

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年10月6日（14:01～16:31）

10月7日（9:01～12:32）

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（ 〃 ）（注）  
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（ 〃 ）

（注）西村委員は、7日の会合のみ出席した。

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）
	大串博志	内閣府大臣政務官（7日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹（7日）
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	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（7日）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	河西 慎
金融市場局市場調節課長	正木一博（7日 9:01～9:14）

## I. 開会

(14 時 01 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に9月6、7日の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは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。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

青木金融市場局長

それでは、お手許にある資料で、資料－1、2（参考計表）【追加】と書いてある資料をもとにご説明申し上げます。はじめに、図表 1－1、金融調節の実績をご覧頂きたい。前回会合以降、無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利は、0.080%前後で安定的に推移した。半期末の市場も

落ち着いていた。当座預金残高は、資金需給が資金不足基調に振れるもとの、9月中旬にかけて27～29兆円台で推移した後、9月20日には国債の大量償還に伴って、36兆円弱まで増加した。震災後の一時的な増加を除けば、既往ピークとなる水準で相変わらず資金余剰感の強い状況である。もともと、償還金のかなりの部分が極く一部の金融機関の手許に滞留しているため、市場における流動性という意味での実質的な当座預金のボリュームは、然程増加している訳ではない。

図表1-3をご覧頂きたい。9月末越えに向けた短期金融市場は非常に落ち着いていたため、期末日スタートの翌日物オペや即日オペによる資金供給といった特別の対応は実施しなかった。こうしたもとの、期末日の無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.075%と普段と変わらぬ水準となり、補完貸付の利用もなかった。

図表1-6、最近のオペ結果を纏めている。まず、基金による共通担保資金供給をご覧頂きたい。前回決定会合前は、基金の運営として行う固定金利オペの応札倍率が低下して、札割れに近い状況にあったが、前回会合後、応札倍率は回復している。3か月物オペの応札倍率はこのところ概ね2倍強で安定しているほか、6か月物も足許では2倍程度まで改善している。その背景としては、9月の決定会合や米国FOMCの結果を受けて、当座預金付利金利の低下観測が後退していることに加え、本行が金利入札オペの頻度を調整するもとの、ある程度の金額は固定金利オペで安定的に調達しておこうとする動きが強まっていることが考えられる。金利入札オペをご覧頂きたい。この間、固定金利に比べて期間の短い金利入札オペに対する需要も強く、応札倍率が3倍を超えるケースも見受けられたが、按分を想定して、予め厚めに応札してくる先が多く、オペ先の資金需要はほぼ充足されていると思われる。実際、オペの落札決定レート、平均落札レートともに、下限金利である0.10%となっているほか、マーケットにおけるレポレートなども非常に落ち着いており、資金を取り急ぐ動きはみられない。

基金による資産買入れの状況である。国庫短期証券は、会合間に買入れ

がなかった。国内銀行や海外投資家の短国買入れ意欲が引き続き強いことから、流通利回りは一時的には0.1%を幾分下回る水準となるなど、需給は逼迫気味である。このため、短国買入れはこのところ見送りを余儀なくされている。国債は、残存2年物を中心に、1回、1,500億円買入れている。金融機関の応札意欲は旺盛で、倍率は3.65倍だった。応札レートもほぼ2年物の市場実勢並みとなっている。社債も9月上旬に1,500億円買入れたが、社債は電力債の起債停止と投資家の運用難を反映して、需給がタイトな状況が続いている。直近の買入れにおける応札倍率は、1.48倍にとどまった。なお、社債買入れについては、本日1,500億円のオファーを行っている。CPは、2回、計6,000億円買入れて、残高は目標の2.1兆円に対し、1.4兆円となっている。なお、応札倍率は約2倍を維持できているものの、このところやや低下気味である。この間、ETFについては7回、1,461億円、J-REITは12回、184億円買入れて、残高はいずれも目標額の半分程度となっている。

米ドル資金供給オペであるが、1か月物、3か月物ともに引き続き応札はなかった。9月15日には、ECB、イングランド銀行、スイス中銀が年末越えとなる3か月物オペの導入を決定したほか、既に3か月物を定期的に実施してきた本行も欧州の3中銀に歩調を合わせる形で、年末越えのドルオペの日程を前倒しして、その旨公表した。被災地金融機関支援オペだが、会合間に約1,000億円の貸付けが行われ、この結果、残高は1兆円の枠に対し、4,489億円となっている。

図表2-1、短期金利の推移を示している。市場における強い資金余剰感を反映して、短期金利は低位安定を続けた。短国レートは、前回会合以降、1年物まで当座預金付利金利の水準である0.10%に張り付いている。3か月の発行入札では、円転コストの低下などを背景に海外勢が投資を継続しているほか、9月末にかけては、邦銀が当座預金残高を抑制しようとする動きを強めたこともあって、0.10%を下回る落札レートがほぼ常態化している。

図表2-3、(1)のグラフにみられるように、CP3か月物の発行レート

は概ね横這いで推移している。なお、社債からのシフトが目立っていた電力CPだが、金融機関が電力各社への融資を実行するもとの、発行が増加し続けるとの警戒感が後退しており、発行金利は低下傾向にある。足許では0.11%台、中には0.10%台での発行もみられ、一般事業法人の発行レートとほぼ同水準となったと言える。

次に、図表2-4、図表2-5、ドル調達コストをご覧頂きたい。図表2-4(1)にあるように、米ドル市場ではターム物金利の上昇が続いている。(2)、ドルのLIBOR-OISスプレッドだが、拡大傾向にある。このように、ドルLIBORはギリシャのデフォルト懸念が強まる中で、米国MMMFが欧州系銀行に対するタームでの資金放出を絞っているということもあって、対OISスプレッドを拡大させつつ、上昇しており、CPやCDの金利が上昇を続けている。米国MMMFは保有残高が多かったフランス系銀行向けを中心に、CDのデュレーション短期化やCP保有残高の削減を進めており、非米系金融機関による米ドルCPの発行残高は3か月前に比べ1割強減少している。なお、この間、米ドルの翌日物金利は資金余剰感の強い状況が継続する中で、MMFがタームでの運用を翌日物にシフトさせているということもあって、フェデラル・ファンド、レポともに概ね0.1%程度の低い水準で推移している。図表2-5、これは為替スワップによるドル調達コストである。(1)の円投をご覧頂きたい。ドル調達コスト全般の上昇を反映して、円投ドル調達のコストは水準がやや切り上がったとはいえ、1週間物、3か月物を問わず、比較的落ち着いている。背景には、欧州系へのドル放出を嫌う金融機関も、邦銀へのドル提供については、これまでのところ、あまり抑制的でないといった事情がある模様である。この間、(2)に示したユーロ投によるドル調達コストについては、ECBによるドルオペが存在する1週間タームのドル転コストは、ドルオペ金利が天井となる形で、1.1%近傍で推移している。なお、ECBのドルオペだが、実際の利用は、会合間に延べ4先、合計16億ドル弱にとどまっており、依然として、オペ利用に伴うスティグマが意識されている模様である。また、ECBがドルオペのオファーを停止してきた3か月の

タームのユーロ投ドル転コストは、1.3%強の水準で高止まっている。なお、ECBによる3か月物のドルオペの初回オファーは、来週12日の予定である。

図表2-7、長期金利の推移である。(2)の細かい実線が米国10年金利だが、連銀の景気判断の下方修正やオペレーション・ツイストの導入発表などを受けて、1.7%程度へと20~30bp低下した。その後は、EFFSFにレバレッジを効かせるとか、ECBがカバードボンドの購入を再開するなどのユーロ圏における政策対応への期待から、2%近くまで反発したが、直近ではギリシャの財政赤字見通しや欧州系金融機関の資金繰り不安などから、1.8%前後へと低下している。この間、イールドカーブの20年~30年の部分をみると、30~40bpほど低下している。一方、残存3か月~3年の債券を売却することなどに伴い、短めの年限には幾分上昇圧力がかかっている。この間、欧州の長期金利だが、ドイツの10年金利が米国とほぼ同様のパスを辿る一方、デフォルトの可能性が警戒されるギリシャについては、足許では若干落ち着いているものの、会合間に10年金利が25%、2年金利が75%を超えるなど、さらに上昇した。この間、その他欧州諸国の長期金利は概ね横這い圏内だったが、例えば、イタリアでは財政再建への取組みが不十分との見方がくすぶる中で、国債の発行入札が軟調に終わるとか、S&Pによるソブリン格付け引き下げを受けて、国債利回りが上昇する場面がみられるなど、欧州では緊張度の高い状況が続いている。

日本の長期金利のうち、超長期の20年債については、足許なお低下傾向にある。これは、このゾーンの主要投資家である生保が、米国長期金利の低下や円投ドル転コストの上昇などから、投資妙味が低下する中で、運用を米債から円債にシフトさせていることなどが主な背景となっている。また、こうした動きを捉えて、一部都銀が超長期ゾーンを物色する動きもみられる。この間、10年債については、1%のレベルで横這いとなっている。一部には、今後、金利が1%から切り下がっていくと見込む声も聞かれるが、1%を割ると間もなく反転上昇に転じた去年の経験から、ここからは大きく下がりにくいとの見方が多く、当面はこの水準で揉み合うとみられてい

る。

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。米国、欧州ともに拡大傾向が続いている。欧州では、金融セクター全般及び周縁国の非金融セクター、また、米国では一部米銀の格下げがみられた金融セクターで、それぞれスプレッド拡大が目立っている。これに対し、日本の社債流通市場は、電力債の起債停止が続く中で、需給タイトな状況が続いて、スプレッドは横這いとなっている。もっとも、図表 2-11、電力債の流通スプレッドをみると、東電債だが、機構による支援に際し、株主や債権者の負担が求められるとの懸念が強まったことから拡大している。なお、起債コストについては、国債発行レートなどのベース金利が下がるのに伴い低下しており、また運用難に直面している投資家が積極的に買い入れていることもあり、社債の発行環境は良好である。既発債のロール・オーバーに加え、銀行借入れからのシフトもみられたほか、BBB格企業による発行も増えており、銀行、証券、電力を除く、先月の公募社債発行額は、前年同月を 16%ほど上回った。また震災後起債が途絶えていたREIT債の発行も数件みられた。

図表 2-13、欧米と日本における民間部門のCDSプレミアムをご覧頂きたい。日本については、株主、債権者の負担が嫌気された東電のプレミアムが大きく拡大したほか、インデックスの銘柄入れ替えの影響もあって拡大が目立つが、基本的には金融セクターを中心に、プレミアムが拡大している欧米につれた動きとなっている。

図表 2-14、株式相場の推移である。株価は日米欧ともに、やや大きめのアップダウンを繰り返している。米欧株価だが、ギリシャのデフォルト懸念が急激に高まったほか、フランスやベルギーなど欧州金融機関の財務内容やドル調達環境の悪化が意識され、これらが株価を押し下げる一方で、米ドル資金供給オペの拡充やドイツ議会におけるEFSF機能拡充法案の議決が相場を押し上げた。直近でも、ギリシャ政府が財政赤字見通しを悪化方向に修正したことが、株価を下落させた一方、欧州金融機関の資本増強の報道が株価を上昇させるなど、上下両方向の材料が交錯している。日

本株もほぼ同様の動きである。図表 2-16、海外投資家の売り越しが継続する中で、株価は軟調である。株価の振れが大きい中で、大きな下げ局面ではシクリカル銘柄のみならず、ディフェンシブ銘柄も大きく値下がりしており、センチメントの悪さを窺わせている。REIT 指数の推移だが、値下がり傾向が続いている。海外投資家のセンチメントが悪化していることに加え、エマージング通貨での運用をセットにした通貨選択型 REIT 投信が、エマージング通貨安で損失を出すようになり、個人投資家の解約が進んでいるということも REIT の売り圧力となっている。

図表 2-18、為替相場の推移である。(2) 左側の黒い細線がドルの名目実効為替レートである。ギリシャのデフォルト懸念が急激に高まり、リスク回避姿勢が強まる中で、新興国の金融引締め姿勢の弱まりもあって、昨年来続いていたドル安傾向が反転し、最近では大きくドル高方向に進む展開となっている。この間、円についても、リスク回避の流れが強まる中で、幅広い通貨に対し円高が進んでいる。(1) で右上がりとなっているのが、最近のユーロ／ドル相場である。ユーロ安が急速に進んでいる。欧州ソブリン問題が深刻の度を増す中で、ECB が経済・物価見通しのリスク評価を引き下げ、利下げを予想する見方も浮上してきたことなどが背景となっている。先行きの不透明感は強まっており、図表 2-19 の (1) におけるユーロ／ドルのインプライド・ボラティリティが上昇している。(3) の IMM のユーロ／ドルのポジションだが、スポット相場でユーロ安が進む中で、投機筋は先物ポジションを大きくユーロ売りに傾けているようである。ドル／円相場の動きだが、既往最高値圏の 76 円台半ば前後の狭いレンジで横這っている。リスク回避姿勢が高まり、円はドルに対しても買われやすい地合いにあるが、引き続き介入警戒感が維持されていることもあって、ドル／円相場はかなり安定している。図表 2-21、ユーロの対スイス・フラン相場である。先月 6 日に、スイス中銀はユーロ／スイス・フラン相場の下限を 1.2 フランに設定し、無制限に為替介入を行う方針を発表しているが、その後スイス・フランは 1.2 フランをやや上回る水準——図では、1.2 フランよりも下のエリア——で推移している。一部には、スイス中銀

が相場の下限を 1.25 フランに引き上げるのではないかなどの見方があり、足許では幾分スイス・フラン安に振れる動きもみられている。

最後に、図表 2-22、(1) が新興国通貨、(3) の一番上の線が金の先物価格である。これまで比較的堅調な動きを示してきたエマージング通貨や金については、ここへきて若干弱含む傾向をみせている。こうした変化につき、市場の一部にはセンチメントや実際の資金調達環境が悪化する中で、投資家が資産のキャッシュ化を進めていく予兆かもしれないとの見方が聞かれている。私からは以上である。

白川議長

ご質問があれば、どうぞ。

亀崎委員

オペの結果だが、先月、共通担保資金供給の 6 か月の倍率が非常に厳しい状況になってきていたが、金利入札を工夫して頂いて、少し安定的になってきていることについては、非常に評価したいと思う。ただ、一つ気になるのは、国庫短期証券買入の枠が 4.5 兆円まである訳だが、今は 2.7 兆円の残高である。前回オファーしたのは、確か 8 月 12 日だと思うが、これから 2 か月近いが、その時は倍率は 2.20 で、平均落札レートは 0.1% を上回った。先程の話のように、短期国債の利回りが 0.1% を下回る状況になってくると、これを買って進めていくことはなかなかできないという状況も心配される。このこと自体は、金利をなるべく低下させようという狙いは一応達成されていることを示しているようにもみえる。先行きまだ 2 兆円近くあって、なかなか買い進めるのは大変だなという感じがするが、その辺はどういうようにお考えか。

青木金融市場局長

確かにおっしゃるとおりである。まだ、来年末まで時間があるので、慌ててはいないが、買い入れることが結構難しい状況が続いている。要する

に、短期国債を買おうとすると、マーケットの金利が0.1%を下回っているため、0.1%で買おうとしても、なかなか買えない状況が続いている。一方、短国に対するニーズが、今、目先で弱まる気配があるかという点、必ずしもそれはない。今後、少しマーケットの様子をみながら、買い場をしっかりとみつけて、短国の買入れを実行していくということである。今はまだ様子を見ているところである。

#### 中村委員

リスク性資産の買入れ——具体的にはETF、J-REIT——は、導入した当初は、このようなマーケットに日銀が資金供給することによって、リスク・プレミアムを圧縮して、呼び水となって投資家を呼び込むという趣旨でやってきた。市場では、当初はリスク・プレミアムが圧縮されていたし、色々な投資家もJ-REIT投資を増やしたりしたが、最近では買うのは日銀だけとか、ある一定のルールで買っているようなので、あまりサプライズもないし、呼び水効果も薄れてきているとの声があるとも聞いている。足許、マーケットが特殊なので、何とも言えないかと思うが、実際のところ、マーケットではどのような受止め方をしているのか。

#### 青木金融市場局長

ETFとREITだと思うが、両方で若干感じが違う。勿論、買い入れていることで安心材料になっているということは変わらない。それから、ETF、REITともに海外投資家を含めて、売り圧力が非常に強い。これも両方に共通である。違いとしては、ETFについては、株式市場なので、その株式市場の規模に比べて買い入れている——1回当たりにせよ、合計にせよ——規模が小さいということで、実際のリスク・プレミアムの縮小効果が本当のところどれほどあるのだろうかと思われる節があるように窺われる。逆に、REITだが、基金による買入れの規模が相対的に大きい——マーケットのサイズに比べて、買い入れている規模が相対的に大きい——ということで、REITの価格が、先程ご覧になったよう

に、落ちている中では、基金による買入りに依存するというか、期待するというか、そういう、ややモラルハザード的な感じが出ていると思う。そういう違いが両者にある。

#### 雨宮理事

呼び水という意味では、この J-REIT、ETF、あるいは資産買入りの評価については、プライスとか金利をどうみるかという部分と、リスクテイクとかの市場のビヘイビアがどうなったかという両面があると思う。金利やプライスの方が難しいのは、この間、世界経済の変動が凄く大きいので、政策の効果だけ取り出してみるのはなかなか難しい。しかし、世の中に、もうちょっと買って欲しいという声が出るということは、逆に言うと、日銀がいることの安定化効果がやはりあるのだと思う。もう一つ、J-REIT、ETF でみると、やはり J-REIT はそれなりの市場拡大効果があったと思う。今年、年初に数回ご報告したが、我々がオペレーションを始めてから、J-REIT の増資は、結果的に 10 銘柄、2,000 億円位増えて、それなりに認知度を高めるという意味で、呼び水はあったと思う。逆に、そうやって、増資が増えたことが、荷もたれ感が強くなって、プライスに若干マイナスの影響を与えているという意味では、両面あるが、そういう効果は一方にやはりあったということだと思う。

#### 白井委員

確認だが、図表 2-13、CDS プレミアムだが、欧米のように、金融銘柄とそうではないもので、どの程度の差があるのか。

#### 青木金融市場局長

内訳を持っていないので、確認する。

#### 亀崎委員

為替だが、日米の国債利回りとドル／円の為替にかなり相関がみられる。

特に、マーケットでは2年債との相関が注目された。9月19日に、米国の2年債が0.153%、日本の2年債は0.1%ちょっとと、一時物凄く近付いた。今、10月5日のものだが、2年債は0.255%とかなり開いた。ところが、ドル/円は必ずしも円安の方に行かない。そのことについて、あるところでは、期末に本邦の輸出企業のドル/円の売り圧力が高まったという指摘がある。であれば、これは期末要因なので、これを過ぎたら円安になるかという、私はどうもそうは思えない気がする。そうすると、一体、このドル/円の為替と2年債の利回りの相関関係は、どうなのかなという気がする。その辺はどうだろうか。

#### 青木金融市場局長

2年債の金利差とドル/円相場を重ねると、かなりフィットが良くて、両者の関係はしっかりあるようにみえる。ただ最近では、その金利差だけで説明することはやや難しくなっている。おっしゃるように、ドル/円相場は、最近ほとんど動かなくなっている。米国の2年債の金利が上がっても、ドル/円相場が横這っているという事実はある。それは、亀崎委員が触れられたように、今、あるドル/円相場があるとすると、すぐ上に行く、期末に限らず、本邦の輸出勢が待ち構えている。それは、期末は特に強いが、期末に限らず、輸出勢が待っている。下の方に行こうとすると、介入警戒感が強いということで、上下をそういう力に挟まれていて、動きが取れない形になっている。それが、最近、金利差で説明できなくなっている、もう少し言い方を換えると、ピタッと横這っていること背景だと思う。

#### 亀崎委員

ということは、期末を過ぎても、具体的な状況が今の説明みたいなことであれば、ドル/円相場の傾向は変わらないだろうということか。

青木金融市場局長

少なくとも、足許はそういう感じで見ている。

雨宮理事

今の説明に尽きているが、元々、なぜ為替レートが2年物の金利差で動くのかというのは、実はメカニズムとしてはあまりよく分からないところがある。実際の投資家は、2年間オープンで為替を投機する人はいない訳である。従って、2年の普通の裸の平価が成立することはない。かつ、時期によっては、それこそ一昨年のドバイ・ショックの時は、皆が3か月、3か月と言った時期もあったので、マーケットの着目点はある程度変わるということは、念頭に置く必要があると思う。そのうえで、なぜ2年かと言うと、金融政策の期待と実体経済の期待とか、経済の先行きに関する不確実性や見方が、ある程度それなりの確からしさをもって反映されるのが大体2年までだろう。そう考えると、2年物金利差の裏には、それぞれの国の経済とか先行きに対する見方や不確実性の評価が入っている。すると、単に金利差だけで動くというよりは、その裏にある両国経済の先行きに対する見方の差が、どういうふうに動いているのかが大事なような気がする。

白川議長

図表1-6のオペの結果だが、普段は、淡々とやっている感じなので、特に説明がなくて良いが、基金の買入れの方ではなく、成長通貨供給としての国債の買入れは、昔と違って今はゾーン別の買入れを行っている。そうすると、オペごとの大きな変化がある訳では勿論ないが、しかし、さは然りながら、ゾーンの中での微妙な変化、あるいは札の入り方で、そこに何か情報があるケースもあるのだろうと思う。そういう目でみて、国債の買入れについて、何かこのところ特筆すべき動きがあるかどうか一点。あと、先程、ETFとREITの買入れについてのご質問が中村委員からあった。決定会合への報告の仕方として、他のオペとやり方が違うから全部ブランクになる訳だが、前回会合以降、どういうふうな市況があって、

その中で買い入れたというように——勿論、毎回結果は公表されているが——、前回以降どういう買入れをやったのかが分かるような形で、改めて報告して貰えると有難い。特に、先程、青木金融市場局長から話があったように、REITについては、買入れの中で、日銀のウエイトが高いということなので、例えば、その時の売買との関係でどうなったかとか、もう少し手触り感が分かるような形だと有難い。これは要望であるが、前者の国債買入れについては何かあるか。

青木金融市場局長

最近、特に大きな変化があるようにはみえない。相変わらず順調に——短い方も長い方も——買い入れることができている。なので、こちらの方は、何かそこからすくい取れるものが今あるかという点、必ずしも変化としてはないように思われる。

白川議長

数字はないと思うが、もしあった時には宜しく願います。もう一つ、これは国際局に聞いた方が良いかもしれないが、図表 2-10 の社債の信用スプレッドをみながら、改めて、欧州で上がっているのはそうだが、米国の上がり方もずいぶん大きいという感じがする。AA格の流通スプレッドでみても、あるいは発行スプレッドでみても、この夏以降、1%位は上がっている。この間、米国の長期金利は1%弱位下がっているが、それと同じかそれを若干上回る感じで、米国の社債スプレッドは上がっている訳である。最終的な民間の調達金利という意味では、下がっている訳ではないようにもみえる。いわゆるファイナンシャル・コンディションという面からみると、この間、米国は緩和したと言えるのかどうか、この数字をみると、特に足許の信用スプレッドの拡大が大きいと改めて思うのだが、その辺はどういうふうに思うか。

雨宮理事

まず、米国の社債のスプレッドをみる時に、日本と単純に比較するうえで、多少ディスカウントする必要がある。それは、金融機関の社債のウェイトがわりと高いということである。単なる企業より、今は金融機関に対する不確実性というか、懸念が強いので、それを反映している部分は一応、留保条件として置いておく必要がある。ただし、それは結局、金融の調達が難しいということなので、回り回って企業金融に結び付くということだと思ふ。その点も含めて、全部を統括して考えると、まず一つは、スプレッドはかなり上がっているということと、あと例えば、MMF等で米国における相当大きな金融仲介主体のリスクオフ姿勢が強まり、リスクテイクをしにくくなっている、しなくなっているということが、金融機関の資金調達とか、あるいは企業の資金調達にそれなりに厳しい方向で——クランチということはまだ出てないが——作用し始めているように思う。今のところ話題になっているのは、MMFが手控えているのは、CP、CDで、特に金融機関のCD、欧州系のCDについて控えているということである。そういう情報は多くあるが、企業向けのそういう動きは出ているので、全体としてみると、金利、量の面でやはり厳しい方の動きが強まっているのではないかとみている。ただし、申し上げたとおり、社債スプレッドだけみると、若干留保しておく必要があると思ふ。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

次に、海外経済情勢に移りたいと思ふ。

大野国際局長

では、国際局から海外経済の現状評価をご説明する。お手許の資料-3、「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。世界経済全体は減速しつつも回復を続けている。この点を、まず、図表1のグローバルベースのPMIでチェックしたいと思ふ。グローバルベースの生産は、

緩やかに低下している。改善と悪化の分岐点である 50 を久し振りに幾分であるが下回っている。地域別をみると、欧州で生産の低下が続いているほか、新興国ではインドなど一部の国で生産の減速が幾分強まっている。一方、米国がやや意外かもしれないが、小幅ながら改善をしている。それから、中国も底堅い動きを示している。そういった意味では、国別でかなり斑模様になっている。さらに、受注・在庫バランスであるが、先進国、新興国の双方で、バランス自体は然程悪化していない。在庫面からの調整圧力は、引き続き小さいものにとどまっている。

次に、地域別にみていきたいと思う。まず、米国である。米国については、現状評価の表現を今月は幾分下方修正した。これまでは、「減速しつつも回復を続けている」という表現であったが、「回復を続けているが、そのテンポはごく緩やかなものに止まっている」というように修正させて頂いた。主な理由は、二つ。一つは、バランスシート問題が重石となる中で、雇用環境の改善がやはり遅い。鈍化しているということが一点目。二つ目は、欧州ソブリン問題の余波を受ける形で、米国株価が軟調で、家計マインドの低下を通じて、消費を押し下げている。この二つが理由である。図表 2-1、(1) で民間調査機関の成長率見通しを掲げているが、やはりそういう動きを受けて、夏場以降、米国経済の成長率見通しについては、下方シフトが続いている。極く最近では、2011 年の 4 四半期を中心に、見通しの低下が大きくなっている。(2) 実質個人消費は、振れを伴いつつも、原油高是正の影響から回復している。ただし、そのペースは非常に緩やかなものにとどまっている。9 月の自動車販売は、市場予想を上回る 1,300 万台に回復したが、サプライチェーン障害の復旧に伴う戻りの効果が大きいの。従って、先行きの持続性については、なお慎重にみていく必要があると思う。こうした個人消費の弱さの要因であるが、まず、(3) 実質可処分所得をみると、改善テンポは非常に小さい、弱いということである。消費を押し上げる形になっていない。デフレーターマイナス幅は縮小し、資源価格高騰の影響はフェードアウトしているが、それを打ち消すような形で名目の所得が低下している。全体としては、実質可処分所得が低下し

てしまっている。どうしてかと言うと、やはり一番大きいのは、(4) に示すような雇用の改善テンポの遅れが主因ということだと思う。さらには、欧州ソブリン問題の余波を受ける形で、(5) で示すように株価が低迷して、ボラティリティも高止まりする中で、(6) の消費者コンフィデンスが低水準で推移していることがお分かり頂けると思う。こうしたマインドの悪化は、個人消費のさらなる下押し圧力として効いている。企業活動に目を転じると、図表 2-2、(1) の生産は、基調として増加を続けている。理由としては、一つは夏場の猛暑による電力生産、それから二番目は、サプライチェーン障害からの復旧を受けた自動車生産の回復、これらが生産を押し上げている。ただし、両方とも一時的要因とみた方が良いと思うので、やがて剥落するとみられる。ただ、極く短期的にみると、(2) の自動車の在庫が依然として適正水準以下にあるということがある。向こう数か月については、自動車在庫の復元による生産の上押し効果は見込めるのではないかとみている。次に、(3) の設備投資であるが、堅調な伸びが続いている。輸出が緩やかな伸びを続ける中で、輸出関連の投資拡大が設備投資の増加を後押しし、下支えする形となっている。ただ、先行きについては、企業の投資需要を減衰させるリスクがちらほらみられる。(4) の設備投資に関するサーベイ調査をみると、ご覧のとおり、足許、投資マインドが急速に低下している。これは、少し気がかりである。最後に、物価の動きについて、(5)、(6) を確認する。コア物価は、足許、プラス幅が拡大している。内容的にみると、帰属家賃、それからもう一つは、原材料価格の高騰による輸入品価格の上昇を受けた衣料品価格の上昇が主因となっている。ただ、インフレ期待ということ言えば、(6) にあるが、需給ギャップの縮小が一服しつつあることから、デイスインフレ圧力は引き続き作用している中で、1年先のインフレ期待をみると、国際商品市況高の影響剥落が続く中で、低下している。インフレ期待については、安定しているということである。

