

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年9月6日（14:00～16:49）

9月7日（9:00～12:16）

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（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（6日）
	藤田幸久	財務副大臣（7日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（6日）
	石田勝之	内閣府副大臣（7日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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	橋 朋廣
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	浜野邦彦

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者のご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に8月4日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは、佐藤慎一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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

それでは、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】と書いてある資料を使ってご説明する。まず、図表1－1、金融調節の実績の推移である。前回会合以降、無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利は、0.080%前後で安定的に推移した。そのすぐ右のカラムだが、当座預金残高の動きである。8

月前半には 8 日における為替介入資金の流入、それから 15 日の年金支払い等の大きな資金余剰要因があったほか、欧州債務問題や米国国債格下げを巡る緊張が高まる中で、本行による資金供給が一段と潤沢に行われたことから、当座預金残高は月央にかけて 32 兆～33 兆円台と高めで推移した。その後は、20 年債発行など財政の揚げが続くもとの、当預残高は緩やかに減少した。足許では、27 兆～28 兆円台になっている。先行きについては、9 月下旬における国債の大量償還までは、財政資金が引き続き揚げ超で推移するので、基本的には当預残高が増加しにくい状況が続くものと見込まれる。

図表 1-5 に、最近のオペ結果を纏めている。まず、中段の基金による固定金利オペの結果をみると、会合間にオファーした 6 か月物については、応札倍率が全て 1 倍台にとどまったほか、3 か月物についても、足許では、1 倍台が続くようになっている。本行による一段と潤沢な資金供給によって、市場参加者が先行きの資金調達につき安心感を強めたことに加えて、短期金利がなお低下する可能性が意識されたこともあって、長めの資金調達を行うインセンティブが低下していることが背景となっている模様である。こうしたことから、1 週間、1 か月というタームの短い金利入札オペについては、札割れとならない入札が散見されるようになった。応札が強めとなる背景だが、市場参加者が長めの調達を避けるようにしているほか、固定金利オペへの応札を促す必要から、短期金利の上昇に繋がらない範囲で、金利入札オペの頻度を幾分少なめに運営したことが背景となっている。もっとも、市場の需要を十分に満たす資金供給が行われていることに変わりはなく、応札レートは全て 0.10%となっている。

基金による資産買入れの状況である。まず、国庫短期証券であるが、前回会合で残高目標が 3 兆円から 4.5 兆円へと増額されたことを踏まえて、毎回の買入額を 1,500 億円から 2,000 億円に増加させている。8 月会合前には市場実勢の 0.11%でオファーを行ったが、タイトな需給を反映して落札決定レートは下限利回りである 0.10%まで低下した。その後、短国の市場レートは需給の逼迫から一段と低下しており、今後の買入れに当たって

は、市場参加者の応札姿勢が後退していないか慎重に見極める必要がある。そのすぐ下の国債買入は、前回会合で残高目標が2兆円から4兆円に引き上げられたことを踏まえて、1回の買入額を1,000億円から1,500億円に増額したうえで2回実施した。残存2年物を中心に買い入れているが、オペ先の応札意欲は旺盛で、落札レートもおよそ0.13%と概ね2年物金利の市場実勢並みとなった。月1回のペースで実施している社債等買入については、本日、1,500億円のオファーを行っている。CP等買入は、この間に2回実施している。応札は順調で、倍率はいずれも2倍を超えている。落札レートも横這いからやや弱含みで、直近は0.106%となっている。この間、ETFについては、前回会合後7回、計1,696億円、J-REITについては5回、計132億円を買い入れた。買入残高はそれぞれ5,114億円、391億円と、目標残高のおよそ1/3となっている。米ドル資金供給オペであるが、1週間物を週1回、3か月物を月1回のペースでオファーしているが、応札は引き続きゼロだった。米国国債格下げの直後には、市場での為替スワップを通じた調達コストが一時的に大きく上昇した。その際は約1.1%と、このオペの適用金利が市場金利の上限を画する機能を発揮し、このオペが存在することの意義が確認される形となった。

図表2-1、短期金利の推移である。短期市場では、資金余剰感の強い状態が続いている。レポ金利は、0.105%近傍の狭いレンジで推移している。0.11%といった水準では、都銀、証券会社や、多額の超過準備を抱える系統による積極的な資金放出がみられる。短国レートであるが、ご覧のとおり、低下余地が残っていた1年物がさらに低下し、全ゾーンが0.100%となった。海外投資家の強い需要を背景に、証券会社が積極的に短国を買い入れているほか、一部大手銀行が日銀当座預金の積み上がりを嫌って短国保有を増やしていることもあって、短国レートには低下圧力がかかっている。実際、直近の3か月物や6か月物の新規発行においては、平均落札レートが0.09%となった。なお、国債の残存2年物の利回りも前回会合の頃からさらに1~2bp低下し、0.12~0.14%となっている。

図表2-3、CP3か月物の発行レートは、概ね横這いで推移している。

対短国スプレッドは非常に薄い状態が続いていて、市場では、ここから先のスプレッド縮小は見込みがたいとの見方が大勢となっている。なお、電力銘柄の発行レートは、その他に比べ、引き続きやや高めとなっているが、最近では、金融機関による資金繰り支援姿勢が明確になる中で、電力CP増発への警戒感が和らいでいることから、幾分低下している。

図表 2-4、図表 2-5、米ドル調達市場の状況をご覧頂きたい。まず、図表 2-5 (1) をご覧頂きたい。ターム物レートの推移である。米国MMFなど、無担保ドル資金の出し手が欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクを警戒する中で、ドルLIBORはじわじわと上昇しており、レート水準は3か月物で0.3%強、6か月物で0.5%弱となっている。次に、図表 2-4 (1) のLIBOR-OISスプレッドである。ドルのスプレッドが、ユーロに比べれば小さいものの、拡大している様子が見てとれる。図表 2-5 (2) は為替スワップによるドル調達コストである。①が円投であるが、欧州債務問題や米国国債格下げ、また、8月上旬の為替介入に応じた金融機関がドルのショート・ポジションを円投でカバーする動きがみられたことなどから、円投ドル転コストは一旦大きく上昇し、1週間物はドル供給オペの金利に達した。もっとも、その後は、短い物を中心に大幅に低下している。この間に、一部邦銀の格付けが引き下げられたが、これまで邦銀では保守的な資金繰り運営を行ってきたほか、引き続きCD発行による無担保調達やレポによる資金調達も可能となっており、邦銀のドル調達に特段の問題はみられていない。なお、ユーロ投ドル転市場については、なお調達プレミアムが高止まりしている。ECBから調達したユーロを為替スワップでドルに転換している欧州系の金融機関にとって、仕上がりのドル調達コストは、ドルオペの適用金利に近接する水準まで上昇している。8月後半には、ECBのドルオペ1週間物で久方ぶりに少額の応札があった。その後、再び応札ゼロの状態に戻っているが、市場参加者の間ではドルオペの利用に対するスティグマが強く意識されている模様である。

図表 2-7、長期金利の推移である。右下のグラフの細かい実線が10年物

米国国債の流通利回りであるが、景気減速懸念に8月5日の米国ソブリン格付け引き下げが加わり、株価が下落する中で、国債への逃避が生じたほか、連銀が8月のFOMCで時間軸の強化に動いたこと、今月入り後は雇用統計が予想比大幅に悪かったこともあって、2%という既往ボトム圏へと大きく低下している。この間、ブレイク・イーブンでみた期待インフレ率はほぼ横這いで、実質金利がゼロ近傍という形になっていることから、足許の長期金利はアンダーシュートしているとの声も聞かれる。一方、太線で示した10年物日本国債の金利は、引き続き1%程度で推移している。前回会合以降、米国の長期金利低下や日本の株価下落など、長期金利の低下材料があった一方で、第3次補正予算による復興需要の顕現化が見通されているほか、株価が下落する中で、市場では長期債を売って益出しを行い、中短期国債に入れ替える動きがみられるなど、長期金利には上昇材料もあった。このため、長期金利はほぼ横這い、そうした中で、5年債については0.3%割れ、2年債については0.13%割れとなる場面がみられた。なお、先月24日にムーディーズ社が日本国債の格下げを行ったが、市場の反応は限定的だった。

図表2-10、国内社債流通利回りの対国債スプレッドである。ほぼ横這いにみえるが、電力債の起債が止まっていることもあって、図表2-11にあるように、社債のスプレッドは極く緩やかに縮小している。ただし、東電債については、支援機構法の成立により債務超過や格下げのリスクは低下したとみられているものの、スプレッドはまだ低下していない。理由として、支援機構からの資金交付が始まるとみられている10月下旬頃までは、投資家が購入に慎重との声が聞かれる。なお、サムライ債の市場では、欧米金融機関の銘柄に限ってスプレッドが幾分拡大している。図表2-10の(2)、(3)にみられるように、欧米の社債市場ではセンチメントの悪化、スプレッドの拡大が観察されるが、このうちの金融機関分が、我が国のサムライ債市場に影響を及ぼしている形である。この間、社債の発行環境も良好な地合いを保っており、引き続きBBB格企業の起債もみられている。また、先週には、AA-格のREITで、震災後初めてとなる起債案件が

あった。

図表 2-13、欧米と日本の CDS プレミアムだが、金融セクターを中心に前回会合後やや大きめに拡大し、その後若干縮小する展開となった。欧州の金融機関については、周縁国銘柄でプレミアムの拡大基調が続いているほか、欧州債務問題への警戒感が高止まる中で、これまで相対的に安定していた独仏の銀行についても、プレミアムの拡大がみられている。一方、米国については、先月上旬に一部大手銀行が住宅ローン関連で訴訟を受けたことと、これが金融システム全体の不透明感の高まりと捉えられたことから、金融セクター全般でプレミアムが拡大した。海外投資家は、金融セクター全般に対するリスク回避姿勢を強めている模様で、社債スプレッドが安定している日本の金融銘柄についても、欧米に連動する形で CDS プレミアムが拡大した。

図表 2-14、株式相場の推移である。米国株は、FRB が今月下旬の FOMC を二日間に延長すると公表したことが、追加緩和の余地を残したものと受止められ、やや持ち直す場面もあったが、先月上旬に S & P 社が米国国債の格下げを行って、投資家センチメントを一気に悪化させたほか、雇用統計をはじめ景気指標が弱く、景気減速懸念が高まったことから下落傾向をみせている。また、欧州株価も、コア国を含む欧州の景気減速懸念や、ギリシャ問題を巡る懸念の再燃等を受けて、足許下落幅が拡大している。この間、我が国の株価だが、復興需要への期待といったプラス要素があるものの、米欧株価の下落に加え、為替が引き続き既往ピークに近い円高水準で推移していることが嫌気され、直近では 9,000 円を割り込むレベルに切り下がっている。

図表 2-16、海外投資家はこのところ日本株の大幅な売り越しを続けており、我が国の株式市場がグローバルなリスク回避モードに下押しされている様子が窺われる。一番下に、東証 REIT 指数の推移を掲げている。REIT 指数は投資家のリスク回避姿勢が強まって、株価が下落した局面で大きく下落したが、その後は、割安感から買い戻され、またこのところ本行による買入れが従来よりも頻繁に行われたことも好感され、やや値を

戻す展開となっている。

図表 2-18、為替相場の推移である。太線のドル／円相場は、為替介入により一時 1 ドル 80 円台まで円安化が進んだが、その後は、米国債の格下げや米国景気指標の悪化を受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まったほか、連銀が緩和的な金融政策の長期化を示唆し、米金利に一段の低下圧力がかかったこともあって、相場は円高方向に反転、対ドルの円レートは市場最高値 75 円 94 銭近傍の狭いレンジで推移している。図表 2-19、ドル／円は、リスク・リバーサルドルプット超幅が縮小していることなどから窺われるように、市場には介入警戒感が醸成されており、今のところ、いわゆる安全通貨買いによる急激な円高進行は回避されている。図表 2-18 に戻って、ユーロ相場をみると、前回会合後、ユーロは対ドルで強含む傾向をみせた。欧州の債務問題が引き続き懸念されたものの、ECB による周縁国の国債買入れもあって、状況の悪化に一定の歯止めが掛かったほか、アジア・中東のソブリンによるユーロ買いもユーロの底堅い動きに寄与したとの指摘も聞かれている。もともと、直近では、ギリシャ債務問題を巡る不透明感が改めて意識されていることもあって、対ドルのユーロ相場はやや下落している。

最後に、図表 2-21、ドルとユーロに対するスイス・フランの相場である。投資家のリスク回避姿勢が強まる中で、安全通貨としての需要から、スイス・フランは大きく上伸した。その後は為替スワップ取引を通じた当座預金残高の大幅引き上げなど、スイス中銀によるフラン高抑制策に伴い、スイス・フランは明確に下落に転じた。なお、極く足許では先程述べたように、ユーロが幾分下落する中で、スイス・フランは対ユーロでやや値を戻している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

固定金利の6か月物の供給だが、段々倍率が低下してきて、薄氷を踏むというか、直近は1.07倍、1.04倍になってきた。これには、流動性に不安がない、また金利も上がらないという背景があると思う。この先、枠が15兆円で、今のところまだ3兆円位新規が残っている、ロール・オーバーも来るという状況で、金利入札の工夫をしながら、今後もやっていくと思うが、この先どうみられているのか。もう一つは、この6か月物の枠の15兆円だが、これは現実問題として、枠の増額は考えられないのではないか、限界が来ているのではないか——仮の問題だが——という二点について、どういうふうな見方をされているのか。

青木金融市場局長

確かに、6か月物は今おっしゃったような要因から、倍率が1.何倍となかなか厳しい応札状況が続いている。この先どうなるかは環境によるので、なかなか分からないところがある。日々、金利入札も資金需要が十分満たされる範囲でしっかりとオペを打っていつているが、十分な供給が行われる範囲内で上手くコントロールしながら、少しでも札が入るように工夫を重ねていくということに尽きると思う。ここから先、増えていった場合は、少しこれも環境によるので簡単には分からないが、増えていけば、それだけ技術的には一段と難しくなると言えるかと思う。

亀崎委員

札が割れていくと、積み上げができなくなっていく。従って、金利入札の方の調節を絞りながらやっていくのかどうか、非常に厳しい状況だと思う。その辺は少し私にも分からないが、かなりの限界にきているのではないかという印象を持っている。

雨宮理事

やはりその意味では、資金需給的には、需要を十分以上というか、充足

する以上の資金供給を行い、そういう意味で、この期間については、先程、青木金融市場局長からご説明したとおり、1年未満はTBも0.1%で並んでしまったので、ある種、金融緩和は究極のところまで行っている結果、これが起きているのだと思う。先行き、6か月物がどの程度入るかは、市場参加者の先行き予想に依存するが、そうは言っても、3か月物、6か月物の資金繰りがある程度固めるという需要は基本的にある訳である。ただし、今のように、米国も含めて、先行きなおまだ緩和の可能性——世界的に金利低下の可能性——があるという読みがあると、余計札が入りにくいということはあるので、先行きは世界経済や金融の展開によっては違う動きになる可能性もあるかもしれない。しかし、基本的には、その需要が十分満たされた、イールドカーブがほぼ完全に1年までに潰れたという中では、もう金融緩和は究極まで到達したという意味で、この後、かなり辛い展開になるのだらうと思う。あまりに積み上げが難しい状況になった場合には、また委員会にどうするかお諮りすることはあるかもしれない。ただ、その場合には、オペレーションを失敗したということではなくて、見事に成功した結果、お諮りするということになると思うが、少しそこまではまだ行ってないので……。

中村委員

今、金利の先安観というご発言があった。短期は実質ゼロ金利だが、市場では、オーバーナイトがさらに下がる可能性もあるとみているのか。

雨宮理事

極く一部であるが。

青木金融市場局長

おっしゃっている金利がどういう金利かにもよるが……。

中村委員

オーバーナイトとかである。

青木金融市場局長

金利低下余地という意味では、勿論、ない訳ではないと思う。しかし、もう来るところまで来ている。短いオーバーナイトのようなところは、そういう意味では、今の環境ではほぼ限界だろうと思う。

宮尾委員

ドル調達環境だが、図表 2-5 で、日本の金融機関は今のところドル調達——ドル転コスト——は落ち着いている。一方、欧州の銀行は緊張感が増している。欧州のソブリンから金融システムへの問題の波及が、日本の金融システムに波及してくるのかこないのかが当然気になってくる。今後の見通しとして、もし仮に欧州の金融システムがまた不安定となり、より深刻化して、日本に波及してくる可能性としては、どのようなロジックがあり得るのか。それと関連して、例えば、社債のスプレッドが、欧州とか米国では拡大しているが、我が国は比較的というか、ほぼ安定している。それも含めて、日本の金融市場、金融システムへの波及メカニズムについて、何かあったら願います。

青木金融市場局長

色々なルートがあり得ると思う。ドル調達についてみると、今はまだ日本の銀行と欧州の銀行は峻別、区別されて扱われている。それで、どちらかと言うと、ユーロ投ドル転は主に欧州系の銀行がやっているということで、上がってきている。円投ドル転は低いですが、状況がどんどん悪化していくと、ドルが母国通貨でない銀行は、全部外銀という扱いを受けて、基本的に放出してくれなくなるというパターンが一つあり得ると思う。それが起こると申し上げている訳ではないし、それしかないと言っている訳ではないが。そういうルートで、邦銀のドルマーケットにおける調達が厳しく

なる可能性はあると思う。社債スプレッドは、オーバーオールの世界経済がどうなっていくかによると思う。今の状況では、基本的には、やはりセパレートされている。欧米に比べて低いということだが、世界経済全体が悪くなっていけば、そういうルートで日本の社債のスプレッドも上がっていくと思う。

山口副総裁

図表 2-15 で、日本のイールド・スプレッドだが、大きく捉えると、2009年の春以降、ずっと上がってきている。この辺りの展開について、株式市場と債券市場のそれぞれについて、リスク選好がどういうふうになった結果だとみておけば良いのか。また、これから先、どのような展開が予想されるのか教えてもらえればと思う。

青木金融市場局長

株と債券に分けてみた場合だが、恐らく、株価は、この先景気全体がどうなるかに依存すると思うが、基本的にはここからどんどん上がっていくことは多分ないとみられている。一方、10年物の金利については、どちらかと言うと弱めで、あまりここから大きな変化が出てくるとは、今のところみられていないと思う。少し答えになっていないが、この先の大きなリスクは、恐らく景気全体がスローダウンしていくリスクになるのだろうと思う。

雨宮理事

イールド・スプレッドの中身は、基本的には、実質の期待成長率とリスク・プレミアムである。この1年間、実質の期待成長率が物凄く大きく動いたとは考えにくい。そうなると、イールド・スプレッドの上昇の背景にあるのは、株価あるいはその裏打ちとなっている企業収益の将来に関する不確実性が非常に強くなっていることが表れているのだろうと思う。例えば、よくPBRが1を割っているとか、PERが相当低いということで、

いわゆるバリュエーション的に言うと、結構買いであるという議論はある。ブックバリューが1を割っているとか、P E Rが史上最低に近いという意味だが、バリュエーション的には買いでも、なかなか買いが進まないのは、今申し上げたような先行きの企業収益に関する不確実性が極めて強い、ダウンサイド・リスクが意識されているということだろうと思う。それがイールド・スプレッドの上昇の背後にあるリスク・プレミアムの上昇と軌を一にした現象だろうと考えている。最近の株価の動きやバリュエーションの動きは、そうした不確実性の強まりを映じているとみておけば宜しいのではないかと思っている。

中村委員

29 頁のスイス・フランの推移だが、円とともにかなり買われた。それで、中央銀行が為替スワップあるいは預金に対するマイナス付利といった色々な対策を取ったということがある。この一連の対策は、継続的な全体の流れに対する手立てとして有効なのか。それから、中央銀行が取った対策で、スイス・フラン高を阻止するうえで何が効果があったのか。また対応策をマーケットはどのように受止めているのか。

青木金融市場局長

おっしゃった今度のスイス中銀の対策が、一般的な例として考えられるかどうかについては少し難しい。確かに、このスイス・フランが、このグラフで言うと、上がった後に落ちたのは、先程ご説明したように、対策の効果があったということだろうと思う。ただ、今回のスイス中銀の対策のうち、例えば、当座預金を2,000億フランまで増やすというのは、ほとんどGDPの半分という規模であるので、かなり小国であるから可能であったという部分もあると思う。そういう意味では、これが丸々一般的にどこでも使える技なのかは、必ずしもそうとも言えない部分があると思う。

白川議長

今のスイス・フランの件について、多少、私の方からも補足する。今、上がっている通貨がスイス・フランと日本円なので、我々がスイスの当局と色々話す機会も多い。スイス・フランが上がって、それから一旦下がった局面を考えてみると、実際上は、スイスの当座預金の増加に反応しているというよりか、トーマス・ジョルダンという副総裁の、スイス・フランのペッグを排除しないという発言に物凄く反応している訳である。取り敢えず一旦下落した訳だが、最近じりじりとスイス・フランがまた戻ってきている。マーケットは、要するに、当局はああいうふうに言ったが、本当にそれをやるのかどうか、それを今テストしかかっている訳である。そういう意味では、スイス当局は本当に意思があるのか、よし悪しは別にして、そういうことをやるのかどうか、そこを今マーケットはみているのだろうと私自身は受止めている。

白井委員

そのことに関してだが、コストのことを知りたい。直接的なコストは、スイス中銀がスワップレートでマイナスの金利を、つまり金利を付けてスイス・フランを交換している訳である。そのマイナスの金利の部分が、スイス中銀が出している補助金みたいなコストだと思う。それ以外のコストとしては、例えば、当座預金がこれだけ積み上がったことで、短期金融市場に何か影響があったのか。何か他にどういうコストが考えられるのか。

青木金融市場局長

スイス・フランの短期市場に、その後どういう影響が出たのか、把握していないので、お答えできない。直接的でないコストについては、分からない。

白川議長

図表 2-5 のドル転コストのグラフをみて、円投ドル転とユーロ投ドル

転のコストを比較すると、足許、確かにユーロ投の方がレートが高い。これは、円とユーロによる違いとみるべきなのかどうかだが、もし本当に円投とユーロ投で差があるなら、その両方の市場に登場してくる欧州の銀行は、円でスワップすれば、ドルをもっと安く調達できる訳である。そうすると、結局、ユーロ投の方のレートが抑えられてきて、ある程度裁定が効いてくる訳である。しかし実際には、両者に乖離があるというのは、実は、円とユーロの違いというよりは、たまたまこのレファレンスレートを取っている銀行、つまり円の方が相対的に信用度の高い日本の銀行が多いためではないか。そういう意味で、もし欧州の銀行について、円投のグラフを描いた場合、実はこのグラフがインプライするほど円投とユーロ投で差がないのではないか。つまり円とユーロの差ではなくて、欧州の銀行と日本の銀行の差を反映しているという理解で良いのか。

青木金融市場局長

そういうことだと思う。やはりユーロ投ドル転の方は、基本的には、欧州の銀行がECBから金を取って、それをドル転するというのが、この右側の方のメジャーなバックグラウンドだと思う。基本的には、欧州の銀行がドル転をしようとする、応じる人が少ないということが反映されていると思う。

白川議長

もう一つ、これは金融市場局に聞くべきか、あるいは金融機構局ということで山本理事の方に聞くべき話か迷うが、米国の方も長短金利差が相当縮まってきて、まだ勿論日本に比べると長短スプレッドはあるが、全体にスプレッドが圧縮されてきている訳である。これは銀行、それから機関投資家も含めて、大分その収益性を圧迫してきて、ある臨界点を超えると、最終的に金融機関自身の信用仲介機能の方にも、多分マイナスの影響が強くなってくるのだと思う。まだ、現状、米国はそこまではいってないとは思いますが、今この辺については、どのような状況にあると理解すれば良いか。

私は色々な会議に出て、確実にその種の議論に対する関心が高まってきているなどと思うので、その辺はどんなふうに考えれば良いか。

雨宮理事

今、具体的に米銀で、イールドカーブが寝ることによって収益を毀損するという議論が直接大きな問題になっているようには思えない。なぜかと言うと、今、米銀の収益はご案内のとおり、むしろ住宅ローン絡みの引き当てとか、あるいは訴訟の問題のロスがどうなるかといったことが大きな問題になっている。その意味では、バランスシート問題や不良債権、住宅市場に端を発する損失あるいは収益下押しがどうなるかというのが主要な問題になっていると思う。ただし、我々は、バブル崩壊を経験して、当初はそういう不良債権問題が金融機関の収益圧迫要因だったのに対して、次第に、イールドカーブが寝てしまうということが金融仲介にある種の悪影響を及ぼすということが段々分かってきた。私の感じは、今それが段々みえてくるプロセスにあるのではなかろうかという気がしている。その意味では、ハウジング・マーケットに端を発する不良債権問題の背後にある、もうちょっとバックにある金融機関あるいは金融取引の収益性ということが問題になるのは、もう少し後、これからかなという感じがしている。ただ、米国の場合は、元々、金融緩和の一つの効果発揮のルートとして、イールドカーブを立てることによって銀行の収益を強めて、そのことによって金融仲介を強めるということが意識されていたので、その逆が出始めると、日本より意識されるテンポは速いかもしれないという感じはしている。

白川議長

米国の場合、元々、銀行セクターのウエイトが高くないので、銀行というよりは、主として機関投資家だと思っているが、典型的にはMMFである。MMFは、さらにレートが圧縮されていって、今までは欧州の銀行のドル・ファンディングをやっていた訳である。しかし、それが段々できな

なくなってくるということで、つまり金利を限界的に下げることによって、結局、少なくとも定性的には、その米国の金融システムが——米国というより世界かもしれないが——段々マイナスの影響が強くなっていく領域に近付いてくる。そういうことに対する関心が、少なくとも以前は、ほとんどなかったのに比べると、関心が出てきているという印象を持ったものである。今日、別にここで答えを出すという話ではないが。大事なポイントかと思う。

雨宮理事

今、米国のTBレートが物凄く下がっているのは、結局、MMFが民間金融機関であれ民間のCPやCDを買わずに、ひたすら安全資産に向かっているということの結果である。そこで、ある種の信用仲介の切断が起きているという議論は少しずつ起き出している。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

本日お配りした資料-3（参考計表）【追加分】をご覧頂きたい。世界経済全体としては、減速感を強めつつも回復を続けている。まず初めに、凶表1で、この減速の状況について確認したいと思う。グローバルベースの生産は引き続き低下している。製造業PMIのグローバルである。8月には、改善、悪化の分岐点である50を下回っている。今回の減速の特徴点の一つは、欧州を中心に先進国は低下を続けているのに対して、新興国では50を幾分上回る水準で底堅さを維持——大分のりしろは少なくなっ

いるが——しているという点である。今、一つの特徴点は、先進国、新興国の双方において、引き続き受注・在庫バランスが然程悪化はしていないという点である。現時点においては、在庫面からの調整圧力はまだ小さめとみて良いと思う。最終需要の増勢が増してくれさえすれば、先行き生産の立ち上がりは期待し得るということを示している。

本日は、まず米国について、図表2で最近の動向をご覧頂きたいと思う。消費動向についてみると、ガソリン高の一服の効果もあって、足許の実質所得は改善している。こうしたもとで、(1)の7月の個人消費は小幅ながら増加している。また、直近8月までのデータを確認できる(2)の自動車販売をみても、供給不足の解消が進むにつれて、持ち直しつつあることがみてとれる。もっとも、家計の所得環境や個人消費の先行きについては、引き続き注意が必要である。(3)の非農業部門雇用者数は、8月は横這いとなった。これは、ベライゾン社のストライキは少し特殊要因で、この特殊要因を除けば、ゼロではなくて、4万5,000人程度は見込める。ただ、それでもまだ5万人を下回っている。背景には、企業の新規雇用に対するスタンスが慎重化していることが基本的にあると思う。また、家計のマインドについてみても、米欧の債務問題や景気減速に対する懸念の強まりなどから(4)の消費者コンフィデンスは大幅に悪化している。ただ、極く足許について、日足のデータがあるが、これで見ると、微妙だが、少し歯止めが掛かっている。先週末までは歯止めが掛かっているので、良いのかなと思ったのだが、月曜日のデータを入れたら、これまた下に少し振れている。そういう意味では、不安定な動きということである。消費の先行きについては、家計の所得環境、実質消費の伸びは当面抑制されるものの、その回復基調自体が途切れる可能性はまだ低いとみて良いとみている。この間、企業の生産面をみると、(5)であるが、7月までの生産は増加基調を維持している。自動車の生産持ち直しの寄与は大きいのは事実であるが、その他の部門についても底堅く推移している。一方、企業マインドに関して言えば、(6)のISM製造業景況感指数は50近傍まで低下している。内訳をみると、生産が50を下回っているなど、悪い点も目立つが、

