

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年6月14日（14:00～16:14）

6月15日（9:00～11:47）

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（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（14日）
	藤田幸久	財務副大臣（15日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（14日）
	石田勝之	内閣府副大臣（15日）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
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	鎌田康一郎
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	河西 慎
企画局企画役	川本卓司

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に5月22、23日開催の会合の議事要旨の承認、最後に2012年7月から2013年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。図表の説明の前に概況である。前回会合後の国際金融市場だが、ギリシャの再選挙が意識せざるを得ないテールリスクと捉えられたほか、スペイン情勢への警戒感や欧米や中国などグローバルな景気減速の懸念もあって欧米市場

を中心に投資家が安全資産に逃避する動き、言い換えると元手を維持しようとするキャピタル・プリザベーションの動きを強めた。安全資産とみなし得る国債のボリュームが世界的に半減したとも言われるもとの、米国やドイツの国債には、リアル・マネーも含めた投資家の逃避資金が流れ込み、これら国債の金利は相次いで既往ボトムを更新した。為替市場では、ユーロが売られ円が買われる展開となり、また株式などリスク性資産の市場では投資家が様子見姿勢を強める中で売買が薄くなり、日々の価格の振れがやや大きくなっている。確かにこれまでの各国中銀による流動性供給もあって、外貨資金市場は引き続き安定を維持しているし、スペインの金融機関に対する資本注入の大筋合意、米欧における追加金融緩和への期待などもあって、足許における市場参加者のマインドも昨年後半のような悪さには至っていない。しかし、今週末のギリシャの再選挙を無事乗り越えたとしても、欧州債務問題の根深さや世界経済の先行き不透明感からセンチメントが容易に改善していくとの見方は少なく、予断を許さない状況が続いていくと考えられる。

資料の方で、初めに図表 2-2、邦銀のドル調達環境だが、調達環境は良好である。主要なドル資金の出し手である米国MMFが欧州系よりも邦銀を選好する姿勢を継続しており、邦銀はLIBORを下回る金利で調達できることから、邦銀はこのところ為替スワップ市場でのドル調達を縮小している。他方、欧州系のデレバレッジの動きに呼応する形で、邦銀はドル資産を増加させているが、安定的な調達手段として長めの通貨スワップ、ベシススワップを積極的に利用してきた。もともと相対的に流動性が薄いこの市場では、邦銀によるこれまでの積極的なドル調達や足許の欧州情勢への警戒感の高まりもあって、ドル調達プレミアムがやや拡大気味で、このため邦銀は通貨スワップ市場でのドル調達を一旦抑制している模様である。図表 2-4 (2) の長期金利の動きをご覧頂きたい。米国やドイツの長期金利は、今月初めに大きく反発する場面があったが、それまでは既往最低水準の更新が続いた。特にドイツの長期金利が 1.1%台をつけるなど既往ボトム圏に達した辺りでは、スペイン系の銀行さえもLTRO資金

で購入した自国国債を売ってドイツ国債を購入する動きをみせているといった声が聞かれていた。また、ドイツ国債の金利が低下する中で、欧州系年金や生保、また一部邦銀が、フランスやベルギーなどの国債に資金を振り向ける動きもみられている。なお、極く足許では、スペイン救済負担が意識されて、これら国債の金利が強含む場面もみられている。次に、(1)でわが国の長期金利をみると、グラフには3年はないが、3年までの金利は0.1%に張り付いているほか、5年金利もこのところ0.2%台前半で横ばいとなっている。この間、10年金利は期間を通じて0.8%台で揉み合った。6月初めには、米国金利の大幅低下につれてVaRショック以来の低水準となる0.810%まで低下した。この水準では高値警戒感が強まり、新発10年債入札がやや軟調になるとともに都銀等による利益確定売りから金利は反転し、その後0.8%台半ばあるいは若干後半に入った辺りで推移している。0.9%台では地銀等の積極的な買いが見込まれ、長期金利は当面0.8%台で推移するとみられている。図表2-7(2)の表をご覧頂きたい。短国市場では、今後の大幅な資金余剰を見越して、都銀をはじめとする投資家の運用ニーズはかなり強く、発行入札では大半が0.09%台で落札されている。もっとも、このところ円転コストが総じて横ばいで推移しているということもあって、海外投資家の短国投資は高水準の残高を維持する動きにとどまっている。利回りは、0.1%を大きく下回ることなく推移している。図表2-8(2)がCP市場である。発行額が増えている一部電機メーカーや原発依存度の高い電力会社については発行レートが強含んで推移しているが、これらを除けば全体として落ち着いている。次に、図表2-10(2)、(3)の海外のクレジット市場である。欧米の社債流通市場では、欧州情勢を巡る不透明感の高まりや経済指標の予想比下振れを受けて、欧州では周縁国銘柄、米国では低格付け銘柄を中心に若干スプレッドが拡大したが、発行市場では米国及び欧州コア国の事業法人による起債がみられており、起債環境が目立って悪化している様子は窺われない。この間、(1)の国内市場だが、全体としてタイトな需給環境のもとで、流通スプレッドが低位で安定している状況に変化はない。業績不芳の電機セク

ターでは、一部先の信用スプレッド拡大が続いているが、格下げとなった先についても織り込み済みとの見方が大勢で、特段信用スプレッドが拡大する動きはみられていない。発行市場でも幅広い業種で順調に起債がみられている。また、ここにはないが、社債利回りが低下する中で、国内投資家はスプレッドの厚いサムライ債への投資意欲をやや強めている。このためサムライ債は大口起債案件が足許若干増え気味となっている。

図表 2-13 (2)、(3) は米欧の株価だが、欧州情勢の不透明感や経済指標の下振れを受けて、投資家のリスク回避姿勢が高まり、米欧ともに一旦大きく下落した。もっとも、足許にかけては欧州問題への対応や欧米における金融緩和への期待を背景に反発しており、期間を通じてみれば概ね横ばいとなっている。(1) のわが国の株価は、ほぼ米欧株価につれた動きを示し、今月初の下落局面では為替の円高方向への動きを嫌気した海外勢の売りが目立ち、TOPIXが1983年以来の水準に低下する場面もみられた。図表 2-15 で東証REIT指数の推移をご覧頂きたい。REIT指数についても、900ポイントを割り込むなど幾分水準を切り下げて推移する場面がみられた。これは、海外投資家のリスクセンチメントが悪化し、REIT市場への投資意欲を後退させたことが主因とみられるが、これまで投信法改正を見越して投資を増やしてきた動きが一服したとの見方もあるようである。また、図表 2-17 (2) の名目実効為替レートであるが、為替市場では欧州情勢を巡る不透明感の高まりに加えてグローバルな景気、特に米国経済の減速懸念を背景に、先月末にかけて円の名目実効レートが大きく上昇した。その後は、本邦当局による介入への警戒感や欧米の金融緩和への期待などからリスク回避姿勢が幾分後退し、実効レートは下落している。この間、ユーロについては、欧州情勢への懸念から対ドル、対円で大きめにユーロ安が進んだが、その後は欧州当局のスペイン支援策への期待もあって、足許では幾分水準を戻している。ドル/円相場等の動きは、図表 2-17 (1) のとおりだが、このうちドル/円相場の先行きについての市場の見方をオプション市場で確認すると、図表 2-18 (2) のリスク・リバーサルは、先月末に円高方向への動きが強まった際に、久方

振りにドルブット超となる場面がみられたが、介入警戒感が意識されるもとでポジションは現在ほぼニュートラルとなっている。図表 2-20 (3) のコモディティ市場だが、欧州情勢を巡る不透明感や米国経済や中国経済の減速懸念から総じて弱めとなっている。なお、金については、米国の追加緩和期待を材料にむしろ上昇している。

次に、前回会合後の市場動向と調節運営についてご報告する。まず、最近の特徴点を三つ申し上げる。第一に、明日の年金定時払い、来週の国債大量償還によって短期市場は大幅な資金余剰となり、当預残高は7月上旬には震災直後のピーク 42.6 兆円を上回る見通しである。その後9月半ばにかけては資金不足基調となるが、基金の積み上げが順調に進めば当預残高はこの間然程減少せず、30 兆円台後半から 40 兆円程度で推移しそうである。このため、市場参加者は余剰資金を長めのタームで運用するニーズを強め、短国をはじめとするターム物金利には、強い低下圧力がかかっている。第二に、国債のマーケットだが、10 年債利回りがやや大きめにアップダウンした一方で、基金の買入対象である残存 2~3 年債は利回りが 0.1%に釘付けとなっている。こうしたもとの、金融機関は、本行オペに応じて国債を売却するインセンティブを低下させている。新発 2 年債のイールドは 0.1%であるし、過去に 0.1%よりも高いレートで取得した残存 2~3 年債は手放したくない虎の子である。基金による国債買入れの先行きは、大手銀行が保有国債のデュレーション長期化に乗り出すかどうか、すなわち大手行が残存 2~3 年債を手放して売却代金を 5 年債などのより長めの国債に投資するかどうかにかかっている。第三に、国債買入れ以外のオペ運営も難しさを増している。特に固定金利オペでは、6 か月物の大幅な札割れが続いているほか、ここまで何とか札割れを回避してきた 3 か月物についても、大幅な資金余剰期入りを目前に控え連続で札割れとなった。基金運営に当たっては、一先当たりの応札限度額を引き上げたり、6 か月物のエンドを幾分早めに年末越えに設定するとか、基金による国債買入れの金額や残存期間ごとの配分を肌理細かく調整するなどの最大限の工夫を行って、その時々限界的な資金需要の取り込みを図っている。以

上が、特徴点である。

図表 1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね 0.08% 台で推移した後、最近では 0.07% 台で安定している。昨日は 0.081% であった。当預残高は、28 兆円台から 30 兆円をやや上回る水準へと増加している。先程申し上げたとおり、この先、さらに大きく増加する見通しである。次に、図表 1-5 で最近のオペ結果をご覧頂きたい。資金供給オペの表にあるように、この間、1、2 週間と短めの金利入札オペを 2 回実施している。当預残高が一頃より低めの水準で推移する中で、一部大手行が資金を抱え込んだことを契機に、翌日物金利に上昇モメンタムが生じるリスクが高まったことに対応したものである。その次にある通常分の国債買入れ——輪番オペ——については、5 月 18 日に実施した残存期間 1 年以下の買入れが札割れとなった。6 月 6 日実施分では何とか 1 倍台を回復したが、これまでの応札倍率が 3~4 倍であったことを踏まえると応札は引き続き低調である。特にこの日の輪番オペでは、ある大手銀行が持ち込んだ残存 1 週間の国債が応札総額の 4 割弱を占めていたことから、むしろ 1 年以下のゾーンのオペ需要の小ささを裏付ける形となった。資金余剰感の強まりを背景に、短国需給がタイト化するもとの、残存 1 年以下の利付国債についてもいわば短国の代替資産としての需要が高まっている。なお、物価連動債の買入れについては、市中残高の減少を踏まえて今回から 200 億円減額して実施している。次に、資産買入等の基金の状況だが、固定金利オペについては、先程申し上げたとおり、6 か月物で大幅な札割れが続いており、6 月 11 日オファーマ分の応札額が過去最低となったほか、3 か月物についても 6 月 6 日オファーマ分以降、札割れが 2 回続いた。その後、6 月 12 日実施分では、札割れこそ回避されたものの応札倍率は 1 倍強にとどまった。応札は、少数の特定先に集中していて、オペに対する需要は引き続き低調である。こうしたもとの、6 月 7 日オファーマ分からは、応札限度額を 3,000 億円から 4,000 億円に引き上げたほか、6 月 11 日オファーマ分の 6 か月物をやや早めながら年末越えとするなど、資金需要をできる限り取り込む工夫を行っている。基金の短国買入れだが、短国需給が逼迫し

ていることを踏まえて、5月15日に実施して以降タイミングを見計らっていたが、6か月物新発債の発行を捉えて6月12日に実施した。短国需給に対する影響に配慮して、オファー額を3,000億円から2,000億円に減額するとともに、長期国債の買入れと同様、一先当たりの応札限度額を従来のオファー額の半額からオファー額そのものに引き上げた。この結果、1.65倍の応札があったが、応札は少数の特定先に集中していて、需給のタイト化を裏付ける形となった。基金の長国買入れは、5月16日実施分において残存1～2年ゾーンが札割れとなったことを受け、5月25日実施分では、オファー額を6,000億円から3,500億円に減額するとともに、残存期間2～3年ゾーンを1,000億円から3,500億円に増額した。応札倍率は、それぞれ2.73倍、1.75倍となった。残存2年債も3年債もイールドが0.1%まで低下し、金利面での差異がなくなった状況では、新発債のフローがあって、伝統的にメガバンクが多く保有している1～2年ゾーンの方が相対的には札が入りやすいように窺われる。社債等買入れ、CP等買入れ、ETF・J-REITの買入れはそこにお示ししたとおりである。こうした買入等の結果、資産買入等の基金の残高は、6月13日現在で50.7兆円となっている。なお、米ドル資金供給オペだが、欧州情勢の不透明感が高まる中でも邦銀のドル資金調達環境は引き続き良好であり、実質的に応札ゼロの状況が続いている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表2-2のベシススワップだが、1年物と3年物でユーロ／ドルとドル／円の調達プレミアムが逆転するが、この辺のところを少し説明して頂きたい。

また全然違う話なのだが、最近、アメリカの金融機関の格下げが近くあるかもしれないという話があって、アメリカのストレステストで合格して

いるところの名前も挙がっている。そういう噂がある中で、アメリカのレポ市場などで金利が今上がっているという話があるが、その格下げの背景は欧州関係なのか。もしご存知であれば、その二点をお願いします。

青木金融市場局長

レポ市場の方は、幾つか要因があると思うが、一つはやはりMMFへの資金流入が少し細まっているということがあると思う。既然大分前の話ではあるが、MMFのいわゆる政府による保証がなくなってから徐々に落ちてきているということがある。それから、MMFの中でもいわゆるプライムMMFといったところは、やはり残高が落ちる方向にある。そういうこともあって、いわゆるレポ出しというか、そのところが少し細まっているということが一つあると思う。それから、もう一つあるのは、いわゆるツイストオペというものがあって、比較的短い方については金利が上がる方向にあるということで、その影響が何がしか及んでいるのかもしれないと言われている。従って、先程おっしゃったようないわゆる格下げとの関係が直接的な理由として論じられているということはありません。

それから、ベーススでユーロと円との間で逆転が起こっているところについては、実はよく分からないところがある。ただ、少なくとも図表2-2(5)の3年物のところでみた場合に、ドル/円の方がドル調達プレミアムが大きくなっているという部分については、1年物の説明にはならないが、よく言われるのは、外銀の円ビジネスが大分落ちてきてしまっているという中で、長めの円——であれば、1年は長めではないのかと言われてしまうのだが——に対するニーズが、ユーロに比べて小さいのではないかとということが一つある。もう一つは、リーマンの経験もあって、都銀が多分2011年の初め位からだと思うが為替スワップをベーススに切り替えていたと思う。その際に、勿論1年物というものもあると思うが、大分3年物にシフトしていたというようなこともあるのだろうと思う。いずれにしても、1年物と3年物の水準のところは、今はその位のことしか言えない。