次に、欧州経済をみる。ユーロエリアについても、現状評価の表現を少し変えさせて頂いた。これまでは、「改善の動きに一服感がみられる」と

表現していたが、これを「横ばい圏内の動きとなっている」と変えさせて頂いている。背景としては、二つ。一つは、海外経済の減速から欧州の輸出が伸び悩む中、個人消費の減速が一層明確化して、足許横這いの動きを示す経済指標が多いということ。二番目は、欧州ソブリン問題の深刻化を受けて、消費マインドの低下がドイツなどコア国にも波及し始めていて、先行きの改善の見込みが立たなくなっているということ、この二つである。図表 3、経済見通しを (1) にお示ししている。夏場以降のソブリン問題悪化などを受けて、2011 年の成長率見通しが低下しているほか、2012 年についても、さらに低下し、エッジダウン、リバイスダウンの角度が強まっている。こうした中で、(2) の域外輸出をみると、海外経済全体の減速から伸び悩んでいる。仕向け地別にみると、アジア向けが横這いの中で、米国向け、他の欧州の周縁国、中欧、東欧向けの減少が目立ってきている。先行きについても、新規輸出受注 PMI が低下傾向を辿っていることからみて、輸出はさらに下押しされる可能性大である。(3) の実質個人消費も減速を続け、横這いとなった。さらに、先行きの指標となる個人消費の PMI も消費の低迷が先行きも続くことを示唆している。欧州ソブリン問題を巡る状況の悪化から、先行き欧州各国はさらなる緊縮財政に追い込まれるリスクも存在する。各国は——IMF の財政見通しであるが——景気下振れによるプライマリーバランスの悪化、これによってさらに景気変動にマイナスの影響を及ぼすというインプリケーションを示している。こうした中で、(6) の金融機関の貸出態度であるが、緩やかながら厳格化に転じている。ユーロエリアの貸出自体は、全体としてまだ増加しているが、先行き欧州ソブリン問題の悪化が、貸出などを通じて実体経済へのいわゆるネガティブ・フィードバック効果を強めていく可能性は小さくないとみておく必要があると思う。

図表 4-1 で、欧州ソブリン問題関連の金融市場の動きをみたいと思う。欧州ソブリン問題については、ご承知のとおり、二つの問題が市場の懸念材料として意識されている。一番目は、ギリシャに対するいわゆる第六次審査の中断を契機とした、第六次融資の行く末を巡る不確実性が高いとい

うこと。二つ目は、E F S Fの規模拡大、機能拡充などの一連の合意事項について——この7月の合意事項であるが——、議会承認が完全には終了していないということである。朗報は、山場とみられたドイツにおいて、9月末に議会承認が実現したということで、一定の進展と言える。本日時点では、残り3か国である。オランダ、スロバキア、マルタが未承認である。10月下旬までには、これら3か国においても議会承認がされる公算は高まっているが、その動向には引き続き注意が必要である。こういった欧州ソブリン問題を巡って、緊張感の高い状況が続いている訳であるが、指標については、先程、青木金融市場局長からも説明があったが、(1)の各国の対独スプレッドは非常に高い水準で推移している。それから、欧州金融機関の資金調達環境については、次の図表4-2に纏めているので、ご覧頂きたい。図表4-2、(1)のカウンターパーティ・リスクは、懸念の高さから、銀行間金利はユーロを中心に高止まりしている。ドルの資金調達環境については、当局によるドル資金供給やドル・スワップのバックストップが下支えとして作用しているが、(2)で示すように、ユーロを原資としたドル調達コストについては、ユーロの対ドル・ベース・スワップをみると、やはり高めの水準で推移している。欧州金融機関の資金調達環境の厳しさは、金融債の発行市場でより目立つ形となっている。図表4-3、(4)をみると、金融債の発行額は減少を続けている。それから、(5)の欧州金融債のクレジット・スプレッドは、リーマン破綻時を超えて高止まりしている。すなわち、中央銀行による流動性支援の政策効果が及ばないような市場においては、周縁国を中心に、欧州金融機関のカウンターパーティ・リスクは、相当強く意識されている状況だと言って良いかと思う。次に、預金と貸出の動きをみたいと思う。図表4-4、(1)の欧州金融機関の民間預金の動向を少しみてみたいと思う。ドイツやフランスとは対照的に、周縁国5か国全体の預金残高は、伸び悩んでいる。ギリシャでは、預金流出が続いている。(2)のターム物預金金利は、ドイツとフランスが概ね横這いで推移する一方で、周縁国ではいずれも上昇傾向を辿っている。こうした中で、図表4-5、貸出であるが、企業向け貸出残高につ

いては、周縁国全体で減少傾向を辿っているほか、(2)の貸出金利も周縁国を中心に上昇が続いており、相当注意を要する状況だとみている。

新興国経済について、少し駆け足で確認したいと思う。新興国経済全体としては、この間、大きな判断の変更はない。留意点としては、二つ。一つ目は、インド経済の減速はやや強まっているということ。二つ目は、海外経済の減速の影響から、NIEs、ASEANの輸出・生産の伸びが緩やかなものにとどまっているということ。これらが、この1か月の若干の特徴点と言えるかと思う。国別で、まず中国であるが、中国の消費については、(1)の小売売上高をみると、高めの伸びを続けている。小売価格の上昇を調整した実質ベースでみると、幾分伸びは鈍化しているが、引き続き高水準と言って差し支えないと思う。次に、成長のドライバーである(2)の固定資産投資であるが、足許にかけては、例の鉄道事故の影響などから、交通関係が少し下押ししているが、内需の全体的な底堅さを映じて、いわゆる設備投資、固定資産の全体としては、高い伸びを維持している。こうした中で、物価であるが、CPIについては、これまでの食料品高の影響が足許剥げ落ちてきている中で、伸びが幾分縮小している。ただし、アンダーライニングにみた場合には、労働需給の逼迫——コアの物価上昇圧力——は、依然として強い状況といった基本的な構造は変わっていないとみている。続いて、インドであるが、(4)にインドの生産と個人消費を掲げているが、これまでの金融引締めの影響は徐々に出ている。耐久財消費の伸びは減速しているし、鉱工業生産も減速している。ただし、全体として、高めの成長を続けている。足許の減速感がやや強まっているのは、一応現時点においては、むしろインド当局の想定どおりの動きの範囲とみて良いかと思う。最後に、NIEs、ASEANであるが、輸出はサプライチェーンの復旧によって増加しているが、IT関連財の輸出がやはり低迷ということである。全体の増加ペースは、緩やかなものにとどまっている。この点、(6)でIT立国台湾の新規輸出受注PMIをご覧頂くと、やはり相当低下が強く出ている。IT関連財の先行きの弱さ、こういった予想から、当面、台湾あるいは韓国についても言えるかと思うが、輸出の伸びが

抑えられる可能性が高いことが窺われる。

最後に、新興国の金融市場について、一言付け加えたいと思う。図表 6 をご覧頂きたい。新興国に対するグローバルな投資フローの動向を地域別に確認すると、少し動きがある。まず、株式をみると、欧州ソブリン問題の悪化や世界経済の減速懸念を背景として、投資家のリスクオフの動きがかなり強まっていることから、中東欧からの資金流出がまず目立つ。さらには、ラ米、アジアからも資金流出が続いているということがある。株式だけでなく、債券についても、中東欧やラ米から資金が流出しているが、ここにきて、アジアからの資金が大幅にというか、急速に出ている状況である。こうした状況を受けて、(2) で示すような先進国の株価と対比でみた新興国の株価は、急速に下落しているほか、(3) の債券の累積リターンをみても、先進国国債のリターンが横這いで推移する中で、新興国国債のリターンは足許低下している。さらに、そうした中で、通貨をみると、(4) の新興国の通貨は、アジア主要国やブラジル、ロシアなど幅広い地域で下落している。いずれもリーマン・ショック時と比べると、落ち幅は、まだ限定的ではあるが、先程ご説明したように、新興国全体としては、実体経済のハードデータは底堅い訳であるから、足許の金融市場、為替市場の動きはやや過剰なものとも言えるともみている。ただ、これまでの短期筋、投機筋の資金の巻き戻しの動きが、価格の振れを増幅させている局面もあるとはいっても、金融の巻き戻し自体が非常に大きい場合、自己実現的に実体経済を下押しするリスクは全くないとは言い切れない。いわば、しつぱの振れが頭を動かすようなリスクについても、少し警戒感を強めていく必要があるのではないかとみている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

米国だが、生産、輸出とか、投資とか企業関係は、そんなに悪くないが、

個人消費が悪いというお話で、全体として極めて緩やかな回復ということのようであるな。9月のFOMCでは、ヨーロッパの緊張も含めて、シグニフィカント・ダウンサイド・リスクが指摘され、また、バーナンキ議長なども最近非常に厳しい見方をよく言っておられるような気がする。とはいえ、企業関係はまあまあの数字であるし、個人消費も、国際商品市況などは少し調整されてきて、下支えするのではないかと、それからオバマ大統領の雇用対策などもゼロではないだろうし、色々なことを考えると、そこまで悲観的に言うのは、どういう状況が背景になっているのか。もう少し、大野国際局長の見方を教えて頂ければと思う。

#### 大野国際局長

一つの印象ということで申し上げますと、やはりFOMCなり、Fedの経済に対する見方が——多少、後知恵的だが——少し楽観的過ぎたと思う。それは、今年の前半位の時点において、今年の成長率が3%を優に超えるというようなことをずっと言っていた。そういう見方からすると、彼等の見方が相当厳しい方に振れてきたということだと思う。それとの比較で申し上げますと、私共事務方の米国に対する見方は、勿論、先程申し上げたように、少し下方修正させて頂いたが、その修正の幅は、恐らくFedからみると半分位ということだと思う。なぜかと言うと、一つは、家計のバランスシート調整の影響の大きさについて、今Fedが認識を非常に強めているということがあると思う。それとの関係も当然あるのだが、一番何が違うかと言うと、雇用の回復のペースが、やはりFedが想定したものよりは相当遅いということはあると思う。私共の見方は慎重であったが、それに比べても遅いといったところが大きい。これが二つ目である。最後に、三つ目は、ガソリン価格など物価の上昇が個人消費——実質個人消費——を冷やす効果が、年前半について大きかったことを少し過小評価していたと思う。構造的な問題、それから雇用の遅さ、それから物価上昇によるインパクト、この三つについて見方を改めたところが大きいと思う。

## 中曾理事

あとは、連銀の話を知っていると、FOMCのステートメントに言及されているように——あれは欧州の金融市場の不安を念頭に置いた表現だと思うが——、やはり欧州で問題があると、幾つかのコンテージョン・チャンネルがある。一つは、株が落ちる。従って、その逆資産効果を通じた消費の下押しがその面でも働いてしまう。それから、米銀のエクスポージャーも相応に——特にフランスなどについては——あるようなので、そういったチャンネルも多少不安視しているのではないかと思う。それから、もう一つは、フィスカル・ドラッグだと思う。財政統合法は、非常に上手くいけば、全部で2.4兆ドル位の財政赤字削減になる。これ自体結構大きい訳である。従って、この前、米国雇用法——雇用対策——を打ち出して、何がしか、このドラッグをオフセットしているが、この雇用対策全部が恐らく議会は通らないと思う。やはり残ってくるドラッグは結構大きいので、この部分も2012年にかけて、かなり米国経済を下押しする方向に働いてしまうのではないか。そんな見方も、今、大野国際局長がお話しした要因に加えて、最近の経済見通しについての悲観的な見方の背景にあるのではないかと思っている。

## 亀崎委員

米国の足許の数字は、必ずしもそんなに悪くない。GDPは前期比年率で、第1四半期の+0.4%から第2四半期では+1.3%になっているし、自動車も回復している。設備投資も良い。だから、先行きを考えて、政策の手詰まりに対する警告がかなり強めに言われているような気がする。要するに、足許実体がそんなに悪くないのに、政策が手詰まりなのだ。例えば、今おっしゃった新しい4,470億ドルの雇用対策も共和党の反対があってどうなるか分からない。住宅、失業は確かにずっと悪い。でも、それ以外は、必ずしも悪い数字が今出てきている訳ではない。どうも政策の面が強調されているような気がしない訳ではない。足許の数字をみると、必ずしも悲観的とはみられないというところは、森本委員と同じような感じを

持っている。

#### 白川議長

明日の討議のセッションに委ねられるべきかもしれないが、森本委員が今おっしゃった見方というのは、私がみても、米国の人も思っているような感じである。この前、米国に行った時に、何人かの金融関係者、トップと会ったが、彼等が言うには、自分達が一般の企業経営者と会って話をすると、彼等は必ずしも米国経済についてそんなに悪いとは言っていないが、しかし、金融市場の反応は非常に悪い、ということを行っている。やはりコーポレート・アメリカについては、言われるほど悪くないという見方が結構強いのだという話をしている。それにもかかわらず、その人も含めて、自分は先行きについて慎重にみているという時に、強調したのは、今の米国経済の先行きをみると、非常に不確実性が高い。不確実性が高いというのは、例えば、様々な規制を巡る——これは必ずしも金融機関規制だけではなくて、その他諸々一般の事業会社も含めて——不確実性が高いとか、あるいは共和党、民主党に対する、要するに、政策をデリバーしていく力というか、合意を形成して、政策を遂行していく力が落ちてきているとか、そういう諸々の不確実性が高まって、それが実体以上に何か悲観色を強めているのだということを行っている。ただ、その結果、金融的な力が勝るのか、あるいは実体の方が勝るのか分からないが、米国の中でも、それはやはりパズルとして認識されているということを改めて私は感じた。

#### 宮尾委員

欧州経済、ユーロ圏の実体経済の先行きだが、ずっとこの間の状況を受けて、特に先行きの欧州の景気後退をある種不可避かといったことを言っているマーケット関係者であるとか、あるいはOECDとかの極く直近の見通しでも、欧州のコア国のマイナス成長を——多分、メインシナリオだと思うが——織り込んでいたりする。2011年の第4四半期マイナスとかである。それで、まず、リセッションの可能性をどの位みておいたら良い

のかである。それについて、国際局でどういう見通しを持っておられるか。また、それに関するロジックなのだが、今日ご説明があったように、マインドの悪化を通じた消費への影響、それから海外経済、輸出も勿論分かるが、一方で企業部門である。先程の米国と同じなのだが、企業部門については、意外に設備投資はこれまで堅調な面もある。勿論、周縁国は、景気後退するのだが、特にコア国の企業部門は、ある程度堅調である。当然、金融システム不安が高まれば——貸し渋りまで来れば——、ネガティブになってくると思うが、足許、そこまでは顕現化していないようにも思われる。勿論、社債スプレッド、あるいはカウンターパーティ・リスクは凄く意識されていると思う。ということで、マイナス成長まで織り込む時のロジックとしては、やはり企業部門の悪化、設備投資の大きな下振れとか、そういう部分まで織り込むと考えるべきなのかどうか。マインドの悪化は勿論分かるが、欧州の色々な政策対応が——E F S Fの規模の拡大とか——もし上手く進めば、また好転するかもしれない。そうしたら、マインド面から来る下押しは、わりと直ぐ捌けるかもしれないという思いもある。実体面で、どういうメカニズムで景気後退まで織り込むのかが本当に悩ましい。もう一つ言うと、ユーロ安が、当然、長い目でみれば輸出のドライバーとして効いてくるはずなので、一方向的に景気後退をどんどん織り込まなければいけないのかが、若干まだじっくり来ていない。その辺どう考えれば良いか。

#### 大野国際局長

国際局としてのユーロの目先のパスとしては、非常に低い超低空飛行というのが標準型だと思っている。それ自体も、実体経済面でのパス自体は、半年前と比べてそんなには変えていない。元々、低くみていた。ただ、リスクという意味においては、宮尾委員がおっしゃったような、いわゆるソブリン・リスクが拡大している。二つある。一つは、金融機関の方に来ているので、金融から実体面へのネガティブ・フィードバックが、少なくとも周縁国についてはもう作動し始めている。これはまず間違いないと思う。

ただ、それが例えば、イタリア、さらにはフランス、ドイツまで広がってくるかどうかチェックポイントの第一だと思う。それらはまだないが、その惧れがないと言い切れなくなっていることが、一つあると思う。それから、もう一つ、やはりフィスカル・ドラッグが景気の下押しとして——先程、IMFの計表をご覧頂いたが——効くという、このマイナスの相乗効果にやはり相当注意しなければいけない、という二つだと思う。それから、為替については、おっしゃるとおり、相当ユーロ安が進んでいるので、ここはプラスである。ただし、ユーロにとって、輸出でみると、欧州や日本と比べてディスアドバンテージがある。それは、欧州の周辺国——ユーロではないところ——が大分、お互い足を引っ張るようなネガティブな状況が始まっている。そこは、ひょっとするとユーロ安の恩恵を打ち消してしまうかもしれないという可能性があるかと思う。そうすると、リスクシナリオとしては、マイナスの方がかなり多くあるので、例えば、2期連続マイナスは、余程悪いものが重ならない限りないかと思うが、横這い——GDPベースでみて横這いみたいな——状況が、この先、例えば、年末から来年初にかけて、起こる可能性は十分あるかもしれないという感じである。

#### 白井委員

今の質問の関係で、図表4-5の(1)であるが、企業向け貸出残高でドイツとフランスが一緒になっていて、合計で増えている。私の記憶では、ドイツとフランスを分けると、フランスが伸びていて、ドイツはほとんど伸びていなかったと思う。それで、多分、ドイツも日本のように内部留保が一杯あって、そんなに借りなくても生産できてきたと思っている。もしそうであるならば、どちらかと言うと、金融システムの問題からクレジット・クランチにいく時に、まずフランスの方にいって、ドイツはそんなに借金が増えていないということもあって、もう少し持つのかなという感じもしないでもないが、その辺はどうか。

大野国際局長

非常に難しい問いかけである。ドイツとフランスは、どちらかと言った場合には、多分、二つある。一つは、大手の金融機関の体力と、あるいは今色々市場で言われているように、ドイツ系の大銀行よりもフランス系の大銀行の方が相当プレッシャーを受けているので、資産の削減圧力は強い可能性があるというのが一つ。もう一つは、金融取引とか、例えば貸出などの取引形態が、フランスとドイツではかなり違う。例えば、貸出については、ドイツは非常に長い。フランスの方がもう少し足が早いということもある。両方の面からみて、これから金融機関に対する圧力等が色々強まった場合に、金融機関から企業に対する影響はフランスの方が早く出る可能性が高いということは、白井委員がおっしゃるとおりではないかと思う。

中村委員

新興国の金融市場について、先程、図表 6 で説明があったが、少し前までは、新興国から少し資金が流出しているという指摘だったが、アジアについては、それほどないということだった。しかし、ここに来て、この図をみると、アジアと他のエマージング地域はあまり変わらないようにもみえ、これはアジアからの資金の動きが、急激に変わったのかなとも思う。それから、以前は資金の流入がインフレ等を起こして、むしろ阻害要因になるということだったと思う。今の流出は、流出が行き過ぎて实体经济にマイナスの影響を及ぼすような状態になっているのか。その辺はどうか。

大野国際局長

国によって色々ばらつきがある。例えば、アジア全部を括った場合には、そこまではまだいっていないと私は思っている。ただ、勿論、注意は要する。それは、国によって随分状況が違う。例えば、ここで止まれば、どちらかと言うと、少し資金の流入であるとか、インフレ圧力みたいなものが、

少し剥げ落ちて止まれば、結果的にほど好い熱冷ましになる規模と思う。ただ、ここで止まるかどうかが一番重要で、やはりリスクオン、リスクオフ、あるいはグローバルな資本フローの動きは、規模においてもスピードにおいても非常に大きく速い訳であるから、これ以上いくということについての警戒感が、各国の当局にとって凄く気になるというか、心配だと思う。具体的な国別で言うと、インドネシア、それから以前から申し上げているが、規制はあるがベトナム、それからもう一つ、ここ最近になって非常に当局が気にしているのが、やはり韓国である。韓国の場合は、リーマン・ショックの時も、一気に為替が売られ始めると、10%、20%いってしまふ。民間企業もそれから金融機関も、外貨の借り入れ依存度が非常に高い。そういったマーケットにおいて、欧州勢が今資金を引き揚げている。それが、ここで止まるのか、さらに強まるのかといったことについては、非常にセンシティブになっていると思う。だから、全体としてここで止まれば、それほど大きなことはないと思うが、止まるという保証はないということと、国によっては相当な警戒レベルに入っている国も散見される、そういう状況だと思う。

#### 山口副総裁

原油を含めた国際商品市況は、これからどうなるのか。方向感を教えて欲しい。それとの関連で、仮に市況が下がるとすれば、新興国の景気は上振れる要素になるのだろうが、その辺りは、我々にとってどういう不確実性として評価しておけば良いのか。

#### 大野国際局長

この1か月位で、商品市況全体としては、大分低下している。以前よくご覧頂いていたCRBのインデックスなどでは、10%、15%位下がっている。内訳をみると、一番伸び続けた金が落ちてきたということがあるが、そのほかにも幅広く、全体的にポンと落ちてしまっている。背景として、一つ言えるのは、やはりリスクオン、リスクオフのいわゆる投機的な資金

が出て行ってしまった、これは間違いなくある。ただ、もう一つ、实体经济との関係で注意しなければいけないのは、中国であるとか、エマージング諸国の経済自体がやはり減速していて、需要面においても、いわゆる商品価格の下押しみたいなものに影響を及ぼし始めたのではないかという意見が、特に中国で、少し出てきている。例えば、銅の商品市況とか。なので、この1年位の特に前半は——中曾理事の委員会でもご議論頂いたと思うが——、ファイナンシャライゼーションみたいなものはある程度あったと思う。それは、今回の一連のソブリン・リスクの問題で、相当灰汁は抜けたと思う。それが、ある程度正常なところに戻ってきたということだけであれば良いと思うのだが。どうも多分、それプラス $\alpha$ のインプリケーションとして、世界経済全体の弱さといったものが、この商品市況を通じて、ある意味で、マイナスの効果を相乗するようなことがあるのかないかを少し注意しなければいけないと、私は思っている。

#### 中曾理事

基本的には、グローバル経済の現状と先行きの見通しに、商品市況は依存する。この場合の商品市況というのは、金を除いたエネルギー、それから穀物、そして金属——つまり金融市場を持っているようなコモディティ——を念頭に置くと、基本的には、やはり経済の先行き見通し次第である。つまり、ファンダメンタルズ要因である程度長い目でみれば、動く要素が大きい。ただし、大野国際局長が申し上げたファイナンシャライゼーション——先物市場——の動きが、局面によっては、動き自体を増幅する局面もある。ただ、そういった増幅局面が、かなり長い間続くということはあまりないのではないかと思う。であるから、基本的には、あまり答えにはなっていないが、経済の動きと合わせてコモディティも動く。先行きについて言えば、先行きの見通しが強ければ上昇するし、弱ければその分下がっていく。その過程においては、繰り返しになるが、多少価格の変動が金融要因によって大きくなる局面もあり得る。ざっくり言えば、こんなことかなと思う。

山口副総裁

あまりこだわる訳ではないが、行き過ぎた商品市況の上昇によって、新興国経済に何がしかブレーキがかかっていたということだとすると、逆にリスクオフによって商品市況が下がれば、それは新興国にとってプラスだというように単純に考えれば良いのではないか。いずれにしても、そのような気がしているということである。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

それでは、私からご説明させて頂く。資料は、まず、事前にお配りしている資料－4の参考計表である。図表1、短観の業況判断であるが、ご存知のとおり、6月に一旦落ち込んだ後、9月にははっきりと持ち直した。相対的に戻りの遅かった個人サービス関連を多く含む中小の非製造業も持ち直しており、経済活動が全般に回復していることが確認されたと思う。先行きの業況については、横這い圏内にとどまっているが、企業は、最近慎重に先行きをみるという癖もあることを勘案すると、底堅い動きかなと思っている。中身的には、自動車関連、あるいは復興事業関連などが支えている。ただし、このところ、海外事業の先行きを懸念する企業の声も増えている感があるので、月次調査も利用しながら、企業マインドは注意してみていく必要があると考えている。

図表5、公共投資であるが、(1)の出来高統計あるいは(2)の請負金額のいずれをみても、ここにきて下げ止まり傾向がみられる。請負金額の8月を前年比で申し上げると、+3.5%となった。うち、東北の被災3県の寄与が+2.2%ポイントであり、第一あるいは第二次補正で組まれた復興関連事業が下支えに寄与してきていると考えている。大手ゼネコンから

も、がれき処理プラントなどの関連事業の受注が始まったといった声が聞かれている。

輸出入、図表 6 である。前月比の動きであるが、実質輸出は 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%、8 月は+0.1%と、小幅な伸びが 2 か月連続となっている。一方、実質輸入であるが、月々の振れはあるが、均してみると、緩やかな増加傾向を持続している。輸出の中身であるが、図表 8 (2)、財別をご覧ください。この中で、まず、自動車関連であるが、6 月が前月比+34.5%であったが、7 月は+8.2%、8 月が+3.0%と、増加テンポが鈍化している。これは、震災後の落ち込みからの急速なリバウンド局面が終わったということが背景かと思っている。ただ、同時に、中間財はアジア向けが中心になる。それから、情報関連あるいは資本財・部品も、均してみると、少し弱くなってきている感じがあり、この辺りから海外経済減速の影響が輸出面に出始めたと考えている。輸出の先行きをどういうふうにみておけば良いかであるが、基本的に、自動車については、海外での在庫復元を企図して、年内は輸出を増加させるという方針を今も堅持している。それ以外の財については、先般出た短観の海外需給判断でも、少し弱くなってきたという感じ——急速に落ち込む訳ではないという感じ——であるので、当面弱めに推移するような感じではないかと思う。従って、輸出全体としては、緩やかな増加基調が維持されると今のところ判断している。ただ、情報関連や資本財を中心に慎重な見方が増えてきているのも事実であり、輸出計画自体は、少し下方修正するような動きもある。自動車についても、年内は輸出が増加したとしても、海外需要が仮に下振れるとなると、現地の在庫が積み上がって年明け以降の輸出が下振れに繋がるというリスクがあるので、注意してみていきたいと思う。

図表 15、企業収益である。短観が出たので、極く簡単にご説明させて頂く。上段の短観で経常利益をみると、半期別で上期は前年比で減益——はっきりとした減益——、そして下期は増益に転じる、こういう見方になっている。このうち、大企業の非製造業であるが、下期も若干の減益——前年比-0.5%——となっているが、これは電力の収益が相当悪いという

ことによるものであり、それを除けば増益となる。この大企業については、製造業、非製造業ともに年度で見ると前回から若干下方修正されている。これは、製造業については、震災の影響を今回初めて織り込んできた大手企業があること、そして、非製造業では先程も申し上げた電力が下方修正しているということであるので、海外経済の減速や円高が主因で下振れているとは判断していない。ただし、想定為替レートについては、下期でも1ドル81円と、今の実際のレートより円安になっていることも踏まえると、今後、下振れる可能性がある点には注意が必要かと思う。

次に、図表 17、先程、短観のマインドをご説明したが、これは6月から9月にかけての変化であるが、もう少し細かくみるために、月次の数字をご覧頂ければと思う。これは、大企業をみても、中小企業をみても、7～8月までは回復してきたが、9月は大体横這い位となっているので、総じてみれば、改善は一服かと思う。ただ一方で、今のところは底堅いとも言えるかと思う。この辺りは、10月以降大きく変化しないかどうか注意してみていきたいと考えている。

設備投資であるが、図表 19、20 をご説明したい。まず、設備投資の一致指標としては、図表 19 (1) に資本財の総供給・出荷があるが、これは既に震災前のレベルを幾分上回って、なおかつ緩やかに増加している。図表 20 が先行指標で (1) の機械受注あるいは (2) の建築着工をみても、振れはあるが、緩やかな増加傾向ということかと思う。建築着工については、8月の統計が入っているが、非製造業を中心に増加傾向が維持されている。非製造業の増加に寄与しているのは、運輸と医療・福祉辺りで、運輸は大規模の物流センターが増加しているらしい。医療・福祉は昨年辺りから増加が続いており、もしかしたら構造的な動きかもしれないと考えている。図表 21、短観の設備投資である。短観については、製造業については、大企業・中小企業とも、6月から9月にかけて上方修正されている。非製造業については、6月がかなり弱かった中小企業が、9月になってはつきりと上方修正されている。一方、大企業の非製造業であるが、これは下方修正されており、この時期にしては珍しい動きとなっている。これには、

