

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年7月11日（14:00～16:08）

7月12日（9:00～13:15）

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（ 〃 ）
中村清次（審議委員）
亀崎英敏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（ 〃 ）
森本宜久（ 〃 ）
白井早由里（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官（11日）
	櫻井 充	財務副大臣（12日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（11日）
	福山哲郎	内閣官房副長官（12日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏（12日）
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹（12日）
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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
企画局企画調整課長	千田英継（12日）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	峯岸 誠

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行の説明だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の説明、明日は、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する執行部説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、最後に6月13、14日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者の紹介である。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官である。内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中での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発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いする。

青木金融市場局長

それでは、お手許の金融調節の運営実績、最近の金融・為替市場の動向の参考計表【追加】に沿ってご説明申し上げます。図表1-1、金融調節の実績をご覧頂きたい。前回会合以降、無担保コールレート（オーバーナイト物）はおよそ0.07%で推移した。当座預金残高の動きだが、6月20日以降、

7月7日まで残高が30兆円台に増えていたが、これは国債の大量償還7.3兆円など、財政が大幅払い超になっていたことによるもので、今後8月半ばにかけては財政が受け超となる中で、残高はゆっくりと減少していく見通しである。図表1-3、四半期末であった6月末の短期金融市場の様子を要約している。無担コールレートは0.067%、当座預金残高は33兆2,000億円であった。また、月末前後の市場金利は落ち着いた推移を辿った。

図表1-6、会合間のオペの様子である。共通担保・金利入札オペについては、期日到来分を毎回予想される応札額を上回るオファーで打ち返すという組み立てにしている。この結果、オペは全て札割れとなっており、応札倍率は平均約0.5倍となった。実質的に資金供給額の決定を市場に委ねるやり方となっている。その下の表に資産買入等の基金の運営状況を纏めている。共通担保資金供給、いわゆる固定金利オペについては、会合間に3か月物を7回、6か月物を2回オファーした。3か月物は応札倍率が低下気味で、2倍を下回るケースが目立つが、都銀は今のところ、金利入札オペよりも期間が長めのこちらの方に優先的に応札する姿勢である。ただ、短期の運用レートが全般に低下しているため、応札意欲がどこまで維持され続けるか、注意が怠れない。なお、残高は既に30兆円程度に達しており、最近のオペは期落ちのロールオーバーとなっている。国庫短期証券買入や国債買入は、会合間にそれぞれ1,500億円、1,000億円を買い入れている。社債等買入は1,500億円、CP等買入は2回、計6,000億円実行した。この間、ETF買入とJ-REIT買入はオファーがなかった。同じ頁の下から二つ目の表は、明日延長を諮る予定の米ドル資金供給オペの実施状況を示したものである。前回会合後、1週間物を3回オファーしているが、ドル転コストが総じて落ち着いた推移を辿る中で、引き続き応札はなかった。もっとも、市場参加者からは、欧州情勢がなお不安定な中で、ドル資金の出し手が一斉に放出を手控えるといった状況を念頭に、バックストップとしてこのオペのオファーの継続を望む声が多く寄せられている。

図表2-1、短期金利の推移である。レポ金利も短国金利も最近は0.1%

となっているが、実勢ではいずれも0.1%未満で出合いが付く場合が少なくない。国内金融機関や海外投資家の短国運用ニーズは強く、また、証券会社は短国の在庫が減って在庫ファイナンスのニーズが低下し、こうしたことが短国やレポの金利に低下圧力をかけ続けている。図表2-7、イーランドカーブの動向をご覧頂きたい。カーブの変化幅を示している。全体として、変化幅は微細だが、短国ニーズの強まりもあって短い金利は低下している。一方、5年、10年といった長い金利には、最近、若干上昇圧力がかかった様子がみてとれる。その背景の一つは、米国長期金利の上昇である。図表2-6、米国長期金利が6月末にかけてやや大きめに上昇した。この時期、欧州情勢が若干好転し安全資産への逃避が幾分巻き戻った。なお、先週末の米国市場では、雇用指標の悪化から長期金利が低下し、これを受けて本日の本邦10年金利も1.15%程度と、先週末比2bpほど低下している。米国長期金利の上昇のほか、国内で震災後の生産回復が予想以上に早いことも、長い金利の上昇をもたらしているようである。図表2-7の下のグラフをみると、市場参加者が長期金利の変動要因として、黒塗りの景気動向への注目を強めている様子が分かる。なお、このグラフからは分からないが、直近、黒塗り部分は金利上昇要因としての景気に注目しているという回答であって、景気動向が金利低下要因として注目されてきたこれまでとは反対方向の材料に変化している。

図表2-9、社債の対国債スプレッドをご覧頂きたい。電力債のリスク拡大を反映して、AA格もA格も前回会合後やや拡大している。図表2-10で、除く電力の様子をみってみる。白丸が電力債で、スプレッド拡大幅が0.0の横線より上の方にプロットされているが、バツ印の一般事業法人は全体として0.0のラインより下に分布しており、スプレッドが縮小している様子が分かる。電力債以外の発行環境は良好である。図表2-11、CP発行市場の動向である。グラフの黒い太線が今年の発行残高の推移で、このところ前年実績を上回って推移している。社債発行が困難になっている電力のCP発行残高が前年を4,000億円近く上回っている。もともと、市場における電力CPへの投資意欲は強くない。例えば、3か月物CPの場合、電

力銘柄の発行レートは目立って上昇した。足許では、レート上昇には一服感があるが、震災以降、一部の投信や外証など電力CPへの投資を手控えている向きもあることから、今後、電力の発行残高が増え続けた場合、レートが上昇しやすいとの声も聞かれている。

図表 2-13、日米欧のCDSプレミアムの推移である。これをみると、日本については、原子力損害賠償支援機構法案の閣議決定などを受けて電力銘柄のスプレッドが縮小したことから、足許やや低下している。欧州では、ソブリン問題の金融セクターへの波及リスクが意識されたこともあって、金融機関を中心に幾分拡大しているが、米国への波及はほとんどみられていない。

図表 2-14、株価の動きをみると、米国株はポジティブな経済指標の発表や欧州情勢が若干改善したことを受けて、前回会合以降上昇傾向を辿った。日経平均もこれに連動する形で上昇し、7月6日には2か月振りに10,000円台を回復した。なお、本日の前場では、雇用指標の悪化を受けた先週末の米国株価の低下、イタリアの銀行株下落を受けた欧州株全般の下落を受けて、小幅反落している。

図表 2-16、株価のボラティリティをみると、前回会合以降、投資家の警戒感が日米ともに一時強まったものの、最近ではかなり落ち着いていることが確認できる。

図表 2-18、外国為替市場をご覧頂くと、ドル/円相場であるが、前回会合後は概ね横這いで推移している。ユーロ相場は、欧州情勢の展開を受けてアップダウンを繰り返している。

最後に、図表 2-21 をご覧頂きたい。エマージング通貨の対ドル相場、株価であるが、いずれもギリシャ問題の先行き不透明感の後退などから、均してみれば横這いないし若干上昇している。この間、コモディティ価格は、グローバルな需要動向に大きな変化がみられない中で、全体としてみれば概ね横這い圏内の推移となっている。私からは、以上である。

白川議長

質問があればお願いします。

亀崎委員

先程の固定金利オペの応札倍率であるが、3 か月物が 6 月後半以降 2 倍に落ちて非常に低い水準にある。一部マーケットでは、この 3 か月物の固定金利オペは札割れを起こすのではないかという声も出始めている。入札の回数を減らしたり、色々工夫されてきていると思うが、この先どうみているか。

青木金融市場局長

今のところ、倍率が 1 を割り込んで、どんどん下がっていくという感じは持っていない。むしろ、こちらは多少倍率が下がっているが、そこそこの需要がある一方で、金利入札が減ることが今起こっている。

亀崎委員

金利入札オペを減らすことは、マクロでは問題ない。余っている訳だから。一方、ミクロで困るところとか、そういうようなことは考えられないか。

青木金融市場局長

オファーに対して金融機関側が自ら減らしてきているので、何かミクロで困ったことが起こることは基本的にはないと思う。

雨宮理事

実際に市場の需給の動向をみながら、額を若干減らし気味にしたり、あるいは足が来てもオファーしない日が今まで 4 回か 5 回位あるという格好で、たまにそういう日を作り始めている。全体としては、固定金利オペの方は、先程、青木金融市場局長からも説明したとおり、銀行の 3 か月、6

か月物のいわば安定的な資金調達手段として位置付けられていて、追加的な調達を入札でやるという形になっている。安定的な資金調達手段という意味では、固定オペの方は、ニーズがそれなりにあるということが一つある。それから、市場金利がさらにこの後どんどん緩んで、例えば、他の3か月物が0.1%をどんどん下回るとか、そういう状況になると、3か月の0.1%の調達がむしろコスト的に見合わないという格好になってくるので、それも倍率を落とす、ニーズを落とす要因になる。しかし、今のところ、それぞれ凸凹と変動はあるが、ターム物は大体0.1%前後で推移しているので、勿論、先行きのレート次第であるが、今申し上げたような入札方式のオペを多少調節していることと、レートがこの程度で低位安定していくということであれば、固定オペの入札がどんどん落ちてしまうということではなかろうとは思う。しかし、基本的には、毎回説明しているとおり、こういう調節のもとで、緩和感がじわじわ強まる方向であるので、ニーズは上がる方ではなく下がる方だろうと思う。

中村委員

今言及があったが、11頁の短国のレートは6か月物で0.1%であるが、海外からの強い需要とか一時的な要因で、こういう状態が長く続かないであろうというのがマーケットの見方だと思う。一方で、今、固定金利のオペをかなり行っているし、我々も少し長めの金利を引き下げることが意図している。そこら辺が少しずつ浸透しているという面もあるのか、あるいは、一時的な海外要因とか短期国債への需要が強まっているという特殊要因によるものなのか、この点についてどのように考えているか。

青木金融市場局長

勿論、両方ある。当預残高を都銀が減らす時に、真っ先に短国を買って当預残高を減らしていくという行動をとるので、短国ニーズは非常に国内でも強い。つまり、短い金利を相当下げたために、短国にその分低下圧力が短い方からかかっていくということがあると思う。と同時に、やは

り一時的な要因というか、ドルの金利が下がってしまったので、こちらに流れてくるという、両方の要因があると思う。ただ、国内での短国ニーズは、基本的に相当強いという印象を持っている。そういう意味では、短い金利を下げてきた効果が短国に現われてきて波及するという効果が現われていると言えると思う。

中村委員

今のところ、LIBORやTIBORには影響は出ていないのか。

青木金融市場局長

基本的にはそこには強くは出ていない。12 頁の上の図がTIBOR、LIBORであるが、基本的に、最近は横這いになっている。ここは、統計的にもみえにくいところであるが、おっしゃるようにこのところはわりと横這いになっている。

宮尾委員

市場の見方で幾つか教えて頂きたい。まず、最初に株価であるが、日本の株価はわりと順調に6月以降上がってきているが、震災前から比べるとまだ低い水準にある。その背景として、よく言われる外国人投資家がどんどん入って来て、見直し買いが行われていると説明されることがある。日本の株価の水準について、マーケットの見方は——特に震災前との対比で私はイメージしている——、適正水準というか良い水準なのか、それともまだ相対的に過小評価されているのか。マーケットの見方みたいなものがあれば教えて頂きたい。

それと、米国の政策金利の見通しである。今回のマクロ統計を受けて、マーケットでは、政策金利の次の利上げの時期が、少し後ずれしたのではないかという議論があるかと思う。それについて、最新情報があれば教えて頂きたい。

最後は、日本の政策金利であるが、ゼロ金利をずっと続けてきている訳

である。政策金利の先行き見通しについて、例えば、米国だと、2012年夏とか2013年とかいうように、推計値というか、マーケットの考える利上げ時期みたいなものがある。日本の場合、それと比較可能な時期がイールドカーブ等々から得られるのではないかと思う。それについて、現状どういような見方をすれば良いのか、あるいはマーケットではどういうふうにみているのか、について教えて頂けるか。

青木金融市場局長

まず、米国の金利政策の見方から言うと、最近の減速ということで後ずれしてきたと思うが、マーケットの平均的な見方は、来年の半ば以降というように言われていた中で、来年半ばから来年後半のどこかでという絵は、基本的にはあまり変わっていないと思う。連銀の副議長などが講演で使っている資料などをみても、保有している証券の売却のペースについて、非常に慎重な絵を描いているし、全体に、あまり前倒しにするという感じはそもそもあまり強くなかったと思う。ここへきて、見方が、前倒しになるとか後ずれするということはなくて、基本的には来年後半からあまり大きくは変わっていないと思う。

宮尾委員

雇用統計を受けてもか。

青木金融市場局長

直近の雇用統計の後、どうなったかはよく分からない。日本の政策金利の見通しについては、先行きを示すO I Sをみても、基本的には、まっ平らになっている。何かこの辺で利上げだろうとか、利下げだろうとかという政策変更を、どこかで予想しているというコンセンサス的なものがあるというようにはみえない。

宮尾委員

それは、時期が特定できないということなのか。例えば、5年後とか何年後とかいうのはあり得る。そういうこと自体が、予想というか、マーケットから類推することが難しいということなのか。

青木金融市場局長

数字になって出てきているものをみる限り、具体的な見通しがいつかというものはないと私は思う。

雨宮理事

データとしてある程度匂うのは、図表 2-5 に O I S のレートがある。実際、取引がそこそこあって、みえるのは 2012 年 6 月位の会合までである。従って、それでみる限りは、2012 年半ばまではやはり利上げは予想されていない。他の点でみると、結局、エコノミストの予想等々を参考にすると、人によっては 2013 年とか言う人もいる。マーケットのデータでは、今、言えることは、2012 年の半ばまではないということである。その後になると、人によって見方は違うが、マーケットのデータとしては、なかなかみづらい。

宮尾委員

米国の F F 金利先物のような見方で、マーケットの市況で何かこう判断するということは……。

雨宮理事

それもあるが、取引が極めて少ない。米国も、先にいけばいくほど取引が少なくなるので、読み方が結構難しくなってくる。

青木金融市場局長

株価の正しい水準は、申し訳ないが、よく分からないので上手く答えら

れない。

雨宮理事

株価については、例えば、PERとかPBRでの適正水準に関する議論は色々ある。今のマーケットのセンチメントということで申し上げますと、適正かどうかというよりも、株価についてプラス材料とマイナス材料が拮抗していて、動きにくいというのがマーケットの感じではないかと思う。プラス材料は、日本の景気について、供給制約が比較的早めというか、予想より早く緩和されてきたこと。色々センチメント指標や内需関連の指標もプラス材料が増えてきたという意味では、むしろ買い材料である。一方、長期の電力制約というマイナス要因があることと、何と云っても、米国の景気が思わしくないという懸念材料もあるので、今のセンチメントは両方の材料があるので、上にも下にも少し動きにくいという感じではないかと思う。

白井委員

今の関係で、株であるが、海外から日本への証券投資で、株への投資が純流入から純流出に、6月に変わったと思う。でも、株価は6月の半ば位から日本では上がっている。この辺をどう理解したら良いか。

青木金融市場局長

外国からの流入が少し落ちているのがいつの段階であったのか、タイミングが分からない。最近の動きをみると、結構、日本株が上がっている。この直近のところについては、よく分からないが、海外からもそこそこ日本株への投資が入っているはずである。最新のデータをみないと、海外からの様子が分からないが、多分、今上がっているところについては、両方あるのではないかと思う。

西村副総裁

図表の 2-16 か。

雨宮理事

海外投資家の売買は、まず、震災の直後に日本売りがあつて、確か5月に相当買いが入った後、少しそれに対する戻りというか、反動があつて——反動の他に東電問題等々も含めて少し懸念が生じて——6月中旬にかなり大きく売越しに転じた。ご覧のとおりであるが、実は、株価もその時は弱かつた。震災後、ドーンと下がって、その後、戻り歩調があつて、ある段階でこの売りがあつて少し弱含んだというのが実情だと思う。足許、強くなっているところは、今、青木金融市場局長が申し上げたとおり、個別の主体別売買動向の数字がないが、例えば、6月の末から7月の初めにかけては、海外投資家がまた買越しに転じているので、場合によっては、最近の供給制約の緩和の仕方等のプラス材料に着目した買いが少しまた戻りだしているということがあるかもしれない。

白川議長

外貨資金市場については——ドル資金市場あるいは各国通貨でドル資金を調達するスワップ・マーケットであるが——、全体としてみると、物凄く緊張が高まっているという訳ではないと思う。ただ、節目節目で、例えば欧州で緊張状態が発生すると、少し動きがあるという感じでみているが、その辺り、外貨資金市場、あるいは為替のスワップ・マーケットについてどのような感じであるか。もう少し詳しく説明して欲しい。

青木金融市場局長

おっしゃるように、大きな流れでドル転が急に増えるとか、大きな動きではないが、実際は小さなものは結構ある。先月後半も、多少ギリシャ問題が一服する少し前は、やはりドル転が少し強まっていた時期があつたし、ギリシャ議会が法案を通過させた後は、逆にドル転がずっと小さくなって

いくというように、小幅であるが、それなりにドル転市場はアップダウンがある状況であると思う。ただ、そういう意味では、イベントがある度にドル転が増えたり減ったりしているのも、ちゃんと反応はしている訳である。従って、何かもう少し大きめのイベントがあれば、そこがかなり大きく出てくる恐れがあるというように市場ではみていると思う。

西村副総裁

先程のドル転であるが、振れの大きさは、前から比べると——足許少し大きい——、基本的には、随分小さくなっていると考えて良いか。

青木金融市場局長

足許のドル転のスプレッドは、やや長い目でみると、かなり落ち着いていると思う。イベントに応じて、ちゃんと反応してアップダウンしているという感じである。

西村副総裁

東証REITの評価であるが、非常に狭いレンジで、動いている感じである。これは、マーケットとして特段の変化があるというよりは、マーケットそのものが事実上次第に細まっていると考えて良いか。

青木金融市場局長

出来高という意味で、どうかということか。

西村副総裁

出来高も含めてである。マーケットが荒れる直前というような雰囲気なのか、それとも非常に安定している状況と考えて良いのか。

青木金融市場局長

今のところは、ポイントで言うと、1,020とか1,030辺りで一応落ち着

いている。何か大きな変化が、この後あると思っているかどうか、そこまではよく分からないが、少なくとも直近はその辺りで落ち着いているということである。一応、マーケットは1,000ポイントを念頭に置いていて、それを割り込むようなことは多分ないであろうと思っていると思うし、基本的には落ち着いていると思う。

雨宮理事

取引高は少し減っているが、大きな市場の流れとしては、何か副総裁が懸念されるような、凄く大きな圧力がかかる前兆というよりは、一頃、震災の後、どっと下がった後は、むしろ株式等々よりも、戻りの足は早い。これは、REITの対象資産が被災地にないとか、日銀オペが入ったといったことを材料に、わりと早く戻った、むしろ堅調な展開だった訳である。その後、1,050位のイメージで走っていたが、足許1,030位になったのはなぜかと、敢えて市場参加者が感じていた理由を申し上げると、やはり増資が2件あったということだろうと思う。むしろ、こういう時にも増資があったというのは、ある種、REIT市場の回復という意味では、良い材料であると思うが、元々、非常に小さなマーケットの中で、2件増資があったということで、荷が重くなっているということはあるかと思う。

白川議長

他にご質問ないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

次に、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の状況についてご報告する。席上お配りした資料-3、「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご用意

意頂きたい。世界経済全体としては、回復を続けているが、直近2四半期は、減速感を強めている。最初に、全体の減速のイメージをみて頂くために、図表4をご覧頂きたい。時々ご覧頂いている製造業のPMIのグラフである。グローバルベースの受注・在庫バランス、それから生産指数ともに鈍化している。先進国と新興国で分けると、先進国が目立って減速が強まっている。米国については、原油高の影響が大きいということで、先月と引き続き同じ動きなのだが、ユーロエリアでも、米国や新興国向け輸出減速から足許受注・在庫バランスの改善がさらに鈍化している。先進国生産指数の国別内訳をみて頂くと、これは直近6月であるが、4月、5月、米国が相当下へ引っ張っていたが、5月にはユーロエリアが加わった。6月は、米国が前月から比べて然程動きがない中で、ユーロエリアが下がっている。また、新興国についても、先進国よりも低下のテンポが緩やかではあるが、受注・在庫バランスの改善が鈍化し、生産も低下している。新興国も、高めの伸びを続けてきた内需についても、これまでの金融引締め効果が徐々に現れてきている。

それでは、図表1、米国から最近の計数をチェックしていきたいと思う。

2. 実質可処分所得は、横這いの動きとなっている。名目所得は、増加しているが、ガソリンなど物価上昇によって実質ベースの所得は下押しされている。このため、3. 実質個人消費は、耐久財を中心に足許減速。5. 小売売上高も伸びが鈍化し、6. 自動車販売については、1,171万台ということで、6月がその前のピークの4月と比べて1割方減少した形になっている。こうした所得、消費の減速は、7. 消費者コンフィデンスの低下にも表れている。もっとも、極く足許については、多少ポジティブなニュースが二つある。一つは、原油高による下押し圧力が、ガソリン価格が下落に転じたことから緩和しつつある。州によって違うが、ガロン当たり、ピーク4ドルだったものが、3.5ドル位まで下がっている。二つ目は、個人消費に大きな影響を与える株価の動きが、問題の懸念が一服といったこともあって、直近のピークから9%位下がったものが、ほぼ9割戻してきている。次に、住宅市場であるが、住宅販売は低迷が続いている。在庫も中古を中心とし

て、引き続き高水準である。8. 住宅着工件数は、低水準で推移し、9. ケース・シラー住宅価格指数も引き続き軟調に推移している。この間、設備投資については、10. 非国防資本財受注は、緩やかな増加傾向を続けている。これまでのところ、設備投資については、モメンタムを維持しているという評価である。次に、生産関連の指標をみると、13. 鉱工業生産は、増加ペースが鈍化している。12. 製造業 I S Mについても、6 月は、5 月から幾分改善はしているが、新規受注や生産の改善は、極く小幅にとどまっている。そして、非製造業 I S Mについても、原油高の影響が少し前までは色濃く出ているということから低下している。続いて、週末に出た雇用環境をみる。15. 非農業部門雇用者数は、増勢が鈍化。足許は、6 月の 1 万 8,000 人の増加にとどまった。市場予想は 10 万人であったから、かなりのサプライズであった。それから、前月、前々月について下方修正したことも、弱い材料として強く意識された。6 月の内訳をみると、製造業は、生産の増勢鈍化を受けて横這い圏内。非製造業も、個人消費の減速を受けて人材派遣が減少、低水準の増加ペースとなっている。この間、政府部門は、州、地方政府での公務員削減の動きを受けてマイナスを続けている。こうした中、失業率も 9.2%と幾分上昇した。物価についてみると、16. 総合ベースの C P I は、足許プラス幅が拡大している。+3.2%から+3.6%である。コアの方も、+1.3%から+1.5%である。コアについては、これまで上昇要因であった家賃のほか、自動車の値上げといったこともプラス要因として寄与している。以上、米国である。

図表 2-1、ユーロエリアについてみると、全体としては、緩やかな回復を続けているが、足許は、輸出や生産の増勢が鈍化している。輸出関連であるが、2. ユーロエリアの域外輸出は、減速。アジアや米国向けの伸びが低下している。3. 輸出受注の製造業 P M I も、改善と悪化の分岐点である 50 を上回ってはいるが、足許低下をしている。51.1 である。これまで押し上げに寄与してきた輸出は、世界経済の減速を通じて、増勢が鈍化している。次に、内需、設備投資については、4. ドイツの国内投資財受注は、緩やかな増加である。5 月は前期比+20.0%と、非常に大きな数字になっているが、

振れの大きい船舶が入っているということであるので、ここは大分割り引いて緩やかな増加という基調判断で宜しいかと思う。個人消費についてみると、6. 小売売上数量は、横這い圏内の動きであるが、サービス消費は、緩やかに増加している。8. 消費者コンフィデンスは、横這い圏内の動き。緊縮財政の影響などもあって、個人消費の増加テンポは、足許鈍化している。こうした中、生産の動きをみると、9. 鉱工業生産は、増加ペースが足許鈍化している。10. 製造業のPMIは52.0と、50を上回っているが、足許、幾分低下している。輸出の減速によりユーロエリアの生産も目先減速していくことが示唆される。雇用関係については、11. 失業率は9.9%と高め、横這いであるが、内訳については、コア国で緩やかな低下、周縁国で高止まるということで、さらにその差は拡大傾向を続けている。物価面をみると、12. 消費者物価総合ベースは、足許6月は+2.7%と、5月と同じプラス幅となった。こうした状況を受けて、ECBが先週7日に政策金利の引き上げを実施したのは、ご承知のとおりである。

次に、図表2-2、英国経済であるが、輸出は増加基調を維持しているが、個人消費や住宅投資といった、内需が減速という形である。2. 輸出は、アジア、米国経済の減速を受けて、増勢が鈍化している。3. 輸出受注の製造業PMIも、足許低下し、辛うじて50.7である。一方、内需については、4. 小売売上数量は、緩やかな伸びにとどまり、5. 消費者コンフィデンスも、大幅に悪化した状態が続いている。10. 住宅価格が弱含むなど、家計支出は引き続き弱い動きを続けている。この間、生産も弱めの動きである。6. 生産は伸び悩んでいるし、7. 製造業PMIも50を上回っているものの、輸出受注の低下に加えて、英国の場合は、日系自動車メーカーによる減産もあって、足許低下している。9. CPIであるが、足許前年比で+4.5%と、プラス幅は趨勢的な拡大をまだ続けており、インフレーション・ターゲットを大幅に上回った状態が続いている。英国は、以上である。

図表3-1、中国経済をみていきたい。中国経済については、高成長を続けているとの判断に変更はない。生産の動向をみると、2. 工業生産は、昨年末に終了した自動車購入税軽減措置の終了以降、自動車販売が横這い

圏内で推移する中において、個人消費にやや減速感が窺われる。そういった中で、生産の前年比をみると、伸びが幾分鈍化している。3. 製造業PMIをみると、50.9 ということで、幅としては、ちょうどニュートラルなところに近付いてきている。内需関連をみると、4. 消費財小売売上総額と 5. 固定資産投資がいずれも高い伸びを続けている。自動車販売は、先程申し上げたように減速しているが、内需は全体として堅調に推移している。また、外需関連では 6. 輸出は増加基調で推移しているが、極く足許は米国向けを中心にやや減速感が窺われている。消費者物価は、先週末発表された。市場予想の+6.2%をさらに上回る前年比+6.4%となった。内訳をみると、豚肉を中心とする食料品価格は上昇し、インフレ圧力が非常に強い状態が続いている。9. M2と 10. 人民元貸出は、前年比プラス幅がやや縮小しているが、引き続き高い伸びとなっている。流動性は引き続き過剰な水準である。こうした状況を受けて、人民銀行は、先週7日に今年に入って3度目の利上げを実施した。

次に、2. インドであるが、インドについても中国同様、高めの成長を続けている。もっとも、生産は古いデータではあるが、アネクを含めてみても少し伸びが鈍化しているようである。3. 製造業のPMIも幾分低下している。インフレ圧力が強いもとで、これまでの金融引締めの影響から、経済に幾分減速感が窺われる。

次に、図表 3-2、NIEs、ASEANをみたい。NIEs、ASEAN経済全体としては、景気回復を続けている。足許、サプライチェーン障害の影響に加え、海外経済の減速が輸出、生産の増勢鈍化に現れている。

(2) の輸出合成指数は、第2四半期のところは4月と5月の平均であるが、日系メーカーのサプライチェーン障害による減産の影響もあって、増勢が鈍化している。足許、やや大きく減少しているのは、6月の数字だが、韓国と台湾は前月比でマイナス幅を拡大をしている。内需関連、図表 3-3 をご覧頂きたい。韓国では、これまで緩やかに増加した小売数量指数が幾分減少している。インフレ圧力に伴う家計の実質購買力低下などから、個人消費の伸びが低下している。また、台湾の小売売上高も足許増勢が鈍化

している。このように、一部にはやや減速感もみえるが、これ以外の多くの新興国においては、総じて内需は底堅く推移している。(5) 消費者物価については、N I E s、A S E A Nの合成指数をみると、総合ベースでは、生鮮食品の上昇が一服し、伸びが縮小しているが、コアベースでは、生産要素の稼働水準の高まりや、これまでの食料品、原材料価格上昇のセカンド・ラウンド・エフェクトの一部顕現化ということで、プラス幅が拡大している。インフレ圧力の強い状態が続いていることが確認されている。