新規受注は低水準ながら上昇に転じており、悪化に歯止めが掛かっているとの見方をしている。

次に、いつものように、主要経済指標をみていきたいと思う。企業の投資行動という点で、図表 3 の 10. 非国防資本財受注でみると、好調な企業業績を背景にして、基調としては、まだ設備投資は極く緩やかな増加基調を維持しているとみて良いと思う。それから、物価面であるが、16. 総合ベースのC P Iは前年比+3.6%と、高めの伸びを続けている。コアベースの消費者物価についても家賃、それから衣料等の影響からプラス幅が拡大——+1.6%から+1.8%——している。もっとも、先行きについては、これまでの国際商品市況上昇の影響が次第に剥げ落ちていくということが予想される訳であるから、前年比ベースでの物価上昇率は、年末に向けて徐々に低下していくものとみている。米国は、以上である。

次に、図表 4-1、ユーロエリアである。ユーロエリアについては、現状評価をこれまでの「緩やかに回復している」という表現から、「改善の動きに一服感がみられる」というように下方修正した。これまで、ユーロエリア経済を牽引してきた域外輸出、それからドイツなどコア国の個人消費のいずれも増勢鈍化が明確化してきたためである。計数をみていく。1. 実質GDP成長率は、第 2 四半期の前期比年率は+0.7%と、低い伸びである。その前の第 1 四半期の成長率は+3.4%と、相当高めとなったということもあるので、これを均してみても良い訳だが、やはり風速としては、実勢として伸び率が低下していることは明らかである。2. 輸出についてみると、ユーロエリアは、域外輸出がアジアや米国向けを中心に横這い圏内で、少し古い第 2 四半期で前期比+0.3%ということである。そして、足許については、3. 輸出受注PMIをみると、分岐点である 50 を下回る水準で低下を続けている。ユーロ経済の輸出先行きも、下押しされる見込みが高いということである。内需関連については、これまでの稼働率の高さを背景に 4. ドイツの国内投資財受注は、緩やかに増加を続けているとみて良いと思う。一方、個人消費については、これまで緩やかに増加したコア国を含め、増勢が鈍化している。8. 消費者コンフィデンスも、8月は-17%

と低下している。これまで高水準を維持してきたドイツなどのコア国でも、今月ははっきりと低下しており、ドイツの場合、7月の+8%から8月は0%ということで、8%ポイント低下している。欧州の債務問題に対する懸念の高まり、それから、それに伴う景気減速懸念が強く影響しているとみられる。こうした中、生産面の動きをみると、9. 鉱工業生産は、減速している。10. 製造業のPMIも2年振りに50を下回った。ユーロエリアの生産は、当面さらに下押しされる可能性が大ということである。物価面については、12. 消費者物価、総合ベースは、8月は+2.5%と前月と同水準で高めの伸びが続いている。以上、ユーロエリアである。

図表 4-2、英国をみる。英国についても、基調的な判断をこれまでの「減速しつつも回復基調をたどっている」という表現から、「改善の動きに一服感がみられる」というように変更した。2. 輸出は、米国経済の減速などを受けて減少している。3. 輸出の受注PMIは46.6とかなり低下した。先行きも輸出は弱めの動きとなりそうである。ユーロエリアと同じ動きである。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っているし、5. 消費者コンフィデンスも、悪化している。6. 生産は、伸び悩んでいるし、7. 製造業PMIも、前月に続き50を下回るという形で、全体的に塩梅が良くない状況である。ただ、そうした中で、物価面については、9. 消費者物価は、前年比で+4.4%と、インフレ・ターゲットを大幅に上回った状況から脱せない状況である。

次に、中国をみたいと思う。図表 5-1 をご覧頂きたい。中国については、高成長を継続しており、基本的な判断に変更はない。2. 工業生産は、堅調な内需を背景に増加している。3. 製造業PMIは、50を幾分上回る水準をキープしている。内需関連では、4. 消費財小売売上総額は、高めの伸びを続けているし、5. 固定資産投資も、高い伸びを続けている。全体としてみれば、内需は堅調でしっかりと推移している。6. 輸出は、増加基調で推移している。ただし、最近は新興国向けが増勢を維持している一方で、米国など先進国向けについては、減速感が窺われている。9. M2、10. 人民元貸出は、前年比プラス幅がやや縮小しているが、引き続き高い伸びを

継続し、流動性が過剰な状況が続いている。

次に、インドである。インドについても、なお高めの成長を続けている。

1. 実質GDPは、4～6月は依然高水準を続けている。もともと、内訳をみると、個人消費などは幾分増勢が鈍化している。2. 鉱工業生産も6月であるが、乗用車、耐久財消費を中心に、前期比で見れば伸びが幾分鈍化傾向である。3. 製造業PMIも、幾分低下している。これまでの金融引締めの影響から、経済に若干意図したブレーキがかかり始めているということである。一方、4. 卸売物価は、引き続き高い伸びを示しており、インフレ圧力は、なお強い状況が続いている。

図表5-2、NIEs、ASEAN経済である。NIEs、ASEAN経済は、内需が底堅く推移していることに加え、輸出や生産の増勢も回復しつつある。各国の4～6月の実質GDPについては、やはりサプライチェーン障害の影響などを背景に伸びが低下していたことが確認できる。4～6月に増勢が大きく鈍化した輸出・生産であるが、その後、足許では増勢が回復しつつあるように見受けられる。(2)の輸出合成指数をみると、先進国向けはIT関連を中心に弱め、全体としては、サプライチェーン復旧の進捗もあって、自動車を中心に新興国向けははっきりと増加している。生産も輸出にやや遅れつつも、概ね同様の回復に向けた動きがみられる。生産は、図表5-3である。先行きについては、サプライチェーン復旧に加えて、新興国需要の増加に牽引される形で、輸出・生産は増勢を回復していくとみている。ただし、先程みて頂いたIT関連については、先進国経済の減速を主因に、当面弱めの動きとなることが見込まれる。図表5-2の(参考)に、新規輸出受注PMIを掲げてあるが、台湾などではこの落ち込みがかなり大きめである。IT関連の先行きについては、少し注意してみていきたいと思っている。

以上、世界経済全体としては、先進国中心に、足許、減速がはっきりとしている。米国については、個人消費の増加を起点に景気回復が続く蓋然性は引き続き高いと考えているが、マインドの悪化などから当面成長率は抑制気味に推移するとみている。また、欧州についても、これまで堅調で

あったドイツ等コア国を含め、改善の動きに一服感がみられている。欧州では、域外輸出やコア国の内需を起点とした景気の回復力は弱まっており、改善テンポの鈍化した状況が当面続くとみて宜しいかと思う。

それから、最後にマーケット関係では、青木金融市場局長からもう既に説明があったが、図表6をご覧頂きたい。欧州ソブリン問題について、引き続き注意が必要である。(1) 欧州周縁国の国債利回りは、一旦低下した後、先週後半位から緊張感が再燃している。(2) ECBの動きであるが、証券市場プログラムを8月以降積極的に活用している。イタリア、スペインなどの国債市況については、こうしたECBの努力、買いとマーケットの売り圧力、これらがせめぎ合っている状況だと思う。ただ、(1)の一番下であるが、スペイン、イタリアをみて頂くと、そういった中でも、やはりスプレッドをECBが抑え切れていない状況だと思う。もう一つは、コア国を含めて、(3)であるが、金融機関の株価が急落している。金融機関の資金繰りはECBの無制限オペで確保されているが、カウンターパーティ・リスクに対する意識が強まる中、(4)のEuribor-OISスプレッドは拡大している。先週末以降は、サブプライムに絡んだFHFAの欧米バンクス17行に対する提訴の動きも不安材料として加えられている状況である。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

新興国については、中国を含めて、新興国と新興国の関係が強くなっているということであるが、そこで先進国集団と新興国集団の間で、ある種のデカップリングが起きているのかが大きな問題になる。新興国と新興国の繋がり、今のところ強いということであるが、何か変調なり、逆にもっと強含んでいるとか、何か情報があれば教えて頂きたい。

大野国際局長

貿易等の繋がりという意味では、特にASEANからみると、中国も含めた域内での支え合いというか、新興国と新興国の間の好循環のメカニズムがまだ維持できていると思うが、強くなっているということはまずない。やはり、起点は中国が相当大きいので、中国とASEANの間の好循環のメカニズムがもう暫くは続くのではないかという見方が多いようである。その新興国と新興国のリンクの中で、一つ不安材料があるのは、ITを絡めたNIEsの部分がひよっとすると少し足が遅くなってき始めたのかなということである。これはハードデータで出てきていないが、先程の輸出受注のPMIとか、足許から先行きに対する不安がかなり強まっている。ここが一番の不安材料として挙げられると思う。

西村副総裁

あと、一点伺いたい。特に、ASEAN、東アジアの場合——シンガポール、マレーシア、フィリピンであるが——、資本の流れが非常に強い訳である。それで、色々な金融引締めがある程度進んでいくと、これに何か変調が起きてこないかなという惧れがあるが、まだそういうようなことはあまり起きてないか。

大野国際局長

微かな不安位でとどまっている。全体的には、資本財等に関する流れについても、まだ変調はみられないという見方で結構である。

亀崎委員

新興国・資源国で、これまで押し並べて利上げをずっとやってきた。タイも8月にまた利上げしている。ところが、例外がブラジルで、2年近くずっと利上げしていたが、8月にきて突然下げた。ここのところは、少し変調なのかどうか。というのは、ブラジルは、鉄鉱石等を中心に、中国への輸出がかなり大きい。そこに中国の若干の減速があるので、そういうと

ころに影響してきたのかなとみているが、その辺、これは変調なのか。今月、ブラジルだけが突出した変わった動きをしている。

大野国際局長

ブラジルの利下げは、皆わりと驚いたという感じがある。それで、中銀の発表文等をかなり注意してみているが、少なくとも中国との関係はあまり意識されていないようである。むしろ、米国を中心とした先進国経済の不透明感が強くなってきて、その影響が自国の経済の下押し圧力を強くしている。勿論、ブラジルの場合、元々、為替高について非常にセンシティブな中で、少し景気が弱くなってきている。本当は、インフレ圧力があるのだが、そこは、できればずっと引き上げた金利を少し下げたいというように思っていた。今回、世界的な金融市場の不安増大、それから米国、欧州の先行き経済の悪化見通しということを経済材料に、見切り発車したという感じだと思う。

亀崎委員

米国、欧州の減速感の影響ということになってくると、ずっと一貫して利上げしてきた他の新興国・資源国への影響がどうなってくるかも少しみなければならぬという感じがする。

大野国際局長

ブラジルについては、まだどちらかと言うと、例外的な動きかなと思っ
ている。特に、アジアについては台湾と韓国が少し弱い感じであるが、それ
を除いたASEAN、それから中国、インドも含めて、そういったエマ
ージング諸国については、引き続き内需は堅調であるし、それから、輸出は
4～6月は少し弱かったのだが、足許は先程西村副総裁がおっしゃったの
と同じで、域内を中心に良い循環メカニズムが維持できている。そうい
った中で、マネーであるとか、物価情勢は、図表5-3(5)をみて頂くとお
分かりだと思うが、NIEs、ASEANのCPI合成指数は7～8月に

かけて、ヘッドラインは+3.9%から+4.2%、それからコアも+3.3%から+3.6%と、物価については全て上方の圧力がさらに増大している。そういう中において、亀崎委員がおっしゃったとおり、多くの国は8月の政策決定会合等では利上げをしなかったが、これは、雰囲気としては、少し世界経済全体について不透明なので、一旦見送ろうというところだと思う。多くの国においては、現状においても、国内については、アップサイド・リスクにどのように対応しようかという方が、判断基準の優先順位ナンバーワンであることには変わりはないと思っている。

森本委員

引き続き新興国で恐縮だが、図表5-2のNIEs、ASEANである。堅調な内需に支えられて、輸出も鈍化傾向から回復してくる、全体感としてはそういうことだと思う。大野国際局長からもコメントがあったNIEsの輸出なのだが、このPMIが大分落ちている。IT関連で注意が必要だということだったが、ここの数字をみると、リーマン・ショック後の2009年辺りも、韓国も落ちているし台湾も相当落ちている。これはITとの関連ということで、「暫くは」ということであるが、時間軸的にもう少し厳しいのではないかという気がする。NIEsの輸出についての国際局の見方はどうか。

大野国際局長

ITのところは、今、見極めがたい状況だと思う。周辺情報とか、アネクドータルな情報は幾つかある。WSTSの見通しなどをみても、先行きについては、少し弱めの見方が出てきている。WSTSについては、大体ずっとプラスであったものが、足許について、ゼロとか若干マイナス位のところでとどまっている。それから、アネクドータルについてみると、液晶パネルが良くないとみられる。これは、中国でも、足許、少しマイナスの数字も出ている。それから、パソコン関係も、需要はあまり強くないというアネクドータルな情報がある。それから、もう一つは、スマートフォ

ン関係が、大分期待が高かったことに比べると、少し思ったほどではないということである。実際に、半導体やITの需要が急減するかということについては、まだもう少しみないと分からないと思う。そうした中で、台湾のPMIが30台だというところが、やはり少し警戒的なシグナルを出しているのかを注意したい。初めて出てきた本当に心配なシグナルであると思う。ただ、台湾については、やはりITによって物凄く減る。前回のITの時も、少しの需要減退で20%台位に入ってきている。そこは、凄く振れの大きい指標であるということで、もう1、2か月、台湾をみて、それからもう一つ韓国と併せてみれば、このITの減速はどの程度深刻なのかについて、お答えできるのではないかと思う。

森本委員

欧米経済が減速気味だから、少し長くなるかもしれないということはないか。

大野国際局長

それはあると思う。38とかそういう数字よりも、台湾やあるいは韓国のIT関係セクターがもう少しだらっと逆風を受け続ける可能性はあり得ると思っている。

白井委員

WTIとガソリンの価格だが、WTIも米国のガソリンの価格も5月末位から凄く下がってきていると思う。最初は、WTIもガソリン価格も結構直ぐ連動して、同じ月に下がっている。その後、WTIはまた下がって行って、今83ドルとかだと思う。110ドル位だったものが、83ドル位になって横這いという感じである。ガソリン価格の方は、5月の時は連動して下がっているのだが、その後凄く下がり方が緩やかで、このところずっと横這いになっている。それは、もしかするとドライビング・シーズンとかの影響があるのかもしれない。今後だが、確か国際局の見通しで、

今年の後半の米国の成長率は大体+2%台である。そうすると、前半の1~6月が+0.7%の成長であったから、全体でみると+1.6%とか、その位の成長が維持できるということである。その背景は、第4四半期の米国の家計の可処分所得が+3%位に増えるということだと思う。ガソリンの価格が下がるということが前提だと思うが、今のところ、グラフをみると、WTIとガソリン価格がここ最近は連動していない。今後、またガソリン価格がさらに下がっていく方向に行くのか、ただ一方で、WTIの先物が緩やかに上がっている感じになっている。ガソリン価格は、今後どういうようになるとみたら良いか。

大野国際局長

白井委員がおっしゃったとおり、WTIとガソリン価格の動きが平行ではないというのは、そのとおりである。要は、WTI自体は、おっしゃるとおり、110ドルから83ドル位に下がり、ガソリンについては、ガロン当たりで、4ドルは付かなかった。3.9ドルとか3.6ドルであるから、10%位の低下である。そうすると、幅でみると、WTIほどは下がっていないが、平均的にみれば、やはり1割位は下がっている。ただ、下がり幅が少し少ない。なぜかと言うと、二つある。一つは、委員がおっしゃった米国の場合、夏はいわゆるバカンスシーズンというか、ピークタイムなので、少し下がりづらいという点がある。これは、秋以降になれば捌けてくるので、宜しいかと思う。それから、二つ目は、例のハリケーンの影響で、米国の精製所がやられてしまったので、供給が少し抑えられた部分で高止まってしまったということがある。その二つの要因が、いずれもそれほど長く続くものではないので、これらの要因が捌けて、それからWTI自体が今の水準位で続くのであれば、もう少しガロン当たり3ドル台前半位まで落ちてきてもおかしくないと思う。勿論、我々の見通しのパスで言うと、少し遅れる分だけ、回復の加速が遅くなることはあり得るかもしれない。そういう少し時期的なずれということでも今のところみている。

山口副総裁

前回会合以降の1か月、欧州の金融不安はどのような広がりをもっている市場においてみせてきたのか、そのインプリケーションはどのようなことなのかについて、解釈を教えてください。それからもう一つ、配って頂いた資料の図表6(1)を見ると、ギリシャのスプレッドは、7月15日から一旦大きく下がった後、また跳ね上がってきている。スペイン、イタリアも上昇トレンドにありそうだ。一方、ポルトガルとアイルランドについては、スプレッドが少し抑え込まれている感じがする。これらの動きは、金融資本市場におけるどのような評価が反映されたものと受止めるべきか、教えてください。

大野国際局長

前回会合以降、この1か月ということであると、ここに幾つかイベントを書いているが、一番大きかったのは、フィンランドで8月18日に担保を徴求するということが、これは一つ、欧州各国間での足並みが揃っていないということがあった。幾つかのそういう欧州の枠組みに対する不安、それから、主要国——特にイタリアを含めてだが——の財政再建の道のり、ギリシャのプログラムに対する確からしさについて、相当クエスチョンがあったということがあった。ギリシャのプログラムがひょっとするとまた駄目になってしまうかもしれないということが、この約2週間に急速に高まっている。ご承知の方も少なくないと思うが、第6次のIMFのプログラムのレビューをやっていた。これが、先週なのだが、9月2日に一旦報道ベースで物別れに終わったということで、これでギリシャに対する不安、ギリシャ・プログラムがどうなっているかということが非常に大きく心配されている。これについては、今週の終りに、もう一回組み直すことになっているが、一旦こういう動きがあると、ギリシャのプログラムについて不安がある。その背景は何かと言うと、やはり欧州の実体経済が欧州の当局が思ったよりも良くない。良くないことによって、税収不足が拡大してプログラムの中身、財政再建の見通しがにっちもさっちもいなくなっていく

るということがある。イタリアについても、同じコンテキストで考えられると思う。域内の経済がブレーキがかかっていく中で、イタリアの財政再建策について、財相自体がやはり「思ったよりも上手くいかない」と吐露されたといったことで、主要国、特にイタリアとギリシャに対する財政再建策がもう何回も出たが、また今度リバイスダウンかということで、不安感が強まっている。それが大きな流れである。それから、もう一つあるとすると、政治的な話なのだが、メルケル首相のお膝下である州の地方選挙で与党が大敗したという動きが先週あった。これによって、例のE F S Fの拡充について、ドイツが乗ってこられないのではないかという不安が強まったということが、二つ目の材料として大きな動きである。それから、三つ目が、金融システム全体にとって重要なこと——米国発——であるが、サブプライムローンの組成について、米国の大手金融機関をはじめ 17 行に対して、F H F A が訴訟を起こした。この中に、欧州の金融機関がかなり含まれている。この席で、個別行の名前を言うのは良くないが、英系の金融機関であるとか、フランス系の金融機関の株価が一日で 5% とか 10% も下がっている。金融機関については、この問題もあるが、それ以上に相乗効果であるが、ギリシャの国債がさらに安くなる、イタリアとスペインの国債を欧州の金融機関は相当程度持っている訳であるから、そのマーケット価格が下落することによって、さらに欧州の金融機関の健全性、資本不足といったものが脚光を浴びて、その中で、負のスパイラル、不信感が増幅していく局面にあるという意味では、事態は 1 か月の間に大分さらに深刻度を増しているのではないかと思っている。

山口副総裁

ポルトガルとアイルランドはどうみておけば良いのか。

大野国際局長

アイルランドについては、この 2、3 年の努力がかなり報われているということで、相当出口がみえてきた。ポルトガルについては、それほどサ

ブスタンシャルなところで改善があるとは思っていない。むしろ、イタリアとスペインの問題の狭間で、サイドラインで違う動きにあるという感じである。ポルトガルは実力以上に戻ってきている、アイルランドとはかなり違うとみている。

山口副総裁

これは解釈の問題だが、結局本質的には、ギリシャは財政問題を自力では解決できないという認識が、段々浸透してきているということではないのか。

大野国際局長

一国一国の自力でか。

山口副総裁

そうである。

大野国際局長

そうだと思う。

山口副総裁

それがギリシャから他国へ広がってきていると総括すれば良いのではないか。そういう中で、スペインやイタリアへのコンテージョンの可能性が出てきているということではないか。それとともに、当然のことながら、金融機関に対しても、非常に厳しい評価が出てきている。現在はこういう状態なのではないか。従って、イベントに即して考えれば、おっしゃったようなことなのだろうが、問題の本質ということ言えば、ギリシャについては、自国では基本的に財政問題の片は付けられないというレッテルが貼られてきているということではないのか。

大野国際局長

ギリシャについては、相当程度、そういうレッテルに近い状態だと思う。イタリアについては、もう少し自力の余地はあるかもしれないと思う。少し政治状況等——財務大臣のリーダーシップ等々——も言われているが、きっちりとした財政再建の政策を打ち切れていないというところで、どんどんと追い込まれているということだと思う。

山口副総裁

振り返ってみてみると、ギリシャも同じような形でスタートし、政治的なリーダーシップを十分に発揮できないままこの状態になってきている。イタリアがそこまでいくかどうかは分からないが、政治的なリーダーシップに対する疑問が広がり、そういう中で、財政問題の解決が難しくなっている、そういうことなのではないか。イベントにフォーカスすると、先程の説明のようなことになるが、もう少し大きな流れとしてみると、ギリシャのようなことが、EUの他国においても起こり得る、そのことに対する不安が急速に広がっている、それは単に財政問題、政治問題にとどまらず、金融システムの問題にもなっているということではないか。そしてそのことは、可能性としては、米国にも波及し得る話だ。従って、我々としては、ヨーロッパ域内でどのようにコンテージョンが広がっていくのか、同時にそれがどのような形で米国に広がっていき得るのか、また日本にどう及んでくるのか、この辺りをよくみていく必要があるということではないのか。

中曽理事

欧州の問題の方は、やはり複雑系かなと思っている。それは、おっしゃったように、この1か月間に色々なイベントがあったということ、それから、目先は、この前の7月21日の首脳会合で決まったことが着実に実行されるかどうか。具体的には、EFSFの機能拡充などが各国の議会で議決されているかどうか、これは一つずつ市場としては確かめないと政府が決め

たことも信用できない。極端に言えば、そういうことだと思う。従って、当面は、非常に脆弱な状態が続くと思うが、では、そこを越えたら全てが解決するかと言うと、多分そういうことではなくて、究極的には、結局、問題の本質は統合政府がない、統一的な財政当局がないということに帰着する。究極的には、やはりそういう問題が着目されることになる可能性があると思う。米国へのスピルオーバーというのは、確かに考えなくてははいけないが、米国も目先のところは、似ているとは思う。似ているという意味は、財政再建が上下両院合同委員会で、特に第二ステップについて、9月以降本当にできるのかどうか、ここを見極めたいという同じような感じはある。しかし、統合政府というような問題がない分、やはり欧州の問題の方がより複雑系だというような気がする。

西村副総裁

私は、欧州統合政府が本当に解決になるのかについては、凄く疑問に思っている。欧州統合政府ができた場合、日本と同じで、地方に対する単なるトランスファーが永久に続くということになりかねない。だから、この問題がどこかの時点で浮上するかもしれない。米国ですら、その問題は実は生じている。民主党の州、つまりブルー・ステートは、押し並べてギリシャ的というか、そういう状況になってきている。ギリシャまでいかないが、そういう状況になっている。それに対する反発は物凄く強い。一つの通貨圏の場合は、その通貨圏を構成する一つ一つの国のところで、調整がインターナル・デバリュエーションか、それとも人間の移動かの二つのどちらかでやらなければいけない。欧州の場合は、人が移動しないのでインターナル・デバリュエーションしか事実上できない。しかし、それは上手くいかない。米国の場合でも、現在モビリティが段々下がってきているので、人間及びビジネスが動くという形での調整が上手くできるのかどうかについて疑問が出てきている。これは物凄く根が深い問題である。まさに今の日本で起きているような問題が、実はそれぞれの国でこれから起きていくと考えた方が自然なような気がする。そういう意味では、非常にグ

ルーミーなのだが、ただ、そういう視点もあり得るということで、やはり捉えていかなければならないと考えている。

亀崎委員

詰まるところ、財政再建問題ということであるな。欧州の場合は、17か国もあって、個々の問題になっているけれども、結局、ユーロ財務省の創設、ユーロ財務大臣を立てるとか、ユーロ全体の問題である。ということは、財政問題を解決しない限り、欧州債務問題は解決しないということが、色々な形で今噴き出している。米国も日本も同じである。だから、詰まるところ、この財政再建問題を、時間がかかり、非常に痛みを伴うけれども、解決しようとしないう限り解決ができない。それは、1国よりも17国の方がもっと難しい問題である。しかし、大きさでは、米国や日本の方がもっと大きな問題を抱えていると言える。マグニチュードが大きいからだ。そういう問題を本質として抱えていると私は思う。先程、山口副総裁がおっしゃったように、色々な話が出ているが、本質はどこかと言えば、本質は財政再建問題であると思う。

山口副総裁

と同時に、金融政策の発動余地がなくなってきているというか、金利水準も相当低くなってきているというのも大きい。先程も少し議論があったが、イーロードカーブを寝かせてきている結果、欧州当局の政策余地は相当限定されてきている。その辺りがある種の政策面でのスパイラルを起している。

白井委員

日本と似ていると思う点は、財政再建だけではなく、成長である。本当は、ギリシャも長期金利が4%台で凄く低い時に、きっちりと財政再建とか、成長を高めるようなことをやっていれば良かった。低い金利で成長がそれなりにできていたので、そのままになったということである。だから、

そういう時に、自律的に問題を解決することができた時にしなかった。一旦、市場で信用を失ってしまうと、もう止まらないという感じになってしまっている。今、私が欧州で懸念しているのは、もしかしたら、自力で解決できる比較的ファンダメンタルズが良い国でも、リンケージということで、市場の攻撃を非常に受けてしまって、金利が上がってしまっているために、なかなか自力で財政再建とか、成長ができないことになってきていると思う。そこは、非常に難しいところである。

白川議長

段々、明日の二日目の議論の感じになってきている。これはこれで非常に大事な議論であるが、今の執行部の説明に対するご質問ということで。

宮尾委員

二つ、手短に。一つは、先程、米国の政治のリーダーシップの話が出たが、今、8日に出てくるオバマ大統領の雇用対策——インフラの整備であるとか、減税であるとか——がどういうものかが期待されている。何か大きなプログラムが出たとしても、議会で下院の共和党がそれを承認するかというハードルがあるのではないかと思う。対策の中身はともかく、何か対策を打って、短期的な支援策、雇用対策が出て、議会でデッドロックになるとみているのか。それとも、そこは上手く乗り越えられるのか、何かその辺の見通しについて、もしご存じであれば教えて頂きたい。もう一つは、欧州だが、実体経済、内需、特に個人消費が少し減速しているというお話であった。一点気になるというか、分かりにくいのは、第1四半期のGDPが欧州は凄く良くて、その反動で第2四半期の個人消費が減速している面もあるのではないか。この資料をみていたら、フランスの自動車の支援策みたいなものの裏が出ている。その裏の部分と、持続的な自律的回復のメカニズムが本当に途切れつつあるのかどうかの見極めが少し難しいと思う。基調的にみて、個人消費が明確にスローダウンしているという理解で良いのかどうか。

大野国際局長

米国なのだが、中身はまだはっきり分からない。ただ、何らかの政策を期待する向きが大きい。問題は、大統領が出した場合に、グリッドロックの状況で、「また議会が」ということにならないかどうかについては、ここは期待的願望なのだが、やはり8月4日の前の時点で、あれだけ政治の混乱というか、共和党と民主党の問題が色々な問題を大きくしたというところについて、米国議会がある程度レッスンを学んで、オバマ大統領が出してきた政策のうち、有効的なものについては、速やかに実行に移して欲しいという期待感は少なくないと思う。ただ、そうなるかどうかは少し分からない。

宮尾委員

減税については多分合意できるのではないか。

大野国際局長

減税は、これは大体織り込み済みの部分だが、1年位前にあった例の輸出振興みたいな話は結局どこにいったのか、という問題がある。競争力強化であるとか、新しい企業促進みたいなそういったところについて、何か出てくるかどうかポイントだと思う。二つ目の個人消費については、第1四半期は非常に色々な特殊要因があった。1~3月と4~6月の坂だけであれば、そこは均してみれば、上半期は良かったということで良いと思う。7月、8月とか、PMI関係のソフトデータがやはり少し良くないところが気になっている。内需のというか、自律的メカニズムというお言葉があったが、欧州については、そもそもそれほど自律的なメカニズムはそう強くはない中で、どれだけ低空飛行でもってくれるかという見通しを、我々は持っていた。そういう中では、内需自体が鳴かず飛ばずとは言わないが、それほど力強く出てこないというのは、今の欧州ユーロの実力として、ある意味で、覚悟しなければいけないところのように思う。そ