一部大手——これはインフラ関連の企業——が震災の影響を今回初めて織り込んだということであり、そういう特殊要因によるものと理解している。ここに計数は載せていないが、全体で、土地を除いて、ソフトウェアも足して、そういうGDPベースでみると、金融機関を含む全産業ベースでは、2011年度の計画は+4.5%となっているので、今のところしっかりしているということの良いのではないかと思う。

続いて、個人消費を説明したいと思う。図表 24、(2) が耐久消費財である。まず、家電については、地デジ対応のテレビ等の駆け込み、あるいはエアコン等の節電消費ということで、6~7 月にかけて盛り上がっていたが、その一巡から 8 月には反動減が出ている。一方、自動車は、9 月は横這いとなっているが、まだ受注残は多いということであるので、基本的に増加傾向を維持していると考えている。図表 25 (1)、百貨店・スーパーである。震災後、持ち直してきていたが、震災前の水準をほぼ取り戻したという中で、直近が 8 月の数字になるが、これは昨年ほど暑くなかったという影響もあり、やや反落している。9 月については、我々が百貨店等から聞いている限りでは、大型の台風の影響があり、9 月も少し弱めと今のところ聞いているが、基調的には、底堅いという声が多いのではないかと思う。(2) のサービス消費であるが、これは財に比べると、回復が遅れてきていたが、旅行を含め、緩やかな改善を示してきていると思うので、個人消費は、全体として、やはり持ち直しているという評価で良いのではないかと思う。図表 26 の消費者コンフィデンスであるが、これも、震災後一旦落ちた後、持ち直してきたが、企業マインドと同様、改善に少し一服感がみられる。恐らく、株安のようなものが、多少なりとも効いているのではないかなと推察している。今後の消費については、後程ご説明する雇用環境が徐々に改善しているので、そうしたことの影響から、底堅く推移すると判断している。ただし、株価下落等がマインド面を通じて及ぼす影響には、一応注意が必要と思っている。

住宅については、図表 27 の上段をご覧頂きたい。総戸数で 7 月に 95 万戸まで上がった後、8 月も 93 万戸と、かなり増加している。図表 28 に

レベル感が示されているが、水準値としてはかなり高い。地域別にみると、被災地域も増加し始めているが、東京を含め、全国で増加している。このため、背景としては、震災後止まっていた着工申請が建設資材等の供給制約の緩和などもあり、あるいは東京では少し余震があるかもしれないということで、工事を待っていたということがあったかと思うが、その辺りのペントアップ・ダイヤモンドがやや纏まって出てきたということではないかと理解している。今後については、これだけ上がっているのに、反動減となる局面もあるが、基調としては、被災住宅の再建もあって、緩やかに増加していくと考えている。被災住宅がどの位あったかは、県とか国が色々推計しているが、一応、全国で全壊と半壊を足して 25 万戸程度、それ以外のもう少し軽傷のところは 60 万戸位と言われている。全部出てくるとは思わないが、それなりに出てくれば、それなりの下支えに効いてくると思う。

次に、生産についてご説明したい。図表 29、生産を前月比で見ると、7月の+0.4%の後、8月は+0.8%と、小幅ではあるがプラスを続けている。この小幅になってきたのは、先程申し上げた輸出と同じく、急速なリバウンド局面は終了して緩やかな増加局面へと移行してきたということだと思う。予測指数をみると、9月が-2.5%と一旦下落した後、10月が+3.8%と、再び高い伸びになる。これは、主に自動車の動きを反映したものである。そういう意味で、増加傾向が続くということが、ここから窺われる訳である。若干気になるのが、図表 30 (3)、これは、生産予測指数がどのように修正されているかということを示したものである。足許、特に大きくなっているという訳ではないが、ジワジワと下方修正の動きが大きくなっている感じがする。業種別には、自動車は全然下振れていないが、一般機械とか電子部品をはじめ、少し広めの業種で下振れてきている。通常であれば、景気の減速感が出てきた時にみられる現象であるので、少し気にしている。この辺りも踏まえて、主要企業に我々が直近ヒアリングしたが、それによると、生産の前期比の動きであるが、実勢ベースでみて、7~9月は前期比で一桁台後半——+7~+8%——の増加の後、10~12月は

減速はするが、自動車が牽引する形で一桁台前半——+2%位——の伸びになる姿であると聞いている。増加は維持されるということであるが、1か月前のヒアリングと比べると、7~9月、10~12月ともに前期比で1%程度下振れている。これまであまり下振れがなかったので、微妙な変化かなと思っている。電子部品・デバイスということでは、米欧のクリスマス商戦関連の引き合いが弱いといった声が増えている。自動車についても、足許、海外での販売が特に弱まっているという声ではないが、先々、大丈夫かなという感じで、少し生産計画を慎重にしておいた方が良くかなという声が出始めているという感じである。私共も、こういう企業ヒアリングも踏まえて、一応先々の生産については、自動車を中心とした海外在庫復元の動き、あるいは国内のペントアップ需要ということなども踏まえ、基本的には、生産は当面緩やかに増加するという見方を維持することで現時点では良いと思っている。ただし、海外需要が崩れたとした場合には、下振れ傾向が強まる可能性もあるので、これまで以上に注意が必要と思っている。

次に、今日お配りした追加資料で雇用をご説明したいと思う。図表2、労働需給をご覧頂きたい。まず、有効求人倍率はしっかりと上昇しているし、震災前の水準を上回っている。完全失業率も当月は大きく落ちた。図表4、短観でみた雇用判断のD Iについても、製造業、非製造業ともに、雇用需給は改善することが示されているので、労働需給は緩やかに改善していると考えている。また戻って頂いて、図表1をご覧頂きたい。失業率については、こういう状況であるので、少し下がり始めたかなと思っている。失業率は下がっているが、実は、今月は労働力人口が前年比でみて前月の-0.7%から-1.2%とかなり下がっている。就業者自体は別に上がっている訳ではなくて、むしろマイナス幅が拡大になっているので、失業率の大幅な低下自体は、サンプルの振れによるものではないかと考えている。毎月勤労統計をご覧頂きたい。これで見ると、比較的雇用は安定的に伸びている。賃金については、引き続き弱いですが、これは基本的に夏の賞与——特別給与のところに出ているが——が弱いということを反映したものと

思う。8月については、所定外給与が前年比-2.2%と、少し弱めに出ているが、これは恐らく、節電をすることによって、残業も少し減らせというようなことが色々なところでみられたことによるものではないかと考えている。

最後に、また元の資料に戻って頂いて、物価についてご説明したい。図表 39、国際商品市況である。これは先程も議論があったが、国際商品市況は落ちている。(1)の太い線であるが、これは9月の平均まで入っているが、ここに197.4と描いてあるところが、足許は180位まで落ちているので、結構落ちているということである。いずれも落ちているが、(2)でご覧頂くと銅の落ちが少し目立っており、これは海外景気が良くなってくると落ちると言われている品目であるので、海外経済の減速を反映したものと理解している。商品市況については、いつも色々な要因で動く。例えば、ストをしたとか、あるいは天候要因とかで動くことが多いが、今回は、いずれの財も需要が世界経済の減速を懸念した動きという声が多い。

商品市況はそういう動きである一方、需給はどうかについてみると、図表 41 をご覧頂きたい。これは、短観で色々な需給判断をみたものであるが、いずれも先行きも含めて緩やかに改善していくという動きになっており、これが恐らく物価を下支えする方向で作用していくと思う。

そのうえで、企業物価、消費者物価である。図表 43 (2)、国内企業物価の3か月前対比は8月まで数字が出ており、足許は横這いとなっている。ここは、やはり商品市況の動きの影響を受けやすいので、今後は、弱含みに推移する可能性が高いと考えている。一方の消費者物価であるが、図表 47、CPIの全国を除く生鮮ベースでみると、8月は前年比+0.2%と、7月からプラス幅を若干拡大している。この要因は、食料・エネルギーのプラス寄与が+0.46%ポイントから+0.56%ポイントへと拡大したことによるものである。9月も、東京の動きなどを踏まえると、この全国でも、こうした小幅なプラスを維持するのではないかと、場合によっては、若干上振れる可能性もあると思っている。一方で、10月については、たばこ増税や保険料引き上げの影響——これは今年の10月からあるが——で

+0.3%ポイント位押し上げられてきたが、これが剥落するので、ほぼゼロという数字になると思っている。その後については、需給要因が下支えに作用する一方、年明け後は、食料・エネルギーのプラス寄与が縮小していくので、当面マイナス領域の可能性も含めゼロ近傍で推移するという見方は今のところ大きく変えていない。

以上を纏めさせて頂くと、実体経済については、現状、需要面の影響をより受けやすい局面に移りつつあると思う。そういう中で、海外経済減速の影響も部分的にみられるが、全体としてみれば、持ち直しを続けていると判断している。今後については、海外経済の減速や円高というマイナスの要素と、震災後の復元力といったプラスの要素が交錯していくと考えている。当面は、海外経済の減速は緩やかにとどまるということであるので、そうであるとすれば、海外在庫の復元、あるいは国内における復興需要、ペントアップ需要、これの顕在化といったプラスの要素が勝って経済は次第に緩やかな回復経路に向かっていくとみている。しかし、内外の株価は下落し、企業からも海外経済減速、あるいは円高の影響を指摘する声も幾分増えているので、経済全体として、マイナスの要素が支配的になるリスクにはこれまで以上に注意が必要と思っている。消費者物価については、暫くゼロ近傍で推移し、商品市況の動向次第では幾分下振れる、こういうリスクにも注意が必要かと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

円高の影響であるが、円高基調が続いてきて、マイクロヒアリング等で企業の海外生産シフト等について、何か目立った動きなどがあれば教えて頂きたい。海外生産シフトも、当然良い海外生産シフト——当然起こるべくして起こるシフト——と、研究開発拠点も含めた悪い海外生産シフトがあると思うが。

#### 前田調査統計局長

円高については、二点申し上げたい。一点は、海外生産のシフトであるが、これは円高だけで海外生産する訳ではなく、基本的に、海外での需要拡大が見込めるということですので思う。そういう中で、円高も一つのきっかけとして、自動車なり一部機械メーカー等々で、海外生産を少し加速させようという声は幾分高まってきているという感じはする。ただ、これらは、直ぐに何かシフトするという訳ではなく、これが直ぐに景気にマイナスの影響を及ぼす訳ではない、もう少し先の話ではないかと思う。また、海外生産した結果、もっと海外需要が掴めて、結果としてプラスになることもあるので、そこは、今、マイナスの影響が強まっているというところまでは言えないと思う。ただ、そのうえで申し上げると、大手にくっついていて中小企業についてみると、大手が出ていくと自分達の仕事なくなるのではないかということで、不安を相当高めていることも事実であるし、海外生産へシフトしなくても、また価格をたたかれるのではないかということで、そういう意味でも心配していると思う。それが一点。二点目に申し上げたいことは、円高の影響が日本経済に出始めたのかどうかと言うと、企業から部分的にそういうことを言う声が聞かれている。例えば、素材についていうと、アジアに輸出している訳であるが、そこで少し価格競争で負けていて、あるいは採算がとれないということで、少し抑制しようという話が出ている。また、自動車も今円高で直ぐに輸出を減らすということではないが、円高になると調整値上げをしなければいけないということになると、値上げをすると、もしかしたら少し数量が落ちるかもしれないということを懸念し始める声もちらほら聞かれるようになっている。

#### 白井委員

先程、消費マインドのところ、株の回復に一服感があるということをおっしゃっていた。家計の金融資産に占める株の金額は6%位であるので、米国の3割と比べれば全然小さいので、恐らくインパクトは小さいという

ことは分かるが、よく百貨店のヒアリングなどでも、株が安いことが消費に悪影響があるというようなコメントもあったが、その点はどうか。消費に対する影響という点では。

#### 前田調査統計局長

おっしゃるように、日本人はあまり株で資産運用していないので、そういう直接的な効果というのは、米国に比べれば大きくないというか、それほどないと思う。百貨店がよくそういうことを言うのは、百貨店は高額商品を扱っているので、相対的に株を沢山持っているお客さんが多いのではないかと思う。そうすると、株で損をすると高額商品が売れないと言えることがある。もう一つ、百貨店ではないが、消費者マインド指数は、意外と株と同じような動きをする。これは、多分株で損をしたというよりは、株が下がる時は、先々景気が大丈夫だろうか、自分の職とか給料は大丈夫であろうかという心配が出てくるのが原因ではないかと思う。ただし、マインドが落ちたから、消費が直ぐ落ちるかという点、ここも統計的にはなかなか難しいが、関係なくはないが非常に大きくはないという感じである。今のところ、何となく心配だというような声があるということである。

#### 亀崎委員

先程の輸出についてである。中間財だとか情報関連で、海外経済の減速が少し出始めたという話があった。海外経済の減速と、もう一つの為替の円高であるが、この8月の実績をみると、輸出数量が前年比+0.9%、輸出価格指数は+1.9%であるが、円高は前年比+9.8%である。それだけを見ると、先程おっしゃったやはり海外経済の減速が出始めたということで、円高の影響はまだ出ていないという感じがする。先行きも、年間の輸出は増加していくであろうが、海外経済の減速は要注意という話であったな。円高については、その時はメンションされなかったが、この辺はどういう感じか。今のところは、影響が出ていないような感じがするが。

前田調査統計局長

円高も申し上げたつもりであった。まず、円高については、特に 7~8 月辺りにかけてなったが、通常、当然ラグがある。当然、為替予約もしているし、実際に値決めをどうするかというプロセスを経て決まってくるので、やはり少し遅れていくのだと思う。海外の景気自体は、やはり春位から減速していたので、その辺りの影響が実際の数字に既に出始めたということだと思う。先々の輸出については、生産のところで少し申し上げたかもしれないが、円高についても、アジア向けの素材の価格競争力の問題とか、自動車も調整値上げした場合の影響ということで、やはり心配し始めていることも事実である、あるいは、我慢して価格を上げずに輸出したとしても、それは収益を通じて企業経営に影響するということではないかと思う。

石田委員

聞き漏らしたのかもしれないが、今年の子業の経常利益の水準については、大体どういう判断をしているか。例えば、昨年と比べてとか。

前田調査統計局長

収益水準であるか。

石田委員

そうである。予測ということになるが。

前田調査統計局長

これは、図表 16 をご覧頂いて分かるとおりに、今年は横這いないし若干の減益ということであるので、昨年と水準が同じということになる。先程申し上げたように、上期と下期だと大分違う。そのうえで、この水準については、これをみて頂いて分かるとおりに、リーマン前まで相当順調に回復してきたが、その後どっと落ちた。そこからの回復過程にある中で、地震

の影響でやや収益の改善が一服している、道半ばということだと思う。経済活動水準もそうであるが、リーマン前まで戻るには勿論相当かかるので、まだ決して高くない水準だと思う。

石田委員

そうすると、冬の賞与の動向というか、昨年対比の大体のニュアンスというのは、どうみているか。

前田調査統計局長

これは、追加の図表 5、6 である。以前からご説明させて頂いたかもしれないが、まず、震災後、経済活動が落ちて、企業収益が一旦落ちている。そういう中であって、中小企業については、既に夏からボーナスが減っている。ただ、この図表 6 の右下をご覧頂くと分かるように、大企業については、この夏はボーナスは増えている。というのは、半期位ラグがあり、今年の冬の収益が増えたから、とこういうことである。この半期のラグを考えると、この上期の収益が悪いとすると、来期は大企業についても、少しやはり前年対比でボーナスが減るのではないかと思っている。従って、雇用者の所得は、そう増えない。消費は底堅いとまでは言えると思うが、明確にどんどん上がっていくという感じではない。上手くシナリオどおりにいって、消費がしっかり上がっていくのは、来年以降ではないかと考えている。

山口副総裁

自動車の挽回生産であるが、自動車会社自身はいつ頃まで続くとみているか。また、挽回生産後の生産は、どうなるのか。

前田調査統計局長

まず、何をもって挽回生産というか次第である。一応のイメージを申し上げると、年内までで挽回生産で引き上げるというイメージである。それ

によって、海外の在庫水準も大体震災前位に持っていくということである。ただ、当然ながら、それで全て挽回しきれない部分もあるので、一部は1～3月にずれ込むこともあると思う。私も、挽回生産が仮に年内で終わるとすると、1～3月は輸出が落ちるのではないかと思っている。輸出は多少落ちるかもしれないが、今のところ、自動車会社がどういうふうを考えているかと言うと、エコカー減税が3月で切れるので、その前は駆け込み需要が出てくるとみている。そういう意味で、生産水準は年明けもそう落ちない、高水準が続くというように一応今はみている。来年度に入れば、世界景気も回復して、国内もそこそこ回復して、そう生産は落ちないのではないかというのがシナリオとして描いているところではあるが、当然、色々なリスクがあると考えている。

中村委員

先程、国内は受注残を抱えているとの指摘があった。それは、要するに、まだ客のニーズに答え切れていない部分があるということか。

前田調査統計局長

そうである。答え切れていないものがあるということである。

中村委員

輸出も、逆に国内を優先して、出さなければいけないものを少し抑えているということか。

前田調査統計局長

そういう感じではないと思う。輸出については、これは発表されているが、大手メーカーでいえば、普通60日の在庫が必要なところが30日まで落ちた。在庫がないと——やはりディーラーに車がないと——売れないらしい。お客さんがその車を買ってくれないとか、あるいはディーラーから「きちんと持ってこないと売らないぞ」と言われるということで、そうい

う意味では、輸出も必死に出そうとしているので、どちらを優先しているという感じではないと思う。勿論、企業によって、どちらかを優先しているということがあるかもしれないが、私共としては、両方とも一生懸命出していると聞いている。

#### 白川議長

欧州の金融危機とか、あるいは米国経済の停滞が非常に長引くというようなことになった時、勿論、それは世界経済全体を押し下げる訳であるから、そのことを通じて、日本経済にも下方向に働くのであろう。こうした世界経済全体というルートとは別に、相対的なポジションという意味では、日本の金融機関や金融システムは相対的に頑健であるし、それから日本の企業の財務状況も非常に頑健である。そういう意味で、相対的な位置関係という意味で、どのようにみれば良いか。次の四半期という意味ではなくて、少し長い目で見た場合、どのようにみれば良いか。私たち自身が気にしているのは、欧州の金融危機であるとか、あるいは米国の経済の停滞が長引くという場合には、果たして日本経済はどのようなのであろうかという問題意識がある。そういう観点からみて、どのように考えるのが良いか。

#### 前田調査統計局長

非常に難しい問題であり、人によって色々な意見があると思う。私から申し上げるのが主流派かどうかは分からない。まず、マイナスになる要因もあると思う。それは、世界経済全体が停滞してしまうと、当然そういうことはある。新興国まで停滞してしまうとなると、やはり非常に辛いことになる。相対的に、日本が多少有利になったとしても、為替が円高に振れるとすると、競争条件にも影響すると思う。ただ同時に、私も詳しく分析している訳ではないが、日本の場合は失われた10年の中で、金融機関も企業も相当リスク許容度が下がって、例えば、アジアへの進出みたいなものが、何がしか遅れた面があるのではないかと思う。その面からいうと、その逆のことが、特にアジアなどには欧州の企業も行っているが、欧

州の大手グローバル企業は大丈夫かもしれないが、欧州企業にはアジアになかなか行けない先も出てくる中で、今、日本が企業の体力をつけているので、そこでもしかしたら、相対的に優位なポジションをとれるということも全くあり得ない話でもないと思っている。金融機関もそうであるし、このようなロージーな話になるかどうか分からないが、企業もそうであるが、やはり今アジア戦略を相当強めているし、震災後もM&Aの動きが意外と途切れずに、イン・アウト——内から外に動く——と、件数ベースでもアジアも相当増えている。そういうようなシナリオもなくはないと思う。結論は出ないが——少し楽観的過ぎるかもしれないが——、そういう考え方もあるかと思う。

木下理事

リーマンの前は、非常に輸出に依存して回復してきた訳である。それで、それが蒸発してガクっといった訳である。今のところは、そこに戻ろうとしている、ということである。そこで、海外が調子悪くなった時に、国内の縮小はどうしようもないので、やはりきちんと企業が出ていけるか、良い意味での海外進出ができるか、そこがポイントかなと思う。そこについては、比較的動意がみられるのではないかと私は期待している。

白川議長

了解した。他に質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

最初に、事前に配付している資料集の中の資料-5(参考計表)を使わせて頂き、後から、本日席上配付した資料で、被災地オペの関連について

簡単に説明させて頂く。

それではまず、資料-5「金融環境の現状評価」参考計表である。図表1、(1)が3か月に1回の「生活意識に関するアンケート調査」に基づく予想インフレ率で、それぞれデータが1個ずつ伸びている。それから、(2)については、月次の消費動向調査であるが、これも1個データが伸びている。いずれも横這い圏内という評価で良いと思う。なお、(3)の短観のDIから算出した企業のインフレ予想であるが、直近の値がグラフに反映されていない。反映させると、2本とも今右端が上がっているが、そこから今回少し低下するという形になる。図表2、エコノミストのCPI見通しである。(2)の年度予想の表が9月調査まで入っているが、ご覧のように、前月からほとんど変化はない。下段は新しいデータは入っていない。さらに、図表3は債券市場関係者によるインフレ予想だが、これも右端、9月末時点であるが、概ね横這いである。以上、予想インフレについて、ざっとみてきたが、前月までの状況と基本的に変わらないということかと思う。

次に、企業の資金調達コストである。図表9の(1)だが、貸出、CP、社債の金利を加重平均した総資金調達コストが太い黒のギザギザした線である。今月は、前月との比較では微妙に上昇しているが、傾向的にみれば、ご覧のように緩やかに低下している。また、ここには計数を付けていないが、先般の短観で、借入金利水準に対する企業の見方も、低下方向にあるという結果であった。

それから、次に、資金量である。図表14の上段、民間部門の総資金調達は、データは8月分までである。その8月分をご覧頂くと、前年比が-1.0%になっている。これは7月と同じであるが、四半期ベースで4~6月が-1.2%であったので、そことの比較では、ペースは緩やかになってきているが、マイナス幅が引き続き縮小傾向にあるという評価で良いと思う。CP・社債の発行残高についても、月次のデータは、8月の前年比の+1.8%まで入っているが、そのうち、CPについて、9月の状況を手許の週次データで確認すると、8月までと同程度の前年比プラスが続いている。また、ここに掲載していないが、短観のCP発行企業からみたCP

発行環境D Iであるが、前回の+26 から今回は+31 へとはっきり改善しており、これは震災前と同じレベルに回復したということである。それから社債の発行額のフローのデータであるが、9 月分はご覧のように7,285 億円と、これは今年の中では最大の月間発行額になっている。過去の9 月と比べても、これは多い方である。この結果、やや少なめであった8 月分を取り戻す形になっており、四半期ベースで見ると、7~9 月は5,198 億円と、ちょうど1~3 月と同じ位になった。カッコ内に示したBBB格のシェアも7~9 月は9.2%——1 割弱——と、これも1~3 月とほぼ同じである。また9 月月間の特徴としては、BBB格の発行が5 銘柄と比較的多かったほか、A格では製造業であるが、8 年振りの発行とか、あるいは初めての発行、いわゆるデビュー銘柄といった銘柄もみられていて、発行体の裾野の広がる動きが続いている。電力については、相変わらず発行できていないし、その見込みもまだ立っていないが、これはあくまでも業界特殊な事情であるので、社債の発行環境という意味では、良好な状況がかなり定着してきていると思う。

次に、企業金融関連のD Iを確認していく。図表 20、中段が企業からみた金融機関の貸出態度であるが、今回の短観の結果が7~9 月に入っていて、ご覧のように、大企業が前回の+15 から今回+16、中小企業も0 から+1 へとそれぞれ僅かに改善している。さらに、中小企業について、日本公庫の数字をみて頂くと、月次では、9 月分が+28.7 へと回復した結果、7~9 月全体でみて+27.4 と、改善傾向が鮮明になっている。次に下段の表であるが、資金繰りD Iである。まず、短観については、大企業は、やはり+15 から+16、中小企業も-9 から-7 へと、震災後に一旦小幅悪化した水準からではあるが、足許は小幅改善している。また、中小企業に関する日本公庫や商工中金の計数を月次でみて頂くと、9 月は、日本公庫が-1.8、商工中金が-4.1 と、それぞれ8 月に比べて改善をしている。8 月に悪化した時に、振れかもしれないが、円高の影響も出てきたのかもしれないと申し上げたが、その後の9 月の回復をみると、取り敢えず、円高や景気不透明感の影響がはっきり出てきているという訳ではなさそうで

ある。

それから次に、マネー関連である。図表 25、マネタリーベースであるが、8月は前年比+15.9%と入っているが、その後、9月の数字が出ているので申し上げると、+16.7%と幾分伸びが高まっている。ただ、ご覧のように6月に+17.0%があったので、均してみれば、概ね同じような高い伸びが続いているという評価で良いと思う。マネーストックについては、8月までであるが、M2の伸び率が6月、7月と一旦+3.0%位まで高まったが、8月は+2.7%へと伸び率が幾分低下している。この点に関連して、図表 27 の (1) のM2の要因分解をご覧頂くと、右の縦長の部分が7月と8月の比較になっているが、全体で0.3%ポイント伸び率が低下している。この内訳をご覧頂いてもあまりこれといった特徴を見出すことは難しいように思うので、基本的には月々の振れの範囲内の動きのように思われる。ただ、このグラフをみて、改めて傾向的な動きを確認しておくと、これまで4~6月、さらに7月とマネーの伸び率が少し高まってきた訳であるが、それは、基本的には要因分解で確認すると、民間資金調達のマイナス寄与が縮小してきていることによる部分が大きかった訳である。しかし、銀行貸出のマイナス幅が縮小傾向にあるとはいえ、このところ、その縮小ペースは緩やかになってきていることを踏まえると、マネーの伸び率についても、ある程度頭を打ってくるのは極く自然な動きと思う。

金融環境を全体として纏めると、前月から大きな変化がある訳ではないが、様々な側面での改善傾向が次第に定着してきているように思う。具体的には、第一に、資金調達コストが低下傾向にあること、第二に、CP・社債の良好な発行環境が暫く続いてきていること、第三に、資金繰りや金融機関の貸出態度などに関する企業の見方も緩やかながら着実に改善しており、それが今回の短観でも確認されたこと、その三点を申し上げることができると思う。これまで総括判断としては、「総じて緩和の動きが続いている」というようにしてきたが、緩和的でない部分を探すのが段々難しくなっているので、「総じて」はそろそろなくても良いかもしれないと思う。ただし、景気の不透明感なども考え合わせると、中小企業を中

心に、一部の企業の資金繰りに厳しさが窺われるという点については、なお一定の注意は払っておく必要はあるのではないかと考えられる。

それでは、本日お配りした資料－5（参考計表）追加分である。1 頁目であるが、1. は先程、金融市場局からも説明があった被災地オペの実績なので、確認になるが、これまで5回の実績で合計4,489億円であった。この分だけ被災地金融機関の資金ニーズに応じてきた訳であるが、当初設定した上限の1兆円との対比では半分弱の進捗にとどまっている。被災地金融機関の資金ニーズがそれほど強くない背景として、貸出が少し増えているが、それ以上に保険金や義援金の流入もあり、預金の伸び率が高まっていて、預超幅が最近は前年比でみると、4割以上拡大しているという事情がある。それから、最後の頁、企業サイドの指標として、3. の短観をみて頂くと、貸出態度判断D Iは東北も全国も同じように改善してきているし、資金繰り判断D Iについては、むしろ東北の方が足許の改善幅がはっきりと大きくなっている。4. 倒産件数をご覧頂いても、全国では前年比で小幅のプラスとマイナスが行ったり来たりという感じではあるが、東北は大幅減少である。これらを踏まえると、復興需要がまだ本格化していないこともあって、企業の資金繰りには、今のところ、相応にゆとりがあり、従って、金融機関の貸出は、それほど伸びずに流入した資金が滞留している、それが今の被災地の基本的な状況であると思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

私の方から一点。今月で包括緩和を始めて1年経って、勿論、包括緩和政策だけの効果を抽出して言及するのは難しい訳ではあるが、この1年間やってきて、効果なり、あるいは副作用も含めてみて――先程、青木金融市場局長からもそういう話があったが――、全体をどのようにみているのか。