以上のように世界経済は、足許減速している。今回、この4~6月の減速要因のうち、サプライチェーン障害の影響は、短期間のうちに解消するということはほぼみえてきた。それから、原油価格の上昇による家計の実質購買力低下についても、5月入り後に原油価格が反落してから、概ね横這いとなっている。こうした状況が続けば、家計の実質購買力は、早晚改善に向かい、個人消費の下支え要因として効いてくる。そういった中で、今後の留意点が二つある。一つは、新興国の金融引締めに関して、図表5をご覧ください。全体として、新興国における金融引締めが十分かどうかについて、恐らくまだ不十分ではないかと思っている。追加的に利上げが必要となって、今後の振幅が激しくなるリスクが残存している。ここにC P IとP P I、それからG D Pデフレーターを並べているが、典型的には中国なのだが、中国など幾つかの国では、C P IよりもP P Iの方、あるいはG D Pデフレーターが高い伸びを示している。新興国においては、設備投資のウエイトが高いということが大きい訳であるが、申し上げたいことは、C P Iをターゲットとして、多くの中央銀行が動いている訳であるが、経済全体の過熱感としては、投資財の価格とか、原材料も含めて、そういったものの価格圧力がより大きく効いている可能性があるということで、そういったことも含めてみていくことが重要である。逆に言えば、C P Iだけをみていた場合には、インフレ圧力を過小評価しかねない点に注意しておきたい。それから、二つ目の点は、ギリシャに関する問題である。マーケットの状況ということで、図表7をみると、E u r i b o r - O I Sスプレッド、それからスワップスプレッドは、非常に細かく動いてい

る。大きな直近の動きとしては、ストレステストの公表が今週の金曜日に決まったが、その前において、銀行間市場では、金融機関に対するカウンターパーティ・リスクを相当意識する中で、一部取引で金利の対O I Sスプレッド、スワップスプレッドが拡大している。この間、E C Bのオペによって、周縁国の金融機関に大量の流動性が供給されていることから、こうした動きは限定的と評価している。ただ一方で、(4)であるが、欧州を投資対象とするMMFからは、資金流出が足許相当強く大きく進んでいるという気がかりな点があることも確かである。これから、1週間、2週間、数週間かかるかもしれないが、欧州の金融情勢——ギリシャ周り等々——については、注意してみていくつもりである。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

最後の欧州の金融市場については、問題はギリシャ周りという話だったが、金曜日にイタリアの国債金利がどんと上がった。ここは、国が大きいし、それから国の債務の対名目G D P比率が120%という非常に高い方である。コンテージョンということで、少しマーケットがガタガタしたようだ。今までは、ギリシャまでしか考えていなかったが、イタリアまでもということで、今度の銀行のストレステスト等をしっかりみていきたいと思う。

大野国際局長

イタリアのマーケットの話は、亀崎委員がおっしゃったとおり、恐らく欧州の当局者にとっても相当ショックというか、緊迫感があったと思う。報道ベースであるが、11日の午前には、ユーロ当局者が緊急会合を招集して、この問題について検討したというように伝えられている。ただ、マーケット全体については、先週のギリシャの動き、先々週位からポルトガル

の動きが相当影響した。これも恐らく、イタリアの問題の橋渡しの要因になったかと思うが、図表6に対独スプレッドを示している。この中には、イタリアが入っていないが、ポルトガルをみて頂くと、7月1日から急激に上の方に引っ張られている。これは、勿論、ポルトガルに対する格付機関の格下げが契機だった訳であるが、この時には、スペインはまだ安定していた。そこから推察できることは、やはり亀崎委員がおっしゃったとおり、7月15日のストレステストを前にして、イタリアの銀行関係に対する不安みたいなものが、マーケットに広がったというのが、一つの要因ではなかったかと思う。ただ、欧州委員会等では、イタリアについては、何ら問題ないということを確認したと報道されているが、もしイタリアまで飛び火したら、これは大変なことであるので、注意してみていきたいと思う。

白井委員

貿易のデータで、米国とか欧州とか全体的に減速感があって、消費者コンフィデンスも低下し、小売なども少し伸びが低迷しているが、ドイツは、4月は前月比でマイナスであったが、5月がまた急激に伸びている。ドイツは確か+4.3%位の伸びになっていて、何か、投資財受注も全体的にまた伸びているみたいである。中国の方は、輸入の伸びは激減したが——6月だが——、輸出の金額は単月で過去最高である。というように考えると、世界が減速してきて、少し消費が弱まっているような気もするが、その一方で、輸出が堅調だということである。これがどこからくるのかを少し今色々考えている。私は地域別が少し分からないが、少なくとも輸出は、中国は堅調であるし、ドイツも5月は急激にまた良くなっている。これをどう捉えたら良いのか。

大野国際局長

輸出は、直近のイメージとしては、世界全体とすれば、恐らく緩やかに減速しているのではないかとみている。その中で、意外に健闘しているの

が、白井委員がおっしゃったドイツ、それから中国である。特にドイツについては、5月の計数がかなり高い数字だが、それは5月だけである。4月、5月を平均してみると、+2%弱位であった。これは、今年に入ってからユーロ圏の中でのドイツの牽引力に大体等しい。4月、5月を均してみると、ドイツの輸出が絶好調というよりも、ペースを維持しているというようにみて良いと思う。それから、中国についても、貿易黒字は物凄く、200億ドルになったが、これも白井委員がおっしゃったとおり、輸入の方がずいぶん減ってしまったので、その部分が大きいということである。現地の中国企業にヒアリングしてみても、輸出全体として、輸出の受注であるとか、先行きがそれほど強いという感じはない。5月直近の中国、あるいはドイツの輸出の増勢も振れの中の動きというように少し割り引いてみておいた方が良い気がしている。

亀崎委員

その輸出だが、今月、ユーロエリアも、中国も、NIEs、ASEANも、いずれも輸出が鈍化するか、あるいは減速している。先程、製造業のPMIの説明があったが、世界の輸出を、名目であるが、IMFの統計でみると、1980～2002年位までは緩やかな増加であった。ところが、2002年以降2008年のリーマン・ショック前までは凄いカーブで増加している。これは、やはりグローバル化が進んだということだと思う。この世界輸出と世界のGDPは、概ね整合的なグラフで描ける。そうすると、2008年のリーマン・ショックでどんと落ち込んだ後、現在はほとんど落ち込む前と同じ水準まで増加してきたが、今申し上げた各地域では、減少しているか、鈍化している。これには、一つはサプライチェーンの毀損があった。それから、よく数字をみると、第1四半期が結構伸びが高いところがあり、その反動もみられる。もう一つ気になるのは、内需の弱い米国の輸入が減ってきている。こういうところに少し変調があるようにみえる。ただ、これが、一時的なものなのか、あるいは、そういった今までの傾向が変わるものなのかは、もう少しみなければならぬと思っ

いる。

森本委員

少しそれに絡めて教えて頂きたい。こちらは小さな話になるが、韓国とか台湾の輸出だが、ちょうど輸出受注PMIも悪くなっている。特に韓国はEUとのFTAは発効したばかりであるが、それ以外のFTAとかEPAで結構効果が出ているとか、為替もそんなに悪い条件ではないし、日本の輸出も少し落ちている中で、スタンスは悪くないと思う。しかし、ここへきて少し数字が落ちているのは、一時的なのか。その辺をどうみているのか教えて頂きたいと思う。

大野国際局長

まず、初めの亀崎委員のおっしゃったことは、全く同感である。

亀崎委員

私は、今、そのようにみているので、少し気になるということで、ちょうど輸出の話があったので、申し上げた。

大野国際局長

多分、4～6月——バックミラーでみた直近である——は、相当な減速は間違いはないと思う。ポイントは、中国経済が、今後、巡航スピードというか、ハイスピードでいけるかどうかと、それから米国のバンピーな動きの中で、今、弱めの動きの局面を迎えているが、ここから先にまた少しモメンタムが上がるかどうか、全体の貿易の動きを左右すると思う。最近、何回か申し上げているが、原油価格の問題であるとか、これ以上の条件の大きな悪化がなければ、我々がいつも申し上げている米国経済については、緩やかな回復のパスは何とかいってもらえるという判断は変えていない。それから、韓国と台湾であるが……。

森本委員

図表 3-2 である。

大野国際局長

直近の動きは、少しマイナスである。これはやはり気になる動きであるということと、それから、ただこの中に一部特殊要因も入っているということがある。特に、台湾などは、ケミカル工場の事故があったそうで、それはいわゆるイレギュラーな要因として、足を引っ張っている部分がある。もう一つ、少し基調的な動きとしてやや気になるのは、IT関係の足許の荷動き、それから見通しが少し慎重化していると聞いている。その中で、一つ挙げられているのが、理由までは確認できていないが、中国の液晶周りが少し悪いというようなこともある。悪いというよりも、鈍いと言った方が良いのかもしれない。だから、今のところは、この6月の足許の動きが下に突っ込む入り口であるとはみていない。一時的な伸びの鈍化、足踏みの範囲内ではないかと思っている。先程申し上げたが、第2四半期では輸出合成指数は+2.7%である。これは4月と5月の合計なので、6月を入れると、恐らくほとんど横這いとか+1%位になってしまう可能性がある。問題は、これから7~9月に向けて、少しモメンタムが回復するかどうかである。ただし、7月に入ってからの株も含め、色々なマーケットをみる限り、4~6月からみれば、足許の7月は少し状況は良くなっているのではないかと感じている。

中村委員

中国の内需についてだが、先程、内需は堅調という話があった。自動車については、色々規制の問題等があって、当初2,000万台とか言われていたが、伸び率が落ちている。それから、国内の小売売上高も、最近は、微妙に伸び率が落ちているようにもみえるが、足許のインフレの影響が内需に——中国の場合は、2007年頃に大幅なインフレがあったと思うが——どのような影響を与えてくるのか。また、米国なのだが、前もって配られ

た資料の図表 5-6 にある銀行貸出動向をみると、11 月以降——会計基準の変更に伴うギャップもあるのだろうが——、やはり実態もある程度落ちてきているということなのか。

大野国際局長

まず、米国の銀行融資であるが、これは基準の変更があるので、そこは割り引いて考えなければいけない。2011 年の半ば位の動きは、ほぼ横這い圏内とみている。特に、中小企業向け、それから個人向けの伸びがかなり鈍い。企業の資金調達という面では、状況が変わっていない。大企業については、社債とか資本市場で相当無理なく資金調達ができています。大企業と中小企業の業況格差が一段と色濃くなる中において、金融機関に対する規制の厳格化という動きが、リスクアセスメントを強める結果、中小企業への資金の行き方が少し滞っている、貸しにくい状況が続いている。ほとんど横這い圏内で、資金需要というか、貸出について、目にみえた回復の動きはまだみてとれない。

中村委員

個人もマイナスになってきている。

大野国際局長

そうである。個人については、勿論、住宅ローン、それからサブプライム等々、住宅価格もまだ下がり続けている状況なので、その辺のしこりの部分が重たく圧しかかっている。それから、最初にご質問頂いた中国の小売について、自動車の方は、2,000 万台はかなり大風呂敷であったが、それでも今のペースでいくと、1,600 万~1,700 万台と、米国を遥かに凌駕するような自動車の販売は見通せるということである。それから、インフレが消費にどういふようにということについては少し難しいが、今のインフレの中で、中国の一般の人々を苦しめているのは、明らかに食料品である。中国の場合、豚の価格が上がると政情不安になるという位であるが、

それが1割位増えている、それを除いたコアの部分でみると+3%程度である。勿論、食料品とか、飲食については、物凄く影響はあるが、そこで食われてしまうと、その他の液晶は高級品であるが、その他の電気製品といったようなものについても、今月は少し節約しようという形で影響は間接的には及んでいると思う。ただ、それにしても、消費全体としては、相当の強さは維持できていると思う。それは、所得自体がそれなりに増えているためである。ただし、金利との関係でみると、実質金利は恐らくマイナスというバランスである。

石田委員

中国のCPIは+6.4%だが、年後半にかけて必ず下がると言っている人がいる。どうも豚肉が下がると言っているらしいが、何かそういう循環要因があれば教えて欲しい。

大野国際局長

今、チャイナウォッチャーの大方の見方は、6月、7月位がピークになるのではないかと。あるいは、7月、8月——夏場——までで、ピークで+7%位、その後は、少しは低下するだろうという見方が大方である。先程も申し上げたが、足許、大きな寄与で引き上げているのは、豚肉をはじめとした食料品、穀物等である。それらの供給制約は、恐らくまたひどい天候不順がない限り、年後半にかけて緩和される。従って、その部分の嵩上げが減るので、恐らく+5%台位までには下がっていくだろうという見方が大方である。

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。

前田調査統計局長

それでは、私からご説明させて頂く。事前にお配りしている資料からご説明して、今日、追加でお配りしているものがあるので、途中で一旦そちらに移り、また元に戻るといのように説明させて頂く。

事前にお配りした資料の図表1、先般、短観が出て、業況判断がグラフで描いてある。6月短観の業況判断は、3月に震災の影響がほとんど織り込まれていなかったのので、いずれのセクターでも悪化した。ただ、先行きについては、総じて改善が見込まれており、震災の影響が一時的にとどまるといった企業の見方が反映されていると判断している。後程、色々なマインド指標の月次調査についてご説明するが、月次調査では企業マインドは改善方向にあるということである。この中で、非製造業の中小企業については、先行きも慎重な見方にある。これは、元々、構造的に厳しい環境に置かれていることに加えて、震災の影響で、需要が落ち込んでいるサービス消費関連などのウエイトが高いことが背景と考えている。

続いて、公共投資はいつもご説明してはいないが、図表4の公共工事請負金額をご覧頂きたい。5月まで数字は出たが、この段階では公共工事は増えていない。我々のヒアリングベースでは、5月初の補正予算の成立を受けて、6月位から統計として表れてくるのではないかという感触を持っている。いずれにしても、今回、二次補正案も閣議決定されたが、その辺りが成立、執行されていけば、恐らくこの一次補正と併せて、夏から秋にかけて公共投資は増加傾向を辿るのではないかと考えている。

輸出入であるが、図表6、5月の通関の実質輸出入が出ている。5月の輸出は前月比で+4.7%と、3か月振りに増加に転じた。これは、自動車を中心とした供給制約の緩和によるものと考えている。一方、輸入であるが、4月に若干増加したが、5月も前月比+3.3%と増加している。これは、供

給不足となった国内代替品の輸入、あるいは火力発電用の燃料の輸入増によるものと考えている。4月、5月で纏めると、実質輸出は前期比-8.9%と大幅な減少であるが、一方で、実質輸入は+1.6%と小幅増加になっている。6月については、上・中旬の数字が出ているが、恐らくその辺りから判断すると、6月は輸出、輸入ともに引き続き増加するのではないかとみている。恐らく4~6月は、輸出はまだマイナスが残り、輸入がプラスということで、ネットの輸出入からいくと、GDPを押し下げる要因に働くと考えている。こうした輸入の増加は、サプライチェーンの復旧に相応のコストをかけていることを示しているが、これはそうしたコストをかけても、長い目でみれば、ベネフィットが大きいという判断で行われているものだと理解している。輸出については、海外経済が堅調さを維持していけば、供給制約の緩和を反映して自動車を中心に増加していくと思われるが、足許、若干気になる動きもなくはない。一点目は、図表8の中国向けであるが、3月に大幅減少の後、4月、5月も弱い動きが続いている。これは、中身としては資本財部品などが弱いということであるが、もしかしたら、引締めの影響のようなものが若干出ているのかなと思っている。日本の建設機械メーカーなどに聞くと、原則は、一時的、秋からまた持ち直すという見方を崩していないが、注意してみていく必要があると思う。もう一つは、財別をご覧頂きたい。情報関連財である。4月にマイナスの後、5月は前月比+5.6%と、リバウンドしているが、最近、こういうIT関連メーカーに聞くと、米国を中心にパソコンあるいはテレビの需要が少し減速しているという情報も聞いている。この点、まだ輸出には表れていないが、今後、輸出にどのように表れていくかは注意してみていく必要がある。

続いて、図表15、企業部門、企業収益である。短観で企業収益をみると、2011年度は大体横這いということが予想されている。非製造業大企業が減益になっているが、これは主に電力の減益によるものである。いずれのセクターも上期は減益、下期は増益と、上期までは震災の影響が出るが、下期はそこから脱却している姿が描かれている。

次に、本日追加でお配りした資料-4（参考計表）【追加】で、設備投資に

についてご説明したい。図表 1 に沿ってご説明させて頂く。資本財総供給をご覧頂きたいが、これは設備投資の一致指標と考えている。3月に前月比で大幅に減少した後、4月に小幅の持ち直し、5月ははっきりと持ち直している。供給制約のある輸送機械を除くと、よりリバウンドははっきりした形になっている。中身は、ここには書いていないが、製造業向けの機械、あるいは発電関連の機械が増えている感じがする。それらが中心であるが、全般に戻ってきている感じがする。次に、先行指標について、機械受注、建築着工をみると、月々の振れはあるが、総じて底堅い動きではないかと思っている。このうち、機械受注は4月が-3.3%と前月比で減少の後、5月が+3.0%となっている。4~5月では-0.6%と横這いではあるが、1~3月が+5.6%の後で横這いということで、しかも前年比でみると4~5月では+4.8%となっているので、底堅い動きではないかと考えている。

図表 4 をご覧頂きたい。短観の設備投資計画の修正状況であるが、このうち、非製造業の中小企業については、この時期としては珍しく6月が下方修正されている。これは、先程申し上げたような業況判断と整合的な動きになるが、それを除けば3月対比で上方修正され、例年並みかあるいはそれよりやや強い動きとなっている。以上を踏まえると、設備投資については、震災後の落ち込みから総じて持ち直してきている。元々、設備投資については、リーマン・ショック後に大幅に圧縮が行われて、そこから循環的に回復途上にあった。震災の影響で、非製造業の中小企業のように弱いセクターもあるが、一方で、復旧投資が見込めることや、発電機購入、耐震強化あるいはバックアップセンターの建設という震災対応投資も徐々に出てくるとみられる。

図表 5、企業マインドについても——短観では四半期調査で出るが——、こういう月次調査でみると、大企業、中小企業とも4月辺りをボトムに少しずつ回復してきているので、こういった企業マインドの状況も踏まえると、設備投資は今後増加していくと判断して良いのではないかと思っている。

次に、消費をみたい。図表 6、まず、マインドをご覧頂きたい。消費者

コンフィデンスについては、足許、5月、6月の数字が出ている。景気ウォッチャー調査は、動きが下がる時も戻る時も急だが、6月の調査をみると、かなり震災の落ち込みを取り戻したということになっている。本日、消費者態度指数等々が先程発表されたが、それをみると、数字は手許にはないが、季調済系列でいけば、5月に少し持ち直すが、6月も5月と同じ位のペースで持ち直している。大きく落ちた後、幾分持ち直してきているということかと思う。消費者コンフィデンスについては、指標によってばらつきがあるが、総じてみれば、幾分持ち直している。

元の資料に戻って頂いて、個人消費についてご説明したい。図表 21 にあるとおり、ハードデータは5月がほぼ出揃って、6月の一部が入っている。全体感をみるために、図表 22 の (3) をご覧頂きたい。消費包括指数、消費総合指数というGDPと同じような作り方であるが、これをご覧頂くと分かるが、3月にドーンと落ちた後、4月にそれなりに戻って、5月がさらに幾分戻っている。我々のミクロのヒアリングからすれば、6月もさらに幾分戻っていると判断している。内容を図表 23、24 でご覧頂きたい。図表 23、耐久消費財であるが、乗用車は6月まで入っている。5月に続いて、6月もはっきりと増加した。家電については、一言で言えば好調ということだが、地デジの移行を控えた液晶テレビ、あるいは省電力対応の白物家電といったものが好調である。図表 24、百貨店あるいはスーパーといったところは、5月時点ではまだ戻り切っていないが、6月はクルビズ等々を中心に、さらに幾分堅調という情報を得ている。サービス消費については、総じてみれば、他に比べると戻りが緩慢ということかと思う。特に、旅行はまだ4月までしか入っていないが、5月以降も一応戻りつつあると聞いているが、やはり放射線や余震のリスクが意識される中で、戻りが鈍い。ここでは、震災との関連で特徴を二点申し上げたいと思う。一点は、ここには書いていないが、5月以降、東北での消費が急速に戻っていると聞いている。家電とか大型店は戻っていると聞いている。数字を一点申し上げると、例えば、大型小売店の売上であるが、前年比が+4.4%、全国が前年比で-2.4%であるので、東北の方が足許は強めということだ

ある。家電については、前月も少し申し上げたが、壊れたものを買替える復旧消費とも言える動きが東北で出ているようである。二点目の特徴であるが、幾つか申し上げたが、全国ベースで節電あるいは暑さ対策の消費が増えている。クールビズとか省エネ型のエアコンの販売が好調である。こうした中、幾つかの大手小売が今年度の売上、収益を上方修正する動きも出ている。こうした動きは、消費にとっては明るい材料と言えるが、結局のところ消費は所得環境によって決まってくることを踏まえると、基本的には一時的な動きというように今のところみている。先程、大手小売の業績上方修正を申し上げたが、従来の予想が震災直後の4月というかなり慎重な時期に出たものであったということも、念頭に置いておく必要があると思う。旅行の弱さなども踏まえると、個人消費全体としての回復ペースについては、当面強めに推移する可能性も念頭に置くが、基本的には慎重にみておくということかと思う。

続いて、住宅である。図表 26、住宅については、震災後余震リスクあるいは資材不足から落ち込んでいたが、下げ止まりの動きがみられ始めている。新設住宅着工戸数は、3月、4月と落ちた後、5月に若干戻している。マンション販売についても、当然地域によって差はあると思うが、3月、4月と落ちた後、ゴールデンウィーク後辺りから販売も本格化したということで少し戻っている。

生産である。図表 28 をご覧頂きたい。生産については、4月に前月比+1.6%と小幅増加の後、5月が+5.7%と大幅に増加した。予測指数によると、6月、7月も増加が続く見通しである。一方、在庫については、5月は前月比+5.1%と少し大きな増加となった。これは自動車の船待ち在庫という前向きの動きと、一方で、電子部品・デバイスで需要の弱さを背景とした積み上がりという後ろ向きの動きの双方が影響していると考えている。最近の企業ヒアリングなどを踏まえると、先行きの生産については、前月申し上げたように、実勢ベースでみて、7~9月に概ね震災前の生産水準に戻る可能性が高いと当月も判断している。ただ、業種によって若干の差がある。今、申し上げたように、電子部品・デバイスについては、海外需要

が予想比どうやら下振れ気味のような感じがあって、生産計画を多少下方修正する動きが出始めている。一方で、自動車については、サプライチェーンの再構築が進むもとで、前月よりも生産計画を上振れさせる動きが出ている。8月、9月は、木曜日、金曜日を休みというように自動車業界では予定しているが、その休みを一部返上して、生産するといった声も聞かれる。また、10～12月には積み上がった受注残の対応から、さらに生産を上積みしたいという声も聞こえている。いずれにしても、海外経済の堅調な成長が維持されると、生産は秋以降も増加傾向を辿るとみて良いのではないかと考えている。当面の不確実性は、サプライチェーンといった供給サイドから需要サイドにどうやらシフトしつつあると考えている。なお、電力供給については、本夏については大きな制約要因にはならないとみているが、やや長い目で見た場合、原発の再稼働がどうなるかで、供給制約あるいはコスト増などを通じて経済活動が下押しされるリスクを一応念頭に置いておく必要があると思っている。

続いて、雇用である。図表32、5月はどちらかと言うと、やや強めの数字が出ている。職安統計であるが、新規求人倍率をご覧頂きたい。4月の0.95倍から5月は0.98倍と少し改善している。これは地域別にも統計があって、地域別には東北地方の改善が顕著であると聞いている。4月が0.68倍、5月が0.81倍と、建設業や小売関連からの求人が増加していると聞いている。労働力調査をみても、失業率については、4月の4.7%から5月の4.5%と若干低下している。毎月勤労統計の雇用者数については、むしろ5月は4月の前年比+0.7%から+0.5%と幾分減速になっているが、名目賃金については、5月は前年比+1.1%と、プラスに転じている。これはなかなか理解しがたい動きであるが、特別給与が前年比+67.7%と大幅に増加した。元々、5月は、特に賞与が沢山払われる月ではないので、基本的には振れかなとみているが、振れた業種の中に建設業などもあって、100%振れとまでは言えないかもしれない。実勢を表している部分も何がしかあるかもしれないと思っている。雇用・賃金については、震災後目立って悪化している訳ではなかったもので、戻りも緩慢というように基本的にはみているの

で、当月の指標は単月の振れの可能性が大きいと一応判断している。ただ、そうした見方で良いかどうか、データの蓄積を待って判断していきたい。

最後に、物価動向である。まず、図表 37 の国内企業物価であるが、これは明日の朝発表であるので、現時点では分からないが、図表 38 にある国際商品市況が一頃と比べて少し反落しているので、恐らく、6月の前月比は横這いしないしは若干のマイナス位かなと思っている。その結果、3か月前比でみるとゼロ%台後半の上昇と、5月は+1.3%であったので、上昇幅が縮小するということかとみている。先行きは、横這い圏内の動きかとみている。CPIであるが、5月の全国と6月の東京が出たが、基本的に大きな変化はない。除く生鮮食品でみると、全国については、5月が前年比+0.6%と4月と同じである。東京についても、6月は+0.1%と5月と同じであって、物価の基調に大きな変化はみられない。先行きの物価については、図表 40 の国内需給環境をご覧頂きたい。短観にみられる景気の底入れからの動き等々も踏まえると、需給環境は先行きにかけて少しずつ改善していくということで良いのではないかと思う。これが消費者物価を下支えしていくと思う。市況関連については、図表 46 をご覧頂きたい。石油製品——④であるが——のプラス幅が3月辺りより少し縮小してきている。前年比でみても、当面はやや縮小気味かと思う。一方で、例えば、食料工業製品はラグをもって消費者物価に転嫁されていくので、これから少しずつプラスに転化していくのではないかと思う。さらに電気代も燃料コストの上昇がややラグをもって転嫁されていくので、この辺りのプラス幅も拡大していくように思う。以上を踏まえると、全国CPI（除く生鮮）の前年比はゼロ%台半ばないしは後半で推移すると考えている。なお、8月には2010年基準への改定が実施されて、それが発表されることになる。これは、出てみないとどうなるか分からないが、一般的にはゼロ%台半ばないしは後半位の下方改定になるのではないかと予想されている。そういう意味からすると、新基準ベースでは、CPI前年比はゼロ近傍位かなというイメージを持っておけば良いのではないかと思う。

最後に、極く簡単に纏めさせて頂く。実体経済については、供給制約の

緩和に伴って、生産の持ち直しの動きが明確になり、国内民間需要についても、前月より一步前進ではないかと思っている。このため、景気は海外経済の改善を前提に年度後半に緩やかな回復経路に復していくという、4月の展望レポートのシナリオに概ね沿って動いているという判断で良いのではないかと思う。消費者物価についても、現在の基準をベースとすると、小幅のプラスで推移するという展望レポートのシナリオに沿って動いていると判断している。リスク面については、サプライチェーンに関するダウンサイドリスクは低下しているが、供給面においてはやや長い目でみた電力の供給制約が不確実性としてある。また、国内民間需要ということからすると、放射線、余震リスクに伴う家計支出等への影響については引き続き注意が必要と思っている。さらに、輸出に景気の牽引を期待しているシナリオであるので、海外経済の成長ペースに関する不確実性にも注意が必要と思っている。物価については、景気の動向あるいは国際商品市況の動きに大きく影響を受けるところが不確実性と思っている。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

先程、自動車メーカーが、8月、9月に木曜、金曜を休みにするところが、一部返上して生産するというところで……。

前田調査統計局長

生産するのではないか、ということである。

白井委員

それはヒアリングであるか。

前田調査統計局長

ヒアリングである。

白井委員

自動車に関しては、かなり受注があるもとの動きだと思うが、ということは、輸出も含めて、今のところ自動車に関しては、海外の需要が数か月先位までは見込めるという感じか。

前田調査統計局長

自動車メーカーについては、国内・海外とも、まだ受注残が結構あって…。

白井委員

今までののであるか。

前田調査統計局長

そうである。それをまず消化していきたいと考えている。秋以降について、さらに生産を増やしていきたいということについては、おっしゃるように、それほど先行きについて悲観的にはみていないが、これはあくまでも現時点での見方である。自動車会社は、4～6月に作れなくて相当売上が減少したので、これを何とか今年度のどこかで取り戻したいと思っている部分がある。今のところ、そう大きな海外需要の変化がみられないので、何とか作って売っていきたいと考えているのだと思う。

宮尾委員

消費者物価の基準改定であるが、先週末に2010年の暦年の支出ウエイトが出た。それに基づいて実際に計算されると思うが、それからみて、先程説明があった8月の基準改定の大きさは0.5%とか0.6%——ゼロ%台半ばか後半——ということであったが、何か我々が注意しておくべき変更

点があるかどうかの一つ。もう一つは、物価の見通しである。先程、最後に説明があった市況のところ、石油製品の寄与度が当面少し縮小傾向で、一方、食料や電気代がまた上昇してくるという見方だったと思う。具体的に、例えば、食料とか電気代とかの上昇の寄与度がどの位しっかりしたプラスとして見通されているのかについて伺いたい。