ういう中では、ユーロ安が止まったことに伴って、輸出が今少し落ちてきていることの方が、ユーロ全体の成長パスにとっては重要なポイントと思う。内需はそれほど大きく振れない低空飛行ということは、ある程度見込めるのではないかと思う。

白川議長

質問を一つと、それからお願いが一つある。質問の方は、米国の物価情勢をどうみるかである。米国は、コアのCPIを重視しているということで、コアのCPIがどういうように動くかが、QE3があるかどうかを考える一つの重要な論点になっている。それで、図表3をみながら、前年比を四半期ごとにみていくと、コアで1.1%、1.5%、1.8%と、少なくとも数字は着実に上がってきている。ヘッドラインの方は、勿論エネルギーとか食料の影響がある訳だが、コアが着実に上がってきていることをどう理解するのかである。普通に考えると、成長率は高かった訳ではないから、需給ギャップが縮まっていっているということでは必ずしもないように思う。そういう意味では、これはどういうように解釈するのかというのが質問である。

それから、お願いの方だが、直前の議論を聞きながら、自分自身も感じたことなのだが、国際局の報告は、世界中を日本を除いて全部カバーするというなかなか大変な報告だと思うが、局面によって、アプローチの仕方、求められるアプローチがやはり変わっていくのだと思う。米国とか、欧州とか、あるいは新興国について、マクロ経済をデータに即して丹念にチェックして、これはこれで大事な作業であるし、今後ともそれは大事なパートなのだが、しかし、この春先以降特にそうであるが、ギリシャ問題というか欧州のソブリン・リスク問題が、金融市場に、それから実体経済にどのように影響してくるのかということが非常に大きな問題になっている。その時に求められるものは、金融市場局の報告でカバーするような金融市場の話も勿論あるし、それからマクロ経済もあるし、それからそれを全部纏めて考えていく何がしか政治的なプロセスも勿論あるというこ

とだと思う。そういう意味で、個別には各局からレポートが上がってきているのだが、この場で毎回毎回点検していく時に、一応欧州のソブリン・リスク問題について、今言ったような幾つかの角度をみながら点検して、この1か月間どうだったのだろうかというのがあると非常に有難い。限られた時間の中で、どこまでどういうようにするのかという問題はあるが、そこは工夫してもらって、他のパートを多少減らしてでも、少しそういうことをやった方が今は良い局面だというように感じる。これは、なかなか難しい作業なのだが、少し考えて頂けないか。

大野国際局長

お願いは確と承った。CPIの方だが、コアについては、大体1%台の真ん中から少し位のところで高止まっているという感じを持っている。それで、内容をみると、結構増加要因になっているのが帰属家賃である。それを除いてしまうと、大体、年初の1%位から1.5%位のところである。帰属家賃は、どこかで止まってくれると思っているが、まだ7月まで上昇幅が増加しているということだと思う。その他をみると、上昇要因になっていたのは、自動車は少し春先から夏に上がっていたとか、それから衣服関係、衣料品が少し上がっているという感じなので、それほど、コアに対して物価の圧力が増幅しているという感じはない。従って、大体コアもヘッドラインも、例の商品市況等ガソリンを含めてピークアウトした中では、緩やかに伸びは鈍化していくという姿をみて良いように思っている。

白川議長

自分自身もそのようには思っている。ただ、改めて数字をみた時に、将来はそうかなと思うのだが、足許は、今の日本みたいにゼロ近辺で動いている国からすると、1.1%、1.5%、1.8%というのは着実に上がってきているように見える。また、今おっしゃった自動車とかそれから帰属家賃の問題も勿論あるが、しかし、そういう特殊要因というのはいつもあるような気もする。それから、イギリスについても、今は4%を超えていて、付

加価値税の分の前年の裏が消えて、1%強がいずれ消えるけれども、しかしそれでも3%強である。そういうのを考えてみると、先進国の物価上昇、少なくともこれまでの圧力は、なかなかそうそう減衰していないなとも思う。しかし、一方で、景気については、我々自身は慎重な見方をしているから、先々は、物価上昇率が下がっていくという当局の見通しに同感もしているが、改めて少しそういうように思った。これは、また明日になったら議論する話であるが。

ご質問は他にないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

それでは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、事前にお配りした資料-4の参考計表、そして本日お配りした追加資料、この両方を使ってご説明したいと思う。まず、事前にお配りした資料に沿ってご説明したい。

図表1をご覧頂きたい。実質GDPであるが、4~6月のQEが出ている。4~6月は前期比-0.3%、年率が-1.3%になっている。1~3月に比べると、かなりマイナス幅を縮小しているという結果である。中身をみると、純輸出は-0.8%とマイナス幅を拡大しているが、国内需要の方が+0.4%とプラスに転化している。そのプラスの内容であるが、民間在庫投資の増加が+0.3%ポイント、そして公的需要が+0.2%ポイントになっており、製造業部門のサプライチェーンの回復、そして仮設住宅等の復旧投資の増加が反映されたかと思っている。ただ、2次QEが今週末に出るが、2次QEには、先週末に公表された法人季報が反映される。恐らく、後程説明するが、設備投資が少し弱かったので、今週末に公表される2次QEは若干下振れるであろうとみている。因みに、民間のエコノミストの平均的な見方は-0.5%位になっている。

続いて、輸出入である。図表 5 をご覧頂きたい。前月比であるが、まず、輸出は 5 月、6 月とかなり高い伸びとなったが、7 月は前月比+0.3%と、伸びが鈍化している。7 月は船舶が大幅に減少したといった一時的要因もあるが、このように伸びが鈍化してきた主たる背景は、輸出が概ね震災前の水準を回復し、供給制約の緩和に伴うリバウンド局面が終わりつつあることと考えている。輸入の方であるが、7 月も+1.9%と、燃料あるいは資本財を中心に引き続き増加している。四半期でみると、7 月の 4~6 月対比は輸出が+7.4%と、輸入の+3.2%を上回っているので、恐らく 7~9 月は外需でみればプラスに転じると思う。輸出について、財別に図表 7 で確認しておきたい。三つほど特徴を申し上げたい。まず、5 月、6 月と相当大きく増加した自動車関連あるいはデジカメ等の消費財は、7 月にある程度減速してきた。二つ目は、資本財・部品であるが、7 月は減少に転じている。これは船舶の減少もあるが、それを除いても、少し減速傾向が窺われると思っている。中でも、ここにきて、N I E s 向けの半導体製造装置の減速化が強まっているといった情報が聞かれている。三つ目の特徴は、情報関連である。情報関連については、私は 2 か月ほど前から「心配だ、心配だ」と言っているが、なかなか数字が減らなくて、実は 7 月も前月比+3.0%と増えている。ただ、先程も国際局のところで議論があり、後程生産のところでもご説明するが、やはり米欧のパソコン、あるいはテレビ関連の需要は少し弱いという情報が聞かれているし、半導体市況も弱いという感じであるので、やはり注意が必要だと考えている。では、今後、当面の輸出についてどう考えるかであるが、自動車は少なくとも年内は震災で落ち込んだ海外市場でのシェア回復、あるいは在庫の補充ということを企図して、輸出を増加させるという方針を示しており、これは、そこそこ堅いかなとみている。在庫について言えば、大手メーカーでは、通常の在庫残高の半分位まで減っているの、この辺りを補充していく方針を持っている。気になるのは情報関連であるが、企業の声は、決定的な見方がなくて、今のところミックスという感じである。例えば、パソコン向けとか液晶テレビ関係は少し弱気化しているほか、スマートフォンについ

では、一頃思っていたほどは強くないという声もある。一方、例えば、新型の iPhone は、10月位に出てくるのではないかと言われているが、これに関連した企業からは、受注が増えているという話もあり、ミックストということである。従って、一応全体としてみると、情報関連は伸び悩みは予想される訳であるが、目立った落ち込みは取り敢えず回避されるのではないかと、というのが現時点での私共の判断である。そうなると、輸出全体では、自動車は取り敢えず年内は増えると思っているので、これまでよりはペースを緩やかにしつつも、取り敢えず増加基調が続くとみている。ただし、海外経済がどうなるか、かなり不確実性が高いので、思った以上に減速する場合、まず情報関連辺りから影響が出てくる。自動車は、年内は輸出がもったとしても、結果的に現地の在庫がたまって、年明け以降に輸出を絞らなくてはならない、こういうリスクは結構あると思っている。

続いて、本日お配りした追加資料で、企業活動についてご報告する。収益・設備投資周りについて、追加資料の図表 2 に法人季報の 4~6 月が出ている。いずれも、少し利益が下がったということである。図表 2 の 4 面図でみると、製造業も少し減益になっているが、非製造業の減益が目立っている。非製造業大企業については、電力の減益、中堅中小については個人向けサービスの落ち込みを反映したものと一応理解できると思う。ただ、4~6 月は収益が落ちているが、その後、経済活動が持ち直してきているので、恐らく 7~9 月には持ち直してくるであろうと考えている。図表 4 で、企業マインドを確認しておきたい。8 月の企業マインドの月次指標が大体出そろった。総じてみれば、改善傾向が維持されていると思っている。ただ、仔細にみると、若干改善が足踏みしているものもあり、例えば、大企業について言うと、帝国データバンクが 7 月の 37.7 から 37.3 に若干下がっている。また、中小企業についても、商工中金、帝国データバンクも若干下がっている。コメント等を聞くと、為替円高の影響が先行き懸念されるという声が増えているようである。今後の動向については、そういう意味で、注意してみていく必要があると思っている。

次に、設備投資について、図表 5 に沿ってご説明したい。法人季報の 4

～6月であるが、前期比は-6.6%と、比較的大きめのマイナスになっている。震災直後、設備投資が落ち込んでいたことを示すものかもしれないが、例えば、資本財総供給は4～6月が+4.2%と増えているので、対照的な動きとなっている。どちらが正しいかについては、恐らく真実は中間にある訳であるが、先行指標の機械受注あるいは建築着工床面積をみても、1～3月、4～6月と増えていることから、法人季報はサンプルの問題もあるかもしれないので、実勢よりやや弱いかなと思っている。サンプルの問題ともう一つの仮説は、今回、震災で設備を毀損した企業が結構あったかと思うが、それを修復する際に、資本財の出荷には結び付くが、会計上、修繕費として扱っているところもどうやらあるような感じがある。通常、設備を除却して、新設投資に振り替える形で計上する方法を採るが、修繕費として扱っている可能性があるように思う。それが仮説の一つである。資本財総供給をみると、7～9月は4～6月対比で+3.2%と、まだしっかりと増加しており、震災前の水準を上回ってきているので、設備投資は、基本的には持ち直しは明確化してきていると思う。先行指標についても、少し振れはあるが、増加基調が維持されていると判断している。

ご参考まで、9頁の参考図表で電力をご説明しておきたいと思う。7月の電力の統計が入ったので、どのようになっているかをご説明する。(1)は全国の消費量であるが、これをみて分かるように、東北電力と東京電力で減っている。その東京電力について、(2)をご覧頂くと、白いところが業務用でデパートとかである。斜線が産業用で工場、点々が電灯で家庭ということになる。ご覧頂いて分かるとおおり、いずれの分野もしっかり節電が行われている。7月まで数字が入っているが、いずれの分野も努力が行われているということである。4月から減っているのは、これは例の計画停電とかがあったことで減っているが、7月も総量としては電力消費が相当落ちている。節電が進んでいる。(3)が曜日当たりの推移、(4)が時間当たりの推移であるが、曜日当たりでも時間当たりでも、平準化が行われながら、かなり節電が行われている。この結果、ピーク需要のところでは何とか節電が対応できたということではないかと思う。冬の電力需

給についても、少し不足するというのが基本的な見方ではあるが、ある程度節電していけば対応可能であって、今のところ企業でこれを心配しているという声はそう聞かれない。

事前の資料に戻って頂いて、個人消費について、図表 22、図表 23 をご説明したいと思う。図表 22、耐久消費財であるが、先に良くなっていた家電であるが、7月は若干頭打ちになっていて、8月は結構反落していると聞いている。家電については、地デジ対応の駆け込み、あるいは節電消費ということで、かなり増えていたが、これが一巡してきたかなと思う。一方で、自動車については、順調に回復してきている。恐らく、これからも自動車会社からみれば挽回販売みたいなことになるので、もう少し増えていくと思う。図表 23、百貨店あるいはスーパーは、大体震災前の水準を取り戻してきたと思う。コンビニはかなり増えているが、これは、たばこの供給制約がなくなったとか、あるいは夏に飲料が結構売れた、こういうことだと思う。サービス消費については、なお相対的に弱いですが、旅行も含めて、緩やかな改善傾向にあると思う。旅行は6月までしか入っていないが、夏の国内旅行について大手に聞くと、前年比でみると、まだマイナスであるが、一桁台の減少位まで持ち直してきたという声を聞いている。このように、消費全体としてみると、一部にはなお弱さが残っているが、全体としては持ち直していると評価できると思う。ただ、先程、家電のところでも申し上げたが、節電対策による盛り上がりとか、あるいは供給制約の緩和によるリバウンドという局面は段々終了しつつあるので、今後の消費は、徐々に雇用・所得によって決まる局面へ移行してくると思う。そうなると、盛り上がりは欠くが、雇用環境が徐々に改善していくことから、底堅く推移していくのではないかと考えている。

次に、住宅である。図表 25、住宅の着工戸数は、7月は 95.5 万戸と、かなり高い水準となった。2009 年の初め位の水準に持ち直している。これは、震災後止まっていた着工の申請が、建設資材等の供給制約が緩和してきているので、やや纏まって再開されたことが影響している。今後、こうした着工の増加が実際の進捗に結び付いていくことで、経済活動を下支

えしていくと考えている。

次に、生産である。鉱工業生産は、大体輸出と同じような動きになってきている。図表 27、5 月、6 月と前月比でかなり高い伸びとなったが、7 月は前月比+0.6%と、小幅の増加となった。水準的にも、概ね震災前の水準に復してきており、やはり今後は需要の影響をより受ける局面へ移行していく。予測指数は、8 月が+2.8%で 9 月は-2.4%と、9 月が落ちていることについて大丈夫かという声が結構上がっている。基本的に、これは業種的には自動車の振れによる面が大きいですが、私共としては、その主な背景は、自動車会社が休日を土日から木金に振り替えたことによって、8 月の稼働日が増え、9 月の稼働日が減るという季節調整の問題かなと考えている。10 月には、自動車の生産がまた増えるということであるので、このこと自体について、そう大きく気にしている訳ではない。若干気になるのは、先程申し上げた電子部品・デバイスの動きであり、7 月の生産・出荷は幾分また減少になっているし、在庫は若干増加している。図表 28 の(3)生産予測指数の修正状況であるが、大体景気が悪くなると下振れる傾向があり、震災の時は相当下振れて一旦戻ったが、足許また若干下振れ気味となっている。自動車は、むしろ上振れている感じがあるので、下振れの大きな要因は、電子部品・デバイスということで、この辺りも少し気になるところである。今後の生産については、企業ヒアリングによると、実勢ベースで 7~9 月は前期比一桁台後半の増加、10~12 月はそれに比べると減速しつつも一桁台前半の伸びとなるという姿が一応維持されている。自動車については、輸出で先程申し上げたが、国内向けも受注残が結構積み上がっているという話がある。大手では、通常の 3 倍位積み上がっているということであるので、やはり 10~12 月は挽回生産で取り敢えず増えるのではないかと思っている。電子部品についても、先程輸出のところでも申し上げたが、自動車向けもそこそこあるので、やや伸び悩みつつも生産は幾分増加するのではないかというのが現時点での総合的な見方である。ただし、基本的には、下振れリスクに注意が必要と思っている。

続いて、雇用である。図表 31、雇用は、労働需給、求人倍率について

は、緩やかに改善しつつある。一方、雇用者数の前期比は大きく変わっていない。一番下の毎月勤労統計の常用労働者数については、小幅のプラスが続いている。労働力調査の雇用者数は、5月、6月が+1.1%の後、7月は-0.2%と弱い。これは2か月ごとにサンプルが変わるという影響であり、均してみれば、そう大きな変化はないのではないかと考えている。経済活動が上がっているが、基本的に雇用はそんなに減らなかったのも、今のところ労働時間の増加で対応されているということである。毎月勤労統計の所定外給与をご覧頂くと、5月は前年比-2.3%であったが、7月が+0.8%と、時間はそこそこ回復してきていると思う。ただし、まだ賃金は全体的に弱い。夏季賞与をご覧頂きたい。6月に続いて、7月までで夏季賞与の全体が大体決まった。図表 35 にあるとおり、今年の夏季の賞与は若干マイナスになった。大企業については、アンケートでみられるように強かったが、震災で収益が落ち込んだ影響が夏も中小企業に出ているということである。恐らく、大企業はこの冬になって少しラグを持って出てくると考えている。

最後に、物価についてご説明したい。図表 40、まず、国内企業物価の7月である。3か月前対比であるが、国際商品市況の動きを反映して、プラス幅が縮小して、ほぼゼロまで来た。当面、横這い圏内で推移すると考えている。消費者物価であるが、今回、基準改定があった。まず、図表 43 をご覧頂きたい。基準改定後のグラフはこの太い線で、除く生鮮である。基準改定前が細い線に丸のついたものである。大体、基準改定によってゼロ%台半ばないし後半の下振れとなり、7月が前年比で+0.1%になった。新しい基準の前年比をみるとマイナス幅の縮小が続いて、足許、概ねゼロ%という評価かと思う。基準改定の下振れについて若干コメントするので、図表 44 をご覧頂きたい。これは、リセット効果とウエイト効果等々の寄与度分解であるが、基本的にリセット効果で下がっているが、今回はウエイト効果による押し下げも 0.2~0.3%ポイントあった。これは、基本的に、昨年エコポイントの効果でテレビを中心に、価格下落の大きい家電のウエイトが一時的に大きく高まったことが主因であると考えてお

り、品目別にみれば、シャドーのテレビ、あるいは格子のその他耐久消費財の押し下げ寄与が大きいところにそれが表れている。こうした、たまたまエコポイントで上がったことを除けば、前回の基準改定、これは0.4%ポイント位下振れているが、それと大体同じ位と考えて頂ければと思う。先行きのCPIをみるうえで、図表46、基調的な物価変動の動きをみると、(1)の除く食料およびエネルギーでみても、(2)の刈込平均でみても、極く緩やかではあるが、改善傾向にあると思う。これはマクロ的な需給バランスの改善を反映したものと考えているが、今後も当面こうした傾向は続くであろうと思っている。食料・エネルギーについては、図表45、食料およびエネルギーで合計すると、7月で+0.46%ポイントの寄与がある。これは、当面、恐らく年末にかけてゼロ%台半ば位——もう少し強いかもしれないが——のプラス寄与が続くのではないかと思っている。ただ、来年春にかけては、本年春の石油製品価格上昇の裏が出てくるので、この辺りのプラス幅が縮小する。また、昨年10月以降、押し上げに作用してきたたばこ、損害保険料のプラス寄与は+0.3%ポイント位あるが、これが10月以降剥落することになる。この辺りを総合すると、当面、除く生鮮ベースで、マイナス領域の可能性も含めて、ゼロ%近傍で推移するということかと思う。

以上、簡単に纏めると、実体経済については、供給制約がほぼ解消する中で、輸出や生産が概ね震災前の水準を回復するなど、着実に持ち直してきていると判断している。今後は、徐々に需要動向に左右される局面に入っていくということである。この点、海外需要の動向が気になるところであるが、基本的には、輸出と国内の復興需要が引っ張る形で、緩やかな回復経路に復していくというシナリオを今月も維持している。少なくとも、当面は、需要動向に左右されるとはいえ、自動車が挽回生産していくということであるので、経済活動自体は切り上がっていくであろうとみて良いと思う。ただ、海外経済の動向を中心に、下振れリスクに注意が必要である。消費者物価については、当面ゼロであって、プラス基調が定着するには、なかなか時間がかかりそうかなと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

今回のC P Iの基準改定だが、ウエイトの変更と品目の入れ替えがあった。総務省のこの分類を1年以内を買うもの、毎月買うもの、半年ずつ買うもの、すなわち、頻繁に買うものと、滅多に買わないもの——1年以内を買わないもの——とに分けてみてみた。頻繁に買うものだけを括ってみると、なんと7月の前年比が+0.8%である。

前田調査統計局長

1年以内のものか。

亀崎委員

1年以内、要するに、頻繁に買うもの、である。滅多に買わないもの——自動車、パソコン、ゴルフバッグなど——と帰属家賃——帰属家賃は別なので——を除いて、一つの群にしてみた。すなわち、1年以内に1回以上買うもの、というように。これを分けてみたら、7月の前年比は+0.8%である。また、計算してみたら、テレビ、携帯型オーディオ、電子辞書、パソコン、プリンター、カメラ、ビデオカメラのウエイトが以前の100/10,000から160/10,000に増えている。これがなんとテレビで-29.8と、パソコンで-40.幾つと下がっている。今、頻繁に買うものの前年比が+0.8%と言ったが、C P I（除く生鮮食品）の前年比が新基準では+0.1%で、差は0.7%ポイントある。その0.5%ポイントはこの分が下げている。他に一杯ある。パスポートや旅行用かばん、レンタカーなど一杯あるが、こういうものは0.2%ポイントしか下げしていない。そうすると、年に1回も買わない、非常に限定されたものが、この狭い数字の中で大きく0.5%ポイントも動いている。すなわち、「C P I = デジタル家

電品の動き」みたいである。こういうことをみると、一体C P I というもの——我々はC P I を勿論みているが——をどうみるかである。調査統計局長として、こういった基準の改定をどういうように考えるのか。

木下理事

お話を伺っていて思ったのは、生活意識に関するアンケート調査があるが、あれが委員のおっしゃっていた毎日買うものに大体見合ったものになっていると思う。予測が大体1%位であったので、そういうことかと思う。これは、主婦のお財布からキャッシュが出ていくことに対応した統計だとすると、そうかなと思うが、一方で、時々しか買わないパソコンとか何かであっても、例えば、私共の生活でみると、パソコンを使ってその効用を得ている時間帯は非常に長いので、それを組み合わせてみると、やはり総務省の統計の作り方みたいになってくるのではないかと考えている。

前田調査統計局長

私も、それ以上はないが、今おっしゃったことは、実は、総務省では、1年以上と1年未満だけではなく、1か月以内など色々出している。

亀崎委員

半年に1回だとか、2か月に1回だとか。

前田調査統計局長

半年に1回や1年に10回など、色々ある。短くすればするほど、生鮮食品とか、ガソリンの価格になっていく。長くすればするほど、おっしゃるように耐久消費財の価格になっていく。こういうことであるが、今、亀崎委員がおっしゃったのは、そういう状況ではなく——基準改定をどう考えるかということよりも——、むしろ消費者物価自体をどう考えるかということであると思う。基準改定自体は、この消費者物価が仮に正しいとすると、やはりウェイトが古い指数だと少しおかしかったので、それは

正しい数字になったのだということだと思う。そうすると、そもそもその耐久消費財みたいなものを入れたものをどうみるかとか、あるいは、パソコンのヘドニックをどう考えるかとか、それはかなり深遠な話になってくるのではないかと思う。国民の生活物価観ということからすると、先程、木下理事からも申し上げたように、そういう1年以上のものを除いたものが多分合っていて、それは、色々なインフレ予想などのアンケートをみると高い。そちらに左右されているのだと思う。そう言ったうえで、逆に下がったものだけ除くのが良いのかどうか、例えば、耐久消費財だけ除く、要するに下がったものだけ除いてしまうことが本当に良いかどうか、という議論もあるかと思う。亀崎委員がおっしゃったのは、下がったものだけを除けば+0.8%かもしれないが。

亀崎委員

下がったものではない。滅多に買わないものの僅か数品目、例えば、テレビだけでも今回は10,000点中97点のウエイトを持っている。それでこのところ30~40%下がっている。これだけで0.3%ポイントである。CPIが——1%あれば良いが——僅か0%近傍というところで、テレビだけで0.3%ポイントもいくのかと。これは私の全くの感覚だが、+0.8%という状況を見ると、デフレから脱却しかかっているかもしれない。こういう状況で、ほんの一部——テレビ——だけで0.3%ポイントも下げる、10品目もないデジタル家電品だけで0.5%ポイントも下げるということをみた時に、本当におっしゃるように、CPIをどうみるかということが、CPIそのものがそういうものであるということが一般には分からない。先程おっしゃったような「生活意識に関するアンケート調査」をみると国民の物価観が分かるが、専門家がみているCPIは、インフレを予想するに当たりそれだけ重要に使われているものなので、こういう表し方で本当に良いのかという違和感を、今回、みればみるほど思う。

前田調査統計局長

私が、先程、申し上げようとしたのは、下がっているものも上がっているものもあるので、どこで分けるのかという問題もある。亀崎委員がおっしゃるように、1年で分けるべきなのかどうか、というところもあり、難しい。

亀崎委員

1年ではなくて、1年で1回も買わない数品目である。

前田調査統計局長

1年に1回が僅かなのか、2年に1回が僅かなのか、半年に1回が僅かなのか、そういう価値判断がかなり入ってくると思う。例えば、先程、図表46でご説明した刈込平均は、もう少し機械的に上がっているものも下がっているものも除こうという考え方でやっている、もう少し客観的なものであるが、そうなると大体0%になってきたということである。

亀崎委員

例えば、自動車はウエイトが40前後しかなくあまり動かないので、ほとんど影響ないが、僅か数品目で0.5%ポイント動くというのは、何も特別選んだ訳ではないが、ほんの数品目が一貫して下押しているところに、これだけをみていて良いのか何となく違和感を感じる。

白川議長

物価指数の使い方、あるいは情報発信のうえでの利用の仕方について、私自身も他の委員の方も意見があると思う。明日、最初の意見陳述というか、その後の意見交換の中でも扱いたい。私自身も、亀崎委員がおっしゃったこととは別の観点もあるが、今、亀崎委員がおっしゃった点は予めから関心を持っている。いずれにせよ、物価指数というものについての考え方には色々な論点が確かにあるように思う。

森本委員

図表 16、事前に配付して頂いた企業マインドのところである。QUICK短観など色々あり、この8月の数字をみると、電力制約もあるし、為替の円高も進んできている、欧米経済も少し不透明になってきた、調査時点がいつか、8月のどの辺なのか、7月の後半位も入っているのかもしれないが、色々な制約要因からすると、割合良い数字だと思う。調査統計局として、生産や輸出の戻り傾向がマインドに相当働いて制約要因を消しているのか、その辺の解釈はどうか。これから少し悪くなっていくという感じなのか。

前田調査統計局長

おっしゃるとおりだと思います。電力の問題については、勿論、幸せか不幸せかと言われれば、不幸せではあるが、何とか生産活動の…。

森本委員

私は言いにくいですが…。

前田調査統計局長

制約要因にならずに済んできたということが、段々明らかになってきて、取り敢えず、輸出も今のところ増えている、生産も増えているということで、中小企業も含めて先々心配だが、足許までの状況をみれば、やはりどちらかと言えば、改善であるという声が多いと思う。調査時期で言うと、QUICK短観やロイター短観は8月の前半部分なので、まだ十分に円高などの影響が含まれていないかもしれない。多少、織り込んだとしても、急にマインドが悪化しているという感じでは、今のところないのではないかと考えている。

森本委員

欧米経済の不透明感も、まだそんなに強く意識されているような状況ではないという感じか。この段階では。

前田調査統計局長

懸念の段階である。勿論、先程も申し上げたように、情報関連とかの一部はやはり弱い。あるいは半導体製造装置などは少し弱いという話は実際の受注で出てきている感じはあるが、全体に広がっているかと言えばまだ懸念の段階にとどまっているということだと一応判断している。

中村委員

今の話とも若干関連する自動車についてだが、受注残や在庫復元のほか、日本車のシェアはかなり低下しているので、挽回しなければいけないということで、暫くは自動車の生産、出荷が強いということであるな。その中において、欧米の経済の先行き——年内だが——については、自動車メーカーは勿論懸念していると思うが、それを先行きの出荷との関連でどの程度とみているか。

前田調査統計局長

自動車については、基本的には米国向けの輸出が多い。米国については、今年の販売台数について、米国の調査機関では、結構個々に下方修正などを行っている。それに比べると、日本の自動車メーカーは、元々、少し慎重目にみていたので、あのような下方修正に比べると、下方修正の幅はまだ限定的にとどまっている。とはいえ、やはり少し弱いことは気にし始めていると思う。ただ、需要は少し気になるところであるが、とにかく震災で売れなかったので、インセンティブを拡大してでもやはり今年の後半は売るという感じが結構あり、それが不発に終わった時が少しリスクとして怖い。需要が落ちそうなことを懸念しつつも出すという姿勢をまだ維持しているので、そこが外れた時は怖いというのが、我々が一番気にしているところ