宮尾委員

短期国債の市場が過熱しているということについてだが、少し雑駁な質問で恐縮だが、例えば、海外だと短期国債は非常に過熱して、フロア金利よりも非常に下がってマイナス金利になるようなことが起こっている。日本の場合は、0.1%に大体張り付いて、それよりも下がることもあるが、マイナスに突っ込むというようなことは起こらない。市場構造として、日本の金融機関がかなり沢山いて、われわれの付利金利の0.1%で裁定が働いているのだろうと思うのだが、最近では、海外の色々な投資家が日本の短国をかなり買ってきているということもよく聞く。質問は、結局なぜ日本の短国の金利は0.1%からそんなに下がらないのかということである。

青木金融市場局長

今、最後におっしゃった海外勢が入ってくるという場合には、付利とかそういうもののしがらみのない人達なので、むしろ0.1%からぐっと下に落ちていく。今は昨年夏以降に比べると、そういった海外からのフローはあるが、先程少し申し上げたようにロールオーバーのレベルにとどまっております、海外フローがどんどん増えていくというようにはなっていないというのが一つある。従って、例えば、短国に0.09%、0.08%と下げ圧力が強くかかっていないというのが一つである。もう一つは、先程市場構造とおっしゃったが、構造というほどすごい話ではないのだが、やはり都銀の行動なのだと思う。都銀は、少なくとも今の時点では、短国で0.1%より下にはまけてやらないという姿勢をまだ堅持している。従って、例えば、短国の入札があっても都銀は0.1%でしか入れてこない。一方、例えば証券会社などの人達は、今は短国へのニーズが強く、もしかしたら海外に売れるかもしれないということで、0.09%台でがっとうりにいく。従って、今短国の入札結果をみると、証券会社とか短資とかいわゆる業者と呼ばれている人達がほぼ全部さらっていく訳である。そうやって0.09%でさらっていったものを都銀が0.09%台で買うかと言うと、やはり都銀は「0.09%

では嫌だ、0.1%だ」と言い張っている。そこで睨み合いになって、それで最後は根負けして、証券が損でもいいから0.1%で都銀に売るというようなパターンが多い。であるから、都銀がまだしっかり頑張っているということが、構造というほど凄い話ではないが、そういうことも0.1%より下に突っ込まない背景になっていると思う。

宮尾委員

海外は、そういう日本の都銀のような人があまりいなくて、その他の人達が大勢いるというような理解で良いか。

青木金融市場局長

そういうことなのかなと思う。

森本委員

資金余剰感が非常に強い中で、オペでは色々苦労されているし、工夫しておられる。特に6か月物で、これから当預も非常に増えていく中で、今まではきっちり忠実にロールオーバーしておられるが、これからは市場の反応も少しみながら色々なことを考えていかなければならないのではと思う。今までは上限額を変えたりといった工夫をしておられるが、きっちりロールされてくるという前提で物事が進んでいるので、たまには少しロールをやめてみるとか、反応を色々みていった方が良いのではないか。

青木金融市場局長

これについては、色々考えている。少しだらしく聞こえるかもしれないが、6か月は放っておいても自然に札割れしてしまう。それで、ロールオーバーの形でオファーしても、上手いことというのも変だが、残高が減っていく。6か月物の方は15兆円から10兆円に目標残高が下がったが、下がった後の10兆円という目標残高に比べると、現在残はまだ13兆~14兆円位にあって、今はむしろ落としていくフェーズになっている。従って、

やや怠け者に聞こえるかもしれないが、取り敢えずオファーして割れるという形を繰り返しながら、その辺まで減っていく形で目標額に近付けていく。ただ、お感じのとおり、10兆円になった瞬間にぴたっと止まって、札がきっちり入ってくるのかということ、そういう自信は必ずしもある訳ではないので、今後もその辺は様子を見ながら工夫をしていこうと思う。特に、10兆円が近付いてきた辺りで、その段階での都銀とか証券の応札行動を見極めようと思っている。

白川議長

青木金融市場局長が言ったことも分かるが、森本委員がおっしゃったのは、むしろやらないことによって、札割れがあるかもしれないが期落ち分について必ずオペがあるという安心感を作らないということも一案ではないか、という趣旨で質問されたのだと思う。

青木金融市場局長

そういう考えも当然ある。3か月物などについても、時々抜いてしまつて、もしかしたらないかもしれないということで、取りにくるという気持ちを誘発するというのはあると思う。今後、様子を見ながら、そういったことも含めてやっていこうと思っている。

森本委員

応札倍率が非常に低く、市場の受け止め方がどうなるのかというのが気になるので、ぜひ色々工夫してほしい。

青木金融市場局長

今、色々もがいているところである。

森本委員

もがいておられるのはよく分かる。

西村副総裁

足許の円の動きと少し長めの予想についてであるが、足許の動きはびたっと張り付いてしまっているが、長めの方に関しては、然程方向感がある訳でもなくて、どちらかと言うと円安にみている人が多いように思うのだが、その辺の背景、あるいはわれわれが知っておくべきことがあれば教えて頂きたい。

青木金融市場局長

ご満足頂けるような答えではないと思うが、先行きについて円安ビューと円高ビューとどうかと言うと、先程もお見せしたリスク・リバーサルなどをみると、今ちょうどニュートラルになってきていて、必ずしも方向感が出てきていない場面だと思う。かつ、あまりにも短期的な話になってしまうかもしれないが、円高方向には介入の警戒があるし円安方向には業者の予約が入っているという形で、ぴったり挟まれた感じになっていて非常に動きにくい相場になっていると思う。従って、この先について円安ビューが格別強まっているというようにはあまり思っていない。

西村副総裁

1年とか少し長めの先の話はどうか。

青木金融市場局長

その辺はあまり確たることは申し上げられないが、ただ聞こえてくる声として、ずっと先に行くと円安だという声が格別強いようにも思っていない。むしろ自信を持って方向感を語る人をあまりみないという状況である。

門間理事

ファクトだけ若干補足すると、このリスク・リバーサルは、今ニュートラルと申し上げたが、そもそもドルベア・バイアスがあって、ニュートラ

ルが観察されたのは、前回は2003～2004年の相当介入をやった頃である。であるから、足許介入警戒感を反映している可能性が高いというのはそのとおりだと思うが、これが少し長めのビューをどの位反映しているのかというところは、定かではない。

山口副総裁

また為替の話である。冒頭に青木金融市場局長が欧州情勢について、当面のギリシャ問題とかスペイン問題を越えた後もなお予断を許さない状態が続くだろうと言っておられたが、それとの関係では、リスクオフの状態が続きがちだと考えた方が良くということになるのか。そうだとすると、為替相場の水準がどの程度かということはいがたいにしても、円高に向かう圧力は比較的長い期間に亘って続きそうだとということになるのか。

青木金融市場局長

欧州情勢のところは、確におっしゃるようなことだと思う。それから、あまり具体的ではないのだが、よく言われる財政問題という点について、一般的には日本の財政の先行きについて心配という声もある訳だが、マーケットの声としては、そこを本当に心配しているという感じが実はあまりない。少なくともマーケットの見方でいくと、確かに円安の方のリスクはあまりないのかもしれない。少なくとも欧州情勢のところは、長く続くという意味では、ユーロとの関係でいくと恐らくそうであるし、そういう意味では円に需要が集まってくる可能性は高いということだろうと思う。

門間理事

最初の方で青木金融市場局長が整理したが、為替を含めた金融市場全般に流れている要素として、欧州に対する懸念のみならず、アメリカ経済の減速懸念とか新興国が弱いということも意識されている訳である。その全てが実は欧州が根本なのであると考えてしまうと、おっしゃるとおり欧州問題が解決しない限りずっとリスクオフということになる。ただ昨年と若

干違うのは、昨年の夏はアメリカもデットシーリング問題でかなりのリスク・ファクターであったということに対して、今年はむしろリスクオフの中でドルも若干買われているといったようなこともある。それから、新興国の減速懸念がコモディティにも影響しているので、資源国の景況感にも影響し、資源国通貨の売りも関連しているというように考えると、全部が全部欧州と関連していると考えない限りは、他の要素が少し変わってくれば、リスクオン、リスクオフのバランスは多少変わってくるということと言えるのではないか。

白川議長

少し技術的な話だが、先程のリスク・リバーサルを読み方について、日本の場合には、貿易黒字、経常黒字があるのでナチュラルポジションとしてドル売りがあった訳である。従って、われわれはこれをみる時はあるところに線を引くが、それはゼロではなくてもう少し下のところにニュートラルポジションがあるというように読んでいた。それが、正確に幾つかは分からないが全体的に少し上がっている。そういう意味では、リスク・リバーサルの読み方自体も少し変わってきているのではないかという気もするのだがどうか。

門間理事

その可能性は十分にあると思うが、そこまで深い分析をしていない。検討課題とさせて頂きたいと思う。

白川議長

確かに数字で見るとニュートラルなのだが、元々相場観をみていこうということであるが、そういう意味ではベンチマークが少し変わってきているのだろうと思う。

門間理事

その可能性があるかどうかであるが、今の段階では、変わってきているとも何とも申し上げるだけの材料を持ち合わせていないので、検討してみたいと思う。

白川議長

国際局に聞いた方が良いのかもしれないが、欧米金利が既往最低の水準を付けてまた少し戻ってはいるが、その時に、先程青木金融市場局長がおっしゃったように、安全資産が不足しているということで買いが集まったのだと思うが、この金利水準の低下についてマーケットはどのようにみているのか。例えば、この前付けた水準よりもさらに下がることもあり得るとみているのか、その辺の感じについてはどうか。

青木金融市場局長

さらに下がる可能性は勿論あると思う。この辺は、日本の長期金利とは少し違う。日本の長期金利はこの辺が底で堅いという感じがある一方、ヨーロッパの長期金利、特にドイツの長期金利のところは、まだこの先下がっていく可能性は十分あると思う。既にファンダメンタルズでは説明できないようなところまで落ちている訳だが、今後さらに逃避が進めばもっといくのだろうと思う。やや大袈裟に言うと、ヨーロッパ問題が域内でコンテインされていて、比較的外に溢れ出ずドイツに集中して収まっていたのが、最近そういう動きがあるのは、ドイツの財政負担ということで、ドイツの国債が売られ金利が上がってくるという動きが出ているという面もあるので、ドイツの金利が一方的に下がっていくということに自信がある訳ではないが、もし安全資産への逃避がヨーロッパで起こった場合には、ドイツの金利が下がる可能性は十分ある。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済についてご報告申し上げます。席上お配りした国際局の資料-3（参考計表）追加分をご覧頂きたい。まず初めに、前回会合以降の動きのポイントを簡単に申し上げます。米国については、この間評価には変更なしである。欧州については、停滞しているという全体評価には変更はないが、実体経済の中身をみると、各国において企業マインドの改善が一服するなど弱めないし注意を要する点がみられているという点が変化点として挙げられる。一方、中国経済は、なお高めの成長を続けているが、5月の計数が先週金曜日に出たが、こちらをみても耐久財消費や固定資産投資の増勢鈍化が続いていることを踏まえて、成長ペースは鈍化しているという評価をしている。NIEs・ASEANは、堅調な内需の動きが続いており、全体として持ち直しということである。ただし、輸出の回復テンポは緩やかであり、モメンタムに今一つ弾みがかからない状況が続いているとみられる。このように、世界経済全体としてはなお減速局面を脱しておらず、改善の動きはみられるが、そのペースは緩やかである。こうした中であって、欧州債務問題は、ギリシャの再選挙を目前に控えてスペイン情勢を中心に市場の警戒感が一段と高まりをみせるなど、目下最大のリスク要因として強く意識される状況である。

まず、グローバルな製造業の動きから確認する。図表 1 (1) のグローバルPMIをみると、直近5月の計数だが、受注・在庫バランスはそれなりに改善している。もっとも、改善のほとんどは(2)の米国に依存している形である。(3)のユーロエリアでは、生産、受注・在庫バランスともに、はっきりと悪化の動きとなっているし、(5)の中国は、生産は増加を続けているが、受注・在庫バランスは改善ペースが鈍化している。(4)の新興国全体でも、生産、受注・在庫バランスの改善幅はやや縮小して

いるという形である。製造業の生産活動は、増加基調を維持しているが、その改善のテンポは依然として緩やかなものにとどまっているという姿が確認できる。

それでは、図表 2-1 の米国からみていきたい。(1) の実質個人消費は、引き続き底堅い動きを示している。自動車販売の増勢が幾分落ち着き、耐久財の増加ペースが少し緩やかになっているが、サービスや他の財消費が堅調な動きを保っている。(2) の消費者コンフィデンスも、軟調な株価にもかかわらず、原油価格の下落という要因に支えられる形で引き続き高水準で推移している。(4) の雇用者数増減は、このところ増勢が幾分鈍化しているが、私共は一時的な要因によるとみている。(5) では、暖冬の反動、自動車生産の増勢一服など一時的な要因の影響を受けやすい業種——具体的には建設業、運送業、人材派遣、娯楽サービスである——が白抜きの部分であるが、そうでない業種と分けてみると、その一時的な要因に左右されやすいところが増勢鈍化を形成しているので、その他の業種の増勢は維持されるという見方ができると思われる。次に、図表 2-2 で企業部門の動きを確認する。(1) 設備投資は、足許増勢が幾分鈍化しているようにみえるが、設備投資サーベイは先行きの増加を示唆している。(2) の稼働率は高水準にあり、設備投資の増勢が維持される一つの論拠として挙げられると思う。(3) の I S M は、製造業、非製造業ともに改善・悪化の分岐点である 50 を相応に上回る堅調な動きが続いている。次に住宅市場であるが、(4) の住宅販売をみると、中古販売についてこのところ緩やかな改善が続いている。もともと、在庫は高水準にあるため住宅価格の持ち直しに繋がるにはまだ時間を要すると思う。この間、(5) のネガティブ・エクイティ比率はなお高い水準にある。引き続き、バランスシート問題の重石は作用していくと考えるのが自然だと思う。それからもう一つ先行きに対する不安材料としては、米国財政問題が次第に思い出されているということだと思う。(6) の政策不確実性指数というのが、かなり不確実の方向に引っ張られている。消費者がみる政策に対する不確実性が、今後再びどのように影響してくるかという点も、米国の先行きをみていくうえで重要なポイ

ントであると考えている。米国は以上である。

図表3の欧州経済は、(1)の輸出受注PMIをみると、改善・悪化の分岐点である50を下回った状態が続いている。域内需要の低迷が足枷になっているということである。(2)の消費者コンフィデンスをみても、ドイツ、フランスでは持ち直しの動きが続いているが、イタリア、スペインでは悪化した状態が非常に深刻化している。(3)の失業率についても、ドイツ以外では上昇傾向が続いている。雇用・所得環境は、当面相当厳しい状況が続くということが不可避の情勢である。(4)の企業のマインドだが、周縁国は勿論悪化が続いているが、これまで比較的堅調を維持してきたドイツなどのコア国においてもこのところ改善の動きが一服している。(6)のユーロエリア複合PMIも低迷した状態が続いている。回復に向けた動きは、極めて緩慢なものだと思われ、これまでの金融面の下押しが周縁国を中心に建設投資、機械投資の減少を通じて確実に实体经济に影響を与えるという動きだと思われ。従って、欧州情勢の最大の問題は、周縁国、特にスペインにおいて、金融、財政、实体经济の三者の間の負の相乗メカニズムがもう本格的に起動し始めているということだと思われ。こうした下方スパイラルを防ぐための施策をどのように形作るかということが、一番の関心になっている。また、昨晚Moody'sはスペイン国債を3段階格下げした。この影響は今日以降出てくる訳だし、ギリシャの再選挙の結果もある。これらを受けて、来週のG20、ユーログループなど一連の会合での対応策の議論に強い関心が寄せられているという状況である。図表4-1で、欧州債務危機と金融市場の動向に簡単に触れたいと思う。前回会合以降、金融システムの懸念、地方財政問題の再燃という形でスペイン情勢が急速に悪化した。ドイツの国債金利は、先程青木金融市場局長から話があったように既往最低水準まで落ちた訳だが、(2)で対独スプレッドをチェックすると、スペインはかなり上方シフトし、これにイタリアも引きずられる形となっている。他方、その他の国については、概ね横ばいないしは幾分ではあるが下方シフトで、かなり選別色、両極化の動きが強まっている。図表4-2、4-3で欧州金融機関の資金調達環境をみると、少なくとも各種