## 門間企画局長

今、金融市場局でも若干ご議論があったという話もあったので、多少重複するところもお許し頂きながら、私なりに包括的に話してみる。基本的には、金利・市況面と量的な側面と、あと副作用という話があったと思う。金利・市況面については、やはりインターバンクの長めの金利や貸出金利、これは着実に低下してきていると思う。例えば、貸出約定平均金利も短期が包括緩和前の1.21%から足許1.0%、長期が1.24%から足許1.15%と、僅かであるが着実に低下してきている。それから、長期国債の金利は、実は、包括緩和の前に相当低かったので、それとの対比であまり変わっていないが、最近も極めて低い数字で推移している。それから、社債やCPのスプレッドだが、これは震災後、一旦拡大した局面があったが、やはり日本銀行の買入れ等による安心感もあって、その後、速やかに低下したという局面があった。それから、REIT、株価も同じであり、震災後にかなり急落したが、比較的速やかな回復が図られたと思う。残念ながら、最近海外発の不透明感が強まる中で、REIT、株価それ自体は軟調だが、それでも市場からは日本銀行の買入れが心理的なサポートになっているという一定の声が聞かれると理解している。それから、量の面で言うと、これは今日話したように、CPや社債の発行残高が前年比プラスを保っていて、かつ発行環境も良好なので、企業も資金繰りとか資金のアベイラビリティに不安を感じていないという状況が保たれていると思う。それから、先程、雨宮理事から話があったように、REITについては、この1年間で10件、2,000億円増資が行われていて、これが相場の頭を押さえているという見方もあるが、逆に言うと、日本銀行の買入れが呼び水になって、増資が促進され、市場が活性化していると捉えることも可能かと思う。ということで、この1年間、金融市場は、震災や海外情勢の特に足許不透明感ということで、強い逆風にさらされてきた訳であるが、そうした中であって、包括的な金融緩和が企業の資金調達コストの低下を促して、あるいは市場参加者のリスク回避姿勢を和らげるという意味で、一定の効果があったのではないかと様々な側面からみて思われる。それから、副作

用といった話があったが、これは副作用と言って良いかどうか分からないが、長めの金利といっても、短期国債は既に0.1%で1年物も張り付いているので、ここは副作用というか、如何ともしがたいということかと思う。多少、副作用に近い話としては、リスク性資産について、REITにしても、ETFにしても、まだマーケットの規模があまり大きくない中で、やはり日本銀行の買いに、時々過度に注目が集まりやすいといった現象はあるかと思う。それから、一般論として、やはりREIT、ETF、さらには社債、CPもそうであるが、そういったリスク性資産を日本銀行が買い過ぎると、やり過ぎると、市場が歪むのではないかという可能性を懸念する声は、我々自身も持っているし、そういう声も実際にあるということかと思う。そもそも、今のスキームは、そういう可能性を念頭に置いて買入れ規模や1社ルールなど決めてきているので、今のところ、市場に大きな歪みが発生している、あるいは市場機能が低下し市場そのものが縮小しているといったような現象は起きていないと判断している。

中村委員

REIT市場では、どれ位の割合を占めているのか。

門間企画局長

個別の買いについて、必ずしも私は全部把握してはいないが、そもそもREIT市場の中でも、我々が適格と考えて買いの対象としているサイズは、それほど大きくない訳である。REIT市場全体は3.5兆円位あるが、日銀適格であると、そもそも1,000億円強のマーケットであり、その中で、今買入れ上限1,100億円なので、そこに向けて買っていつているということなので、やはり1回、1回で見れば、相応のインパクトがある時が当然あるということだと思う。

中村委員

実際のトレーディングでは——個別銘柄は別として——、REITの売

買高の中に占める日銀の割合は分かるのか。

雨宮理事

門間企画局長が申し上げたのは、残高の規模のイメージで、それでも日銀のJ-REITの買入れは相当大きいということだと思う。日々の商いは、日によって違うが、元々の商いは多くない。せいぜい数十億円程度が日々の平均的な商いである。今、日本銀行がJ-REITを買う時は、1日当たり、先月でいうと、例えば十数億円、最近は一桁台——7億円、8億円——であるが、その大きさでも、実は1日の取引高との相対感では結構大きいということが言えると思う。ただし、一方で、これは、門間企画局長から申し上げたある種の副作用、あるいは潜在的な副作用かもしれないが、中央銀行が入っていくことを始めるとやはりそれに対するやや過度な注目が集まるということと、ある種の依存が高まっていくということは、どうしてもこのマーケットの行為としては出てくる訳である。今申し上げたとおり、残高規模、あるいは日々の取引と比べて、ある程度の大きさを持っていても、少し何らかの格好で量が減ると「少ないのではないか」という声は、どうしても出がちになるようには思う。ただ、あくまで、日本銀行の買いが、日々の需給にどんどんカウンターな動きを浴びせかけるといことではなくて、ある種の基調的なベースの安心感を与えるということなので、そこはなかなか理解を求めても難しいと思うが、最近、少ないがそういう声は時々出る。

中村委員

期待が膨らんできているのか。

雨宮理事

それは、こういうオペレーションの潜在的な大きな副作用なのであろうと思う。

## 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

私から、実体経済・物価について、ご報告する。実体経済部分の現状の総括判断は、「持ち直しの動きが続いている」としている。先月は、輸出や生産が概ね震災前の水準に復したということをもって、「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」としていた。このように、供給面の制約が解消したことを先月に述べたので、今月はそうした部分を落として、単純に「持ち直しの動きが続いている」とした次第である。続く各論の生産・輸出であるが、これも同じような趣旨であるが、時間や局面が経過して、急速なりカバリー局面は過ぎたという趣旨で、今月については「震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが」を加えている。続く設備投資だが、資本財総供給や建築着工床面積が引き続き増加していることを踏まえ、「緩やかに増加している」としている。個人消費については、前月と変わらない。もう一つ、最近、住宅投資や公共投資についても動きがあるので、その部分を付け加えるような形にして、「住宅投資は持ち直しの動きが明確になっており、公共投資も下げ止まりつつある」としている。

先行きについては、総括判断は変わっていない。ただし、各論の海外経済を「海外経済は、当面減速するものの、基調的には、新興国を中心に底堅く推移すると考えられる」としている。これは、先月は、「堅調な海外需要を背景に」とだけ書いていたところから比較すると、米欧経済を中心に足許の減速をより明確に書いた次第である。輸出であるが、こうした海外経済をもとに、「海外在庫の復元の動きもあって、緩やかな増加基調をたどる」としている。最後に、生産の部分であるが、ここは足許でペースは緩やかと言っているなので、先行きについては、「緩やかな増加を続けると考えられる」としている。物価については、先程、前田調査統計局長か

ら説明があったが、国際商品市況の動き等を勘案して、国内企業物価の先行きであるが、「弱含みで推移するとみられる」と、先月までは「横ばい圏内」としていたが、その部分を若干変更した次第である。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

それでは、金融についてご説明する。まず、金融市況であるが、本日の数字を前提とすると、今月は円の対ドル相場、長期金利、株価ともに前月と概ね同じ水準ということになると思う。次に、我が国の金融環境の総括表現については、「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いている」としている。前月からの対比では、細かい変更であるが、「なお」を加え、「総じて」を削除している。個別項目でも、4点ほど細かい変更を行っている。社債市場の発行環境について、「良好な状態が続いている」としている。銀行貸出について、「減少幅が緩やかに縮小している」としている。企業の資金繰りについては、「一部で厳しいとする先がなおみられている」としている。最後に、マネーストックの前年比を「2%台後半の伸び」としている。以上である。

白川議長

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

(16時31分中断、7日9時01分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関

する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に9月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認である。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である。内閣府からは大串博志大臣政務官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

### Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決 (資料-7)

白川議長

それでは、最初の議題「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件に入る。資料-7の「担保掛け目等の年次レビュー結果について」を執行部から説明してもらい、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。

梅森企画局審議役

それでは、資料-7、1頁からご説明させて頂きたいと思う。本件は、本行適格担保の掛け目等に関して、年に一度定例レビューを行って、それを踏まえて、掛け目の一部改正を行おうとするものである。1. 概要にあるように、導入から1年を経過していない担保は原則としてレビューしない扱いであるが、被災地関連の要件緩和担保は、導入自体は本年の4月であるが、掛け目の一部は昨年に設定したものを流用しているので、今回のレビューの対象としている。2. のレビューの方法であるが、今回、特段変更を要するような事情はなく、従来からの手法を踏襲している。

レビュー方法を簡単におさらいさせて頂く。まず、(1)のところであるが、市場価格を把握できる国債等の債券といった資産であるが、これについては、直近5年間のデータを用いてバックテストを行い、担保割れ頻度

が1%程度となっているかどうかを検証している。2頁目にあるが、担保の種類や残存期間によっては、十分な時価情報は存在しない場合がある。そうした場合には、国債掛け目からのスプレッド方式や、あるいはVaRの算出により、掛け目を設定している。こうした扱いもこれまでと同様である。

2頁の(2)であるが、証書貸付債権や手形等の市場価格を把握できない資産については、過去5年間のデータから最低の理論価格を算出して、その価格へ下落をカバーする掛け目の水準を、現行掛け目と比較するという手法を本年も踏襲している。

それでは、具体的な債券の掛け目の見直し案の説明に入る前に、最近の国債の利回りの動向を確認しておきたいと思うので、12頁の4.のグラフをご覧ください。国債の利回りを、上から30年物、10年物、5年物と示したものである。5年間のバックテストであるので、サンプルから外れるところが2005年のところ、それから昨年からの1年間はサンプルに加わる。サンプルから外れるところと加わるところを比べてみると、グラフの一番上の30年物であるが、この昨年の8月末から9月にかけて金利が大きく上昇しており、今回加わる部分は金利上昇方向でのボラティリティが高くなっている。一方、10年物、5年物という長期あるいは中期であるが、これは反対にサンプルから外れる期間の方が金利上昇方向でのボラティリティが高くなっている。従って、金利データが債券の担保掛け目に及ぼす影響としては、超長期ゾーンでは引き下げ方向、長期や中期のゾーンでは引き上げ方向に作用するということになる。

それでは3頁に戻って頂き、債券の掛け目である。掛け目の引き下げが適当という見直し結果となった場合には、表中は濃いシャドーが付してあり、引き上げが適当というレビュー結果となった場合には、薄いシャドーが付してある。してみると、各種の国債から、ストリップス国債、物価連動国債、政府保証債、財投機関債等々、20~30年のところで1%の小幅引き下げが適当というレビュー結果となっている。これはただ今グラフで確認して頂いたとおり、昨年8~9月の超長期ゾーンの金利上昇の動きを反映したものである。一番下の表の不動産投資法人債であるが、これは10年

より長いところの三つの残存期間で 1~2%の引き上げが適当との結果となっている。この背景は、ややテクニカルなものであって、最近、担保割れ率の分母となる時価情報のサンプル数が増えて、担保割れの頻度が下がったことが背景である。

それでは、4 頁をみて頂き、適格外国債券である。適格外国債券については、保守性の観点から、ドル、ユーロ、ポンドのうち、各残存期間で最も掛け目が低くなる通貨のものを採用している。今回は、リーマン・ショック後であるが、対円で急落したポンドが全ての年限において、最も掛け目が低い通貨となっている。ポンドでレビューすると、僅かながら掛け目引き上げが適当という見直し結果となっている。

5 頁は証書貸付債権・手形等の掛け目の見直しである。最低理論価格を算出して検証した結果、政府向けあるいは政府保証付証書貸付債権の 1~3 年であるが、これは 1%の引き上げが適当とのレビュー結果となっている。次に、企業向け証書貸付債権や要件緩和等々、六つの区分で濃いシャドー、掛け目の引き下げ方向で見直すことが適当という検証結果が出ている。これは、本年の震災後の信用スプレッドの拡大が作用して、こうした試算結果となったものである。3 年超のところは 3 か所ほどで 5%と、やや大きめの引き下げ案となっている。これは、従来より証書貸付等の理論価格を使ったものについては、3 年超の区分においては、保守的に 5%刻みとするという設定方法を採用してきたことによるものであり、これを本年も踏襲してはどうかと考えている。要件緩和企業手形（正常先）の掛け目は、これは同じ信用力を持った区分の証書貸付の 1 年以内のところを流用する設定となっているので、四つ上の要件緩和企業向け証書貸付債権（正常先）と同じ 80%で、1%の引き下げが適当という試算結果となっている。

7 頁、8 頁は、国債現先オペにかかる見直しである。これまでご説明した適格担保は週次の値洗いであったが、国債の現先オペでは日々値洗いをしている。従って、以前から想定保有期間は 5 日間と短く、それから刻み幅は 0.1%刻みと細かく設定している。イ. ①は、買現先で本行がマージン調整担保を受ける時の掛け目である。先程グラフでご確認頂いたような、

昨年秋口の超長期金利の上昇を受けて、超長期ゾーンで掛け目を引き下げる方が適当とのレビュー結果となっている。また、中期、長期のゾーンでは、これもまたグラフでご覧頂いたが、ボラティリティの低下から、掛け目は引き上げ方向が適当とのレビュー結果となっている。物価連動国債の20～30年のところは、少し他と趣きが違って、掛け目は若干の引き上げが適当との検証結果となっているが、これは、この区分の時価情報がなく、スプレッド方式で案を策定したためである。②の売現先で本行が担保を差入れる場合であるが、①で計算したヘアカット分を、逆に100%に上乗せして算出するという算出手法を採っているので、①と比べると、担保の掛け目の改訂案の上げ下げ方向が反対になっている。それから、8頁は現先をスタートする時の時価売買価格比率をチェックしている。これは注2にあるが、マージン調整担保の掛け目の約数を採るということから算出している。

レビューの説明は以上であるが、今回見直した担保の掛け目を8月末時点の担保の差入れ状況に適応して試算してみると、担保額は、約800億円ほど減少方向に変化することになる。現在の担保額の総額は126兆円なので、見直し後もほぼ横這いと言って良いかと思う。

付議文は13頁以下である。ただ今ご説明した掛け目の見直し案を規程の形に落としたものであり、読み上げは省略させて頂く。本件、ご決定頂ければ、所要の実務面の準備を進めて、10月末までに実施したいと考えている。説明は、以上である。

白川議長

ご質問、ご意見があればお願いします。ないようであれば、採決を行いたいと思う。

〔「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する議案について  
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：白川議長

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ます。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に、最近の金融経済情勢について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、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、亀崎委員の順番である。それでは、白井委員から願います。

白井委員

我が国の足許の金融経済情勢については、持ち直しの動きが続いている

が、前回会合以降、世界経済の不確実性はさらに高まっており、我が国経済の成長下振れリスクを強く意識している。以下では、今回トップバッターということでもあるので、ここ1か月の動きをやや詳しく展望しながら私の見解を申し上げる。

まず、国際金融市場については、緩やかな成長が続いているものの世界経済の景気減速感が強まっていることや、欧州財政・金融問題を巡る不透明感が強い中、投資家のリスク回避姿勢が強まる展開となっている。米国の債務上限引き上げを巡る議会对立や米国内債格下げなどをきっかけにして、7月から金融資本市場が大きく不安定化しているが、EUあるいはG7とG20において欧州問題で抜本的な解決策を打ち出せなかったことや、米国FOMCの金融政策が期待外れと認識されたこともあり、9月下旬から世界で株価が急落し、主要国の長期金利は低下した。また、安全資産とされる金価格の大幅下落、原油・銅市況の急落、ドルと円の実効為替レートの急上昇、米欧のCDSプレミアム上昇など、これまでの動きとはやや異なる新しい展開もあった。しかも、世界のIPOは激減し、欧米では低格付けの社債発行が困難となっている。足許では、やや落ち着いているが、市場の緊張状態は当分続いていくとみている。また、新興諸国においても、株・債券・通貨のトリプル安が生じ、国際資金フローの流れに変化も窺われる。

それでは、地域別に世界経済情勢をみていく。米国経済については、生産、個人消費支出など緩やかな改善を続け、設備投資や輸出も引き続き増加している。実際、9月末の第2四半期の改訂値は、前期比年率で+1%から+1.3%へと市場予想以上の上方修正となり、中でも、設備投資、個人消費などの伸びが拡大した。また、9月の製造業・非製造業の景況感指数や消費センチメントをみてもほとんど悪化していない。しかし、先行きについては住宅市場の低迷、家計のバランスシート調整問題、雇用・所得の改善の遅れに加え、株価低迷により、個人消費の本格的な回復は期待できず、今年成長率は弱い水準になるとみている。住宅価格については、ここ数か月上昇しているが、この程度の回復では、住宅ローンを抱える家

計のうち、住宅債務が住宅担保価値を上回るのは、5人に1人という状況に変わりはない。銀行が差し押さえた物件は、第2四半期では50万件ほどであるが、潜在的に400万件以上の差し押さえ物件があるとも指摘され、住宅価格の押し下げ圧力はなお強いとみられる。また、住宅ローン金利が低下していても、銀行審査が厳格化しているため、新築住宅販売件数の回復に繋がらず、これが建設産業の低迷と低スキル労働者の雇用が伸びない構造的な原因となっている。さらに、住宅ローン延滞が今後増えると見込まれる中、連邦当局が住宅ローン担保証券関連の情報開示の不備について、複数の金融機関を提訴しており、今後、銀行に追加損失が生じる可能性がある。欧州問題の影響も重なって、企業向け融資や消費者信用が抑制されるのではと懸念している。こうした中、オバマ大統領は、9月8日に4,470億ドル、GDP比3%の雇用対策を発表したが、議会の行方がみえず、来年から幾分景気の押し上げ効果が期待できるのか不透明となっている。この間、物価については、足許は家賃や衣料費によって上昇しているが、先行きは商品価格の下落により徐々に低下する見込みである。

欧州経済については、減速している。9月のPMI、総合景況感指数、消費者センチメントは悪化しており、景気の強い下振れリスクと金融市場の緊張を意識して、10月6日にECBはカバードボンド買入れ再開と、12か月と13か月の無制限資金供給を決定した。また、BOEも資産買入れプログラムの拡大を決定した。言うまでもなく、欧州は財政問題の深刻化により、世界金融不安の震源地となっているが、この問題は大きく三つに集約できると思う。一つは、ギリシャの財政再建・構造改革プログラムに対する信認が失墜していることである。第6回目の融資は今年と来年の財政赤字目標が未達成となることが明白になり、10月3日のユーロ圏財務相会議では支援が先送りされた。新たな第二次支援についても、7月に、I F F（国際金融協会）が主導して21%へアカットによる民間の自発的債務再編を決めたが、最近では、5割ほどの大幅なへアカットを求める声も一部加盟国から上がっており、再交渉となれば、市場が不安定化する惧れがある。しかも、ギリシャは2008年からマイナス成長が続いており、

国民の改革への反発が強まる中、プログラムが頓挫しデフォルトに追い込まれるとの市場の懸念が強まっている。

二つ目は、欧州全域を対象とする金融危機防止システムが不十分なことである。現行のE F S F 拡充案は 10 月中に成立する見込みであるが、スペイン、イタリアへの波及を防ぐには規模が小さいと、既に市場で受止められており、EUの対応が後手に回っている。貸出余力のさらなる拡大が難しい中、新たにレバレッジを効かせてE F S F の危機対応力を高める案が幾つか検討されているが、それが各国間で合意・承認に至るまでにはさらなる時間がかかり、市場は対応が報道されるたびに、一喜一憂する展開となっている。

三つ目は、欧州の金融システムに対する不安が、フランスなど中心国にも及んでいる点である。欧州系銀行は米国系銀行よりもレバレッジが大きく、周縁国への投融資も多く、財務基盤が不安定化している。IMFは欧州系銀行に対して、1,000 億~2,000 億ユーロほどの追加増資が必要だと指摘したが、株価低迷の中、自力増資が困難で、今、漸くEUレベルで早急な増資が検討されるようになっている。10月4日には、ギリシャ国債を多く保有する金融大手デクシアに対して、ベルギーとフランス両政府による救済策が発表されたように、欧州金融システム不安が高まっている。銀行の中長期及びドル建ての資金調達コストは上昇しているために、銀行の企業・消費者への融資基準は厳格化しており、これが欧州全域でのクレジット・クランチに繋がれば、景気後退と財政再建失敗が同時に発生しかねない点、注意が必要である。

新興諸国では、世界経済の下振れリスクを意識して、9月中旬に政策金利の引き上げを行ったインドを除けば、多くの中央銀行が金融引締めを中断している。インフレ圧力が強く、目標水準を上回っている諸国の中では、ブラジルとベトナムが政策金利の引き下げ、インドネシアが政策金利下限を引き下げる一方、韓国、豪州等は据え置いており、金融緩和的な環境のもとで、難しい政策の舵取りを迫られている。また、新興諸国から資金引き揚げが起きたことで一転して急激な通貨安となり、韓国、インド、ブラ

ジルなどは自国通貨買い介入に踏み切っている。

中国については、これまでの金融引締めと外需減速でやや成長ペースを落としているが、新興諸国では、最も高い成長率を維持している。成長を牽引している固定資産投資は、1～8月に前年比+25%の高い伸びを記録している。中でも、住宅不動産投資は、この間+33%も拡大しており、政府による低価格住宅供給政策を反映して、住宅用不動産投資の伸びが大きくなっている。賃金や雇用の改善を反映して、民間消費も堅調であるが、6%台で続くインフレ率が購買力を抑制する兆しもみられ始め、消費は減速傾向にある。生産面では、8月の鉱工業生産は前年比+13.5%と少し減速しているが、輸出は+24%と伸び率が上昇している。9月のPMIは製造業・非製造業ともに改善している。しかし、世界経済減速と金融引締め懸念も意識されており、政府は教育・医療・年金などの社会的歳出の拡大に加え、9月には、個人所得税減税を実施し、財政緩和的なスタンスを維持している。このため、引き続き内需中心にソフトランディングは可能だとみている。

我が国では、持ち直しの動きが続いている。サプライチェーンが回復し、被災地でも復興需要が徐々に出ているので、7～9月期の成長率はプラスに転じたと思う。生産や実質輸出については、震災前の水準に戻っているが、最近伸びが緩やかになっている。輸出については、自動車を中心に増加しているが、その一方で、パソコン、液晶テレビ等の輸出が減少している。設備投資は、緩やかに増加しており、日銀短観の設備投資計画も中小企業を含めまずまずの結果となっている。消費もほぼ震災前の水準に近付いているが、外食売上高や旅行取扱額がまだ震災前の水準に戻っていないなど一部に弱さが残っている。

先行きについては、速やかに復興需要が本格化すれば景気回復のペースは加速し成長は回復経路に復していくと判断している。設備投資は、好調な企業収益、設備稼働率の上昇見込み、政府経済対策の効果等から目先の期待成長率が高まることで増加が見込まれるほか、消費も雇用増加や景気対策による所得増加などを背景に緩やかな回復が続くとみている。とはい

え、世界経済減速と最近のユーロやアジア通貨に対する急速な円高が意識されてなのか、9月短観では、先行き海外需給判断で供給超過幅が拡大しており、回復ペースがさらに弱まる懸念がある。

物価については、8月のCPI基準改定もあり、現在はゼロ%近傍で推移している。先行きについては、CPI基準改定の影響に加え、10月以降は、たばこ税と傷害保険料の押し上げ効果が剥落するので、当面はゼロ近傍で推移するとみている。なお、マーケットのインフレ予想をみると、中長期インフレ予想は引き続き安定しているとみられるが、今後の動きには引き続き注意を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、国際金融資本市場の動向からお話ししたいと思う。マーケットは全体として、さらに不安定の度を増しているようにみえる。短期金融市場をみると、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中で、ユーロのLIBOR-OISスプレッドが大幅に拡大している。また、ドルのLIBOR-OISスプレッドも、米国MMFの欧州系金融機関に対する資金放出の抑制ということもあり、やや拡大している。国債市場では、南欧諸国の国債利回りがギリシャ、ポルトガルのみならず、スペイン、イタリアまで巻き込む形で大きく上昇している。一方、米国、英国、ドイツの利回りは引き続き歴史的な低水準にある。クレジット市場をみると、CPや社債は取引が細る中で、金利が上昇している。また、欧州系金融機関に加えて、米系の金融機関についても、信用リスクが強く意識されるようになっている。米欧金融機関の社債の対国債スプレッドは、欧州各国および米国で大幅に拡大している。言うまでもなく、欧米の金融機関に対するCDSプレミアムも上昇している。株式市場をみると、非常に神経質な地合いのもとで、下落基調を辿っている。特に、これまで

相対的に株高を謳歌してきたブラジル、インド、韓国などの新興国では、投機的ポジションの巻き戻しもあって、株価の下落幅が大きくなっている。為替市場をみると、ドルと円が堅調地合いとなる一方で、ユーロが大きく下落している。また、新興国の通貨も総じて軟調に推移している。この間、原油や非鉄金属等の商品市況は、これまで上昇を続けてきた金を含め、はっきりと下落している。このように、国際金融資本市場においては、ソブリン・リスク問題の解決になかなか目途が立たない中で、投資家のリスク回避姿勢、安全資産選好が一段と強まってきている。しかも、安全資産選好は、このところのドル買いにみられるように、物色買いの様相を強めてきているようにみえる。次に何が選好されるかは市場の雰囲気次第といった面も窺われ、そこに市場の危うさが潜んでいるように思われる。いずれにしても、欧州ソブリン・リスク問題は、一部の米系金融機関まで巻き込みながら、金融機関の経営問題ひいては金融システムの問題に波及しつつあるようにみられる。新興国からの資金流出の動きも、そうした文脈の中でみていくべき問題であろうと思う。

次に、海外経済であるが、足許は、全体として回復を続けているが、先進国を中心に、その回復ペースははっきりと鈍化してきている。米国経済をみると、回復のテンポはごく緩やかである。個人消費は雇用環境の改善が捗々しくなく、家計のマインドもこのところ悪化してきており、そうした中で、個人消費は伸び悩んでいる。住宅投資は、住宅市況の低迷を背景に、引き続き低水準で推移している。企業のセンチメントは、製造業・非製造業とも悪化してきている。ただ、輸出や生産の増勢は取り敢えず維持されているという状況にみえる。欧州経済は、ドイツ、フランスを含め弱含んでいる。輸出は、海外経済の減速を受けて伸び悩みが明確化している。個人消費は、ドイツなどコア国にも及ぶ消費者コンフィデンスの後退を背景に低調となっている。設備投資は、緩やかな増加を続けている。ただ、生産の減速ははっきりしてきているようにみえる。一方、新興国・資源国では、既往の金融引締めの影響や米欧経済の減速に伴う輸出の伸び鈍化から成長スピードは幾分低下してきているが、内需が底堅く、全体として高

めの成長が維持されている。

先行きの海外経済については、当面、米欧を中心に、減速感の強い状態が続くが、やや長い目でみれば新興国・資源国が牽引する形で、全体としては回復を続けていくとみている。米国経済であるが、家計のバランスシート調整が重石となる中で、緩やかなペースにとどまりはするものの、回復は続くだろう。欧州経済については、財政の緊縮策、ソブリン・リスク問題を巡る金融資本市場の緊張、企業や家計のマインド悪化のもとで、当面、弱含み横這いの動きが続くと予想される。この間、新興国・資源国では、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としては底堅い内需に支えられて、先行きも高めの成長を続ける可能性が高いとみている。しかしながら、海外経済の先行きを巡っては、下振れリスクが高まっているように思う。何よりも、国際金融資本市場の動揺がもたらすリスクである。先程述べたように、欧州のソブリン・リスク問題に端を発した市場の動揺は、金融機関の経営問題ひいては金融システムの問題にまで波及しつつある。欧州系金融機関の信用仲介機能は低下し、南欧諸国を中心に企業向け貸出の残高は減少を続けている。企業向けの貸出金利も、一部コア国も含めて、ECBの政策金利の上昇幅を大きく上回る形で上昇している。こうした動きは、企業や家計のマインド面からもまた実体面からも、景気に対し下押し圧力を一段とかけていく可能性が高いように思う。

この先、欧州では、財政、金融、実体経済の間の負の相乗作用が幅広く作動し始めるリスクは決して小さくないとみている。また、米国でも、欧州発の金融資本市場の動揺が、サブプライム問題以降経営面に脆弱性を抱えてきた金融機関を中心に、資金調達の困難化や株価の大幅下落といった形で伝播してきている。これまでのバランスシート調整圧力の継続に加えて、こうした市場の変動が企業や家計の心理に及ぼす影響、さらには実際の支出行動に与える影響については、一段と注意が怠れなくなっているように思う。新興国・資源国については、国際金融資本市場の動揺のもとで、リスク回避姿勢を強める投資家が、資金を引き揚げる動きをみせ始めている。こうした動きが広がることになれば、そうした国々の経済活動を金融