ころである。

中村委員

私も、失ったシェアをとにかく元に戻すのだという姿勢がかなり強いという話を聞いている。

前田調査統計局長

船会社に聞いても、やはり年内辺りは相当増えるということはかなり確実そうである。ただ、彼等も年明け以降は大丈夫なのかということに心配しているようである。

宮尾委員

物価の先行きだが、先程のご説明で、食料・エネルギーなど商品市況の影響が来年に入ると剥げ落ちてくるという話があったかと思う。その剥げ落ちてくるのが、少し早まる可能性、リスクはどの位みられているのか。わりと問題になる燃料のサーチャージは、3か月ごとだが。

前田調査統計局長

3～4か月ごとである。

宮尾委員

7月のCPIの内訳でぽんと上がった部分があったが、10月に燃料サーチャージがまた下がるという報道というかコメントを聞いたことがある。そうすると、3か月、4か月前の商品市況の下落あるいは落ち着きというのがあって、その時たばこ税の寄与も下がる。要するに、年後半のそういう商品市況のパススルーが早めに剥落するリスクはどのようにみていたら良いのか。

前田調査統計局長

早めにというか、石油製品の方がもっと早くなるはずである。サーチャージはラグがあるが、石油製品はそんなにラグはない。実は、石油製品、原油も昨年も秋に下がっている。昨年秋にかけて円高も進み、前年比で見ると取り敢えず、何とかそんなに急には下がらない。レベルとして少し下がったとしても、前年比でみた場合に、急にプラス幅が縮小するという感じではないとみている。あと電気代などは、やはりもう少しラグがあるので、そこはもう少し遅れて転嫁されるので、何とかそれを持たせるということだと思う。はっきり出てくるのは年明け以降だと思っているが、これも原油がどうなるか、あるいは為替がどうなるかというところに大きく左右されると思う。

白井委員

節電のインパクトだが、表向きは生産も続いているし、輸出も増えているということで、大きな影響がなかったと言えるが、実際のところ、どうだったのか。例えば、休みの日を替えたり、皆さんにとって色々不快なことなどもあったかと思う。それから、7月、8月だが、何回も繰り返せるようなものではないと思う。目にみえるところだけではなく、全体としてこの節電というのはどういうインパクトがあったというようにみれば良いのか。

前田調査統計局長

それは経済活動にということか。

白井委員

例えば、生産性やどこかに出ていないのか。全くないと言い切れるのか。

前田調査統計局長

そうではない。

白井委員

なければ、繰り返せるので。

前田調査統計局長

生産活動、経済活動に大きな制約にはならなかったという言い方をしているが、当然ながら、非効率性は色々なところで生まれている。誰も日曜日に出勤したくないのに来ているとか、何も朝7時に来たくないが、来ているとか。これは、マクドナルドの原田社長がテレビでおっしゃっていたが、一日の中でどこで売れるのかが読めなくなって、その結果、商売の機会を逃してしまった、それが売上減少に繋がっているということもある。そういうところが、限界的にやはり色々なところを出ているのではないかと思う。これが最適とか、これが何も変わらないということを上げている訳では全くなく、GDPとか生産というその数字だけをみた場合に、そんなに大きな影響が出なかった。百貨店なども意外と売り場はクーラーが効いていて涼しいが、どうも裏方は空調がかなり切られていて暑かったとか、色々な話を聞くので、先程から申し上げているような感じである。いずれにしても、まだデータも揃っていないし、揃ったとしても2か月、3か月の数字で分析できるものではなくて、これが3年も4年も続けば、分析はできるかもしれないが、そんなに分析に堪えるものではないかと思う。

白川議長

先程の企業マインドについて、全く同じ疑問というか、これだけ円高騒ぎがあったわりには、変化という点では意外に改善しているのはどういう意味があるのだろうかと思う。それはそれで、引き続き考えていくが、消費者コンフィデンスについても、図表24で、折々コメントしてきている景気ウォッチャー調査の今の数字そのものは、かなり高くなっている。景気ウォッチャー調査をそもそもどういう統計としてみるのかということ

は予てから問題意識として持っていた。この辺は、少し特殊要因があるのかという気はするが、どのように読めば良いのか。

前田調査統計局長

景気ウォッチャー調査であるか。

白川議長

コンフィデンス指数でみると、例えば、生活不安度指数は比較的高めに出ていて、一方、日経消費予測指数や消費者態度指数はそれほどでもないというような感じがする。少なくとも、景気ウォッチャー調査はかなり高い数字になってきている。これはどうみれば良いのか。

前田調査統計局長

これは、実は、我々も正直言って、完全に理解している訳ではない。一つは、景気ウォッチャー調査は、一応変化を聞くことになっているので、相当悪い頃に比べたら、良くなったという部分がもしかしたらあるかもしれない。もう一つ、そのうえで、実は今、景気の現状判断が相当良くなったが、先行きが少し垂れていたりして、そういう意味で言うと、良くなる局面は徐々に終わりつつあるということを皆さんが感じ始めている感じもあるので、ここからどんどん良くなっていくというよりも、そこそこ震災のショック・傷は癒えたというところまで戻ってきた、という程度に理解しておく方が良いのではないかと思う。ただ、全般的に消費者コンフィデンスはどちらかというところはまだ改善傾向であり、これはやはり基本的に労働需給、雇用環境は少しずつ良くなってきているということも影響してくると思う。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境等に関する報告(資料-5、7)

白川議長

金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは、事前にお配りしてある資料集のうち、資料-5 と資料-7 を使わせて頂きたいと思う。まず、資料-5 の参考計表であるが、宜しいか。図表 2 をみて頂いて、エコノミストによる C P I の予測値である。新しいデータが入ってきているのは上段の方で、そのうち (2) で年度の見通しをみて頂く。2010 年基準でみて頂くと、8 月調査は、8 月初め頃の調査であるが、2011 年度の C P I 見通しが -0.2%、2012 年度が -0.3% と、いずれもマイナスであり、かつ 7 月調査から 0.2% ポイントずつ下方修正されている。2005 年基準での見通しは、7 月から 8 月にかけて変化していないので、2010 年基準見通しの下振れは、基準改定による下押し効果についての見方が、実際に基準改定が近付いてくるにつれてより大きくなったことによる面が大きいと考えられる。図表 3 であるが、こちらは市場関係者の予想である。Q S S 調査の直近データは、調査時点が 8 月下旬であって、C P I の遡及改訂値が明らかになった後の調査である。今後 1 年間の予想については、これは基準改定だけが理由の全てかどうかははっきりしないが、いずれにしても若干のマイナスに転じている。真ん中の細い線、1 年先から 2 年後までの 1 年間の平均値もやや下向きとなっている。ただし、そういう中でも、一番上の太い線、2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値の中長期の予想についてはあまり動いておらず、引き続き +1% 程度で推移している。以上、インフレ予想については、直近のエコノミストや市場関係者の向こう 1~2 年の予想が、C P I の基準改定などを背景に幾分低下しているが、中長期の予想については引き続き安定しているとみておいて宜しいかと思う。

次に、図表 4 である。今の新基準の C P I で計算した実質コールレートの水準を確認しておく。実質コールレートの水準を、実質成長率のトレン

ドとの関係で評価したのが図表 4 である。両者の差を取った (2) のグラフ、その中でも一番太い線だけご覧頂ければ宜しいかと思う。引締まり、緩和の境目であるゼロ線よりも若干上にあって、引締まり領域に位置している。従来は、もっとゼロ線に近いところにあったのだが、今回の C P I の下方改訂によって幾分上方シフトしている。少し違った計算方法で、図表 5 の (2) をみて頂くと、こちらは丁度ゼロ近辺、概ね中立的な水準にある。ただし、図表 6 であるが、今度はテイラー・ルールを使って実質金利の水準評価をするというやり方だと、図表 6 の (2) も、図表 7 の (2) も、ゼロ線よりはややはっきりと上、すなわち引締まり的な水準になっている。以上のように、コールレート自体は極めて低い水準で推移している訳であるが、実体経済活動や物価との関係で評価すると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があり、その減殺の度合いは基準改定後の C P I を踏まえると、やや強まった方向に認識し直す必要があるということかと思う。

次に、資金調達コストである。図表 9 には、貸出、C P、社債の金利が描いてあり、それらを加重平均した総資金調達コストが太い黒の線である。同じものが下段に要因分解付きで示されている。ずっと低下傾向を続けてきて、実は 2 か月前に低水準ながら、方向としての低下はそろそろ止まってきたのではないかという判断を一旦した。しかし、今月の動きをみると、また少し緩やかではあるが、低下しているように認識できるように思う。ここでは紹介していないが、手許で季節調整をかけてみると、月々の振れが均されて、一旦フラットになりかけたものが、足許、再び若干低下しているという感じが、もう少しはっきり出てくる。そういう動きになってきたのは、2 年から 5 年辺りのベースレート、スワップレートが今年の初めまで一旦上昇した後、この数か月間は低下傾向にあって、そのベースレートの低下が、このところ貸出金利に徐々に反映され始めているという状況が金融機関からのミクロ情報でもある程度確認できているところである。その貸出金利であるが、図表 10、太い線が短期、細い線が長期である。このうち、長期の方をご覧頂くと、直近 7 月が 1.131% と、これは過去最

低水準になってきている。それから、図表 11 の C P 発行金利、図表 12 の社債発行金利、この辺りは特に今月ご紹介すべき動きはない。引き続き低位で安定している。以上が企業の資金調達コストであった。

それでは、図表 14、ボリューム、資金調達量にいきたい。民間部門総資金調達は、直近 7 月分の前年比が -1.0% と 6 月よりも 0.1% ポイント、マイナス幅が縮小している。ただし、四半期でみた今年前半のマイナス幅の縮小ペースに比べると、足許、そのペースは幾分緩やかになってきているということかと思う。銀行貸出の内訳をご覧頂くと、7 月であるが、地銀・地銀Ⅱの前年比が +2.0% とプラスになっており、かつプラス幅が拡大傾向にあるという点が特徴である。震災後、さらに強化されてきた各種保証制度の利用が増えていることとか、潤沢な預金を背景に都市部、大企業向けの営業活動を強化しているといったことが基本的な背景である。全体として、資金需要自体がはっきりと強まっているという状況ではなさそうである。それから C P ・社債についても、データをみて頂くと、7 月の末残前年比が +2.0% であって、これまでと概ね同様の小幅なプラスが続いている。このうち電力の社債については、投資家と目線が合わず起債ができない状態が続いているので、社債から C P への振り替わりが起きている。その社債全体の 8 月の発行額であるが、2,800 億円という数字が入っている。これは今申し上げたように、電力の起債が途絶えていることや、そもそも月々の振れもある程度あるということを考えて、8 月としては必ずしも低い水準ではない。また、発行銘柄も A 格で久々の起債が相次いでいるほか、B B B 格も引き続き発行されており、広がりが見られている。発行環境は良好と行って宜しいかと思う。なお、電力であるが、当面起債の目途が立っていないが、これはあくまでも賠償負担の分担金とか今後の原発稼働などを巡る電力固有のキャッシュ・フローの不確実性によるものであるので、社債市場の起債環境そのものとは、切り離して評価しておく方が適切かと思う。

次に、企業金融関連の D I を確認していく。図表 20、企業からみた金融機関の貸出態度判断であるが、日本公庫調べの中小企業、月次の指標が

8月分は25.2%ポイントとなっている。前月より幾分悪化しているが、振れを均してみれば、改善傾向にあるという判断でこちらは良いと思う。一方、資金繰り判断であるが、これについては、日本公庫調べの中小企業が8月は-5.2%ポイント、商工中金調べが8月が-4.8%ポイントと、ともに悪化しており、特に日本公庫調べの方は悪化幅が大きめであった。前月まで、震災後の資金繰り悪化局面からはかなり改善してきており、もう一息というところまで来ていたのだが、今度は足許資金繰り悪化の理由として、採算の悪化あるいは利益の悪化ということが挙げられている。月ごとに振れがある指標ではあるが、円高の影響などが多少出てきている可能性があるため、やや注意をしてみていく必要があるようである。

それから、マネー関連である。図表25、マネタリーベースであるが、7月は前年比+15.0%となっているが、その後8月分の数字が出ているので申し上げておくと、+15.9%と、これまでと概ね同様の伸び率であった。7月に比べて若干であるが伸び率が高まっているが、これは日銀当預の伸び率が高まったことによるものである。マネーストックについては、データがこれはまだ7月のままであって、ご覧のようにM2で+2.9%と、3%程度の動きが続いている。

以上、金融環境全体として纏めると、今月も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という、これまでと同様の評価になるかと思う。二点ばかりポイントを申し上げると、一点目は、一旦下げ止まったようにみえていた貸出金利——それを含めた企業の資金調達コスト——が、直近は緩やかながら低下しているとみることが適当と判断されること、二点目は、「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」と言わなくても良くなるのではないかと思っていたのだが、その期待は今月のデータをみる限りにおいては裏切られている。そういう方向で判断することは、今月はできない。むしろ逆に、円高の影響などに当面は注意が必要かということかと思う。

この資料は以上で、それでは、もう一つの資料-7で、成長基盤融資が今月は3か月に1回の実行月になっているので、極く簡単に数字で今の状

況を説明させて頂く。まず、元々あった3兆円の規模の方の実施結果であるが、今回は5回目である。1,395億円が、今回は本日——9月6日——付けで貸付になっている。総枠3兆円を超えないように、借入希望額を按分した結果、残高は29,999.8億円ということである。このように枠一杯になることを予想された状況を踏まえて、これまでのスキームで支援しきれなかった出資やABLなどを支援するというので、今回から特則分、総額5,000億円の実行も始めている。今回、最初の特則分の貸付であるが、ご覧のように381億円あった。貸付先は大手行3先、地域金融機関等14先の合計17先であった。ABL等の担保種類をご覧頂くと、売掛金、それから製品・商品が多くなっている。それ以外にも、多様な担保が利用されていることがお分かり頂ければと思う。それから、1件当たりの金額であるが、ABL等の平均が0.9億円とあって、本則の2.0億円よりは小口になっている。個別案件の期間についても、ABL等は1.1年と、本則の6.5年よりはかなり短期である。ABLを対象とするからには、小口で短期のものも支援していく必要があるという判断のもとに、特則分の制度設計をしたので、意図した効果が現れていると考えることができると思う。現状、日本のABL市場がそれほど大きくないことなどを踏まえると、初回としてはまずまずの滑り出しだったと言えるかと思う。本措置の導入を受けて、ABL活用に向けた勉強とか、準備を進めている金融機関もあるので、今後、本措置がさらに活用されていくことを期待したいと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

先程の中小企業の資金繰りのところで、8月のデータについては、採算悪化の影響が出ているのかもしれないということであった。細かいことで恐縮なのだが、この回答時期は、8月の中旬とか下旬とか、分かるのか。

8月のどの辺りまで入っているのか。

門間企画局長

日本公庫については、8月中旬時点ということになっている。それから、商工中金の方であるが、これは後で確認する。

宮尾委員

分かった。数字の読み方なのだが、日本公庫の方は水準で下がったというか、前月との比較で明確に悪化したというように読んでも良いということなのか。

門間企画局長

いずれも、そうである。

宮尾委員

分かった。

白川議長

他にご質問はないか。

亀崎委員

成長基盤ではなくて、もう一つの被災地の金融機関支援の4回目は130数億円と非常に少なくなった。あれは、もう被災地金融機関のニーズをほぼ充足しつつあるというような感じなのか。

門間企画局長

もう充足しつつあるとしてしまっても良いかどうかは、少しまだ分からない部分がある。一方で、今、被災地の金融機関は——他の金融機関もそうであるが——義援金とか色々なお金が集まっていて、預超幅が特に東北3

県では前年比4割とか伸びたりしているので、相当潤沢にお金が入っているということが一点ある。その一方で、資金需要の方は、ぼつぼつあるのだが、そういう預金を吸収するほど出ている訳ではないので、ネットで結果的に、今、資金が少し余っているという感じが強いかと思う。これがテンポラリーなのか、暫くこんな感じでいくのか、そこは今後の復興需要の見極め次第であるというように、依然として思っている。

亀崎委員

10月末まで……。

門間企画局長

これ自体は、10月末までの間に目覚ましく復興需要が出てくるという感じはない。その兆しが10月までの間に少しでも出てくるかどうかである。あるいは、10月末の段階で、もう1回このスキームをどのようにするのかということは、その時の状況を見て考えていく必要があるのではないかと考えている。

白川議長

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

それではA3の表に従って、私から、実体経済と物価について、ご説明させて頂きたい。まず、実体経済の現状であるが、総括文のところである。「震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている」としている。「着実に持ち直してきている」という結論に変更はない

が、前月は「供給面の制約が和らぐ中で」としていたところを「供給面の制約がほぼ解消する中で」と、さらに供給面の対応が進み、かなり良いところまで来ているということを明示した次第である。続いて、各論である。最初の生産・輸出については、「供給面の制約がほぼ解消する中で、増加を続けており、概ね震災前の水準に復している」と、総括文の説明と同じである。設備投資は、「被災した設備の修復もあって、持ち直している。また、個人消費も、一部に弱さが残っているものの、全体としては持ち直している」としている。これは、前月との比較で言うと、「総じて持ち直しており」としていたところの「総じて」を外すとか、個人消費については「持ち直しつつある」としていたのを「持ち直している」という形に変更して、若干判断を進めるような形にしている。

続いて、先行きである。先行きの総括文については、「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」ということで変更はないが、前月の「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」は、足許で「供給面の制約がほぼ解消する中で」としているので、この部分を削除している。続く各論のパラグラフだが、変更点が三つある。まず、輸出であるが、先程議論のあった海外経済については、「堅調な海外需要を背景に」としており、前月は「海外経済の改善を背景に」としていたので、これとの比較でみると、若干慎重な見方に変更した。個人消費については、先程、前田調査統計局長から説明があったが、供給面の制約が緩和することに伴う個人消費の増加とか、節電需要も剥落していくということであって、「底堅く推移する」としている。生産についても、リバウンド局面が終わったということであって、「ペースを緩やかにしつつも、増加を続けると考えられる」としている。

続いて、物価については、まず、C G P I の 3 か月前比だが、「国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている」、C P I については「下落幅が縮小を続け、概ねゼロ%となっている」としている。こちらの方の C P I については、先月までは基準改定があるということの（注）を付していたが、今月は基準改定があったという（注）を付してい

る。先行きであるが、C G P Iについては「横ばい圏内の動きを続ける」、C P Iについては「当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる」にしている。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融については、変更点は三点である。まず一点目は、金融市況で、今月は「株価は下落」、「長期金利は前月と概ね同じ水準」とさせて頂きたいと思う。二点目は、企業の資金調達コストである。C P ・社債発行レートは概ね横這いの動きであるが、貸出金利が低下しているので、全体としては「緩やかに低下している」という判断にさせて頂きたいと思う。三点目は、社債市場の発行環境である。前月までは「全体としてみれば」とヘッジを入れていたが、今月はA格で久々となる起債銘柄がみられたとか、B B B格でも起債が続いているということであって、引き続き発行体の裾野に拡がりが見られていることから、この際「全体としてみれば」というヘッジ表現は取り除いて、「発行体の裾野に拡がりが見られるなど、良好な状態となっている」とさせて頂きたいと考えている。そのうえで、金融環境の総括表現については、先程門間企画局長から説明のあったように不変とさせて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

文章に関するコメントではないが、「供給面の制約がほぼ解消する」と言うが、解消していない業種はどこなのか。勿論、電力は、先程の白井委員の質問ではないが、色々な形で不便をかけてはいるが、今、供給制約がこの業界でこういう形で起きているというのは、例えばどこなのだろうか。私は、表現としては「ほぼ解消」で良いと思っているが、どういう事象を想定しているのか。

関根調査統計局経済調査課長

個別具体的に言うと、最近聞かれた話だと、自動車業界で、例えば、タ

イヤとか樹脂製品といったものについて、物凄く制約があるという訳ではないが、彼等が今後挽回生産をやっていこうとする中では、もう少し欲しいが、そこまで供給の対応ができていないという話は聞こえている。そういう意味では、何らかし制約が残っているようなことも聞かれている。ただ、それが非常に多いということでは当然ない。

白川議長

分かった。ご質問はあるか。

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

(16時49分中断、7日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に8月4日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入る。お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、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、中村委員、森本委員の順番である。それでは、亀崎委員から願います。

亀崎委員

前回会合以降の国際金融市場では、欧州のソブリン問題の拡大や世界景気の先行き不透明感から、不安心理が強い状況となっている。ドル／円相場も為替介入の実施にもかかわらず、70円台後半で高止まっている。

世界経済は、先進国も新興国も回復を続けているものの、全体として成長ペースが鈍化している。各国・地域別にみると、まず米国は、回復の動きは途切れていないものの、減速している。今回の減速は、当初は日本の震災やガソリン価格高といった一時的な要因によるものとみていたが、それらの要因が剥落してもなお弱い状況が続いている。先月初めのFOMCでは、労働市場の悪化、家計支出の伸び悩み、家計及び企業のコンフィデンスの悪化や住宅部門が引き続き弱いことが指摘された。こうした状況を受け、FRBスタッフによる2011年下期と2012年の実質GDP成長率見通しは大きく下方修正された。併せて、潜在成長率の推計値も引き下げられている。構造問題を抱えた経済は、通常景気循環と違って金融・財政政策が上手く効かず、それに対する国民の苛立ちが、FRB批判や連邦債務上限引き上げ問題に繋がっているように見える。加えて、財政・金融政策の余地が小さくなりつつあり、政策の選択肢が狭まって一段と悲観論が強まり、米国債の格下げもあって市場動向や経済活動に影響を与えているというのが現状だと思う。この先、減速局面を抜けて回復を続ける中でも、引き続き成長ペースは緩慢で、景気指標に一喜一憂する展開が続くものと思われる。こうした状況が続けば、悲観論が定着して期待成長率が低下し、低成長の長期化に繋がるかもしれない。米国経済は、現在こうした大きな

リスクに直面していると考えられる。

ユーロエリアは、周縁諸国経済が引き続き弱い中、これまで域内経済の牽引役であったドイツの景気指標に減速を示すものもみられ始めており、踊り場局面に入ってきたように窺われる。ギリシャ問題は、ユーロ圏首脳の合意など一定の進展はあったものの、市場の不安心理は収まらず、スペイン、イタリアからフランスにまで火の粉が降りかかろうとしている。そして一部の金融機関では、周縁国向け債権保有にかかるルーマーから、カウンターパーティ・リスクが意識されてドル資金調達に影響が及び、市場の不安定化に繋がっている。こうした問題は、金融政策が一本で財政政策が17か国別々というユーロシステムが持つ根本問題に対して、有効な解決策を迅速に打つことができないことに起因している。E F S Fの拡充、EU財務省の創設、ユーロ債の発行などの議論が行われているが、議論している間に問題は膨らみ、結局はコア諸国を含め、内需の下押しを通じて世界経済を下振れさせるリスクもあるため、この先最も大きな懸念事項と考えている。

中国は、緩やかな減速を示す指標もあるが、高成長が続いている。こうした中、当局は民間銀行が受け入れる保証金を預金準備の対象としたり、人民元レートの上昇を容認したりと、インフレ抑制に努めている。一方で、成長の持続も重要課題であるため、投資偏重経済を是正し、労働分配率の引き上げを通じて個人消費を成長の柱の一つに育てなければならないが、これはインフレ抑制と逆行するリスクがある。このように、インフレなき成長持続の達成には、高度な舵取りが要求されるように思われる。先進国経済がそれぞれに困難を抱える中、世界経済の成長を支える中国が来年の党大会を控え、巧みな政策運営を行うことができるか注意してみていく必要があると思う。

その他の新興国も、外需に不安はあるものの、内需はなお強く、インフレ圧力も強い状況が続いている。こうした中、8月に入ってこれまで長期間一貫して利上げを続けてきた諸国のうち、タイはさらなる利上げ、ブラジルは一転して利下げと、政策対応に違いが出てきた。このように、新興

国・資源国経済が一様に強い訳ではなくなってきたことには注意を要する。

日本経済は、大震災後の落ち込みから持ち直しつつある。サプライチェーンの修復は予想を上回るペースで順調に進み、電力問題も大きな足枷とはならず、生産は実勢ベースでみて震災前の水準にほぼ達した。需要サイドをみても、輸出、個人消費、設備投資とも堅調である。マインド関連指標も、概ね改善方向にある。

今後、電力使用制限令が予定より早く解除されることもあって、一段の生産増加が期待できる。もっとも、需要の先行きには、下振れリスクが大きいと思っている。輸出は、直近7月分がほぼ横這いとなったが、今後は世界経済の減速や、70円台の円高が下押し圧力となる可能性がある。個人消費は、地デジ完全移行後のテレビ需要の減少や、8月後半以降の天候不順の影響が気付きである。設備投資も、円高による国内投資計画の見直しがないか、9月短観で確認していきたいと考えている。

現在、日本経済は、円高、高い法人税率、FTA/EPA交渉の遅れ、労働者派遣の規制、高い温室効果ガス削減目標、そして震災とそれに伴う電力不足問題、といった六重苦とも言われる問題に直面している。これらの問題の解決には、痛みを伴う様々な改革が必要である。過去約20年に亘る日本経済の低迷状況から脱するためには、震災をばねにして、新産業の創出やイノベーションを促す産業政策の実施が求められる。新政権においては、是非とも日本経済の成長に繋がる政策がスピードを速めて果敢に実行されていくことを期待したいと思う。

最後に、物価である。今般、5年に一度のCPIの基準改定が行われたが、全国CPI（除く生鮮食品）の前年比については、0.6%ポイントほど下方修正された。これは、刈込平均指数や連鎖指数などによる予想どおりの改定幅である。新基準でも前年比マイナス幅が徐々に縮小して7月には2008年12月以来のプラスに転じており、デフレ脱却に向けた動きが続いているとの評価を変える必要はなかった。指数を構成する524品目のうち、価格指数が前年比で上昇した品目数から下落した品目数を差し引いた値は-101と、依然大きいものの、先月は-129であったことから、マイ

ナス幅が縮小する方向にあることには変わらない。今後は、東京CPIの前年比が8月に再びマイナスとなっていることや、10月には前年に上昇したたばこや傷害保険料の裏が出ることなどから、当面ゼロ近傍から抜け出すのは難しいと思われる。もっとも、人々の中長期的な物価上昇見通しが安定するもとの、需給ギャップの緩やかな縮小を前提とすれば、デフレ脱却に向けた動きは継続していくものと考えて良いと思う。

なお、今回の基準改定によるCPI前年比の下振れが、人々の中長期的な物価上昇見通しを下押しすると考える必要はないのではないかというように思う。なぜなら、結果は事前予想どおりであり、これをもってデフレを強調する向きは少なく、また、今回の下方改定のかなりの部分を説明する、何年かに一度しか購入しないテレビなどデジタル家電の価格変動の大きさに、一般の人が今さら気付いて物価観を切り下げるとは考えにくいと思うからである。実際、CPIを構成する524品目のうち、総務省がまれに購入するものと分類する品目と帰属家賃を除く346品目で作成した指数の7月の前年比は+0.8%となり、新旧いずれの基準でも同じである。そしてこの指数は、高校授業料無償化の影響を除くと、昨年10月以降プラスが続いている。人々の物価観が、価格変動の激しい生鮮食品を除き、少なくとも年に1回程度以上は購入する品目で形成されれば、基準改定の影響はあまりなく、むしろこのところ物価は幾分上がり気味と捉えている可能性すらあると思う。これは、消費動向調査において、上方バイアスはあるにせよ、物価が上昇していると考える人の割合が増えている、このこととも整合的かと思われる。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

まず、足許の金融経済情勢については、現在のところ展望レポートで示したシナリオに沿った動きとなっているが、海外経済の減速感、株価下落、

円高がより意識されており、前回会合に比べ我が国の景気下振れリスクが幾分強まっていると判断している。以下では、世界経済、我が国経済の動向について、私の見解を申し上げる。