の指標は表面的には落ち着いた状態を保っているが、ご承知のとおりこれはECBあるいはFedのドルオペ等に大きく依存している形であるので、いわば麻酔によって症状が安定しているという面も少なくないと思う。そういう意味では、楽観は決して許されないとみておくべきだと思う。図表4-4でスペインの金融機関を取り巻く状況は相当厳しいということを見て頂きたいと思う。(1)のオペ利用残高をみると、LTROを受けてスペインが急激に増加している姿が分かる。これは、負債の返済、国債購入に充てられたというように推察されるが、流動性のバッファーとして預金ファシリティにも置かれたということだと思う。(2)の民間預金残高をみると、バンクランではないいわゆるバンクジョグと呼ばれる緩やかな預金流出の動きが続いている。そういった中で(3)の預金ファシリティをみると、3年物のLTROにより獲得した余剰資金がスペイン金融機関で一部取り崩される姿がみて取れる。さらに、直近までの数字が入っている(4)のカバードボンドの対独国債スプレッドをみると、スペインについては相当上昇している。スペインの金融システムに対する市場の評価は、かなり厳しいとみられるということである。

次に、新興国経済である。まず図表5-1の中国をご覧頂きたい。中国経済は、なお高めの成長を続けているが、その成長ペースは足許にかけて鈍化している。(1)の生産は、引き続き鉄鋼などが鈍化しているほか、機械類も幾分弱めの動きとなっている。もっとも、(2)の建築材市況の動きをみると、下落基調にあるがその下落テンポはやや緩和しつつあるように見受けられる。(3)の固定資産投資をみると、なお高めとはいえ増勢の鈍化した状態が続いている。もっとも、内訳をみると、不動産投資の鈍化傾向には一服感がみられており、これは明るい材料の一番目と言えらると思う。次に消費動向をみると、(5)の小売売上高は、なお高めだが耐久財消費を中心に増勢が鈍化している。内訳をみると、5月は家電が大きな落ち込みをみせている。(6)の自動車販売をみると、前期比ベースでは冴えない動きが続いている。しかし、特に家電の落ち込みについては、住宅販売の伸び悩みに伴う影響はあるが、補助金政策の実施待ちで買い控えの動きが広

がっている可能性も相当高いのではないかと思う。今後、政策面での後押し効果が、大体来月以降、徐々に現れていくと思っているが、それも先行き好転を期待できる材料の二番目として考えられると思う。一方、外需については、図表5-2(2)の輸出ははっきりと増加している。世界経済の状況を踏まえるとやや出来過ぎという感じはあるが、幾分割り引いてみても、5月単月が少し良かったので4~5月平均でみると、米国向けなどでの持ち直しの動きが確認できている。これも明るい材料である。最後に物価であるが、豚肉、食料品価格の下落などを受けてインフレ率は低下しており、購買力の押し上げ、それから金融緩和の余地拡大という点からも改善の動きと捉えられる。金融緩和については、ご承知のとおり利下げがあった。そういった中で、(5)新規貸出も足許は相当のペースで増加している。こうしたことを踏まえれば、中国では、基調的な雇用・所得環境の改善という基本的なメカニズムはなお健在だと思っており、金融緩和などの政策対応が下支えになって、成長のモメンタムを取り戻していくと考えている。時間が長くなってきたので、図表5-3で新興国のNIEs・ASEANについて、一言申し上げたいと思う。(1)、(2)が示すように輸出や生産は持ち直しつつも、中国向け、欧州向けの輸出の伸び悩みもあって、その回復テンポは緩やかなものにとどまっている。もっとも、(3)①で示すように、内需は個人消費、設備投資も併せて堅調な状況が続いている。②のブラジルをみても、設備投資は冴えないが個人消費は堅調に回復している。(4)の消費者コンフィデンスも改善に向かっており、先行き個人消費の底堅さは続くものと考えている。それから、(5)にあるように他の新興国でも金融緩和が進んでおり、景気の下支えをするとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

図表3の(5)のドイツの投資財受注のところだが、ユーロ域外、国内、ユーロ域内のうちユーロ域外がしっかり伸びているのが目に付いた。中国が減速している、NIEs・ASEANも輸出が若干伸び悩んでいるという中で、ドイツのユーロ域外への輸出、投資財・資本財出荷が伸びているということは、どう考えたら良いのか。やはり米国が強いという理解で良いか。中国もそこそこ伸びているということか。

大野国際局長

おっしゃるとおりである。一番大きな部分は米国である。それからもう一つは、中国からの投資財受注はそれほど減っていないが、背景は多分二つあると思う。一つは、例えば自動車関係の資本財といったドイツが得意とする分野であるということ。それからもう一つは、為替がドイツにとって有利に働いているということ。この二つがあると思う。

白井委員

図表2-1(5)のアメリカの雇用者数増減で、先程の説明では、伸びが結構落ち込んだがこれは一時的で、その要因として暖冬ということ挙げられており、これからもある程度の伸びは続くという話であった。その関係で二つ質問がある。最近、バーナンキ議長がスピーチで、最近の雇用の伸びが大きく減ったことが過大に評価されているということで、二つ理由を挙げている。一つは、日本の鉱工業生産と同じ問題だと思いが、季節調整の歪みにより、リーマン・ショック後の秋のところが非常に厳しく出るため季節調整で上げるので他の時期が下がっているという歪みである。もう一つはリーマン・ショック直後に急激に減った雇用を急激に上げたことの反動ということである。もしそうだとすると、季節調整の歪みのところであれば、実態はそれほど悪くはないだろうということの良いのだが、もう一つのショック後の急激な上昇がなくなると、伸びはそれほどないのかなという気もするが、その辺はどのように考えているのか。

もう一つは、今の説明では、恐らくアメリカの失業問題は循環的な要因とお考えだと思う。イエレン副議長が、最近のスピーチでその話をされており、循環的だとおっしゃっている。多くの人は、ミスマッチがあるから構造的な要因であると言っているが、そうだとすれば雇用はそんなには回復しないということになる。その辺をどう考えるかだが、イエレン副議長は、なぜ循環的かという理由を挙げているが、企業側からみて、求人を出した時にどれだけ fill the position と感じるか、埋められているかということについては結構高く、もし本当にミスマッチであればそうならないはずなのに、求人を埋めることができていると主張している。だから、彼女は循環的ではないかと言っているのだが、その辺はどのようにお考えか。

大野国際局長

一つ目のバーナンキ議長がおっしゃっていた季節調整の話については、これはあるかもしれないが、これであれば3か月も4か月も続くものではないので、あと1、2か月みればどの程度であったかは確認できると思う。季節調整の影響があったことについては多分そうだろうが、それほど大きいものではないのではないかと、というのがわれわれの評価である。それから、もう一つのショックの後の云々ということも、そういう部分は勿論あると思うが、その後の稼働率でみて頂いても、設備稼働率は非常に高いところまで戻ってきているし、労働時間等をみてもかなり労働時間が増えているということからすると、企業サイドとしては、先行きに対する企業の見通しがもう少し明るくなれば、潜在的な雇用の需要が出てきてもおかしくないと思っている。

二番目の循環的なものかミスマッチかという点については、これは白か黒かということではなく、恐らくその間ではないかと思っている。今の米国の経済の実力からすると、4月、5月については雇用者の増加は大方の予想比かなり低い訳であったし、われわれが思っていたよりも低かったが、循環的な要因は決して少なくないと思っている。この先の米国経済が私共の標準的なシナリオどおりいくのであれば——まだずれているとは思っ

ていないが——、少し幅はあるが、高い方で言えば月 15 万人程度、もう少し慎重であっても月 10~15 万人位のペースの雇用吸収力はあるのではないかというような見方をしている。

西村副総裁

私はいつもミスマッチを強調しているが、ミスマッチが構造的だというのは少し言い過ぎである。どうしてかと言うと、ミスマッチというのは最初は循環的なところから出発し、それがずっと続くと構造的なものに転化する。と話している時もそうだが、基本的にはそこが一番怖いので、循環的な問題にとどまるうちに頑張って元に戻さなければならぬというのが基本的な考え方である。それから、充足率が高いというのは、データが色々あって相互にコンフリクトしているのでよく分からないところがあるが、JOLTSのデータをみている限りにおいて、求人率はずっと高いままなので、もしそれが高いまましかも充足率が高いとすると、凄くターンオーバーが増えていないといけない訳であるが、ターンオーバーは増えていないので、そのところがよく分からない。こういうケースの場合は、暫く待つとデータが変わる、ということが言われているので、まだ *The jury is still out.* という状況だというように思う。

石田委員

米国経済のところの図表 2-2 (5) のネガティブ・エクイティは、新しく出てきた図表だと思うが、この定義は何か。

大野国際局長

ネガティブ・エクイティか。住宅ローンを借り入れて住宅を持っている方々のいわゆる資産価値である。

石田委員

ネガティブ・エクイティになっている部分の総ローンに対する割合か。

大野国際局長

借入れをしている人達の総数が分母である。30%位行っている。

石田委員

そうすると、ショックが起きたのが2008年で、2009年辺りから出てきて、住宅価格の低下がここへきてずっとスローになっているが、その間に、悪いものについてはフォアクロージャー——競売——が行われ、悪いものから落ちていっていると思うが、このように比率が上がっていくというのが少し考えられない。

西村副総裁

これは、実際は、フォアクロージャーがかなり遅いということか。

石田委員

遅いが、減っていったことは確かであろう。全体のポートフォリオの中からネガティブ・エクイティの悪いものから落ちていっているはずである。売られて、ローンがなくなる訳だから。

西村副総裁

ただ、これはネガティブ・エクイティだけであり、払っている人はまだ…。

大野国際局長

生き残っている人である。

石田委員

そうすると、母数自体が減っているということか。

大野国際局長

そうである。分母から全部抜けてしまうと、分母も分子も抜けてしまうということであろう。

石田委員

分母と分子が一緒に抜けてしまうから比率が上がる、ということか。そうすると、これは経済的にはどういう意味があるのか。

大野国際局長

破産してフォアクロージャーで抜けるという人ではなくて、自力で生き残っていける人が……。

石田委員

返している人が段々減ってくるから、比率が上がるというのは、それは当たり前ではないか。

西村副総裁

その他にやはり実質の住宅価格の低下がずっと続いているから。

石田委員

これはノミナルであるな。

西村副総裁

これは名目であるから。ただ、実質と言っている場合には、結局自分達の賃金の上昇率は、物価の上昇率と比べた場合、そんなに高くないから。

石田委員

これは、ローンの残高に対する比率ではないか。これは、所得に対するネガティブ・エクイティか。

大野国際局長

残高である。

石田委員

そうしたら、これは何を意味しているのかということがよく分からない。要するに 22%から 32%になれば悪いということであろう。何で悪いかと言ったら、悪いのがなくなったから、良い人だけ残ってしまったので数字が高く出るということを説明しているのか。分からないから聞いているだけである。

西村副総裁

データの出所の Z i l l o w というのは、別にオフィシャルなところではない。ここについては、少し調べて頂いた方が良い。

石田委員

とにかく教えて頂きたい。

大野国際局長

了解した。

森本委員

ヨーロッパの情勢は、6月末までのイベントを色々みていかなければならないと思うが、そういう中で先程スペインの数字を説明して頂いた。そこで、イタリアなのだが、今のところはスペインの陰に隠れてつれたような動きという位置付けになっているが、7~10月位にイタリアは国債の大量償還を迎える。2~4月ほどの数字ではないが、結構大きい。この辺は何かリスク要因として浮かび上がってくる可能性はあるのか。その辺に対する感覚を教えてもらいたい。

大野国際局長

既にスペインのところに来たということが、ギリシャできっちり止められなかったということからすると、いよいよ本丸まで入ってきてしまったということだと思う。スペインは、少し前まで財政、特にフローについては優等生だと言われていた訳だが、今の状況においては、金融システムは駄目、財政についても全然サステナビリティが維持できないという状況にまで至っている。その中で恐らく一番重要なのは、説明の時に申し上げたが、実際に経済活動が思った以上に停滞、下落し、それが財政に対してフィードバックし金融面にも、といういわゆる三者の相乗効果が発動してしまっている訳である。イタリアについては、現状、財政についてはフローとストックがスペインとは逆である。そういう意味では、スペインとイタリアを分割するという考え方はあり得ると思うが、実体経済の悪化度合いは、スペインとイタリア、両方を比べても相当下振れしているというところは共通である。ただ、もう一つ違う点は、恐らくバンキングシステム、金融システムの歪み方と潜在的な不良資産の保有という点であり、この点ではスペインよりイタリアの方がましである。これはプラス材料であるので、現時点において、イタリアがスペインに引きずられるという可能性はそう高くはないとは思いますが、情勢の変化とマーケットの非常に強い圧力ということを考えた場合には、イタリアとしてもそう呑気に安心してはられない状況ではないか、注意は怠れないのではないかと考えている。

中曽理事

中銀コミュニティでの聞き伝えになってしまうが、イベント的なものに何があるかということについては、まず全体としては、経済政策についてモンティ首相は相対的に評価が高いのではないかと思う。そう申し上げたうえで、まず国債については、確かにこれから償還のこぶがあるが、これも聞くところによると、わりと発行環境の良い時に前倒しで発行を進めている。それから銀行セクター全体としては、確かにスペインより良いが、

少し気になるのは、個別の銀行のCDSをみても、中にはむしろスペインのコマーシャルバンクよりもプレミアムが高いような個別行もあるので、スピルオーバーがある分、個別の銀行のCDSの спреッドなどを追っていく必要もあるのではないかと考えている。

山口副総裁

なかなか難しい問題ではあると思うが、ポルトガルとアイルランドはどのようにみてもおけば良いか。色々な国の名前が忘れられていたかと思うとまた登場するということの繰り返しなのだが、図表 4-1 で対独spreッドの期間のストラクチャをみると、確かに少し落ち着いてはいるが、水準自体はかなり高い訳である。この辺りはどうみておいたら良いか。

大野国際局長

ポルトガルとアイルランドについては、今は多少サイドラインにあると思うが、ポジティブな評価としては、ご承知のとおり両方ともIMF、トロイカのプログラムが走っている。そのプログラム自体は、ギリシャについてはオフトラックということでここまで来たし、スペインについても現実的なプログラムを作るのがかなり難しいという状況であるが、ポルトガルとアイルランドについては、それなりにしっかりと遵守し、アイルランドについては銀行システム、金融システムの再建といったところはそれなりに進んでいるという評価で、今のところは大丈夫だと思う。ただ、今は要するにIMFのプログラムがあるので自力で資金を調達しなくて良いという、ある意味で病院に入っている状況にあるので、この水準自体が、彼らが今退院した時にこれで持つかということ、決してそうではないという意味では、引き続き努力は相当必要な状況であるということである。