前田調査統計局長

まず、第一点目については、金曜日の夕方に出たばかりであって、私共も精査しきれていない。予想どおりの部分もあるし、若干違うかなという部分もなくはないが、基準改定に伴い、例えば、テレビとか携帯電話とか、非常に価格が落ちているもののウエイトが上がり、あるいはリセット効果もあるということで、これが下押し方向に働くということが基本的な考え方だと思う。これをベースに、民間のエコノミストが幾つか試算をしている。彼等がどういう試算をしたかという、5月の指数のそれぞれの品目の物価の変化率を適用した場合にどうなるかという試算をしている。その試算も、一番大きい人は0.9%位を出しているが、人によっては0.7%という人もいるし、人によってはこれまでみていたものとあまり変わらなくて、年度で0.6%位ではないかということを行っている。正直、何が正しいのか、ウエイトが出ただけではよく分からない。かつ、私が8月の発表まで待ちたいと申し上げたのは、ウエイトだけで全て決まる訳ではなく、実際に新しい品目なり新しい基準ベースをみた場合に、変化率自体が変わることも十分あるので、それがどうなるかは、8月12日まで待たないと分からない。先程、5月の指数を用いた試算については、大きなマイナスを出しているエコノミストもいると申し上げたが、4月、5月については、震災の影響でテレビとかパソコンとかの下落幅がかなり大きくなっていった時期なので、そういう意味では、マイナスに大きく効き過ぎている面がある。そういうことからすると、彼等の試算結果も、少し慎重にみておく必要がある。基本は、実際に出てくるのが、0.5%か0.6%か0.7%か分からないが、いずれにせよ0.1~0.2%位の違いであるし、我々としては、

今、CPIは0.6%位で動いているし、当面ゼロ%台半ばから後半位で動くと思うが、これが新しい基準では、ザクっと言ってゼロ%近傍である。それが、若干のプラスなのか、月によって若干のマイナスになることもあるかもしれないが、大体その位でみておくのが良いのではないかと思っている。

もう一つのご質問であるが、あまり細かく先行きについて我々が申し上げることはできない。例えば、食料工業製品などでみると、我々のマイクロヒアリングからも、これまでのコスト高を、年央以降価格転嫁していくという食料品メーカーの声も結構聞いている。そういうことからすると、今、ほぼゼロ位まで来たので、少しずつプラスになっていく——大きなプラスではないかもしれないが——、寄与度が出てくる位のプラスになるというイメージを一応持っておけば良いと思っている。

中村委員

足許では、原発の操業再開が大きな問題になっている。運転再開は、ストレステストを踏まえて判断するという方針が伝えられているが、現在、稼働中の17基の原発について、来年4月までには、順次安全検査のタイミングが到来するということである。もし、これらの原発が再稼働できないという事態になった場合、日本経済にどのような影響を与えるのか。マインド面の問題など色々難しい問題があると思うが、調査統計局で、何かそういう試算をしているか。

前田調査統計局長

今年の夏もそうであるが、まず初めは、15%の節電が本当に経済活動に影響なくできるのだろうかということがあった。どうやら関東に限れば、他への生産シフトなどもできるので、大丈夫そうだというのは分かった。実際に、節電が意外と達成できたという感じもあるので、事前に、原発ストップの影響を定量的に確たる数字としてお示しできるかということ、それは難しいと思う。そう申し上げたうえで、一応、エネ庁の試算によると、

全て原発が止まった場合に、それを火力発電にシフトすると、3兆円超のコストがかかる。これは、輸入として、LNGとか原油を輸入するという
ことで、3兆円超かかるという試算結果が出ている。実際にLNGを輸入
してくることになると、GDPには、輸入の増加という形でマイナスに効
く。3兆円超になるので、GDP対比で0.6~0.7%位効くことになる。た
だ、問題は、シフトした時に、一方で節電も進むと思うので、本当に0.6
~0.7%効くかどうかは分からない。あと、考えられる影響は、実際にコ
ストが増えていくと、それを料金に転嫁していく——家計あるいは企業に
対しての料金に転嫁していく——となると、実質所得の減少になるので、
それを通じた国内需要の下押しもあるかもしれない。さらに、今、中村委
員がおっしゃったように、原発がもし止まれば、それによって企業なり家
計が将来の成長にどういう期待を抱くかということも影響してくると
思う。なかなか定量的には難しいが、考えられることとしては、そういう
ことではないか。あとは、省エネ型の色々な技術革新でどの位の進歩があ
るかということによって、それをどの位減殺できるかということではない
かと思う。取り敢えず、定性的に、一部定量も併せて申し上げるとそうい
うことである。

中村委員

今、原発が止まると、既存の火力発電所では3兆円のコストアップにな
るという説明であったが、代替できるかどうかは、コストの問題とは別問
題になる訳であるな。

前田調査統計局長

別問題である。

中村委員

それだけのキャパがあるかどうか。

前田調査統計局長

特に、関西の原発比率は大きいので、関西でそういう影響が大きく出ると思われる。その場合に、他の地域にどれ位シフトできるかということになる。いずれにせよ、何がしかの生産活動へのマイナスの影響があると思う。ただ、これは一部の地域では冬も影響するかもしれないが、基本的には空調需要がある夏場のピーク需要に効いてくるので、そのピーク需要に対して、家計なり企業がどういう対応を取れるか、例えば、夏に作らずに春秋に作るということも可能である。これは、どの位対応できるかは分からない。まだ時間があるので、来年の夏を見越して企業がどのように対応するか、そもそも止まるということが決まった訳でもないのだが、その辺りは、今年の夏というよりは少し時間的余裕があるかと思う。

白井委員

8月のCPIの基準改定であるが、それがインフレ期待にどう影響するかである。長期では全く影響がないと思うが、目先の1~2年のところであるのか。例えば、多くの民間エコノミストの人達は0.5~0.6%と言っているが、その数字はかなり定着してきていて、だとすれば、インフレ期待には既に織り込まれているはずだと思う。8月に発表があった時に、何かインフレ期待に目先のところで影響は考えられるか。

前田調査統計局長

難しい質問であるが、私個人は、それほど影響はないと思っている。単に統計が変わっただけなので。

白井委員

それは、織り込まれているということか。

前田調査統計局長

ただ、問題は二つある。一つは、我々が色々な計算をする際に——実質

金利などを計算する際に——、今のCPIを使って計算すると、それは必ずしも正しいものではないという意味で、新しい指数を使ってやった方が正しいということにはなる。二つ目に、仮に日本の国民なり企業なりが今のCPIしかみていなくて、インフレ期待を形成されている人がいるとすると、それが新しくなって、もう少し低いのかと思うということではないかと思う。この辺りは、人によってもかなり意見が違うとは思いますが、考えられるリスクとして取り敢えず今思い付くのはその二つである。

白井委員

分かった。

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

金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

本日、席上でお配りしている、資料-5(参考計表)【追加】でご説明したいと思う。それでは、図表1、インフレ予想関連のデータである。まず、3か月に一度の日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」の結果が出ているのでご紹介する。現在の実感インフレ率が昨年12月調査までがゼロ%であったが、その後、前回3月+1%へ上昇し、今回6月分では+2%まで上昇している。一方、今後1年間のインフレ率、それから5年間の予想インフレ率については、ともに前回上がった後で、今回は横這いとなっている。消費者が答える数字と実際のCPIの数字とは大分ずれがあるが、足許、方向としてじわじわと実感インフレ率が上昇してきている。ただし、2008年の物価上昇局面に比べると、足許の上がり方はまだかなり限定的で推移

し、長めの予想に関しては、安定的に推移している。それから、回答者に上がる・下がるという定性的な選択肢だけ答えてもらい、その回答結果を過去のCPI実績との関係を使ってCPIの定量的なイメージに翻訳している、いわゆるカールソン・パーキン法——予想インフレ率を計算したもの——になるが、これをみて頂くと、現在の実感インフレ率は、一頃に比べて、マイナス幅は縮小しているが、なお、マイナスであるということである。直近は、 -0.1% となっている。ただし、今後1年間の予想インフレ率については $+0.2\%$ 、今後5年間の予想インフレ率については $+0.6\%$ と、いずれも小幅なプラスになっている。それから、消費動向調査（内閣府）から1年後の予想インフレ率を計算したものであるが、このグラフでは右端が前回5月調査分で $+2.1\%$ となっている。先程、これに続き6月が出て、これも $+2.1\%$ と、前月から横這いである。短観のDIから計算したものは、3か月先の予想インフレ率であるが、これも足許多少上昇している。ただ、仕入価格の上昇の仕方に比べると、販売価格の上昇の仕方は限定的であるという違いがある。

図表2、ESPフォーキャスト調査である。6月調査分まで入っているが、つい今しがた、7月分が入ったので申し上げる。現基準の方であるが、2011年度が6月調査の 0.5% に続き、7月調査分が 0.5% と変わらずである。それから、2012年度が6月調査の 0.4% から今回 0.3% と、若干低下しているが、ほぼ横這いである。新基準であるが、2011年度は6月調査 -0.1% の後が、 -0.0% 。2012年度は6月調査が -0.1% で7月も変わらずということで、ほぼこれまでと変わらない予想が立てられている。

図表3、金融市場におけるインフレ率に関する見方である。QSS債券月次調査では、右端が6月末時点の調査になるが、ご覧のように、3本とも概ね横這いである。インプライド・フォワード・レートについても、横這い圏内とあって宜しいかと思う。以上、インフレ率に関する予想であるが、足許の実感とか、あるいは目先の予測については、若干上昇しているが、長めのインフレ予想は、小幅のプラスで引き続き安定しているという判断で宜しいと思う。

次に、図表 8、資金調達コストである。貸出金利については、後程グラフでご覧頂くので、ここではCP発行レートのスプレッドをご覧頂きたい。基本的には、低位安定であるが、多少目を凝らしてみると、a-1+格の6月のスプレッドが+0.03%となっている。5月までは+0.01%、さらに四半期ベースで遡ってみると、震災前の10~12月までは+0.00%であったから、足許の6月は若干高めになっている。何が起きているのかというと、a-1+格には東電以外の電力会社が入っており、足許、沖縄電力以外は社債が発行できていないため、複数の電力会社がCPを発行しており、その圧力で若干上昇している。ただし、電力以外にCPのスプレッドが上がっているということはない。それから、社債の発行レートであるが、これも個別銘柄による若干の振れはあるが、基本的には、低位安定的に推移しているという判断で宜しいと思う。図表 10、貸出金利である。約定平均金利は、短期で、足許は単月では上昇、均せば横這い圏内という動きである。長期は、極く緩やかに低下を続けているとみられなくもないが、これも概ね横這い圏内に近くなってきている。以上、企業の資金調達コストについて、総合的にみると、方向としてさらに低下しているという感じはそろそろなくなってきており、低水準で落ち着いてきているというところではないかと思う。

それから、次に資金調達量であるが、図表 14、民間部門総資金調達の前年比は、6月が-1.1%となっており、マイナス幅の緩やかな縮小傾向が続いている。内訳をご覧頂くと、銀行・信金・外銀を合わせた貸出の寄与度が-0.4%ポイントと、5月の-0.5%ポイントからさらに幾分マイナス幅が縮小している。主として、地方金融機関の貸出の増加によるが、設備資金というよりは運転資金の増加の様相である。それから、CPの寄与度も、5月の-0.0%ポイントから6月の+0.0%ポイントと、下一桁以下の変化ではあるが、幾分寄与が大きくなっている。CPと社債について、発行残高をそれぞれの末残前年比で見ると、CPは前年比が+3.1%、社債は+2.1%と、ともに前年比で小幅のプラスになっている。さらに社債については、フローの発行金額が、6月をご覧のように5,330億円となっ

ている。電力は先程申し上げたように、沖縄を除き発行できていないので、それで5,330億円というのは、電力以外では基本的には良好な環境が続いているということである。さらに、BBB格で200億円という数字が入っているが、この中身は、メーカーと商社が発行している。震災後前月までは、BBB格は電鉄会社のみが発行していたので、この辺りは発行体の広がりという変化もみられる。なお、7月に入ってからからの社債の発行環境も、電力を除けば、引き続き良好と申し上げて良い。

次に、アベイラビリティー関連、図表 20、金融機関の貸出態度に関するDIである。短観については、大企業が前回の14から今回の15へと若干の改善、中小企業が前回ゼロで今回もゼロで横這いである。日本公庫調べの中小企業については、6月分が23.7となっており、若干の改善か、振れを均せば横這い圏内である。一方、資金繰り判断DIであるが、まず、短観については、大企業が15、中小企業が-9と、震災の影響がほとんど入っていなかった前回に比べて、いずれも若干の悪化である。その間の動きが分かる月次のDIをご覧頂くと、日本公庫調べの中小企業が4月に-4.8と悪化した後、直近6月は-3.0まで少し持ち直している。商工中金調べの方も4月の-9.9から直近6月は-7.5まで少しマイナスが小さくなっている。このように、震災直後と比べると、企業の資金繰り判断は改善の方向にあるが、1~3月辺りと比べて頂くと、震災前との比較では、なお厳しい状況が続いている。

それから、図表 23、倒産件数で6月分が1,165件、前年比が+1.5%と若干増加している。ただし、季調済のレベル感を図表 24 でみて頂くと、なお横這い圏内と申し上げて良いかと思う。

最後に、マネー関連で、図表 25、マネタリーベース6月の前年比が+17.0%であり、概ね前月並みの伸び率で推移している。それから、マネーストックについては、M2の前年比が6月分は+2.9%と、幾分伸び率が高まっている。基本的には、先程の貸出のマイナスが縮小していることに対応している動きである。

以上、金融環境について纏めると、前月までと大きな変化はないが、強

いて申し上げれば、三点である。第一に、資金調達コストはさらに低下しているという感じは薄れてきており、低水準で安定しているという評価が妥当かと思われる。第二に、社債の発行環境は、電力を除けば引き続き良好であり、BBB格で発行体の裾野が広がるという変化もみられている。第三に、企業の資金繰りは震災直後に比べると幾分改善してきているが、震災前との比較では依然として中小企業を中心に一部に厳しさがみられるという評価になると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

ないようであれば、次に金融経済月報の概要について願います。

関根調査統計局経済調査課長

私から、金融経済月報の実体経済と物価についてご説明させて頂く。まず、実体経済の現状である。「わが国の経済をみると、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している」としている。先月は、「持ち直しの動きもみられている」としていた。「持ち直しの動きもみられている」という少し持って回った言い方に比べると、今月については「持ち直している」と言い切ることによって、判断を若干進めた形になっている。続く各論であるが、こちらは文章を全部入れ替えているので、読み上げさせて頂きたい。「震災後に大きく落ち込んだ生産活動は、供給面の制約が和らぐ中で、このところ持ち直しの動きが明確になっている。このため、輸出は増加に転じている。国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとの、持ち直しつつある」。こういった内容については、先程、前田調査統計局長から説明があったとおりである。先行きについては、こうした現状の表現を変更したことに伴う微修正であるので、説明は

割愛させて頂く。

物価である。まず、国内企業物価については、現状は、「国際商品市況の反落により、上昇幅が縮小している」。先行きは、次のパラグラフであるが、「当面、横ばい圏内の動きとなるとみられる」としている。こちらについては、明日公表される計数で、こういった判断で良いかももう一度チェックしたいと考えている。最後に、CPIであるが、除く生鮮でプラスという状況が2か月連続であるので、「小幅のプラスで推移している」としている。先月は「小幅のプラスとなっている」という変化点をやや強調した形にしたが、そこの表現を微修正した次第である。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融部分についてご説明させて頂く。まず、第一段落は金融市場の動向であるが、アンダーラインは株価、為替、長期金利に引いている。株価は、例えば、日経平均でみると、先月が9,500円程度であったので、今日のような水準であれば、「前月と比べ上昇」という表現が妥当と思っている。為替は、先月が80円30~40銭程度であったので、円の対ドル相場は「前月と概ね同じ水準」となる。長期金利は、例えば、利付国債10年物の利回りをみると、1.13~1.14%位であったので、こちらも「前月と概ね同じ水準」という表現で良いと考えている。

金融環境であるが、各論をみて頂きたい。先程、門間企画局長から説明させて頂いたように、金融環境については、今月は大きく三点、変化点がある。一つ目が、企業の資金調達コストである。先月は、「企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている」と、少し下がってきていることを表現していたが、今月については低水準で落ち着いてきているので、これを表現するために、「企業の資金調達コストも低水準で推移している」という形で表現させて頂いている。続いて、二点目の変化点は、社債について、発行体の広がりが出てきているので、「社債市場では、全体としてみれば、良好な発行環境となっており」の後に、「発行体の裾野に広がりが見られ

ている」という表現を加えさせて頂いている。最後に三点目、中小企業の資金繰りが、震災直後よりも改善しているが、ただ、震災前よりは厳しいということである。先月は、「企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にあるが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている」と、震災前から震災後への変化について表現をしていたが、今回は、そこを震災の後から少し改善しているという雰囲気を出す。ただし、まだ引き続き厳しいという考え方から、「企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がみられている」と、震災後の厳しさを残しつつも「総じてみれば、改善した状態にある」と表現させて頂いている。あと一点、CPについては、数字を反映させた表現の修正である。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。なければ、本日はこれで終了する。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。以上である。

(16時08分中断、12日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する執行部の説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に6月13、14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、櫻井充副大臣である。内閣府からは、福山哲郎内閣官房副長官である。会合の中でのご発言は、全て記録するこ

とが前提である。委員及び出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

最初に、金融経済情勢に関する討議を行う。まず、執行部より、本日公表された6月の国内企業物価について、簡単に説明をお願いします。

前田調査統計局長

それでは、今お配りした公表資料に沿って極く簡単に説明させて頂く。企業物価指数であるが、国内についてのみご説明する。国内企業物価は、6月の前月比が -0.1% と若干のマイナスになった。この結果、3か月前対比では $+0.7\%$ と5月の $+1.3\%$ からプラス幅が縮小する姿になった。それでは、今月は何が下がったかだが、2頁目の上段に寄与度別数字と品目が書いてある。一番大きな寄与度が、石油・石炭製品である。原油の価格下落に伴う影響が6月の国内企業物価に出た。それ以外についても、多少下がったもの、上がったものがあるが、ほぼこの石油で説明される。3か月前対比のイメージだけ、極く簡単にご説明する。石油・石炭製品の3か月前対比は $+0.4\%$ である。5月は $+11.5\%$ であったので、3か月前対比の上昇幅の縮小の影響が大きいということである。当面、これからの国際商品市況関連については、5月から一旦下がった後、横這い圏内で推移しているので、国内企業物価への影響も横這いしないしは若干の下落で効いてくると思う。一方、これまでのコスト高を転嫁する動き、例えば、加工食品、プラスチック製品、あるいは鉄鋼——鉄鋼については紐付きの価格の決定が、今年度は震災の影響で少し遅れていた——、この辺りは少しプラスの方向に働いてくると思う。従って、全体としてみれば、3か月前対比でみると、概ね横這い圏内で当面推移するのではないかと考えていて、今日の結果も

そういった見方を裏付けるものであったかと思う。私からは、以上である。

白川議長

ご質問はあるか。ないようであれば、このパートは終わる。

本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

門間企画局長

まず、参考1に今回の中間評価の分布及び中央値が載っている。実質GDPの成長率については、2011年度は+0.3~+0.6%、中央値が+0.4%となっている。4月時点の中央値が+0.6%であったので、-0.2%ポイントの下方修正になっている。2012年度については+2.5~+3.0%、中央値が+2.9%、中央値は4月時点から変わらない。次に、国内企業物価指数である。2011年度は+2.2%~+2.5%、中央値が+2.4%である。このレンジは、前回からは大分縮小している。2012年度は+0.5~+0.9%で、中央値が+0.6%、中央値は前回から変わらない。消費者物価指数であるが、2011年度が+0.6~+0.8%で中央値が+0.7%、中央値は変わらずである。2012年度についても+0.6~+0.7%で、中央値+0.7%、中央値は変わらずである。なお、下段に、上下全部入れた全員の見通しがあるが、特に極端な見通しはないが、一点だけ申し上げると、2012年度の消費者物価であるが、この全員見通しでは+0.4%という数字があつて、それが大勢見通しの下限を少し下回っている。

この頁は以上で、裏側に分布がある。リスク・バランス・チャートである。それぞれ太い点線が今回の中央値、細い点線が前回の中央値である。その左右両側にある灰色の部分が今回の分布、白い部分が前回である。この分布をご覧頂くと、このグラフから読み取るのはなかなか難しいが、今回の2011年度の成長率は、概ね左右対称に分布している。前回は幾分左側に厚い分布になっていた。2012年度については、今回も前回も若干であるが左側に厚い分布になっている。右側の消費者物価指数であるが、

2011年度は前回も今回も概ね左右対称、2012年度は前回も今回も幾分左側に厚いという分布になっている。説明は以上である。

白川議長

この件に関して、ご質問はあるか。ないようであれば、これから討議に入りたいと思う。

まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日の発言の順番である。中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員の順である。それでは、中村委員からお願いする。

中村委員

それでは、金融経済情勢について、まず全体感から申し上げる。世界経済は、減速しつつも総じて緩やかな回復が続いている。我が国経済も、東日本大震災の影響に伴う下押し圧力の緩和により、生産や輸出が回復基調にあり、消費でも前向きな動きが広がるなど、全体として持ち直しつつある。

国際金融市場では、前回決定会合以降、ギリシャを中心に欧州ソブリン問題の帰趨に対する強い懸念の中、米国経済に対する下振れ懸念が意識されるなど、リスク回避姿勢の強い展開が続いている。こうした市場センチメントは、6月末以降ギリシャに関する当面の資金繰りに目途が付いたこと等を好感し、緊張感が一時的に幾分か弱まる局面もあったが、イタリアやスペインの南欧の大国にも財政負担が波及するとの警戒感や、欧州ストレステストの結果に対する懸念から、再び緊張感が高まっている。

次に、海外経済であるが、米国経済については、2011年1～3月期の実質GDP改定値は、前期比年率+1.9%と伸び率を縮小させつつも緩やかな持ち直しが続いているようである。GDPの約7割を占める個人消費については、既往の原油高に伴う家計の実質購買力の低下もあって、6月の

消費者信頼感指数、コンファレンス・ボードが2か月連続して悪化している。5月の実質個人消費も前月を-0.1%下回り、6月の自動車販売台数も、年率で1,171万台と昨年10月以来の1,200万台を超える水準を下回るなど、弱めの動きとなっている。この間、企業活動は、6月の製造業ISM指数が前月比で小幅に改善しているが、5月の鉱工業生産指数は、自動車生産の減少を反映し前月比横這いにとどまっている。また、6月の雇用統計では、雇用情勢の改善ペースが極めて緩やかであることを改めて認識させられたほか、住宅市場も低迷を続けている。先行きについては、FRBがQE2終了後も緩和的な金融環境を維持する方針を示している中、個人消費や生産の下押し要因の減衰に伴い、米国経済の一時的な減速は徐々に持ち直すものと思われる。

ユーロ圏経済は、堅調な輸出に支えられたドイツ等のコア諸国と、ギリシャ等の低調な周縁国との格差を伴いながら、全体としては緩やかに回復している。こうした中、ECBはインフレに対する強い警戒感から、7月の政策理事会では、4月に引き続き政策金利を0.25%引き上げた。先行きについては、コア諸国と周縁国との格差を伴いながらも緩やかな回復を続けるものと思われる。ただし、周縁国のソブリン問題は、明快な対応策が打ち出せない状況下、財政不安が南欧の大国にも波及しており、市場の懸念材料として燻り続けるものと思われる。また、域内諸国の財政再建に伴う下押し圧力もあり、持ち直しペースは緩やかなものとなるとみている。

中国経済については、減速しつつも総じて高めの成長を続けている。発表された経済指標をみると、6月のPMIは製造業、非製造業がともに3か月連続して前月比低下したほか、6月の輸出額は1,620億ドルと既往ピークを更新したが、前年比では+17.9%と増勢ペースの鈍化が続いている。この間、7日には、中国人民銀行は、昨年10月以降では5度目の基準金利引き上げを行ったが、インフレ抑制には十分とは言えないようである。一方、豚肉を中心に食品価格が+14.4%と騰勢を強めていることもあり、4月の消費者物価総合指数は前年比+6.4%と急上昇しており、強いインフレ圧力に晒されている。先行きについて、中国政府は強力なインフ

レ抑制と高めの成長維持という、極めて難しい政策運営を求められているが、全体としての成長ペースは幾分弱まると思われる。そうした中、さらなる景気の過熱やインフレの進行といった上振れリスクや、過度な引締め政策による調整局面長期化による下振れリスクには警戒が必要である。

NIEs、ASEANやインド等のアジアの新興国の経済は、生産面で我が国震災の影響が一部にみられるが、内需を中心に総じて堅調に推移している。こうした中、多くの国ではインフレ圧力の高まりに警戒を強め、引締め方向の金融政策運営を続けており、先行きについても、こうした姿勢を維持すると思われる。

国内経済については、7月のさくらレポートで、全国的に持ち直していることが報告された。また、6月短観の業況判断の全規模全産業も、足許は震災の影響により-9%ポイントの悪化となっているが、先行きについては、+3%ポイントの改善を見込んでおり、いずれも事前の想定範囲内の動きと評価できる。

大きく落ち込んだ生産も、5月の鉱工業生産指数は2か月連続で前月を上回り、水準的にも震災直前の91%程度まで持ち直している。また、夏季の電力供給制約に伴う生産制約についても下押し圧力が緩和され、6月、7月も増加が見込まれている。5月の実質輸出は自動車関連の生産持ち直しを反映して、3か月振りに前月比で改善した。設備投資については、6月短観は、2011年度計画が3月短観対比+1.8%上方修正されるとの見通しを示しており、震災による影響は軽微だったようである。個人消費についても、5月の小売売上高は多くの業種で前月を上回り回復傾向にある。中でも家電販売は特殊要因もあるが+11.8%と好調裡に推移している。マインド面でも、6月景気ウォッチャー調査は、家計動向や雇用関連の大幅な改善を示している。もっとも、旅行関連などのサービス産業は、放射能汚染の風評被害や外国人観光客の戻りの鈍さなどから低調なようである。

先行きについては、緩やかな回復基調にある海外経済のもと、生産の回復に伴い輸出が増加し、在庫復元や受注残対応による需要増などから、雇用や所得環境も改善していくものと思われる。また、復興需要の本格化や、

企業や家計のマインドの改善とも相俟って、2012 年度に向けて徐々に持続可能な成長軌道に復していくと想定される。

4 月の展望レポートの中間評価とリスクについてであるが、展望レポートの中間評価については、4 月以降の世界経済及び我が国経済は概ねレポートに沿った動きとなっており、メインシナリオを変更する必要はない。我が国経済は、海外経済の緩やかな回復のもと、2011 年度は前年度からのゲタの下振れの影響もあって下方修正となるが、2012 年度にかけては潜在成長率を上回るペースまで成長率が回復すると思われる。一方、物価については、既往の原油等国际商品価格の上昇などを受けてマイナスからプラス領域へ転換する中、2012 年度も需給バランスの改善を背景に、緩やかな改善方向で推移するとみている。なお、8 月の 2010 年度基準への変更や、10 月のたばこ税、損害保険料引き上げ要因の剥落等から、消費者物価指数の前年比が下方修正となることには注意が必要である。

リスク要因としては、以下の三点に関して付言したいと思う。第一に、米国経済について、既に述べたとおり、F R B や多くの民間エコノミストは、このところの成長ペースの減速を一時的な現象と捉えているが、減速が長期化するリスクも想定しておく必要があるようである。コンファレンス・ボードの消費者信頼感指数——1985 年の基準年を 100 としている——は、6 月の指数は 58.5 であり、リーマン・ショック後の大底からはリバウンドしているが、戻りは非常に鈍く、過去との比較ではかなり低水準での推移となっており、家計が抱えているバランスシート毀損の影響の深刻さを投影しているとすれば、住宅や雇用情勢の回復ペースの遅れが想定以上に長期化する可能性もある。オバマ政権は、現在、財政再建の一環として、本年末で富裕層向けの減税措置を打ち切る旨の方針を打ち出していることなどもあり、個人消費の急速な回復や持続力については不確実性が強く、米国経済の減速が継続する懸念もある。第二に、我が国の中長期的な電力供給懸念である。現在停止中の原発を再開する際の前提となる基準について、政府による検討が行われている。来年 4 月までに、定期点検のために運転停止が予定されている 17 基の原発の再開可能性も含め、安定的