面から下押しリスクも無視し得ないようにみている。

続いて、我が国経済について述べたいと思う。足許の景気は「持ち直しの動きが続いている」と判断している。生産や輸出は、海外経済の減速などから伸びが緩やかになってきてはいるが、引き続き増加している。設備投資も緩やかに増加している。個人消費は、天候要因による振れはあるが、サービス消費を含め持ち直しているように見える。住宅投資は、建築資材の供給制約の解消と被災地需要の顕現化等から、回復の動きが明確になっている。公共投資も、今年度第一次・第二次補正予算の執行が徐々に進み始める中で下げ止まりつつある。9月短観の業況判断D Iが幅広い業種で大きく改善したことは、今述べたような動きと整合的である。

先行きについては、「緩やかな回復経路に復していく」とみている。輸出は、自動車の海外在庫の復元の動きもあって、緩やかな増加基調を辿るとみられる。設備投資、住宅投資、公共投資は、ストックの復元に向けた動きなどを背景に、徐々に増加していく可能性が高いとみている。9月短観の設備投資計画をみると、全規模・全産業で、今年度は前年度を数%上回る計画となっている。個人消費も雇用環境の緩やかな回復のもとで底堅く推移するとみられる。生産については、予測指数やヒアリング情報も踏まえると、年末にかけて輸送機械におけるいわゆる挽回生産を主因に増加を続ける見通しである。

ただし、目先はともかく、やや長い目でみると、我が国経済の先行きについても、不確実性が高まっていると思う。まず、国際金融資本市場の動揺の影響である。金融面については、次のラウンドで述べたいと思うが、実体面に関しては、株安や円高が企業マインド面を含め、どのような影響を及ぼすかが注目点である。また、海外経済の減速との関連では、自動車輸出の下振れの可能性、IT関連のグローバルな在庫調整の帰趨といった点が気になりなところである。純粋な国内要因として挙げれば、復興需要がいつ頃台頭してくるのか、そして、海外需要の減速を上手くカバーする形で増加するののかも不確実な点である。海外需要の減速をカバーできないといった場合には、需要の動きがシームレスに繋がらず、景気が一

時的にせよ停滞する可能性もないとは言えないように思っている。さらに、以上のような不確実性がある中で、企業の中長期的な成長期待や家計の所得増加期待がどう変化するかにも注意が必要であると思っている。

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、直近 8 月には+0.2%となっている。先行きについても、前年のたばこ増税や傷害保険料引き上げの裏が出ることもあって、当面、消費者物価は、ゼロ近傍で推移する可能性が高いとみられる。ただし、その先まで見通していくと、需給ギャップが縮小するもとの、デフレ脱却の方向に向かっていることは間違いないようにみている。

なお、消費者物価の基調をどう捉えていくかについて、一言述べておきたい。我々は、5 年に 1 度の基準改定の度にこの問題に悩まされてきた。統計的な処理などによって上手に基調を捉えることができないか、とその都度考えてきた。しかしながら、連鎖指数にしても、刈込平均にしても、完璧ではない。結局のところ、今申し上げたような悩みと付き合いつつ、様々な指標を総合的にみていくしかないということかもしれない。いずれにしても、次回の展望レポートに向けて議論していく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

それでは、まず全体感から申し上げる。前回決定会合以降、欧州債務問題を巡る不確実性はさらに高まり、この間、マーケットのリスク回避の傾向は一段と強まった。その影響は、グローバル経済の下振れ懸念へと拡大し、商品市況の低下や新興国からの資金流出といった動きにまで波及しつつある。日本経済は、震災からの立ち直りの段階から、緩やかな持続的成長経路へと移行していく大事な局面にあり、海外経済の減速や円高の定着といったリスク要因が、我が国の景気・物価にどう影響を及ぼすのか、よ

り丹念に点検していかなければならない重要な局面に差しかかっていると考える。

それでは、海外経済から申し上げる。まず、米国経済であるが、企業部門を中心に緩やかな回復が続いているものの、その減速傾向はやや長い目でみてより明確になってきているとみている。生産、企業収益、設備投資などは底堅く推移しており、景気回復の起点となる企業部門は堅調を維持しているように窺われる。その一方で、これまでのバランスシート調整を背景に、住宅部門と雇用の回復は引き続き大きく遅れており、個人消費も極く緩やかな改善にとどまっている。また、よく指摘されていることであるが、失業が長期化することは、持続的な負の供給サイドのショックとなる可能性があり、それは米国の中長期的な成長力を弱め、それが成長期待の低下から、さらに人々の支出を抑制するといった慢性的な低迷のメカニズムに繋がることも懸念される。そのようなメカニズムが働くとすれば、米国経済は仮に景気後退は避けられるとしても、極めて緩やかな回復という状況が今後も続くことが懸念される。

欧州経済であるが、足許、停滞しており横這い圏内の動きとなっている。海外経済の減速を受けて輸出が伸び悩んでいるほか、生産も減速している。また、債務問題の影響を受けて、消費マインドが低下し、個人消費が概ね横這いにとどまっている。先行きも、欧州景気は横這い圏内で推移するとみられているが、そこで重要な前提は、欧州債務問題が基本的にギリシャの債務再編問題にとどまり、イタリア、スペイン、フランスといったコア国の金融システムに大きな混乱は生じさせないと考えているという点である。もし、このように基本的にギリシャのみの問題でとどまれば、ユーロ安などを背景に、ドイツなどのコア国を中心に回復経路に復していくというメカニズムが残されており、それが本格的な景気後退に至らせないための重要な前提となる。しかし、その前提が成り立たずに、他国への波及懸念が払拭できずに金融システム不安が拡大すれば、マインド悪化を通じた支出の抑制や、緊縮財政と合わせて負の相乗効果が働き、欧州の景気を大きく下振れさせる可能性がある。

なお、欧州債務問題に伴うリスク拡大の背景として一言申し上げると、支援国は被支援国のモラルハザードを避けるべく、緊縮財政の圧力をかけながら、一方で、必要な支援の具体的な枠組みを決定しなければならないという本問題の難しさを指摘することができる。支援する側には、予想される負担が集中するという不満があり、それがスピーディな対応を妨げる足枷になってきたものと思われる。そう申し上げたうえで、関係各国の努力は現時点で続いており、他国への波及の可能性を視野に入れた安定化基金の規模拡大や予防的資本注入など、危機回避プランの具体策が早期に策定されるよう期待したいと思う。

中国経済であるが、先進国経済の減速や金融引締めの影響から成長テンポを幾分鈍化させつつも、固定資産投資が増加を続けているほか、個人消費も所得水準の向上を背景に堅調に推移するなど、基調として高めの成長を維持しており、今後もこの傾向は続くともみている。また、NIEs・ASEAN経済については、IT関連財を中心に、先進国向けの輸出が弱めの動きとなっており、特に韓国・台湾ではその傾向が強いとみられる。もともと、こういった諸国の内需は、やはり総じて堅調に推移していることから、今後も景気は拡大基調を辿ると考えている。

次に、我が国の経済・物価情勢についてである。我が国経済は震災からの持ち直しが続いている。生産・輸出は、震災後のV字回復を経て緩やかに増加している。情報関連財の生産・輸出には陰りがみられるものの、挽回生産を急ぐ自動車関連が引き続きフル生産を継続している。内需も設備投資は資本財総供給など緩やかに増加しているとみられるほか、個人消費も全体としては持ち直している。ただし、これまで回復してきた企業や家計のコンフィデンスは海外経済の減速や円高基調などを背景として、足許、横這い圏内での動きとなっている。

先行きについては、これまでのV字回復から緩やかな持続的成長経路へと移行していく大事な局面にある。まず、生産の見通しであるが、実勢ベースでみた7~9月期の生産は前期比約+7%台と、大きく増加することがミクロ情報で見込まれており、それが10~12月期は+2%程度の増加がさら

に維持されると見込まれている。この見通しは、前月時点の見通しと比べると、それぞれ若干下方修正——1%程度——されたものであり、これは世界経済の減速懸念や円高の影響が輸出計画を抑制し、それが生産の下振れとして徐々に現れ始めているといった様子が窺われる。その点注意が必要だと考えている。

需要面をみると、設備投資については、9月短観をみる限り、今年度の設備投資計画も堅調を維持している。個人消費も、雇用環境が徐々に改善に向かうもとの、底堅く推移するとみられている。もっとも、家計のマインドについては、「生活意識に関するアンケート調査」などをみても、先行きの景況感に関して、目立った改善はまだみられていない。

この間、物価動向であるが、8月のCPI前年比は+0.2%と、2か月続けてゼロ%近傍でプラスとなった。需給ギャップが徐々に縮小するもとの、デフレ脱却の方向に向かうモメンタムは引き続き維持されているとみている。一方で、10月以降は、たばこ税と傷害保険料率改訂の影響が剥落するため、これが再びCPIの下押し要因となる点には注意が必要と認識している。結果として、CPI前年比は、当面の間、ゼロ%近傍で推移する可能性が高いとみている。

最後に、前回決定会合からの状況変化を踏まえ、懸念されるべきリスク要因として三点ほど、やや重複するが申し述べる。第一は、海外経済の減速である。欧州では、債務問題の深刻化に伴い、金融部門や実体経済への悪影響がみられ始めており、また、米国の持続的な減速懸念とも相俟って、海外需要が一層減少するといったリスクが考えられる。それが我が国の輸出・生産を起点とした回復経路を下振れさせるリスクに注意が必要である。第二に、円高の基調である。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ている。円高は輸出企業の競争力や採算を悪化させ、中小下請け企業も含めて大きな重石となる。また、円高の定着が一因となって、基幹工場や研究開発拠点の流出に繋がれば、産業空洞化と雇用の喪失をもたらすとともに、我が国の潜在的な成長力の低下を招来するといった懸念もある。第三は、国際

商品市況のさらなる低下リスクである。海外経済の減速に加え、金融市場でのリスク回避姿勢が強まることにより、国際商品市況がさらに低下するといったことになると、輸入物価の下落を通じて、現在はゼロ%近傍で推移するとみている消費者物価の上昇率が、マイナス領域に陥るリスクが考えられる。そういった点について、今後、注意深く点検していきたいと思う。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

足許の金融情勢の評価については、今までの委員方のご発言にほとんど違和感がないので、今回は、次回展望レポート会合も念頭に、足許数か月というよりも少し長めに数年後までを視野に入れて、今後の状況を考えてみたいと思う。

海外経済である。まず米国経済は、雇用面の改善の遅い著しく緩慢な回復という状況が長期間続く可能性が高い、という以前の見方に変化はない。一時、消費者センチメントの急落から、景気失速、二番底の懸念が市場では高まったが、最近の経済指標は区々ながら急速な底割れにはなっていない。「著しく緩慢な回復」の時は、しばしばセクター間で指標が大きくばらつき、どの指標が市場のイメージーションを捉えるかで市場の期待が大きく振れる。市場予想に振り回されないような態度が必要であろうと考えている。

米国で最も顕著なばらつきは、以前から指摘しているが、大企業とウォールストリート、それと家計・中小零細企業とメインストリート、この二つのコントラストである。例えば、全米レストラン協会のレストラン・パフォーマンス・インデックスがあるが、これは8月に2か月連続して大きく下落し、もう既に収縮局面に入っている。これに対して、ビジネスにより強いホテル需要は次第に回復してきており、4週移動平均でみて

9月の段階で2000～2007年の平均値まで戻ってきている。これは、消費者側サービス需要の低迷に対し、企業側サービス需要は比較的回復が進んでいるという姿を示している。このように、強弱相殺される形で底這う形が続いているのが足許の特徴である。こうしたばらつきは政治的な二極化をもたらし、それもあり、財政に手詰まり感が強くリスクは依然として下向きにある。下向きのリスクに脆弱な状況が今後も続くだろうと考えられる。特に、欧州に金融危機が生じ、それに波及するのが大きなリスクである。欧州経済は決定会合の回を追うごとにギリシャ問題が深刻化し、金融市場では疑心暗鬼が拡大している。ここで目先の問題とその解決策、それと長期的な問題とその解決策を切り離してみていく必要があると思う。短期的には、欧州全体の金融危機に発展するのを食いとどめるためには、政治決断、特に財政統合についての政治決断が必要である。しかし、各国財政の事実上のコントロールを、ドイツ等北ヨーロッパの高格付け国が握ることなしには、ドイツの最も嫌うトランスファー・ユニオンに結び付く。問題国での緊縮財政は経済を著しく疲弊させ、インターナル・デバリュエーションの余地も限られるとすると、それはドイツ等北ヨーロッパ高格付け諸国から周縁問題国への財政トランスファーが恒常化する可能性が高いことを意味し、長期的には、こうしたドイツ等北ヨーロッパ高格付け国への信認の低下をもたらし、ひいてはユーロ圏全体の持続可能性にも疑問が付きかねない。つまり、短期の問題のいわゆる「解決」が、重大な長期の「問題」を引き起こす可能性がある訳である。

日本財政悪化の歴史をみても、問題の重大性は理解できる。いわゆる失われた10年とか20年とかいう時期が始まった時点では、日本は財政危機の状態ではなく、他国比改善された状態だった。1992年の国・地方財政赤字のGDP比は-1.7%で英米ではその時には既に-6%、ドイツ、フランスは-3%前後だったから、それに比べて小さかった訳である。つまり、財政収支は比較的健全な状況から、景気の低迷と高齢化の影響が次第に顕在化した1990～2000年代に急速に悪化したのが事実である。ヨーロッパの潜在成長率が人口高齢化の進行や深刻な家計や銀行のバランスシート

調整の結果としてさらに低迷することになれば、その可能性は目を追うごとに膨らんでいくが、財政統合された場合には、弱い欧州周縁国への援助が膨らむ一方、インターナル・デバリュエーションの厳しさについて行けない国々が出る。従って、今は欧州全体では確かに財政は健全といえるが、日本と同じように今後は急速に悪化していく可能性は否定できない。このように、短期的に望ましい解決が長期的に問題を孕む可能性が大きいことが現在のユーロ圏の根本的な問題である。とするならば、短期的に峠を乗り越えたとしてもユーロ圏の不安定性が、今後も長きに亘って続く可能性には注意する必要があると思う。

中国経済であるが、中国経済はデータを読むのが文字どおり難しい局面になってきている。例えば、製造業PMIであるが、HSBC製造業PMIが3か月連続で50を切っているのに対して、統計局発表の製造業PMIは50を切るどころか上昇するという、ちぐはぐな動きが気になる。加えて、香港等では、沿海部の中小企業で資金繰り悪化が鮮明になっているような報道があるし、ヒアリング等の情報からは、ばらつきを伴いながらも、中小企業集積の大きい地域での成長のエンジンが弱まりつつあるように思える。減速は、従来から比較的信頼できる指標としてみてきた発電量や税収の季節調整済系列にもその兆しが表れている。もし、これがインフレ対策としての引締めの影響に過ぎないのであるならば、インフレの一服後、金融政策のスタンスの変化に従って、急速に回復することが考えられる。しかし、中国のファンダメンタルズが、今年は2011年であるが、その前後10年程度で転機に来つつあるということに注意する必要があると思う。これについては5点ある。第一点は、賃金上昇を抑えてきた地方から都市部への労働人口移動が止まりつつあることである。これはいわゆるルイスの転換点に来ているということである。第二に、生産年齢人口・非生産年齢人口比がこれから数年でピークを迎えた後、急速に日本の1990年代並のスピードで低下し、それが今までの根強い消費需要、様々な資産価格上昇に転機を与える可能性があることである。第三に、先端技術の導入を一度に急速に行ったために、導入型技術進歩の天井に近付きつつあり、

生産性の上昇は、今後は今までの10年ほどは見込めない可能性があるということである。この点は、上海の事故とか、そういうのに典型的に出ている。第四に、西部開発がここ数年加速度的に進み、水平方向の拡大の余地、つまりフロンティアが次第に消滅していくということである。第五に、これは多分恐らく一番難しくかつ重要な問題であるが、現在の中国のシステムは競争型政治開発モデルと言えるかと思う。つまり、地方幹部が中央昇進を目指して経済成長を競うという形になっている。この形になるとどういうことが起こるかということ、実際に起きていることは、環境に対する負荷が強烈に高まるということである。急速な水資源の枯渇・汚染、大気汚染等が生じている。こうしたことが、今後の成長の物理的な障害になる可能性がある。こうした転換点から来る成長の減速を、インフレ対策の引締めからの影響と捉えると大きな読み間違いとなるテールリスクがあると考えている。

我が国実体経済であるが、足許は先程からの議論にあるように、世界経済の不確実性の高まりで上方向への動きは頭を押さえられているものの、これもまた議論があったが、遅れてはいるが確実に今後顕在化すると思われる復興需要への期待に下支えされている。そのために、ある意味では、非常に狭いレンジで期待が形成されると思っている。ただ、ここに来て先進国だけではなく、今まで好調だった新興国にも金融市場の不安のコンテージョンの兆候があるため、特に純輸出を通じて下振れのリスクも無視できない。さらに、日本についても、少し長めにみるといわゆる六重苦、特に、現在の円高水準が恒常化すると、生産の海外移転が不可逆的に加速するリスクがある。

これについて、若干詳しく述べたいと思う。単に、一工場の移転ということであるならばあまり大したことではないが、サプライヤーを含めた「ものづくり体制」そのものが海外に移転してしまい、将来、再び円安に戻ることがあったとしても移転してしまっているがために元には直ぐには戻らない、というリスクである。「ものづくり」の本質というのは決して「与えられたものを効率的に安くつくる」ということではない。付加価

値を上げるためのイノベーション、インベンションが常になされているということであり、それをもたらす競争をしながら協力し合うという関係者の体制が維持されているということが重要である。そのためには、「ものづくり」のクリティカルマスが必要である。しかも、状況の変化に即応できるように、縦にも横にもこの柔軟性が必要ではある。こうした視点から見た時に、現在起こりつつある海外移転の動きには、確かに、根こそぎクリティカルマスを持っていかれるというリスクがある。ただ、ここで少し注意しなければいけないのは、単に、財務的な見方から、あるいは短期的な利益を追求するような株主からのプレッシャーで、コストが安く需要がある海外に移転する、というのでは、本来の企業の長期的な成長という点では明らかにマイナスであるし、それは、きちんと認識しているはずであると思う。また、「ものづくり」に柔軟性があるということであるならば、新しい動きがこの「ものづくり」の中から生まれてきているかもしれない。ここで言う「ものづくり」とは、財だけではなく、サービスを含む概念であることも重要である。この点を頭に入れながら、今後の企業の国内での中長期的な成長期待の動きについて、精査する必要があると感じている。時間が既にかなり超過しているので、物価動向については、第二ラウンドでお話ししたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員をお願いします。

石田委員

海外の情勢から申し上げる。まず、米国経済については、生産、設備投資は、振れを伴いつつも底堅く推移していると思う。しかし、ウエイトの大きい個人消費については、各委員からもご指摘があったが、引き続き厳しい状況にある。雇用環境は軟調であるし、時間当たり賃金も低めの伸びが続き、住宅関連市況にも改善の兆しがみられない。こうした中、消費者マインドは株価の低迷も加わって低水準で推移している。総じて回復しつ

つも足取りの重い状態だと思う。次に、ユーロ圏経済については、周縁国のソブリン問題に解決の目途が立たず、これに起因する金融システム不安、財政削減の影響、企業、個人のマインド悪化など強い下押し圧力が生じており、全体として伸び悩んでいると思う。同地域の経済を牽引してきたドイツの輸出についても減速している。なお、新興国については、先進国の減速の影響に加え、金融引締めの影響等、一部翳りがみられるが、内需は総じて堅調に推移しているものとみている。全体としては、引き続き高めの成長を続けるものと考える。

一方、我が国の景気の現状については、震災によって生じた供給面の制約から脱した後も、持ち直しの動きを続けているとみている。8月の鉱工業生産指数は、前年比で震災後初めてプラスに転じた。9月短観では、大企業だけでなく、中堅・中小企業を含め、製造・非製造業とも業況判断DIが改善しており、企業の景況感の改善も認められる。もっとも、8月の実質輸出は、プラスを維持しつつも増勢が鈍化しており、情報関連等弱含む財も出ていることは気になるところである。また、円高が定着していることに伴って企業、個人のマインドへの影響にも留意を要するものと思う。この間、国際金融市場では、欧州ソブリン問題を巡る市場の懸念が高まる中で、リスクオフの動きが広がりつつある。株価が各国市場で下落しているほか、国際商品市場での調整の動きもかなり大きくなっている。実体経済への波及が懸念される場所である。ギリシャ問題については、デフォルトとなっても他国への波及を回避するための環境、体制を構築すべく時間稼ぎが行われているが、マーケットを安心させる状況になるまで、こうしたリスクオフの流れはなかなか解消されそうにないと思っている。

我が国経済の先行きについては、需要動向の帰趨次第ということと思うが、先程申し上げたように、海外経済は下押し圧力が高まった状態にはあるが、全体としてはまだ回復を続けているものとみる。こうしたもとの、外需を取り込みながら、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた動きが財政出動にも支えられて本格化していけば、従来からの見方に沿って、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくものと引き続きみて

いる。

この見方についての最も大きなリスクは、ギリシャのデフォルトがコントロール不能になることである。この場合は、我が国の経済にも非常に大きな影響が及ぶことが避けられない。二つ目のリスクは、生産・輸出の持ち直しは、主として自動車関連が担っているが、それは、供給制約さえなくなれば、海外需要を再び取り込めるということが前提となっているものである。このストーリーが崩れた場合には、来年以降、生産・輸出の大きな落ち込みが生ずる惧れがある。三つ目は、円高問題が大きくクローズアップされることによって、実態的な企業の海外シフトやそれに伴う国内空洞化などの問題が現実化する前に、国内のマインドが低下し、これが投資や消費の両面から景気を下押しすることが懸念される。我が国経済の先行きについて、かなりのリスクが存在すると認識している。

最後に、物価動向であるが、今まで皆さんのおっしゃられたこととほとんど同じである。少し長い視点で、私も需給ギャップが改善しつつ、今後はプラス圏内へ向かうことを想定しているが、長い目でみると、海外経済の減速が続く場合、改善スピードが鈍る惧れも出てくると考えており、また、国際商品市況の下落の影響も加わると、ゼロ近傍で、場合によっては、マイナス圏内に入る状況が続くリスクもあるものと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、先進国を中心に減速感が強まる中、新興国の成長に引き続き支えられ、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、生産や輸出が増加し、消費も総じて底堅く推移している。一方、国際金融市場では、FOMCでの景気判断の下方修正や、軟調な経済指標の発表などを受けて欧米経済の先行きに対する不確実性が強まっている。また、

ギリシャのデフォルトやユーロ圏金融システムに対する懸念の高まりから、リスク回避姿勢が強まり、株、新興国通貨、国際商品等のリスク性資産価格が下落するなど、神経質な相場展開が続いている。避難通貨としての円に対する選好は引き続き強く、ドルに対しては 77 円前後の高値圏内で推移しており、我が国の企業業績や企業マインドの悪化が懸念される。

海外経済についてであるが、米国経済は減速感を強めながらも緩やかな回復が続いている。8月の小売売上高（除く自動車・ガソリン・建設資材）は減速傾向を増しつつも、前月を小幅上回っているほか、9月の自動車販売台数も 1,304 万台と増加傾向を維持している。一方、アジアから米国向けのコンテナの海上荷動きをみると、6月以降、前年比でマイナス傾向となるなど、個人消費は、低調な株価や雇用環境の改善ペースの鈍化などから、消費者コンフィデンスの弱さが目立つが、増加テンポは鈍化しつつも底堅い動きと言える。一方、企業活動は、商工業向け銀行貸出は増加傾向が継続しており、9月のISM指数は製造・非製造業のいずれも 50 を上回っている。また、8月の鉱工業生産指数や設備稼働率も改善し、航空機を除く非国防資本財受注は振れを伴いつつも緩やかな増加傾向を続けている。米国経済の先行きについては、FOMCの金融緩和策のもと、既往の原油等の価格上昇が剥落してきたこともあり、個人消費や新興国向け輸出を中心に徐々に持ち直していくと思われる。ただし、家計が抱えているバランスシート調整の影響等構造要因が重石となり、住宅や雇用情勢の回復ペースは極めて緩慢とならざるを得ない。また、金融・財政面からの景気刺激策の余地が限定的なこともあり、個人消費の回復力や持続力については不確実性が高まっている。

ユーロ圏経済は、これまで牽引役であったドイツ等コア諸国の減速傾向を背景に、回復ペースが大きく低下している。欧州ソブリン問題の影響等から消費者コンフィデンスが低下しているほか、製造業PMIも拡大、縮小の分岐点となる 50 を下回っており、調整色の強い展開となっている。先行きについては、世界経済の回復に伴い、緩やかな回復経路に復すると思われる。しかしながら、域内諸国の財政再建に伴う下押し圧力が続く中、

ギリシャ追加金融支援策の帰趨、欧州ソブリン問題のイタリアやスペイン等他の周縁国や欧州金融システムへの波及も懸念され、欧州経済に対する下押し圧力として燻り続けると思われる。このため、回復ペースはこれまでの想定よりもさらに低下する可能性がある。

中国経済については、発表された8月の指標は、いずれも高めの成長を続けていることを示している。もっとも、輸出に減速感がみられるほか、個人消費についても、小売売上高は高水準ながらも、実質ベースでは伸び率が低下傾向にあるほか、8月の自動車販売台数も、前年比横這い程度の動きとなるなど、減速の動きもみられる。先行きについては、インフレ抑制と経済成長とのバランスを取りながらの政策運営を進める中で、高めの成長を続けると期待される。もっとも、中国人民銀行は、インフレ圧力は依然高水準にあるとの認識を示しており、金融引締めによりインフレ抑制が成長ペースを緩める局面が続くと思われる。また、主たる輸出先である欧米経済の成長鈍化に伴い、輸出の落ち込みを通じた中国経済への下押し圧力にも注意が必要である。

N I E s、A S E A Nの8月以降の動きは、外需の伸びが鈍化しているものの、内需に支えられて雇用・所得環境の改善が続くもとの増加基調を辿っており、堅調裡に推移している。多くの国では、インフレ圧力の高まりから、総じて引締め方向の金融政策運営を継続すると思われる。こうした政策効果の浸透や、国際資金フローの動きなどを踏まえ、N I E s、A S E A Nの景気動向の持続可能性については注意してみていく必要がある。

続いて、国内経済であるが、国内経済については、生産や輸出面でのウエイトの大きな自動車関連産業が、これまでの供給制約による遅れを挽回するために、生産・輸出にドライブをかけていることもあり、持ち直しの動きが続いている。この間、8月の実質輸出は4か月連続で前月を上回り、鉱工業生産指数も5か月連続で上回っている。設備投資については、短観でも2011年度下期計画が前回調査対比+5%上方修正となり、増加傾向が確認された。また、業況判断D Iも、自動車を中心に大幅に改善するなど、

企業活動は改善傾向にある。個人消費も、8月の小売売上高はテレビの買い替え需要の反動やマインド面の改善ペースの一服など、一部に弱い動きはあるが、ペントアップ・ダイヤモンドなどもあり、全体としては底堅く推移している。

先行きも、7月の中間評価での基本シナリオに概ね沿った動きと想定している。資本ストックの復元に伴う動きや、復興需要が徐々に本格化する中で、設備投資や公共投資が底堅く推移すると思われる。輸出は、欧米経済の減速に伴い増勢は鈍化するものの、新興国を中心に、増加傾向が続くと思われる。内外での在庫復元の動きなどから、年内は輸出や生産も増加傾向を維持できると考えられるが、来年入り後の回復については、外需の動向や復興需要の進捗に依存する部分が多く、慎重に推移を見守る必要がある。また、供給制約から一時的に落ち込んだ自動車を中心とした海外市場での日本製品の市場シェアの回復についても、為替円高の影響や品質面でも改善著しい韓国勢等の急速な追い上げが危惧される。

この間、リスクとしては、以下の点には注意を要する。第一に、欧米経済の回復ペースの鈍化がより明確になってきたことである。欧米諸国では、財政健全化に対する意識の高まり等から、財政面からの追加的な景気刺激策の余地は限定的であり、欧米経済のリスク・バランスは下方にある。我が国経済は、供給制約の解消に伴う自動車の生産と輸出のV字回復をメインエンジンに景気回復に繋げていくことを想定しているが、為替円高や欧米経済のダウンサイド・リスクの高まりは、我が国経済の回復ペースを想定以上に後ずれさせる可能性がある。第二に、欧州ソブリン危機の帰趨と欧州域外への波及リスクについて、不確実性が極めて高まっていることである。欧州ソブリン危機に有効に対処するにはユーロ圏17か国や、場合によってはEU構成国の合意が必須であるが、民主主義のプロセスを通じて最終合意に至るには、相応の時間を要すると思われる。一方では、欧州ソブリン危機が日々深刻さを増していく中で、市場が当該危機の解決方法の実現の遅れに痺れを切らし、何らかのイベントを契機にテールリスクが顕現化し、国際金融市場や金融システム等の混乱を通じて、实体经济に対