山口副総裁

アイルランドの住宅価格は、どうなってきているのか。

大野国際局長

アイルランドは相当下がったので、それほど回復しているという訳ではないがそろそろ底を打ちつつあるというのが、1年位前の状況だと思う。イギリスよりもう少しまし位の感じだと思う。アメリカよりは大分良い状況ということである。

西村副総裁

アイルランドは最近あまり状況が良くないと聞く。私が間違っているかもしれないが。

大野国際局長

凄く良いということは全然ないが、これだけ欧州情勢が厳しい中では、踏ん張っているということではないかと思う。

白川議長

他にないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

事前にお配りした資料-4（参考計表）を中心にご説明し、本日もお配りした追加資料は、企業部門と物価のところでは少し触れたいと思う。

まず、事前の資料-4（参考計表）の図表1の実質GDPで1～3月の2次QEが出た。前期比が+1.2%、年率が+4.7%と1次QEから少し上振れた。これは法人季報を踏まえ、設備投資の寄与が-0.5%から-0.3%と上方修正されたことによるものである。前回申し上げたとおり、1～3月は閏年要因などで嵩上げされているということではあるが、輸出が横ばい

の中でも国内需要が支える形で経済活動は幾分持ち直す姿を示したものと思う。問題は、4月以降も大きな反動が出ることなくしっかりした動きが続いているかどうかということであるが、その点についてこれから確認していきたいと思う。

図表4の公共投資には特に新しい数字はないので、図表5の通関の輸出入をご覧頂きたい。4月の数字が出ているが、四半期のところで数字を申し上げますと、4月の1～3月対比で輸出は+6.2%、輸入は+2.1%となっている。輸入の方はあまり基調は変わらず、均してみても緩やかな増加ということだと思うが、輸出が久方振りに増加に転じた。図表7の実質輸出の内訳では第2四半期のところで(1)の地域別にみると、上から下まで全地域向けが増加している。ただ、米国向けの+7.2%は少し高過ぎるという感じもある。EUについても増加に転じているが、EUの経済情勢からみれば一時的と考えておいた方が良くはないかと思う。また、2四半期連続で減少していた中国、NIEsも、この4月は増加した。これは中間財あるいは情報関連財を中心に増加しているが、基調的な動きかどうかは不確実性が残る。このように輸出には増加の動きがみられるが、はっきりと増加に転じたかどうかの見極めはもう少し時間が必要だと考えている。先行きについては、今月もやはり緩やかに増加していくと考えているが、欧州経済の停滞が暫く長引きそうである、あるいは日本からの輸出ウエイトの高い中国経済の減速がやや長引いているということであるし、企業ヒアリングでも自動車関連は米国を中心に比較的堅調だという声が多い訳だが、一方で競争力低下が目立っている電気機械、あるいはアジア市場で伸び悩みが続く鉄鋼、化学などを中心に、回復はもたつくといった声が現時点ではなお多い。こうしたことを踏まえると、輸出の回復については、これまでみていたよりも幾分後ずれ、あるいは回復するとしても当面そのテンポはかなり緩やかとなると考えておいた方が良くと思う。

続いて本日お配りした資料-4(参考計表)【追加】に沿って企業の収益と設備投資についてご説明したい。図表1は企業収益であるが、法人季報の1～3月の数字が出ている。経常利益率は全産業全規模で3.72%と、前

期の横ばいの後1~3月期ははっきりと上昇した。図表2の業種別・規模別の企業収益のグラフをご覧頂くと分かる通り、(1)、(2)の製造業についても少しは増加しているが、増加が目立っているのは(3)、(4)の非製造業であり、(3)の非製造業大企業の電力を除いたものはかなり高い水準である。(4)非製造業中堅中小企業についてもかなり高い水準になっている。勿論、サンプルによる振れの可能性には注意が必要だが、他の指標と併せて考えても、内需の堅調が関連業種の収益増に結び付き始めていると考えて良いのではないかと考えている。そのもとで図表3の企業マインドは5月の月次の指標が出揃っている。これをみる限り5月は上から下までざっとご覧頂いても分かる通り、大体横ばいである。ただ、5月は株価がかなり落ちたことが何がしか影響しているのだろうと思うが、そのわりには総じて底堅い。数か月を均してみると改善傾向と言って良いのではないかとと思う。次に、図表4の設備投資関連をご覧頂きたい。設備投資関連指標も足許緩やかな増加基調だと思う。法人季報の1~3月は、10~12月にかなり高い伸びとなった後、反動減となっているが、反動は小幅にとどまっている。4月以降はどうかということだが、先行指標等の表のうち一致指標である資本財総供給(除く輸送機械)の4~6月をご覧頂くと、1~3月は少し減少したが4~6月は再び増加している。先行指標は、建築着工床面積が4月は弱い数字であったが、振れも大きいのももう少し状況をみていく必要があると思う。一方で、ウエイトの高い機械受注だが、これも振れは大きい、4月はむしろ逆にやや高めの伸びとなった。全部を総合してみれば、緩やかな増加基調が続いているということの良いのではないかとと思う。設備投資計画が出ているが、図表8は日経の設備投資動向調査である。これは大企業、上場企業ということになるが、(1)大企業全産業のグラフの日経調査をご覧頂くと、数字で書いてある通り2011年度が+6.7%の後、2012年度の当初計画が+16.8%となっている。これには海外投資が含まれているためやや嵩上げされている面があるが、それを除いても比較的堅調な計画ということではないかと思う。(2)製造業、(3)非製造業とも増えている訳だが、製造業はどちらかと言うと海外投

資が引っ張っている。非製造業は国内が中心で、例えば鉄道や運輸のインフラ関連などが結構強いと聞いている。昨日夕方に出た中小製造業の設備投資計画が図表9にあるが、(2)の設備投資計画の修正パターンのグラフをご覧頂くと、まず2011年度が+18.6%で着地し、かなり高い伸びとなった。サンプルの要因もあるかもしれないが、かなり高い伸びである。2009年度にドンと落ちた後、2年連続で戻ってきているが、まだ戻りきっていないということだと思う。2012年度の当初計画は-5.2%と、まだマイナスではあるが、過去の平均に比べると、それなりに堅調なスタートとなっている。このように設備投資は回復基調にあるという判断で良いと思うが、これまで何度かご説明したとおり、その背景としては、一つはリーマン・ショック後大幅に落ち込み、維持・補修もできなかったというところから、緩やかな復元の過程にあるということがあると思う。そういう中で、震災後の設備修復、BCPや耐震強化などの動きが支えているということだが、足許では、企業収益が1~3月辺りから持ち直し始めているので、この辺りが下支えに寄与し始めた可能性もあるということだろうと思う。

資料-4(参考計表)の図表24の個人消費をご覧頂きたい。(3)のグラフをご覧頂くと、1~3月までGDPの消費が載っており、4月の総合指数、あるいは私共が同じような作り方で作っている包括指数を載せている。GDPの1~3月が前期比+1.3%とかなり高かったので、われわれはこの4~6月は多分反動減になるのではないかとってはいるが、4月の数字に限ってはまださらに増加しており、今のところかなりしっかりした動きが続いているということだと思う。その中で一点だけ申し上げておきたいのだが、図表25(2)の耐久消費財の自動車販売については、足許引き続き高水準だが、これは小型車中心である。足許高水準なので、補助金が切れる時期が思っていたよりも少し早まり、7月末にもということが言われ始めている。やはりその後は、反動減が出ると思う。この辺りがどの程度かは分からないし、自動車会社もまだ十分には掴みきれていないようだが、そこは注意してみていく必要があると思っている。

図表27は消費者コンフィデンスである。(1)、(2)には二つの数字があ

るが、生活不安度指数は、大体株価に振られるので足許下がっているのはそのためだと思う。消費者態度指数についてはじわじわと改善が続いているということである。その背後には、基本的には雇用環境が改善してきているということがあるのだろうと思うが、中身をみると収入も先々上がるという見方が少し増えてきている感じがあるので、所得見通しも多少明るくなりつつあるということも影響しているのかもしれない。

家計支出でみると、図表 28 で 4 月の着工戸数が 89.6 万戸とまずまずの高水準となっている。前年比でみると +10.3%だが、これは前年の 4 月が落ち込んだということも影響しているが、この 10.3%のうち東北の被災 3 県及び茨城県の寄与が 4.4%ポイントあるので、そういう被災住宅の建て替えが出てきているというように思う。首都圏のマンション販売は 4 月が 6.2 万戸とある。少し出来過ぎだと思うが、業界では昨年度の 4.5 万戸に比べると今年は少なくとも 5 万戸位にはなるのではないかとということで、供給の正常化に伴ってペントアップ需要も出てきているということだろうと思う。

続いて図表 30 の生産・出荷・在庫関連指標である。先程 4 月の確報が出たので、口頭でその数字を申し上げたい。この四半期のところの数字を申し上げると、生産の 4~6 月と示されている 4 月の 1~3 月対比は +0.5%となっているが、これは少し下振れて +0.1%である。これは化学とか食料工業品が下振れたということである。公表ベースでみると 1~3 月が +1.3%の後、4 月が横ばいということになるので、少し減速した形にはなるが、基本的には季節調整の歪みが影響していると思っている。ここには数字は書いていないが、私共が試算している調整ベースで申し上げますと、1~3 月の前期比が +0.3%、4 月の 1~3 月対比が +0.6%ということであるので、じわじわ上がってきているということだろうと思う。企業へのヒアリング情報、あるいは内外需要の動向も踏まえると、生産は横ばい圏内を脱しつつあるという評価で良いのではないかと思う。ただし、現時点での企業の声を総合すると、輸出に明確な増加がまだ見込めないことから、持ち直しのペースは緩やかであるということだろうと思う。また、海外経

済の減速リスク、あるいは先程も申し上げたエコカー補助金切れに伴う反動減の可能性など下振れリスクには注意が必要だと考えている。

続いて雇用関連である。図表 34 の有効求人倍率の 4 月はさらに改善して 0.79 倍となり、2000 年代の平均は 0.76 倍であるのでそれを若干上回る数字となった。それに先行するとみられる新規の求人倍率も振れを伴いながらも上昇が続いている。一方、労働力調査の完全失業率をみると、4 月が 4.6% とほぼ横ばいが続いている。有効求人倍率の上昇と併せて考えると、足許でやはり被災地を中心にミスマッチが幾分高まっていると考えておいた方が良いのではないかと思う。ただ、図表 35 (1) の失業率と有効求人倍率をご覧頂くと、やはり労働力調査というのはかなり振れがあり、昨年も失業率が一旦下がった後増えているので、こういう振れがある統計であるということではあるが、数年単位で見れば失業率は緩やかに低下、有効求人倍率は緩やかに上昇ということであるので、ミスマッチの程度がどの程度かということについてはもう少しデータをみていかなければならないと思っている。図表 34 の毎月勤労統計である。賃金だけを上げると 3 月が前年比で +0.9% の後、4 月も +0.8% とやや高めの伸びとなった。4 月は確報で少し下振れる可能性もあるので、これが最終決定という訳ではない。この背景だが、前年比の計数なので、基本的には今年の 3、4 月が震災で落ち込んだことの反動だと考えている。ただ、経済活動が少し持ち直してきている感じがあるので、それに伴う労働時間の増加で賃金が増えるということも多少影響している可能性があると思う。因みに 3~4 月で賃金だけを 2 年前と比べてみると実はゼロ% である。ということはあまり上がっていないともみえるが、実は賃金はここ数年、下方トレンドにあるので、それを勘案するとまずまずだと思う。季節調整値を試算してみると、ここ数か月少し持ち直す兆しがあるということである。これが基調的なものかどうかは、やはりもう少しデータの蓄積を待つ必要があると思う。私共は前々から申し上げているとおり、この夏の賞与が弱いのではないか、あるいは公務員給与引き下げの影響が出てくるのではないかとということで、現時点でも賃金は当面精々横ばいと想定を維持している。

ただ、内需の堅調さが労働集約的な非製造業の持ち直しに結び付き、その分雇用者所得を想定以上に下支えし始めている可能性も、一応念頭に置いておきたいと思っている。

最後に物価である。本日お配りした資料-4（参考計表）【追加】の図表10をご覧ください。まず国内企業物価は、5月は前月比で-0.4%と下落に転じている。これは国際商品市況の下落を反映したものである。3か月前対比も+0.3%とプラス幅が縮小しており、恐らく3か月前対比でみても6月には少しマイナスに転じるだろうと思う。一方、C S P Iの4月は、除く国際運輸でみて+0.4%とプラスに転じている。これは昨年春に震災の影響で一部弱くなったことの反動が出ている面もあると思うが、内需の持ち直しが背景となっている部分もある。具体例を申し上げますと、広告については自動車を中心に足許は少し増えているということであるし、ホテル宿泊もインバウンドの戻りがしっかりしているという話もある。それ以外でも、新年度の価格改定について、ソフトウェアや廃棄物処理、あるいは陸上貨物輸送というところで需要堅調やガソリン高などを転嫁するという動きも僅かではあるが出ているということである。全国のC P Iは除く生鮮食品で、4月は+0.2%と3月と変わらなかった。東京はマイナス幅が拡大した訳だが、東北等が良くて変わらなかったということである。ただ、5月の東京をみる限り、マイナス幅が拡大している。これは、一頃実勢に比べて少し強めに出過ぎているかなと思われるテレビの反落があったということが主因である。こうした動きや足許の原油価格反落を踏まえると、5月以降当面は若干のマイナス領域を含め4月より多少弱め、ゼロ近傍で推移するということだろうと思う。

最後に纏めさせて頂きたいと思う。まず実体経済は、現状は内需の堅調が続いており、輸出・生産にも持ち直しの動きがみられることを踏まえると、緩やかに持ち直しつつあると判断を多少進めることで良いのではないかと思う。内需が堅調に推移するもとで関連業種の収益が増え、まだ不確実性は高いが、雇用者所得は若干持ち直しの可能性も出始めているということかと思う。勿論、見極めにはもう少し時間が必要であると思うが、多

少大胆に申し上げれば、内需にポジティブなショックが加わって、所得形成の波及を通じて、国内需要を支えるという循環メカニズムが働く兆しがみられなくはないということだと思う。その起点は、主に昨年秋以降の幅広い意味での震災関連需要の増加、もう一つは、高齢者ビジネスなどへの取り組みが何がしか奏功し始めていることも影響している可能性があると思整理できる。こうした内需の堅調さを踏まえると、先行きについては、先月もその可能性を一応指摘していたが、中国経済の減速が長引くなど外需回復が後ずれするということを念頭に置いても、今のところ、年度前半には緩やかな回復経路に復していくという展望レポートのシナリオを維持することで良いのではないかと考えている。そのうえで、内外需のバランスが想定に比べ幾分変化している点を踏まえた表現の微修正が必要かと思う。しかし、内需についてはぐいぐい増えるというよりは、じわじわ増えるという感じである。先行きは自動車の補助金効果が切れる、ペントアップ需要がいつまで続くか分からない、秋以降公共投資が高水準ながら伸びは鈍化してくるだろうということなどを踏まえると、やはり外需が上がってこないとどこかで息切れする可能性があると思う。消費者物価については、当面ゼロ近傍で、リスクとしては原油価格が相当下がっているのでその辺りのリスクを中心に考えておく必要があると思っている。私からは以上である。