まず、米国経済は基本的に回復基調にあるが、8月に入り企業・家計マインド指標が悪化し、雇用も伸び悩んでいることから、前月よりも景気減速傾向がやや強まっている。個人消費については、ガソリン価格の下落効果もあって、実質個人消費や小売売上高は小幅ながら増加している。しかし、先日のGDP年次改訂で、2009年と2010年の可処分所得が大きく下方修正されたことで、家計債務の対可処分所得比は上方に修正されたことから、家計のバランスシート調整には、やはり相当の時間がかかると考えている。加えて、足許では、所得環境が捗々しくないことや政府の景気・雇用対策の先行き不透明感もあり、今後も本格的な消費回復は望みにくいと思う。設備投資については、リストラや新興諸国の旺盛な需要を反映して、企業収益が増加しているので引き続き堅調である。しかし、企業部門の好調さは国内雇用の増加に結び付いていない。この間、企業金融については銀行貸出が商工業中心に増えているが、IPOや社債発行が低水準になっているほか、低い格付けの債券市場が低迷しており、リスクマネーの供給に支障が出ないか懸念している。先行きについては、ガソリン価格の低下による家計の実質可処分所得の押し上げが予想されるが、今年前半の+0.7%という低成長を打ち消すだけの成長を確保できるのか、今後の動向を見極めたいと思う。

次に、欧州経済では、全体として回復を続けているが、8月に入り、企業・家計マインド指標が大きく悪化し、景気減速感が強まっている。フランス、イタリアなど域内大国を含む大半の諸国が財政引締めを余儀なくされていることも、短期的には成長押し下げ要因となっている。やや明るい材料としては、8月のECBによる国債買入れにより、スペインとイタリアの国債利回りが1%前後低下したことである。もっとも、足許では再び上昇傾向にあるが、スペインについては、ドイツに倣って財政均衡を憲法で明記する方向を打ち出したこともあり、長期金利は5.2%程度と、イタ

リアよりも低くなっている。しかし、ギリシャについては、第2次支援策を巡り、現金担保の条件で同支援策を支持するとの二国間合意がフィンランドとなされたことで、他のユーロ圏が反発しており、現在は別の担保について協議中なので支援が遅れる惧れがある。しかも、ギリシャ債務の民間負担も計画どおりの数の投資家が応じてくれるのか不透明であるし、ギリシャの今年の成長率は予想以上に悪化して、財政赤字目標が達成できない見込みである。これらの要因を反映して、ギリシャ国債は1年物利回りで90%弱、10年物で20%弱と極端な高さで推移しており、収束の兆しがみられない。ドイツ、オランダ、フィンランドなどのコア諸国は周縁国の改革意志に対する不信感から金融支援に後ろ向きになっており、市場を安心させるような抜本的な危機対応策を打ち出せないでいる。この結果、ユーロ圏の中小金融機関の資金調達コストは上昇し、中小企業への貸出態度も厳しくなっており、資金制約の強まりが経済に及ぼす影響を懸念している。

新興諸国についてであるが、高めの成長が続いているが、各国間の違いも顕著になってきている。すなわち一方で、ブラジル、インドのように、インフレ圧力と過去に実施した金融引締め策等によって消費減速感がみられ、さらに、最近のリスク回避的な環境のもとで、株価下落や通貨安に繋がっているグループがある。他方で、インドネシア、タイのように比較的インフレが抑制されており、内需が旺盛で株価・通貨が比較的安定しているグループがある。前者のグループの先行きはやや不透明になっているが、後者のグループでは内需中心に景気拡大基調が続くと判断している。中国については、両グループの中間に位置している。インフレ圧力は依然として高く、今後も一段の金融引締めが実施される可能性が高いが、その一方で、固定資産投資や小売売上高が堅調であるので、全体としては若干減速しながらも高い成長を持続すると判断している。

以上、欧米を中心に景気減速感が強まる中で、我が国経済については、生産と消費の改善を示す指標が多く、製造業を中心にサプライチェーンの回復が顕著である。先行きについても、引き続き緩やかな回復経路に復し

ていくとみているが、幾つか下振れリスクとして懸念すべき点もある。第一に、これまで堅調であった外需の動向である。機械受注では、外需はこのところ鈍化しており、鉱工業生産も9月の予測指数は減産の見込みの中で、足許の円高止まりの影響が気がりである。昨日、スイス中銀がユーロ/スイス・フラン相場に下限目標を設定すると表明したことで、スイス・フランが大きく下落したことを受けて、円は対ドルで77円台と少し円安になったが、依然として、企業想定レートから大きく乖離している。実際、一部の企業調査では海外新規受注の減少に円高の影響を挙げるところもあるので、企業マインドや予想収益の悪化による設備投資、生産計画への影響について引き続き注視していく。第二に、原発の運転停止と停止中の原発の再稼働が困難なことによって、電力供給制約が長期化する可能性があることである。来年の夏も電力不足が見込まれ、このまま電力供給の安定化が見通せなければ、意図せざる産業空洞化、ひいては潜在成長率の低下といった影響が生じかねない点には注意が必要である。

最後に、物価の動向についてであるが、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は下落幅が縮小を続けており、概ねゼロ%となっている。なお、8月にはCPI基準改定があり、1~6月は平均0.6%ポイントの下方修正があったが、下方修正自体は技術的な要因であり、CPIがゼロ近傍で推移しているという判断に変化はない。先行きについては、10月以降はたばこ税と傷害保険料の押し上げ効果の剥落が見込まれるが、CPI改定による下方修正の影響は徐々に弱まるし、今後は、既往の原材料高を最終消費財価格に転嫁する動きも出てくると予想されるので、全体としては、当面はゼロ近傍で推移すると判断している。なお、マーケットのインフレ予想については、8月調査で今後1年間あるいは2年間という足許の数字が若干低下したが、この原因がCPI改定によるものなのか、世界経済減速懸念や円高傾向によるものなのか、見極める必要があると思う。とはいえ、中長期インフレ期待は1%前後と横這いで安定的であるので、今のところ、総じてCPI改定はインフレ中長期予想に大きな影響はないと判断している。今後の物価及びインフレ期待の動きについては、引き続き注意して

いきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、我が国経済の現状と先行きについて述べたいと思う。足許の景気であるが、中間評価の見通しに概ね沿って、着実に持ち直してきているということだと思う。サプライチェーンはほぼ復旧しているし、懸念されていた夏場の電力供給不足も、結果的には経済活動への大きな制約要因とはならなかった。震災による供給面の制約については、ほぼ解消したと判断して良いだろうと思っている。生産や輸出については、震災前の水準に概ね復している。国内民間需要をみると、設備投資は、資本財総供給の動きなどからみて、持ち直していると考えられる。個人消費も、旅行などのサービス消費に弱さが残ってはいるが、全体としては、持ち直しているということだろう。先行きについては、総じて堅調な海外需要を背景として、輸出の増加が続くということであるし、設備投資、それから住宅投資、公共投資は、資本ストックの復元に向けた動きもあって、徐々に増加していくように考えられる。個人消費も、底堅く推移するというようにみられる。生産については、この7～9月は予測指数を単純に繋ぎ合わせると、前期比+6.3%の増加となる見込みである。10～12月も、マイクロ調査によれば、輸送機械を中心に増加を続ける見通しである。これらを併せ考えると、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくと思う。

こうした見通しを巡っては、様々な不確実性があるように思う。海外経済や国際金融資本市場の動向については、後で述べるように、目が離せない。国内独自の不確実要因というものを挙げるとすると、まず、電力供給については、当面は電力の不需要期でもあり、経済活動に支障が生じるようなことはないと思われるが、やや長い目でみると、原発の再稼働に目途は付いておらず、供給量及びコストの両面から経済活動を制約するに至る

可能性は小さくないように思っている。個人消費についても、基本は底堅い推移を予想しているが、サービス消費の帰趨には、なお不確実性があるようにみている。生産面も、電子部品・デバイスが2か月連続で弱めとなっており、情報関連の世界需要が下振れ始めていないかどうかを含め、注意深くみていく必要があるように思っている。

次に、海外経済について、最近の動きを確認しておきたいと思う。米欧では、成長ペースの鈍化がはっきりしてきたように思う。米国では、住宅市場の回復が遅々としている。雇用環境の改善も捗々しくない。その結果として、個人消費も小幅の増加にとどまっている。欧州では、ドイツなどのコア国においても、輸出の鈍化などから景気の減速感が強まっている。ユーロ圏の4~6月の実質GDPは、前期比+0.6%と、伸びが大幅に鈍化している。一方、新興国では、金融引締めの影響などから減速感が窺われるが、底堅い内需に支えられて、高めの成長を続けている。この間、インフレ圧力は依然大きいということである。先行きについては、引き続き新興国が牽引車となって、全体として高めの成長を続けるとみられる。ただし、海外経済についても不確実性は大きいと思っている。米国では、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となって、景気減速が長引く可能性を無視できないようにみている。欧州については、ソブリン・リスク問題の影響が、金融資本市場の動揺を通じて、既に実体経済にも及んでいるとみられる。それだけに、先行き、財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が、一段と強まっていくことにならないかどうか、注意深くみていく必要があると思っている。新興国については、物価の安定と持続的な成長の両立が可能かどうか、言い換えれば、先行き大きな景気変動に見舞われることがないかどうか、この点に関し、引き続きかなりのリスクがあると言って良いと思っている。

続いて、今回の決定会合における最大の注目点である国際金融資本市場の動向について述べておきたいと思う。国際金融資本市場は、極めて不安定な状態が続いている。投資家のリスク・アペタイトは大きく低下し、極端な安全資産選好がみられている。欧州系金融機関に対するカウンター

パーティ・リスクが強く意識されるようになっている。各市場の動きをみると、株式市場は、世界各地で非常に神経質な動きを繰り返している。イールド・スプレッドは大きく上昇し、投資家が株式市場に求めるリスク・プレミアムの拡大を示唆している。欧州周縁国国債の対ドイツ国債スプレッドは大幅に上昇している。ギリシャ国債のスプレッドは、多少の緩みを成しつつ異常な拡大トレンドを続けている。こうした動きは、スペイン、イタリアのスプレッド拡大にも伝播してきているようにみえる。安全資産とみられる金は上昇傾向を辿り、米国、英国、ドイツの長期国債金利は、歴史的な低金利となっている。因みに、米国の10年物国債金利は、明確にデータが存在する1953年以来のボトム近傍である。英国、ドイツについても、場合によっては、19世紀後半まで遡ると言われるほどの低いレベルになっている。また、米国TBについては、ゼロ%を下回るほどの水準にまで低下してきている。

他方、為替市場をみると、直近までは、基調として、スイス・フランや円が買われやすい地合いが続いていた。もっとも、昨日、スイス・フランのユーロペッグ——そう言っても良いのだろうと思うが——移行が発表されてからは、地合いが大きく変化したようにみえるが、市場の雰囲気は神経質かつ不安定だというようにみている。欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが意識されるもとの、ユーロのインターバンク市場はほぼ機能不全となっており、ECBが実質ブローカーの役割を続けている。また、欧州系金融機関のドル資金調達は、総じて困難化しており、LIBOR-OISスプレッドはかなりの拡大をみせている。

以上のように、国際金融資本市場は、株式市場、インターバンク市場、債券市場、為替市場、いずれにおいても、大きな動揺に見舞われていると言って良いだろうと思っている。こうした状況の根因を、今の段階で特定するのはなかなか難しい訳であるが、敢えて幾つか挙げるとすれば、次のようなことかと思っている。

まずは、よく言われていることではあるが、欧州周縁国のソブリン・リスク問題が、EU内部での財政統合なしには解決不能とみられ始めている

ことが一つである。もう一点は、周縁国の問題が、経済規模の大きな国、場合によってはコア国にまで伝播するリスクが一段と意識されていることである。三点目は、こうしたもとの、欧州系金融機関の経営面にさらに大きなダメージが及ぶ可能性も小さくないとみられるようになっていることである。そして四点目ということになるが、こうしたソブリン・リスク、金融機関経営、実体経済の間の負の相乗作用への懸念も一段と強まっているように見える。一方で、財政・金融両面からの政策対応余地にも自ずと限界がみられるということである。この間、米国経済の長期低迷リスクもしっかり意識されるようになってきている。

このように根因を整理すると、市場が発するシグナルに対して明確な答えを提示することは容易ではないということが明らかになる。だとすれば、市場の動揺は様々なイベントへの反応を繰り返しながら当面続く可能性が高いとみておいて良いように思っている。我々としては、相当の緊張感をもって、こうした米欧市場の推移を見守っていく必要があるし、我が国へのインプリケーションもしっかりと捉えていくことが大事だと思っている。

最後に、物価面について述べたいと思う。生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、先月の消費者物価指数の基準改定により下方改定され、概ねゼロ%となっている。先行きについても、当面は、消費者物価前年比は、若干マイナスへの振れも伴いながらゼロ%近傍で推移する可能性が高いと考えている。その先ということであるが、これは10月の展望レポートに向けて、私としてもしっかりと検討していきたいと思っている。我々の「中長期的な物価安定の理解」に照らして、それを実現するためには、それなりの時間を要するだろうと予てみてはいるが、10月の展望レポートにおける見通しで、そうしたことをしっかりと確認したいと思っている。

なお、消費者物価の基調を捉えるうえで、コア指数を中心としてきた訳であるが、そういうことで良いのかどうか、連鎖指数や刈込平均なども、対外的にも明確な形でみていく必要があるのかどうか、この点も10月の展望レポートに向けて、皆さんと議論を深めていきたいというように思っ

ている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回決定会合以降、米国債格下げや欧州信用不安の再燃といった動きに加えて、実体経済の減速懸念を示す経済指標が相次ぎ、マーケットでも全般的にリスク回避の傾向が強まった。一方で日本経済については、震災からの立ち直り局面にあり、少なくとも足許までの実体経済の回復の動きは堅調に推移してきているとみることができる。

それでは、海外経済から順にみていく。まず、米国経済である。米国経済は非常に緩やかな回復を続けているが、その減速傾向はより明確になってきたと判断している。前回会合以降に得られた経済指標をみると、4～6月期のGDP統計において企業の設備投資あるいは企業収益の環境は引き続き堅調を維持している。また、弱かった個人消費も、7月は伸びをやや高めた。その一方で、直近の8月のデータからは、製造業景況感、消費者コンフィデンス、雇用統計など、いずれも明確な縮小ないし改善の遅れを示している。特に、製造業の景況感は、ニューヨーク、フィラデルフィア、リッチモンドといった地区連銀指数において、いずれも大幅な景気の縮小が示されており、また経済全体のISM製造業指数でも、景気の縮小にほぼ近い50割れ寸前の値が2か月連続で続いている。また、そのISM指数の内容も悪く、生産と新規受注が50割れ、新規受注の50割れは2か月連続、また新規の輸出の受注も4月のピークから一貫して低下して50割れ寸前の値ということで、海外経済の明確な減速も示唆している。このように、企業の景況感の悪化は、落ち込みの幅が大きいだけでなく、持続性も伴っているように見受けられる。またそれは、足許の急激な株安や長期金利の大幅な低下といったリスク回避傾向を説明する根底にある一つの大きな要因ではないかとみている。今のところ、米国経済の企業部

門を起点とした緩やかな回復のメカニズム自体は途切れていないとみているが、米国経済回復の非常に重要な出発点であるこれらの企業部門の減速というものは、これからの米国経済にとって大きな下振れリスクであるとみており、今後、生産、輸出、設備投資といったハードデータにそういった動きがどう表れてくるか、注意深く確認していきたいと思う。

次に、欧州経済であるが、昨日の執行部の説明にあったように、ここに来て改善の動きに一服感がみられている。これまでユーロ安を背景に輸出を伸ばし、その果実をユーロ圏に還元してきたドイツなどのコア国の経済成長が、輸出の大幅な減速や個人消費の鈍化などにより低下したことが、その一番大きな理由である。また、欧州ソブリン問題は、対独スプレッドの拡大という形でイタリアやスペインにまで波及し、潜在的にこの解決に必要なコストが拡大しつつある。さらに、銀行株価やCDSの悪化など、金融不安にまで波及し始めるなど、全体として懸念が拡大している。この間、ECBは、固定金利無制限供給オペの復活、あるいは国債買取りの再開のほか、株の空売り規制をフランス、スペイン、イタリア、ベルギー等でも導入するなど、当局による対応は強化されてきている。しかし、それでもマーケットの不安は払拭されず、そこに実体経済の減速やギリシャ支援を巡る進捗の遅れといった動きが重なって、株安、ドイツ国債の金利低下、周縁国の対独スプレッドの拡大といった傾向が続いている。欧州問題の根深さと緊縮財政強化に伴う景気下押し圧力、米国など海外経済の減速などを勘案すると、欧州経済の回復は、今後も改善テンポの鈍化が暫く続く可能性が高いとみている。欧州問題が抱えるリスクは拡大しており、世界経済にとって極めて重要な下振れリスク要因であると考えている。

アジア新興国経済であるが、中国が牽引する形で高い成長を維持している。足許は、欧米先進国の景気減速を受けて台湾や韓国などの輸出に減速の兆しがみられるほか、中国の製造業PMIも弱含んで推移しているが、その一方で、中国を中心に内需は全体として堅調に推移しており、先行きも設備投資や個人消費などを中心に高めの成長を維持するものとみられる。今後も、堅調な内需を背景にインフレ圧力の高い状態が続くとみられ

るが、中長期的にみて、物価安定と経済成長のバランスを維持できるかどうか、引き続き注視していきたいと思う。

次に、我が国の経済・物価情勢である。我が国経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている。生産・輸出は、挽回生産を急ぐ自動車関連を中心に増加を続け、概ね震災前の水準に復している。内需も、設備投資は、資本財総供給の動きなどから判断する限り、持ち直している可能性が高いほか、個人消費も、旅行などサービス消費に弱さが残っているものの、全体としては持ち直している。企業・家計のコンフィデンスも、各種指標をみる限り改善を続けている。

先行きについてであるが、供給制約が解消した後、いよいよ海外需要と国内需要の動向に規定される緩やかな回復経路を、これからしっかりと歩んでいけるかどうか重要なポイントになるかと思う。まず、生産についてであるが、実勢ベースでみて、8月までの強い伸びが9月には鈍化すると見込まれているが、ヒアリング情報に基づけば、10～12月にかけても緩やかな増加は続くとみられている。需要面では、設備投資計画も、日本政策投資銀行による大企業対象の調査によれば、今年度全産業で+7.3%の増加と4年振りのプラス計画となっている。また中小企業の景況感も、日本商工会議所による8月の調査、いわゆるLOBO調査であるが、足許並びに9～11月にかけての先行きの見通しともに改善が続く——レベルは低い、動きとしては改善が続く——という結果が報告されている。このLOBO調査は、8月18～24日という一段の株安と厳しい円高の時期に実施されたものであって、その中でも、先行きを含め中小企業の景況感が下振れていないということは、それだけ足許の生産復元の動きが堅調であるという証左であり、大変心強いと感じている。

もっとも、そう申し上げたうえで、先行きの回復シナリオに対しては、海外経済、為替円高を中心に、下振れリスクに対する注意が怠れず、むしろそのリスクは、前回会合時に比べて拡大しているとみている。第一に、既に述べたように、欧米先進国の景気回復が鈍化する中で、海外需要が当初想定していたよりも減少する可能性がある。特に、パソコン、液晶テレ

びなどの情報関連の海外需要が低下しているほか、これまで設備投資を牽引してきたスマートフォンやタブレット型端末に関する需要も鈍化している模様で、これらの製品在庫が積み上がり、また資本財輸出や設備投資が鈍化する可能性がある。また、現在、挽回生産を急ぐ自動車に関しても、先行きの海外需要の動向を見誤って、在庫が積み上がるというリスクも考えられる。

第二に、円高が定着する懸念である。欧米経済の減速が持続することになれば、それに伴って現在の円高基調は今後も継続する可能性が高いとみられる。足許は、供給制約の解消に伴う生産積み増しの局面にあり、先程の中小企業調査等にみられるように、今後2～3か月は、企業コンフィデンスは維持されるかもしれない。しかし、その先をみれば、円高は輸出企業の採算を悪化させ、中小下請け企業も含めて大きな重石となる。それは、やや長い目でみた企業マインドの悪化と期待成長の低下を招来するとともに、産業空洞化と雇用の喪失をもたらす可能性がある。

第三に、デフレ脱却の時期が後ずれするというリスクである。本年8月、消費者物価指数が2010年度基準に改定され、その結果、旧基準に比べて、月々の下方改定幅が0.5～0.8%ポイントとなり、新基準でのCPI前年比は、今月は+0.1%とゼロ近傍になった。この改定幅は、概ね当初の予想の範囲内ではあったが、一方で、この改定により、デフレの脱却の時期は後ずれする可能性が高まったと言える。今後、この動きが人々の予想物価上昇率にどのような影響を与えるのか、また今後の景気回復や国際商品市況、あるいは為替レートといった動向が物価の見通しをさらに下振れさせないかどうか、注意深くみていく必要があると考えている。この点について若干付言すると、デフレ脱却の見通しの時期が後ずれするということは、ゼロ金利の継続予想がさらに長期化し、人々のデフレ予想が自己実現的に強まってしまうリスクを高めることに注意が必要である。万が一、物価見通しがまたさらに下振れして、デフレ予想が根雪のように固定化してしまうことになれば、人々は支出を先送りして成長期待も高まらず、また、必要な構造改革も先送りされかねないといったデフレと低成長の罠とも

言うべき状況からなかなか抜け出せないのではないかと懸念される。以上の三つのリスク要因に関しては、私にとってはいずれも大きく重要なものと考えており、今後、その動向を注視していきたいと考えている。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢であるが、既に多くの委員方が足許の世界の経済の減速に言及されている。そこで、ここでは重複を避けて、その現状の簡単な整理と、今後の展望をしてみたいと思う。

現状を非常に単純化すると、2008年の世界金融危機による世界規模の急激な落ち込みの後で、先進国ではジャンプスタートを目指して、前例のない金融緩和と拡張的財政政策をとったが、危機前の水準に比べて目立った回復は実はみられていない。対照的に新興国では、金融緩和と巨額の内需刺激策で先進国の減速による落ち込みを埋め、危機前の高成長を回復している。この実物経済状況は実は昨年夏頃とあまり変わっていない。違いは物価動向にある。昨年夏は総体としてデフレ傾向にあったが、現在は、先進国では経済の停滞にもかかわらずインフレ傾向となりつつあり、新興国ではインフレが昂進する中で経済に減速の兆しが出てきている。これに対して、日本は例外的で、東日本大震災前にあった脱デフレの傾向が震災後には弱くなり、デフレ傾向からの脱却が遠のいているようにみえる点がある。この現状把握については、三つの見方があると考えている。

第一の見方は、比較的単純な見方であるが、金融危機は一部金融機関等の過度の楽観と強欲のために起こったので、彼等が一掃され過度の楽観が払拭されれば、正常に戻ると考える考え方である。従って、金融システムを守ることが重要であり、金融システムを守りさえすれば、すぐ元々、端的に言えば2000年頃の低インフレ高成長時代に戻るという考え方

である。実は、2008年以降の世界的な政策対応はこの見方に立っていたようにもみえる。最近の停滞から、これが幻想であることがかなりはっきりしてきている。こういう、いわばクイック・フィックスがあると主張する人はもう少なくなってきた。日本ではまだ沢山いるが。

第二の見方では、家計消費や企業活動の担保となっていた資産価格には持続不可能なバブル的要素があり、崩壊後、このバブル部分は元に戻らなかったために、バランスシート調整に時間がかかっているという見方である。しかし、他の経済構造が大きく変化した訳ではなく、やはり長期的には低インフレ高成長時代に戻ると考えている見方である。そこで、元に戻るまでの期間をいかに犠牲の少ない形でやり過ごすか、ということが焦点になる訳である。現在、特に米国の政策担当者、市場関係者、学者の間ではこの考えが主流であると思っている。この見方によれば、失業率が高止まりし大幅な需給ギャップが生じている時は、デフレ傾向となるはずである。実際、昨年中頃までは失業率の高止まりと様々な財・サービスのインフレ率の急低下が同時に起こっていた。従って、この第二の見方に従えば、長いバランスシート調整期間の痛みを分散しながら和らげるという観点から、拡張的な経済政策が必要ということになる。実際米国では、昨年8月にLSAP2、いわゆるQE2が発表され、その後実行された。加えて、財政政策でも緊縮化を先送りし、減税を延長した。その後の経済指標をみると、初めは企業業績等が目立った回復傾向を示し、雇用は増加、失業率は低下、それに伴いインフレ率は上昇と、方向性からみれば、この現在主流の考え方に沿った展開となったようにみえた。しかしながら、仔細にみると、雇用の増加、失業率の低下は当初の期待を大きく下回り、逆にインフレの上昇は主流派のエコノミストを驚かすほど急であった。そして最近、最も基礎的なマクロデータが改訂され、実は、このQE2の間、経済活動は事実上停滞してきた、ということが分かった訳である。そして、足許、雇用の増加も止まってしまった。虚心坦懐にこの事実をみると、構造変化なしでバランスシート調整のみ、という現在主流の見方には無理があるように思われる。つまり実は、現在大きな構造変化が起きていて、従来型の

「インフレの変化は需給ギャップの変化に専ら依存」という——いわゆるニュー・ケインジアン・フィリップスカーブであるが——関係が崩れている可能性は否定できないと思う。ここでいう「構造変化」の第一は、特に米国において、価格決定メカニズムに米ドルに固定した為替レート政策をとる新興国の重要性が高まっていることにある。まず、すぐ考えつくのは、過去の米国の大胆な金融緩和がドル・ペッグの新興国経済の活動を高めるという予想をもたらし、これがエネルギー需給逼迫の予想を嵩上げ、今年前半のエネルギー価格の上昇に繋がったというものである。そのため、米国ヘッドラインCPI前年比は昨年11月の+1.14%から直近7月には+3.63%と3倍になっている。ただ、足許ではこの影響は減退しつつある。より重要なのは、現在価格支配力を持つのは新興国、特に中国で生産している企業であるということである。中国人民元は、過小評価された水準でドルに固定されてきたうえ、農村戸籍等雇用コストを人為的に抑制する制度や政策が続いてきた。しかし、こうした制度、政策に昨年頃から大きな変化が起こり、雇用コストの大幅な上昇が起きている。この点は、先程、亀崎委員がご指摘されたとおりである。このため、中国で生産している企業が米国においてドル価格を上昇させる、少なくともその価格低下競争を起こさないというインセンティブが生じている。そのため、財・サービス間の代替関係を通じて、米国経済全体で価格引き下げ競争圧力が減退しているというように見える点である。コスト転嫁が従来比容易になり、またコストが下がったとしても、価格は変化させず、マージンが上昇する傾向がみられる。実は、昨日問題になったエネルギー価格、ガソリンのマージンの高さもこういった要因があるのではないかと考えている。このため、エネルギー・食料品を除き、帰属家賃の影響が小さい、いわゆるFedが注目しているコアPCEデフレーターでも、需給ギャップの大幅な改善がみられないにもかかわらず、昨年11月の+0.96%から7月の+1.53%へと急上昇している。

第二の構造変化は、企業・労働者双方でのモビリティの低下、それによる求人と失業者のミスマッチの増大である。一方で、労働市場に失業者が

溢れていても、他方で、必要な労働者をみつけられない企業が少なくないという事実である。米国では、欠員率と失業率の関係を示すいわゆるベバリッジ曲線は、2009年以降右上に大きくシフトした。つまり、失業率の大幅な上昇にかかわらず、欠員率はそれほど低下していなかったということである。欠員率が労働市場でどれだけ労働者に対する需要があるか、ということを示す指標であるから、この事実は、失業率の上昇ほどには実は労働市場の緩みは大きくなかったということの意味している。そして、企業の価格支配力の増大は、必要な労働者確保のための賃金の引き上げ余地を作り出す。実際、第2四半期では、ユニット・レーバー・コストがはっきりと上昇をしている。非農業部門労働生産性の第2四半期の確定値は-0.7%に下方修正されたうえ、ユニット・レーバー・コストは+3.3%へと上昇した。

以上の点を踏まえると、世界経済の現状を把握するには第三の見方、つまり「大きな構造変化が起きており、それがバランスシート調整をさらに難しくしている」という見方の方がもっともらしいと思われる点である。

第三の見方では、世界の多くの地域で、2010~2015年頃を境に、それ以前から経済構造にゆっくりと起きていた根本的な構造変化が、経済活動にネガティブな形で次第にはっきりしてきているとみる。その一つが、人口の高齢化と労働人口の相対的な減少、それに伴う——この点が重要であるが——移民を含めてのモビリティの低下であり、需要のミスマッチの影響である。この点は、既に述べた米国市場でのミスマッチ増加の背景にある。日本のいわゆる地方の疲弊の根本もここにある訳である。

もう一つは、グローバル化が為替レートをドルにペッグした新興国の台頭を促し、世界経済が米国とドルにペッグした新興国を主軸に展開しているという点である。このことは、ドルとフリーフロートの関係にある流動性の高い通貨、つまり、円に短期的にも長期的にも大きな影響を与えている。米国での金融緩和は少なくとも短期的にはドル名目金利を下げ、既に名目金利下げ余地のない日本との金利差を縮小させる。キャリートレードあるいはそれもどきの取引の考え方が支配的である現在の市場では、これ