しても深刻な下押し圧力となる可能性も完全には否定できない。

最後に、物価についてであるが、8月の消費者物価（除く生鮮食品）は、前年比+0.2%とプラス幅が7月比拡大した。ただし、10月のたばこ税等の特殊要因の剥落等に伴い、消費者物価指数前年比伸び率が低下する見込みであり、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、森本委員をお願いします。

森本委員

全体感であるが、我が国経済は、供給制約の解消に伴って急速に持ち直し、先行きも復旧・復興活動の本格化等により、緩やかな回復基調が維持されるとみている。ただ、皆様から色々ご指摘があったように、米欧経済の減速や円高株安等が実体経済に与える下振れリスクには、細心の注意を払って見ていく必要があると思っている。海外経済については、欧州ソブリン問題を受けた国際金融資本市場の一段の緊張を背景に、不確実性の高い状況が続いているが、基本的には、減速しつつも、新興国経済が牽引する形での成長が続くと見通している。

まず、米国経済をみると、足許は、極めて緩やかな改善にとどまっている。個人消費は、消費者コンフィデンスも低迷するもと、小売売上など伸びが緩やかになっており、住宅関連指標も、バランスシート調整が重石となり、依然として低水準なままである。一方で、生産・輸出や設備投資関連指標は比較的底堅く推移しているほか、9月のISM製造業景況指数は若干改善するなど、なお米国経済が回復基調を維持するうえでの足がかりを残していると言える。また、物価面も、先行きは国際商品市況の調整が消費者物価を下押しし、個人消費を下支えする面があると考えられるし、政府が提案した経済・雇用対策についても、何がしかの合意がなされ、雇用改善や個人消費に一定の下支え効果を発揮するのではないかと思っている。フィスカル・ドラッグによる影響や国際金融市場の緊張を含めたダ

ウンサイド・リスクには細心の注意が必要であるが、こうした面を踏まえれば、米国経済について過度に悲観することはないと考えている。

次に、欧州をみると、金融市場では、ギリシャの財政再建の遅れ等による不確実性の高い状況が続いており、ECBによる下支えはあるものの、欧州金融機関の資金調達環境も厳しくなっている。こうした金融資本市場の混乱等を受けて、9月の製造業PMI輸出受注指数が46.4と、2009年6月以来の低い水準となるなど、足許では、消費者や企業のセンチメントが大幅に悪化している。ハードデータをみても、ドイツなどコア国経済でも、輸出や個人消費が弱含んでおり、金融市場の混乱が域内各国の緊縮財政の強化や増税の動きと相俟って、実体経済を下押ししつつある。欧州金融機関に関しては、リスク回避から、米国MMFが資金放出を一段と抑制するなど状況は厳しさを増しており、資本増強の必要性も指摘されている。また、欧州ソブリン問題には、構造的な問題も含まれており、直ちに根本的な解決が図られるものではないが、ユーロ圏が一体となって問題解決に当たる姿勢は強く窺われる。現在、EFSFでも規模拡大、機能拡充にかかる各国議会での承認手続きが進められているし、さらなる機能柔軟化に向けた取組みも期待される。各国内での難しい問題を抱え、その成否には予断を許さないし、時間もかかるが、こうした動きを踏まえると、欧州ソブリン問題が、直ちに深刻な事態に至る可能性は高くはないものとみている。いずれにしても、国際金融市場を通じて世界経済にショックを与える可能性があることから、今後の推移には十分過ぎる注意が必要と考えている。

新興国経済については、韓国、台湾では、先進国向けを中心とするIT関連財の輸出減速の影響が強くみられ、中国でも減速感が窺われるなど、先進国向け輸出に翳りがみられるほか、既往の金融引締めの影響などから、幾分成長テンポを鈍化させているが、全体として堅調な内需を背景に高めの成長を維持している。先行き、インフレ懸念も続くし、先進国経済のさらなる下振れや、資金流出に伴うリスク等には留意が必要であるが、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。

こうしたもと、国内経済については、ほぼ想定どおりの回復の経路を辿っていると思う。生産や輸出については、震災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により、先行きも回復基調が維持される可能性が高いとみている。こうした景気回復見通しは、9月短観からも確認できたが、先行きの下振れリスクを注意深くみていく必要がある。具体的なリスク要因をみていくと、9月短観では、電気機械など輸出関連の一部業種で、海外経済の動向や為替円高化を踏まえて、先行きの業況を慎重に見込む先がみられる。短観では、足許の為替円高の影響が未だ事業計画には織り込まれていない面があるが、円高に焦点を当てて実施された8月末の経産省調査では、円高による企業収益の悪化が指摘されていることに加え、現行の為替水準が続く場合の対応策として、約半数が部品の海外調達量増加や工場等の海外移転と回答するなど、今後の産業空洞化とその影響が懸念される。また、株価も軟調に推移しており、これが円高と合わせて企業や消費者のマインドを冷やすことから、その影響を注視していく必要がある。電力需給についても依然留意が必要である。

需要項目別に少し触れると、個人消費は、新車登録台数が増加基調にあるほか、宿泊、飲食サービスも徐々に回復してきているなど、全体としてみると、緩やかな回復が続くとみている。この間、住宅投資は、ここに来て持ち直しの動きが明確になっているし、公共投資についても、このところ下げ止まりつつある。復興需要の本格化によって徐々に増加していくことが期待できる。また、設備投資は、緩やかに増加しており、9月短観でも、この傾向は確認された。先行きも、被災設備の修復、建替えの本格化や事業継続体制の強化の動きなどもあって、徐々に増加していくものとみている。

最後に、消費者物価（除く生鮮）については、8月は前年比+0.2%の上昇となったが、足許、国際商品市況の調整や為替円高の影響から、当面はゼロ近傍で推移するものと思われる。また、短期的なインフレ予想をみると、家計やエコノミスト、市場参加者の予想なども、概ね横這い圏内で推移しているが、9月短観では当面の需給環境の緩やかな改善が確認され

しており、やや長い目でみれば、需給ギャップの縮小とともに緩やかに上昇していくものと考えている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

このところの世界の金融経済情勢は、大きなショックが起こりかねない、大変不安定な状況になっている。このような状況下では、先進国も新興国・資源国も、景気マインドは足許の実態以上に落ちている可能性があることから、先行きの動向が懸念される。こうした中、国際金融市場は強いストレス下にある。

最大の問題は欧州にある。ユーロ導入の理念は、域内各国の経済情勢が収斂していることを前提に、為替変動のない一つの経済圏を作ることにあつたが、実際導入されると、周縁国は実態より強い通貨と低い金利により消費や投資を拡大させる一方、コア国は実態より弱い通貨により輸出競争力を強化させることに繋がった面があつたため、結果としては、経済情勢はむしろ拡散してしまった。財政政策が17か国異なる中で、金融・為替政策が一本であるという構造的な問題が顕現化した今、あくまでEUが当初掲げた目標を達成するのか否かが問われている。財政や政治が各国単位の民主主義で決まる以上、非常に時間がかかる、ハードルの高い課題ではあるが、この問題は、世界の金融市場並びに経済活動に大きなショックをもたらしかねないことから、too little, too late にならぬ根治策による解決を期待したいと思う。先日お会いしたチェコ中銀のシンガー総裁が“Horrible end is better than endless horror.”と指摘されていたことが、強く印象に残っている。

米国も、難しい局面に入ってきている。財政・金融政策のアクセルをふかし続けているにもかかわらず、スリップして進まないばかりか、エンジンは焼き付きを起こしてしまいそうである。すなわち、失業率が高止まる

中、既往の商品市況高や為替安もあって、物価が上がってしまうという状況である。成長期待が低下して潜在成長率が下がったため、実際の成長率が低いまま、需給ギャップが縮小しているということもあるのかもしれない。こうした状況下、ティーパーティーを背景とした共和党は、景気回復効果が薄いのに、政府部門のバランスシートを拡張してしまうとして、財政・金融政策に異論を唱えており、新たな雇用促進策の議会通過は容易ではない。FRBも、オペレーション・ツイストという苦肉の策を余儀なくされている。このように、政策面でも手詰まりに陥りつつあるだけに、米国についても要注意である。

こうした中、世界的にリスクオフの動きが広がり、新興国・資源国への資金フローも逆回転を始めている。ブラジルやポーランドなどでは、為替レートが大きく下がったため、これまでとは逆に自国通貨買い介入が必要となっている。景気は減速方向のようではあるものの、実態は先進国より良いにもかかわらず、レパトリの動きに晒されてしまっている。こうなると、元々強い資本流入規制を敷いている中国の安定感が際立つ。その中国の景気は、8月の各種ハードデータが一部を除き軒並み若干減速しているが、このことは、投資過熱と物価上昇が沈静化してより息の長い成長を目指す政策が、効果を現し始めていることを示しているものとみている。もっとも、各国の景気が減速する中、中国までもが大きくスローダウンしてしまえば、世界経済が成長エンジンを失って失速する可能性が高まることを意味するため、適度な調整にとどまることを願わねばならない。

こうした中、日本経済は、大震災後に大きく落ち込んだ状態からの持ち直し途上にあるため、減速する世界経済とは異なる動きとなっている。9月短観の結果も概ね良好だったが、それ以外の多くの指標も改善を示している。やはり、震災対応という目標が明確な場合の日本の現場力には力強い確かさがあることを再認識させられた。被災地工場の復旧や生産代替によるサプライチェーンの修復にしても、電力不足への対処にしても、予想を上回る速いペースとなり、生産水準は実勢ベースで震災前並みになってきた。国内の需要面をみても、消費は地デジ完全移行や8月後半の天候不

順の影響から弱めであるが、設備投資は堅調、住宅投資は政府施策終了前の駆け込みで増加、また公共投資も東北における請負金額が上向くなど、全体としてまずまずの状況と理解している。

このように、日本国内には当面の問題は少ないが、海外発の問題の影響には注意が必要である。すなわち、外需の動向である。サプライチェーンの修復から自動車輸出が順調に持ち直しているにもかかわらず、実質輸出全体としては、7月、8月とほぼ横這いとどまるなど、世界経済減速の影響を窺わせる動きとなっている。今後についても、世界経済がさらに減速し、1ドル70円台の円高が定着するとすれば、日本の輸出に一段の下押し圧力がかかる可能性がある。これまでの日本の景気回復をみると、輸出の増加を起点として、国内の関連産業全体が活性化し、雇用環境の改善を通じて内需も刺激されて景気が上向いていくというパターンが多かったと思うが、その輸出がつかずくようであれば、先行きの景気は下振れる可能性が高いと言わざるを得ない。そうした可能性は高まりつつあるとみているが、詳細については、月末の展望レポートに向けた作業を通じて改めて見極めたいと思う。

なお、円高による景気下押し圧力には十分な警戒が必要であるが、このところ、円高を活かし、日本企業による海外企業の買収例が急激に増えてきていることは、積極的に評価したいと思う。昨今、新興国企業の台頭などで、日本企業の競争力低下が指摘されているが、海外の成長企業を傘下に収めることで、出遅れた分野のキャッチアップ並びに市場拡大が実現すれば、早期に競争力を回復し、世界のトップと伍していくことも可能だからである。こうした動きがさらに進めば、一方向の円高に歯止めを掛ける効果も期待できるのではないかと思う。

次に、物価である。国際商品市況をみると、リスク回避姿勢の高まりから、安全資産とみられていた金の大幅下落をはじめ、原油、非鉄金属、農産物など幅広い品目で下落している。日本の輸入物価や国内企業物価も、1ドル70円台の円高が定着していることもあって弱めで推移している。もっとも、CPIについては、少し様相が異なる。8月の全国CPI（除

く生鮮食品)の前年比は+0.2%と、前月からプラス幅を0.1%ポイント拡大した。既往のエネルギー価格の上昇や、需給ギャップの縮小が効いているのだと思う。今後については、米や小麦、乳製品並びにその関連商品などに上昇圧力がかかってくる一方、たばこ税や傷害保険料の引き上げがあった前年の裏や、国際商品市況の低下、円高の影響など下押し圧力もあるため、当面はゼロ近傍で推移するものとみられる。もともと、現在の景気見通しの標準シナリオからすれば、緩やかな需給ギャップの縮小は続いていくものとみられる。また、先月ご紹介した、少なくとも年に1回程度以上は購入する品目の前年比も+0.9%と、プラス幅を0.1%ポイント拡大しており、人々の物価観は安定ないしはやや上がり気味ではないかと思われる。こうしたことからすると、デフレ脱却に向けた動きは、今後とも続いていくものとみられる。一方で、先にも述べたとおり、海外発の景気不安の高まりから、物価の下振れリスクも高まっているものとみている。以上である。

白川議長

景気・物価情勢に関する皆様のご意見は大きな違いはなかったと思う。いずれにせよ、対外公表文の段階で皆様の見解を文章の上でまた確認したいと思う。取り敢えず、景気の面について、三点ばかり皆様の共通の部分を纏めたいと思う。一点目は、足許の景気について、これは着実に持ち直してきているということだと思う。震災直後の悲観論を考えると、改めて回復は予想以上に早かったと言えると思う。二点目に、回復のスピードであるが、供給制約が解消する過程では、当然、急速な持ち直しになる訳であるが、供給制約が解消されるにつれて、回復のスピード自体は次第に緩やかになってきているということであると思う。三点目、これが一番大きな点であるが、世界経済、就中、欧州の経済を巡る不確実性が高まってきているということで、そのことの持つ日本経済への影響について注意しておく必要があるということであったように思う。

できるだけ重複を避けながら自分自身の見解を少し申し上げたいと思

う。特に我々は今月末に展望レポートを公表するので、そのことも意識しながら、申し上げたいと思う。一つは、先程、供給制約が解消したというように申し上げたが、ただ、確かに資本設備の毀損、あるいはサプライチェーンについては、こうしたことが言える訳だが、最も大きな電力の問題、これについては、原発の再稼働問題如何で、勿論これは大きな問題として残っている訳である。この点では、本年夏の東京電力、あるいは東北電力管内での経験というのは、この冬、あるいは来年の夏の電力問題を評価するうえで、貴重な判断材料を提供していると思う。この夏の節電の効果を改めて振り返ってみると、この節電の色々な策というのは、電力の総使用量を抑制するとともに、平準化によってピーク時を抑制するという二つのルートを通じて、ピーク時の需要を低下させた訳である。なかなか、定量的に評価することは難しい訳であるが、この夏の経験をもとに、将来を予想すると、何とかぎりぎり生産活動への影響は避けられると思う。しかしこれは天候要因等にまた依存するので、この不確実性、不確定要因は依然として残っていることを一応意識したうえで、基本的には需要面の動向に規定されるという経済に移っていく訳である。

海外経済、あるいは国際金融市場を巡る不確実性であるが、我々自身は海外経済、あるいはそれを受けた国際金融市場のリスクについては、8月初の決定会合でリスクの増大という形で位置付けて、金融緩和を強化した訳である。その後、8月、9月、それから10月に入ってから展開は、8月初に我々が予想し、また対応したそのリスクが現実に少しずつ顕現化していているように見える。海外経済が日本の経済に影響を与えていくと取り敢えず考える訳であるが、必ずしも海外経済というマクロだけで表現できない要素が幾つかあるという感じがしている。

一つは、自動車の挽回生産である。あるいはIT関連の動きもそうである。必ずしもその世界経済、世界全体のマクロ経済だけで包含できない個別産業を巡る動き、これがやはり日本の経済に影響を与える、そういう視点が大事だと改めて感じている。国内経済を考えていくうえでのポイントであるが、当然、世界経済の動きが国内の需要にも投影されてくる訳であ

るが、そうしたものとは別の要素として考えた場合には、復旧・復興需要というものが出てくるということである。勿論、公共投資の面で、それが一番想定される訳であるが、消費や住宅をみても、復旧・復興需要、あるいはペントアップ需要といっても良いのかもしれないが、そうしたものが現に出ているし、これからも出てくるということは、これは一応意識しておく必要があると思う。

それからもう一つ、景気について考える場合に、昨日、山口副総裁から確か質問という形で出ていたが、商品市況の下落のことである。勿論、これは国内物価に対してはマイナス方向の材料であるが、しかし、景気という面からするとこれはプラスの材料である。今までは、国際商品市況の上昇による実質購買力の低下が、海外だけではなく、日本についてもマイナス要因として意識されていたので、取り敢えず、金融的な要因もあって嵩上げされた部分が剥落するという程度であれば、これはプラス材料だろうと思う。勿論、これが大きな効果をもたらすとは思わないが、我々自身、常に上振れリスクも下振れリスクも意識しなければならないという観点で、一応こうしたことも念頭に置いておく必要がある。

海外経済であるが、我々自身、リスク要因として、これまで米国のバランスシート調整、欧州のソブリン・リスク、新興国がソフトランディングできるかどうかという順番でリスクを挙げてきた訳であるが、先程の皆さんの議論を聞いてもそうであるし、私自身もそう感じるが、最も大きいリスク・ファクターは今や欧州のソブリン・リスクであると思う。世界経済の不確実性増大の最大の要因であると思う。その欧州の情勢であるが、前回決定会合時との比較でみると、とにもかくにもE F S Fの承認の蓋然性がかなり高くなってきているというのは、この1か月間での好材料だと思う。しかし、現実の金融市場をみると、資金市場をみても、あるいは信用スプレッドをみても、金融機関の株価をみても、この1か月間で悪化してきている。依然として、厳しい情勢が続いている。欧州のソブリン・リスク問題が世界経済に与える影響を改めて整理すると、様々なルートがある。一つは、米国の景気減速の一つの大きな要因になっているということであ

る。ここのところのFRB関係者の米国経済に関する説明をみると、この春先までは、ガソリン価格の上昇と、それから日本のサプライチェーンのことを挙げていたが、最近では欧州の経済の不確実性の増大をかなり大きな要因として挙げているように思う。それから、新興国の輸出にも影響するし、新興国への資本フローにも影響してくるということで、新興国経済にも影響を与えていく。既にその影響は少しずつ出ているようにも思う。ただ、最大のポイントはリーマン型のショックが起きるかどうかということである。この点については、後で申し上げる。リーマン型のショックが起きて、世界経済全体が収縮するという事態になるのかどうか、あるいはそうではなくて、ずっと、ぐじぐじした状態が続くのかということ、ストーリーは大分変わってくるように思う。

今、欧州問題が世界経済全体に与える影響を申し上げたが、そのことが日本経済にどのように影響を与えるかということについて、改めて整理すると、金融危機が起きた場合には世界経済全体に影響し、日本経済にも当然影響するということである。そうした事態にまでは至らない場合だが、これは外需全体が徐々に減少するということである。それから、相対的な安全通貨としての円買いから円高が生じ、それがまた日本経済に影響を与えていくということである。ただ、一方で、金融危機が起きないシナリオの場合には、日本の相対的な強さが活きる局面もあるだろうという感じがする。日本の金融システムが相対的に頑健であるということ、あるいは企業の財務体質も非常に強くなっているということを考えると、相対的に弱くなった欧米対比、日本の企業の強さが活きる局面もあり得ると思っている。

それから、リーマン・ショック前と現在とを比較すると、類似点もあるし、勿論、相違点もある。類似点としては、カウンターパーティ・リスクへの警戒感が高まっている。その結果、短期金融市場では緊張度が高まってきているし、特に欧州の金融機関のドル資金調達コストの上昇、あるいは欧州の社債の信用スプレッドの上昇は、リーマン・ショックの前と似ていると思う。ただ、相違点も存在する。これは良い方向にも悪い方向にも

相違点が存在すると思う。相違点の第一として、問題の本質が今回はソブリン・リスクであるということである。前回は、基本的には民間の金融機関に対する信認低下であるが、今回はソブリンに対する信認低下であり、かつユーロ加盟国の 17 か国の民主主義のもとで、色々な政策を決定しなければならないということで大変複雑である。その分、今回の方が一言でいうと、厄介であると思う。それから、金融政策にしても、財政政策にしても、発動の余地が限られてきているという相違点もある。しかし、ポジティブな方向での相違点も同時に存在していると思う。一つは、主要国の中央銀行の流動性供給体制、あるいはドル資金の供給体制については、整備が図られているということである。それから、欧州の多くの国で資本注入の仕組み、枠組みが残されている。リーマン・ショック後に出たものがまだ残っており、政府が決断すれば、これをアクティベートできる国が多く存在している。前回のリーマン・ショックの時にはまだなかった訳である。それから E F S F が批准された場合には、これを使って資本注入ができるという方向に今なってきている。この点は好ましい方向での相違点であると思う。いずれにしても、リーマン・ショック時との違いをこのように整理したうえで、リーマン・ショックのような危機を起こさないようにすることが勿論最重要である。長い目でみた欧州の域内のガバナンス・メカニズムの改善など、そういう壁はあるが、取り敢えず、喫緊の課題としては、リーマン型のショックを起こさないようにすることが最重要である。この点では、勿論、欧州の取組みが何よりも重要であるが、域外の国の協力体制も大事であると思う。以上である。

追加的な論点なり、あるいは委員間でのご質問等があればどうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

白井委員

一つだけ。今、白川議長がおっしゃったリーマンと今回の欧州問題の比較のところ、本質がソブリン・リスクで、リーマンの場合は、民間金融機関の破綻ということで、大きい違いがあるということであった。全く同

感なのだが、やはり今回の欧州のソブリン・リスクの問題が非常に厄介なのは、銀行は流動性比率を守るためにも、国債を多く保有するし、通常は自国の国債を保有する。それから、銀行間のレポ取引にしても、担保で国債を一番使う訳である。リスク・フリーとみなされていた訳であるから、そこが駄目になってしまうと、やはり自国の金融機関は、自国の国債を持つ傾向があるため、非常に難しい。なかなかそれを取り除くという問題ではないという意味で、非常に厄介だと思う。

白川議長

全くそうだと思う。そういう意味では、リスク・フリー資産とみなしていたものが突然、リスク・フリーではないかもしれないという状況になったもとので、現在の混乱が生じているということだと思う。先程、森本委員から、それから昨日もご質問で確かあったと思うが、米国経済について少し過度の悲観論になっているのではないかという趣旨のご発言があった一方、欧州については、皆様色々慎重にみている。米国経済についての見方で、何か追加的に皆様の意見がもしあればどうぞ。あるいは、森本委員も含めて。

森本委員

基本的に、バランスシート調整の問題は、まだ相当時間がかかるし、雇用関係もこれから新しい数字が出るのだが、多分そんなに良い数字が出ないと思う。従って、基本的には結構厳しいと思っているが、私自身は、米国はいつも楽観、悲観で少し振れ過ぎているのではないかと思っている。大統領選挙も近く、とにかく何とか少しでも改善しないとイケないということもあるし、国民にとって、悲観的な状態が長く続くことは、非常に厳しいのではないかという、少し何と言うか感覚的ではあるが、政治状況も厳しいのは事実だが、何がしかの対応が取られていくのではないかと私自身は思っている。国際商品市況自体も、以前ほどは高騰しないのではないのか、投機資金がこれから色々なところから抜けてどこへ行くのか、という

ことはあるが、非常に難しい問題だが、私自身は、今米国の当局が考えているより、もう少し前進して考えて良いのではないかと考えている。

#### 宮尾委員

米国の見方については——いつも議論になるが——、結局、潜在成長力をどうみていくのか、である。米国の景気は、これまでの+2%台後半の従来の潜在成長力を維持するという前提で、例えば、今年後半は+3%位に回復していくという見通しを立てていたが、それがやはりなかなか実現しない。そう考えると、より長い目でみて、成長力が落ちていく、自然失業率も上がってくる、という議論の妥当性がより高まってきているというのが、背景になっている。かといって、全部悪い訳ではない。やはり企業部門は強いし、何か思い切ったことをやる素地もあり、強い部分もやはりある。けれど、ベースとして非常に慢性的な減速というか、長い目でみて体力が蝕まれている、そういう状況ではないかと思う。

#### 西村副総裁

これは、次のラウンドの物価についてのところでお話ししようと思っていたのだが、やはり基本的に今の米国の最大の問題は、色々なところでモビリティが落ちているということである。それは、産業間もそうであるし、それから地域間でもそうであるし、それがかなりの部分は、高齢化なり——米国型での高齢化であるが——、そういうものへ影響している。それと、片方では、やはり政治的なパラリシスというか、それが、こういう状況になればなるほど、厳しい形になってくる。従ってこの間、どのような形で妥協ができていくのか、若しくは、妥協はできていかないのかということが重要である。先程も説明したが、日本で起きた1990年代のような財政赤字拡大が、最終的にはやはり大きな勢いで上昇していく。CBOの予想をみても、日本に比べて絶対量が多いから、拡大のスピードは、米国の方が遥かに速い訳である。そういうことから考えれば、米国の場合も、今が問題なのではなくて、実は4、5年後がやはり一番大きな

問題になってくる訳である。それを今どういう形で対処するかということであるが、それに関しては、やはり多分おっしゃったように、マドリング・スルーというか、何となくぐちゃぐちゃしながら進んでいくという形になると思う。ということから考えれば、上にも下にもあまり動きがたいような、何かボックス相場的な形で動く。しかしこれに対して、マーケットは逆にちょっとしたことで凄く振れるということが多分続くのではないかというのが私の判断である。

#### 亀崎委員

米国のハードの指標の各項目を毎月みているのだが、8月、9月で改善しているのと改善していないのを見ると、改善しているのが多い。数字は非常に小さいが、はっきりしているのは、住宅関連、それから失業だけははっきり悪いが、それ以外は自動車を含め、GDP、小売売上高、それから非製造業のISMとか、色々な指標が僅かながら悪化ではなく、改善している。それから、日本と違ってマイナス成長になっていない。潜在成長率が下がってきていることはあるだろうが、マイナス成長ではないということを見ると、先行き悪くなるだろうという時に、どういう手を打てるかということ、金融政策はかなり手詰まり感がある。財政政策の方は、4,470億ドルの雇用対策案が出ているが、これが通るかどうかが難しい。こうした状況の中で、手を打たないと先行き悪くなるのだという、一つ何かそういったメッセージも米国経済を悲観的にみる見方にはあるような気はする。実態以上に、そういう感じを受けるが、この数字をみていると、決して足許そんなに悪くない。昨日森本委員がおっしゃったように私もそう感じている。

#### 石田委員

マクロデータをみるとそうであるが、例えば、地方公共団体の財政事情とか、そこから出てくる失業者の問題がある。先生とか消防士、こういうところの雇用が切られていっている。地方財政は、売上税のほか、地価と

関連する住宅関係の固定資産税も重要であるから、住宅で打たれている部分が凄く大きいのかもしれない。その辺の回復の目途が立たないと、従来、非常にモラルを持っていた中間の人達が、ひどい目に遭っているという感じになって、益々国が二つに別れていく可能性がある。その辺は、なかなか数字に出てこない。

#### 西村副総裁

この間から、P B Sか何かで問題になっているのだが、米国が二極化しているという話である。ご覧になった方がいらっしゃるかもしれないが、ストックで言えば、最初のトップの1%が確か40何%位取っていて、最後の10%は0.1%しかない、というようなものが出てきている。それから、今後悪くなるといった理由は、先程の地方公共団体で、今度、固定資産税の評価替えがあるから、これでどんと下がる。それで、地方財政はさらに厳しくなる訳である。この部分はもうシュアーに出てくる。特にカリフォルニア、いわゆる民主党が強いところで、非常にそれが強く出てくる。そうすると、いわば共和党が強い地域から、民主党が強い地域へのトランスファーという、先程の欧州と同じ問題が実はここに入ってくる。これは、かなり大きな問題で、ポリティカル・パラリシスが起きる可能性が非常に高いということだろうと思う。

#### 白川議長

山口副総裁は、先程、何か言いかけていたが。

#### 山口副総裁

少し切り口が変わってしまうが、今回、ソブリン・リスク問題をきっかけに、経営があまり思わしくない、あるいは株価がはっきりと下がっている金融機関の名前を思い起こしてみると、いずれもリーマン・ショック後、問題先としてみられていた金融機関ばかりである。我々の経験でも、不動産バブル崩壊後、様々な金融機関の名前が取り沙汰された。その都度、資