白川総裁

ご質問をどうぞ。

森本委員

物価に関し先程テレビの話があった。2月は品目の変更があり下げ止まりという話もあったが、5月東京のところでも落ちたという話であった。今日、業界の販売情報として、5月は5万円弱で下げ止まってきているという報道があったが、この対象品目はよく分からないということはあるが、その辺に対して何か聞いておられることや感触があればお願いします。

前田調査統計局長

テレビについては、実は、全国と東京で少し違った動きであり、全国の方が少し高めである。元々2月に鈍化した時に、「何だこれは」という位に実勢に比べて強く出過ぎており必ず反動が出るのではないかと思っていたので、いつ出るかは予想しなかったが、今反動が出たからと言って特段の驚きはない。反動は出たが、昨年と比べれば前年比のマイナス幅はかなり小さいという状況である。森本委員がおっしゃったように、われわれも実はPOSデータ——今日新聞に載っていたものと同じもの——を毎月みているのだが、傾向的にはテレビ全般にマイナス幅は縮小してきている。プラスになったとまでは言いがたいと思うが、下落テンポは緩やかになってきていると理解している。背景は幾つかあるのだが、一つは去年は地デジへの移行の関係で作り過ぎ在庫が溜まって、それをはくためにどんどん値下げしたということなのだが、在庫調整がどうやら一巡しているということがある。二つ目は、メーカーにとっても流通にとっても採算の取れる水準ではなく、しかも値下げしたからといってあまり売れないなという感じになり、主力品目として値下げして販売するという感じではなくなってきているので、1年先、2年先は分からないが、方向性としては、暫くはマイナス幅は緩やかになっていくということの良いのではないかと考えている。

森本委員

東京の5月が少し弱めに出過ぎている感じがある。

前田調査統計局長

これは、まず少し強めに出過ぎていたのが取り敢えずそれがはけた位に考えて良いと思う。そういう意味で言うと、5月が下がったから6月以降も前月比で同じような下がり方をするかという点、多分そうではないのではないかと考えている。

森本委員

細かいことを聞くようだが、エアコンの方はまだ下げ止まっていないという感じか。

前田調査統計局長

全般的に、家電は一頃に比べると下げ足が少し鈍ってきている感じがあると思う。エアコンについてどうだったかは、必ずしも記憶にある訳ではないが、方向性としてはそのような感じではないかと思う。

白井委員

今の資料-4（参考計表）【追加】の図表 10 でC S P I、企業向けサービス価格が久し振りにプラスに転じている。要因としては、広告やホテルなど内需の持ち直しなど色々あるが、内需関連を除いても良いということだと思う。また、例えば廃棄物処理や、もしかしたら建設・設計などの復興関連もかなりあるのではないか。広告も、新車のモデルチェンジや補助金が切れる前にとということもあると思う。質問は、この久し振りのプラスの傾向が暫く続くとみているのか、あるいは一時的とみているのかという点を、感覚的で良いので伺いたい。

もう一つは図表 8 の設備投資だが、先程、今までは設備投資があっても更新投資が中心で、どちらか言うと減価償却などに見合わない感じであったが、この日経調査などをみると、海外も入っているからよく分からないところはあるが、かなり強いかもしれない。そうすると、設備投資の勢いは、減価償却を超えていくような強さなのか、それともそこまではいかないのか、どのようにみているのか。

前田調査統計局長

まず、一点目のC S P Iだが、数か月前にも一回若干プラスになったのだが、遡及改定でそれが下方修正されたということがあるので、プラスが

持続するかどうかと言われると、私も正直自信がない。ただ、マイナス領域から下げ止まってゼロ近傍になってきたということまでは言えるのではないかと思う。例えば、過去3年位については、4月は新年度の価格改訂の時期に当たる——全部が改訂される訳ではないが——が、いずれも前月に比べて下がっている。去年は震災の影響もあって0.7下がり、2年前は0.8下がっているのだが、今年の4月は前月比でゼロだった。一時的に広告が増えているということもあると思うが、どんどん下がるという感じではなくなってきたのではないかと思う。

二点目の設備投資だが、減価償却を上回るかどうかということになると、少し見通し的なことになってきてしまうが、資料-4(参考計表)【追加】の図表5の法人季報の数字をご覧頂くと、設備投資が減価償却の数字に近付きつつある。減価償却に到達するということは、資本ストックが下げ止まるということであるので、成長期待が多少戻ってくる中でキャッチアップしていくということはあるのだろうと思う。数字的に、今年度なのか来年度なのかは分からないが、そういうことだろうと思う。維持・補修が中心だと思うが、当然新製品への投資などもある。化学などはプラントを廃棄するという動きがある一方で、最先端のリチウムイオン関係やLEDなどには結構投資をし、機械受注などは化学機械などが結構出ていたりしている。また、陸運や鉄道、ガスなどでは、耐震強化の動きが出ているというようなことがあると思う。

佐藤財務省大臣官房総括審議官

宜しいか。問題提起なのだが、事前に頂いた資料-4の「経済活動の現状評価」の中に「現状認識」と「先行き」が書いてあって、今この場でお話するのが良いのかどうか分からないが、この「先行き」のところで、「以上を総合すると、「先行きのわが国経済は、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していく」と考えられる」と書かれており、その下に幾つかの留保条件が付いている。われわれがこれを読んでいて少し分かりにくいなど

思ったのは、この「状態から脱していくにつれて」というところが、これは「脱していけば」と書いているのか、どういう判断なのかということである。その下には但し書きが色々と書いてあって、恐らく下方リスクをどこまで読み込むかということの強度の問題があるのかなと、かなり苦労した文章かなと思いながらみていたのだが、「脱していくにつれて」というのをそのまま読むと、下の但し書きとギャップが凄くあるようにも思えるし、その下方リスクのものをどの程度強く意識した先行き判断にするのかという辺りが、少し工夫がいるのかなというのが一読した感じである。勿論、これから月報や声明文について色々のご議論されると思うが、メインシナリオの部分だけでは下の但し書きの雰囲気はずいぶん消えてしまうので、その辺をどこまできちっと発信するかということについて、われわれが読んだ感じだと若干頭の整理が付かないという状態であったので、そういう点も含めてご議論頂ければと思う。問題提起ということである。

白川議長

他にないか。

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。

内田企画局長

金融環境は資料-5（参考計表）でご説明する。図表1の家計と企業のインフレ予想であるが、新しいデータは消費動向調査が出ている。小さいVの字ができていて、最後のところが少し垂れたような形になっている。これは恐らくガソリン価格が下がっている影響であると思われる。引き続き家計のインフレ予想は、購入頻度が高い生活必需品の影響を受けやすいということが出ているのだろうと思われる。図表2、3は、エコノミスト及び市場のインフレ予想である。まず、エコノミストのインフレ予想は、

ESPフォーキャスト調査の6月が出ている。本年度0.1%、来年度0.2%で、ともに前月と変わっていない。今月は半年に一度の2年後から6年後という少し長いフォーキャストが出ており、それがESPフォーキャスト長期予想というものである。これは正確に申し上げると、2年度後から6年度後であるので、今回で言うと、2014年度～2018年度の平均を出したものである。その数字をみて頂くと0.6%となっている。年度がずれているが、前回12月調査の0.4%から0.6%に上がっている。因みに、同じ調査でその先の7年度後から11年度後、即ち2019年度～2023年度までの平均も出ており、これは0.9%である。従って、エコノミストの予想は極めて緩やかに物価が上がっていくという予想をしていることが、長期予想の中からもみて取れる。市場の予想については大きな変化はなく、QSS債券月次調査で、10年先までだと1.1%でほぼ1%であり、1年先から2年後だと0.5%位、一番下はゼロ近傍で、直近は0.1%に上がっており、大きく言うとその辺の感覚は変わっていないということで良いと思う。下のインプライド・フォワード・レートは、1年後から3年後は、ほぼ横ばいである。3年後から10年後は、先月結構大きく下がったが、今月はほぼ横ばいである。ただ、ここはむしろグローバルなイールドカーブのフラット化の影響が強く出ていると思われるので、必ずしもインフレ予想が下振れているということの意味しないと思う。以上がインフレ予想である。

図表4からは、政策金利の水準の評価である。この点については、2次QEと4月のCPIの新しいデータが入っているが、状況はほとんど変わっていない。図表4、5の実質コールレートは、指標にもよるが、ほぼゼロであるし、HPフィルターによる実質トレンド成長率はほぼゼロ位、潜在成長率はゼロ%半ばということで、ラフに言って中立ということだと思う。図表6、7は、テイラー・ルールである。こちらはHPフィルターを使った計算だと少しプラスに出ている。例えばコア、除く生鮮でみると、+0.7%と若干上に出ている。一方で、生産関数アプローチではまだ-1%位であるので、こちらだと若干引締め気味という評価になる。全体をみると、かなりの程度中立に近づいてきているという評価がフェアではないか

と思われる。

図表 8 からは企業金融の状況である。まず、金利であるが、今回は 3 月、4 月の貸出約定平均金利が出ている。図表 10 をご覧頂きたい。短期は、横ばいと言えれば横ばい、若干下がっていると言えれば下がっている程度である。一方、長期は、下がっているという評価であると思う。スプレッドの方は、短期、長期ともに下がってきている。貸出金利は全般に低下を続けているという評価になろうかと思う。図表 8 の CP・社債をご覧頂きたい。CP については、5 月も 0.13% で前月と変わらない状況である。社債は 0.45% で若干低下している。電機関係の流通スプレッドが高止まっているとか、CP を大量に発行しているところのスプレッドが少し高いという個別の話はあるが、全体に対する影響はほとんどないということで、CP・社債の発行市場は引き続き落ち着いているということだろうと思う。

次に、図表 13 である。今まではマーケットのデータからだけであったが、逆に企業側からのデータということで、企業の ROA と平均支払金利の差を法人季報でみたものが図表 13 である。こちらをご覧頂くと、ROA が上がった一方で、平均支払金利がなお下がっているで、その差が開いているということである。数字だけ申し上げると、1~3 月の法人季報で ROA が 3.54%、支払金利が 1.55% であるので、ほぼ 2% の開きがある。金利がさらに低下している中で収益は比較的強いので、その差はかなり開いており、相当緩和的であると言えると思う。

次に、図表 14 からボリューム面である。総資金調達は、4 月の -0.6% から 5 月も -0.6% である。それぞれの寄与度も全く変わっていないので、状況の変化はない。当然であるが、銀行計の貸出残高も 4 月の +0.5% から 5 月の +0.5% と横ばいになった。前月は前年の大口電力向けの裏が出て若干低下したが、そのまま横ばいということで、貸出市場はボリュームの面でも変わっていないと考えられる。CP・社債については、CP は +5.9%、社債が -0.8% と若干のマイナスで、合わせてみるとほぼゼロということでこちらも状況は変わっていない。社債については、電力債の償還があるのでマイナスになっているが、フローの発行は、5 月の公募社債

発行が 5,620 億円と引き続き平均並みの発行が続いており、うち BBB 格も 550 億円で比較的高い水準が続いており安定している。エクイティは、株式調達額で 900 億円位の数字が出ている。これは半導体メーカー等の財務リストラ資金が出ているということで、エクイティ市場については引き続き財務リストラのような後ろ向きのものが目立つということは変わっていない。図表 19 で、ボリューム面でも企業サイドのデータで確認頂ければということで、法人季報を使って資金需要をみたものである。先程、設備投資と減価償却の差についての質問があったが、設備投資とキャッシュ・フローの差でみるとまだまだ差が大きく、設備資金需要が強く出てくるという環境にはないということだろうと思う。一方、運転資金増減では、昨年、一昨年位からずっとマイナスが減ってきて、今プラスに出てきており、合計するとちょうどゼロ位になっている。つまり、設備資金は引き続き強くないが、運転資金を中心にそこそこ需要が出ていて、その結果、全体としてはほぼ横ばいに近いところまで戻ってきているというのが企業部門の資金調達の状況である。

図表 20 はアベイラビリティの指標である。出ているものは多くはないが、日本公庫——昔の中小公庫——の数字が出ており、貸出態度判断 DI は 4 月の 32.6%ポイントから 5 月の 33.9%ポイントとさらに改善した。一方、資金繰りの方は、日本公庫が 3.0%ポイントから -0.4%ポイント、商工中金が -1.7%ポイントから -3.3%ポイントと若干悪化している。レベル的にはどちらも高いレベルである。次の図表 22 で確認して頂くと、日本公庫の貸出態度はかなり高いレベルである。資金繰りの方は、日本公庫の中小企業分や商工中金は、ほとんど水面上に顔を出すことがないので、ゼロ近傍というのは、歴史的にみてもかなり高い水準ということで、資金繰り及び貸出態度は引き続き緩いということだろうと思われる。

図表 23 は企業倒産関連指標である。5 月の倒産件数は 1,148 件、+7.2% である。まだ 1,000 件内外であるので、引き続き抑制されているということであろうと思う。円滑化法の期限があと 1 年で大分近づいてきているが、円滑化法に一度申請をして、返済猶予を受けた後に倒産している件数は今

の段階ではかなり少なく、この1,100余件のうち21件である。従って、この後きちんとみていかなければならないが、現状では大きな影響を与えるようなインパクトは持っていないということだろうと思う。

最後にマネー関連である。図表25のマネタリーベースは、3月、4月とマイナスになったが、これは震災後の大規模資金供給の裏であるので、これが漸く抜けて5月は+2.4%とプラスになったということである。ここからは普通であればプラスになっていくのだろうと思う。マネーストックのM2をご覧頂くと、5月は+2.1%と4月の+2.6%から若干低下した。この要因は、個人預金、法人預金とも伸び幅を縮小している。これは昨年の裏という要因が強いが、昨年は個人で言えば義援金あるいは保険金が入った、企業であれば手許流動性を厚くしたという資金シフトが生じていたので、その裏が出ているということではないかと思う。

以上を纏めると、金利はさらに下がっているが、一方で企業収益は高い水準にあるので、金利という観点から言えば相当緩和的であると言える。ボリューム面では、ほぼゼロ近傍であるが、運転資金等を中心にそこそこの需要が出てきている。逆に言うと、ゼロ近傍に戻って来たということが言える。アベイラビリティについては、過去の水準を上回る緩やかな状況にあるので、総合してみると、金融環境は緩和の動きが続いているという評価である。

今回もう一つご説明させて頂きたい。資料-7の成長基盤強化について簡単にご説明する。6月8日に成長基盤支援資金供給を実施したので、その概要である。今回、本則が第8回で、貸付総額が2,896億円であり、これに伴い貸付残高が3兆1,314億円と3兆円を超えた。今回3兆円の枠を拡大しているので、それに伴い按分はなしということになった。次に、ABL等特則は214億円、貸付残高は1,068億円と1,000億円を超えるところまで来た。最後に、今回初めて行った小口特則であるが、9先30億円で、若干寂しい内容であったが、これは元々小額であることと、金融機関サイドの準備が追いついていないということもあったので、2回目以降に参加したいというところもある。そういう意味で呼び水の効果を期待した

い。小口特則について若干ご説明すると、医療・介護、事業再編、起業、農林水産等小さいところに出てきそうなものが多く出ているという感じである。逆に、環境・エネルギーのような比較的大規模なものはあまり入っていないということで、大体予想どおりであった。因みに、1件あたりの金額が400万円ということで、中小というか、むしろ小規模の企業に使われているということがみてとれると思う。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