は円高要因になる。そして、この円高要因は、コストの削減で対処すると、日本経済はデフレ傾向が強まる。そして、長期的には購買力平価が成立するとなると、この円高の水準が短期の振れではなくて、長期に持続してしまう、ということになってしまう。これがデフレ傾向の持続をもたらす形になる。これは、先程、宮尾委員が指摘された問題点を少し見方を変えたものである。

第三の見方、つまり「大きな構造変化が起きており、それがバランスシート調整をさらに難しくしている」という見方からすると、問題の本質は単なる経済循環の問題、つまり言い方を換えれば、アグリゲート・ディマンド・マネジメントではなくて、まさに大きな構造変化にどのように長期的な政策対応をしていくか、ということである。バランスシート調整は、この大きな構造変化の中で、困難が倍加しているということも十分に頭に入れておかなければならない。また、問題には、クイック・フィックスがないこと、そして先送りして元に戻るのを待つというのでは、元々、元に戻らないのであるから、解決策にはならないということなどを、十分に説明していかなければいけないと考えている。さらに、現在の世界経済の構造では、他国の政策が、すぐさま自国に望ましくない影響を与える場合が、今後も続くと考えられる。従って、この面での対処も考える必要があるかと思う。日本で持続する緩やかなデフレも、この文脈で考える必要があるかと思う。欧州問題については時間がないので省略する。後で議論をしたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

それでは、まず我が国経済の現状であるが、震災によって生じた供給面の制約はほぼ解消されたと思う。7月までの生産・輸出の指標は明確に回復を示しており、水準でみても震災前のレベルにほぼ近付いてきたという

ことである。足許、8～9月についても、生産の予測調査やアネクドタルな情報等を勘案すると、回復基調を維持するとみている。また、国内民間需要についても引き続き持ち直してきている。今後も、海外経済が減速しつつも腰折れしないということを前提にすれば、復興需要が顕現化してくることも考え、我が国経済は回復軌道を辿っていくとみている。しかしながら、回復の鍵となる外需について下振れのリスクが高まってきている。これは皆様がおっしゃっているとおりだと思う。新興国についてはインフレ抑制のために金融引締めによる減速の懸念が言われているが、当面は若干の下押しにとどまり、総じて言えば、高めの伸びを維持できるとみている。先進国については、種々の問題が出てきている、あるいは、今まで言われてきたことが顕現化してきているということだと思う。米国については、これまでのところ、各種予想を下回るペースでの成長となっている。生産・消費の指標の一部に底堅いものもあるが、住宅、雇用の改善が遅々として進まないところ、足許で、企業・家計、あるいは生産・消費の双方でマインドを表す指標の大幅な悪化がみられる。8月上旬のデフォルト問題あるいは格下げ問題等が大きく心理面に影響を与えたと思うが、これが実体経済の悪化に繋がると、一段の景気下押しが避けられないと思う。

次に、欧州であるが、周縁国の財政問題は短期的な解決は極めて困難と思う。そこで、欧州の銀行システムの不安が増幅すれば、財政問題の悪化、金融システムの動揺、実体経済の悪化というサイクルが本当に回り始める惧れがあると思う。足許の経済指標も下向きのもが多くなってきている。欧州については、リスクとしてはかなり大きいものと認識している。

以上の不安要因が顕現化すれば、我が国の外需の減少となるほか、米ドルあるいはユーロへの下押し圧力へ繋がって、輸出企業の競争力の低下、企業・家計マインドの悪化を招来する惧れがある。また、生産・輸出の回復のキーとなる自動車について、現状の見通しは強気のものとなっているが、欧州車・韓国車との品質面での競争に加えて、ユーロ・韓国ウォンに対する円の高騰による価格面のハンディキャップも考えると、一旦失われたシェアを短期間に完全に取り戻すことは、必ずしも容易なものではない

と考えている。一つの大きなリスクと考えている。一部品目の輸出に陰りが出てきていることも踏まえると、10～12月の外需の動向、生産の動向が当面のポイントとなる。また、もし現実に売れ行きが悪くても、10～12月に生産が増え、輸出が増えると、1～3月以降のもたれが非常に大きくなるというリスクがあるので、その辺の動向をよくみていきたいと思う。ここを乗り切ると、1～3月以降に本格化するとみられている復興関連需要に上手く繋がっていくのではないかと、またそういうふうにしていく必要があると思っている。

次に、物価についてであるが、消費者物価指数の基準改定が行われて、旧基準対比で前年比変化率が下方改定されたが、概ね予想されていた範囲内であったと思う。水準としてはゼロ近傍にあり、「中長期的な物価安定の理解」に基づく物価の安定が展望できる情勢になるまでの時間軸が長くなったとも言える。今のところ、物価動向に対するパーセプションに実体的な影響は与えていないと感じている。ただし、これまでの想定では、景気の回復につれ需給ギャップが改善し、デフレ脱却の方向へ向かうと考えていたが、先程申し上げた欧米経済でのリスクが顕現化すると、需給ギャップの改善が遅れ、また、全般的な世界景気の低迷が起これば、資源価格等の下押しも想定されることから、物価上昇率の改善にブレーキがかかり、マイナス圏での推移の可能性も出てくるというリスクがあると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、減速しつつも全体としては緩やかな回復傾向が続いている。我が国経済も、生産や輸出が増加、消費も総じて底堅く推移しており、全体としては、7月の中間評価の基本シナリオの範囲内の動きとなっている。足許の金融情勢については省略する。

海外経済についてであるが、まず、米国経済は、年初から減速しつつも緩やかな回復が続いている。4～6月期の実質GDPは、個人消費の減速が目立つものの、設備投資は増加基調を維持するなど、緩やかな持ち直し傾向を続けていることを示している。個人消費は、既往のガソリン高による影響が緩和される中、7月の小売売上高は、前月を小幅に上回り、8月の自動車販売台数も持ち直し傾向を維持するなど、減速した中であっても底堅い動きとなっている。一方、企業活動については、7月の鉱工業生産指数は、自動車生産の復旧もあって、前月比+0.9%となったほか、設備稼働率も改善している。設備投資関連も、7月の航空機を除く非国防資本財受注は、四半期ベースでは振れを伴いつつも緩やかな増加傾向が続いている。もっとも、8月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数や製造業ISM指数は、いずれも低下傾向を続けており、マインド面の弱さには注意が必要である。また、8月の雇用統計は、雇用情勢の厳しさの再確認となったほか、住宅市場も低迷を続けている。米国経済の先行きについては、緩和的な金融環境が継続される見通しのもと、個人消費や輸出を中心に徐々に持ち直していくと思われる。ただし、FOMCメンバーも、このところの米国経済の減速は、家計が抱えているバランスシート毀損の影響等構造的要因が重石となっていることを指摘し始めているように、住宅や雇用情勢の回復ペースは極めて緩慢な状態が続く可能性が高くなっている。また、個人消費の回復力や持続力についても不確実性が強いほか、財政面や金融面からの景気挺入れ余地が限定的なこともあり、減速地合いの長期化が憂慮される。

ユーロ圏経済は、輸出や生産の低下などによるドイツ等コア諸国の成長率の減速を背景に、4～6月期のGDP前期比は大きく低下した。8月の指標でも、消費者コンフィデンスが大幅に低下したほか、製造業PMIも50を下回るなど、調整色が台頭している。先行きについては、世界経済の回復に伴い、コア諸国と周縁国の格差を伴いながらも緩やかな回復経路に復すると思われる。この間、域内の諸国の財政再建に伴う下押し圧力があるほか、ギリシャ追加金融支援策の帰趨や欧州のソブリン問題のイタリ

アやスペインへの波及の強まりも懸念され、マインドの悪化や金融システムへの不安定化要因として燻り続けると思われる。従って、生産や消費への下押しを通じて回復ペースはこれまでの想定よりも低くなる可能性がある。

中国経済は、7月の輸出、生産、設備投資等多くの指標は高めの成長を続けていることを示している。もっとも、小売売上高は、実質ベースでは高水準ながらも、伸び率が低下傾向にあるほか、年初来7月までの自動車販売台数累計も前年比+3.7%と横這い圏内での動きになるなど、一部には減速感もみられる。先行きについては、インフレ抑制と経済成長のバランスをとる難しい舵取りとなるが、高めの成長を続けると想定される。しかしながら、金融引締めを通じたインフレ抑制が、全体としての成長ペースを幾分か鈍化させると思われる。NIEs、ASEANは、我が国の震災の影響等から4~6月期の実質GDP成長率は鈍化したが、7月以降は、内需を中心に堅調に推移している。多くの国はインフレ圧力の高まりから、引締め方向の金融政策運営を継続すると思われる。

続いて、国内経済についてであるが、震災の影響に伴う供給制約が概ね解消し、7~9月期以降はプラス成長に復するとみている。4~6月期の実質GDP成長率は、供給制約の後退から前期比マイナス幅を大幅に縮小するなど、持ち直しの動きが確認された。この間、7月の実質輸出は3か月連続で前月を上回り、8月上旬の通関統計でも、名目輸出は前年同月を+7.6%上回っている。7月の鉱工業生産指数も4か月連続で前月を上回り、水準的には震災直前の95%まで回復している。こうした増加傾向は、8月の電力供給制約の中でも、就労体制の変更等の創意と工夫などにより、維持されたようである。設備投資も、足許の弱めの指標もあるが、震災に伴う維持・補修もあり、増加に転じると思われる。因みに、政策投資銀行の調査では、2011年度設備投資計画は前年比+7.3%と4年振りの増加となるなど、6月短観より高めの水準となっている。また、個人消費については、7月の小売売上高は震災後の回復ペースが一服しているが、総じて底堅く推移しており、マインド面でも改善している。この間、旅行関係な

どのサービス産業は、全体としては水面下であるが、これまで弱い動きをみせていた外食産業売上高が7月には前月を上回るなど、客足にも動意がみられるようである。先行きについては、7月の中間評価の基本シナリオを変更する必要はない。輸出は、海外経済の減速に伴い増勢は幾分か和らぐものの、増加傾向を続けるほか、生産も、在庫復元等の動きなどから、増加傾向を維持できると考えている。また、資本ストックの復元に伴う動きのほか、復興需要が本格化することが見込まれ、設備投資や公共投資も底堅く推移すると期待される。

この間、リスクとして以下の点には注意を要する。まず、既に述べたとおり、欧米経済の回復ペースの鈍化が次第に浮き彫りにされつつある。欧米諸国では、財政健全化に対する意識の高まりや、追加金融緩和策の余地が限定的なことにより、政策面からの思い切った景気挺入れ策を打ち出しにくい状況にあるなど、欧米経済のリスク・バランスは下方にある。従って、海外経済の成長ペース鈍化懸念の高まりは、我が国経済の回復を想定以上に遅らせる可能性がある。次に、欧州ソブリン問題は、このところ、市場のリスク選好性を大きく後退させる主な要因となっているほか、その帰趨については不透明感が一段と高まっている。ギリシャから規模が大きい周縁諸国への波及も意識される中、金融システムの健全性への影響を懸念する向きもあり、先々、より広範囲な金融システム不安を通じて世界経済全体を下押しする火種とならないか、注視を続けることが重要である。さらに、グローバル競争が益々激化する中における中長期的な国内産業空洞化のリスクの高まりである。電力供給不安や電力コスト上昇懸念の長期化は、マインド面への影響に加え、リスク分散や最適生産拠点見直しの観点から、企業の海外シフトを一段と加速させ、回復ペースを後退させる可能性がある。政策投資銀行の調査では、2011年度の海外での設備投資計画は、全産業で前年比+49.2%と増進するほか、海外・国内設備投資比率も製造業では2010年度の+39.5%から2011年度には+51.4%に上昇するなど、我が国企業の積極的な海外進出姿勢が窺われる。このところの為替円高や、我が国の事業環境改善への対応の遅れは、海外シフトをこれまで

以上に加速させる可能性があり、産業構造の変換、規制緩和、海外との経済連携協定の推進、社会保障や税制の改革といった課題に積極的に取り組む必要がある。

最後に、物価についてであるが、消費者物価（除く生鮮食品）は、2010年基準への変更に伴い、下方修正となったが、前年比マイナス幅は趨勢的には縮小傾向にあり、7月は前年比+0.1%となった。ただし、10月のたばこ税、傷害保険料引き上げの要因の剥落等に伴い、消費者物価指数前年比が下方修正となるなど、当分はゼロ近傍での推移が想定される。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

全体感であるが、我が国経済は持ち直しの動きが続いており、先行きも復旧・復興活動の本格化等により、回復基調が維持されるとみている。ただ、皆様から色々指摘があったように、米欧経済の減速や円高が実体経済に与える下振れリスクには十分に注意する必要がある。

まず、海外経済であるが、米国経済においては、前回会合以降、金融資本市場が大きく揺れた。こうした動きを受けて、8月の消費者コンフィデンスが大きく悪化するなど、消費者や企業のマインドが急速に冷え込んでいる。いわゆるハードデータでは、7月の小売売上高や鉱工業生産など市場予想を上回る指標もみられているが、目先、マインドの悪化が実体経済を下押しする可能性は小さくない。また、一部特殊要因があるものの、非農業部門雇用者数も予想を大きく下回るなど、雇用環境の改善が進まないことも、個人消費や住宅投資の重石となっている。ただ、足許では、ガソリン価格は低下しており、実質所得の増加から、個人消費の下支えとなる面もある。また、結果は分からないが、政府で新たな経済・雇用対策も検討されている。こうした面を踏まえれば、先行きを過度に悲観することは

ないと考えるが、米当局も予測しているように、景気回復ペースは極めて緩やかなものになるのではないかとみている。次に、欧州経済をみると、4～6月期は成長ペースが大幅に鈍化している。これまで欧州経済を牽引してきた輸出の増勢が鈍化しており、個人消費も減速するなど不透明感が増している。ソブリン問題を受けた域内各国の緊縮財政の強化や増税の動きは、消費者や企業のマインドを悪化させており、これが実体経済を下押しするリスクを注視していく必要がある。また、大枠合意されたEFSFの機能拡充等の支援策も各国内でハードルがあり、円滑に実行に移されることになるかは予断を許さない。このため、欧州にとどまらず、国際金融資本市場を通じて世界経済を下振れさせるリスクもあることから、金融システムの安定も含めて、今後の推移に注目していきたいと思う。新興国経済は、先進国経済の下振れリスクには留意が必要であるが、物価上昇圧力を受けた金融引締めの影響などから幾分成長テンポを鈍化させつつも、全体として堅調な内需を核として拡大が続いていくと思われる。

次に、こうしたもとでの国内経済である。国内経済については、震災による供給面の制約がほぼ解消するもとの、持ち直しの動きが続いている。生産や輸出は、全体として概ね震災前の水準に復している。生産では、一般機械や電気機械など震災前の水準を上回る業種も幾つかみられるし、先行きも、震災の影響による減産分を補うための増産措置や復興需要の本格化が見込まれ、緩やかな回復基調が維持される可能性が高いとみている。ただし、前回会合でも指摘した幾つかの下振れリスクについては、引き続き注視が必要である。すなわち、欧米での財政を巡る様々な動きが海外経済を下押しする可能性が強まっている。また、為替円高化によるマインド面への影響は大きく、輸出や企業収益を悪化させるほか、海外生産シフト加速に繋がるのが懸念される。さらに、やや長い目でみた電力供給の不足やコスト増が、経済を下押しするリスクにも注意が必要である。需要項目別に少し触れると、まず一部に弱さが残る個人消費であるが、マインド面も回復してきており、全体としては持ち直しの動きとなっている。商業販売関係はほぼ順調に回復しているし、耐久財では8月の新車登録台数も

大幅に増加した。先行きも、緩やかに回復していくとみて良いと考えている。ただ、雇用・所得環境は厳しい状態が続いており、個人消費の持ち直しはかなり緩やかな足取りとなる可能性が高いとみている。次に、設備投資については、日本政策投資銀行の7月調査によると、大企業の2011年度の投資計画は、4年振りのプラスとなる+7.3%の伸びとなっている。また、資本財総供給や機械受注をみても、復旧・復興需要などから持ち直しの動きがみられており、先行きについても徐々に増加していくものとみられる。ただ、海外シフトの動向には注意が必要である。また、住宅投資や公共投資も復興に向けた動き等から徐々に増加していくとみている。

最後に、物価であるが、7月の消費者物価指数（除く生鮮）の前年比は+0.1%と、改定後の前月の値からプラスに転じている。今後、10月からのマイナス要因等もあるが、やや長い目でみれば、需給ギャップの縮小に伴って緩やかに上昇していくものとみている。以上である。

白川議長

景気・物価情勢に関する皆様方のご意見と私自身の意見とで違いはないので、敢えて私が繰り返すということはせずに、後からステートメントを出す時の文言という形で確認をしたいと思う。一言だけ申し上げると、景気の現状については、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、足許は着実に持ち直してきているということだと思う。先行きについては、前回8月の決定会合でも我々が意識したように、海外経済、またそれに端を発した金融・為替市場の動き、こうしたことから下振れリスクに対する留意が必要だということだったと思うが、今回も同じように考えている。この後、そういう意味では、幾つかの論点について、自分自身がどのように感じているかを申し上げたいと思う。今の日本経済は、供給制約が解消したことによって、これからの経済の姿は、供給ではなくて、需要が規定するという普通の経済に戻ってくる訳であるが、その需要を考えていくうえで最大の不確実性というのは、これは多くの方がおっしゃったように海外経済だと思う。この海外経済の面では、不確実性が非常に大きい訳であ

るが、改めて、世界経済について、対外的にどのような言い方をするかは別にして、大きな状況認識というか、ビッグ・ピクチャーといったことについて考えてみる必要があると思う。今日の皆様方の意見陳述の中でも、そうしたビッグ・ピクチャーについて語られた方が多かったように思う。この8月の末に、米国のジャクソンホールでのコンファランスに出席した時にも、結局、皆が議論していることは、世界経済の大きなピクチャーだと思った。色々な整理の仕方は可能だが、私自身は大きく四点に整理したいと思っている。

一番目の点は、先進国はバランスシート調整の途上にあつて、調整が完了するには、まだかなり時間がかかるということである。バランスシート調整を要する部門は、あるいは、これは国によって、時期によって異なる訳であるが、米国について言うと、主として家計と政府であり、この政府には地方政府を含めてであるが、欧州については、主として金融機関と政府である。振り返ってみると、リーマン・ショック以降、マクロ経済政策の面でも、それから金融システム政策の面でも、大規模に積極的な政策を日本を含めて各国が展開してきた訳であるが、こうした政策は経済の大きな落ち込みを防ぐという意味で、これは大きな効果があった訳である。従つて、その調整の痛みを和らげるものではあつた訳である。しかし、その必要な調整自体が、これによってなくなる訳ではない。デットが過剰であるという事実は、政策をやっても、それ自体で解消する訳ではないという、冷厳な事実である。この事実をまずしっかり受止める必要があると思う。

二番目の点は、先進国については、マクロ経済政策の発動余地が非常に限られてきているということである。勿論、ゼロということではないが、非常に限られてきているということである。財政政策について、各国の財政のポジションが現在どの辺に位置しているのかを数字でみてみると、改めて、大変な状況に来ているのだということを感じる。G7諸国の国債の対GDP比率の長い時系列をみてみると、今の水準というのは、戦費調達によって国債が大きく増えた第二次大戦その直後の水準にもほぼ匹敵す

る水準になっている。財政政策が展開できるのも、結局、最終的には政府がきちりと国債の元本・利息を払えるという信認があるからこそ、積極的な政策が展開できる訳であって、そこについて信認が薄れかかってくると、積極政策それ自体がそもそも効果を持つかどうか、それすら危ういという状況になる訳である。財政の状況が各国非常に悪いということである。金融政策はどうかということであるが、これはもう言うまでもなく、勿論、ゼロという訳ではないが、誰がみても発動の余地が非常に限られてきているということである。リーマン・ショック直前と現在の短期金利、それから長期金利の水準を改めてみてみると、日本の場合、コールレートは直前が0.5%弱だったが、今は0.08%、長期金利は直前が1.53%、今が1.00%、米国ではコールレートは直前が2.10%、現在が0.08%、長期金利は直前が3.72%、現在が2%を少し切る1.9%ということである。米国のQE2についても、景気という面からすると、少なくとも数字からみると効果がなかったということだろうと思う。先程、西村副総裁からも言及があったが、GDPの改訂データが出てみて、改めて、この時期、GDPの成長率はむしろ前期より低下してきているということである。勿論、QE2の効果が全くなかったかどうかは分からないが、あったとしても限定的であったという感じがする。それから、緩和の余地があるかどうか、あるいは緩和がどの程度効果があるかということとは別に、今度はその緩和の副作用ということも実は大分意識されるようになってきた。これは、先程、西村副総裁が構造変化、つまり単なるバランスシートの調整だけではなく、実はその構造的な変化というか、潜在成長率それ自体の低下の可能性と言われたか、正確には理解していないが、私自身の問題意識でいくと、実は潜在成長率の方にもあるいは影響してくるかもしれないということである。会議に出て、色々感じたことで申し上げると、例えば、非常に積極的な財政政策であれ、金融政策であれ、その一つの副作用としては、非効率的な企業を温存して、それが結局は潜在成長率を低下させていく方向に徐々に進んでいくということ。あるいは銀行の貸出インセンティブ、それ自体をある臨界点を超えると引き下げていく、すなわち今イールドカーブがフ

ラット化してきているので、それが銀行の貸出インセンティブを引き下げていくということ。あるいは日本はあまり関係ないが、米国で言うと、MMFの収益率が低下、つまり運用金利が低下して、その結果、MMFへの資金流入が減ってくる、あるいはその結果として、これまで欧州銀行向けにCP等で運用していたが、そうしたものを絞り込んでいく、これは勿論金利だけの影響という訳ではないが、そうしたMMFを通ずるルート。あるいは先程、これも西村副総裁が言及されていたが、ドルに対してペッグする国が多いため、QE2は米国景気に対しては効果があまりなかったが、しかし、インフレという面では、これは確実に効果をあるいは出したのかもしれない。そういう意味で、財政であれ、金融であれ、まず、そもそも即物的にみた発動の余地が段々なくなってきたのと、それからそれ自体が果たして本当に我々が直面している問題に対する解決策になっていくのかどうか、それ自体が段々疑問になってくる。そういう領域に今近付いてきているのではないかという問題意識も、今出てきているという感じがする。これが二点目である。

三番目は、必要な政策というか、必要な措置というものが、様々な政治的あるいは社会的な困難からなかなか実行しにくい状況に今なっているように思う。当然、構造改革の必要性は、誰もかが一般論としては認識している訳であるが、これは長い目でみて、勿論、果実を生むものであっても、短期的には痛みを伴う訳であるから、なかなか採用されにくい。あるいは、そういう痛みと関連はするが、そもそも必要な施策を打ち出していくためのガバナンスのメカニズムが備わっていない。その典型がユーロエリアである。これが三点目である。

四番目は、以上申し上げたこと、つまりバランスシート調整には時間がかかる、それから政策の発動余地が乏しくなっている、それから必要な改革はなかなか取りづらいということ、誰もかがそのことを認識している。市場参加者もそのことは分かっている訳である。その結果、起こる現象が不確実性の高まりであり、従って、取り敢えず、相対的に安全とみられるものに資金を動かそうという動きだと思う。取り敢えず、相対的な

安全資産としては、通貨で言うと、昨日まではスイス・フランもそうだったが、日本円であり、あるいは国債で言うと米国、ドイツ、あるいは日本等の国債、それから金であると思う。リスク性資産としては、社債であり、株式であり、あるいは金融機関に対するエクスポージャーであると思う。こうした安全資産への選好という動きが、これがまた日本経済に影響してきているということだと思う。これは自分なりの整理であり、色々な整理が可能であると思うが、そのように考えた場合に、極く短期的には勿論色々なアップダウンはあると思うが、日本経済が直面している問題をどう問題として捉えるのかという時に、現象としての例えば円高がマインドに悪影響を与える、これは勿論そのとおりであるが、最終的に政策論を考えていく時に、現象としての問題を取り上げて、それにどう対応するかということだけでは、結局大きなピクチャーを失って、我々自身が本当に達成したいことから、むしろ離れてしまうことも実はあるかもしれないということである。今申し上げたことは、次回決定会合までの対応方針を考える時に直ちにこれでどうこうということでは勿論ないが、多少ビッグ・ピクチャーについて皆の関心が高まっているだけに、そうしたことも意識する必要があると思う。

長くなって恐縮だが、もう一つ、昨日、亀崎委員からご質問があり、また今日も意見の開陳があり、それから多くの方も触れられたが、消費者物価指数の基準改定の話である。二つ論点があると思う。一つは、基準改定によって、物価上昇率の前年比が0.6%ポイント程度下がった訳であるが、今後の金融政策運営との関係でどう考えるか。二つ目は、情報発信における消費者物価指数の扱い、あるいは基準改定の扱いである。まず、前者の今後の金融政策運営との関係である。我々は、本年初以来、決定会合後のステートメントで、この基準改定が夏に予定されていて、このことに留意する必要があるということを示してきて、十分この問題を意識してきた訳である。蓋を開けてみると、改定幅は0.6%ポイント程度ということで、我々自身の事前の予想の範囲内であったし、それから多くのエコノミストの予想とも合致していた訳である。そういう意味で、この基準改定そ

れ自体によって、何か人々の経済行動が直ちに変わるということは、これは多くの方がおっしゃったように、まずないだろうと思う。さは然りながら、勿論そうした可能性も排除はできないので、十分に注意してみていく必要があると思う。一番気になるのは、中長期的な予想物価上昇率がこれによって変わるかどうかであるが、エコノミスト、あるいはアナリストのアンケートをみる限り、これまでのところは変化をしておらず、1%程度でアンカーをされている。そうだとすれば、この後の需給ギャップがどういうテンポで解消していくのかがポイントであり、これは結局、経済の見方ということに収斂していく訳である。いずれにせよ、今回の基準改定自体で直ちに政策運営が変わるということではなくて、むしろ世界経済の動きそれ自体が日本の経済、従って物価にどう影響してくるのかということを引きつらみ見ていく必要があると思う。これが政策運営との関係の方である。

もう一つの論点の情報発信の方であるが、基準改定による下方修正の問題は、5年ごとに繰り返されている訳である。振り返って、私が若い頃、基準改定で物価指数ががっくり段差を持って調整されたという記憶があまりなかったので、改めて、昔はどうだったのだろうかを確認してみた。1980年から1985年基準に移行した時には改定幅は0である。1990年基準への移行時、これも0である。1995年基準への移行時が0.1%、2000年が0.2%、2005年が0.4%、今回2010年が0.6%である。この数字をみると、過去、四半世紀のトレンドでみる限り、結果としては、この下方修正幅が拡大している。ただ、今後ともそうなるかどうかは、必ずしも分からないと思う。今回はやや特殊な要因も重なったようにも思うので、毎回こうなるという訳ではないが、しかし、今後も同じ問題は起こり得るという感じがする。今の物価指数の作り方を前提にした場合にどう対応するかということである。コミュニケーションのうえでは、基準改定の影響を受けにくい指数をもう少し使うことを考えていく必要があるように思う。既に、刈込平均は月報の図表にも掲載しているが、これは今回、新基準でも、旧基準でもあまり変わらない訳である。それから、今月の月報からは連鎖指

数も掲載することになっている。今直ぐでは勿論ないが、次回展望レポートで物価の見通しを出す際には、このコミュニケーションについて、もう少し議論していく必要があると思う。

今、情報発信ということで申し上げたが、実は物価指数の作り方、それ自体についても、やはり改善の努力も必要だと思う。今回、昨日、本日もそうだったが、亀崎委員が頻繁に買うアイテムかどうかという形で整理をされた。勿論、そういう整理の仕方も可能であるが、もう一つの整理の仕方は、その品質調整の扱いだと思う。改めて、大きく下がっているものについて、各国の価格をみた時に、例えば、パソコンはどこへ行っても皆同じパソコンを基本的に使っている訳であるが、例えば、2005 年を 100 とした場合に、日本のパソコンは——パソコン・プリンターという分類だが——11.1、ドイツは 56.0、米国は 47.9、テレビは日本が 15.4、ドイツが 60.5、米国が 24.8、カメラも同じように記憶している。要は、その品質は確かに向上している訳であるが、その品質向上について、日本の統計当局は、同じ機械ではあるが、品質をより向上していると捉えて、それがより物価の下落に繋がっている訳である。どれが勿論正しいのか分からないが、少なくとも日本はそういうバイアスを確かに持っている。もう一つ、私自身が品質調整で気になることは、その品質の向上については調整するが、品質の悪化については、調整をしないということである。我々自身がこの半年間、消費生活という面で品質が一番悪化した、悪化という言い方は多少不適切かもしれないが、品質が低下したと思うのは電力だろうと思う。今、我々自身が 15%電力の使用を減らしている。電力料金については、同じ料金ではあるが、仮に単純なヘドニックでやると、その分やはり価格は上がるのだろうと思う。そういう意味で、品質調整というのは概念的には大事なことではあるが、しかし所詮、多くの約束事の塊である。その約束事に偏りがある、国際的にもあるいは上にも下にもバイアスがある、そうしたことを認識したうえで、この物価指数をどうしていくのかという話は、これは単に金融政策の話だけではなくて、年金も含めて、色々なスライドの基準にもなっているので、非常に大事なテーマである。ただ、日