な電力供給への懸念が強まっている。原発再開の基準が明らかになるに従って、企業は電力制約に対する自衛策を講じることになると思われるが、費用増大や企業活動への制約要因となることは避けられない。また、企業の成長期待や家計のマインド面へのネガティブな影響を通して、設備投資、雇用、個人消費に下押し圧力となり、我が国の潜在成長率を低下させるリスクもある。第三に、リスク分散や最適生産拠点見直しに伴い、生産や研究開発拠点の海外シフトが加速する可能性である。我が国製造業は、これまでも国際的な分業体制の最適化や高度化を図ってきたが、今般の震災に伴い、事業リスクの地域分散や、拡大する海外市場の供給基地として総合的な最適生産、研究開発拠点の選定に対する意識が一段と高まっている。こうしたもと、海外企業とのグローバルな競争の観点から、税制や地域経済協定などの諸規制により、日本企業に課せられている様々なハンディキャップ軽減の対応が遅れるとすれば、企業として存続がかかっているだけに、海外シフトへの動きや国内産業空洞化を一段と加速させるのではないかと憂慮される。こうした中、リスク・バランスはやや下方にあるとみている。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

まず、経済の全体観であるが、震災の影響による供給制約がやや前倒しに和らぐもとで、我が国経済の持ち直しの動きは確かなものとなりつつある。海外経済の動向や震災の影響に起因する下振れリスクには引き続き注意が必要であるが、秋口頃に供給面の制約が概ね解消し、復旧・復興活動が本格化していく中で、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくとの見通しに大きくみて変わりはない。

海外経済については、原油価格高騰の影響等から成長ペースが幾分鈍化しており、先行きにおいても米国の実体経済の動向や欧州周縁国の財政問

題など目配りしなければならない点があるが、基本的には、新興国経済が牽引する形で高めの成長が続くと見通している。

米国経済は、このところ減速しているが、現在の状況は「力強さを欠きながらも緩やかなプラスで推移する」という想定をしていたバンドの範囲内であると認識している。5月、6月と雇用の改善に足踏み感がみられる中、個人消費関連では、ガソリン高などもあって5月小売売上高が前月比+0.2%と4月から若干減速し、6月新車自動車販売も昨年8月以来の水準まで減少した。また、住宅関連指標をみても、住宅着工件数は依然低迷し価格も軟調に推移している。企業部門についても、生産は日本からの部品輸入の停滞等もあって4月、5月と頭打ち状況となっている。このうち、住宅投資の低迷に関しては、バランスシート調整の重石という根深い問題を考えると、反転の手掛かりを見出すことは容易ではないと思う。しかし、ガソリン高による個人消費へのしわ寄せについては、このところの原油価格の調整を受けて徐々に緩和していくと考えられるし、我が国のサプライチェーンの早期復旧に伴って、生産への制約も早晩解消するものと思う。実際、6月のISM製造業景況指数は4か月振りの上昇に転じ、株式市場は即座にこれを好感した。また、生産制約の解消等には、雇用の改善テンポのスローダウンに歯止めを掛ける作用も期待できる。従って、米国経済に関しては、財政再建の道筋が未だ定まらない点などを含めて、これまで以上に下振れリスクに十分注意する必要があるが、過度に悲観することは避けつつ、情勢を見守っていきたいと思う。

次に、欧州経済をみると、しっかりしたコア国経済と、立て直しが待たれる周縁国経済というコントラストを伴いながら、全体としては緩やかに回復しており、先行きも追加利上げによる多少の影響は考えられるものの、同様の動きが続く見通しである。金融市場では、ギリシャに対する当面の金融支援が決まり、差し迫っていた危機はひとまず回避された。もっとも、今回はあくまで一歩前進というレベルに過ぎず、そうした中で、周縁各国の金利は依然既往ピーク圏にある。引き続き金融市場から実体経済全体にダメージが広がる可能性を意識しつつ、ギリシャをはじめとした周縁国の

財政立て直しの行方やストレステストの結果、またECBの利上げの影響等に注目していきたいと思う。

新興国経済は、堅調な内需を核として拡大が続いている。問題は、食料品をはじめとするインフレ懸念であるが、やや遅れ気味とはいえ各国中央銀行は懸命に金融引締めを継続し、一部では漸く減速の動きがみられ始めている。例えば、中国では、食料品価格が大幅にアップし物価上昇に歯止めが掛かっていないが、貸出の伸びが鈍化したり、不動産取引面積が減少したりしている。これについて、私は、オーバーキルの始まりではなく、過熱感の和らぎということで、持続的成長に向けた動きであると捉えている。中国経済については、人々の所得が増え都市化が進むもと、幾分減速しつつも固定資産投資等内需は増加が続き、これが牽引役となって高めの成長率が維持されるとみている。また、NIEs、ASEAN経済も、内需中心に底堅く推移しており、生産のネックとなっていた日本製部品の不足も解消しつつあるもとで、先行きも拡大基調を辿る見通しである。

次に、こうしたもとの国内経済である。震災の影響により、経済の随所に下押し圧力が残ってはいるが、企業の懸命の努力によって前倒しでサプライチェーンの修復が進み、供給制約が和らぐもと、持ち直しの動きはしっかりしたものになりつつある。また、気温次第のところはあるが、東北、関東圏以外の夏季の電力需給見通しも、関西圏を含めて大きな生産制約とはならない可能性が高い状況であるので、生産は7~9月中に震災前の水準まで戻り、秋口頃には供給面の制約が概ね解消されるのではないかと思う。そうしたもとで、海外経済の高めの成長が輸出や生産の増加に繋がり、復旧・復興活動が本格化するにつれ、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくと考えられる。

需要項目別にみると、輸出は、輸出メーカーが供給の空白期間を最短にすべく全力を傾けたこともあって、5月には反転増加となった。こうしたもと、為替動向には引き続き注意が必要であるが、従来みていたよりやや前倒しされ、7~9月の間に震災前の水準を回復する可能性が強まっている。またその後も、情報関連財の輸出には注意が必要であるが、全体とし

て輸出は拡大経路を辿るとみられる。

設備投資をみると、6月短観における2011年度計画は、大企業全産業で前年比+4.2%増、前回は+1.1%の上方修正となった。震災直後に落ち込んだ企業心理が徐々に回復し、生産・物流・販売が反転する中で必要な投資は行うという姿勢が表れたものと受止めている。また、生産・営業用設備判断DIをみると、全規模において、今後、過剰感が後退する姿となっており、特に大企業非製造業では「不足」超に転じると見込まれている。資本財総供給等ハードデータの動きもまずまずであるので、海外シフトの動きには注意が必要であるが、設備投資の持ち直しは先行き明確化していくと予想される。

次に個人消費であるが、旅行分野は依然不振であるものの、全体としてみれば、自粛ムードが和らぐにつれて持ち直しつつある。先行きについては、夏場の電力需給がサービス業に与える影響には引き続き注意が必要であるが、例えば6月短観における大企業・小売をみると、2011年度事業計画は増収・増益となっている。全規模ベースの業況判断DIでも、小売、対個人サービス、宿泊・飲食サービスなどで、未だ限定的ではあるが先行き改善が見込まれている。消費者マインド関連の指標も改善しているもと、個人消費は徐々に緩やかな持ち直しに向かっていくとみて良いと考えている。

次に物価であるが、国際商品市況の調整局面入りを受けて、国内企業物価の上昇幅は縮小しており、目先は高水準横這いの動きとなるとみられる。ただ、基本的には、新興国の経済成長や一次製品の金融商品化等、これまで市況を押し上げてきた要因が大きく変化したとは考えていない。やや長い目でみれば、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもと、国際商品市況の緩やかな上昇を前提とすると、企業物価は相応に上昇していくとみられる。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）についても、支店長会議において過去の市況上昇分を転嫁する動きなどが報告されたが、そういった中で小幅のプラスで推移すると見込まれる。

最後に中間評価である。実質GDPについては、2012年度にかけて概ね

見通しに沿った展開となるとみている。ただ、2011年度は生産は幾分上振れるものの、化石燃料等の輸入増など震災の影響が想定を上回ることから、若干下方修正になると認識している。一方、物価であるが、企業物価については、2011年度に一旦高めの伸びとなった後、緩やかな上昇を続けるとのシナリオ、そしてその水準に特に変わりはない。消費者物価指数に関しても、マクロ的な需給バランスの改善などから緩やかに改善していくとの見通しは不変である。

経済を巡るリスクに関して言うと、全体としては下振れ方向のリスクにより注意を払う必要があると思っている。展望レポートで挙げたリスク要因のうち、海外経済の動向を巡るリスクについては、再認識された米国バランスシート調整の根深さ、欧州におけるソブリン問題の長期化、新興国におけるインフレ懸念やそれを受けた金融引締めの影響、社会不安など、注視すべきテーマが広がってきている。また、震災の影響に関する不確実性に関しては、浜岡原発の停止をきっかけとした中長期的な電力需給に対する不透明感の台頭がある。事態解消のため、国を挙げた努力が払われると思うが、そうした電力需給の不透明さやエネルギーコストの上昇に対する懸念、さらには経営リスクの分散に対する要請の強まりなどが、需要地生産強化のために進められつつある海外生産移管に拍車をかけ、結果として国内産業の空洞化が加速しないか、依然、厳しい所得・雇用環境のもとでの大きな懸念材料として心配されるところである。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。ただ、このところ欧州や中国、アジアの輸出が大きく減速したり、増加が鈍化していることは気がかりである。こうした輸出動向の変化の原因としては、大きく伸びた前期の反動や、日本の震災によるサプライチェーン障害の影響、米国の内需減

速の影響などが考えられる。世界輸出の伸びと世界GDPの伸びには、概ね整合的な関係があるため、これが一時的なものか、あるいは今後の景気悪化の前兆なのか、この先のトレンドをしっかりとみていきたいと思う。

米国では、個人消費関連を中心に多くの指標が伸びを鈍化させており、景気減速が明確化している。ただ、生産やISM製造業指数が幾分持ち直していることをみると、前回のFOMCステートメントにあるとおり、日本の震災によるサプライチェーン障害や既往のエネルギー価格高に、景気減速の主因があるものとみられる。こうしたことから、米国経済の減速は一時的なものであり、回復基調そのものは途切れていないとみて良いのではないかと思う。もっとも、米国は、住宅と雇用というストック面での大きな重石を抱えているうえ、金融・財政政策とも対応の余地が狭まっている状態にある中、経済の弾力性が低下しているように窺われる。そのため、今後も当分の間、回復ペースはなかなか上がらず、これまで繰り返してきた楽観と悲観が交錯する不安定な道筋を辿らざるを得ないものと思う。

ユーロエリアは、絶好調のドイツと悪化している周縁国、その中間の多くの国と区々ではあるが、全体として緩やかな回復が続いている。欧州周縁国の債務問題については、ギリシャ議会が中期財政戦略を承認するなど、IMFとEUの追加融資条件がクリアされつつあり、市場の緊張感はやや和らいでいる。しかし、ギリシャ債の乗り換えにかかる格付会社の判断が与える影響や財政緊縮策の長い目でみた実効性、銀行ストレステストなど、不確実性の高い状況にある。こうした中でも、ECBはインフレ圧力に対応するため再度利上げを行った。利上げはドイツ等経済が強い国にとっては必要であるが、周縁国にとっては状況の厳しさに追い討ちをかけるものである。周縁国の債務問題は発生から1年以上も経過したが、この間、ユーロシステムの抱える矛盾が次々と炙り出され、その都度、解決の道筋が霞んでしまうということの繰り返しになっている。特に、ECBが適格担保条件の適用を除外したり、格付会社の在り方に疑問を呈したりするなど、原則から外れた行動を取らざるを得ないような状況には不安を感じる。本来的には、そうした目先の問題回避に終始するのではなく、ユーロシステ

ム全体の危機管理を含め、本件の根本にある問題を解決することが求められているものとする。

中国は、高成長を続けているが、それに伴う物価上昇が最大の懸念材料となっている。人民銀行が一段と強化している引締め策は、銀行融資の鈍化を通じて実体経済の減速に相応の効果を発揮していると思うが、物価抑制の兆しはまだみえない。一方で、先日アジア統括役からの報告にあったように、引締めにより地方政府やその関連ノンバンク等に対する融資が焦げ付くことで、銀行経営への悪影響を心配する必要もあるようである。この点を含め、投資過熱が行き過ぎた現時点での引締めは、経済社会全般に広く影響が及ぶことを意識しなければならない。中国経済は、現在の世界経済の重要な牽引役の一つであるため、今後の動向には十分注意する必要がある。

NIEs、ASEANも、日本の震災の影響によるサプライチェーン障害の影響もあって、輸出は鈍化しているが、雇用・所得環境の改善は続いており、内需は増加基調を辿っている。今後とも景気拡大基調は続くと思うが、インフレ圧力の高まりが消費の鈍化に繋がる可能性には注意すべきと思う。

日本経済は、4月の展望レポート時の予想をやや上回るペースで明確に持ち直している。さくらレポートの景気判断は、全国9地域のうち7地域が改善方向となり、支店長会議でも明るい話が多く聞かれた。景気ウォッチャー調査の現状判断指数は震災前の水準を上回るなどマインドデータが改善しているほか、生産や輸出、旅行を除く消費関連のハードデータもしっかりとした持ち直しの動きを示している。今後についても、節電幅が15%程度なら生産への影響は小さいとする先が多いうえ、自動車メーカーの生産正常化がさらに前倒しとなるなど、近々、生産は震災以前の水準に戻るものと思う。また6月短観は、想定為替レートが1ドル82円台とやや甘く、収益面の不安はあるが、設備投資計画は、中小非製造業を除きわりとしっかりとしていることが確認できた。こうしたことから、持ち直しの動きは今後も続くものと思う。ただ、供給制約が解消した後の実需の動

向には注意する必要がある。現時点では、復興需要と海外経済の改善による輸出の回復を起点に、緩やかな内需の持ち直しが続くことをメインシナリオとして考えているが、海外経済のさらなる減速や公務員給与引き下げによる個人消費の悪化など、想定される下振れリスクは大きいものと思う。このほか、特に定期点検などで停止している原発の再稼働を巡る混乱による電力不足懸念の一段の高まりは、企業に与えるインパクトの大きいリスクと考える。国難に直面し力強い復興が急がれる中、こうした事態を招いている現下の政治の混迷は、大変不幸な事態と言わざるを得ない。

以上を踏まえて、今回の中間評価では、実質GDPの成長率見通しは、今年度は4月の展望レポート時点での見通し対比でやや下方修正し、ゼロ成長近傍まで減速するが、来年度は前回見通し並みの3%弱の成長まで大きく加速するものと考えた。今年度を下方修正した理由の大部分は、震災の影響から前年度末の落ち込みが大きく、ゲタのマイナス幅が拡大したことにより、年度中の持ち直しスピードはむしろ速まるものとみている。

次に物価である。国際商品市況は、5月以降はほぼ横這い圏内の動きとなっており、我が国の輸入物価や国内企業物価も上昇ペースが鈍化している。5月の全国CPI（除く生鮮食品）は、4月と同じ前年比+0.6%となったが、食料品とエネルギーを除くコアコア指数は前年比+0.1%と2008年10月以来のプラスとなった。個別にみると、石油製品の伸び率が原油市況の下落により鈍化したことや、家賃が下落幅を縮めたこと、ホテル、旅館が前月までの下落分を取り戻したこと、テーマパークが値上げをしたことなどが目立った。また、全国CPI（除く生鮮食品）を構成する524品目のうち、前年比プラスの品目数から前年比マイナスの品目数を差し引いた値は、昨年5月には-234と2005年基準指数で最大を記録していたが、この5月には-82までマイナス幅を縮小している。このように、諸々の品目がじわりと下落幅を縮めており、コアコア指数がプラスに転化したことは、需給ギャップの縮小が影響しているものと思われ、ゆっくりしたペースではあるが、デフレ脱却に向けた動きが続いていることを明確に示していると思う。

今回の中間評価では、全国C P I（除く生鮮食品）の伸び率は、需給ギャップの緩やかな縮小による上昇圧力と既往の原油高の影響から、今年度は+1%弱となるものと考えた。来年度は、原油価格は再加速するものの緩やかな伸びにとどまるため、ゼロ%台半ばまで減速するものと考えた。もっとも、来月の基準改定では下方修正される可能性が高く、着地時点では、今年度、来年度ともゼロ%をやや上回る程度のプラスにとどまるものと思う。このように、デフレからの完全脱却には今暫く時間がかかるものと考えている。以上である。

白川議長

では、白井委員お願いします。

白井委員

初めに、足許の金融経済情勢と先行きの見通しについて私の見解を述べたいと思う。まず、世界経済は、足許、減速しつつも成長を続けていくとみている。

米国経済については、回復を続けつつも足許減速感がみられる。しかし、減速の要因をよくみると、サプライチェーン寸断による自動車の生産、販売の減少であったり、ガソリン価格高騰による家計の実質所得の減少であったり、いずれも一時的ともみなし得る要因によって起きている可能性がある。実際、最近では、サプライチェーンも回復しつつあり、主要小売業の売上高等が改善している。一方で、雇用の伸びが小幅であるなど、景気の先行きは楽観できる状況でもない。株価も、欧州ソブリン問題の影響もあって、上昇と下落が繰り返される展開となっている。いずれにしても、6月のF O M Cでは2011年の経済成長見通しが下方修正されているように、経済成長率は潜在成長率程度の緩やかなペースとなり、大幅な消費・雇用改善が見込めない状態が続くとみている。

欧州経済についても、足許は小売売上高の減少、製造業P M Iの低下が確認されているが、今のところ周縁国の債務問題が域内経済に影響を及ぼ

していないこともあり、ドイツ経済の堅調さに支えられ緩やかな成長を続けていくとみている。ギリシャについては議会が中期財政法案を成立させたことを受けて、7月に入りユーロ圏財務相会議でユーログループとIMFが5回の融資——120億ユーロ分の支払い——に同意したことで、7月と8月に償還期限が到来する国債の支払いができることになった。しかし、ユーロ圏には、国際金融市場を不安定化させかねない三つのリスクがあることを指摘しておきたいと思う。

第一に、EUとIMFによる対ギリシャ四半期審査を巡るリスクである。EUとIMFによるギリシャへの融資は四半期ごとの審査結果を基に行われ、年内では9月と12月に予定されている。財政再建、構造改革が実行できなければ融資が停止しデフォルトする恐れがある。この審査体制は今後も続き、国民や野党による経済改革に対する不満が強まる中で政権交代の可能性もあり、ギリシャは常にデフォルトリスクに直面している。

第二に、対ギリシャ民間債権者による債務のロールオーバーを巡るリスクである。現在、ギリシャ向けに、2014年半ばまでに、1,200億ユーロほどの第二次金融支援が検討されているが、EUは、このうち600億ユーロほどをEUとIMFによる支援で、300億ユーロほどを民間債権保有者による償還期限が到来したギリシャ国債のロールオーバーで、残りを民営化や国有資産売却による資金調達で達成したいと考えている。この中で二番目の民間債権者によるギリシャ国債ロールオーバーについては、現在、デット・バイバック案やドイツのデット・スワップ案が再浮上し、債務削減の方向に協議の舵を切りつつあるようであるが、先行きは不透明である。一方、市場では、ECBによるギリシャ国債の取扱いに注目が集まっている。トリシェ総裁は選択的デフォルトもクレジットイベントも認めないと発言してきており、ECBの担保政策やギリシャ中央銀行による緊急流動性支援、ELAの行方次第ではギリシャを含むユーロ圏の金融システムに大きなストレスがかかる可能性がある。また、何よりも民間債権者がロールオーバーに応じる金額が予定の300億ユーロに達しない可能性が高く、民営化も有利な価格で売却するには時間がかかることを考慮すれば、EU、

I M F の負担が大きくなり、それによる域内対立が激化し市場が不安定化する恐れがある。

第三に、欧州ソブリン問題のギリシャ以外への伝播リスクである。アイルランドとポルトガルであるが、英国の清算機関が両国の国債を担保にしたレポ取引の証拠金比率を引き上げたうえに、米国格付会社がポルトガル国債を投機的水準に格下げしたことから、両国の金融機関の資金調達環境及び国債市場の需給環境がさらに悪化している。このため、周縁国などの金融機関は預金流出に直面しており、E C B の流動性供給に依存する状態が続いている。加えて、銀行依存度が高い中小企業の資金繰りも厳しくなっており、経済成長の足枷となっている。イタリア、スペインへの波及を含め欧州の動きについては引き続き注意が必要である。

次に、新興国経済についてであるが、金融引締めの効果の浸透から、幾分減速している。中国については、製造業の P M I が 3 か月連続して低下し、景気拡大、後退の分岐点である 50 に近付いている。しかし、インフレ圧力は強く 6 月の C P I は +6.4% も上昇している。この状況下で、中国人民銀行は 7 月 7 日に金利を引き上げた。市場では、度重なる金融引締めによる景気減速が懸念され、王副首相も最近「今年の 8% 成長率目標を達成するのは極めて困難」と発言しているが、今のところソフトランディングが可能だとみている。

もっとも、中国については、次の二点に留意する必要がある。第一に、銀行の財務健全性についてである。中国では、銀行の貸出金利と預金金利の間に比較的大きなマージンが設定されており、預金金利は実質マイナスの状態が続いている。この結果としての預金流出を防ぎ、同時に 75% の預貸比率を満たすために、銀行の中には預金として換算され、かつ高い利回りを付与する財テク商品の販売に力を入れる動きもみられている。しかし、この商品は 1 か月以内の極めて短期が多く、元本、最低利息を保証する場合が多い一方で、資産はより長めの債券や銀行間債券市場で運用されることもあり、満期上や流動性のミスマッチに直面する可能性がある。この金額は銀行預金の 1 割を占め急拡大している。このほか、銀行が地方政

府の投資会社に融資した不動産、インフラ貸出残高の不良債権化及びデータの過少評価への懸念も高まっている。これらの動向が銀行の財務健全性に悪影響を及ぼさないか、引き続き注意が必要である。

第二に、最近の金融引締め効果が減殺されているとみられることである。具体的には、一連の金融引締めを眺めて、企業で外資導入や手付金などの自己調達資金の利用度合いが高まっており、金融引締め効果を一部相殺する結果となっている。例えば、1～5月の不動産開発業者への資金供給は前年同期比+18.5%であったが、このうちの外資利用と自己調達による資金供給の伸び率は、それぞれ+57%と+31%になっている。特に、外資利用では海外でドルを調達し、海外関連会社による直接投資の形で、資金が国内に持ち込まれている形が多いようである。実際、近年の中国における海外からの直接投資の1/4弱は不動産関連となっている。最近の住宅価格の伸び率が低下し、一服感も窺われるが、不動産投資は個人投資対象として第1位を維持しているほか、土地所有権の売却益が地方政府の主要な歳入源となっている状況は変わらないので、投機を含め不動産市場の動向を引き続き注視したいと思う。

最後に、我が国経済については、以上みてきたように、世界経済が成長を続ける中で、サプライチェーンの回復が予想以上に早まるなど、持ち直しの動きが明確になっている。実際、先日公表された日銀短観をみると、製造業を中心に企業の業況判断が9月には改善する見通しであるほか、設備投資と雇用人員など生産要素の過剰感も緩和される見通しで、GDPギャップは縮小していく見込みである。また、2011年度の設備投資計画も上方修正されており、今年度後半からは設備投資と輸出中心の回復が進むとみている。もっとも、非製造業の中小企業については、業況判断見通しが悪化しているほか、設備投資も例年の修正パターンとは異なり、既に下方修正になっている点には留意が必要である。

以上を踏まえて、中間評価について私の見解を申し上げますと、2011年度の景気見通しは4月時点と比べ、マイナスのゲタの効果分だけ下方修正しているが、それ以外では基本的な見通しを変える必要はないと判断して

いる。その理由は、サプライチェーンの回復が予想を上回るピッチで進み、貿易収支は6月中旬には黒字に転じており、原油価格も4月時点に比べやや低めの水準で推移しているため、やや円高に振れていることと復興事業の遅れが懸念されるものの、結果としては上振れ、下振れの効果が相殺し合うと判断しているからである。2012年度については、政府と民間の復旧・復興需要も本格化する中で、潜在成長率を上回る成長率を実現できると予想している。なお、リスク・バランスとしては、電力供給不安の長期化とそれによる電力料金の上昇、先程、指摘したように海外経済の減速感が4月時点の見通しよりも強まっているので、下振れリスクを意識している。

物価の見通しについては、4月時点の見通しを変えていない。その理由は、2011年度はサプライチェーンの回復が早く、需給ギャップの縮小ペースが速まっており、消費・企業マインドも改善に向かい、物価の押し上げ圧力が強まる一方で、為替が円高に振れていること、原油価格が想定比下振れしている分だけ物価を押し下げる圧力が働くと判断しているからである。つまり、物価上昇率はプラスの領域で緩やかな増加になるとみている。2012年度は、さらに需給ギャップが縮小するので、物価上昇率は2011年度よりやや上向くとみている。なお、リスク・バランスとしては、世界経済が減速しつつも拡大を続けている状況でもあり、コモディティ価格が再び上昇する可能性があるともみており、上振れリスクを意識している。私からは、以上である。

白川議長

山口副総裁にお願いする。

山口副総裁

今回は、中間評価を行う会合であるので、最近の動きに加えて、やや長めの視点も意識しながらお話ししたいと思う。

最初に、足許の世界経済と国際金融市場の動向を確認しておきたいと思

う。世界経済は、回復を続けてはいるが、このところ減速感が強まっているようにみている。米国経済は、既往のガソリン高の影響もあって、個人消費の伸びがやや鈍化している。欧州経済は、ドイツを中心に緩やかに回復しているが、輸出や生産には足許減速感がみられると言って良いと思う。アジアをはじめとする新興国経済は、内需を中心に高めの成長を続けているが、金融引締めの効果もあって、成長テンポを幾分鈍化させつつあるように見受けられる。この間、国際金融資本市場であるが、ここにきて再び緊張感が強まっている。欧州のソブリンリスク問題が主因であるが、投資家のリスク回避姿勢が強まり、株価は各国で大きく下落し、為替相場は安全通貨への逃避から、円高が若干進行している。国際商品市況をみると、高値圏での横這い推移ということである。

続いて、我が国経済の現状と先行きについて、述べたいと思う。まず、景気の足許についてであるが、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直していると判断している。サプライチェーンの修復は急ピッチで進んでおり、この夏の電力供給も、当初懸念していたほどには経済活動の制約要因とならないようにみられる。ヒアリング情報を加味すれば、生産の実勢は、9月までのいずれかのタイミングで、震災前の水準に復する見通しである。輸出も、生産の動きを追いかける形で、増加していくとみられる。国内民需であるが、企業や家計のマインドが改善するもとの、持ち直しつつある。短観の結果をみても、企業の設備投資スタンスは、震災以降も底堅さを維持しているようである。個人消費も、新車登録台数や家電販売額、百貨店売上高などをみる限り、持ち直しの方向にある。以上の点を踏まえると、我が国の経済活動は、夏から秋にかけて、震災による落ち込みをほぼ取り戻し、本年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくのではないかとみられる。数字のイメージを申し上げておくと、2011年度の成長率は、4月の見通しに比べて幾分下振れる。これは、震災直後の経済の落ち込みが当初予想よりも大きかったためである。2012年度の成長率は、概ね4月の見通しに沿って推移すると予想している。

もっとも、見通しを巡る不確実性は引き続き高いということである。秋

口以降の景気回復のペースについては、やや慎重にみている。理由は次の二つである。第一に、個人消費については、震災が家計マインドに与える影響に、なお注意が必要だと思っている。今回の短観をしてみると、宿泊・飲食サービスの業況判断が、先行きも大幅な「悪い」超のままである。二つ目は、海外の経済・金融情勢である。まず、米国であるが、バランスシート問題の出口がなおみえないが、そうした中で、F e dは、先行きの景気見通しを下方修正している。金融危機後、家計所得の期待成長率が大幅に低下し、現在も低迷したままであることを踏まえると、経済のポテンシャル自体が下振れている可能性を排除できないように思っている。それから、欧州であるが、引き続き、周縁国のソブリンリスク問題が不安材料である。ギリシャ債務問題を巡る当面の危機は回避されつつあるようにみえるが、問題の本質が解決された訳ではないし、他国への飛び火の可能性にも注意が怠れない。今後とも、様々なイベントをきっかけに、金融資本市場が不安定化するリスクは消えていないとみている。今週末に公表予定のストレステストの結果を、市場がどのように受け止めるかも気がかりな点である。それから、新興国であるが、金融引締めにもかかわらず、インフレ圧力が鎮静化していない。中国をはじめ多くの国が、物価安定と両立する経済成長を模索しているが、景気減速を上手くコントロールしながら、物価の安定を回復できるかどうか、予断を許さない状況だとみている。以上述べた国内の個人消費や海外の金融経済動向に加えて、震災からの復興のための第三次補正予算の規模や時期についても不確実性がある。当面の供給制約に関する懸念が小さくなってきた分だけ、リスクは全体として、中立方向にシフトしてきていると思っはいるが、今、述べたような点を踏まえると、なお、ダウンサイドに傾斜していると考えている。

次に、日本経済の成長制約要因について、簡単に触れておきたいと思う。前回の会合でも述べたことであるが、今回の震災をきっかけに、新たな制約要因が加わりつつある。一つは、やや長い目でみた電力供給の問題である。ここにきて、原発に対するストレステストの問題も加わって、定期点検中の原発の再稼働を巡って、不確実性が増してきている。今後、多くの