図表2のエコノミストのインフレ予想の長期予想であるが、もしお手許にデータがあれば教えて頂きたいが、7年度後から11年度後の平均が、今回+0.9%ということだが、これは過去はどうだったのか。

内田企画局長

今回初めてである。

宮尾委員

今回初めてであるか。過去に遡ってどんな状況かということをお教え頂きたいと思ったのだが。

内田企画局長

なかったと思うが、確認させて頂きたい。

宮尾委員

もう一点、最後の成長基盤のところ、米ドル特則について執行部内での準備状況について教えて頂きたい。

内田企画局長

予定どおり準備を進めている。

門間理事

5月末位に説明会を終え、地銀、第二地銀を含めて相当いらっしゃっており、かなり関心が高いようである。今、準備は予定どおりであり、取り組み方針を提出している段階であり、それが7月初め位までの受付期間であるので、そこで締め切った後、精査し、8月末に金額を通知して、実行する運びとなっている。

森本委員

ABL等特則のところであるが、出資は少し伸びているが、ABLの方で増加が緩和されてきている感じがある。これは金融機関のABLへの取り組み姿勢について、メガや地銀の感触が分かれば教えて頂きたい。

内田企画局長

どちらも積極的にやりたいという気持ちは当然あるのだが、ABLについて言うと、例えば地銀や第二地銀は、今までやっていなかったところを含めて準備をしながら始めてきているというところが結構ある。ある意味呼び水にはなっているのだろうが、色々な意味でのネックというか手続きとして面倒であるということもあり、なかなか一挙に金額が増えていく感じではないのだろうと思う。恐らく今後も一挙に増えていくというものではなく、徐々に裾野が広がっていくという程度のものなのではないかと今の段階では思う。

森本委員

担保の査定の機関等を創設するような動きまでは、なかなかいかないということか。

内田企画局長

議論としてはあるが、具体的なところまでは聞いていない。

白川議長

他にないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

金融経済月報の概要に移りたいと思う。

鎌田調査統計局経済調査課長

比較表を用いて今月の金融経済月報の概要をご説明する。まず実体経済の現状であるが、今月は「わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつある」としている。前月と比較すると、国内需要を主因に緩やかながらという限定付きではあるが、「持ち直しつつある」と少し判断を進めている。海外経済は、今月は「緩やかながら改善の動きもみられている」としている。前月と比較すると、改善のモメンタムが足許弱まっていることを反映し、「緩やかながら」という表現を付け加えている。輸出は、今月は「持ち直しの動きがみられている」としている。4月の計数が強かったことを反映し、前月の「横ばい圏内にとどまっている」という表現から判断を進めている。設備投資に関連し今月は「企業収益が改善しつつある」としている。前月は「企業の業況感に改善の動きがみられる」とソフトデータに基づいて判断していたが、今月は企業収益というハードデータで改善が確認されたことを反映している。個人消費は、今月は「緩やかな増加を続けている」としている。前月と比較すると、消費の緩やかな増加が継続しているということを反映し、「続けている」という表現を付け加えている。こうした判断の変更を受け、生産は今月は「緩やかに持ち直しつつある」と前月から判断を少し前進させている。

先行きだが、今月は「先行きのわが国経済は、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」としている。前月と比較すると、回復経路に至る牽引力としての外需と内需のバランスの変化を反映し、国内需要が引き続き堅調であることを先に記述している。また外需については、中国と新興国の回復のモメンタムが足許弱まっているため、前月記載していた「新興国・資源国に牽引されるかたちで」という表現を削っている。輸出の先行きについても、今月は「海外経済が減速した状態を脱していくにつれて、緩やかに増加していく」と、前提条件となる海外経済の回復のモメンタムが前月よりも弱まった状態からスタートするというようなことを意識した表現にしている。個人消費の先行きに関連して、今月は「雇用環境が改善傾向をたどる」としている。これは足許の有効求人倍率の上昇などを受けて、前月の「雇用環境が徐々に改善に向かう」という表現から判断を少し進めた形にしている。

次に物価だが、現状は、国内企業物価が前月の「緩やかに上昇している」という表現から、今月は「国際商品市況の反落などから、上昇テンポが鈍化している」としている。また先行きに関しても、国内企業物価はこの先上昇テンポがさらに鈍化すると見込まれることから、前月の「上昇テンポが鈍化する」という表現から、今月は「当面、弱含みで推移する」としている。

神山企画局政策企画課長

金融については、三点変更点がある。まず金融市況について、今月は「円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」としている。次に、金利水準と実体経済の関係について、前月は「実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある」と記述していた。これはリーマン・ショック後、経済が大幅に落ち込み、物価も大幅に下落という中で加えていた記述である。今月は関連指標を総合的に判断したうえで、外してはどうかというように考えてい

る。最後にマネーストックの前年比は、5月計数実績を受けて、「2%程度のプラスとなっている」としている。以上である。

白川議長

技術的なご質問はあるか。

先程、財務省の佐藤大臣官房総括審議官からコメントあったが、いつも標準シナリオを議論し、リスク要因についても毎回丹念に点検している。そういったことを含めて、公表文の方はいつもと同じプラクティスで行っている。リスク要因についても同じように認識しているが、それは明日議論する。

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

(16時14分中断、15日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に5月22、23日開催の決定会合の議事要旨の承認である。最後に2012年7月から2013年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合の中での発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。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。本日の発言の順番は、西村副総裁、石田委員、森本委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員の順番である。それでは西村副総裁から願います。

西村副総裁

国際金融市場で神経質な動きが続き、リスクオン、リスクオフの振幅が激しくなっている。前回会合後も、ギリシャ情勢は依然として不確実であり、さらにスペインで銀行不良債権処理必要資本額について市場予想が膨らみ金融不安が飛び火し、加えて米国でシカゴPMI、雇用統計と立て続けに予想比弱い指標が続いたため、リスクオフの動きが鮮明になった。そのため、世界的に株価が下落、特に円が pseudo safe asset として買われた。その後、ユーロ圏での政策期待でリスクオンに戻し、期間を通してみれば行って来いの形となっている。しかし、ギリシャが選挙後にユーロ圏を離脱する可能性、スペインへの1,000億ユーロ支援の中身の不透明さ、さらにはイタリアへの波及など、不確実性は著しく高いと言わざるを得ない。現在のメインシナリオは、欧州情勢は紆余曲折はあるが、ぎりぎり妥協を図りながらやり過ごし、ドイツを含めた域内ファンダメンタルズ対比極端に悲観に振れている市場の見方の転換を待つというナローパスだが、このナローパスの幅が次第に狭まっている。現在、欧州インターバンク市場は、中央銀行が事実上 market maker of the last resort となっていること、そして各銀行でデレバレッジが相応に進み、需要が絞られていることなどから、表面的な安定性を維持しているが、ターゲットⅡでの不均衡の蓄積といったところに皺が寄り、これがどの程度持続可能なのかは不確実である。突発的なイベントで世界的に連鎖的な影響が起る場合には、わが国金融システムの安定確保に万全を期さなければならないと考えて

いる。

海外経済では、英国を含めて欧州経済の予想比下振れが目立つ。ユーロ圏内と英国の実質GDPは2期連続マイナス圏、収縮は欧州周縁国からドイツまで及び4月のドイツ製造業受注、鉱工業生産、輸入とも前年比明確にマイナスになっている。メインシナリオは、まだ、先行き金融危機をやり過ぎしながら大きくは崩れずやがて底入れから回復というものであり、現状はこれに比べてやや下振れ程度の推移ではあるが、今後従来予想を大きく超えて下振れするリスクは、前回会合よりも増大していると考えられる。

米国でも、同じく緩やかながら底を切上げていくというのが依然メインシナリオではあるが、市場は過度の楽観から過度の慎重へと変化している。6月1日の雇用統計で、雇用創出は6万9,000人にとどまり、失業率が8.1%から0.1%ポイント上昇し、センチメントは大きく悪化した。C i t iのサプライズインデックスは足許-50を超えて低下し、市場では回復モメンタムは止まったとみている。民間の第2四半期のGDP予想も2%台後半の比較的強い予想から、最近では2%を切るまで下方修正が相次いでいる。ただ、GDP成長率で見れば、過去2年、ほぼ2%そこそこで緩やかな回復という点では前回会合と実は大きな変化はない。しかし、失業率が思ったほど見込めないという意味で停滞色が強くなっている。かつ、今年末にかけて政治合意ができない場合、フィスカルクリフの可能性が議論され、それが金融政策へのプレッシャーとなっている。

新興国経済ではインドや中国で減速が明確になっている。特に中国の4、5月データをみると、経済活動のバロメータである物流の鉄道貨物輸送量のトレンドは、年初より伸びが止まり下方屈折している。4月の石炭——これは洗炭だが——の生産量も横ばい圏にとどまり、振れの大きい名目輸入量は4月にゼロ成長近辺まで低下した後、今までなら20%を超える上昇まで回復していたのに12%程度の伸びにとどまっている。従来からなぜか変動の小さい主要統計をみても、固定資産投資前年比は25%近辺から20%へと低下して横ばい、工業増加値前年比も14%近辺から9%台へと低

下している。CPI上昇率が3%まで低下したことを受け、利下げが行われ、貸出抑制を緩めた。5月新規人民元建融資は4月の低迷からは回復したが、過去の4兆元スティミュラスの時とは様変わりの緩慢な上昇である。CPI上昇率の低下は見方によれば消費等需要の不振からくる値下げの効果という面も持つ。以上を勘案すると、中国経済は再び2桁を超える高成長には戻らず、従って、世界経済の牽引力になる可能性は小さいと考えられる。しかも、農業の疲弊から食料生産に脆弱性があり、気候不順に弱い体質なので、食料インフレが今後も折に触れて起こるリスクがある。従って、新興国・資源国に牽引された海外経済という今までのシナリオは再考の余地があると考えている。

わが国の経済状況は、前回会合時とあまり変化なく、足許外需が予想比弱い、内需は予想比強く推移している。先行きも公表指標をみる限りにおいては、総じて上昇モメンタムが続いている。ただ、先行性のあるセンチメント指標が若干モメンタムの弱まりを示唆しているので注意したいと思っている。1~3月GDP2次QEは民間企業設備投資のマイナス幅が縮小し、年率4.7%とさらに高成長に改訂された。4月以降をみると、実質輸出の4月は第1四半期の弱さの反動もあり米国を中心に総じて堅調、今まで弱かったアジア向けにも希望が持てる展開ではある。ただ、原発問題の見通しが依然として不透明で、エネルギー関連の輸入増が続き、加えて国際分業構造の変化を反映し製品・半製品輸入が増加し、名目貿易収支の赤字傾向は続いている。国内需要は、1~3月の堅調を引き続き維持し、4月は総じてみればしっかりした伸びを示した。これを反映して生産は1~3月は幅広く改善した後も、4月はプラスの伸びを維持している。住宅着工は上昇し、資本財総供給も上昇トレンドにある。

先行きは、有効求人倍率の上昇、名目賃金の持ち直し等、雇用条件の改善がラグを伴いながら消費にプラス寄与することが期待される。また、企業業績回復から設備投資にもプラスの動きがみられる。機械受注の4月も5.7%と緩やかだがしっかりしている。鉱工業生産指数の4~6月、7~9月見通しも、リーマン・ショック後の落ち込みを季節性で見立てた公表

ベースでは若干のマイナスが続いているが、これを排除した調整ベースでは逆に若干のプラスが続き、底堅い動きと企業は予想しているようである。しかしながら、センチメント指標をみると、5月中旬の消費動向調査は高水準を維持したが、過去実質GDPとの相関が高い月末の景気ウォッチャー調査では4月の50.9から5月は47.2と落ち込んでいる。今まで比較的堅調で第1四半期の成長を牽引した家計動向関連、特に飲食、サービス業で顕著な落ち込みが5月中旬以降みられるようである。さらには、最近景気動向と連動性を強めている不動産関連でも、足許顧客センチメントの悪化の兆候がある。このところ指摘しているとおり、企業・家計のセンチメント、投資・消費行動が、国際金融市場、国際経済や株式市場の動向とその報道に依存している。従って、このところの市場での不安心理の高まりが、今後、企業・家計行動に大きく影響する可能性がある。まだ単月の動きで直ちに潮目の変化とみるのは尚早ではあるが、今後の動きには細心の注意が必要であると考えている。

さらに足許から先行きの物価見通しにかなりの変化がある。3月、4月と全国CPI（除く生鮮）上昇率は液晶テレビの価格上昇で0.2%とプラスとなったが、5月全国CPI（除く生鮮）のインフレ率は楽観的にみてもゼロ%に落ち、場合によっては-0.1%になる可能性すら小さくない。もっとも、その要因は液晶テレビ価格とエネルギー価格下落である。CPI（除く食料品・エネルギー）に占めるテレビの割合は、米国では0.223%であるのに対して、日本では1.417%と7倍もある。このテレビの3月急騰、5月急落という従来にない奇妙な動きは、銘柄管理と品質調整が上手くいっていなかったことの結果だと思うが、理由はともかく、それがCPIに大きな影響を与えることになった。テレビ価格は、今後は従来よりは緩やかながら下落していくと考えられる。エネルギー価格は、暫くは海外経済の回復が緩やかであることを反映して低位で推移すると考えられる。このため全国CPI（除く生鮮）の上昇率がゼロ近傍にとどまる期間が、2か月前の想定比かなり長引く可能性が出てきていることを指摘しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以来、海外経済金融情勢は緊張した状況が続いている。まず欧州だが、ギリシャ問題が再選挙に向けて引き続き大きな不安定要因となっているもとの、スペインの銀行問題が深刻化し、ソブリンを巻き込む強い緊張を市場に与えている。この間、リスクオフの動きが強まり、独英の長期債は歴史的な高値圏にある。周縁国の動揺に対し中核国は後追いながら一応の対策を講じてきており、最悪の事態は回避されるものとみている。欧州は今後とも緊張と緩和を繰り返す、当面は終息しないものの、また国別には大きなブレのあるものの、年単位で見れば、全体で何とか小幅なマイナス成長でとどまると考える。

次に米国だが、欧州市場の動揺に加え、5月雇用統計が弱かったことから、長めの米国債金利は大きく低下した。従来から言われてきた減速懸念が強まっているが、ベージュブックをみる限りまだ緩やかに成長をしているというこれまでの判断で良いと思う。

新興国・資源国については、中核となる中国で、足許の指標が概ね4月のそれより改善を示すものが増えてきている。また、金利の引き下げ、従来からの各種抑制策の微調整等、当局からの景気下振れへの歯止め策も出てきており、第3四半期にかけて徐々に勢いを取り戻し、景気低迷は回避されるものとみている。なお、景気が減速している足許でも、人手不足の状況から賃金の大幅な上昇が続いている模様であり、物価はこのところ落ち着いているものの、今後景気が再び加速してくればインバランスが生じかねない点、注意を要すると考えている。

次に国内については、内需についてはやや強めのコースを辿っていると思う。これまで心配していた輸出については、足許若干明るい兆しが出てきているものの、先程申し上げた海外の状況から、外需が早期に強まるこ

とは期待しがたいと思う。外需の牽引力は早くて7～9月期からとみている。外需が強まる前に内需の息切れが心配であったが、今のところ、内需がやや強めのもとでやや遅れながらも外需の参加を得て、メインシナリオの線で推移するものとみている。欧州の状況が大きく悪化すれば、新興国・米国へも波及し、今申し上げたシナリオが根底から狂うことになる。今後の欧州での事態の推移に最大の注意を要するものと思う。