本注入をしたり、あるいは合従連衡を図ったりしながら、その場を処理してきたが、ショックが加わる度に登場する名前は基本的にいつも同じということであった。その背景は簡単ではないが、一つには、不動産バブルの処理過程が続いていたということであろう。そのうえに景気後退あるいは潜在成長力の低下が加わって、さらに銀行の利鞘低下も影響したのかもしれない。そうした結果として、何度も同じような金融機関が登場するということになった訳である。今回、リーマン直後問題となった米欧の金融機関の名前が再び登場してきているのをみると、サブプライムローン問題あるいは住宅バブル問題の整理が、まだついていないということではないかと思う。先程、石田委員が言われた、地方財政の問題も結局のところ住宅バブルの処理が十分進んでいないことの反映という面があるように思う。最近出てきている米系銀行のネームは、住宅バブルにまみれた金融機関である。ヨーロッパの銀行も同じような問題を抱えている可能性のある金融機関が登場している。従って、今回の問題に底流している根本は何なのか、よく考えていく必要がある。今の段階で明確なことが言える訳ではないが、米国経済についてそれほど悲観的になる必要はない一方で、先々に明るい展望を持つことについては慎重にならざるを得ないような気がしている。

#### 中村委員

今、個人消費は、悪いと言われながらも、実は底堅い。だが、一方で、収入面をみると、賃金ではなくて、失業手当とか給付金とかそうした項目の割合が結構大きい。それが財政にかかってくるのだろう。だから、賃金の実態としては、そこも結構問題なのかなという感じがする。

#### 西村副総裁

先程のバブルの話で、一点申し上げる。今のはバブルが崩壊して回復しなかった例であるが、バブルが崩壊して回復した例というのは、スウェーデン等北欧型にある訳である。回復したのは、基本的には、住宅価格が回復したからである。スウェーデンの場合は、3年間暴落したが、その後、

ユーロの拡大ということがあって、特にオフィスの市場が急速に上昇した。これで実は、スウェーデンのいわゆる銀行委員会——イングベスが、その頃やっていた訳であるが——の仕事は最終的にはプラスで終わったということがある。今回の問題は、日本もそうであるが、結局、住宅価格が元のレベルではなくても、ある程度まで回復できるかどうかが一番大きな問題で、その可能性は段々少なくなっているのが大きな問題である。例えば、アイルランドは、ファイナンシャルタイムズをみれば、政府統計でもう既にピークから 47%位下がっている。日本の場合も、40%位下がるのに大体 10 年位かかっているが、アイルランドの場合は、3 年位で落ちている。だから、これはかなり大きな深刻な問題である、そこからみて深刻な問題であると思う。

#### 中村委員

それと、米国の場合、7 月も住宅価格は下落しており、住宅ローンの 3 割位がネガティブ・エクイティということである。そうした問題は、ずっと銀行に付いて回る訳である。だから、住宅価格の下落というか、バブル崩壊については、なかなか銀行では整理し切れない状態が続いている。

#### 西村副総裁

少し心配なのは、F D I C が實際上、そういった落ちたもの——これは C M B S ベースの話であるが——を持っている人間に対して、「それをライトオフするのは待て」と言ったという噂が一時期流れたことがある。やがて回復するということを前提にして。そういったようなことが——これは噂であるから分からないが——実際にあるとすれば、今までのある種の回復は、実は一時の回復に過ぎなかったという可能性はやはり残ってしまうと思う。

#### 白井委員

もはや金融緩和で、対応できる問題ではない。文書の不正問題とか、訴

訟が入っているから、構造的な問題である。そこは、何か凄く長引きそうな気がする。先程、山口副総裁がおっしゃった点で、少し確認したいが、例えば、米国、欧州のサブプライム問題があったからこそ、ロスが大きかった。その結果として、例えば、MMFが欧州に一時投融資が多かったが、ロスがあったから、今回の欧州のソブリンの問題に移っているということであるか。

#### 山口副総裁

そういう面もあるだろうと思う。ただ、同じような金融機関が、なぜ登場するのかということである。一つは、リーマン・ショック以前に住宅バブル、あるいは証券化商品にまみれ、その状態からまだ十分に脱却できていないという可能性である。もう一つは、追加的に新たな問題が生じてきたということである。しかし、その場合でも登場する銀行のネームが基本的に同じだということはどう考えるか。銀行の資金運用スタンスは、リーマン・ショックの前後で基本的に変わらないということなのかどうか。勿論たまたま同じような銀行のネームが出てきたという可能性も排除はできない。しかし、短い期間のうちに、問題を抱える銀行として、同じようなネームが出てきているということは、何らかの共通の問題が、それら銀行の中に存在しているというように考えたい。私としては、それが何なのか少し考えてみる価値があるのではないかという問題提起をしたということである。振り返ってみると、日本では、同じ名前の金融機関が何度も現れたということであった。大きなバブルにまみれた金融機関は、元々の経営体制、経営体質から脱け出せず、不良債権を処理し新たな経営モデルを作り上げていくことがなかなか実現できないということではないか。日本の金融機関については、そういう面があったような気がしている。そうした推測が欧米の金融機関についても、当てはまらないのかどうか考えてみたということである。

石田委員

それは、例えば、リーマンの時に、AAA格を沢山買って、実はそれが悪かったというところが多かった。今度の場合は、例えば、自己資本規制で言えばゼロ・リスクのものを、例えば5年位前であれば、誰も疑っていなかったものを、一番流動性があると思って、バランスシートに載せた。同じ通貨でより高いものを目指したというところがあるのだろう。だから、そういう意味では、何と言うか、抜けていたとも言えようが、そうはしなかったところもある訳であるから、なかなか難しい問題があるなと思う。案外と足を掬われているのである。規律が緩んだという部分ではない部分もあるのではないか。それともう一つは、今、大きなものも潰してしまおうと、リビングウィルを書かせようということだが、やはり一つでも潰れるとマーケットには波及が起こるのではないかと思う。今度もまた資本注入する、潰さないと言っている訳である。もし今潰したら、一挙にカウンターパーティ・リスクの火が燃え盛ってしまう。だから、やはり今回も慎重にいかないと危ないと思う。ただ、その後、どうするかというのはまた別なのだが。

白川議長

今の問題を説明する仮説は何なのかと言う時、幾つかあり得ると思う。一つは、リーマン・ショックの後、金融システムの崩壊を防ぐために、財政を思い切って拡大して、そのことが今回ソブリンの問題になる。そういう意味では、いわば系列相関を起こしているというのが一つ。それから、もう一つの仮説は、日本がそうであったように、単にバブルの崩壊ということだけではなくて、潜在成長率自体がもしかして下がっているかもしれない。そうすると、元々弱い金融機関にそういう問題が生じるというのも仮説としてある。三つ目は、人間の心理の問題で、あれだけ大きなリーマン・ショックが起きて、それがもう半端な規模ではなくて、あれだけ大きな金融危機であった。そうすると、何か少しでも起こると、その再発に怯える。これは人間の病気と全く同じようなことが、あるいは起きているの

かもしれないが、それが多少マーケットの力で増幅されているのかもしれない。それ以外にも色々な仮説がある。ただ、そのことを考えていくと、失われた 10 年という言い方は私は嫌いだ、しかしそういう問題意識にやはり繋がっていくところはあると思う。欧米の経済にやや偏ったが、我々自身のシナリオの中では、新興国経済が、基本的には成長していくのだという見通しである。この見通しの実現は、日本経済だけではなくて、世界経済全体にも大きな影響を与えるが、新興国経済について、先程の皆さんの意見表明に加えて、何かもし言いたいことがあれば、どうぞ。

西村副総裁

新興国経済でも、金融の側面はあまり表に出ていないが、もし問題が生じるとするとかなり大きく出てくるのではないかと思っている。特に、マイクロ・ファイナンスが非常に進んだということは、景気の良い時は良いが、景気が悪くなると、今、インドで少し起こりかかっているが、非常に厳しい社会不安を起こすような形で出てくる。この点については、特に新興国では注意した方が良いという気がする。アジアもさることながら、アフリカとか、そういうところにも、マイクロ・ファイナンスがずいぶん進んでいるので、それについては、かなり大きなリスク要因だと感じている。

白川議長

他にないか。それでは、ここで一旦休憩を取って、11 時 10 分に再開したいと思う。

(11 時 00 分中断、11 時 09 分再開)

V. 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、お一人 5 分ずつ発言をして頂く。なお、昨日執

行部から被災地金融機関支援オペの実施状況や現地の金融状況について説明があったが、その点についてもご意見をおっしゃって頂ければと思う。それでは白井委員からお願いします。

#### 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効果もあって、全体としては緩和の動きが続いている。まず、短期金融市場では無担保コールレートのオーバーナイト物は0.07～0.08%辺りの低い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。長期金利は1%を下回る場面もみられるが、高値警戒感が意識される中、足許では、1%近傍の動きが続いている。もっとも、リスク性資産については、やや不安定な動きとなっている。株価は、足許では幾分持ち直しているが、投資家のリスク回避姿勢の強まりから年初来安値をつける場面もあったほか、REIT市場でも、震災後ボトム近傍で軟調に推移している。また、CDSプレミアムも、銘柄の入れ替えの影響もあるが、欧米のプレミアム上昇につれて拡大している。なお、国際金融市場については、世界経済の減速懸念や欧州財政金融問題を中心とする不透明感の高まりから不安定な動きとなっているが、我が国の市場動向については、その影響は今のところ限定的である。市場では、金などの安全資産とみなされる資産も売られる中、グローバルな投資家を中心にキャッシュ志向が高まりつつあるとの指摘もある。国際金融市場の不安定な動きが我が国の金融市場に及ぼす影響について、引き続き注意してみていく必要がある。この間、米ドル調達環境については、欧州の金融機関に対するドル調達コストが上昇しているのと対照的に、邦銀については、財務基盤が比較的強固で、市場からの資金調達が少ないこともあって、調達コストが特段タイト化する状況にはない。とはいえ、8月や9月には、極く一時的に円投ドル転コストが上昇することがあったことから、スワップ市場は変動が大きいいため、その動向については注意を払う必要がある。この点、本行ではドル資金供給オペについて、以前から1週間物を毎週、3か月物

を月 1 回供給しておりセーフティネットを用意している。また、9 月 15 日には、欧州の中銀がこれまでの 1 週間物だけではなく、年末越えとなる 3 か月物も供給し、同時に本行も年末越えとなる 3 か月物の日程を前倒しで追加する内容で協調合意を発表したが、市場安定に寄与したと思っている。

次に、企業金融の動向だが、貸出約定平均金利などからみた資金調達コストは引き続き緩やかに低下している。C P と社債の発行金利も震災前とほぼ同じ低水準で推移している。資金供給面では、金融機関の貸出態度は中小企業を含めて改善傾向がみられるほか、C P 市場の発行環境も良好である。社債市場も、地銀等を含む機関投資家などの底堅い需要もあって、発行体には低格付け企業を含め広がりが見られ、起債スプレッドもタイトであるなど、電力銘柄を除けば、良好な発行環境となっている。他方、資金需要面ではサプライチェーンの回復が続く中、大企業中心に運転資金需要が増加する動きがみられる。経済が回復局面にある中、今後は設備投資需要や中小企業の資金需要も徐々に増えていくと思われる。この間の資金調達動向をみると、地銀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。こうした状況下、企業の資金繰りは、9 月短観でも確認されたように、総じて改善した状況にある。とはいえ、極めて金融緩和的な環境にあっても、銀行全体の貸出総額は減少を続けている。前年比で減少幅は縮小しているが、まだプラスに転じていない。現時点での積極的な借入主体は政府が中心で、それがマネーストックの最大の増加要因となっているのが現実である。民間の経済活動がもっと活発化し、それが銀行貸出増加に繋がれば、こうした状況を打開できると思うが、それには企業の成長期待を押し上げるような政府の諸政策も必要だと感じている。

以上の金融環境の評価を踏まえた次回決定会合までの金融市場調節方針だが、現状維持、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」が良いと思う。今後の金融政策運営について、特に留意したい点としては、世界経済の減速感の強まりと世界の金融資本・為替市場の動向についてである。我が国経済は、足許にか

けてサプライチェーンの生産制約がほぼ解消しており、今後は、復興需要の下支えもあって、持続的な回復経路に復していくとみている。しかし、世界経済の減速感の強まりは、この回復シナリオに影響を及ぼしかねない。加えて、欧州財政金融問題の解決の行方が見通せない中、急激な為替相場の変化や金融資本市場が不安定化するリスクがある。為替については、介入警戒感がなお維持されていることもあり、足許では、対ドルでは76円台後半で比較的安定して推移しているが、ユーロやアジア通貨に対して円高が進んでおり、円の実効為替レートはドルと並んで急速に上昇している。こうした海外要因による我が国経済への下振れリスクは、8月の決定会合でも意識されており、そのもとでの一段の金融緩和を行った訳であるが、その後、世界経済をとりまく不確実性はさらに高まっているようにも思う。次回の展望レポートに向けて、私としては、我が国経済の先行き見通し、リスク評価等を点検する中で、この問題を再度検討するとともに、最適な金融政策運営についても改めて議論していきたいと思う。

最後に、被災地金融機関支援オペについて意見を申し上げる。被災地金融機関支援オペは、4月に導入を決定したが、その後、直近9月まで累計で約4,500億円の貸付けが実行された。金額的には私が当初想定していたよりも少なめとなっているが、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応という目的に照らせば、ある程度の効果を発揮したと評価している。このオペは、10月末に貸付受付期限を迎える訳だが、現在、被災地で建設需要など高まりつつあるので、この先、半年ほど現行の1兆円枠を維持しつつ期限を延長するのが望ましいと考えている。今後、復興事業が本格化し、資金需要が相応に高まると判断される場合には、適宜、本オペのあり方について、本格的な見直しを検討すれば良いと思う。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、金融環境からお話ししたい。前回の会合で、国際金融資本市場の緊張は、幾つかの点で我が国市場にも伝播してきていると述べた。その後、国際金融資本市場の緊張がさらに高まる中であって、我が国への影響も少し広がってきているように思う。例えば、短期金融市場やサムライ債市場においては、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクがさらに意識されるようになっている。CDSプレミアムも、全体として拡大している。また、為替相場は、ドルを除く多くの通貨に対して円高方向に振れており、そうしたこともあって、株価は不安定な地合いを続けている。しかしながら、国債市場やクレジット市場を含めた金融市場全般の雰囲気は、引き続き安定的である。まず、短期金融市場では、落ち着いた状況が続いている。やや長めの金利は、2年物まで含めて0.1%台となっている。また、長期の国債金利も1%前後で安定している。クレジット市場をみると、CPの発行環境は引き続き良好である。社債の発行環境も、電力会社を除くベースで、9月の発行額は前年および前々年の水準を上回っている。また、発行体の裾野にも広がりが見られる。従って、社債の発行環境も良好な状態が続いているとみて良いのだろうと思っている。そうしたもとで、9月短観の貸出態度判断DIは、大企業、中小企業とも小幅ながら改善している。資金繰り判断DIも同様に改善している。勿論、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ことも事実であり、この点は、引き続き注意が必要であると思っている。以上を纏めて言うと、金融環境については、中小企業を中心に資金繰りの厳しさが一部窺われるが、緩和の動きは継続しているとみている。

次に、当面の金融政策運営についてである。経済金融情勢に関する認識は、主に前のラウンドでお話ししたとおりである。見通しの基本的なシナリオに大きな変化はない。ただ、シナリオを巡るリスクは下方に傾斜してきているとみている。ただ、そうした下方リスクの淵源を辿ってみると、欧州のソブリン・リスク問題、そしてそこから来る欧州系金融機関の経営問題ということであり、そもそも我々がこれに直接働きかけることは困難

である。この先、ギリシャ支援の動向や欧州系金融機関の自己資本充実策等に関わる様々なイベントが予想される。我々としては、こうしたイベントの帰趨に注目しながら、下振れリスクの状況をしっかりと見極めていくべき時であろうと思っている。加えて、8月に実施した金融資産等の買入基金の大幅拡充を着実に実施していきながら、その効果を見極めていくべき段階でもあると認識している。こうした点を踏まえると、金融政策について、何らかの手直しを加えなければならない状況には、目下のところないと言えようかと思う。ただし、欧州ソブリン・リスク問題に端を発する市場の動揺については、国内の市場関係者等多くの人々が懸念を持って見守っているところである。この際、我々のこの問題などへの強い関心とスタンスを対外的にもはっきりと示しておくことが大事である。すなわち、対外公表文に何らかの表現を加えておくべきではないかと思っている。当面の金融市場調節方針については、現状維持が適当であると思っている。

最後に、被災地金融機関支援オペについてお話ししておきたいと思う。昨日の執行部からの説明にもあったとおり、被災地金融機関支援オペについては、貸付総額の上限である1兆円に対して、これまでに約4,500億円が実行された。このオペは今月末に受付期限を迎えるため、その後の取扱いをどうすべきか、今回の会合か、遅くとも次回の会合で、決めておく必要があると思っている。被災地における復興資金需要については、先月、宮城県と岩手県に出張し、現地の金融機関から直接聞いた話でも、現状は漸く緒に就いたばかりで、むしろ、今暫く経ったところから、徐々に動き始めるのではないか、とのことであった。また、金融機関からは、流動性の安全弁としての意味もあるので、制度としては、当面存続してもらえないかとの声も聞かれた。これらを踏まえると、被災地金融機関支援オペの受付期限については、当面延長し、残された貸付枠を使うことにより、被災地金融機関を支援していくことが適当ではないかと思っている。新たな受付期限については、年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から、6か月延長し、4月末とすることが考えられる。被災地金融機関支援オペを当初導入した時には、併せて担保適格要件を緩和した。この措置の適用期

限についても 6 か月延長し、2013 年 4 月末とすることでどうかと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、我が国の金融環境から申し上げる。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なお窺われるものの、貸出金利は低位で推移しており、C P・社債市場の発行環境も良好であるなど、総じて緩和の動きが続いている、というこれまでの皆様の評価と同一である。なお、社債市場に関しては、特に問題になっている米欧において、欧州債務問題への警戒感の高まりから、米欧では信用スプレッドが拡大しているが、我が国では、一部の電力銘柄を除き、低位で非常に安定して推移している。その観点から申し上げて、欧州信用不安から我が国社債市場への影響は限定的となっていることを付け加えさせて頂く。

次に、金融政策に関する意見を申し上げる。前半のラウンドで申し上げたとおり、我が国の景気・物価情勢に関しては、世界経済の減速や円高基調といった面で、より下振れリスクが強まってきていると私自身は判断している。特に、我が国は、震災からの立ち直りから、緩やかな持続的成長経路へと移行していく大事な局面にさしかかっていると認識していて、その歩みが腰折れないよう金融面からさらに強力に下支えしていくということを検討するのは重要であろうと考えている。

そういった認識を持ちつつ、次回の展望レポート作成に向けて、海外経済情勢や金融・為替市場の動向、そしてそれらが我が国経済に与える影響について、さらに入念に点検していきたいと思う。以上のことを申し上げたうえで、次回の決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当であると考えている。

最後に、被災地支援オペについてである。これも先程の委員の皆さん方

の繰り返しになるが、本施策は復興資金需要の初期対応を支援するという目的で導入されたものであって、その受付期限が10月末に到来するという事で、本制度の今後について検討すべきタイミングにさしかかっていると思われる。これまでの実績は貸付枠1兆円に対し、4,500億円程度のオペの実行ということであるが、足許で被災地金融機関には預金が流入しており、資金繰りに対する強い懸念はみられていない状況である。一方で、本制度の枠が余っていること、そして復興資金需要はまだ本格化していないこと、そして第3次補正予算の編成が遅れていること、などを勘案すると、初期対応を支援するという本制度を延長することが適当ではないかと考えている。具体的には、半年間ほど延長し、来年4月末まで受付期限を延長することが適当ではないかと考える。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

欧州金融市場の不安定性にかかわらず、我が国の金融環境は、総体としてみるならば、低金利で潤沢なアベイラビリティという落ち着いた形で、9月期末を通過したと思う。短期金融市場では、無担保コールレート、GCレポレート等は極めて低い低金利で安定している。企業金融も、貸出金利は緩やかに低下、CP発行金利、同スプレッドも震災前とほぼ同じ状態の低水準であり、資金調達環境からも緩和の動きに変化はない。昨年10月に包括緩和政策を導入してから一年経つが、昨年10月と比べれば短期金利は低位同水準を維持し、長めの金利も緩やかに低下、リスク・プレミアムもBBB格社債スプレッドも明確に低下、発行も順調である。不安定さを高める海外金融市場に強く影響される株価等を除けば、政策の目指した方向に推移してきたと評価できている。

今後であるが、欧州金融市場問題については、国内投資家の欧州周縁国向けエクスポージャーが限定的であり、また周縁国の一部でクレジット・

イベントがあったとしても、それが無秩序に欧州コア国の銀行システムに広がることさえなければ、淡々とこなしていくと考えられる。しかし、ユーロ圏には既にみたように構造的な問題があり、どこかの時点でリングフェンシングが効果を持たず、無秩序なコンテージョンが起こるテールリスクは実は小さくないことについては注意する必要がある。

次に、物価動向を、少し長めに、特に国際的な視点からみていきたいと思う。まず、米国であるが、米国経済の回復が著しく緩慢なのにもかかわらず、物価動向はデフレに陥るのではなく、どちらかと言えば、インフレ側に寄っている。先週発表された米国流コアPCEデフレーターの前年同月比は小数点以下一桁の公表数字では+1.6%と前月から変化はなかったが、小数点以下二桁でみると7月の+1.55%から8月は+1.62%へと上昇している。米国の場合は、小数点二桁まで有効数字である。こうした物価上昇の圧力を確認すると、四点あると思う。二点は既に申し上げたことなのだが、もう一度繰り返すと、第一は、前回も言及したが、失業率が過去に比べて格段に高いにもかかわらず、賃金が急落せず、従って物価を持続的に低下させる力がないという点である。これは前回申し上げたが、バランスシート調整や移民流入の低下で労働者そして企業のモビリティが低下し、地域・産業間で需要と供給のミスマッチが生じているためである。第二は、前回申し上げなかったが、これは非常に重要な点なのだが、実は住宅市場でミスマッチが生じているということである。住宅市場での新築・中古市場と賃貸市場のミスマッチである。現在、住宅市場では、大量の新築・流通在庫があり、それが住宅価格の急回復を妨げている。ところが、賃貸市場では、逆に、市場に出てくる賃貸物件が少ないため賃貸アパートや賃貸コンドミニアムの空室率が実は急速に低下している。このために、住宅所有権の市場では大幅な供給過剰にもかかわらず、住宅賃貸の市場では需要超過となっており、市場賃料はそのために上昇、従ってOER——Owners' Equivalent Rent——も上昇している。そして、空室率低下と賃料上昇には若干のラグがあることから考えると、今後、暫くは消費者物価にかなりの上方圧力がかかると考える方が自然だと思う。特に、賃料とO

ERで4割を占めるCPIではそれが顕著である。それから第三は、これは前回申し上げたものと同じなのだが、企業の支配力が需要減であっても低下せず、そのため価格が高止まりしている点である。前回、この背景として、圧倒的なコスト優位性を持っていた中国で生産する企業が、賃金インフレが起こっているために、その価格競争力が低下し、この価格競争圧力の低下が企業の価格支配力を上げているという点である。中国が人民元を事実上米国ドルにペッグしているので、そのために米国において特に顕著に出ると考えられる。これを実証するのは非常に難しいが、一つの例証は、最近の衣服関連の物価指数の上昇が大きいことである。衣服は中国からの輸入が大きいから、これは一つの例証だと思う。第四は、これも価格競争力と関係するが、ウエイトは住居費用に比べて小さいが、今後、次第にウエイトを高めると考えられるメディケア関係のコモディティ、サービス両方の物価上昇率の問題である。これは、多分、構造的な問題で、価格支配力が高いのだと思うが、常に3%程度の上昇を続けている。しかも、注目されるのは、リーマン・ショック時に、他のサービスの価格の上昇率が縮小したが、ほとんど影響を受けなかったということである。

次に、欧州の物価動向だが、ユーロ安の影響を除けば、米国と形は違うが、同様のミスマッチが物価に上昇圧力を与えていると思う。労働市場は、ご案内のように、文化的な差や規制のため流動性が低い。そのため、ドイツでは失業率が急低下し、賃金の上昇圧力が高く、それが物価上昇圧力に転化しがちな一方、特に周縁国ではインターナル・デバリュエーションで賃金を切り下げることが、時間を追うごとに政治的にも難しくなってくると思う。とすると、このばらつきは総体でみるならば、物価上昇のバイアスを持つことになる。実際、ドイツでは賃金の上昇が懸念されている。足許、多くの国で、経済活動が沈滞しつつあるにもかかわらず、HICPのヘッドラインが市場予想を大きく超えて+3%に達したのは、その兆しかもしれない。これは、精査しなければまだ分からないので、何とも言えないが、その兆しかもしれない。加えて、米国と同じく、中国の賃金インフレの影響は企業の価格支配力を維持あるいは強化する方向に働

き、さらにユーロ安がそれを倍加する可能性がある。つまり、欧州においても、今般の金融危機の進展に伴って経済活動が低下しても、従来からあるインフレ傾向はなくなる可能性はある。

最後に、新興国のインフレ傾向については、既に繰り返す必要はないと思う。これは足許、例えば、需給ギャップが拡大すれば、物価の下方圧力が高まるということを否定する訳ではない。ここで指摘しておきたかったのは、サブプライム問題、リーマン危機以前の、米国で言ういわゆるグレート・モデレーションの時とは、物価を巡る情勢が今は異なっているということである。第一に、中国からの価格低下圧力は、逆に現在は価格上昇圧力に替わっている可能性がある。第二には、バランスシート調整の長い間に生じたミスマッチは、これは物価への上昇バイアスとなる可能性が大きい。ここで申し上げたいのは、長期的なトレンドのシフトが起こる兆しがあることである。日本をみると、実は、日本の動きは全く世界とは逆の方向に動いている。物価に下方圧力がかかりがちな状況が段々また出てきている。日本の内需型企業は、1980年代までは価格支配力をかなり持っていた。内外価格差というのが、一つの典型である。それが、1990年代の経済活動の低迷の中で、その支配力を失っていた。しかも、需要喚起を専ら価格下げに求める企業行動が定着してしまった。そして、価格下げのもとで、収益を維持するためにコストの削減を求める。このコストの削減が雇用を維持する形で求めるために、賃金カット、納入価格のカットということになり、それがさらに需要を低下させるというデフレ傾向が定着する形になる。そうすると、長期的には購買力平価が成立するとするならば、為替は当然だが円高傾向になり、輸入品への需要が増加し、国内生産品への需要が相対的に減少し、需要の低迷を長引かせるということになる。

確かに震災前には、日本についても他の国と同じように、価格支配力が回復する兆しが衣料品や加工食料品の一部に出始めていた。今でも少しは残っているのだが、しかし、震災は今のところこの動きを止めたように思える。そのため、次回展望レポートの際に、詳しく点検しなければならない点ではあるが、現在の物価の動きからすれば、日本で物価の安定が達成

された状態への展望がさらに後ずれする可能性は高くなっているように私には思える。このことは、現在、デフレ傾向からの脱却に、工夫を凝らして様々なルートによる需要喚起策を講じる必要性が増していることを示していると思う。

加えて、特に欧州を中心として、不確実性が再び高まり不安心理が深化し、また円高傾向が続いている。そのため、企業マインドの委縮がさらに進み、需要の下振れリスクが顕在化する可能性も消えていない。前々回会合で思い切った政策変更を行ったが、その後、リスクの大きさが予想を超え、デフレ傾向からの脱却のための対策としては十分でない可能性がある。前回会合でも同じことを示唆したが、足許のデータはこの見方に沿った展開になっている。ただ、足許、欧州そして米国の事態が急速に変化している。その企業マインドに及ぼす変化や、今後の価格の動きへの影響を慎重に吟味し、政策に反映させる必要があると思う。その意味で、次回までの金融政策は、現在の包括緩和政策、つまり実質上のゼロ金利、時間軸、資産買入基金の規模と構成とも現状維持とするのが適当であり、金融市場調節方針も現状維持が望ましいと考えている。

次に、10月末に期限が来る被災地金融機関支援オペについてである。導入時には初期対応という位置付けであったが、まだ復興需要が本格的に出てくる時期や形態について不確実性がある。また、利用実績からみても、未使用枠が十分にあるということを考えると、該当金融機関の年末、年度末越えへの資金繰りというようなことも勘案して、半年ほど延長する、そして推移を見守るとするのが望ましいと考えている。それに対応した形で担保適格要件の緩和措置も延長するのが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