原発が停止に追い込まれると、電力供給量の面で制約が生じ得るし、電力コストの上昇圧力が、より強まることになる。もう一つは、いわゆる日本離れとか日本外しの動きである。震災を契機に、生産拠点の海外シフトが一段と進む可能性がある。また、グローバルな分業や棲み分けといった域を超えて、我が国の製造業が、電力の供給制約や生産コストの上昇により、グローバルなサプライチェーンの核心部分から、中長期的に排除されてしまう可能性も否定できないと思っている。以上、申し上げたような成長制約要因に加えて、従来から言われてきた人口動態面から来る制約要因も存在する。こうした制約要因を、我々の経済見通しの枠組みに織り込んでいくことは、なかなか難しい。私自身、今回の中間評価の中に、これを明示的に織り込むことはできなかった。しかし、これだけ構造的とも言える要因が存在する以上、この面から来る経済の下押し圧力には引き続き十分な注意が必要であると思っている。勿論、こうした下押し圧力については、金融政策運営との関係でも、我々の言う循環的な意味での下振れ要因とは、できる限り峻別しておくことが肝要であると思っている。

最後に、物価面についてであるが、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、4月にプラスに転じ、先行きも、小幅のプラスで推移するとみられる。物価を巡る不確実要因も、4月から大きく変わっておらず、リスクは概ね上下両方向にバランスしていると判断している。さて、消費者物価指数の基準改定が、来月に迫ってきている。勿論、基準が変わったからといって、基本的に企業や家計などの経済活動に変化が生ずる訳ではない。ただ、現実には数字が変わることによって、家計などの予想物価上昇率が変化し、これが経済・物価に影響を与えることがないとは言えない。我々としては、こうした点については、しっかり目配りしていく必要があると思っている。また、消費者物価の前年比がゼロ近傍ということになれば、我々の物価安定の理解との距離が再び開くことになる。市場とのコミュニケーションなど対外的な情報発信の適切性が問われることにもなる。この面でも十分な留意が必要であろうと思っている。私からは、以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、まず海外経済からポイントを絞って申し上げる。米国経済であるが、雇用統計が市場予想対比で大幅に悪化するなど、バランスシートの重石を抱える米国経済の減速が改めて確認された。一方で、株価や設備投資は、基調的にみれば引き続き堅調だと考えられる。その背景としては、世界経済の成長を背景として、米国の企業収益が好調を維持するとみられること、それと、大規模国債購入の終了後も Fed のバランスシートは当面維持され、金融緩和スタンスに変更はない、といった認識が影響していると考えられる。結果として、雇用の改善は遅れているが、潜在成長率近辺の景気回復のモメンタムは維持されるのではないかとみている。欧州経済であるが、国ごとのばらつきを伴いながら、全体としてみれば、緩やかに回復している。ギリシャ問題が6月末に取り敢えず落ち着きをみせた後でも、欧州ストレステストを巡る懸念やイタリアへの波及が議論されるなど、不安定な状況は続いている。次に、アジア新興国、とりわけ中国経済であるが、製造業の景況感が鈍化しているが、内需は引き続き高い伸びを続けており、インフレ圧力の強い状況が続いている。足許の金融引締め動きは、世界経済の持続的な成長の観点からは、必要かつ望ましい調整と言えるが、それが不十分であれば先行きの景気急落のリスクを高め、行き過ぎであれば世界経済の過度な停滞を招くということで、今後とも、中国が無事ソフトランディングできるかどうか、注視していきたいと思う。

次に、我が国経済についてである。前回決定会合以降も、サプライチェーンの修復は急ピッチで進み、供給面の制約が和らぐもとで、我が国経済は持ち直していると判断される。鉱工業生産指数は5月には大幅増となり、6、7月も着実な増加が見込まれるなど、持ち直しの動きが明確である。生産は、7～9月には震災前の水準に回復する可能性が高まっている。輸出も5月には増加に転じており、今後とも増加が見込まれる。一方、需要面

であるが、まず、企業の設備投資について、機械受注の4、5月の実績からは明確な増加が窺えないものの、6月の短観をみる限り、前年度からの先送り案件もあり、製造業中心に投資意欲は堅調であるとみられる。個人消費は、旅行等サービス消費が低迷しているものの、家電販売が好調なほか、百貨店売上でも堅調に推移しており、今後、徐々に持ち直していくとみられる。こうした動きは消費者コンフィデンスの動向からも確認できる。一方、雇用・所得環境は、震災の影響もあり厳しい状況が続いている。

こうした認識を踏まえて、4月の展望レポートの中間評価について申し上げる。先行きの景気動向については、前回の決定会合でも申し上げたように、夏場にかけての回復のモメンタムが秋口以降も維持できるかどうかのポイントだと考えている。この点について、以下の諸点を考慮すると、景気は震災前に想定していた経路と比べて、水準でみて、より下方にシフトした緩やかな回復経路を辿るというこれまでの私の中心シナリオを変更する必要はないと考えている。諸点とは以下の四点である。第一に、生産・消費の落ち込みに伴うキャッシュ・インの減少や震災対応のコストの増加、あるいは公務員給与の削減の見込みなどに伴い、賃金・雇用が抑制され、ひいては個人消費が下振れるとみられる点である。第二に、原発問題や電力不足への対応で持続的にコストが発生し、代替輸入も増加するという点である。第三に、同じく電力不足、あるいは円高基調定着などに伴って、生産あるいは設備投資の海外シフトが加速し、成長期待が抑制され、国内設備投資や生産・輸出が弱含むという可能性である。そして第四であるが、後程述べる物価見通しの結果、デフレ脱却、あるいはゼロ金利解除の時期というものが後ずれし、ゼロ金利が長く続くという見通しが強まることで、むしろ人々のデフレ予想が自己実現的に強められる可能性があるという点である。デフレ予想が強まるということは、企業や家計の前向きな支出行動や改革努力を先送りするという方向に作用する。また、ゼロ金利の長期化は、国債の利払い費用を抑制することから、政府の構造改革努力に対しても先送り方向に作用することが懸念される。これらはいずれも、日本経済の中長期的な成長期待を下振れさせる要因となると考えている。

こうした諸点を踏まえて、特に最後に指摘した成長期待の弱含みを盛り込んで景気見通しを点検した結果、実質GDPの見通しは2011年度、2012年度とも幾分の下方修正を行った。この見通しは、4月の展望レポートとの関係で申し上げますと、概ねその範囲ではあるが、恐らくその下限に近い見通しであり、特に足許のV字回復後の今年度後半以降の景気回復のモメンタムに関しては、より緩やかなものになるとみている。

次に、物価の見通しについて申し上げます。上記景気見通しを引き下げたことに伴い、4月展望時と比べて2011年度、2012年度ともやや下方修正した。この点で、物価固有の側面について付言すれば、商品市況の上昇の影響が消費者物価へ波及する部分の効果に関して、より慎重にみているという点を指摘したいと思う。今回執行部による事前の説明では、今年後半にかけて、エネルギーや食料品あるいは電気代などの項目で、かなりしっかりと消費者物価への波及を織り込んでいると思われるが、私自身としては、同時期の需要全般の弱さから、それほどの上振れを見込まなかったという点である。他方で、今後数か月の間に、8月の基準改定による下方修正と10月のたばこ税、損害保険料要因の剥落によって、合計1%近く前年比インフレ率が下振れすることが予想されている。その結果、本年度後半の消費者物価インフレ率は再びゼロ近傍、もしくはマイナス領域に陥る可能性が高いとみている。それは、先程、景気見通しのところで申し上げた、デフレ脱却、ゼロ金利解除の時期の見通しを後ずれさせる問題に繋がってくると考えている。

最後に、景気・物価見通しに関するリスクについて申し上げます。景気に関しては、原発再稼働の遅れが期待成長をさらに低下させるリスク、そして海外経済の動向、とりわけ米国経済の年後半の自律回復力と欧州ソブリン問題に関する下振れリスクを重視している。また、物価に関しては、基準改定等に伴う中長期的な予想インフレ率の下落リスクを特に重視している。以上申し上げたうえで、とりわけ欧州ソブリンリスクの問題が米国等グローバルに波及し、国際金融市場全般において増幅する可能性については、重要なリスクと認識している。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合で、足許から短めの先行きについては、比較的速やかな震災からの回復となる展望が拓けつつあるが、長めの先行きをみると、幾つかのリスク要因が顕在化し、注意が特に必要な状況になりつつある、と述べたが、前回以降、我が国経済そして世界経済はこのとおりに展開している。端的に言えば、以下のとおりと思う。日本経済は、先週金曜発表の6月最終週景気ウォッチャー調査で、3か月前比現状判断DIが49.6とほぼ分岐点の50となり、景気水準判断が震災直前水準に戻ったことに典型的に現われているように、足許から短めの先行きの見通しの回復はしっかりしてきた。しかし、長めの先行きについては、検査中原発再開を巡る政策の混乱などからさらに不確実性が高まり、中長期的な成長期待の下振れの恐れが残念ながら広がっている。海外経済においては、先週金曜発表の米国6月雇用統計のネガティブサプライズや、欧州債務問題の展開、特にイタリアへの波及、そして中国のインフレ高騰から、先行きは実物経済に下振れリスク、物価に上振れリスクが増加していると言えると思う。

以下では、これからの政策判断に重要なポイントとなる先行きのリスク、特にテールリスクについて、手短に指摘したいと思う。中間評価については、最後に述べたいと思う。まず、海外経済であるが、米国、欧州、新興国それぞれに大幅な減速リスクが少なからずある。加えて、これは今回特に重要な点であると思うが、各地域で政治が二極化し、弱い経済と機能不全の政治が負の相乗作用をもたらす可能性がある。さらに悪いことには、2007年のパリバ・ショック以降、世界経済が明らかに同期化、シンクロナイズしているので、各地域がそれぞれ脆弱性を抱えている中、地域間の負の相乗作用がリーマン・ショック時並に大きくなるテールリスクというものを意識しておく必要があると思っている。地域別に列挙すると以下の

とおりになる。まず、米国経済であるが、先週末発表の6月雇用統計で、非農業部門雇用者数変化が足許市場予想10.5万に対して、実績1.8万と著しく振るわなかったが、それだけではなく、5月が5.4万から2.5万へと、4月が23.2万から21.7万へと遡って下方修正された点を強調したいと思う。前回会合で、米国経済はデータ作成の綾から振れが大きく、達観すれば、昨年末から改善は実質的に然程みられないとみるのが自然と申し上げたが、今回の雇用統計はそれを裏付けるものである。しかも、今後の推移では、雇用情勢の一段の悪化の可能性も小さいながら無視できないと思う。雇用回復の遅れに加えて、住宅市場の回復も遅いと思う。ケース・シラー名目住宅指数を各地域物価水準で調整した実質住宅指数をみると、10大都市のうち、9都市で前年同月比が-5~-10%と大幅に下落している。唯一ワシントンDC——コロンビア特別区——は+0.5%と上昇している。しかし、これは昨年秋、中間選挙の後、議員やスタッフが大幅に入れ替わったということが原因であり、オフィスや住宅の市場に大きなプラスの要素があったという特殊要因に過ぎない。雇用や住宅市場回復の遅れが消費低迷をもたらし、経済の大幅な減速となるリスクも無視できないと思う。これは、既に色々な方からご指摘のあったとおりである。加えて、政治面では二極化の進行で左右の対立が深刻化しており、財政問題等でチキンゲームになっている。そのため、例えば、リーマン危機を引き起こしたTARP否決のような形で、思わぬ危機を呼ぶテールリスクというものが若干増大しているように思われる。欧州では、欧州周縁国財政問題深刻化から欧州銀行危機に至り、欧州経済が失速するというリスクは小さいものではない。政治面でも、ユーロ圏内にいることで恩恵を受けているドイツ及び欧州多国籍企業といわゆるインターナル・デバリュエーションを強いられている周縁国労働者との間の二極化、対立が深刻化する中、政治プロセスがここでもチキンゲーム化しており、思わぬ危機を呼ぶテールリスクは無視できない。中国では、インフレが少なくとも足許は深刻化しており、大幅賃上げの動きと相俟って、賃金・物価の上昇スパイラルに陥る可能性は小さいながらも存在する。それへの対処として厳しい引締め策が不

可避となり、成長の著しい鈍化、加えて地方政府関連不良債権の顕在化により、それから白井委員が指摘されたいわゆる財テク預金といったようなものを通じ、金融部門が脆弱になるようなテールリスクがここでも増大している。政治面では、2012年秋の権力移譲を控え、大きな政策変更はないと考えるのが自然であるが、インフレが深刻化すると、大衆の政治制度への不満が一気に出てくる可能性がある。そこで、インフレを避けたい中央、成長を続けたい地方の対立の構造がここでも鮮明となり、2012年秋の権力移譲を控えて、政治対立が表に出てくる可能性もある。さらに、政治体制は違うが、アジア諸国で——特にタイが極めて明快であるが——賃金の大幅引き上げが実現する可能性が出てきているし、政情もかなり不安になってきているので、賃金とインフレのスパイラル化という可能性が出てきていることも事実である。加えて、地域間の負の相乗作用が働き始める点にも注意が必要だと思う。具体的には、以下の三つが指摘できると思う。中国からの旺盛な需要、加えて、将来の需要期待に支えられてきた新興国・資源国経済が、中国経済の減速が鮮明になると失速する可能性——特に、ブラジルなどが一番典型的である——がある。それから、実は米国大企業の収益は、海外部門の好調に支えられてきた訳であるが、これが欧州経済や中国・新興国経済の変調に伴って悪化し、現在比較的堅調である投資等に下方圧力がかかる可能性がある。同様に、新興国・資源国需要に支えられてきたドイツやドイツ経済の好調の恩恵を受けてきたスペイン等が、中国や新興国の景気減速の影響を受ける可能性というのも否定できない。

次に、我が国経済をみると、第一に、以上述べた海外経済でのテールリスク顕現の兆しがあると、少し長めの先行きに大きなテールリスクをもたらすことになる。資本財輸出の比重の大きい日本では——この点が重要であるが——、いわゆる投資の加速度原理が逆回転して、海外経済の変調をさらに増幅する傾向があるので、特に注意が必要だと思う。この点、現在既に電子部品・デバイスの在庫の積み上がりがあり、この変調が来ているので、この点は十分に注意しなければいけないと思っている。それから第

二に、既に多くの委員が懸念を表明されているように、原子力発電所の定期検査と再開を巡っての混乱から、この夏だけではなく、中長期的に電力供給事情が急激に厳しさを増し、そのため企業の日本での中長期的な成長期待が急速に悪化し、生産拠点の海外移転が進み、それが雇用・所得環境にフィードバックして、家計の中長期的な所得期待をさらに下げるといった負の連鎖を生じる可能性は否定できない。前回会合では、これはテールリスクの一つと考えていたが、その顕現の兆しが出てきているように思われるのは憂慮に堪えない。第三に、これも既に指摘されている点であるが、中長期的な物価上昇期待の下振れの可能性ということである。震災前は、私は需給の緩やかな改善を通じて、物価上昇のモメンタムが出てきたと解釈していたし、実際の数字の出方もそういう形であった。しかし、その後、震災の影響を受けて、思ったよりも伸びが明らかに小さくなっている。そのため、8月基準改定後、足許の物価上昇率がゼロ、新しく導入されるモデル式の結果などから、僅かではあるが、マイナス領域に逆戻りする可能性もない訳ではない。加えて、海外経済はインフレと実物経済の低下が混在する可能性があり、もし、実物経済低下の影響がかなり大きく下方に出た場合、新基準でみて、4月展望レポートの見通し期間だけでなく、次回10月展望レポートの見通し期間中でも、物価安定の理解の水準に近づく展望がなかなか拓けない可能性があり得る。その場合、実体面では基準改定の前後で実質的な変化がある訳ではないが、マインド面での影響、特に企業や家計の中長期的な物価の予想が下方にシフトすることもあり得ると考えなければいけないと思う。

最後に、中間評価である。4月展望レポート時の基本的見解のメインシナリオについて、その後の推移をみると、足許下振れているものの、先行きの動きについて、大きなメカニズムの変化を示唆するものはない。リスク評価について考慮すると、足許、下振れたメインシナリオに比べて、実物経済の下振れリスク、価格の上振れリスクは前回同様に存在していると考えている。ただ、下方へのテールリスクはかなり目立ち始めていると考えている。4月28日会合で前回展望レポートの基本的見解に対して、私

の見方は、基本的なメカニズムの許容する幅の最下限と申し上げたが、その見方を変更する必要はないと考えている。以上である。

白川議長

石田委員にお願いします。

石田委員

我が国経済の現状については、4月に纏められた見通しに沿う形で、震災後の大幅な落ち込みからの回復の過程を若干前倒しで辿っているとみている。サプライチェーンの改善が急ピッチで進むもとで、生産は順調に回復してきており、5月の実質輸出はプラスになった。純輸出については、海外からの部材調達増加や原燃料の輸入増により、短期的には伸び悩むとしても、今後、輸出の増勢が明確になっていくにつれて、改善していくものとみている。これに震災で毀損した資本ストックの復元に向けた動きが加わると、我が国経済は、先行き、緩やかな回復経路に復していくとみている。このところ、海外経済について慎重な見方が広がっているが、私としては、足許若干小緩むとしても、通してみれば、若干の下押しにとどまるのではないかとみている。ただ、海外経済が回復を続けるとしても、一部業種で輸出、あるいは、現地生産がこの間大きく落ち込んだ訳であるが、今後、それが復活する状況下、海外での競争条件に変化が生じていないか、悪化が生じていないか、留意が必要だと思う。この点については、販売の回復が一巡した後どうなるのか注目しているところである。

もう一点、全体として回復の方向がはっきりしている中で、中小企業、特に非製造業の各種指標の弱さが目立っていた。就業者の最大の部分を担っているこのセクターが良くなないと、バランスのとれた成長の形がみえなくなると思う。構造的問題と言ってしまうまでであるが、特に気になっているので申し添える。

物価については、需給バランスの改善が続くもとで、これまでの国際商品市況の上昇を反映して、コアの消費者物価の前年比でみて、ゼロ%台後

半のプラス圏内で推移するとみている。なお、「中長期的な物価安定の理解」については、本年4月の点検結果に、現時点で特段の違和感はない。以上のように、足許の金融経済情勢は、総じてみれば、4月展望レポートの予想している範囲内で推移しているものと思っている。

リスクについて申し上げますと、皆さんが指摘された各種リスクについては、私も同じように感じているところである。その中で、特に懸念しているのは、電力供給問題である。一部の原発の再開に困難が生ずるにしても、生産に直接の影響を与えないレベルにとどまるものとみている訳であるが、全ての原発が停止する可能性も意識せざるを得ないと思う。その場合は、火力による代替発電となることから、原油などの輸入増による純輸出の減少、あるいは発電コスト上昇分の利用者への価格転嫁が生じて、実体経済への悪影響が生じる惧れが多大にある。また、さらには中長期的なリスクとして、電力供給に対する不透明感の高まりや、サプライチェーンの再構築の動きが進行する中、企業の生産拠点の海外シフトが加速し、雇用喪失、輸出の減少から、我が国の成長力そのものが低下することを懸念している。金融経済について、リスクの全体的なプロファイルについては下振れリスクが大きいとみている。私からは以上である。

白川議長

まず、景気・物価の現状及び先行き見通しである。皆さんの話を伺って、幾つかの点で若干議論したい点があるが、大きな判断として違いがあったようには思わなかった。景気の現状については、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直しているというのが足許の判断だったと思う。自分自身の言葉で若干整理をしてみたいと思う。

景気を下押ししていた供給制約については、前月との比較でみてもさらに供給制約の緩和が進展したということだと思う。その結果は、鉱工業生産、あるいは輸出等のデータ、あるいは短観でも確認をされたということである。改めて、3月以降の動きを振り返ってみると、短期的に非常に大きく落ち込んだ訳であるが、これは、震災直後の予想に比べても大きかつ

たという感じがする。逆に、その後の回復は、予想よりも早かったという感じがする。改めて、その回復が早かった理由を考えてみると、一つはサプライチェーンの修復にみられるようないわゆる現場力、あるいは電力について需給両面で様々な対応の努力を積み重ねたということだと思う。それから、もう一つ無視できないのは、やはり企業の財務体質が強化されていたということで、当初の大きなショックがそれを拡大する方向に働かなかったという意味においては、企業の財務バランスも影響していたと思う。マインド面も改善方向に向かっているということで、これは短観における業況判断、あるいは月次の様々な家計のマインド指標等でも確認されている。懸念されていた設備投資計画についても、全体として比較的底堅いということであったと思う。そう申し上げたうえで、まず足許について、多少気がかりな動きを申し上げると、今回の短観でもそうだが、中小企業の非製造業がやや弱いということである。飲食サービスあるいは旅行等の弱さに代表されるように、個人消費の弱さがやはり中小企業の非製造業のやや弱い面に表れていると思うし、それから、電子部品・デバイスがやや弱い、これが何らかの変調を表わしているのかどうか、この辺は注意をしてみてもおく必要があると思う。足許の気がかりな動きはそうであるが、もう少し先のリスク要因の方がより重要だと思う。すなわち、今の日本は、供給制約に直面した結果、いわば世界経済から遮断された状態にあるのだと思う。供給制約が解消した後は、世界経済の動き、世界の需要の動きに大きく規定される訳であるが、その世界経済については、足許、減速がはっきりしてきている。このことをどのように考えるのかというのが第一点である。それから二つ目は、この夏場を越えた中長期的な電力の不足の問題をどう考えるのか。それから、三つ目は、財政のリスクがやや長い目でみたリスクとして気になる。

まず、その少し長い目でみたリスク要因で、海外経済であるが、今回、皆さんの議論を聞いていると、これまでこの席で議論してきたこととそれほど大きな違いがあったという訳ではない。改めて、これまでの見方を確認するような動きであったと思う。米国の経済だが、米国のエコノミスト、

あるいはその政策当局者と話をしながら、どのようにこれを解釈したら良いのかと思うことがある。一つは、家計をみると弱い訳であるが、しかし、企業をみると比較的強い数字が出る。これをどのように解釈するかである。家計については、過剰債務を抱えていて、この調整がまだ終わっていないということであるが、一方、企業については、その好調が挙げられる。例えば、企業収益についても、これは基本的には、米国の国内経済の好調の反映というよりは、新興国経済、あるいは資源エネルギー関連の好調の反映だと思う。米国国内に焦点を当ててみると、やはりバブル崩壊後のバランスシート調整が完了するにはまだ時間がかかるということを改めて感じている。

それから、欧州については、皆さんの意見と全く変わりはない。全体としては、緩やかな回復を続けているが、その域内で、ばらつきが大きい。絶好調のドイツと、財政それから金融システム、实体经济のネガティブフィードバックを経験している欧州の周縁国、この間のばらつき、格差が大きいということである。先月との比較でみると、ギリシャ問題については、取り敢えず、一旦、やや落ち着くといった動きがあったが、同時に、今度は欧州の南部の大国にも少しそれが波及する兆しが出てきている。これは先月との比較でみて、気になる点である。それで、少し話が脇道に逸れるが、この欧州の財政問題をみながら、改めて、日本としてどういう教訓を引き出すのかをよく考える訳である。一つ目は、財政の持続可能性がしっかり確保されていないと、何らかのきっかけで、市場参加者の信認が突然、非連続的に変化する可能性があるということだと思う。それから、二つ目は、例えば、財政の持続可能性に対する信認が低下し、金融市場が動揺すると实体经济も下押しされて、財政、金融システム、实体经济の間でのマイナスの相乗作用が生じるということである。そして、三つ目に、そうした状況に陥ると、最終的に必要となる財政緊縮が急激で激しいものになってしまうということだと思う。これまでのところ、我が国の国債市場が安定している理由は、二つ考えられる。一つは、いずれは財政バランスの改善に向けた取組みが進められるはずであると市場が信用している

ということ、もう一つの仮説は、金利はこれまで安定していたのだから、これからも安定しているであろうと、市場が漠然と予想しているということである。仮に、前者であれば、最終的に市場からの信用を裏切らないようにすることが大切であるし、後者であれば、そうした漠然とした予想がいつまでも続く保証はないということで、その財政の健全化に向けた取り組みを実際に開始する、あるいはその道筋を明確に示していく必要があると感じる。いずれにせよ、欧州の財政の問題は、引き続き目が離せないと思う。

新興国については、景気減速の兆しがあるが、しかし、インフレ率の方は全体にまだ上がってきているということで、物価安定と成長の両立の実現に関する不確実性が大きいと思う。いずれにせよ、新興国の景気が多少スローダウンすることは、世界経済の持続的な成長という観点からみると、むしろこれは望ましいと思っている。以上が世界経済である。

あと、中長期的な電力の不足の問題である。これも多くの方が指摘されたように、非常に大きな問題である。改めて、この電力の不足が経済に与える影響を整理してみると、三つ位に分かれると思う。一つは、万が一、原発が全て稼働を停止した場合に、それによる電力供給の減少を他の資源で完全に補うことは難しいと考えられるので、その分、経済活動を直接的に制約する。夏場や冬場を中心に、電力不足が恒常化し、経済活動を制約するというのが第一のルートである。それから第二は、原発を仮に火力発電である程度代替していく場合でも、あるいは安全対策を強化して、原子力発電を継続する場合でも、これまでよりはコストがかかるということである。再生可能エネルギーも割高と言われているコストを短時間で大幅に下げることが難しい訳であるから、日本経済全体としては、追加的なコストがかかるということで、これは企業収益を圧迫する、あるいは家計の実質購買力を低下させることを通じて、日本経済にまた影響をしていく。それから第三番目に、より長期的な観点から電力の安定供給に対する懸念あるいはコストの増加が、日本経済に対するそのリスクの再評価、再点検という形で、日本経済を下押しする。仮に、こういうことが起きた場合には、

日本の成長率が低下していく訳であるが、これは循環的な意味での日本の成長率の低下というよりは、潜在的な成長率それ自体が低下していくということだろうと思う。これは、経済活動の下振れという言葉の語感では上手く表現できなくて、それ自身が、ニューリアリティ、新しい現実なのかもしれないが、潜在供給能力を低下させてしまうということだと思う。ただ、一方で、人々が悲観に流れる時には、そうではない側面を同時にみっておく必要があると思うので申し上げますと、日本は過去のオイルショックの時もそうだったが、技術革新を加速させることによって、省エネ社会を実現したのである。日本人の明確な課題に対する問題解決能力の高さを考えると、また新たな展開があるのかもしれない。いずれにせよ、中長期的な電力の不足は日本経済に対して大きな影響を及ぼすと思う。以上が景気の関係である。

物価について、多少、論点が提起されたように思う。展望レポートの中間評価の物価の見通しについては、概ね皆さんの意見は収束していたかと思う。ただ、分かっていたのは、少し先の物価の展開である。全体として、需給バランスの改善ということから、緩やかに物価が上昇していくという感じに対して、もし、日本の経済について、あるいはその背後にある世界経済について、下振れリスクの方を意識した場合に、需給バランスの改善も思ったほど進まないと思うし、それから、C P Iの基準改定がどのような影響を与えるのかということだと思う。需給の話は、これは基本的には世界経済、あるいは国内経済の話に還元されるので、C P Iの基準改定について、自分自身が多少感じていることを申し上げたいと思う。まず、C P Iの基準改定については、はっきりしていることは、新基準によって物価が下がるということ、これは非常にはっきりしている訳である。ただし、その幅は正確には分からないということである。我々として、この8月のC P Iの基準改定によって物価が下がるということ意識していると、これは明示的に本年の初めから記者会見の席でも、あるいは公表文でも言及している訳である。その論点は、予想物価上昇率がどうなるか、それから、それが変化するとしても、実体的に景気に対してどのように影響を与える

のかという点だと思う。私自身が、今どのように考えているのかということであるが、まず、家計については、そもそも消費者物価上昇率の数値について、現在の数値についても、正確な認識がないということが各種のアンケート調査で確認されている。そういう中で、一般の家計が今回の基準改定を踏まえて、物価上昇率の予想を変えるということは、それ自体としては勿論ないとは言えないが、そうした家計が非常に多いとはなかなか思えない。企業については、企業が実質ベースで考えるうえで重要な物価は、一般的な消費者物価ではなくて、自らの作る製品、あるいは提供するサービスの価格であり、企業の考える最も重要な実質金利にはそれを用いるのだろうと思う。CPIは様々な財・サービスを集計した価格であるから、こうした全体を集計した価格それ自体が、個々の企業の行動を規定するのかというと、勿論、そういう面がないとは言えないが、やはり企業にとっては、個々の価格だろうと思う。一方、エコノミストの方は、消費者物価の数値が変わる以上、予想物価上昇率についても変えていくと思う。ただ、いずれにしても経済主体にとって重要なのは、短期の予想物価上昇率ではなく、中長期の予想物価上昇率である。現在、中長期の予想物価上昇率は大体1%でアンカーされている訳であるが、これがどう変化していくのか、これが非常に大事なポイントだと思う。今、家計、企業、エコノミストというように申し上げたが、最後に、日本銀行について考えた場合に、日本銀行は、コミュニケーション上、基準が改定されると非常に難しい問題にやはり直面すると思う。我々自身、物価上昇率が変わるということは、年初からコミュニケーションしている訳であるが、しかし、実際に変わった場合に、指標との関係でどのように我々自身の景気・物価の判断を伝えていくのか、どのように金融政策を説明していくのかという点は、これは新たな難しさを掲げていると思う。ただ、その場合でも、最終的に一番重要なことは、実体的に人々の予想が変化するのか、しないのか、その結果、实体经济行動が変化するのかどうかということである。この点については、色々な可能性が考えられるので、自分自身が色々な仮説を持ちながらも、しっかりと考えていきたいと思っている。以上である。