本銀行が不用意にこういうことを言うと何となく、物価上昇率を高めたいために言っているのだろうと言われがちであるので、日本銀行自身が行うことについては、なかなか難しい面がある。実は日本銀行もかつて物価指数について、上方バイアスがあるという情報発信を10数年前にして、そのことによって当時の統計作成当局との関係では、やや軋轢が生じたということである。それだけに、上方バイアスであっても、下方バイアスであっても色々な問題がある、つまり、真面目にやっている人に対して、真面目にやっていないのではないかとやっているような印象を与えるので、なかなか難しいが、実は非常に大きな問題がやはり含まれている。物価上昇率がゼロ近傍で推移している世界であるだけに、この問題は確かに大きいと思う。これは単なる問題提起であって、直ちにこういうことを日本銀行が言っていくべきだと言っている訳ではないが、取り敢えず以上である。

亀崎委員

今の基準改定について、もう一回整理してみた。三つ申し上げたい。一つは、稀にしか購入しないものを整理してみた。稀にというのは、1年に1回も買わない物である。あとは1年に2回とか、2か月に1回とか半年に1回とか頻繁に買う物である。1年に1回も買わない、稀にしか購入しない、こういったものが2005年基準に比べると0.7%ポイントも押し下げている。その中で、液晶テレビを筆頭に僅か9品目のデジタル家電品のウエイトが160/10,000あるのだが、これが0.5%ポイント押し下げている。液晶テレビを例にとると、総務省の統計に価格が書いてあるが、2005年2月に35万3,520円だった。それが2011年7月は5万2,506円である。ということは、例えば、年収500万円の人が——これはウエイトが1%なので——5万円、これを毎年買っているという統計になってしまっている。これは、現実と全く違う。

西村副総裁

それは少し誤解がある。どういう形で考えるかであるが、今のやり方は、

買い換えのサイクルがあるので、液晶テレビを言ってみれば 10 年間分割で少しずつ買っているという見方で統計を取っている。従って、その意味で、比重は非常に小さくなる。本来は、耐久消費財はストックなので、ストックからのサービスのフローを測らなければいけないのだが、それができないので、仕方なく液晶テレビを 1/10 ずつ買っているというような作り方になっている。

亀崎委員

そうすると、買い換えも入っている。ただ、買い換えにしても、毎年はやらない。10 年に 1 回位である。

西村副総裁

そうなのだが、一つの考え方は、家計を考えて、その中に 10 人いれば、それぞれの一人の人が少しずつ買っている。それを全体としてみて、代表的個人として考えようと、そういう統計になっている。

亀崎委員

ところが、現実問題として、一人一人が皆買うか、ということになってくる。例えば、家計調査は——後で申し上げたいが——、この統計と実感がかかなり違う。家計調査では上昇した数字が出ている。そこには、体感というか実感というか、物価観というのが表れている。

西村副総裁

それは、そのとおりである。

亀崎委員

そういうところで、先程、白川議長からお話があったように、日本の C P I が、この 20 年間の前年比の平均が +0.5% 前後である。こういう中で、こんなに大きくデジタル家電品が動かしてしまうということになる訳で

あるが、実態をどの位正確に表していることになるのか。もっと言うと、金融政策は、需給ギャップの縮小に向かって緩和をして刺激をしていく、そういう政策が、一体、こういう非常に特定の品目——しかも先程申し上げたように、こういう9品目が0.5%と言ったが、テレビだけで0.3%であるといった特殊な品目——に対して、金融政策として働きかけることが本当にできるのかという問題にも繋がってくると思う。一方、本行の調査がここにあるが、消費動向調査とか企業のインフレ予想、こういったものは大体高い。ところが、このESPフォーキャストは低い。この専門家の方達はCPIをみて、それから最近のところもCPIとかをしっかりとみて、こうやっているが、この差が何なのか。私共としては、実感に近い方、頻繁に買う物の方に物価観が出ているのではないかと思う。内閣府の消費動向調査は、あなたの世帯が日頃よく購入する品目がどうなっているか、企業については四半期ごとに短観で公表している。これらは頻繁な方をみているので、こちらの方がよく体感ないし物価観を表していると思う。従って、我々は、期待インフレ率をいつも一つの指標として取り上げるが、期待インフレ率とは一体何なのか、色々な物をみながら推察するような、非常にきちっ、きちっとは分からない感じもしてくる。私は、今回上げたいのは、この改定によって、こんな一部の品目でこんなに大きく動かしてしまっている。そうすると、一般の物価観、体感とはちょっと違うのではないか。これは指標でもそう表れている。そういうことを考えてみると、一般の方は、CPIはこうだというだけで、今回の改定の背景まで分からないと思う。何かそこにもう少し理解を、この数字の理解を促していくるように努力する必要があるのではないかという感じがする。

西村副総裁

それには全く賛成で、同じ思いである。実は、この問題は我が国だけの問題ではなくて、どこの国も全く同じ問題が生じている。フランスの統計を作っているINSEEの
という私の友達と話をしている時でも、これでストライキが起こったりすることがある位だと言っ

ていた。C P I とかそういう指数に対する物凄い反感が生じている。例えば、英国の場合は、R P I と C P I が大きく乖離しているとか、そういった指数の問題がある。これは、やはり説明していかなければいけないと思う。問題点は多分三つある。一つは、指数を本当にどうするのか、それと皆の実感とどう違うのかという話と、二つ目は、指数を作っている作り方が本当に良いのかどうかという話。それから、三つ目は、ウエイトがきちんと作られているかどうか、この三つの話をみななければいけない。最初の論点に関しては、亀崎委員のおっしゃるとおりで、我々からどんどん発信していかなければいけないと思う。二番目と三番目は、これはもっと本質的というか、国際比較をする時、凄く大きな問題になる。先程、白川議長がおっしゃったように、パソコンに関しては——私は 10 年前から言っていることであるが——、これはスキャンダルである。なぜこういうことが起きているかということであるが、人の問題でもある。他の国、特に米国では、実は統計を作っている担当者に十分な人材がいる。このパソコンはヘドニック・アプローチで作られているが、時代は変わっていくので、ヘドニック指数も定期的いきちんと再検討していかなければいけない。つまり、そういうメンテをきちんとしているかどうかである。残念ながら、日本ではやっていない。と言うのは、少し語弊があるかもしれないが、統計担当の人数が少ないために、深く検討することもなく昔作ったほとんど同じ形のヘドニックの作り方をそのまま金科玉条でやっている。これに対して例えば、米国の場合は、途中から同じヘドニック的な考え方でも少し意味の違うアトリビュートに変えたりとかしている。こうした見直しはドイツも恐らくそういう形でやっている。そういう形でやっている、日本みたいに極端なことにはならないはずである。

亀崎委員

その統計の作成の仕方については、専門家の間で色々な話があると思うし、これは今後も続けて頂きたい。作成の仕方には、色々な議論があると思う。しかしながら、日本の C P I がこんな小さいところで動く。こんな

一部の品目で——今の基準でやった場合——こうなってしまうている。これは今後議論を続けて頂きたいのだが、今この状況でどうするかということである。こういうふうになっていることを理解してもらわないといけない。私もこれは初めてで、普通は分からないだろう。私は、この4年間、この524品目をずっと毎月毎月紙に出しながらみてきたが、今回は特にじっくりとみてみた。そうしたら、そういうことだった。これは、普通は分からない。日本の期待インフレ率はこんなものなのかという気がしてしまう。しかし、実感は違うので、私は一般の物価観は先程申し上げたように、改定前とそんなに変わらないのではないかと思う。そうすると、私共は期待インフレ率という時に、この乖離をどういうふうに、捉えるべきなのか。どれをみてもぴたっと出てこない。しかし、それは非常に重要である。

白川議長

この10年間、ずっと物価、それから物価指数ともに議論をしてきて、直ちに答えは出ないが、しかし今回改めてこういう基準改定もあったし、それから10月には展望レポートを出して、我々自身の見通しを出さないといけない。その時に、政策との関係も当然これは議論されるので、今日でこれが終わるという簡単な問題ではないし、引き続き問題意識自体は皆共有していると思うので、その中でどういう言い方をしていくのが良いのか、政策をしていくのが良いのかということで、さらに議論は深めていきたいと思う。

物価は、これはこれで非常に重要だが、あとは多くの方が今日は欧州の話も含めて海外情勢について言われたので、追加的にご意見があれば願います。国内経済についても勿論論点はあるが、今の日本経済をみると、供給制約という軸はほぼ消えていて、今度は海外経済に規定されるような感じがする。国内経済プロパーというよりは、海外経済の要因が大きいのではないかと思うが、いずれにせよ、追加的な論点、先程、時間が足らずに話せなかったことがあれば、どうぞご遠慮なく。

白井委員

先程、白川議長がおっしゃっていた色々な政策の限界——金融・財政の限界——が来ているという点についてである。金融政策だが、米国も英国・欧州も同じことを言う人が多いが、いわゆる通常の景気後退であればワークすると思われる貸出のレンディング・チャンネルが機能していないことは、これは先進国でかなり共通である。だから、いくら金融緩和をしても——そこから大量に出しても——、それから先に、つまり金融機関以降に貸出がなかなか行かないという悩みである。従って、そこを考えると、金融政策の手段は色々あるが、それがさらに活かせるためには——先行きの希望や設備投資をするにしても——、明日が良くなると思わなければいけないので、そういった問題だという認識が、少し今欧米も似たような問題が起きてきて、高まっている。我が国を含め、そういったところが相乗効果で十分効果があるという認識が深まると良いと思う。

白川議長

先程の私の整理でいくと、三番目の必要な政策を、取り敢えず鉤カッコ付きかもしれないが、「構造政策」と言うと、そういう構造改革の取組みが必要なのである。それなくしては、経済の成長率が上がっていくことは、なかなか難しいのだということは、日本も多くの人が実感としては感じていると思う。米国でも、この前ジャクソンホールでのコンファランスで、かなりのスペースを割いてバーナンキはそのことを言っている。多分、そこまでは総論としては皆理解をしていて、しかしそこから先、そういうものをデリバリーする政治的、社会的な力が本当にあるのかというところが、段々イシューになってきている感じがする。

他にないか。それではここで休憩を取って、今 10 時 43 分だが 10 時 55 分の再開ということをお願いする。

(10 時 43 分中断、10 時 54 分再開)

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

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

亀崎委員

国内金融市場をみると、長短金利とも、本行による潤沢な資金供給や包括金融緩和の効果もあって、引き続き低水準で安定的に推移している。また、国内景気が持ち直す中、社債やCP、銀行貸出など企業の調達金利は低位で安定している。ドル/円相場は、介入直後は80円台まで戻したが、その後は70円台後半で推移している。足許では、介入警戒感に加えて、為替高報告義務などの施策の効果もあってか、海外発の不安材料にも一段の円高には歯止めが掛かっているが、特にこの先、米国経済のファンダメンタルズの改善に時間がかかり、FRBの追加緩和も予想されている中、日米金利差の再拡大が難しい状況が続くことが予想されるため、為替動向への警戒は怠れない。為替の動きは景気動向に大きな影響を与えるため、日本経済の大きなリスク要因として、引き続き十分警戒する必要があると考えている。

金融市場調節の方針は、デフレ脱却にはなお時間がかかり、金融面での不均衡の蓄積も特段認められないため、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である。

資産買入等の基金については、前回のこの場で10兆円増額して50兆円程度とすることを決定したが、買入額の資産残高が40兆円に達していない現在は、その効果を確認する段階にあるものと考えている。ただ、海外経済

には不安要因が多く、F R Bが今月のF O M Cで追加緩和を決定するとみられていることが材料視されていることもあって、円高進行リスクは大きいままである。一段と円高が進行した場合には、震災からの持ち直し途上にある日本経済を悪化させ、デフレ脱却を遠のさせる可能性が高いため、追加緩和策が必要となると考える。ただし、短期市場の様々な金利がほとんど0.1%近傍まで低下した現在、金利引き下げの効果が一段と限界的なものになっているうえ、狙っただけの残高積み上げも技術的に難しくなってきた点には留意を要すると思う。

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4回分を合わせた貸付総額が3,456億円となったが、第4回目の貸付は136億円とこれまでと比べて大きく減少した。この背景として、現地のニーズがもはやそれほど高くないのなら問題視すべきものではないが、予定どおり10月まで続けた後、ニーズ等を把握のうえ、今後の取扱いにつき決定したいと思う。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、本則分はかなりの借り換えがあったうえ、新規の借入希望もあって、ほぼ3兆円の上限に達した。本施策の先にある個別投融资計画は、期間や金額などが本行の貸付条件を上回るものが多いため、金融機関は、自らもリスクを取って成長基盤強化に乗り出していると言える。このように、本施策は狙いどおりの呼び水効果を発揮していると評価できると思う。

また特則分は381億円と、1回目としては私が想定していたより多く、意外であった。A B Lについて、金融機関が関心を持っており、本施策に応じられるだけの案件を実行していることが分かった。今回応札しなかった先も、こうした結果をみて、前向きに取り組む始めるかもしれない。本件についても、金融機関の取組みを促す、呼び水としての効果がしっかりと出ることを期待したいと思う。ただし、A B L市場は規模が小さく未成熟の市場であるため、本行としては、本施策と併せ市場拡大に向けた啓蒙活動も強化していく必要があると考える。

ドルオペについては、欧州ソブリン問題の影響からか、E C Bには久々の応札があった。本行としては、応札はなくともオペを定期的を実施することは重要だと考える。このところ、欧州ソブリン問題の拡大によりドル転コストが上昇しているが、ドルオペ金利がドル転コストのシーリングとなっているように窺われ、市場安定の役割を果たしているものと思う。今後とも、市場に特定のニーズがあるようであれば、期間の設定や実施頻度などを柔軟に考えても良いと思う。

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肝要だと考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

我が国の金融環境は、本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持に加え、基金等による資産買入れの効果等もあって、全体として緩和状態が続いている。まず、企業金融の動向だが、資金供給面をみると、金融機関の貸出態度の改善傾向が続いているほか、C P 市場の発行環境も良好である。社債市場も、銀行を含む機関投資家などの底堅い需要もあって、電力会社を除けば、良好な発行環境である。他方、資金需要面では、大企業を中心にサプライチェーンの回復を受けて、運転資金需要が増加する動きがみられる。とはいえ、本行が5月に開始した被災地金融機関支援オペが1兆円枠に対して、4回分合計でまだ3,456億円と、大地震後5か月以上経過しても半分にも満たない状況であるので、復興に向けた資金需要はまだ少なく、これから本格化していくと予想される。この間の資金調達動向をみると、地域銀行の貸出が積極化しているほか、社債、C P の発行も伸びているの

で、企業の資金繰りは、中小企業の中には厳しいとする先があるものの、総じてみれば良好と判断している。

次に、金融資本市場の動向であるが、落ち着いた動きとなっている。短期金融市場では、本行の資金供給オペで引き続き札割れが多くみられ資金余剰感が強い中、コールレートのオーバーナイト物は0.1%を下回る水準で推移しており、ターム物金利も横這い圏内の動きとなっている。また、長期金利については、総じてみれば、横這い圏内の動きとみている。なお、邦銀の外貨資金繰りについては、8月上旬にドルLIBOR金利や円投ドル転コストが急上昇したが、短期間で収束し現在では落ち着いている。

以上を踏まえた次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持で良いと思う。そのうえで、以下では、当面の金融政策運営について、幾つか留意すべき点を述べたいと思う。

第一には、我が国の長期金利についてである。先程述べたように、長期金利は足許落ち着いた動きとなっているが、やや細かくみると、欧米を発端にしたリスク回避志向の高まりに加え、本行の追加金融緩和措置もあって、8月から2年以上の中長期ゾーンの国債利回りが下落している。マーケットの欧米経済への懸念が強まる中で、我が国でも震災からの復興に向けた対応が財政も含めて本格化する局面に入っていることを踏まえると、何らかのイベントをきっかけに長期金利が突然上振れるリスクにも留意が必要だと思う。例えば、実際のマーケットへの影響は限定的であったが、8月に米国格付け会社による日本国債の格下げがあったが、個人投資家の国債売買に占めるシェアが高まる中で、このようなイベントを契機に市場のセンチメントが変化して金利が上昇するリスクもあながち否定できないように思われる。こうした状況を未然に防ぐという点からも、欧州財政危機を教訓にして、ソブリン・リスクを意識して、できるだけ早く社会保障・財政改革と潜在成長率を引き上げる戦略に取り組んでいくことが望まれる。

第二に、為替動向についてである。8月4日の前回会合で決定した一段の金融緩和は、為替介入とも相俟って、急激な為替円高の進行に一定の歯

止めを掛ける効果があったと判断している。しかし、その後、FRBが8月9日に向こう2年間の金利を下げるべく時間軸の明確化を行ったことに加え、世界的なリスク回避姿勢もあって、米国の中・長期ゾーンの金利が大きく低下し、その結果、2年から30年物まで幅広く日米の金利差が縮小している。これも一因となって、足許のドル/円為替相場は引き続き円高止まりで推移している。このような為替の動向については、実質実効ベースでみると、昨年夏と同程度の円高水準であっても、先程申し上げたように、ドル/円自体は歴史的にも高く企業想定レートから大きく乖離している。このため、海外経済の減速感の強まりと相俟って、企業マインドに影響を及ぼし、復活しつつある生産・設備投資活動に水を差しかねないリスクがある。もっとも、前回8月会合ではこれらの景気下振れ要因を十分意識して、一段の金融緩和を打ち出した。この金融緩和措置は現在も実施中であり、その効果は今後も現れていくと予想されるので、その効果もみつつ展望レポートで示した景気回復シナリオが維持されていくのか注視していきたいと思う。

最後に、成長基盤強化を支援するための資金供給についてであるが、昨日は従来の3兆円枠の本則に基づく第5回目の資金供給とともに、新たに立ち上げた5,000億円枠の特則の第1回目の資金供給を行った。本則に基づく資金供給では、1,400億円弱の貸付けが実行されて貸付上限額の3兆円に達したので、今後の重点は特則に基づく資金供給になる。第1回の資金供給では、400億円弱の貸付けが実行され、然程金額的には大きくはなかった。しかし、不動産担保によらない新しいタイプの動産・債権担保融資（ABL）や出資に対する金融機関の関心は高いようであるので、今後新たな取組みが増えていくことが予想される。ABLは不動産が少ない新興企業や小企業の経済活動を支援し、出資は企業経営への関与を強めることで、生産性向上や潜在需要の創出に繋がるので、こうした効果が引き出されていくのかどうか、当面は金融機関の取組みや活動を見守りたいと思う。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、我が国の金融資本市場からお話しする。米欧金融資本市場の緊張感、幾つかの面で我が国市場にも伝播してきているように思う。株式市場の不安定さはその顕れの一つであるし、短期金融市場においても、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクは相応に意識されているようにみている。また、サムライ債市場における欧州系金融機関のスプレッド拡大も生じている。短国レートが1年物を含めて0.1%に張り付き、為替相場の円高地合いが続いているところには、米欧市場でみられる投資家の安全資産選好がそれなりに反映されているようにもみられる。しかしながら、我が国市場全体としてみれば、厳しい財政状況にもかかわらず、取り敢えず金融システムが安定していることもあって、米欧市場に比べれば、一定程度の落ち着きは確保されていると言えるかと評価している。この間、企業の資金調達コストをみると、新規実行分の貸出約定平均金利は、ベースレートの低下を受けて、足許さらに低下している。CP・社債の発行レートは、概ね震災前と同程度の低い水準で推移している。企業の資金調達コストも、全体として緩やかな低下ということである。こうした動きを踏まえると、我が国の金融環境としては、「総じて緩和の動きが続いている」と判断できるかと思っている。

次に、成長基盤強化支援のための資金供給と被災地金融機関支援オペについて、述べておきたいと思う。成長基盤強化を支援するための資金供給のうち、本則分については、昨日実施した分をもって、貸付上限の3兆円に達した。特則に基づく貸付については、総額381億円の実行となった。金額自体は上限の5,000億円に比べ少額にとどまったが、特則の導入公表以降、金融機関の間で、ABLの活用に向けて動産担保を評価する態勢の整備に着手するなど、新たな動きがみられ始めている。今後は、本則分については、期落ち分や期前返済分——1回当たり1,000億円程度ではない

かで見込まれているが——をカバーしながら、残高 3 兆円を維持すると、それと併せて特則分で、成長基盤強化に向けた金融機関の取組みをさらに後押ししていくということになると思う。我々としては、引き続き ABL の認知度の向上に向けて、様々な努力を行っていく必要があるように思っている。

被災地金融機関支援オペについてであるが、これまでに約 3,500 億円の貸付けを行ったところである。本オペの上限である 1 兆円にはまだ余裕がある訳である。このオペは、10 月末に貸付受付期間が終了する予定であるが、その後の取扱いについては、復興資金需要の出方や、第 3 次補正予算の内容などを確認しながら、検討するのが適当であろうと思っている。

続いて、金融市場調節方針について述べたいと思う。前回会合では、金融緩和を一段と強化するために、資産買入等の基金を 10 兆円程度増額し、50 兆円程度とすることを決定した。先程述べたような短期金融市場の落ち着きには、この政策措置が何がしか影響しているものと思うが、いずれにせよ、当面は、資産買入れ等を着実に進めながら、政策効果の浸透を見極めていく段階であると認識している。当面の金融市場調節方針については、これまでの方針を維持するのが適当であるというように考えている。

金融政策運営に関して、一言、付言しておきたいと思う。言うまでもないが、我が国経済と物価の現状及び先行きを丹念に点検することが政策運営の出発点になる訳である。ただし、欧州のソブリン・リスク問題、金融機関の経営問題、米国のバランスシート調整問題といった海外経済における大きな重石が存在するもとので、我が国経済にも、大きな負荷がかかってくる可能性は小さくないように思う。問題は、仮にそうした状況になった場合、我々の政策対応をどう考えるか、言い換えれば、海外の構造問題とも言える事象に端を発する景気変動・物価変動に対して我々としてどう対応するかという問題である。我々の政策では対応できない部分、あるいはもう少し言うと、対応してはいけない部分と、それから我々として対応し得る部分をできるだけ峻別しながら、しっかりとした政策判断を行っていくことが、従来にも増して重要になってきているように思う。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

我が国の金融環境は、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、貸出金利は緩やかに低下しており、社債市場の発行環境も良好である。そういったことを纏めて「総じて緩和の動きが続いている」という昨日の執行部の評価で宜しいかと思う。

次に、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みについて申し上げます。昨日、新たに出資や動産担保向けに設けられた特別枠のもとで資金供給を実施され、金融機関 17 先に対して 381 億円が供給された。今回まだ 1 回目ということであり、供給額の総額としては小さいものの、件数は 500 件を超えるもので、1,000 万円以下の小口の申し込みも 30% 程度みられ、当初の狙いどおり、融資に広がりが見られる。日本銀行としては、本措置が呼び水の役割を果たして、動産担保等の活用がさらに進み、我が国の成長基盤がさらに強化されていくことを強く期待しているというところである。

最後に、金融政策に関しての意見を申し上げます。前回決定会合において、資産買入等の基金を 10 兆円増額する追加緩和を決定した。追加緩和を決定して以降、欧米の景気減速懸念は一段と強まり、ドル安、ユーロ安、そしてその裏側というか、結果である円高の基本的な基調が続いている。もし、我々のその追加緩和並びに同日実施された為替介入が行われていなければ、もう一段の円高が進行し、景気・物価の将来経路に悪影響を及ぼしていたという可能性が非常に高いと言える。現時点では、少なくとも、そういう事態を未然に防いだ可能性があるという意味で、我々の措置は効果的であったと考えている。

我が国の経済・物価情勢の現状、先行きについては、先程申し上げたと

おり、特に先行きの見通しに関して、下振れリスクが存在しており、それに対する注意は引き続き怠れないというように考えている。そのような警戒感をしっかりと持ったうえで、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適切であるというように考えている。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融環境だが、既に多くの委員が指摘されたとおりであって、月報表現に違和感はない。二点ほど注意を要すると思われるのは、第一に、中小零細企業の資金繰りD Iが足許厳しい方向に若干変化したという点である。この点については、少し新しい動きだとも言えるので、注意してみていかななくてはいけないと思っている。第二には、エコノミストや市場の2年後インフレ予想が下方にややはっきりとシフトしたという点である。どの程度これが信頼できるのかどうかということもあるが、それなりの変化なので、注意してみなければいけないと思う。この点で、今回の短観での企業のインフレ予想がどのように変化するかを注意してみたいと思う。ただ、市場でもより長めのインフレ予想はほぼ横這いということにあるので、中長期的なインフレ期待にまだ目立った変化がみられるところまでは行っていないということは言えると考えている。

次に、次回会合までの金融政策運営方針だが、前回会合時点では、第一に、世界経済の下振れリスクが目立って増加し、円の名目実効為替レートの急激な上昇と相俟って、企業マインドの委縮が懸念されたということと、第二に、物価上昇の動きが震災等で弱まって、物価安定の理解の水準への到達が後ずれする可能性が高まったということに対応して、大きな下振れリスクに直面して委縮しないように企業マインドに働きかけるということと、それから長めの金利に働きかけて、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して、ひいては物価上昇のモメンタ

ムを回復すること、この二点を目的に包括緩和の資産買入等の基金の増額を行った訳である。

その後1か月を経過したが、特に欧州を中心として、一旦低下した不確実性が再び高まって、不安心理が深化したという状況になっている。海外での政策変更期待もあって、円高傾向がさらに続いている。このため下振れリスクは解消せずに、企業マインドの委縮がさらに進む可能性は、実は消えていないということが心配である。物価についても、「中長期的な物価安定の理解」のレベルに到達するのが後ずれする蓋然性が高まっている、というよりも、ほとんど間違いないようにもみえてしまうことは心配の芽である。これがインフレ期待の動きにどう影響を及ぼすのかは心配している。従って、前回の思い切った政策変更にもかかわらず、事態の展開によっては、それが十分でない可能性も残っていると看做ざるを得ない。

この10兆円は思い切った政策変更だと私は思っている。ただ、思い切った政策変更の後まだ間もないこともあり、この長めの金利に働きかけるという政策の効果は、ある程度の、しかも可変なラグを伴うという経験則から考えるならば、今会合では、その効果が今後どのように出ているのか、さらに欧州や米国の事態の推移がそれにどのような影響を及ぼすのかということをも慎重にみていくのが最適な判断だと考えている。従って、次回までの金融政策運営方針は、資産の買入れ、成長基盤強化支援オペ、被災地金融機関支援オペを含めて、現状維持とするのが妥当であると考えている。

最後に、先程、白川議長からのお話もあり、かつ私も前々回の7月会合で指摘したことだが、やはりこの時点で基準改定の結果も明快になったということで、もう一度我々がみている消費者物価指数、特に「物価安定の理解」の基準となる物価指数についての検討、そしてそのコミュニケーションをどうしたら良いかという、その検討を始めることが望ましいのではないかと考えている。我々の中で、ある種の合意を得ると同時に、それに対する世間の理解、「理解」の理解というのは少し奇妙な言い方だが、それをやはり求めることが我々の政策運営にとっても、極めて重要になっ

てきていると思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

私も、これまで委員の方々が言われてこられたように、国内の金融については、一部企業の資金繰りに厳しさがあるものの、各種指標からみても、総じて緩和の動きが続いているとみている。市中の各種金利についても、極めて緩和的な状況にあると思う。

しかしながら、先程述べたように、米国の景気に下押しのリスクがあるほか、欧州については、周縁国問題と一体の銀行システム不安が実体経済を下押しするリスクがある。さらに、一段のドル安・ユーロ安が進行するリスクもある。これらを背景に、世界経済が減速すれば、我が国景気の下押し圧力となり、コモディティ価格の低下と併せ、ゼロ近傍にある物価に下落圧力となる懸念もある。

以上を勘案すると、金融政策は、今後とも極めて緩和的な状況を維持することが望ましいと考える。金融政策については、現状維持が望ましいと思う。その点で、次回会合までの金融市場調節方針については無担保コールレートの誘導目標水準を 0～0.1%程度で推移するよう促すという現在の方針を維持することが適当であると思う。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、これも各委員が言われたとおり、本則残高が 3 兆円に達して、今後は返済による枠空き分の折り返しとなってくるため、残高的には増えていかない。そういう観点からは、特則分の役割が大きくなるということで、第 1 回目については、金額についてどう評価するというのはなかなか難しいことであるけれども、381 億円ということで、全体枠は 5,000 億円であるので、第 1 回目としては大きいのか、やはり少し小さいのか、その辺は非常に難しいところがある。市場の実態とか、銀行サイドの体制、あるいは貸出の期間が短い