次に物価動向だが、原油価格の下落、国際商品の価格軟化、また5月の東京の数値もあり、消費者物価の今後暫くの動きは、従来みていたよりはやや軟調となる可能性を想定している。しかし、コモディティ関係の動きは2～3年の範囲では均されていくものとみられるので、物価のトレンドについてのこれまでの見方は変更していない。以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

わが国経済の基調判断には大きな変化はないが、欧州情勢が緊張感を高めるなど海外経済の目先の不確実性は上昇しており、細心の注意を払ってみていく必要があると考えている。

まず、海外経済である。国際金融資本市場の動きをみると、欧州債務問題に関しては、ギリシャの政治情勢混迷やスペインの金融システム不安から警戒感が高まり、周縁国の国債利回りが上昇している。スペインの銀行支援に向けたユーロ圏での合意等から、同国の国債利回りは一旦低下したが、足許、枠組みに不透明感が残ることや中長期的な財政悪化懸念等から既往ピークを更新している。米国でも雇用統計が市場予想を大きく下回ったこともあって、安全資産へのシフトが急速に進み、米独等の長期金利は一時過去最低を更新した。一方、短期金融市場では、ECBが引き続き潤沢な資金供給を行うもとで、ターム物金利はドル、ユーロともに安定しており、欧州金融機関の資金繰りは総じて落ち着いた状況が続いている。目

先はギリシャ再選挙やG20、EU首脳会議などの大きな政治イベントを控えており、警戒感を持って市場動向を注視していくことが必要だと思う。なおEU首脳会議では、成長戦略やいわゆる銀行同盟関係等でも、どこまで前進し同意できるか注目される。こうしたもとで欧州経済をみると、ユーロ圏の製造業PMIは3か月連続で悪化するなど、停滞感の強い状況が続いている。先行きも、周縁国の財政緊縮の影響等により、引き続き経済の下振れリスクは強いと思われる。

米国経済については、雇用統計など弱めの経済指標が幾つかみられるが、総じてみれば緩やかな改善が続いている。非農業部門雇用者数は、暖冬効果の反動もあって増勢は大きく鈍化しているが、ISMの雇用関係指数が堅調に推移していることなども踏まえれば、雇用の改善モメンタムは失われていないとみている。そうしたもとで、個人消費は、自動車の買替え需要やガソリン価格低下による下支えもあって、基調として底堅く推移している。設備投資関連指標の4月実績は幾分弱めとなっているが、企業向け銀行貸出や企業収益が堅調に推移するもとで、増加基調が続くと思われる。一方、住宅市場については、価格が先行き大きく下落するリスクは小さくなってきているが、延滞や差し押さえはなお高水準にあり、バランスシート調整圧力の解消には時間を要するとみられる。こうしたもとで、欧州情勢や米国財政問題の帰趨を巡る不確実性から、家計や企業が支出スタンスを抑制する可能性もあり、改善は緩やかなものとみている。

次に新興国・資源国経済だが、成長ペースが鈍化した状態から脱していないが、旺盛な内需を背景に、総じて高めの成長を維持している。このうち中国経済をみると、固定資産投資や小売売上高といった内需の減速が続くが相応の水準は維持し、輸出入や人民元建ての新規融資が増加するなど、底打ちの兆しも窺われる。中国政府では、ここへきて固定資産投資の認可加速や、自動車、家電の販売促進策実施に加え、物価が低下傾向にあるもと、政策金利引き下げを実施するなど景気対策に本腰を入れ始めている。リーマン・ショック後の景気対策では、2008年11月に4兆元規模の対策を打ち出し、その効果が翌1~3月期から現れている。今回の対策の総規

模は不明で前回は下回ると思われるが、過去の経緯を踏まえれば、夏場には相応の効果がみえ始めると考えている。ただ、投資プロジェクトの認可対象には鉄鋼部門など過剰生産能力が問題となっている部門も含まれており、目先の景気刺激策が先行きの自律的な成長加速に繋がるかは、注意してみていく必要があると考えている。

NIEs・ASEAN経済については、欧州や中国向けの減速もあって緩やかではあるが輸出・生産が持ち直してきている。また、内需は総じて底堅く推移しており、先行きは、インフレ率の低下に伴う実質購買力の回復や緩和的な金融環境から、成長率は次第に高まっていくものとみている。

こうした状況下、わが国経済は、復興需要等の国内需要が堅調に推移するも、全体としては緩やかに持ち直しつつある。海外経済は、中国の減速がやや長引いているが、緩やかながらも改善の動きもみられている。そうしたもと、輸出については、4月単月の実績ではあるが、全ての地域向けで前月比プラスとなり、全体として高い伸びとなるなど、持ち直しの動きがみられている。先行きは、エコカー補助金終了後の反動減による個人消費への影響には注意が必要だが、企業収益や雇用環境の改善を背景に内需は底堅く推移し、海外経済が減速した状態から脱するにつれて、輸出・生産が緩やかに増加していくとみられる。こうしたことから、やや後ずれ気味ではあるが、2012年度前半には回復経路に復していくとの中心シナリオを変更する必要はないと考えている。

実体経済の下振れ要因としては、夏場の電力需給についての不確実性は後退したが、欧州債務問題を含む海外経済の動向は予断を許さない状況が続いている。目先、ギリシャ再選挙やスペイン情勢によって国際金融資本市場の緊張感がより高まるような場合には、世界経済の減速や円高・株安を通じたマインド悪化による実体経済への影響に十分に注意していく必要がある。また、中国経済の回復時期が後ずれし、輸出が下振れる可能性にも注意が必要である。

最後に物価である。国際商品市況は、世界経済の減速懸念等から調整しており、当面、弱含むとみられる。生鮮食品を除く消費者物価指数は、足

許前年比小幅プラスとなっているが、目先はエネルギー価格の下落等からやや弱含み、前年比ゼロ近傍が続くとみられる。ただ、足許の需給ギャップは着実に縮小傾向にあり、少し長い目でみれば、そうした動きや家計等の中長期的なインフレ予想を映じて、徐々にプラス幅を拡大していくものとみている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員をお願いします。

白井委員

わが国経済は、世界経済の減速が続く中で、内需を中心に第1四半期の実質成長率は比較的高い伸びを示した。最近の動きとしては、鉱工業生産が前期比でほぼ横ばいの一方で、引き続き堅調な消費と公共投資に加えて、足許では設備投資、住宅投資、実質輸出の増加によって、GDPギャップも縮小しつつあるようである。これを反映して、有効求人倍率と常用労働者数の改善が続いており、消費を後押ししている。以上のことから、現状評価は執行部案の「復興需要などから国内需要が堅調に推移するもとで緩やかに持ち直しつつある」が良いと思う。先行きについても、堅調な国内需要とともに海外経済が徐々に回復していくもとで、緩やかな回復経路に復していくとみている。

景気のリスク・バランスについては、どちらかと言えば内需・外需ともに下方に傾いていると判断している。まず、内需関連だが、消費を下振れさせる短期的要因として、①エコカー補助金の夏頃予算切れの可能性、②夏のボーナスの前年比減少見通し、③一部地域での電力不足問題、④最近の株安傾向の四点が挙げられ、この先の消費を減退させないかに注目している。より中期的な消費下振れリスクとしては、労働市場の動向を重視している。具体的には、最近の有効求人倍率の改善には、求人数が増える一方で、昨年夏頃から求職者数が減っていることが寄与している。2005～2006年にも似たような状況があったが、当時は失業者数が低水準でしか

も減少していたのに対して、現在は失業者数が高水準でしかも幾分増加しているといった違いがある。つまり、現在は失業者数が幾分増えている中で求職者数が減っていることから、ミスマッチの可能性を示唆している。最近の就業者数の増加が、医療・福祉産業と、復興需要による一時的要因かもしれないが建設産業に集中していることから、これらの業種でミスマッチが深刻化したり、実際の失業率が構造的失業率に近づいている可能性もある。もし、ミスマッチが顕在化しつつあるなら、今後の景気回復局面においても失業率は然程低下せず、需要の高い職種での超過労働時間の増加か求人充足率の低下、その他の業種では長期失業者数の増加に直面することになるであろう。本来、需要の高い業種で賃金が上昇すれば、業種間の労働移動を自発的に促し得るのだが、労働集約的で生産性が低い医療・福祉産業、建設産業では大幅な賃金上昇は難しいように思う。こうした状況が中長期的にみて消費を下押しすることがないかにも、注目していきたいと考えている。もう一つの内需関連リスクとして、設備投資の下振れリスクに注目しており、円高や株安が長期化すれば、企業マインドの悪化を通じて設備投資が計画通り実行されない可能性を注視している。

次に、外需下振れリスクについては、内需下振れリスクより蓋然性が高いと判断している。まず欧州経済だが、次の三点で不確実性が高いとみている。第一に、スペインは金融機関の資本増強に必要な資金をE F S F、E S Mから最大 1,000 億ユーロ確保できることになったが——具体的な資本不足額については、二つの委託先の監査結果によって近く明らかになる——、この資金を使った資本注入は、銀行再編基金（F R O B）経由となるため財政赤字には計上されないが、政府債務に計上されるのか明確ではない。計上されれば、政府債務は 1,000 億ユーロの場合にG D P比で 10%増えて、債務は 90%に達する見込みである。アイルランドの場合、銀行増資を政府が直接行ったためにG D P比 20%相当の銀行再編費用は 2010 年の財政赤字と政府債務の両方に計上されている。I M FはE F S F、E S Mが銀行への直接公的資金を注入することでスペインの財政赤字と政府債務の拡大を回避したいようだが、そうした行為がウィンドー・ド

レッシングとみなされ市場の信認を失墜させる恐れもあり、そうならなかったとしても、国際支援の利払いが財政赤字に計上されなくて済むのかという不透明さも残る。しかも、スペインの財政再建の進展状況は捗々しくなく、2011年の財政赤字目標は未達成であったし、2012年の財政赤字目標は緩和が認められたうえに、財政赤字3%の達成期限を2014年へ1年先送りを事実上容認されている。今年、来年とマイナス成長が見込まれる中で、年内にはまだ1,000億ユーロ近い国債と地方政府債の償還が控えているとの指摘もあり、政府自体が国際支援を求めずに済むのか懸念が残る。

第二に、スペインでは、コンディショナリティが、財政再建、経済改革の課題があるにもかかわらずそれらに適用されず、銀行部門の改革に特化することになった。このため、既に支援を受けている国から不公平感が高まり、同じ緩和措置を要請するようになれば、金融支援の枠組みを巡って混乱や対立が生じないかと危惧している。先程も指摘したアイルランドの場合、政府主導で銀行再編、増資を行ったことで財政が急速に悪化したために、国際支援を受け入れ、現在も厳しい財政再建、経済改革を実施中であり、扱いの差が歴然としている。今後についても、銀行問題を抱えるキプロスや他の国で同じような特別支援を求める可能性もあり、ユーロ圏のガバナンスの面からも新たな不確実性の種となり得るのではないかとみている。

第三に、ギリシャの再選挙の行方が最大のリスクイベントであるが、望まれるシナリオは、財政再建、経済改革プログラムの原則継続に加えて、約束済みの追加緊縮策を国会で成立させることである。そうならず新政権がプログラムを拒否し、ユーロ圏離脱に至る場合のシナリオは、想定外の波及経路もあり得るので予想が難しく、当面の大きなリスクとして注視している。

次に、アジア諸国、中国がわが国景気を下振れさせるリスクとしては、特に中国経由で欧州に向かう輸出の減速傾向に注目しており、足許の持ち直しが一時的なのか見極めたいと考えている。一般的にはアジア地域から

欧州に向けた輸出額の 2/3 を中国が占めており、中国以外のアジア諸国は中国に部品、中間財等を提供し、中国で最終製品化して欧州に輸出するパターンが中心である。このため、わが国も中国以外のアジア諸国も欧州への直接輸出額は全体の 1 割程度であるので、表面上は欧州の影響が限定的にみえるが、中国経由の間接的な影響が大きい可能性には注意が必要である。また中国では、景気対策として公共インフラ投資を開始しているが、固定資産投資の対 GDP 比が 4 割を超え過剰投資との見方もある。しかし、一人当たりの資本ストックは、先進国と比べて極めて少なく、しかもこれまでの投資の多くが東部地域に集中していたので中西部地区を中心に投資拡大の余地があると思う。今後のインフラ投資が、2008 年の 4 兆元の景気対策のように、銀行と地方政府の債務膨張と、沿海部都市部を中心に一般市民の手に届かないほどの住宅価格の高騰をもたらさずに、不足する低所得者向けの住宅投資や生産性を高める投資がなされるかが、中国経済の持続性、ひいてはわが国経済への影響という観点から重要なので、注目している。

米国については、緩やかな成長を継続しているが、欧州債務問題、フィスカルクリフ、景気の継続性についての懸念が高まっていることが、最近の設備投資や小売売上高の減速傾向に影響を及ぼしていないか、さらに成長への寄与度が大きい輸出が足許減速しているがその減速傾向が続いていくのかを注視している。

なお、物価の動向と見通しについては、当面はゼロ%近傍で推移するとみているが、時間の関係で詳細については次のラウンドで説明する。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

重要な論点は皆さんがご指摘済みであるので、あまり付け加えることは

ない。従って、私が話すことはかなりダブっていることが多いがご容赦頂きたいと思う。

海外経済の動向については、現在、緩やかながら改善の動きがみられるということだろうと思っている。ただし、全体としてなお減速した状態からは脱していないとみている。米国経済は、緩やかな回復が続いている。輸出が増勢を続け、設備投資も増加基調を維持し、その結果として、生産も緩やかに増加している。この間、個人消費も、底堅い動きをみせている。5月の雇用統計の弱さがクローズアップされた訳だが、年明け以降、半年程度を均してみれば、雇用情勢が緩やかな改善方向にあることに変わりはないとみている。米国経済は、決して強い訳ではない。上振れてもいない。かと言って、われわれを失望させるような状況でもなく、前月も言った評価だが、結構しぶといとみている。欧州経済については、なお停滞している。輸出に持ち直しの動きがみられるが、個人消費は概ね横ばいとなっている。最近、周縁国における金融環境の悪化が、域内取引の減少を通じて、ドイツの生産や企業マインドの下押しに繋がっているように見えるのは、気掛かりな点である。

新興国・資源国経済をみると、NIEs・ASEAN諸国の経済は、底堅い内需を背景に持ち直しの動きを続けている。中国は、米国向けを中心に輸出に増加の動きがみられているが、固定資産投資や個人消費の伸びが鈍化するなど、全体として冴えない状況が続いている。5月の消費者物価の前年比上昇率は、約2年振りの低水準である3%まで低下した。こうした中で、大方の予想よりも随分時間を要した訳だが、先般3年半振りとなる利下げが行われた。今後は、経済が減速局面を脱し持ち直しに向かうタイミングが、焦点となってくるとみている。

先行きの海外経済だが、減速した状態から次第に脱していくとみている。米国経済については、緩やかな回復が続くとみられる。企業部門が堅調を維持するほか、家計部門についても、雇用環境の緩やかな改善や春先以降のガソリン価格の下落が、実質所得の増加に繋がっていくと考えている。バランスシート調整という重石を抱えているため、景気回復のペースはあ