中村委員

8月のC P Iの基準改定については、数字の修正如何にかかわらず、経済の実態は変わらない。白川議長がおっしゃったように、家計は日々の生活の中で、C P I上昇率をそれほど意識していない。企業も同様ではないか。トレンドとして物価が上昇基調にあるのか、低下基調にあるのかは関心があるだろう。一方、今回の改定については、世間一般には分かりにくい。どのような改定があって、なぜC P I上昇率が低下したのかということ、国民にどのように説明して、理解してもらうかが大事ではないかと思う。

白川議長

物価指数を作っている総務省しか実はそこは分からない訳である。そういう意味では、物価指数に即した話については、総務省の方から丁寧な説明をして頂くというのがやはり大事だろうと思う。そのうえで、この物価指数を用いて、我々自身が経済・物価をどう判断しているか、これは我々自身も大いなる説明責任があると思う。

白井委員

物価のことだが、先程、白川議長の説明されたところに同感する。改定自体が私を含め毎日スーパーマーケットで買い物をしている一般市民からすると、およそ縁遠い話だと思う。やはり物価観というのは、少しそういうところとは違うところでできていると思うし、消費動向調査をみても、やはり7割位が上昇しているというのが、多分それが実感だと思う。日銀の「生活意識に関するアンケート調査」も2%に上がっているというのは、そういう日々の買い物の中の物価観で出てくるものだと思う。だから、私はやはりインフレ期待が長期的にみてどうかというところがポイントだと思っている。私がやはり避けたいと思っているシナリオは、コモディティ価格などがまた上がり始めて、サプライサイド的なコストプッシュ的

なインフレが起きている一方で成長しないという中でのインフレ期待というのは、非常に怖いと思っている。だから、それをやはりディマンドプル型の需要があるから、その中で物価が上がっていくという方向に持っていく必要があると思っている。そこは、やはり常々言われている企業や消費者が、これから世の中が良くなると思うという、つまり成長期待にかかっている訳で、それは今日、明日の政策でできるものではなく、やはり成長戦略を含め、そういう中長期の対策があった中で出てくるものだと思う。インフレ期待というものは、良い意味のものと悪い意味のものがあるということは、意識した方が良いと思っている。

宮尾委員

今との関連で、白井委員のお考えと若干方向性が違うかもしれないが、私が先程申し上げたのは、むしろデフレ予想が強まるのではないかとというリスクというか、可能性について言及した。誰がデフレ予想を気にしているのかを白川議長のご意見を聞きながら考えていた。もしかして、エコノミストだけかもしれないが、私が気にしているメカニズムは、実際に誰がCPIをみているのかは別にして、なかなか物価が上がらない、あるいはその関連するところで、賃金が上がらないということがあって、物価上昇と賃金上昇は、ある程度歴史的にリンクしていることから考えると、賃金が上がらない、名目的な体温が上がらないということから、様々な意思決定なり、決断なり、実行なりが先送りされてくるという問題があるのではないかとということを、先程、意見表明のところで申し上げた。誰が「今デフレだ」あるいは「インフレだ」と感じ、CPIをみているのかは非常に重要な論点かと思うが、少し概念的な議論になっていたかもしれないが、私としては非常に気になるメカニズムである。

石田委員

そういう意味では、一般の消費者というか生活者がデフレを直接気にするということよりも、彼等が気にするのは、給料が上がらないというようなこ

とだと思う。だから、デフレを本当に気にしている人達は、先程、白川議長が言われた企業だと思う。例えば、先程から出ているサービス業などは値段が全然上がらない、あるいは下がってしまう。一部の非常に先端的な製品であって、技術革新が値段を下げていくところは別にして、大体押し並べて商品の値段が上がらない。下がっていく圧力を受けている人達が「デフレはけしからん」、「それで困っている」、「それによって日本経済は伸びないのだ」ということを現実に言っているように、私の経験では思う。

亀崎委員

先程、白井委員がおっしゃったように、「生活意識に関するアンケート調査」とか、消費動向調査の1年後の物価というのは、かなり上がる、2%以上上がる、上がるという人が大半である。7割とか、あるいは少ない方でも6割の人が上がると答えている。一般市民は、今おっしゃったように、私自身もそうであったが、C P Iはほとんど頭がない。それから、かつては、企業と組合との賃金闘争の時は必ずC P Iが出てきたが、今はもうC P Iは出てこない。今は、企業業績と他社業績と経済状態ということで、C P Iは特殊な時に注目されるが、普段はあまり注目されていない。そのC P Iについて、私が524品目をみ始めた時は、パソコン、パソコン・プリンター、デジタル・カメラ、薄型テレビ等のデジタル家電品群のウエイトが大きく、これがかつて毎月毎月ずっと-20数%下がり、C P Iを-0.2%押し下げ続けた。ところが、段々指数水準が小さくなってしまったものも、指数水準がまた100に戻ると、また前月比でこの-20数%が効いてくる。かつてゼロ%近傍の時、前月比で-0.2%重石のように引き下げていた時と同様の影響が出る可能性がある。こういう統計であるということを知ると、非常にC P Iというものに対する考えが変わってくる。やはり需給ギャップと言っても、国内だけの需給ギャップで本当に表れてくるのかと疑問に思う。要するに、非常にグローバルになってしまった中で、国際商品の影響を受けるし、C P Iそのものが非常に分かりにくくなっている。調査にもあるが、一般の市民がどこからデフレと感じるかと

いうと、身近な給料や物価のほかに、メディアからというものが3~4割位と結構なウエイトを占めている。そういう意味からすると、少し乖離があると思う。

石田委員

国民は、上がる方は困るということで、困ることについては、大体多目にみるから2%なのだが、下がることについては歓迎している。だから、そういう意味では、CPIについて意味がないのかということ、あることはあると思う。

白川議長

私自身、国民の一番の大きな不安は、先々、日本の経済活動が下がっていく。つまり、自分達自身の雇用が失われていくということである。先々について、成長期待が持てるか持てないかが重要であり、今回の震災もそうであるが、震災の後の色々な指標をみながら、先々、日本の潜在的な成長率が下がっていくという予想が広がっていくと、これは明らかに現在の需要をさらに抑制していき、物価を何で測るかは別にして、やはり物価は下がっていくと思う。それが、先程、宮尾委員がおっしゃった、デフレの悪い均衡というような話だと思う。そういう意味で、私自身デフレという言葉で表そうとしている事態についての問題意識は大いに持っているが、先程申し上げたのは物凄く単純な話で、今度の基準改定それ自体によって、どのような影響があるだろうかということである。日本経済が抱えている問題が軽いという訳では勿論ないし、現状が良い訳ではない。そういう意味で、我々が予てから言っているように、経済の底力を上げて、その結果として、人々が先々物価は下がるのではなくて、我々からみて望ましい程度で上がっていく状況が実現するという感覚を持てるようにすることが、非常に大事な仕事だと思っている。

あと若干、議論した方が良いと思うのは、海外経済であるが、先程、西村副総裁がテールリスクについて、他の委員よりかなり強くおっしゃって

いた。勿論、どの委員も前回との比較でみて海外経済について懸念を表明されていたが、追加的にご意見があればお願いしたい。

白井委員

先程、白川議長がおっしゃっていたギリシャ等の財政問題の日本経済への教訓について、二つだけ私の意見を申し上げる。ギリシャの今回の危機が起こる前は、ギリシャ国債を海外の投資家が持っている比率は、8~9割と凄く高かった。今は、もうほとんど売却されているから、ECBとギリシャの銀行がほとんど持っている。そういうことで、日本の場合には、95~96%を日本の投資家が持っているから、ホームバイアスもあって、安定的だという見方がある。最近、一時的かもしれないが、短期国債の取引などをみると、外国の投資家の存在感も非常に高まっているし、そういう意味で、常に市場の動向というのは、外国投資家を含め、非常に敏感になってくる可能性があるともみている。もう一つは、ギリシャの場合、今直面している問題は非常に厳しくて、それは、景気後退が起こっている時に、財政再建をやると、税収が伸びない訳である。なぜなかなか財政赤字が減らないかという最大の理由は、どんなに努力しても、消費税を去年は5%も上げて、ありとあらゆる増税を今やっているのだが、景気後退の力の方が大き過ぎて、税収がどんどん減っている訳である。だから、景気が回復していないところで財政再建をやるのは非常に厳しい。敢えて、我が国で言うところ、できるだけ早く持続的に成長できる状況に持って行って、我が国に必要な財政再建というものに取り組んでいくということ、その意識が同時に必要である。やはり成長と財政再建ということでない、非常に厳しい状況になると思っている。

白川議長

他にご意見ないか。ないようであれば、ここでコーヒブレイクを取りたい。10時55分に再開したいと思う。

(10時46分中断、10時55分再開)

IV. 「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する執行部説明（資料-7）

白川議長

それでは、再開する。「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」に関する件に入る。本件については、6月29日に本日の決定会合にて検討を行うことを公表している。本日、席上に配付した資料-7の追加資料、「米ドル資金供給オペレーション等の期限延長」について、執行部から説明して頂き、これに対する技術的な質問、確認の時間を設けたいと思う。

梅森企画局審議役

それでは、追加配付させて頂いた資料-7に沿ってご説明する。本件は、本年の8月1日に期限を迎える米ドル資金供給オペレーションとニューヨーク連銀とのスワップ取極について、それぞれ1年間の延長を行ってはどうかという案件である。

経緯及び考え方であるが、本件ドルオペとニューヨーク連銀とのスワップについては、2010年5月、臨時金融政策決定会合において、それぞれ2011年1月31日までの時限措置として再開することを決定した。その後、昨年12月の決定会合において、同期限を2011年8月1日まで延長したところである。今般、ニューヨーク連銀から各国中央銀行との米ドル・スワップの取極を2012年8月1日まで1年間延長することとしたいという申し出があり、本行を除く各国中央銀行は、白川議長からもご発言があったが、6月29日に延長決定を公表している。その際、本行も7月の決定会合で延長を検討する旨公表したことは、別添の公表資料のとおりである。

現在、我が国の金融機関の外貨資金繰りには、特段の懸念が生じている訳ではない。しかしながら、各国中央銀行との協調の観点を踏まえつつ、

金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持及び安定性の確保に資するため、ニューヨーク連銀からの申し出どおり、期限を延長することが適当と考えられる。最近、ドルオペへの応札はないが、昨日、金融市場局長から説明があったように、ドル転コストが大きな振れではないが、イベントに応じて神経質な動きをしている中、金融機関からは本件ドルオペはバックストップとして安心材料となっているという声が聞かれているところである。

述べたように、期限を延長するため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等、関連する基本要領等の一部改正を行うこととしたいと思う。また、本件ご決定頂ければ、適宜の方法で対外公表することとしたいと思う。

それでは、「政策委員会付議文」と書いてある文章をご説明させて頂く。

『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件。案件。最近における国際金融資本市場の状況と、これが円市場の流動性に及ぼし得る影響に鑑み、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、下記の諸措置を講ずること。措置の内容は、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」、「米ドル資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」、「ニューヨーク連邦準備銀行との間の為替スワップ取極要綱」の期限をそれぞれ別紙1. から別紙3. のとおり、平成24年8月1日まで延長するものである。読み上げは省略させて頂く。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

石田委員

米ドル・スワップは、円／ドルの為替スワップでやるのか。

梅森企画局審議役

そのとおりである。

石田委員

その時の米ドルの調達コストが1%と聞いたが、それはどういう形で決まっているのか。

梅森企画局審議役

調達コストであるか。

石田委員

米ドルを調達している訳であるな。その実質調達コストである。

梅森企画局審議役

今やっているオペは固定のオペであり、O I Sを勘案して実勢で決めていて、足許の水準は大体1.1%程度ということで行っている。

石田委員

1.1%というのが、何だか高いように思うのだが。

梅森企画局審議役

O I Sの実勢を勘案している。

雨宮理事

元々、このオペレーションについては、二つの要素からできている。一つは市場実勢に基づいたレートを利用すること。もう一つは、プレミアムを乗せるということ、この二つの要素からできている。

石田委員

そのこのプレミアムの考え方を教えて頂きたい。

雨宮理事

これは元々要するに、基本的な考え方は市場の安定を確保するために、流動性供給——ドル資金供給——の円滑性と弾力性を確保する一方で、マーケットはこのオペレーションに過度に依存しないように、いわばモラルハザードを避けるというバランスから考えたものである。具体的には、実際にリーマン・ショック直後の様々なマーケットの変動を評じて、その時のドル金利の変動幅等を勘案して、今のレートが適当という判断をしている。

石田委員

当時のであるな。

雨宮理事

これは現段階においても、考え方は全く同じであって、基本的には、ドル資金供給の安心感を醸成するということとモラルハザードを避けることとのバランスということで、これは変える必要はないだろうということで、各国中銀の間で判断している。

石田委員

分かった。

白川議長

今の石田委員のご質問に対して少し付言すると、ドル資金を最終的に供給できるのはFRBしかないし、FRB自身は国内で金融調節や金利コントロールをやっているのだから、各国がばらばらに有利な供給をすると、本体の米国の金融政策に支障が出てくる。それで、米国の金融政策に支障が出

ない形で、各国が共通の金利で、一方で安心感を与え、他方でモラルハザードを避けるということで、このスワップに参加する国の中で協議をして、共通の考え方に立って運営している。これ自体は金融市場の状況に応じて勿論変わり得るものであるが、いずれにしても協調の枠組みの中で、今言ったようなことをやっている。

石田委員

分かった。

白川議長

他にご質問はないか。本件については、後程、金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思う。

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

次に、当面の金融政策運営等に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは中村委員からお願いします。

中村委員

我が国の企業金融環境についてであるが、本行の積極的な資金供給により、超緩和的な状況が続いている。短期金融市場では、資金余剰感の強まりに伴い、長めのターム物金利も緩やかに低下している。特に、短国レートは、本行の積極的な共通担保資金供給オペの実施や、海外投資家による積極的な買い姿勢等を反映した需給の引締まりもあり、3か月物レートとともに6か月物レートも概ね0.1%に並ぶ水準にまで低下したほか、1年物レートも低下傾向を辿っている。長期金利は、海外市場との連動や短国レート低下の影響もあって、金利引き下げ圧力が働きやすい状況となって

いるほか、2次補正予算における国債増発回避の方向等を受けて国債需給の悪化懸念が後退したことなどもあり、1.1%台で安定的に推移している。このような、短国金利の低下は、一時的な現象との見方が大勢のようであるが、本行が積極的な金融緩和を強力に進めている結果の一面とも考えられる。従って、政策効果の浸透度合いとともに、短期市場機能に対する影響についても、慎重に検証していく必要があるようである。この間、株式市場は、我が国の供給制約緩和の前倒しや企業業績の改善、また、米国株が比較的堅調に推移していたことや日本株の出遅れ感などから、1万円台を回復する局面もあったが、足許、欧米金融市場の緊張感の高まりから下押ししている。為替の影響も懸念される。また、J-REIT市場では、リスクプレミアムは、概ね横這い圏内の動きとなっている。

こうした中、6月短観でも示された企業の資金繰り判断DIは、中小企業において厳しさが残るものの、全体としては緩和的な環境が続いていることを示している。足許の資金調達環境は、資金需要が総じて低調裡に推移している中であって、企業の資金調達コストは低水準横這いが続いており、CP市場は、前回決定会合以降も、落ち着いた動きとなっている。一方、社債市場では、電力債のスプレッドが、信用力に対する懸念などから拡大しているが、投資家の新発債に対する投資意欲が強いことや、一般事業法人の起債が引き続きみられることなどから、全体として、落ち着いた動きとなっている。電力債を除けば、市場は震災前の状況近くまで戻っており、今後はBBB格などの低格付社債も含め、起債銘柄の拡大が期待される。

米ドル資金供給オペレーションの延長についてコメントする。執行部から説明があったように、現状では、本邦の金融機関がドル資金の調達に苦慮している状況ではない。しかしながら、国際金融市場は様々な潜在的な不安材料を抱えており、当該オペレーションの存在が邦銀や市場に対してバックストップとしての安心感を与える役割は重要であり、延長することに賛成である。

最後に、金融市場調節方針であるが、次回会合までの金融市場調節方針

は、現状維持とし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。この間、世界経済は、既往の原油高騰を背景にインフレ圧力を受けており、ECBは、金融政策は依然として緩和的としたうえで、今般、政策金利の引き上げを決定し、また、FRBは、QE2を終了した後も緩和的な政策運営を継続するとしつつも、FOMCの議事録は、緩和的な政策運営の修正に関する段取りについても議論したことを明らかにしている。このように、主要国の中央銀行の金融政策スタンスの微妙な変化が窺われる中、本行は、我が国経済の現状について、展望レポートに沿った動きとはいえ、先月からの情勢判断の表現を若干修正し、また、実質GDPが徐々に持ち直し、消費者物価指数は前年比プラスの領域で推移する方向感に変更がないことを示そうとしている。

こうした状況下、本行が他の主要中銀に追随し、政策スタンスを変更するのではないかとの市場の憶測や誤解を招いたり、意図的な解釈が独り歩きすることがないように、本行は「中期的な物価安定の理解」のもと、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまでは、実質ゼロ金利政策を継続するとの確固たる方針を、機会を捉えては繰り返し説明しておく必要があると思う。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

金融市場をみると、引き続き総じて落ち着いた動きとなっている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物のうち短国レートは投資家の需要を集めて0.1%近傍まで低下している。また、長期金利は一度1.1%を切った後は反転し、1.1%台にとどまっている。

次に、企業金融であるが、全体として緩和の動きが続いている。CP発

行レートは、電力銘柄を除いて震災前並みの低水準で推移しており、こうしたもとで、発行残高はリーマン・ショック以来約3年振りの前年比プラスとなった。また、社債市場でも、良好な発行環境のもとで、発行体の裾野に広がりが見られている。一方、間接金融であるが、貸出金利は低水準で推移しており、金融機関の前向きな応需姿勢のもとで、貸出の前年割れ幅も縮小している。なお、中小企業の資金繰りについては、日本公庫調査、商工中金調査の双方で、震災直後に悪化した後、幾分改善する姿となっている。6月短観の中小企業・資金繰りDIをみても、「苦しい」超幅の拡大は1%ポイントと限定的である。

次に、金融政策運営である。以上の金融面の動向等を踏まえ、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。

先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き包括的な金融緩和政策を通じた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という3つの措置を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けることが肝要である。現在実施中の政策措置に関して、リスク要因には注意が必要なものの、実体経済で足許持ち直しの動きがしっかりし、先行き緩やかな回復経路に復していく見通しが立っているもとで、現状では、政策効果を確かめながら予定通りに着実に実行していくことが大事であると思う。そしてこれからも、震災の影響をはじめ先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、政府等による復興対応策にも配意しつつ、必要な場合には適切な措置を講じていくことが重要であると思う。

なお、被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、6月28日に第2回、約1,300億円が実行され、累計実行額は2,000億円に達した。1兆円という貸付総額で10月まで実行する予定であり、被災地の状況を考えれば、まずまずの手応えであると言えるし、それだけ復旧・復興に向けた初期対応を支援する役割は果たしているということになると思う。

また、前回会合で決定した成長基盤強化を支援するための貸出の拡充に関しては、先頃、九州での金融経済懇談会の席において、これは潜在的な成長の芽を掘り起こす目的で打ち出した措置であり、同時に、A B L等の金融手法の認知度が向上し、取引が少しでも広がるよう強く希望するということをお話してきた。地域金融機関からは、今回の措置のターゲットは、中小企業やベンチャー企業向けの競合の起こりにくい分野が中心であり、資金ニーズに積極的に対応していきたいといった前向きな声が聞かれた。無論、そればかりでなく、A B Lのような新しい金融手法について情報発信していく余地は相応にあると感じられる場面もあった。若干感想も含めて、以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

国内金融市場をみると、短期金利は、本行による潤沢な資金供給のもと、引き続き低水準で安定的に推移している。長期金利は、株価上昇や復興債増発懸念といった債券売り材料をこなし、1.1%台で推移している。

企業金融の動向をみると、銀行貸出態度は改善しており、銀行貸出や、C P、電力債を除く社債の発行環境など、企業の資金調達は容易化している。また、これらの金利を含む企業の全般的な調達コストも、低水準で安定している。このように、企業金融は全体として円滑である。短観をみる限り、企業の資金繰りは、震災後も、中小を含め、然程悪化してはいることが確認された。ただ、短観がカバーしていない小企業の動向には注意する必要があると思う。

金融市場調節の方針は、デフレ脱却までなお時間がかかり、金融面での不均衡の蓄積も認められないため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%とすべきである。今後とも、こうした状況が続く限り、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維

持し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきだと考える。そのための対外的なコミュニケーションにも、十分気を遣っていく必要がある。

資産買入等の基金については、リスクプレミアムの縮小や、長短金利の低位安定化などの効果を発揮しているものと思う。現在もなお、40兆円の満額まで余裕がある状態であり、買増しを進めながらその効果を確認していく局面にあると考えている。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、これまでの2回分を合わせた貸付総額は2,000億円を超えた。貸付の申請ペースはあまり上がっていないが、本施策は現地のニーズを満たせば良いものと考ええる。なお、本格復興にかかる資金需要への対応は、政府の復興策の形がみえてきた段階で、その必要性を含めて検討したいと思う。

成長基盤強化を支援するための資金供給は、従来分の残額は僅少であるが、今後の償還分も含めて淡々と実施していけば良いと思う。金融機関の出資とABLに特化した拡充分については、貸付開始後に状況を詳細に分析していく必要があると思う。現時点では、ABLの規模は小さい状況である。ABLの利用について、先日の支店長会議で何人かの支店長から、ABLの利用は担保不足の憶測を呼ぶかもしれないとのスティグマが企業の間にある、との話を聞いた。しかし、ABLは企業の資金調達経路を多様化する効果があるため、その普及が期待される場所である。ABL市場が5,000億ドルを超えるとされる米国の例をみても、当初はなかなか普及せず、数十年間という非常に長い期間をかけて現在の規模に成長してきた経緯がある。日本の場合、2005年に動産・債権譲渡登記制度ができ、政府がABL市場を本格的に後押しし始めてから僅か数年である。そのため、本行としても、その育成に向けての啓蒙活動にも積極的に関わっていくべきだと思う。

先程、説明のあったドルオペについては、この1年間応札のない状況が続いている。しかし、本行がドルオペを続けていることは、欧州周縁国の混乱が続く中、いつ金融危機が起きてもドル資金を調達できるとの安心感を本邦金融機関に与えているものと思う。また、本邦所在の欧州銀行等が、

混乱の震源地から離れた日本でドル資金を調達できる安心感があり、国際協調の観点からも必要だと思う。なお、この3月に開始した1週間物は、利用実績はないものの、実施頻度が高く、金利は高くとも期間が短いだけに、いざという時の使い勝手は良いものと思う。

なお、日本の将来を決める重要な柱の一つである社会保障と税の一体改革については、6月中に成案を得るとされていたところであるが、7月初め、漸く閣議報告の形で改革案が提出された。しかし、その後の進展はみえず、憂慮せざるを得ない。先程のパートでも話があったが、財政の道筋を示すことは極めて重要な喫緊の課題と考えている。

本行は、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ために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく旨、コミットしている。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが重要だと考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

我が国の金融環境の評価については、全体として緩和の状態が続いていると判断している。本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持や基金等による資産買入れに加え、景気が持ち直していることもあり、短期金融市場をはじめ金融資本市場は比較的落ち着いた動きとなっている。

こうした中、企業の資金繰りについては、総じてみれば、改善した状態にある。実際、短観をみると、資金繰りあるいは金融機関の貸出態度に然程変化はみられない。もっとも、中小企業の資金繰りについては注意が必要だと思う。この点、短観では、製品価格判断D I がほぼ横這いである一方、仕入価格判断D I は上昇しており、利益率マージンが圧縮されている可能性がある。そのせいか、2011年度の売上高経常利益率が前回調査か

ら下方修正されているようにも窺われる。

なお、倒産については、震災の影響が気になるところだが、今のところ、震災関連倒産を抑制する政策上の措置もあって、被災地でも増加しておらず、抑制された状況が続いている。また、金融機関の貸出態度にも然程変化はみられていない。今後、震災からの復旧・復興が本格化し、貸出が伸び始めた時に、こうした状況が変化するのか、今後の貸出動向とともに注視していきたいと思う。

こうした金融環境に対する評価に基づき、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で良いと思う。

次に、今後の金融政策運営について私なりの考え方を述べておきたいと思う。市場では、円高基調の中、我が国経済へ与える悪影響を懸念して、追加的な金融緩和を期待する声の一部にあるようだが、私自身は、今後、金融政策上の追加対応の必要がある状況として、主に次に示す三つの状況が生じている時、あるいは生じる兆しが確認される状況を考えている。

第一の状況は、経済・物価に関する中心シナリオが大きく下方修正される可能性が高い場合、あるいは景気の下振れリスクが高まっている場合である。例えば、現在想定されている先行きのリスク要因である電力供給制約の長期化によりマインドや企業の成長期待が悪化する場合、あるいは海外経済が予想以上に下振れする場合などである。この場合には、例えば、「包括的な金融緩和政策」の一段の強化等の検討が必要だと思うが、先程申し上げたように、私は展望レポートの中間評価について基本的にシナリオを変えていないので、現段階では金融政策上の追加対応は不要だと判断している。

第二の状況は、金融市場の機能が低下している、あるいは低下する可能性が高い場合や、金融システムが不安定化している、あるいは不安定化する可能性が高い場合である。例えば、社債市場の需給関係が不安定化して発行環境が悪化する場合、国債のリスクプレミアムが急上昇する場合、あるいは、こうした市場や資産価格の動向等により金融機関の経営が極度に悪化する可能性がある場合などである。これらの場合には、中央銀行が市

場機能を維持するため、あるいは金融システムの安定を維持するためにも、金融政策上の追加対応が必要であると思う。ただし、現在の金融環境は安定的なので、こうした観点からも金融政策上の追加対応は不要だと判断している。

なお、第二の点については、中央銀行が金融政策上の追加対応を取ることによって、財政規律を緩める対応だと市場参加者に誤って受け取られて、却って市場の混乱を助長しかねないリスクがある点には十分留意する必要がある。従って、市場動向を常に注視しつつ、市場に及ぼす影響を十分考慮に入れて、政策発動のタイミングを見極めることが極めて重要だと考えている。

第三の状況は、第一と第二の趣旨とやや異なるが、金融システムのさらなる機能向上あるいは活性化のために、新しい金融手法や市場を育成または発展を促進する場合である。例えば、中小企業やベンチャー企業の発展を促進するといったリスクマネーの流れを活性化するような企業金融の手法や市場が育ちつつある場合などである。特に様々なリスク志向をもつ投資家が参加する市場型の金融システムはリスクが高いが、将来性のある企業に対する資金を円滑に提供する能力が期待できるし、リスクに見合うリターンが提供される直接金融市場の発展は、成長基盤の強化の観点からも重要だと確信している。無論、政策金融との役割分担といった悩ましい問題もあるが、中央銀行として出来得るぎりぎりの貢献を追求していくことが重要だと思う。現在、日本銀行で行っている成長基盤強化促進のための資金供給は、異例の措置ではあるが、こうした観点からも継続的に取り組んでいくことが必要だと思う。

最後に、「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」について私の見解を申し上げる。既にECBおよび英国、スイス等の中央銀行はFRBとの間で6月末に延長を決定しているが、このことは周縁国の債務問題を抱える欧州を中心に、リーマン・ショック後のようなドル流動性不足になる可能性が排除できないことを示している。この背景には、ユーロ圏の独仏等コア国の大手銀行が多額の米国ドル建て資