ということがあり、金利面でのインセンティブはなかなか効きにくいということがある。そういう点でなかなか難しい問題が多いが、やはり三つの措置の柱の一つであるので、今後、相応の額の実行を期待するものである。以上である。

白川議長

それでは、中村委員をお願いします。

中村委員

国内の金融市場、並びに我が国の企業金融環境については、既に多くの委員から述べられていて、差異はないので省略したいと思う。なお、昨今、欧米諸国において、財政健全化に対する危機感の高まりは、我が国にも重要な示唆を与えていると思う。我が国の財政状況は主要国の中でも最も厳しい状況にあるが、国債利回りは極めて低水準で安定しており、国債の市場消化も円滑、国債の利払い総額も抑制されている。財政再建は時間を要する課題であり、このような市場の信頼が維持できている間に、財政再建の道筋をつけなければ、我が国はいずれかの時点で、高い代償を支払うこととなる。現内閣の取組みに期待したいと思う。

成長基盤強化支援のための本則並びに特則に基づく資金供給については、昨日執行部から説明があった。前者については、貸付残高もほぼ一杯となったが、民間金融機関の成長分野の案件に対する積極的な取組みを後押しするとの所期の目的に沿った動きと評価できる。一方、後者については、地域金融機関の参加が多く、また、実行済みのABLを担保とした貸出は、担保の種類として売掛金や製品・商品のウエイトが高いものの、それなりに多様性に富んだ内容となっており、まずまずのスタートであったと思う。特則の対象となる資金供給は、様々な障害もあり、従来は、我が国の金融機関が積極的に取り組んでこなかった分野だが、我が国の成長基盤強化にとっては重要なツールでもあり、本行としても、同制度の周知と利用促進を啓蒙しつつ、腰を据えて育成していくことが肝要だと思う。

最後になるが、金融市場調節方針について述べたいと思う。前回の金融政策決定会合では、我が国経済の先行きの回復見通しを巡る不確実性の高まりとともに、景気の下振れリスクが強く意識される情勢となったことを踏まえ、資産買入等の基金の10兆円の増額を決定した。その後、様々なイベントが相次いだ。概ね、当該基金増額に際して想定されたリスクの範囲から大きく乖離したとは考えられず、基金の増額は適切な対応であったと考える。

こうしたリスク・プロファイルは、前段でも述べたとおり、大きくは変化していない。このため、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。しかしながら、先行きの経済・物価動向を見据えて、必要と判断される事態に至った場合は、適切な措置を果敢に講じていくことに変わりはない。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

金融市場をみると、無担保コールレートやターム物金利、長期金利等は、引き続き低い水準で総じて落ち着いた動きとなっている。

次に、企業金融だが、全体として緩和の動きが続いている。CP・社債市場とも良好な発行環境のもと、低水準で安定している。間接金融についても、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、全体としてみても、貸出の前年割れ幅も縮小している。アベイラビリティ一面では、引き続き中小企業の一部で、資金繰りが厳しいとする先がみられているが、総じてみれば改善した状態にある。

一方、為替市場では、欧米の金融経済情勢の不透明感の高まり等から高水準の円高傾向は継続し、株式市場も低迷している。こうした動きは、現在回復段階にある我が国経済の大きな下押し圧力となることから、これか

ら予定されている国際的な取組みも含めて、その動向を十分に注視していく必要があると思う。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営だが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。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て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、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けることが肝要である。前回の決定会合では、米・欧を中心に海外の経済・財政を巡る情勢が不透明感を増していること、そして、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、我が国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性が強く懸念されたところである。こうしたもとで、強いメッセージを込めて 10 兆円という思い切った基金の増額に踏み切り、金融緩和を一段と強化した。現在、拡充して実施中の政策措置に関して、政策の前提となったリスク認識の範囲で実体経済が足許持ち直しており、先行きも緩やかに回復するとの見通しにあるもとで、海外金融経済情勢や円高等経済の下振れリスクには引き続き十分な注意が必要であるが、現状では、政策効果を確かめながら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、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、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。

なお、成長基盤強化支援資金供給では、A B L 等特則分で、昨日、17 先に対して 381 億円を貸付けた。今回の貸付額は決して大きくはないが、地域金融機関の応募も多く、こうした新手法を活かして、中小企業やベンチャー企業の資金ニーズに積極的に応じていこうという金融機関の意気込みが感じられた。この措置によって、金融機関が金融面の手法を一段と広げ、新たな成長の芽を掘り起こしていこうとする動きを支えていくことができるよう、これからの取組みの状況に注目していきたいと思っている。以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、私も含めて全員現状維持ということである。前回の決定会合で、金融緩和の強化ということを決め、現在その買入基金を増額したもとの買入れを始めたばかりであるし、今その効果をみているということだと思う。金融政策に関する皆さんのご発言を踏まえ、情報発信ということで、皆様方の意見も総合し、自分自身の考えも交えながら、何点か自分なりにポイントと思うことを申し上げたい。

一つ目は、これは言わずもがなだが、日本銀行は物価安定のもとの国民経済の健全な発展を目的としている訳であるので、そうした目的に向けて、中央銀行として適切に行動していく、経済・物価・金融の状況を丹念にみて適切に行動していくという、そういう中央銀行の役割を踏まえた行動原理というか、そういうことについてしっかり認識してもらい、そういう意味での安心感を持ってもらうという情報発信、これはどういう言葉を使うかは別にして、そういうのが一つの柱だと思う。

二つ目は、少し各論になるが、為替についての情報発信である。日本銀行の金融政策の目的は、あくまでも物価安定のもとの国民経済の健全な発展であり、為替レートそれ自体が目的ではない。これは言うまでもない。しかし、時として為替レートのその動き、それ自体に対して、金融政策が対応していくというような期待があったり、あるいはそれを前提にした色々なコメントが比較的多いように思う。そうではなくて、あくまでも先行きの経済・物価がどのような経路を辿っていくのかということのみをみていく。そのうえで、為替も勿論それに影響を与える一つの重要な変数であるので、その意味で為替レートは十分みている訳だが、しかし、為替レートにフォーカスして円高だから追加緩和であるという即物的な、あるいは短絡的なアプローチは、これは不適當である。過去の内外の経験が、そういう為替レートにフォーカスした金融政策の失敗のある意味で歴史であるので、そうしたことを我々自身は意識している。結果として、我々自身がそういう大きな議論のダイナミクスに組み込まれていくことのない

よう、そこはやはり周到な情報発信が必要である。私自身、色々な場で話をする時には、為替そのものではなく、経済・物価の先行きだということを、意識して発言している。我々自身の不用意な発言が、そういうようにならないように気を付けた方が良いと思っている。

それから三つ目は、先程の適切に対応していくということの意味であるが、先程来、申し上げているような世界経済の大きな構造の変化というか、ビッグ・ピクチャーを意識したうえでの情報発信というのはやはり必要だと思う。一方で、日本銀行が機動的に果敢に行動していくということは、これはこれで勿論大事なことであるが、しかしそのことが、時としてある種の幻想を与えて、つまり中央銀行の行動によって、その今の問題が解決するというようにみられると、本来必要な政策まで取られなくなってしまう訳である。日本銀行としては、勿論、必要な政策は何があってもやっていく訳であるが、しかし、金融政策万能論のような、そういう幻想は与えないようにした方が良い。このところの各国中央銀行の発言をみると、彼等自身も、その感を深めている感じがする。

それから四つ目は、日本銀行はこれだけの金融緩和を行っている訳であり、かつ、この先も勿論必要があれば、その措置は取っていく訳であるが、しかし、これまでこれだけの緩和措置を取っているにもかかわらず、まだ、日本銀行の緩和が諸外国に比べて見劣りするという除きがないパーセプションがある。これをどう払拭していくかということも大事な課題である。即物的には、マネタリーベースの伸びがF e dに比べて低いと言われる訳である。この比較は、専らリーマン・ショックの時を100としてそこからみている訳であるが、しかし、これは明らかに基準の立て方という意味で不適切だと思う。現在、日本銀行のマネタリーベースの対GDP比は先進国の中で最大で、最もマネタリーベースを今出している。我々自身、そのマネタリーベースというか、量で金融緩和の効果の程度を測れるとは全く思っていない。しかし、量というタームで議論した場合にでも、日本銀行は最大である。現在、F e dが供給しているマネタリーベースの対GDP比を、日本銀行は既に2000年代の初めに先駆けて実現している訳である。

つまり、Fedが現在、アグレッシブな金融緩和のもとで出しているマネタリーベースの水準は、日本銀行は既に2000年代の初めから出していて、そこからさらにまたマネタリーベースを供給しているということである。にもかかわらず、経済が成長していかないということの意味には非常に重たいものがある訳で、このことの意味をもっともっと重く、深く、受止める必要がある。そうした情報発信がやはり同時に必要である。我々自身、過去にずいぶんやってきたが、しかし、ある時期から、そういう情報発信をやることは却ってまずいというような気持ちも働いた訳である。しかし、昨今はあまりにも事実誤認が激しいと思うので、そこはやはり適切に言っていく必要があるという感じがする。

それから、五つ目に、ABLについて多くの方が言及したが、日本銀行として成長基盤を強化していくために、中央銀行としてできることは、地道な努力を重ねていくという姿勢、この点に関する情報発信も大事だと思う。金額の評価は、まさに石田委員がおっしゃったのと私も全く同じような感覚を持っているし、この数字をどういうように評価するのかとも思うが、しかし、我々自身の考えは、これは明確に伝えていると思う。即物的な支援だけではなく、中央銀行の立場からABLの市場が発展していくうえでの取組みをサポートすることは大事だと思う。勿論これをやるだけで成長率が上がるという訳ではないが、一発で物事が解決するというものがない以上、我々が持っているエクスパティズも含めて、貢献できる分野で最大限の汗をかいていくということが、非常に大事だと思う。

六つ目は、これは前半の議論とも関連するが、物価指数について、どのような情報発信をしていくのかということについて、今日もずいぶん議論が出たが、10月の展望レポートに向けて、さらに議論を深めていった方が良いと思うし、それに必要な材料は執行部の方からも提供して欲しいと思う。長くなったが、以上が情報発信である。

このほか、自分自身が金融政策の運営上、これは日本に限らず海外も含めてであるが、関心を持っている点が幾つかあるが、そのうち一点だけ申し上げたい。それは長期金利の低下余地は大体どの程度あると考えるのだ

ろうかということである。つまるところ、為替レートを規定するものの一つは、リスク・アペタイトであるし、もう一つは、長期の金利差ということだと思う。日本のケースを考えてみると、過去、瞬間的に0.5%弱というような水準をつけた時もあるが、非常に低い金利をつけた時は、瞬間的に低い金利をつけるが、直ぐに反転上昇して、その過程では、金融機関にロスが発生しているということで、非常に低い金利はサステイナブルではないという感じが過去、何回かの経験からする。それは幾ら経済について悲観的な見通しが広がっても、しかし、そうは言っても経済はやはりずっと縮小していく訳ではなく、そこそこ成長していくということになると、やはり金利低下には岩盤というものがあると思うし、それからリスク・プレミアムも相応にあると思う。米国は今2%弱で、日本に比べると勿論高い訳ではあるが、しかし、米国の場合も、先程申し上げた金融機関経営の問題を彼等自身は相当意識し始めており、やはり岩盤があるのだろうと思う。その岩盤は、長い目でみると、少しずつ変わってくる訳であるが、しかし、政策的に意味のあるタイムスパンでみるとそうそう変わるものではないのだろうと思う。そういう意味では、今、欧州の問題は国債保有に伴うキャピタル・ロス、これが大きな問題になっている訳だが、この場合は、主として政府の支払能力ということであり、そういう意味では、クレジット・リスクである。その国債の金利リスクは、金融システムに大きな影響を与える訳で、金融政策を考えていく時には、単に先行きの物価・景気というマクロ経済変数だけではなくて、要するに、金融システムとの関係も含めて、しっかり考えていく必要がある、そういう非常に深い問題であるという感じがしている。瞬間的な金利の引き下げ論であれば、勿論色々なやり方があるだろうが、そういう意味で、非常に難しい問題を抱えている。後から振り返ってみると、今の日本経済も含めて、世界経済は大きな構造変化の只中であって、この間の金融政策をどういうようにハンドリングしたかというのは、後世に厳しく我々自身がまた評価をされていくという、そういう難しい局面に今あると思っている。以上である。

石田委員

今おっしゃった長期金利の話だが、10年間資金を固定化するリスクや、途中で逃げる時に売買する時のリスクを考えると、1%でも危ないという感じが実務的にする。従って、そういう時にベースになる足許の金利が0%——0%以下には行かないので——だとすると、何かのきっかけで下押ししても、0.5%という今までの実績がやはり本当のところだという気がする。お金を調達する人は良いが、持つ人の立場が全く独立的にあるので。

宮尾委員

その長期金利であるが、私も少しコメントというか感想を申し上げる。我々の政策は取り敢えず長めの金利に働きかけて、それを下げるのが目的だが、長めの金利を下げるのが最終目的ではなく、本当の理想的な最終目的は、その長期金利を上げる、景気を良くしてあるいは持続的成長に働きかけるということである。従って、取り敢えず短期的には何らかの下押し圧力をかけるのだが、しかし、それがしっかりと経済に浸透していけば、やがて上がっていく、それで長短スプレッドがちゃんと付いて金融機関も収益が取れるし、そういった姿を目指しているという情報発信も、実は重要なのではないかと思っている。勿論、金融政策が長期的な成長に本当に働きかけられるのかどうかという大きな問題があるし、あるいは期待インフレの部分も影響するし、色々な要素があるが、しかし、やはり少し長い目でみて景気を刺激するというで考えると、長期金利は上がっていくというのが望ましい姿で、そこを目指しているということも頭の中にしっかり置いておくべきではないかと思う。

白井委員

今の関連で言うと、最終的には長期金利が上がっていくのが本来のノーマルな姿で、その背景にはやはり皆に成長期待があるということが健全な訳である。そこが、日本の場合は、なかなか必要な改革が進まず、成長期待は高まっていないというところが根本問題である。先程、白川議長が

おっしゃっていた金融緩和の量でも、日銀は凄くやっているということである。日本の場合は、2000年の初めに金融システムが毀損して、それで大量に資金供給をした、その時に非常に量を増やした。今、欧米でその状況——金融危機——が起こっている。だから彼等は今増やすのは当然である。日本の場合は、金融システムは、今は毀損していないので、そういう違いがあるということを理解する必要がある、日本の中であると思う。今の日本の問題は——私の理解は白川議長と同じだと思うが——やはり成長期待である。この成長期待が低いというところが、欧米と違う訳である。色々な議論があり、よく言われているが、米国の成長は中長期で2.5%、ユーロ圏は1.5%である。日本はそれより下であるので、成長期待でみて、日本の場合は課題が大きい。そこが一番今我々にとって重要なところだと思う。

山口副総裁

一点だけ。政策を巡る論点を絞り込んでいくと、今、白井委員が言われたようなことや、あるいは宮尾委員が言われたようなことになるのかもしれない。しかし、あまりに論点を絞り込んでいくと、我々はやることがないという話になってしまう面もあり、この辺りについて、市場というか、人々の誤解を招くということに気を付けておかなければいけない。従って、バランスの良いコミュニケーションというか、状況に応じて我々の考えていることを適切に伝えていくコミュニケーションを、一方で頭に置いておかないといけないという気がする。

白川議長

今回のジャクソンホールスピーチを書く前に、バーナンキがどういう気持ちでいたのかと言うと、まさに今山口副総裁がおっしゃったようなことだと思う。一方で、マーケットに期待はあって、その期待を冷やしてしまうと危ない。他方で、金融政策で実現できることについても冷静に認識はしている。その両方のバランスをどうとるか、後者の金融政策の限界を

言うとは失望させるが、しかし金融政策の期待を高めて、ある種のバーナンキ・プット、あるいはかつてのグリーンズパン・プットのように、結局そういうプットで経済は回復するのだと言っても、それは実体があれば、結局はどこかで失望が生まれてくるということだし、本来、取り組むべきことも遅れてしまうということになるので、それが本当にプットになっているかどうか、実は怪しい訳である。対外的にどう言うかというのは非常に難しく、私自身は常に二つのことを意識しながら話すようにしているが、しかし世間との関係でいくと、世の中の方は構造問題については、あるいは長期的な帰結については、意識が薄いことも事実である。それが中央銀行の永遠の課題ではある。

西村副総裁

構造という言葉が、曖昧に使われないように気を付けなければいけない。何でもかんでも、構造変化と言われてしまうので。基本的に、確かに限界はあるにせよ、やはりパワフルな影響は未だに持ち続けているということは確かだと思うし、だからこそ我々は金融緩和を続けている訳である。しかしそういう基本的な線と最終的な結果が——我々の目的と結果が——、宮尾委員のおっしゃるように、あたかも逆にみえるようなことも、実は起こってしまう。そういうことについてのきちんとした説明も上手くしていかなければいけない。そういうコミュニケーション・ポリシーが重要なのではないかと思っている。

亀崎委員

日本経済の中に問題があるのではなくて、外に問題が——リスクが——ある。米国でありユーロであり。このところ、日本は改善基調にあってほぼそういうパスにある。ほとんどの問題が米国、欧州から来るということになってくると、先程、山口副総裁がおっしゃったように、我々の政策として何をやるべきか、また何をやるべきでないかというところは慎重に考えていかないといけない。中だけみれば、色々なところで非常に落ち着いた

ている。金融システムもしっかりしているし、貸出状況など色々なところをみてもそれほど問題はなく、緩和的な状況が維持されている。しかし、外から来るインパクトに対する対応、それが国内経済の先行きをどの方向に持っていくかが、我々が常に考えるところである。例えば、円高の問題についても、これだけ日米の金利差が縮小してくると——10年物もこんなに縮小しているし、2年物などは本当に0.19%とか0.17%とか0.13%位と——暫く続くだろう。特に、2年物は用心しなければいけない。1年物は0.10%なので、僅か0.03%しかない。そういうところをよく考えていかないと、国内要因だけではなく、外から来た物が国内にどう波及するかと。同時に、またこの政策がどういう効果があるかをみていかなければいけないという非常に難しい場面にある。しかも、この状態は長引くような気がする。というのも、米国のファンダメンタルズはそう簡単に改善されない。もしかすると、緩和がもっとあるかもしれない。非常に緊張を要する状況が暫く続くのではないかという気がしている。

石田委員

それはどうなのだろうか。やはり日本国内に在来の問題があって、外需に依存しなければいけないから、外国の問題がこれだけ当面の問題になっているというように私は感じている。

亀崎委員

深い問題はそういうことである。しかし、足許の問題は……。

石田委員

いや、だから限界的に、である。

山口副総裁

あとは、やはり金融市場自体のグローバル化というものもあるのではないかと。株式市場の変動あるいは長期金利の変動などを通じて日本経済に及ぼ

すインパクトもあるので、需要構造だけを見直していくことで、答えになるのかどうか。

石田委員

そういう意味では、5年、10年前では、内外価格差というのが大きくて、テレビでも、米国で物凄く安く売っている物が日本では高かった。それが今はほとんど同じになっている。内外の交流というか、トランザクションというか、アクション、リアクションが、金融だけではなくて全てに亘ってきている。労働条件もそうであろうが。

中村委員

なおかつ、今は、家庭にしながらインターネットで買える。先程の外需依存の話は、確かに指摘のとおりだが、よく言われるのは、GDP比較では日本はそんなに高くはない訳である。ただ、それが特定の産業への依存度が高いというのが問題ではないかと思う。

山口副総裁

対岸の火事と言っても、こちら側に火事が及んできた時に、対岸のせいだと言って何もしないで済むのか、という問題を抱え込む訳である。

白川議長

円高について、我々自身は対外的に強調して言っていないが、実質実効為替レートでみると、少なくとも統計上はそれほど円高になっている訳ではない。しかし、その悲鳴という意味では、非常に大きい訳である。特に、それは自動車で大きい。明らかに自動車メーカー自身がそう感じていることは事実である。なぜそうなのかということ考えた場合、多分、全体の実質実効為替レートの動きだけで判断しにくい要素の一つとして、2000年代半ばに記録的な円安になった訳だが、そのもとで国内に拠点を作って増産をして輸出するという、円安のもとで作ったビジネスモデルの変更を今度は

迫られる、そういう経済環境がある。その動きはマクロの実質実効為替レート
の動きだけでは必ずしも上手く捉えられない。いずれにしても、特定産業
の、それから直前の記録的な円安というものがやはりバックにある現象だ
ろうと思う。そう考えると、先程言った円高の影響について、例えば、短
期的にはデメリット、しかし長期的にはメリットがあるという言い方を
我々自身はするし、私も基本的にはそう考えているが、しかし、昨今の動
きをみていると、短期的には今日本は貿易収支がほぼ均衡しており、短期
的なデメリットは前よりも少し減ったので、むしろ為替のミス・アライア
メントによって空洞化が生じて、短期と長期のバランスが少し変わってき
ているのかなと思う。空洞化の現象について、企業に対するアンケートを
みると、海外に進出する理由として、実は円高というのはあまり大きな理
由に挙がっていない。現地でのマーケットが拡大しているというのが圧倒
的に大きな理由である。それは合理的なことで、つまり地産地消というこ
とである。大きなそういう判断の中で、どのタイミングで進出するかとい
う時には、確かに円高局面の方が有利だから、そういう意味では、具体
的なタイミングを選択する時には、円高というのは影響する。そのように考
えた時に、人々が長期的には、今の日本の経済のファンダメンタルズから
すると、円高ではなくてやはり円安なのではないかという思いも、一方で
企業経営者にはあって、しかし現実には円高は進行しており、そこで海外に
移す。一旦移すと、それは最後は元に戻せないという、経済学でいう履歴
効果みたいなことになってしまう。そうすると多少短期と長期のメリット、
デメリットの出方も変わってくるころもあるかなという感じはある。経
済・金融の構造が変わってきているので、今までの議論の前提が少しずつ
変わってきているという気もする。

他にないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂き
たいと思う。最初に財務省の藤田幸久副大臣お願いする。

藤田財務副大臣

一昨日、財務副大臣を拝命した藤田幸久である。今後、金融政策決定会

合に出させて頂いて、色々と勉強させて頂きたいと思うので宜しくお願いする。

我が国の経済情勢をみると、色々持ち直しの状況にあるが、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、海外景気の下振れ懸念が強まっていることや円高の進行、株価の変動等により、景気が下振れするリスクに注意が必要である。

政府としては、当面の最優先の課題として、東日本大震災からの復旧・復興に全力を挙げるとともに、昨今の急激な円高により、国民や企業の先行きに対する不安が高まっていることを踏まえ、今後の市場動向等も踏まえながら円高への対応策にも適切に取り組んでいく必要があると考えている。

先般、9月2日の野田内閣初閣議においては、総理から各省大臣に対し、平成23年度第3次補正予算の編成についての指示があり、震災からの復旧・復興に併せ、過度な円高の影響による産業の空洞化等への対応についても、各省大臣において検討することとされた。併せて、経済財政政策担当大臣には、規制・制度の改革も含めて、関係大臣と協力して、円高への対応策を取り纏めるよう指示があったところである。なお、財務省としては、円高への対応策として、既に去る8月24日、1,000億ドルの円高対応緊急ファシリティの創設を含む「円高対応緊急パッケージ」を公表している。

大震災の影響等により依然として厳しい我が国の経済状況を踏まえると、今後のマクロ経済運営には細心の注意を払う必要があると考えており、政府としては引き続き日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。

日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、内外経済の動向や足許の円高の進行が我が国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。宜しくお願いする。以上である。

白川議長

内閣府の石田勝之副大臣をお願いします。

石田内閣府副大臣

内閣府副大臣、経済財政、国家戦略、それから税と社会保障等々を担当することになった衆議院議員の石田勝之である。宜しくをお願いします。

我が国の景気は、サプライチェーンの立て直し等により持ち直している。物価の基調は、緩やかながら下落が続いているなど、依然として緩やかなデフレ状況にある。先行きについては、復興需要により景気の持ち直し傾向が続くと期待されている。8月12日に公表した内閣府の試算では、今年度の実質成長率は+0.5%程度となるが、来年度は+2%台後半になると見込んでいる。

ただし、急速な円高や海外景気の下振れ懸念等、景気が下振れするリスクには十分留意が必要である。特に、急速な円高については、震災からの回復過程にある日本経済に重大な影響を及ぼしかねないことに加え、企業の海外移転、産業空洞化が一気に進むことを通じて、中長期的な我が国の潜在成長力を奪いかねず、マクロ経済政策運営における深刻なリスクと受止めている。

政府としては、まず、東日本大震災からの復興に全力で取り組んでいく。また、急速な円高の進行やそれによる産業空洞化のリスクに対応するため、円高への総合的対応策を早急に取り纏めていく。さらに、財政規律に対する市場の信認を確保するため、「社会保障・税一体改革成案」を着実に推進し、遅くとも2015年度までに国・地方の基礎的財政赤字のGDP比を2010年度の水準から半減する等の、「財政運営戦略」の目標達成に取り組んでいく。

日本銀行におかれては、先進国の金融政策、とりわけ米国における金融緩和の動向も踏まえ、急速な円高の進行等による景気の下振れリスクに十分留意しながら、政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済をしっかりと下支えするようをお願いします。

以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

金融市場調節方針の議案、及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意し、説明をお願いします。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

お手許に二枚紙がある。まず最初に、「議長案」と書かれているものである。「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」。この紙は以上である。

もう一枚は対外公表文である。「2011年9月7日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. わが国の経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている。すなわち、生産や輸出は、増加を続けており、概ね震災前の水準に復している。こうしたもとで、国内民間需要についても、持ち直している。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、基準改定に伴い下方修正され、概ねゼロ%となっている」。この中で、1行目であるが、「震災による供給面の制約」について、前月は「和らぐ」と書いていたが、その部分を「ほぼ解消する」というふうに進めている。その次の「着実に持ち

直してきている」は、前月と全く同文である。また、生産・輸出について、「概ね震災前の水準に復している」というように水準の評価をするのは、今回初めてである。最後の行、消費者物価であるが、前月までは物価の先行きのパートのところで、「下方改定される可能性が高い」としていたが、今回は実際に下方改定されたのでその状況を書いている。「3. 先行きのわが国経済は、堅調な海外需要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国内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、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる」。1 行目だが、前月は政策変更で変則的なステートメントであったので、これに対応する表現はなかったのだが、前々月までは「海外経済の改善を背景とする輸出」と書いていた。ただし、このところの先進国の成長ペースの鈍化を考えると、「改善」という言葉はあまり適当ではないと考えられる。一方で、新興国を中心に高めの成長が続いているので、その雰囲気を出すことから「堅調な海外需要」という言葉を今回は使わせて頂いている。2 行目の「2011 年度後半以降」のところは、全く同じ判断をしている。消費者物価の先行きについて、前月はCPIの下方改定を意識したうえで、「物価安定の実現までにはなお時間を要する」と書いていたが、今回足許のゼロ%近傍というレベル感がはっきりしたので、そのように書いている。「4. 景気のリスク要因をみると、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・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い」。ここの文章は、前月は書き方が変則的だったので少し違うが、基本的に、この部分は従来から海外経済に関して述べてきたことと全く同じである。「こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある」。この文章は、前月と、細かい文言については前後の繋がり等の関係で若干異なっているが、基本的には同内容である。「物価面では、国際商品市況の上昇により、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」。前月は、これに相当する文章はなかったが、基本的には従来と同じである。「5. 日本銀行は、前回の金融政策決定会合において、先行きの景気について下振れリスクにより留意すべき情勢となっているとの判断に基づき、資産買入等の基金を 10 兆円程度増額し、現在は、金融資産の買入れ等を着実に進めている」。これは新しい文章である。「また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、下に（注2）があつて、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である」。内容的には、勿論、従来から言っていることであるが、ステートメントにこのように入れるのは、今回が初めてである。前回、金融緩和を強化したところであるので、この際、改めて時間軸に関するスタンスを明確に示しておくことが適当という判断である。最後の文である。「日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である」。従来と同じである。私からは以上である。

白川議長

ただ今の説明について、ご質問あるいはご意見はあるか。

ないようであれば、最終案が纏まったので、最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。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するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁
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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（8月4日開催分）の承認

白川議長

最後に、8月4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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 12 日月曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 6、7 日に開催する予定で
ある。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者
限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱
いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の
方々も含め、この場の皆様におかれては、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。解禁時刻は12時21分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時21分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時16分閉会)

以 上