金融市場の個々の動きについては、各委員と同じであるので省略する。全体として、国内の金融については、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、引き続き総じて緩和の動きが続いていると思う。しかし、欧州における周縁国問題と銀行システム不安が世界経済をさらに減速させ、我が国景気にも大きな下押し圧力となるリスクが存在している。さらに、これらを背景に、一段の円高が生じるリスクもある。また、そのような状況となれば、コモディティ価格の動向と合わせ、ゼロ近傍にある物価に下落圧力となる懸念も払拭されない。以上を勘案すると、金融政策は、引き続き極めて緩和的な状況を維持することが望ましいと思う。

今月末期限の「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」については、皆さんと同じように延長と思うが、元々考えていたよりも復興の具体的な対応が後ずれしているので、この復興に向けた動きが本格化していけば、自ずと資金需要は増加するものと思われる。そういう意味からも、本スキームを維持していくことが適当だと思っている。

最後に、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（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

国内の金融市場についてであるが、投資家がリスク回避色を強め、海外金融市場のボラティリティが一段と高まる中、株式市場では、日経平均が年初来安値をつけるなど神経質な状態が続いているが、足許の国内金融市場は全体としては、落ち着いた状態と言える。短期金融市場では、資金余剰感の強まりに伴い、長めのターム物金利も低下しており、短国レートも、

本行の積極的な資金供給オペ実施の効果のほか、リスク回避姿勢の強い内外投資家による運用ニーズなどから、引き続き極めて低水準での推移となっている。長期金利も、海外市場でのリスク回避的なセンチメントの高まりや短国レートの低下を映じて、金利引き下げ圧力が働きやすい状態となっており、10年債は1%近傍、30年債は2%を下回る水準で推移している。この間、邦銀によるドル資金調達環境も、スワップレートの高止まりはあるものの、欧州金融機関に対する信用リスク懸念の、邦銀への波及は限定的となっているが、今後の動静に注意をしていく必要がある。

我が国の企業金融環境は、一部には厳しさが残るものの、短観も示すとおり、全体としては緩和的な動きが続いている。CP発行レートは、個別銘柄要因を除けば、低水準横這いの動きとなっている。社債市場では、投資家の底堅い需要が続いていることや、電力債の起債停止に伴う需給タイト化などから、全体として、落ち着いた動きとなっている。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについてであるが、当該オペについては、先般の第5回貸付の結果、累積残高では貸付枠1兆円の約半分程度となり、10月末の貸付受付期限を前に、本制度の今後の取り扱いについて検討する必要がある。被災地では、復興事業の全体的な遅れにより、本格的な復興資金需要が発生する段階には至っていないようであり、復興資金の新たな実需に対して、日銀としての対応を検討するには現段階では時期尚早と思われる。従って、被災地金融機関の資金繰りにタイト感が台頭している状況ではないが、本格的な復興事業が遅れていることもあり、貸付受付期間を半年程度延長のうえ、本融資制度を維持することにより被災地金融機関の年度末の資金繰りに万全を期するとともに、これから本格化するとと思われる被災地での復興資金需要への対応への備えとしておくことが適切だと思う。

最後になるが、金融市場調節方針についてであるが、前段でも述べたとおり、先行きの海外経済情勢の不確実性が強まる中、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切だと思う。ただし、先行きの経済・物価動向を見据えて、必要と

判断される局面では、適切な措置を果敢に講じていく必要がある。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

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、企業金融であるが、全体として緩和の動きが続いている。詳細は省略させて頂くが、CP市場でも、一部を除き電力銘柄の発行レートも一般事業会社と遜色ない水準に低下している。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対ドル、そして対ユーロでも約10年振りの高水準の円高傾向が継続している。また、株式市場も世界同時株安となる中、我が国も一時年初来安値を更新するなど軟調に推移している。こうした動きは、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、欧州ソブリン問題の帰趨や米国金融経済の動向等を十分に注視していく必要がある。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当である。先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を着実に粘り強く続けることが肝要である。8月の決定会合で、10兆円という思い切った基金の増額に踏み切ったが、前提となった米欧を中心とする海外の経済・財政を巡る情勢の不透明感や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動は不確実性をやや増しており、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引き続き強く懸念される。ただ、我が国の金融資本市場では、拡充された包括緩

和政策が浸透するもとの、長めの金利には引き続き低下圧力がかかっているし、社債やCPのリスク・プレミアムも低位で安定的に推移している。また、株式等のリスク性資産も軟調にあるが、市場関係者からは基金による買入れが下支えになっているとの声も聞かれるところである。こうした状況下、実体経済は足許持ち直しており、先行きも緩やかに回復する見通しにある。このため、現在の政策措置に関し、海外金融経済情勢や円高等経済の下振れリスクに引き続き十分注意しつつ、その効果を確かめながら、着実に増枠分を含めた資産買入れを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だと思う。

なお、ドル資金供給について、ECB、米、英、スイス中銀との協調を強化することとし、我が国も新たに年末越えの資金供給を公表したが、このように、国際的な金融市場安定のため、各国中銀が協調して機動的に的確な対策をとることは、これからも非常に重要なことだと思っている。

最後に、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、復旧・復興の立ち上がりの遅れなどから、1兆円の枠に対し、これまでの累計で4,500億円弱にとどまっているが、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援する面で一定の効果を発揮したものと考えている。先行きは、復興需要が本格化していくことが見込まれ、金融機関の資金需要も増加していくものと考えられる。実際の被災地オペの利用ニーズについては、金融機関の流動性が保険金流入等により潤沢にある環境下で予測しづらい面があるが、11月以降も、被災地の金融機関が安心して利用できる調達手段を引き続き用意しておくことは十分意義があると考えられるため、貸付受付期間を半年程度延長することが適当ではないかと考えている。また、担保適格要件の緩和措置の適用期間も併せて延長する方向が妥当だと思う。以上である。

白川議長

亀崎委員 願います。

## 亀崎委員

国内金融市場は、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、長短金利とも引き続き低水準で安定的に推移している。また、企業金融をみても、電力会社を除けば、社債やCP、銀行貸出など、調達レートの中でも、資金のアベイラビリティの面でも、緩和の動きが続いている。こうした中、9月短観でも、企業金融関連指標の改善が確認された。もっとも、為替市場では、円の対ドルレートは70円台後半で高止まりつつも安定しているが、対ユーロレートは上昇している。

また、欧州ソブリン問題の影響で、ドル資金調達レートが上昇していることにも要注意である。今のところ、本邦金融機関の資金繰りに問題はなく、欧州系金融機関も、本国からの送金等もあり、ことなきを得ているが、今後の欧州ソブリン問題の展開次第では、国内金融市場の混乱に繋がりがかねないことには留意が必要である。

こうした中、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%とすべきと考える。今後とも、こうした状況が続く限り、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維持し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきだと思う。

資産買入等の基金については、8月に、様々な不確定要因を相当前広に取り込みながら、10兆円と思い切った規模で増額するという対応をとったため、現在の残高は40兆円前後と、上限までの余裕が大きい状況である。ただ、欧州を中心とした世界の金融経済情勢が緊迫感を増している中であって、いざという時の備えを考えておく必要がある。2年程度までの金利は、既にほとんど0.1%近くに収斂し、これ以上の低下余地が限られてきている。こうした中、本行のさらなる貢献として何ができるのか、よくよく考えねばならない領域に入ってきたように思っている。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、4回目の貸

付は少なかったものの、5回目には再び増加し、震災から半年経過した現在でも、当オペへのニーズは底堅いことが確認された。今月で当オペは期限を迎えるが、既に他の委員の方々からご発言があったとおり、一定のニーズへ配慮する必要や、年末、年度末越えを万全なものとする必要があることから、あと半年程度、延長するのが良いと考える。なお、本格復興にかかる資金需要への対応については、成長基盤の強化に通じるところもあるため、本行に貢献できることがあれば前向きに取り組むべきと思うが、まずはこれから明らかになる政府の本格的な復興策の全容をみて検討したいと考える。

成長基盤強化を支援するための資金供給は、本則分に加えて特則分も、狙いどおりの呼び水効果を発揮し始めていると評価できると思う。特則分については、対象とするABL市場の育成を図るため、本行は、その啓蒙活動にも併せて取り組んでいくべきだと考える。

ドルオペについては、先月、ECB、BOE、SNBとともに、年末越えとなる3か月物のオファー日程を明らかにした。本行は、従来より3か月物オペをやってきており、その応札はずっとない状況が続いているが、現在の危機の只中にある欧州の各中銀と協同してオペをオファーしたことの意義は大きいと考える。実際、これが好感されて、一時的とはいえ、市場の安定化に繋がったし、今後も市場の安定に寄与するものと思う。このように、海外の金融市場における危機についても、発生してしまえば、日本への波及や実体経済との負の相乗作用が想定されるため、未然の防止に少しでも資する有効な施策が考えられるのであれば、積極的に実施していく姿勢が大事だと思う。

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、先行きの金融・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

それではまず、被災地金融機関支援オペの取扱いについて議論し、その後、当面の金融政策運営方針について議論したい。被災地オペの取扱いについては、委員のご意見を纏めると、概ね次のように整理されると思う。まず、10月末に期限が到来するこのオペについては、未実行の貸付枠を活用することにより、引き続き被災地の金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援する観点から、各委員とも受付期限を延長してはどうかというご意見だったと思う。期限の延長については、被災地金融機関の年末、年度末の資金繰りに万全を期す観点から6か月とし、来年4月末とすることが適当とのご意見が聞かれた。また、本オペの実施期間と合わせる形で決定した被災地企業等債務にかかる担保適格要件の緩和措置の適用期限についても、同じように6か月延長し、2013年4月末とすることが適当とのご意見が聞かれた。私自身も、以上のような対応が適当だと考えている。全ての論点について、全ての委員が意見を述べられた訳ではないと思うので、今取り敢えず私が整理したような取扱いで良いか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

それでは、今申し上げたような整理で良いということであれば、次に、執行部からこのオペの期限を延長する場合の手続きなどについて、補足的な説明をお願いします。

梅森企画局審議役

手続き面の説明をさせて頂く。オペと担保に分けてご説明申し上げる。まず、被災地金融機関支援オペの期限を6か月間延長する場合に必要な規程上の手当ては、二つの基本要領における日付の変更である。第一に、本オペの基本要領について、貸付受付期間と基本要領の廃止日を、ともに

現行の今月 31 日から平成 24 年 4 月 30 日に改正すること。第二に、オペ先の選定の基本要領について、同基本要領の廃止日を、現行の今月 31 日から平成 24 年 4 月 30 日に改正することである。次に、被災地関連担保の要件緩和措置を 6 か月間延長する場合に必要な規程上の手当てであるが、これも日付の変更である。本緩和措置は、導入時に、被災地オペの残高が残っている間は、この措置も続くという設計となっているので、被災地オペの貸付期間が 1 年間ということで、特則の廃止日はオペの基本要領の廃止日より一年後に到来するようになっている。従って、具体的に改正が必要な点は、被災地関連担保にかかる特則の廃止日を、現行の平成 24 年 10 月 31 日から平成 25 年 4 月 30 日に改めるということである。必要な手続きは、以上の 3 本の規程の改訂である。

白川議長

今の点について、ご質問はないか。それでは、今の事務手続きについて、ご質問がないということであったので、本件については後程、金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、基本要領等の改正案を作成するなど、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

続いて、次回決定会合までの金融市場調節方針について、議論を行いたいと思う。まず、調節方針であるが、私も含めて全員現状維持が適切であるということであった。金融環境については、緩和した状態が続いている訳だが、中央銀行の行う金融政策、あるいは金融政策以外の政策もそうだと思うが、これは金融環境に働きかけて、その金融環境の改善が実体経済の改善をもたらすというセットである。この金融環境が実体経済に追加的にどの程度の効果をもたらすかについては、各国とも、今色々な議論はあるが、少なくとも中央銀行のアクションから金融環境という、そのリンクについては、日本銀行の様々な施策もあって、金融環境は改善をしているということを改めて感じる。詳しくは申し上げないが、短観等で確認される企業の資金繰り判断 D I の数字もそうであるし、また、CP・社債の発行環境も改善している。改めて、欧米との比較でみると、この 8 月、9 月、

欧米の市場は社債の発行がずいぶん減ったが、日本はこの9月も社債の発行が非常に増えている。金利という面をみても、インターバンクの市場は非常に安定しているし、ドル資金の調達という面でも、相対的に安定しているということで、我々が意図している金融環境の改善を図って、そこで実体経済の改善を図るといふ、その前段の部分については、日本はむしろ相対的には状況が非常に良いという感じだと思う。金融政策の運営ということだが、今日皆さんから出た意見、また私自身もそうであるが、今後の金融政策の運営に当たっては、世界経済を巡る不確実性の増大について、しっかり意識する必要があるということであったと思う。就中、欧州を巡る不確実性の増大である。そう考えた時に、我々自身のスタンスとして、私自身重要だと思っていることは、まず、国際金融市場の安定をしっかりと維持するということである。リーマンのようなショックが起きてしまうと、この影響というのは、もう計りしれないということである。落ち込み自体も大きいし、その影響が長く続くということであるので、金融市場の安定を図っていくことが、中央銀行のなし得る多分最大の貢献であろうと思う。この点では、既に主要国の中央銀行は、様々な態勢を今組んでいる訳だが、何人かの委員が言及されたように、主要国中央銀行のドル資金供給オペというものは、この面で非常に意義があると思う。主要国のドル資金供給オペは、当然のことながら主要国の金融市場が対象だが、本当に金融市場が不安定性を増してくると、新興国の市場が問題になってくる。新興国は、必ずしもこういう態勢の中に十分に組み込まれている訳ではないし、私自身、先週、韓国に出張した際に、韓国の当事者が、資本の流出、それに伴う急激なウォン安をむしろ心配しており、資本の流出が起きた場合の混乱をどのように防ぐかということに、非常に問題意識が高いと感じた。そうした問題意識自体は、国際会議でもよく感じることはあるが、新興国も含めて国際金融市場の安定をどう図っていくかということが、中央銀行のなし得る多分最大の貢献であろうと思っている。それで、狭い意味での金融政策、金利政策という面で我々自身がどう考えていくのかということであるが、我々自身振り返ってみると、8月初に、金融緩和の一段の強化を

行った訳だが、先進国の中では、このラウンドでの金融緩和の強化というのは日本銀行が一番先であったと思う。先々のリスクをかなり前広に取り込んで、我々自身金融緩和の強化を行った訳である。ただ、その時と比較して、世界経済を巡る不確実性がさらに高まる方向にあるという情勢を踏まえて、我々自身どういう対応が良いのか、これはしっかり考えていく必要があるという皆さんのご意見であったし、私自身もそう思っている。そういう意味で、世界経済の不確実性が高まっている中で、日本銀行として先行きの景気・物価動向を注意深く点検したうえで適切に対応していく、そういう構えにあるのだと、国民に対して示していくことが大事だと思う。その場合に難しいのは、適切に対応していくということの具体的な意味である。多くの方が論じられているように、現在、我々が直面している問題というのは、就中、欧州の問題である。欧州を巡る非常に厄介な状況、それ自体について、日本銀行が何か単独でこの原因を取り除くことができる訳ではない。財政の問題も勿論そうである。そういう問題の根源的な性格を考えた場合に、中央銀行としてなし得ることは、そうそう多くのものがある訳ではない。しかし一方で、国民あるいは市場に対して安心感を与えていく必要がある。その安心感を与えていく時に、しかしその長期的な帰結ということも考えないといけない。その長期的な帰結というのが、実はそれほど先ではなくて、先程リーマンの問題を議論したが、リーマン・ショックの後、各国の政府・中央銀行は思い切った政策展開を行って、それはそれで非常に大きな意味があった訳であるが、財政に典型的に現れているとおり、そのこと自体がまた次の問題を生み出しているということである。その意味で、中央銀行の政策というのは、あるアクションの持つその帰結も含めて考えていく、そのうえで何が適切なのかというそのバランスを考えていくのが、我々に課せられた仕事なのだと思う。いずれにせよ、世界経済の不確実性の増大というものについて、我々自身がきちんと意識しているということは示していく必要があると思う。取り敢えず、私の方からの整理は以上である。追加的にご意見はないか。

私の方から一点、先程の西村副総裁の先進国の物価情勢を巡る少し長い

目でみた分析は、大変興味深く聞かせて頂いて共感するところが大きかった。その中で、将来の財政の維持可能性についての見方、そうしたものが物価に対して影響を与えているかどうかについて、欧米の話であるが、実体経済からすると物価がそう上がる情勢ではないにもかかわらず、先程、西村副総裁がおっしゃったように、物価情勢をよくよくみるとじわじわと上がっているし、下がる、下がると言いながらなかなか下がってこない。そうすると、従来の説明だけで本当に良いのだろうかということで、先程の西村副総裁のような仮説があって、いずれも説得的だと思う。先程言及されなかった中で、しかし欧米で意識されている、財政と物価の関係、この辺についてはどのように考えられるのか。

#### 西村副総裁

この中では、財政のことは、ある意味では、一切説明しなかった。その一つの理由は、まず、ミクロから考えれば、物価を決定するのは企業であるので、企業の価格決定がどうなっているかである。ただ、その企業の物価決定の元になるのは、やはり通貨に対する信認があることが前提であるので、この信認がなくなった時に、どういうことが起こるかである。多分、その時に最初に起こるのは、物の値段よりは、恐らく他の値段というか、これはちょっとよく分からないのだが、資産の値段というか、資産的な効果を持つ物の値段が上がっていくのではないか。ハイパーインフレーションの時に、たばこの値段が典型的な例であるが、いわば交換手段になり得るとするか、価値の移動の手段になり得るようなものの値段にまず影響してくるのだと思う。そういうことから考えれば、財政が物価に対して全く影響がないということはありません。従って、問題は、どの時点で、皆が隣がどう思っているかという、例の美人投票と同じことだが、その状況で、何が起こるかということだと思う。つまり、信認というのは失った後に分かる訳で、どのレベルに達したから信認がなくなるということはない。例を挙げると、治安はいつなくなったのかなどというのは分からない。なくなったことは分かる。これは適切な例かどうか分からないが、

昔、米国の最高裁の判事がポルノの定義が問題になった時に「しかし、見たら分かる」と言ったという有名な話があるが、信認というのは、なくなれば確実に分かる。ただ、どの時点でなくなったかということに関しては分からない。そういう状況のもとでは、やはりリスクというのは、決して先リスクではなく、常に今あるリスクだと考えて行動しないと、本当に危険な訳である。そういうリスク、特に欧米の場合では、足が速いので、しかも簡単に言えば、他の国に預金を動かすというのは極めて簡単であるので、そういう状況のもとでは、彼等は非常にそういう点では心配している状況だと思う。また、戦乱の歴史があるので、特にお金持ちの人達は非常に簡単にお金を動かす。そういうことから考えると、欧米でそういうリスク、欧米というか特に欧州でそういうリスクを感じ、かつそれを言う人が多いということは、私は理解できると思う。そういう意味で、日本は外にお金を預けると言っても、どこに預けるかという問題があったので、今まではそういう問題はあまりなかった。次第に国際化が進んでいくと、今はシンガポールだとか香港だとかそういうところにお金を移すのは、それほど大変ではないということから考えれば、これは日本でも差し迫った危機ではないが、そういうようなことは常に考えて、信認の問題というのは考えていかなければいけない状況にあると思っている。

石田委員

それは、例えば、財政の問題と物価とが不連続に動くということで、徐々に数値的に一種の関数としては動かないが、どこかで関係しているという感じか。

西村副総裁

ハイパーインフレになった時は確実に関係するが、それまでの間は、人々のポートフォリオのチョイスの中に埋もれてしまうので、すぐには分からない。それが、次第にあるところに達すると、もうこれは美人投票の世界なので、これは不連続に行く時も、しかも不連続に行って元に戻らな

い形で不連続に行くので、そこが非常に怖いと思う。

白川議長

先週だったか先々週だったか、ミネアポリス連銀のコチャラコタ総裁が講演をやっていて、米国における財政の問題がインフレにどう影響していくのかという、中央銀行の総裁としてはかなりデリケートなテーマで講演をしている。今、石田委員がおっしゃったような問題意識で、そのことをやはり米国でも意識しないといけないのであると言っている。今直ぐではないのかもしれないが、F e dにしても、あるいはE C Bにしても、それからB O Eにしても、金融緩和方向でのアクションを躊躇する一つの要因は、インフレ率が結構高く、実体経済の弱さに比べるとなかなか下がってこないということである。その原因というのは、本当のところどこにあるのだろうかということ、そのことの意味を、先程の西村副総裁の仮説も含めてよく考えていく必要があると思う。必ずしも日本ということではなくて、世界全体ということであるが。

他にご意見はないか。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から願います。

藤田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、持ち直ししているものの、急速な円高の進行・高止まり、さらには欧米経済の停滞感の高まりが、景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として強い懸念を持っている。また、周知のように、米国等においてデモが広がっているとの報道などもあり、私としては、欧米における不安心理の高まりを感じている。

急速な円高等による産業の空洞化を防ぎ、国内雇用を維持していくためには、あらゆる政策手段を講じていく必要があると考えている。私自身、円高や空洞化に苦しむ叫びを直接聞いて、強い危機感を持っている。政府としては、第3次補正予算等を活用し、一つ、中小企業金融のさらなる充実など円高の「痛み」を緩和すること、二つ、立地補助金の思い切った拡

充などにより産業空洞化を防ぎ、リスクに負けない強靱な経済を構築すること、三つ、日本企業による海外企業の買収や資源権益の獲得など、円高メリットを徹底活用すること等を早急に進めることが重要だと考えている。

こうした考え方のもと、9月20日に中間報告を公表した「円高への総合的対応策」についても、可能な限り早急に最終取り纏めを進めていく。なお、現下の厳しい経済状況を踏まえれば、第3次補正予算の成立を待たずとも可能なものについては、景気下振れリスクに先手を打って、迅速に対応することが重要であり、円高の痛みを緩和する観点から、円高に対応した雇用調整助成金の要件緩和等を、円高メリット活用の観点から、海外M&Aや資源確保等の促進等を直ちに着手・実施することとした。

本日、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の延長が提案されたことについては、震災の復旧・復興に資する取組みであると評価している。

政府としては、円高の進行と欧米経済の停滞懸念による景気下振れリスクが急速に高まりつつあることなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営にはより一層細心の注意を払う必要があると考えており、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、欧米経済の動向や為替市場を含む金融資本市場の変動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。以上である。

白川議長

内閣府の大串博志大臣政務官お願いします。

大串内閣府大臣政務官

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。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

るが、欧州の財政問題を背景とした国際金融情勢の不安定化、回復力の弱まっている海外景気の下振れ懸念や急速な円高の進行等、我が国景気の下振れリスクが強まっていることには十分な留意が必要である。

物価については、コアCPI上昇率は2か月連続で僅かなプラスとなったが、エネルギーやその他の特殊要因を除く物価の基調は下落が続いているなど、我が国経済は依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、円高の進行がデフレを強め、また、逆にデフレが円高をもたらすという悪循環に陥ることのないよう対処していくことが重要である。

政府としては、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打って対処していくという考え方のもと、円高の「痛み」の緩和、リスクに強靱な経済の構築、円高メリットの徹底活用を柱とした「円高への総合的対応策」の最終取り纏めを早急に行っていく。これを含む平成23年度第3次補正予算案の早期成立を図り、東日本大震災からの復興に全力で取り組むとともに、円高対応策を迅速に実施することにより、景気下振れリスクを最小化し、日本経済の持続的な成長への道筋を確実なものとするよう努力していく。

我が国経済は、国際金融情勢の不安定化や投資家のリスク回避姿勢の強まり、景気の下振れリスクの高まり、円高とデフレの悪循環の懸念という困難に直面している。こうした状況を踏まえ、日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を引き続き金融面から支えて頂くとともに、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お願いしたいと思う。以上である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

金融市場調節方針の議案、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する議案、及び以上に関する記述を含めた対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。なお、「被災地金融機関を支援するため

の資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する議案の内容については、先程、執行部から説明したとおりである。ここでは、それ以外の二つの議案について説明をお願いする。その後、これらの三つの議案について討議を行いたいと思う。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

お手許に二つ資料があるが、議長案と書かれた方の一枚紙からである。読み上げる。「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。以上」である。

もう一つの方の対外公表文について説明をさせて頂く。今回は、前回からの部分的な修正で説明できる部分が多いので、見え消し版でご説明する。「2011年10月7日。日本銀行。当面の金融政策運営について」。1. は先程の調節方針である。2. であるが、前月は「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」と書いたが、この「供給面の制約がほぼ解消する」は、何か月も言う話でもないもので、今回は取り、かつ足許のペースは「着実に」と言うほど足取りがしっかりしていないので、今月は「持ち直しの動きが続いている」としたいと思う。その後は、「生産や輸出は、震災による落ち込みからの回復過程に比べてペースは緩やかになっているが、増加を続けている」である。ここも、前月は「概ね震災前の水準に復している」と書いたが、これも何か月も言う必要はないということである。「こうしたもとで」と、前月は国内民間需要を一括りにしていたが、今月は「設備投資は緩やかに増加しているほか、個人消費についても、全体としては持ち直している」としている。金融環境については、大きな変化はないが、「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの」と「なお」を入れている。気持ちとしては、

前月対比では少し厳しさは和らいでいるが、まだ残っているから注意が必要というニュアンスである。その後、前月は「総じて緩和の動きが続いている」と書いたが、かなり緩和の動きが定着してきているので、「総じて」を取って、「緩和の動きが続いている」とさせて頂きたいと思っている。物価について、判断は変わっていないが、これも前月は「基準改定に伴い下方修正され」とあったが、これも一月言えば良いので、今月は削除している。

次に 3. である。今回の一番大きな変更点である。ご議論があったように、海外経済の状況が少し変わってきたので、そのことを最初の文で書いている。「先行きについて、海外経済は、当面減速するものの、基調的には、新興国を中心に底堅く推移すると考えられる」と、「当面減速する」という判断を今月は初めに入れている。それから、「そうしたもとの輸出が緩やかな増加基調をたどる」と、前月は簡単に「輸出の増加」と言っていたが、ペースが緩やかだということと、基調ということで、少し増加しない時もあるかもしれないというニュアンスを込め、「緩やかな増加基調をたどることや、資本ストックの復元に向けた国内需要が顕現化してくることなどから、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」ということにしたい。「2011年度後半以降」も、その前の段階では意味があった表現であったが、今そこに入ってきているので、それは削除した。消費者物価については、表現は変わっていない。

4. のリスクのパラグラフである。ここは、順番を変えて、まず最初に、「欧州のソブリン問題の帰趨や、バランスシート調整が米国経済に与える影響」と、「欧州」を頭に持ってきている。これは、本日のご議論を踏まえると、そういう順番の方が適切かと思う。そのパラグラフの最後であるが、「わが国経済に与える影響については、引き続き、丹念に点検していく必要がある」と、これはこれまでもそうであったが、「引き続き」そうだということである。その次、「物価面では、国際商品市況の」のところ、前月までは上昇により上振れるという方向だけを書いていたが、足許の状況を踏まえると、「先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい」

とするのが適切かと思う。

その次の 5. であるが、ここは全面的に挿入しているので読み上げる。「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、その受付期限を 6 か月延長し、2012 年 4 月末とすることとした。被災地企業等にかかる担保適格要件の緩和措置についても、その適用期限を 6 か月延長し、2013 年 4 月末とすることとした」ということである。

最後の 6. である。「日本銀行は、現在、8 月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている」である。前月は、8 月の次の会合ということで、少し詳しく書いたが、これは今回ここまで詳しく書かなくても良いだろうということである。その後、いわゆる時間軸効果の説明があり、それを含めた包括緩和の説明があり、それを含めた三本柱の説明があるが、そのうえで、一番最後に、今月は「今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に対応していく方針である」という一文を加えている。ここは、気持ちは、先程 3.、4. のパラグラフで海外経済の減速を意識し、かつ不確実性が高いということも書いているので、そういう認識を踏まえて、多少警戒レベルを上げるというニュアンスで、最後の一文を加えている。私からは以上である。

白川議長

ご意見、ご質問はないか。それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いする。

[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する。

[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

採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

次に、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、適宜執行部から対外公表することとする。執行部は金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文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。

VII. 議事要旨（9月6、7日開催分）の承認

白川議長

最後に、9月6、7日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[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 13 日木曜日の 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 27 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。解禁予定時刻は 12 時 37 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 37 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お願いします。政府出席者の方々におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 32 分閉会)

以 上