産を保有しており、それをファイナンスするドル資金の調達が必要なことが挙げられる。欧州の銀行はこの金額の半分ほどをユーロドル市場で調達しており、その主な資金の出し手は米国のMMF等のようなものである。MMFはコア国の金融機関に対してCP、CDなどの形で資金提供をしているが、このコア国の金融機関が周縁国へ多額の投融資をしているので間接的にギリシャ問題などの影響を受ける。このため、ギリシャ等のプログラムが頓挫してユーロ圏の金融システムが不安定化する場合、米国のMMF等がユーロ圏へのエクスポージャーを激減させかねず、その場合、欧州の主要銀行のドル資金繰りが急激に悪化するリスクがある。加えて、欧米の金融機関はCDS取引等を通じたリンクも大きいとみられるので、ユーロ圏の金融システムの不安定化が思わぬ形で米国に波及していくリスクもある。最近では、米格付会社がドイツの12の銀行について格下げ方向で見直しを示唆したし、昨年ストレステストでは、ドイツの一部の銀行だけがソブリン債の国債保有高の情報公開を拒んだことから分かるように、コア国の金融システムの財務基盤も必ずしも強固だと認識されていない。このため、今回、米ドル・スワップ取極を延長することは、先程述べたリスクを予防するうえでも、大変重要かつ時宜に適った措置であると考えている。

翻って、我が国も震災によって電力供給不安や放射能汚染問題などに対する国際的な懸念が強い中、欧州問題の悪化による国際通貨の円や外貨調達環境への影響も潜在的には否定できず、我が国の金融機関のドル調達コストを急上昇させる可能性がある。先程から述べているように、ギリシャの債務削減に向けた交渉が本格化してくると、マーケットが新たな動きに敏感に反応する可能性が高まる。実際、邦銀の間で万一の際のドル調達の困難化に備えて、米ドルオペと米ドル・スワップ取極の延長を要望する声も聞かれるので、本行がFRBと米ドル・スワップ取極を延長し、バックストップとして米ドル資金供給オペを継続することが適切だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁にお願いします。

山口副総裁

まず、国内の金融環境だが、「総じて緩和の動きが続いている」とみている。すなわち、短期金融市場では、本行の潤沢な資金供給を背景に、落ち着いた状況が続いている。TIBORやLIBORが低水準横這いで推移しているほか、短国レートも弱含んでいる。長期金利は、均してみれば、横這い圏内で推移しているが、投資家のサーチ・フォア・イールドの動きなどから、中期ゾーンに金利低下圧力がかかりやすい状況となっている。

クレジット市場をみると、CPの発行環境は、引き続き良好である。社債市場についても、A格以上の社債のスプレッドが、概ね震災前と同程度の低い水準となっているほか、低格付社債の発行体の裾野に広がりが見られるなど、良好な発行環境を取り戻している。電力債については、東京電力の賠償スキームが固まり、電力各社の経営を巡る不透明感が相応に低下するまで、電力プレミアムを要求する投資家と、発行体の目線の揃わない状況が続くものとみられる。しかし、電力債の問題により、社債市場全体の流動性が大きく低下するといった震災直後の懸念は杞憂に終わったように思う。

企業の資金繰りだが、中小企業の一部で厳しさが窺われるが、金融機関の積極的な融資姿勢などから、震災後の悪化は一時的なものにとどまっている。ただし、先行きについては、復興需要の出方とも絡むだけに、なお注意深くみていく必要があると思っている。

次に、当面の金融政策運営についてである。前半のセッションで述べたような経済情勢認識を踏まえると、包括緩和の枠組みのもとで、多様な金融資産の買入れを着実に進めながら、その効果波及を確認していくことが、引き続き適当であると考えている。当面の金融市場調節についても、これまでの方針を維持することが適当だと思っている。勿論、先程のセッションで述べたように、経済の先行きに下振れ方向のバイアスがかかっている

という判断に立てば、政策運営上も必要と考えられる場合には、柔軟かつ果敢に対応していく構えが必要であるという点は、これまでと同様である。

なお、先程執行部から説明のあった「米ドル資金供給オペレーションおよび米ドル・スワップ取極の期限延長」については、執行部の考え方に違和感はない。

最後になるが、前のセッションで述べたように、今回の震災によって、我が国経済の成長制約要因が新たに加わってきている。金融政策運営に当たっては、こうした構造的とも言える要因と循環的な要因を、完全には峻別できないにしても、可能な限り峻別することが重要である。構造的な要因に由来する経済の下振れに対して金融政策でもって対応することはできない。しかし、世の中の雰囲気は、循環要因によるにせよ構造的要因によるにせよ、経済の下振れはあくまで同じ下振れであり、日銀も知恵を絞って対応すべしといった声が出かねない訳である。我々としては、常日頃から、金融政策としてできること、あるいはすべきことについて、対外的な説明を周到に行っていくことが何よりも大切であると思っている。できないことをあたかもできるように装って行動することは中央銀行としての誠実さを欠くものであると思っている。

いずれにしても、このような苦労あるいは悩みは、経済の構造的な問題に直面する中央銀行に、多かれ少なかれ共通するものであろうと思っている。FRBのバーナンキ議長が、「金融政策は万能でない」と語っているのも、同じ悩みから来ているのかもしれない。やや感想めいた話になってしまったが、私からは以上である。

白川議長

宮尾委員にお願いします。

宮尾委員

それでは、金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まず、我が国の金融環境だが、一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、

総じて緩和の動きが続いているという執行部の説明並びに他の皆さんの意見と同じなので詳細は割愛させて頂く。

それでは、早速だが、金融政策に関しての意見を申し上げたいと思う。私自身、この4月の決定会合から、もう一段の金融緩和を強化する必要性と妥当性について指摘し、以来、議論と検討を重ねてきた。そして前回の決定会合では、サプライチェーンの早期回復とマインドの持ち直しがみられる中で、秋口以降の回復については、企業・家計は大きなハンディキャップを背負った道のりとなることが予想され、そのような厳しい環境の中で、日本経済全体が復興のエネルギーを蓄えて、震災前に想定されていた回復経路にしっかりと復帰するために、金融面から人々の取組みをさらに追加的に後押しすることは重要なことだ、といった意見を申し上げた。今回、前半で申し上げたように景気・物価見通しの中間評価を行って、今申し上げた前回の認識に変更はなく、いよいよ適切な政策対応を具体的に検討する時期が来たと認識している。

それでは、私が考えている追加緩和のロジックと具体的な金融政策手段について申し上げる。まず、追加緩和のロジックだが、以下のようなものである。現在みられる企業・家計のマインド改善の動きを持続させ、経済の持ち直しの動きをより確かなものに通じて、デフレ脱却時期の見通しを早めるとともに、成長期待を高めるという観点から、追加緩和を実施する、というものである。足許のV字回復を経て、秋口以降の景気は、緩やかな回復経路を辿るとみているが、その回復のモメンタムに関しては、厳しい雇用・所得環境、円高基調、電力不足、成長期待の停滞といった向かい風によって抑えられ、震災前の景気見通しと比べると、水準の面でも、また勢いの面でも、下振れした経路を辿るとみている。物価見通しに関しても、前半で申し上げたように、エネルギーや食料の消費者物価への波及をより慎重に想定する一方で、基準改定とたばこ税等の要因から年度後半のCPIインフレ率は再びゼロ近傍、もしくはマイナス領域へ戻り、人々のデフレ脱却の見通し、あるいはそれに密接にリンクするゼロ金利解除の見通しが後ずれすることとなり、それはまた、成長期待をさらに抑制

する惧れがあることから、「物価安定を通じた国民経済の健全な発展」の観点から今申し上げた状態は望ましくない状態であると考えている。これらの議論から、追加緩和を行って、経済の持ち直しの動きをより確かなものとし、デフレ脱却時期の見通しを早めるとともに、成長期待を高めて、国民経済の健全な発展に資することが重要かつ意味のあることだ、これが、私が今考えている追加緩和のロジックである。

それでは次に、具体的な追加緩和の手段について申し上げる。追加緩和の手段としては、包括緩和を一段と強化するという観点から、資産買入等の基金の増額を考える。そして、その効果波及経路としては、伝統的な金利経路と投資家のポートフォリオ調整経路の両面から、株価や為替レートを含む様々な資産価格に働きかけ、企業・家計のマインド改善、前向きな支出行動を促すとともに、人々のデフレ脱却時期の見通しを早め、成長期待を高めることができると考える。

この点、先程来、議論になっている金融緩和政策が中長期的な成長期待にどのような効果があるのかだが、この点に付言すると、金融政策が効果を及ぼし得る領域として、設備投資あるいは研究開発投資が考えられる。設備投資は、勿論、需要項目だが、資本ストックに体现されることで、その資本ストックあるいは設備投資は効率的なものでなければならない訳だが、成長に寄与するあるいは成長期待に寄与するというロジックは十分に考えられる。また、研究開発投資に関しても、それ自体需要項目として重要だが、生産性向上に繋がれば、同じく成長及び成長期待に寄与すると考えられる。

以上申し上げたうえで、具体的な資産買入れの中身としては、昨年 10 月の包括緩和開始時の精神に戻って、長期国債・短期国債を中心に構成し、リスク性資産としては現在のスキームで買入れ余地のある社債と E T F を含めることを考えている。この追加緩和策で、資産価格に働きかける効果波及メカニズムは本当に機能するのか、もし機能するのであれば、副作用はないのか、といった点も検討した。まず、効果波及については、決して無視できない一定の効果が期待できると私自身は考えている。この点は、

米国の国債大量購入の効果に関するこれまでの様々な評価——勿論、様々な評価がある訳だが——と日本のかつての量的緩和政策に関して、自分自身が行った実証研究にも基づいて判断したものである。また、副作用についてだが、米国の大量国債購入に対してみられた批判的議論を参考に考えると、資産価格に働きかける政策を実施することで、人為的にあるいは実力以上に、つまり持続的でない資産価格上昇をもたらしたり、あるいは自国通貨安が諸外国に過度な調整負担を負わせたりといった副作用が潜在的に考えられる。この点について、震災後の日本のマーケットの動向や、あるいは未曾有の大震災に対する諸外国からの理解といった状況を考えると、いずれの面でも副作用が深刻化する可能性は限定的ではないかと考えている。

最後に、以上の具体的な検討を経て、残るは、政策発動のタイミングについてである。精査された中間評価の見通しに基づいて政策判断するという考え方は、極く自然なものと考えられるが、一方で、足許景況感が改善している中で、追加緩和に踏み切るということは、タイミングとして本当に最適なのか、より良いタイミングの検討余地はないのか、といった点も考慮すべきかもしれない。その意味では、私の政策判断の大きな論点が、秋口以降の回復のモメンタム、8月の基準改定、そして今後の消費者物価指数の動向、つまり食料・エネルギーへの波及の大きさといった点であり、いずれももう少し、つまりあと1~2か月待つてデータを確認すれば、より正しい判断ができる可能性が高まると言えるかもしれない。つまり、判断する時期を遅らせるメリットがあり、デメリットを上回るのではないかと考えられる。

以上、長々と申し上げたが、以上の検討結果を経て、最終的な政策判断に関しては、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持が適切であると考えている。

最後に、米ドル資金供給オペの期限延長に関しては必要な措置であり、私自身も賛成する。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融環境であるが、月報表現に違和感はない。既に多くの委員が指摘されたとおりであるし、珍しく私としては繰り返す必要はないと思うので、割愛する。また、ドル資金供給オペについても全く皆さんと同じなので、これも同様に賛成させて頂く。

次に、現在望ましいと考える金融政策について、私の考えを述べたいと思う。前回会合では、足許の持ち直しを勘案すると、現時点では基金の増額でマインドに働きかける切迫性はないが、物価の安定がなかなか展望できないリスクなどを考慮すると、長めの金利に働きかける追加緩和の潜在的な必要性は減じていないと述べた。前回から今回までの金融経済情勢の動きをみても、この基本的な見立てを変える変化はないと思っている。付け加えるならば、金融経済情勢のラウンドでみたとおり、足許、実体経済が大きく下振れるテールリスクの方が、若干増加しているように見える。ただ、このようにマインドに働きかける追加緩和ではなく、伝統的な金融政策の延長として長めの金利に働きかけ、金利経由のトランスミッション・メカニズムを通じて経済活動を活性化する緩和という場合は、従来から指摘されているように、効果に即効性はなく、長い可変のラグが伴う。従って、その間のイールドカーブに凝縮される金利の動きを見通し、適切にタイミングを図っていく必要があると考えている。また、物価安定の展望を拓けないリスクについては、8月発表の新基準CPIに対する企業や家計の反応、そして市場等の反応への十分な考慮が必要であると考えている。以上を念頭に入れると、今回は、必ずしも長めの金利に働きかける形の緩和に適切な時期であるとするのには躊躇があって、次回までの金融市場調節方針は、資産買入等を含め、現状維持が適切と考えている。ただ、ここで気を付けなければいけないのは、判断の遅れは効果を減殺する。現在は、今後の内外のリスク要因の顕現化の兆候に細心の注意を払い、日本及び主

要国のイールドカーブの予想の推移や、物価関連のデータ、それに対する企業や家計、そして市場の反応を検討して、適切な対処を考えていく時期になりつつあると考えている。

最後に、一点指摘しておきたいと思う。物価指数の問題である。物価指数として発表されるCPIについて、家計が気にしていないということについては、確かに表面的にはそうみえると思う。ただし、家計は物価指数の元になる物価体系、物価そのものには常に対応して行動しているはずなので、それをアグリゲートしたというか、それを指数として纏めた物価指数には、最終的には家計は非常にセンシティブに反応しているはずである。そうでないと、物価一般が変化しても家計は全く行動を変えないという奇妙な形になってしまう。さらに、物価指数というのは、個々の家計ではなく、家計全体、言い換えれば平均的な家計が購買行動をする時に重要な判断基準とする物価、物価体系を、一つの数字で表そうとするものである。これが、物価指数の基本的な考え方になる。このように物価指数を考える時には、できるだけ家計が感じる物価の状況を家計の財・サービス購買のコストとして表す必要がある。つまり物価が上がったか下がったかというのを、家計が、自分達が享受している現在の効用を、過去の物価体系で実現するためにはどれだけのコストの上昇が起こるか、で示す。これが実は物価指数の基本的な意味である。正確に言うところこれはパーシェ型効用不変物価指数というが、この基本的な意味に対応するような、より望ましい物価指数というのを探していく。そしてそれに対して我々がそれを採用していくということが必要になっていく。この辺のところは物価指数論と言われているものであるが、そういう点から考えると、我々がみていく消費者物価指数——物価安定の理解の基準となる物価指数——として、現在の公式指数である基準年次バスケット 5 年固定型ラスパイレス指数というのは、必ずしも望ましくないという形になる。それは、どうしてかという、購入量バスケットを固定するので、その固定した購入量バスケットに依存して物価を評価してしまうことになる。物価が変わると、当然だが、家計は購入量を変える。つまり、高いものはあまり購入せず安いものを購入し

ようとする。それから、性能が良くて安くなったものに関しては、それを
沢山購入する。例えば、LEDの電球などはまさにそうである。そういう
構造変化というものを上手く捉えるような物価の指数を採用することが、
実は望ましい訳である。そういう意味から考えると——なかなか総務省統
計局は動かないが、それなりに努力をしており——、現在、皆さんご案内
のように、参考指数であるが、ラスパイレスの連鎖指数というのが総務省
統計局より発表されている。この連鎖指数の方が、バスケット固定ではな
くバスケットが変わっていくので、そういう意味で望ましいものにはなっ
ている。ただ、これも問題は当然ある訳で、そのバスケットの取り方が、
変わってはいくのだが、そのバスケットをどういう形で調べるかという調
べ方が比較的固定的であるとか、新商品の問題とか、新しい技術革新が起
こった時、特にリテールマーケットに関して技術革新が起こった時それを
上手く捉えられないというのはある。そういうことはあるのだが、そう
いったものを含めた形でこれから物価指数はどんどん良くなっていく方
向に向かっているので——世界基準も段々こういう形になってきている
ので——、そういうことを含めて、これから真剣に我々は、人々が考える
物価安定の理解とは何か、その基になるものは何かということについて、
もう一度考えていかなければいけないのではないかと考えている。特に、
国民とのコミュニケーションについて、その方向に変化させていくことが
望ましいと思う。差し当たりは、連鎖指数というものを検討の題材にして
いくのだが、もっとより良いものがあれば、そういうものも検討していく
ことが望ましいのではないかと考えている。実際、現在ユーロ圏では既に
C P Iは連鎖指数を使っている。それから、米国は、ラスパイレスの指数
を使っているように見えるが、実は頻繁に基準改定をすることで、かつ2
年のオーバーラップをすることによって、安定した連鎖指数に近い形に
なっている。こういうことから考えると、日本でもそういった形の方向に
向かっていく必要があると思う。総務省統計局の方では、これは人員が大
変だということもあって、なかなか腰が重いのだが、対応が必要な点があ
るということもあり、我々も積極的な働きかけをするということを通じて、

より良い物価の基準というものを作っていく必要があるのではないかと考えている。実際、物価指数に関しては、日本は残念ながら各国に比べると2周位遅れて走っていて、現在、例えば、各国ではビデオ・スキャン・データというか、レジでバーコードを読み取る装置で記録したデータを使った指数を作り始めている。オランダではもう作り始めているし、そういったものを含めると、実は物価指数データということでみれば、実際にどの場所でどういうものがどの価格でどれだけ売れたかというデータを取ることが可能になってきている。このビデオ・スキャン・データというものを含めた技術革新が進んでいて、そういったところでも、日本の物価指数の現状というのはかなり遅れた状況にまだある。こういったことについて、我々も真剣に考えて、そして総務省統計局に対してお願いすると同時に、政府におかれても、やはり一番こういう経済統計の基本になるものについてお考え頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、企業の資金調達環境について、6月短観調査では、金融機関の貸出態度判断は総じて緩和的な状況を示しているとみられる。同じ短観調査で、CPの発行環境判断について「楽である」超幅が縮小しているが、震災でストレスのかかった発行体に限ったことだと思うので、全体の残高及び発行金利の水準からみても何ら問題ないものと思っている。また、社債の発行状況をもみても、発行体の裾野が広がってきているなど、企業の資金調達環境は明らかに改善している。なお、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがみられるが、一つは、震災により売上が落ち込んでいる企業の金繰りの悪化、もう一つは、中小・零細企業の引き続く業績低調と、いわゆる金繰り問題というよりは、実体的な問題である面が強いのではないかと、この問題についてはみている。

以上から、金融政策の運営に当たっては、景気はなお回復過程にあるので、現状の極めて緩和的な環境を維持していくことが必要であると考えている。従って、次回会合までの金融市場調節方針についても、現状維持が適当であると考えている。

最後に、ドルのオペレーションについては、特に結構だと思う。以上である。

白川議長

皆さんから意見陳述があったので、私から自分の見解を交えながら、取り纏めをしたいと思う。まず、ドル資金供給オペレーションだが、皆さん賛成で、私も賛成である。国際金融市場はまだ完全に安定したとは言えない、やはり不安定な要素を抱えていると思う。ギリシャをはじめとする欧州のソブリンリスクの問題もそうであるし、それから、日本の震災後の状況もそうである。そういう中で、ドル資金供給オペという主要国の中央銀行の協調的な枠組みの中で、日本銀行もこれに参加するというのは非常に適切だと思う。今回は、来年の8月1日までの1年の延長で、これも適切だと思う。ドル資金供給オペについて、多少悩ましいのは、もしこれが望ましいのであれば、これを恒常化したら良いのではないかという議論が、議論としてはあり得る訳である。しかし、恒常化することについては、これはこれでまたその副作用もあるということだと思う。振り返って、今回のグローバル金融危機の前の姿をみると、多くの信用リスクを結果として取っていたということも勿論あるが、特に、欧州の金融機関については、期間のミスマッチポジションを非常に拡大して、これが危機の時に爆発したということだと思う。いつでも最終的に中央銀行から資金が調達できるという安心感が過度に広がると、今度は、それ自体が危機を生む温床にもまたなる訳だから、その微妙なバランスの取り方というのがあると思う。ただ、いずれにしても現在の状況では、これを1年延長するというのは、極めて適切だと判断した。

それから、金融政策運営だが、無担保コールレートの誘導目標を現状維

持とするということでも私自身もそういう意見である。それで先行きの金融政策運営に関しては、今回、比較的多くの方がそれぞれの立場で色々な考え方を述べられたと思う。一つ一つの論点については、多少後から若干の論点を取り上げるが、引き続き、こうしたことをこの場でしっかり議論していきたいと思う。当面の金融政策運営方針としては、日本銀行が予て言っていることであるが、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた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という三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくことが重要だと思う。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断する場合には適切な措置を講じていく方針である。これは、予てから言っていることであるが、改めてそういう方針を確認したいと思う。今日のこの情勢の中で、いつも対外的に発信しているこの文言について、改めて強調したいことは、先程、確か中村委員からご発言があったが、日本銀行は実質的なゼロ金利政策を物価安定が展望できるまで続けるということを予てより言っているが、このことの意味が、割合軽く受け取られているという感じもする。こういう政策スタンスであるということ折に触れて言う必要がある。従来から言うてはいるが、理解をしっかりと持ちってもらうことが大事だと思う。それからもう一つは、今回の議論でも、先行きの経済・物価動向について色々な点検を行って、景気については、どちらかと言うと、その下振れリスクを意識するという意見が多かったように思うが、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する場合には、適切な措置を講じていく方針であるというその構えは、いつも言っていることであるが、改めて確認しておきたいと思う。

そういうように申し上げたうえで、多少幾つか論点があったように思う。今日その論点を一つ一つ議論したいという訳ではないが、改めて、その確認的な意味で、どういう論点があったかということである。金融政策運営そのものにかかるものもあるし、金融政策運営に関するコミュニケーションにかかるものもあるが、五つばかり取り上げたいと思う。一つは、どう

いう金融政策運営をするにせよ、日本経済として様々な構造的な問題への取組みが非常に大事である。このことなしには日本経済が本格的な持続的経済成長、持続的な成長軌道に復帰することは難しい訳である。このことは、しっかり情報発信していく必要がある。これはもう震災前からの課題であるが、急速な高齢化、人口減少の問題、あるいはそのもとでの生産性の向上の努力、あるいは財政バランスの改善の努力の課題があるが、構造的な問題への取組みが必要だということは常に言っていく必要がある。これが大事だと思う。第二点目の論点は、このこととも関連するが、様々な構造的な問題がある中で、金融政策で解決できる問題と解決できない問題がある。その中で、中央銀行としてどのような金融政策上の情報発信をしていくのが良いのか、どのように正確に理解してもらいながら情報発信をしていくのか、というような課題、論点である。三つ目は、日本経済の景気、あるいは物価の下振れリスクを強く意識しないといけなような局面になった時に、どのような金融政策があり得るのか、という論点である。四番目は、これも予め意識されていることでもあるが、消費者物価指数に伴う固有の論点である。元々の問題もあるし、それから今度の基準改定の問題もあるが、我々自身、消費者物価指数で物価安定を定義している訳であるから、非常に大事な統計である。それだけにC P Iに関する様々な技術的な問題についても、しっかり取り組んでいく必要があるという論点である。五番目は、全然性格の違う話であるが、前回決定したA B Lの取組みを支援する成長基盤強化支援であるが、A B Lについては、まだ認知度が低い。だからこそ、我々はこういう措置を始めた訳だが、どうすれば、A B Lというものが、もっと普及していくのかについても、日本銀行として、コミュニケーションも含めて色々と努力していく必要があると思っている。以上、取り敢えず、五つ位の論点があったと思う。

それから自分自身が、この数か月間思っていることを一つ申し上げたい。Q E 2をどう評価するかということである。勿論、記者会見の席などでQ E 2についてどう思うかと言う時に、中央銀行の総裁の立場で、他国の政策について具体的に論評することは勿論適切ではないので、具体的にこう

であったとかなかったとか、そういうようなことを対外的に言うつもりも勿論ないが、こういう場で、そもそもQE2の効果と副作用をどのように考えるのかを述べたい。先程、宮尾委員からも、効果と副作用についての整理があった。まず、QE2については、Fed自身が言っているとおり、量の拡大の効果ではなく、あくまでも長期国債の需給バランスに影響を与えることを通じて、経済、金融に対して望ましい影響を及ぼしていくものだということ、これはあくまでもポートフォリオのリバランスを通過して、効果を発揮してくるものだということである。そういう観点からすると、米国で効果を評価する時には、米国の民間部門で、つまり中央銀行以外の部門で、国債の保有バランスが、長期国債が減る方向で変化したのかどうかということが問題になる訳である。勿論、Fed自身は長期国債を買い入れていたので、民間部門の長期国債保有を減らしていく方向で動いている訳だが、しかし、一方で、米国政府による新規国債の発行は、この間むしろ長期国債の方を多く発行している訳である。従って、民間トータルでいうと、この間、相対的には、長期国債保有の方が増えたということである。Fedの政策、それ自体を取り上げてみると、民間の国債の保有バランスが望ましい方向に変化している訳だが、しかし、トータルでみると、むしろ逆方向にバランスが変化している訳である。そういう意味で、そもそもそのリバランスが望ましい方向で、意図した方向で起きたのかどうか、それについても実は疑問があると思っている。私自身は、QE2の効果は長期国債の需給バランスに勿論働きかけはしたが、結果としては、その需給バランスの効果は実現しなくて、むしろ米国の金融政策、そのゼロ金利の継続期間に関する予想を変えたことによって、リバランスをもたらしたのだという理解をしている。つまり、昨年春の段階では、ゼロ金利、金融緩和からのエグジットが比較的早いという見通しが多くて、それに対し、Fedの方が景気の下振れを踏まえて、この金融緩和をもう少し長く継続するのだという情報発信をして、そのこと自体は金利に対して一定の影響を与えたというように思う。これが第一点。つまり、ポートフォリオ・リバランスを意図した訳であるが、恐らく政策の効果の方は、ゼロ金利の継

続期間に関する予想を変えることを通じて、効果を発揮したのではないかというのが第一点である。

二つ目は、いずれにせよ、出発点をリバランスと考えるのか、あるいは時間軸と考えるのか、そこはさて置き、QE2について、その効果があったという立場と、なかったという立場について、それぞれの感じを申し上げたい。まず、QE2を始めるということを、マーケットに情報発信した昨年の特に秋口以降を考えてみると、株価は上昇し、それから長期金利や社債スプレッドに低下圧力が加かった訳である。こうした資産価格の動きは、米国経済の回復を後押しする方向に作用した。その程度をどうみるかは、また議論があるが、定性的に考えると、それは後押しする方向に作用したと思う。効果がなかった、あるいは副作用が大きかったという立場からみた場合には、これによって国際商品市況が急ピッチで上昇を続け、このことがガソリン価格の急騰を経由して、家計の実質購買力の低下をもたらしたということになる。今年に入ってから米国の個人消費の弱さの大きな原因は、このガソリン価格の急騰にあるというのは、ある程度コンセンサスがあると思う。勿論、QE2のみを取り出して、それが国際商品市況上昇の主因であるという見方は、これは適切ではないと思う。しかし、この金融緩和が、コモディティの市況を上げたことの一つの大きな要因であったということも、これは否定できないように思う。それから、もう一つ、金融緩和という点で感じることは、米国の金融緩和と、それから日本、欧州などの他の先進国の金融緩和とは異なる面がやはりあると思う。新興国の比較的多くの先は、実質的なドルペッグを採用しているので、従って、米国の金融政策の運営スタンスの変化は、ストレートに新興国の方にも影響してくる。そのことを通じて、新興国の金融は少なくとも緩和方向に働く訳である。そのことが、国際商品市況に影響を与えていく。これは、欧州あるいは日本の金融緩和にはないルートだと思う。それから、原油をはじめとして、多くの国際商品はドル建てで取引されているので、米国の金融緩和がドル安を招くと、その分ドルベースの価格を引き上げることになりやすい訳である。こうした意味で、その金融緩和が商品市況の上昇をも

たらず効果は、米国の金融緩和政策にかなり固有の部分もある訳である。そのように考えると、米国で最初に効果があったという部分、つまり株価が上がった、あるいは社債スプレッドが下がったという話は、確かにそれはあったと思う。それは、国内的にはプラス要因、しかし一方で、国際商品市況の上昇を通じて、消費を抑えたという効果があった。これは、実は、たまたまそうだったというのではなく、すなわち、独立に効果と副作用があったという訳ではなく、実はコインの裏表だという感じがする。そのうえで、ネットの効果として、それがゼロなのか、若干プラスなのか、マイナスなのか、そこについては、これは先見的には何とも言えなくて、実際のデータをみて、判断していくしかないだろうという感じがしている。QE2の効果は、どのように評価するにしても、いずれにしても今米国でQE2が6月末に終わって、もう一回、QE3の有無を皆が議論しているという状況を見ると、改めてQE2の効果如何という問題よりは、遥かにバランスシート調整という問題の方がやはり大きいのだと改めて感じている。それがQE2についての私の感想である。

若干の意見交換をしたいと思うが、その前に、先程話が出たABLについて、先般発表した後、民間金融機関等からどのような反応が出ているか。もし何かあれば、雨宮理事あるいは山本理事かもしれないが、多少マーケットの感じなどを教えて頂けないか。

雨宮理事

先般のABLを含めた新しい成長基盤強化の仕組みの発表後、私共は、金融機関に説明会を開催し、意見交換を始めている。それと同時に、ご案内のとおり、ABLを題材にした日銀レビュー——一本はABLの基礎的解説、もう一本は中小企業金融全般に関わるレビュー——を刊行し、これについても、要所要所で説明するといったことにトライしている。その間、聞いた色々な声の特徴を何点かご紹介申し上げると、一つは、金融機関からの声である。先程、委員からもご指摘があったが、金融機関では、一部

でA B Lについては 2005 年以来、それなりに取り組んできた部分もあるが、なかなか取組みは進んでいない。そうした中で、確かに法制面の整備はあるのだが、その他のA B Lの評価手法、あるいは評価する業者の成長等も含めて、関連する周りの制度をどうやって時間をかけて育てていくかが大きな課題ということで、是非、これは時間をかけて育てていって頂きたいという声の一つ。もう一つは、先程、スティグマという話があったが、やはり残念ながら日本ではA B Lと言うと、他に優良担保がないので仕様がわからないからこれを使うという意識もあるようで、こういったスティグマを取り払う意味でも、今回の日銀の取組みは歓迎したいという声もあった。ただし、これを取り払うには、相当時間がかかるのではないかという声もあった。いずれにせよ、A B Lについては、まだまだこれからの問題であるし、先程ご紹介があったが、米国でも相当時間をかけて育成したことがあるので、金融機関等や関係省庁も含めて引き続き意見交換を進めながら育てていきたいということである。

それに併せて、もう一つ特徴があるのは、世の中から聞いた声としては、金融機関だけではなく、関連業者、例えば倉庫業界とか、あるいは一種のコンサルタント、その辺からも照会が来た。これは、このA B Lという新しい金融手法を育てるうえでは、当局、金融機関に加えて、関連する業界の協力が必要であるということを物語っているかと思う。その意味では、金融機関だけではなく、関連業界に対しても、一種認知度を高めるというか、協力姿勢が窺われるというのは心強い材料かと思っている。

白川議長

了解した。自由討議に入りたいと思う。

西村副総裁

先程のC P Iの話について、一点と言うか、言うところがあるのだが短く追加したい。日本のC P Iの作り方は、本当に進歩していないと言うところなのだが、これから、大きな問題になってくるのは、皆さんもご存知か

もしれないが、グーグル・プライスというものが体現する変化の今後である。グーグルが実際のところインターネットでやっている物の価格をリアルタイムで取るという話である。それから、先程言ったビデオ・スキャン・データは、リアルタイム・プライス・インデックスという形で、これはオランダとかオーストラリアとか、今はそういう形で広がっている。これらの動きの裏には、簡単に言えば、調査員調査に非常にコストがかかるので、それを減らすということもあって、そういう形の合理化としても考えられている。残念ながら、日本には全くそういう話が伝わって来なくて、先程お話ししたような問題が生じている。これに対しては、私の元の同僚とかが色々やっているプロジェクト——色々問題があるということも確かなのだが——を紹介したい。世の中はそういう方向に向かっている。こうした動きの基本はどういうことかと言うと、リアルタイム、本当にリアルタイムで、人々がどれだけのコストを払って自分達の生活をしているかということを知ると言うことは、為政者というか、それは経済政策にとって極めて重要な役割を持つ訳である。それを、遅滞なく手許に持っているということが、極めて重要になってくる。どんなデータも、日本のデータの場合では、少なくとも1か月半、実際にデータを取る時から考えれば、どんなに早くても2か月位は時間がかかってしまって、そのために分析や政策が遅れてしまう。こういったリアルタイムのものは、実は物価データ以外の他のところにも色々出てきているはずなので、こういったものも含めて、コストをかけずに正しい経済の状況を把握するということが極めて重要である。そうすると、同時に生活感覚に近くなる。簡単に言えば、スーパーマーケットで実際に払っているものを取る訳なので、これは生活感覚そのものである。こういったものを反映できるような形にしていかなければいけないし、我々もそういう方向に持っていかなければいけないと思う。ラスパイレス連鎖にするかどうかというのは、非常にテクニカルなことだとお考えかもしれないが、いざ全体の流れからすれば、このことはできるだけ早く正しいデータを、我々が経済政策で使っていかなければいけないということを端的に表し、そしてこの問題が、今、我々に問われているの

である。

亀崎委員

生活感覚をより反映するということをおっしゃった。それは、例えば、非常に先程から気になっているパソコンとかデジタル家電品は、容量が増えたら、値段は同じでも下がったことになる。我々は、それだけフルに機能を使い切っていない。従って、考えてみると、そのようなものはほとんど変わらない。極く一部の方は別だろうが。そういう、機能が高くなって、価格が同じだったら、物価指数の値を下げるというヘドニック法とかいう、こういうものが生活感覚を反映すると言うなら、そのような方法に基づく値を是非公表して頂きたいと思う。

西村副総裁

今おっしゃった機能を使い切っていないという問題である。これはヘドニック法に関する有名な「チョコレート問題」である。「チョコレート問題」とは、どういうことかという、チョコレートをどんどん作って、どんどんチョコレートの生産コストが下がっていくと、大きいのを作った方が安くなる。そうすると、小さいのを作らなくなる。そうすると、確かに安く買ってきて、前のものと比べると、例えば、価格は1/2になっているのだが、実は食べられなくて半分捨ててしまっている。この時、価格は本当に1/2になったと言えるのか、という問題である。そういう問題が実はここにある訳である。それは、理論的にもいわゆる可分性に関する問題として大きな問題である。ただ、ヘドニックなアプローチの裏にある基本的な考え方は、やはり人々の効用水準——人々の満足度水準——に合わせたコストをどれだけ払っているかということを知ることであり、これは大事なのである。今の亀崎委員のPCの話に関しては、実は一つ大きな問題——日本と米国で大きな問題——がある。同じPCはどこで作っていても大体同じだと思うが、PCに関する価格は、米国はこの10年、大体年率7~8%位で下がっている。日本は年率33%下がっている。

簡単に言えば、何かが、どちらかがおかしいという話になる。ただ、現時点ではウエイトは小さくなっているので従来ほど問題ではないが。このようにヘドニック、あるいはそれと類似の手法の評価をする時に、日米の差は結構出る。これをどう評価するか、国際比較をする時には、凄く大きな問題になる。こういった指数に基づいて、金融政策は国際比較されるので、我々にも直接影響が絡んでくる訳である。こういったものについても、やはりかなり真剣に考えなければいけないし、特に総務省統計局に、あのヘドニックで本当に良いのかどうかをきちんと考えて頂かないと、色々な意味で、変な歪みが生じる可能性がある。同じようなことが、実は、CPIをこういう基準とするか、それとも連鎖でするかということについては、日本では直接、あまり今は問題になっていないが、例えば、米国で今回財政のバジェットのディールをやる時、これがかなり本質的な問題になっている。連鎖に近付けると、実は、政府支出が減るのである。インデックスする時の政府支出が減るので、こういった問題が関わってくる。このように、実は、我々が気が付かないところで、色々なところで、こういう指数とか、そういう経済統計は、我々のまさに実感に絡んでくる問題なので、これについてはいつも気を付けて考えなければいけない。我々も、テクニカルなことだからあまり考えなくても良いということではない。我々も、個人として考えなければいけないということになっている。非常にテクニカルだが、実は、かなり本質的な問題であるということを知って頂ければと思う。

山口副総裁

宮尾委員に伺いたい。先程、金融政策について、非常に踏み込んだ発言をされていたが、そう遠くない将来、追加緩和を提案されることを予告されたということなのか。それとも、状況変化に応じては、追加緩和をしないということもあり得べしということ、頭に置いてのご発言だったのかどうかは一点である。もう一つは、こうした形で金融政策の先行きを非常に具体的に語られることの意味を、どのように考えられたのか。その辺り

を少し教えて頂きたい。

宮尾委員

まず、一点目である。今回、判断をある種先送りというか先延ばしにしたのは、おっしゃるとおり、今よりも判断を先に延ばしてデータを確認した方が、より正しい判断ができる可能性が高いと考えたからである。それは言い換えると、状況によっては追加緩和をする必要がなくなるということも十分あり得るということである。私は今回、本当にこの間検討をずっと続けてきたので、最後の最後のそのタイミングという点で、再考の余地が残っているのではないかとということで提案には至らなかったが、勿論、必要性は十分感じている。提案は、しかし、やはり非常に重大な決断、あるいは意思決定であるので、できるだけ判断を間違わないように、それは言い換えると、私が間違っている可能性があるということなので、よりデータを真剣にみて、その時に改めて判断しようということである。

二点目のこれだけ具体的なことを申し上げた意味についてであるが、私自身は他の皆さんと若干意見が景気・物価見通しについて違うということとは勿論理解したうえで、真剣に我が国の金融政策運営のより良い議論が深まるようにという、そういう意識で自分なりに何が最も適切な政策判断であり、あるいは具体的な政策手段なのかということを考えてきた。今回、少し踏み込んで私の検討結果を申し上げたのは、勿論、皆さんにこれを採用して欲しいということではなく、もし今後の具体的な政策手段なり追加緩和の議論になった場合に、私がこの間考えたことを一つの叩き台というか、材料にして頂いて、考えて頂ければ非常に嬉しい。従って、勿論、私自身の現時点での最適な政策手段はこれだということを申し上げたが、それでなければいけないとか、他に余地がないということではない。今後のより良い議論の、一つの材料になればと、そういう意味である。

白井委員

それに関連して、宮尾委員のご意見をもっとよく知りたいので、二つ質

問がある。私が間違っているかもしれないので、教えて頂きたい。宮尾委員は、以前から——今回もそうであるが——、これから回復していくと。そうではあるが、震災前と比べ下振れした経路を辿るというように今までもおっしゃって、今もおっしゃった。私の考えでは、震災前とどうのと言うよりも、全く予知しない新しいタイプの危機が起きたので、震災前に対してそれが回復経路に復するか復さないかというよりも、重要なのは、私達が今みているこの中心シナリオがきちんと予想どおりに行くかがポイントだと思う。震災前とどうのと言うところを比較するのは、ちょっと理解がしにくい。もう一点は、米国のQE2である。宮尾委員のご研究によると、効果があったということで、そうおっしゃったか分からないが…。

宮尾委員

申し上げたのは日本の量的緩和についてである。

白井委員

日本のであるか。米国はそうでもない。

宮尾委員

米国に関しては、自分の研究ということではなく、他の色々な方の議論である。

白井委員

いずれにしても、色々な意見がある中で、日本を襲った今回の危機は、日本のQEの時代の金融システムが非常に毀損した時の危機でもなく、今回の米国のバランスシートの問題の危機でもない訳である。その時に行われた量的緩和と、今こういう非常に未曾有の電力供給制約の問題とか震災問題で起きた危機の時の政策効果を比較するのはどうなのかなと思う。全く違うタイプの危機でもある訳なので、少しそこが前のところであったから、今回、同じ論理を当てはめることに違和感があるので、その辺のご意

見を伺いたい。

宮尾委員

まず、第一点目である。政策判断については、私は震災前から景気判断、景気・物価見通しを持っていて、それとの対比で下振れたことで、政策判断を考えて良いのではないかという意見で、ずっとこの間議論をしてきた。そうではないというご議論があつて当然だと思うし、もしかしたら、私が間違っているのかもしれない。それは、どういうことかと言うと、震災前の景気・物価見通しのパスが、ある種持続的成長経路に復していく、ある種望ましい——本当に望ましいかどうかは別にして我々がベンチマークとしていた——ものなので、それとの対比で下振れたということは、政策の必要性の一つの論拠になるのではないかというのが私の考えである。これは、そうではないという議論があつても、全然良いのではないかと思うが。

二つ目のご質問の点は、非常に重要なところである。米国のQE2の効果、日本のかつての量的緩和の効果、それらが仮にあったとしても、現在の日本経済の状況に当てはまるのかどうかは、慎重に議論しなければいけないというのは、おっしゃるとおりだと思う。そこは、もし私の意見表明が少し誤解を招いたのであれば、しっかり明確にしないとイケない。過去の実証研究を踏まえたうえで、そこからどういうメッセージを受け取るべきなのか。当然、そこから得られる教訓、あるいは参考にできる実証結果は、あるかもしれないし、ないかもしれないが、私の中ではそれはあると考えている。いずれにしても、どの部分を現在の日本経済の現状に当てはめ得るのかということについて、慎重に議論していかなければいけないということは、そのとおりだと思う。

西村副総裁

白井委員に逆にお聞きしたい。白井委員は三点おっしゃった。その三点は、どのように考えるのか。この三つの点に関して、これ以外は考えない

ということではないとは思いますが……。

白井委員

それ以外というと、例えば……。

西村副総裁

これ以外に、例えば、物価を大幅下方修正とか、そういった点である。それから、金融システムの機能低下、金融システムの機能向上については、これは金融政策なのか、私にはちょっと分からないところがあるが。それはコンディショナリティーになっているのか、それとも……。

白井委員

第一の状況は、その中心シナリオが大きく修正される場合で、例えばということで、先行きあるいは海外経済が予想以上に下振れるということなので、勿論、他の要因も考えられると思う。三つ目のところは、私も申し上げたとおり、第一と第二の趣旨とはやや異なるがということで、成長基盤でもやっているABLみたいなもの、つまり新しいタイプの企業金融というものを、副作用もあるが、今後にも必要に応じて検討していく必要があるのではないかとということをお願いした。

西村副総裁

その時、一、二、三というのは、コンディショナリティーではなく、いわば見方ということか。

白井委員

主として、次に三つの状況みたいなものが生じるか、生じる兆しが確認された時に、検討の余地があるのではないかと。

西村副総裁

ということは、コンディショナリティーということか。

白井委員

コンディショナリティーというか、どういう状況で、例えば包括的、どういう時に、例えば金融緩和、どういう時に、例えば新しいタイプの企業金融を支援するか、そういうものをどういう状況で考えたら良いかということである。コンディショナリティーというほど強いものではない。私自身の考えとしては、こういう状況の時に検討の余地があるのではないかと考えたまでである。

西村副総裁

検討の余地があるかということで、まだ……。

白井委員

コンディショナリティーという訳ではない。そこまで強くはない。勿論、他の要素も入ってくると思う。

西村副総裁

それから、見通しの考え方である。見通しの考え方の中には、最適政策をやるかやらないか、それとも現状固定してやるかどうか、この二つの違いがある。白井委員は、どちらの方であるか。要するに、現在の政策を固定して見通しを立てているのか、それともその時その時に、ある意味では、自分の予想に合わせた政策をある程度考えながら予想を立てて、つまり最適政策のもとで考えているのか、どちらか。

白井委員

少し質問の意味を確認したい。おっしゃっているのは、今、三つの措置を通して、日本銀行がやっている……。

西村副総裁

私がお聞きしているのはそういう話ではない。見通しを作る時に、現在の政策を変化させないとした形で見通しを作るのか、それとも将来に亘って、自分が望ましいと思われる政策をするということを前提として見通しを作るのか、である。この二つは凄く大きな違いがある。これは、結構難しい問題で、最初、見通しを作る時に大きな問題になった。それについては、結論は出ていないが、少しお聞きしたいと思っている。

白井委員

少し質問の意味がはっきり理解できなかったかもしれない。私としては、私自身の中心シナリオというのがあって、それは先程申し上げたように、展望レポートと大きなずれはない。今、私が注目しているのは、そのシナリオが大きくずれるのかということが一番気にしている。それが、例えば、修正がある場合、リスクが高まった場合に、必要な措置について検討の余地があるのではないかと申し上げている。

西村副総裁

分かった。

白井委員

適切な政策かどうかというのは、その時に必要が生じた時に、色々なセカンドベスト、副作用、効果もあると思うので、その中で検討していくことだと思う。今の段階で何が適切かということは考えていない。

西村副総裁

分かった。

白川議長

他にご意見はないか。非常に難しい経済情勢であるので、我々自身の金融政策も、それから対外的なコミュニケーションも大変難しい訳である。自分自身が感じることは、日本銀行として基本的なメッセージを、正確に世の中に伝えていく努力が大事である。そのうえで、内部で色々な議論をしていくということで、これからも臨んでいきたいと思う。

もし、追加的なご意見がないようであれば、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初は、財務省の櫻井副大臣お願いする。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、このところ上向きの動きがみられるが、東日本大震災の影響により依然として厳しい状況にある。また、電力供給の制約や原子力災害、原油高の影響に加え、為替レートの変動や海外経済の回復がさらに緩やかになること等により、景気が下振れするリスクには引き続き注意が必要である。

政府としては、7月5日、平成23年度第2次補正予算の概算を閣議決定した。本補正予算では、直近の復旧状況等を踏まえ、原子力損害賠償法等関係経費、被災者支援関係経費等、当面の復旧対策に万全を期すための経費を計上している。また、財源については追加の国債を発行せず、平成22年度決算剰余金で賄うこととしている。今後、7月中のできるだけ早い時期の提出を目指し作業を進めていく。本補正予算の速やかな成立を図り、震災からの復旧・復興に取り組んでいく。

また、今日の会合の中でもご発言があったが、政府・与党社会保障改革検討本部において、6月30日に「社会保障・税一体改革の成案」が取り纏められた。少子高齢化が急速に進展する中、社会保障と税の一体改革は国民の安心を確保するために不可欠であり、また待ったなしの課題である。今後は、この成案に基づきさらに検討を進め、その具体化を図ることとされており、税制抜本改革についても成案において示された改革の方向性に沿って、平成23年度中に必要な法制上の措置を講ずるべくその具体化を

図っていく。税制抜本改革を通じて、社会保障改革の安定財源確保とともに、財政再建を同時に達成することは、内外の市場の信認の維持等の観点からも極めて重要であると考えている。

政府としては、6月24日、東日本大震災復興対策本部を立ち上げ、東日本大震災復興構想会議から頂いた提言も踏まえ、本格復興に向けた施策の具体化について検討を進めており、引き続き中断なく迅速に復旧から復興へと取り組んでいく。

日本銀行におかれても、今後とも震災が経済や市場に与える影響や、復興の状況、海外経済の動向等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。

最後に、本日提案された米ドル資金供給オペの延長は、各国の中央銀行が協調して金融の安定化に向けて取り組まれる措置の一環をなすものであり、政府としても日本銀行の対応を評価したいと考えている。以上である。

白川議長

福山内閣官房副長官お願いします。

福山内閣官房副長官

我が国の景気は、東日本大震災の影響により弱い動きに陥ったが、サプライチェーンの着実な復旧や消費者マインドの持ち直しなど、このところ上向きの動きがみられる。先行きについては、生産活動の回復に伴い、海外経済の緩やかな回復等を背景に、景気が持ち直していくことが期待されるが、原子力災害の影響に加え、海外経済の回復がさらに緩やかになること等により、景気が下振れするリスクが存在することには十分留意が必要と考える。

物価については、コアCPI上昇率は、エネルギー価格の上昇等を背景に2か月連続のプラスとなっている。ただし、来月のCPI基準改定により、下方修正の可能性があることには留意が必要である。また、エネルギー

価格やその他特殊要因を除いた物価の基調については下落が続いているなど、我が国経済は依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、電力供給体制の課題やエネルギー価格等の高騰によるコスト上昇圧力が実体経済に与える影響については、十分注意していく必要がある。

政府としては、我が国経済の震災からの早期立ち直りのため、今月 5 日に閣議決定した第 2 次補正予算を速やかに国会に提出し、その早期成立に努めていく。また、先月 22 日に改正金融機能強化法等が成立したところであり、被災地域の金融機能の維持・強化等に取り組んでいく。さらに、被災地の本格的な復興支援のため、復興の基本方針を 7 月中に取り纏めるとともに、「政策推進指針」に基づき、新たな成長を実現する取組みを強化し、日本経済の潜在的な成長力の回復に努めていく。社会保障・税一体改革については、先月 30 日に政府・与党としての成案を決定したところであり、今後その具体化を図っていく。

本日、展望レポートの中間評価がご議論されたが、日本銀行と政府の経済の見方は概ね共有されていると考える。日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を金融面から支えるため、引き続き被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施するとともに、デフレからの脱却を実現するため、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするようお願い申し上げます。

なお、ご懸念のあった電力の制約要因については、政府としても今状況をしっかりと把握をして、国民の皆さんに説明をするべく努力をしていきたいと思っているので、よろしくお願ひしたいと思う。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取り纏めを行いたいと思う。まず、委員方には、成長率と物価の見通し及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸をつけて封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通し及び分布を回収]

門間企画局長

変更がある。少し議案の修正をするので、お時間を頂戴する。

今、議案の方は正式に準備しているが、変わった点を予め一か所だけ申し上げておきたいと思う。2011年度の実質GDP成長率の大勢見通しである。朝方の段階では、レンジが+0.3～+0.6%と申し上げていたが、これが+0.2～+0.6%というように下限が変わる。そこの一か所を今訂正中であるが、もうすぐできると思うので、今暫くお待ち頂きたい。

白川議長

それでは、議案の採決に移りたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案及び見通し計数等を含めた対外公表文の議案を用意して頂きたい。

『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件の議案の内容は、先程、執行部から説明したとおりである。ではお願いする。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

二通りの紙がある。まず最初に、一枚紙の方からである。議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること」。これは以上である。

対外公表文である。「2011年7月12日。日本銀行。当面の金融政策運営について」。1. は、今申し上げた調節方針である。「2. わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している。すなわち、震災

後に大きく落ち込んだ生産活動は、供給面の制約が和らぐ中で、このところ持ち直しの動きが明確になっている。このため、輸出は増加に転じている。国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとの、持ち直しつつある。この間、金融環境をみると、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスで推移している」ということである。前月からの変化点を申し上げる。最初の文章、前月は「生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている」ということであった。今月は「下押し圧力」という言葉を取り、代わりに「供給面の制約が和らぐ」、それから前月は「持ち直しの動きもみられている」だったが、今月は「持ち直している」ということで、判断を一步進めている。2行目から5行目にかけて、生産活動、輸出、国内民間需要とあるが、前月はこれを纏めて、「持ち直しの動きもみられている」となっていたが、これを今月はそれぞれ「持ち直しの動きが明確になっている」、「増加に転じている」、「持ち直しつつある」ということで、それぞれ一步進めている。金融環境のところは、「ものの」の前後を逆にしていて、今月は「総じて緩和の動きが続いている」を結論にしている。物価については、前月は「小幅のプラスとなっている」だったが、2か月連続でプラスになっているので、今月は「小幅のプラスで推移している」として、時間の経過が入っている。

3. である。「先行きのわが国経済は、供給面の制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移するとみられる」。(注2)があって、「本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い」ということである。本文に戻って、「以上を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる」ということである。このパラグラフの前月からの変化は、一

点だけである。一行目、「先行きのわが国経済は」の後に、前月は「当面、生産面を中心に下押し圧力が残るとみられる」と入っていたが、それを今月は削除している。

4. は、今月は中間評価なので新しいパラグラフである。「4月の『展望レポート』で示した見通しと比べると、2011年度の成長率については、震災直後の落ち込みが大きかったことが影響して、幾分下振れるとみられる。もっとも、わが国経済は、本年度後半には緩やかな回復経路に復していくとみられ、2012年度の成長率については概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移すると予想される」ということである。

5. である。「景気のリスク要因をみると、サプライチェーンに関する懸念は減じているが、震災の家計マインド等を通じる影響については、なお注意する必要がある。また、やや長い目でみた電力の供給制約については不確実性が幾分増している。海外経済については、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国については、物価安定と成長の両立に関する不確実性が大きい。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。前月からの変化であるが、景気のリスク要因の最初のところである。前月は、「震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい」と一言で纏めていたが、その後、その中身によって懸念が減じているもの、なお注意を要するもの、それから不確実性が幾分増しているものと分かれてきたので、今月は書き分けている。海外経済については、米国と欧州は同じである。新興国・資源国について、前月は、「このところ減速の兆しもみられるが、依然として上振れの可能性にも注意が必要である」と書いてあって、景気が上振れば物価も上振れるというような書き方であった。これを今月は、どちらかと言うと、景気が減速しても物価がなかなか下がってこない可能性がある

というリスクもあるので、「両立に関する不確実性が大きい」と変更している。あと、前月書いていたことで二点ほど今回削除している。一点目は、国際商品市況上昇のことについてである。足許、落ち着いてきているので、ここは削除している。二点目は、前月は、「以上様々な要因はあるが、当面は、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識する必要がある」と書いていたが、当面の下振れリスク、すなわちサプライチェーンを中心とするリスクについては、足許後退しているので、今月はそこを削除している。

6.最後のパラグラフである。「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ために、包括的な金融緩和政策を通じた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という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、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には、適切な措置を講じていく方針である」ということで、前月からの変化は一点だけ、「今後とも」の後であるが、前月はここに「震災の影響を始め」と書いていたが、今月は、そこは供給面からむしろ需要面も含めた多様なリスクに対して措置を講じていくという判断に変わってきているので、今回は震災を特筆するところをカットしている。そのうえで、先程申し上げたように、(参考1)の上の表であるが、ご覧のように、大勢見通しの2011年度の実質GDP成長率のレンジが+0.2~+0.6%へと変更になっている。これが朝からの変化点である。説明は、以上である。

白川議長

ご質問あるいはご意見はあるか。

森本委員

宜しいか。小さなところなのだが、6.の下から2行目の「今後とも」の後に「震災の影響を始め」という部分をカットされた。持ち直しなど全体の首尾一貫性からすると、カットされる意味合いはよく分かるが、これか

ら震災の復興が本格化してくる状況であるとか、5.のところにも「震災の家計マインド等を通じる影響については、なお注意する必要がある」とか、電力供給の不確実性も震災に起因する状況だと思う。世の中からの受止めというか、非常に克明に読む人がいるので、日銀は震災の影響にやはり細かく配意した金融政策を続けきているというために、そのところはまだ外さない方が、私は良いのではないかという気がしている。特に強く拘るところではないが、受止めという意味で、少し気になったので申し上げた。

白川議長

今の点に関して、何かあるか。

西村副総裁

その点に関しては、後の方で「下振れ」を取ってしまったのだが、両者とも、できれば——毎度、白川議長にお願いして申し訳ないが——記者会見である程度明確に言って頂く形で良いのではないかと考えている。5.をよく読むと、皆さんが下振れ方向を心配されていることは読めるのだが、下振れ方向というのが消えてしまうと、あたかも日本銀行は下振れをもう考えていないのかと思われてしまう惧れが——震災に関してもそういう惧れがある。ただ、それは、ここで書き続けるということも問題があるので……。

森本委員

それは確かに、いつかというところはあるのだが。

西村副総裁

そういう形でお願いするのが、私は良いのではないかと考えている。

山口副総裁

森本委員のおっしゃったのは、この6.の最後の2行のところ、

とも、震災の影響を含め、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には、」との修文ではどうかというご提案なのか。

森本委員

前月どおりで、まだ今月は…。

山口副総裁

前月どおりというのは、「震災の影響を中心に、下振れリスク」というのが前月どおりであるが、そうした方が良くということか。

森本委員

この表現は、「震災の影響を始め」という、そこまでの表現にとどまっていたはずだが。

門間企画局長

もう一度申し上げると、今、森本委員がおっしゃったように、6.については「今後とも」の後に「震災の影響を始め」と前月入っていた。リスクについては、5.のリスク要因のパラグラフで、「物価面では」の前に、前月は、「以上様々な要因はあるが、当面は、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識する必要がある」という一文が入っていた。西村副総裁は、多分、前者の方を若干意識しておっしゃったと思うが、森本委員は、6.のところで一言加えてはどうかというご意見だと思う。

山口副総裁

了解した。

森本委員

強く拘るものではないが、非常に克明に読まれる方がいる影響からする

と、まだ今月は残しておいても良いのではないかと思います。では、いつなら良いのかと言われても難しいが。

石田委員

森本委員のご意見に同感である。

西村副総裁

分かった。

中村委員

それで結構だと思う。

白川議長

特に、ご異存がないようであれば、「今後とも」の後に「震災の影響を始め」を復活というか、前月と同じということで宜しいか。私自身は、特に拘るものではない。先程、門間企画局長から説明があったように、震災の影響は、多少不確実性が減ったものと、なお注意を要するもの、それからより中長期の重苦しい問題と、多少分かれてきている。そういうことも全部ひっくるめて言うと、中長期の電力の話は、確かに震災に起因はしているが、今やそれ自身は震災とは別の問題になってきているという感じもする。ただ、一方で、どういう受止め方があるかと考えた場合に、皆様のご意見に私自身も従うということで、「今後とも、震災の影響を始め」という形にしたいと思う。

他にご意見はないか。

それでは、議長提案の最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件、最後に、対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

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して頂きたい。

次に、「『米ドル資金供給オペレーション基本要領』等の一部改正に関する件」の採決を行う。

[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

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

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

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、執行部から対外公表することとする。事務局は、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

中村審議委員
亀崎審議委員
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員

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。

VII. 議事要旨（6月13、14日開催分）の承認

白川議長

最後に、6月13、14日に開催された決定会合の議事要旨について、お諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば議事要旨の採決をお願いする。

[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

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

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 15 日金曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で、本日の議案を終了した。次回は、8 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、厳正な機密管理をお願いする。

それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。報道解禁予定時刻は13時20分である。

白川議長

解禁時刻が13時20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。

(13時15分閉会)

以 上