くまでも緩やかであるが、緩和的な金融環境も後押しするかたちで、今後もしぶとく回復経路を辿っていくと考えている。欧州については、当面、停滞を余儀なくされると思っている。周縁国は、引き続き、金融環境の悪化や緊縮財政の継続といった景気下押し圧力に晒され続けるということだろう。ドイツなどのコア国については、ユーロ安の進行を追い風に域外輸出の増加を期待し得る反面、周縁国との域内取引が減少しこれが景気回復の足枷となる惧れがある。

新興国・資源国については、インフレ圧力の低下に伴う実質購買力の回復などから、基本的には、全体として成長率が高まっていく姿を想定している。特に中国については、今回の利下げに加え、省エネ家電等の消費促進策やインフラ投資の前倒し執行などもあって、本年後半にかけて、次第に回復傾向が明らかになっていくのではないかと思っている。ただ、中国当局は、インフレ率や不動産価格が再び上昇するリスクを相当警戒しているようにみられる。今後の政策対応も相当慎重に進めていくものと思われる。このため景気回復ペースは、われわれが期待しているほどには速いものにはならない可能性があるともみている。資源国経済についても、国際商品市況の反落傾向が続けば、次第に減速していく可能性があるということである。

このように考えると、新興国・資源国が世界経済の牽引役を一手に引き受けることは、次第に難しくなっているようにみられる。今後は、新興国経済としぶとい回復を続けている米国経済の双方が、世界経済を引っ張る構図にシフトしていくのではないかというように思う。こうしたシナリオにも、大きな不確実性が存在する。米国については、バランスシート調整がさらに長引く可能性や、財政面からの景気下押し圧力が想定以上に強まるリスクに注意が必要である。新興国には、インフレ圧力が再び高まる可能性や、貿易、金融面を通じて欧州債務問題が波及するリスクがある。この点、欧州系銀行のデレバレッジが再び加速し、新興国経済に悪影響を及ぼすことがないか、あるいは現地の金融機関や日本の銀行の代替によりこうした悪影響をどこまで緩和できるかといった点も、注視していき

たいと思っている。なお、中国については、成長率が減速しているわりに労働需給がなかなか緩和しないことを考えると、潜在的な成長力が次第に低下してきている可能性も、頭の片隅に置いておく必要があるのかも知れない。

続いて、欧州債務問題と国際金融資本市場の動向についてである。国際金融資本市場は、欧州債務問題を巡る懸念などから神経質な動きが続いている。前回会合以降、市場では、ギリシャの再選挙やスペインの不良債権問題に対する懸念が高まり、投資家のリスク回避姿勢が強まっている。これに米国雇用統計の下振れの影響が重なったことから、6月初めにかけて、アメリカとドイツの国債利回りは既往ボトムを更新し、米欧の株価やユーロは大きく下落した。ユーロ圏財務相会合が9日に表明したスペインに対する最大1,000億ユーロの金融支援は、既に市場の一部にみられていたリスクテイクの動きを後押しするものと期待されていた。しかし、スペイン、さらにはイタリアの国債利回りは週明け11日から大幅に上昇している。今回の支援表明は、市場の緊張を緩和させることはできなかったということである。現在、市場の注目は、17日のギリシャ再選挙の結果なども睨みながら、今月末にかけて予定されている国際会議、EU内での各種会合において、ギリシャ、スペイン問題などに関し、どこまで踏み込んだ対応策を打ち出していくことができるかに集まっている。展開は予断を許さないとみている。私自身は、ぎりぎりの調整によって、ギリシャのユーロ離脱といったような極端に厳しい事態は何とか回避されるのではないかとみているが、仮にそうなったとしても、その後の道程は、欧州他国への波及の可能性も含め相当に厳しいものと言わざるを得ないとみている。なお、こうした状況にあっても、短期の資金市場は、欧州中央銀行による大量の資金供給などが功を奏して総じて安定している。このことは、欧州問題が起点となって国際金融資本市場が動揺し、世界経済が大きく下振れるという意味でのテールリスクを、多少とも抑制することに繋がっている。しかし、中央銀行によって辛うじて支えられた資金市場の安定は、金融機関の健全性を保証するものでは勿論ない。ドラギECB総裁も指摘しているよ

うに、国債市場の緊張は、金融機関のバランスシートの劣化を通じた信用の収縮をもたらす可能性が小さくない。これが、民間企業のマインド悪化とも相俟って景気を一段と下押しし、さらなる信用収縮を招く恐れもある。これをテールリスクと呼ぶかどうかは別として、こうした問題が表面化する可能性については、常に警戒しておかなければならないと思っている。

次に、わが国経済についてである。足許の景気については、国内需要が堅調に推移しているほか、輸出や生産にも持ち直しの動きが窺われる。ヒアリング情報などを加味して考えると、数か月続いていた横ばい圏内からそろそろ抜け出し、緩やかに持ち直しつつあると評価して良いように思う。公共投資は震災復興関連を中心に増加しており、住宅投資も持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益の改善などを背景に緩やかな増加基調にある。個人消費も緩やかな増加を続けている。自動車に対する需要刺激策が効いている訳だが、足許、百貨店やコンビニの売上高、外食産業の売上高、旅行の取扱額なども底堅く推移している。この間、4月の実質輸出は大幅な伸びとなり、しかも地域別にも財別にも大きな偏りなく増加している。この伸び自体はやや出来過ぎの感があり、来月以降の動きもしっかりみていく必要があるが、内需に比べて出遅れ気味であった輸出にも、漸く持ち直しの動きがみられ始めたと考えて良いのではないかと思っている。こうした内外需要を反映して、生産も緩やかに持ち直しつつある。

景気の先行きについてである。まず、内需については、公共投資が増加を続け、住宅投資は持ち直し傾向を辿るとみられる。設備投資も、企業収益が改善するもとの緩やかな増加基調を続けると思われる。4月の機械受注は高い伸びを示した。個人消費も、当面、底堅く推移するものと見込まれる。いずれにせよ、向こう数か月間は弱めの外需を底堅い内需がカバーする形で、わが国経済は緩やかに持ち直していくと予想している。しかし、この夏の間にもエコカー補助金が予算切れとなる可能性が高いことなどを踏まえると、消費全体の持続性についてはやや不安が残る。先行き、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムを作動させるためには、輸出や生産が持続的に増加し、内需から外需へのバトンタッチがスムーズに進

んでいくことが不可欠である。そうした点からいっても、先程述べた欧州債務問題を中心とする海外経済に関するリスクが先行き顕現化してくることがないかどうか、抜かりない点検を続けていく必要があると思っている。中心的なシナリオとリスクのシナリオのまさに背中合わせの状態が続くということである。われわれの情勢分析も緊張感を持って臨む必要があると思っている。

最後に、物価面である。消費者物価については、当面、前年比ゼロ%近傍で推移すると考えているが、最近の国際商品市況の動きなどを反映して、見通し対比、微妙に下振れ気味で推移する可能性も私自身意識している。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは海外経済の現状認識を申し上げる。皆さん既にご議論されてきているように、ポイントは、欧州経済とユーロ危機の今後の展開をどうみるか、また、米国経済の回復基調の力強さ、そして中国経済の先行きをそれぞれどうみるかという点かと思うので、順にポイントを絞って申し上げます。

まず欧州経済だが、当面停滞した状態が続くとのこれまでの見方に変更はないが、足許実体経済の停滞色は強まっていると判断している。製造業の景況感は、コア国、周縁国ともに悪化しているほか、内需については、ドイツを除いて低迷している。周縁国の内需の弱さがユーロ圏全体を下押しする形となっており、今後も域内需要の低迷を中心に停滞が続くとみられる。この間、欧州危機の深刻化からリスク回避の動きが強まり、先進国の長期金利は軒並み既往ボトムを更新し、株価も大きく落ち込んだ。その後、リスク回避の流れはやや後退して、先進国の国債金利と株価は前回合時と比べてほぼ同じ水準まで回復した。結局悪化したままなのは、スベ

インとイタリアの国債金利であり、スペインの国債金利は昨日 7%を上回るなど緊張した状態が続いている。ユーロやドルの資金市場は、現状なお緊張が抑制されているように見受けられるが、ギリシャの再選挙、スペイン銀行セクター支援の今後の動向如何では、金融市場の緊張度が一気に高まる可能性もある。強い警戒感を持って、動向をよく注視していく必要があると認識している。足許、一部論調で高まりつつあるユーロ・プロジェクトそのものに対する不透明感というものがある訳だが、それを払拭するには、よく論じられているように、ドイツなどのコア国がリーダーシップを発揮して、スペイン、ギリシャ問題、成長促進策の強化といった目先の課題に適切に対応するとともに、銀行同盟、ユーロ共同債の発行といったより長期の課題に対して具体的なロードマップを示して、財政統合への意思を明確に示していく必要があると思われる。いずれにせよ、これまでの欧州の物事の決め方をみていると、例えば、ギリシャはユーロ離脱か否かといった二者択一的な決め方ではなく、白黒はっきりさせずに玉虫色の形で漸進的に物事を決めていくという進め方であるように思われる。そういった進め方が今後も続くということになると、ユーロ危機という名の慢性病が長期に亘って世界経済の重石となり続けるということが懸念されるかと思う。以上が欧州である。

続いて米国経済であるが、緩やかな回復を続けているという基調判断に変わりはない。最近の経済指標は強弱区々ではあるが、私からみると、総じてみれば、底堅い改善を示す指標が上回っているように見受けられる。すなわち、弱めの指標としては雇用統計、小売売上高などがあり、一方ポジティブな指標としては、製造業・非製造業の I S M、消費者コンフィデンス、ガソリン価格の下落、銀行貸出、消費者物価（除く食料、エネルギー）指数の上昇などである。こういった米国の足許までの回復基調だが、この動きについては F R B の各地区連銀の景況感を取り纏めたページブックからも確認できる。この点、6 月のページブックに示された 4、5 月の景況感について概況を引用すると「製造業はほとんどの州で拡大を続ける。個人消費は横ばい、若しくは僅かに増加。新車販売は強さを維持し、

中古車販売も堅調。サービス業は全体として安定的で、幾つかの州でITサービスが強い。住宅用・商業用不動産は改善。建設は多くの州でピックアップ。資金需要と信用状況も、ほとんどの州で改善を報告。エネルギー関係の生産と投資は、石炭を除き拡大を続ける」といった要約で、最終的に回復ペースが減速したのは12の地区のうち1地区だけにとどまっており、全体として非常にポジティブなトーンとなっている。以上のような、地区連銀のミクロ情報並びにマクロ指標を総合して判断すると、米国経済については、企業部門を起点とした緩やかな回復基調は途切れていないという認識で良いかと思う。もっとも、欧州危機に伴う金融環境の悪化や景気減速、あるいはフィスカルクリフといった今後のダウンサイド・リスクについては、十分な注意が必要と認識している。

続いてアジア新興国経済である。中国経済については、成長ペースは鈍化しているものの、高めの成長を維持するとの見方に変化はない。直近5月のデータで確認する限り、輸出・輸入の大幅な改善、新規融資額の増加、消費者物価の低下など明るい材料がみられること、そして、成長ペースの鈍化を受けて政府がインフラ投資の認可を早め、人民銀行も利下げに踏み切ったことなどを踏まえると、これから夏場にかけて、成長率が例えば8%台の水準へと回復していく蓋然性が相応に高いとみている。NIEs・ASEAN諸国については、内需が堅調に推移しており、中国の回復に伴って輸出が持ち直すかどうかポイントとみている。

続いて、わが国経済である。わが国経済は、復興関連需要などから内需が堅調に推移するもとの、輸出・生産が緩やかに持ち直しつつあり、前回会合以降、景気判断は半歩程度前進したとみている。とりわけ、設備投資関連の指標では、企業収益の改善を背景に堅調な投資の実績、意欲的な投資計画が示されており、それらは法人企業統計、機械受注、日経設備投資動向調査、中小製造業設備投資動向調査、そしていわゆる政府短観と呼ばれる法人企業景気予測調査などから確認できる。とりわけ、最後に申し上げた法人企業景気予測調査では、基本的に法人季報と同じような対象企業でサンプルの振れもあるので注意が必要だが、製造業、非製造業とも、しっ

かりとした今年度の設備投資計画が示されている。中でも大企業・製造業と中小企業・非製造業で前年度比2桁の増加といった計画が示されている。こうした意欲的な計画が本行の6月の短観でも示されるかどうか、そして今年度上期を中心にこういった設備投資がしっかりと実行されていくか、これから注目していきたいと思う。

先行きのわが国経済は、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられるが、リスクとしては、以下の三点に注目している。第一に、欧州危機がさらに深刻化し、先行きを巡る不透明感が一段と高まるリスクである。欧州危機は、世界経済、日本経済にとって最大のリスク要因であり、ギリシャの再選挙やスペイン銀行セクター支援の動向如何によっては、国際金融市場の緊張が再び高まり、あるいは長期化して、円高や株安などを通じて、わが国経済を大きく下振れさせる可能性がある。第二に、中国経済の回復がさらに遅れるリスクである。中国経済はこれから夏場にかけて回復のペースを上げていくという先行き見通しを持っていると申し上げたが、それがさらに後ずれする、あるいは回復ペースが上がらないという場合には、わが国経済の回復のタイミングと持続性に悪影響を及ぼす恐れがある。第三に、今の点とも関連するが輸出・生産の回復時期が後ずれし、復興需要から外需へのバトンタッチが上手くいかないというリスクである。先行き、今年度後半には、復興需要の伸びが鈍化するとみられるほか、エコカー減税も今年夏には予算を消化し終了するとみられる中で、内需の減速を補う形で外需がしっかりと回復するかどうか注視していく必要がある。併せて、先程申し上げた意欲的な設備投資計画がしっかりと顕現化するかどうか、また、公務員給与の引き下げなどが影響して個人消費が下振れしないかどうかなどにも注意していく必要がある。

最後に物価動向だが、判断は前月と変わりなく、足許ではCPI前年比で前月と同じ+0.2%、先行きは暫くゼロ近傍で推移するもと、需給バランスの改善とともに基調としてはプラス圏内に浮上していくとみている。もっとも、CPI改善にこれまで寄与してきた商品市況の動向については、

足許までの市況下落を反映する形で物価下落圧力として今後作用する可能性があり、注意が必要と認識している。以上である。

白川議長

景気・物価に関する政策委員会としての判断については、また後からステートメントの文章で確認をしていきたいと思うが、皆さんの話を聞きながら感じたことを幾つかお話ししたいと思う。

まず、景気の全体観であるが、私自身もそうであるが、海外経済の回復軌道への復帰が幾分遅れ気味でこれを懸念していた訳であるが、その結果、輸出の増加が数字のうえでこれまでなかなか確認できなかったということがある。今回4月はやや出来過ぎの感はあるが、輸出の増加が確認できたことは一つの安心材料というように思うが、しかし、数字自体は出来過ぎであるというように思うし、海外経済全体の減速はまだ止まっていないということで、これについては想定対比多少弱いというご意見を、皆さんもお持ちであったと思う。一方、内需については、想定対比幾分強めであるという感じであると思う。人によって若干ニュアンスの差はあったが、全体としては、内需は想定対比幾分強いということで、全体としては景気はほぼわれわれの見通しどおりに展開しているということであると思う。

どういう論点があり得るかということであるが、これまでこの席で議論してきたことに付け加えるような新たな論点があったという訳ではない。多少繰り返しになるが、最大の論点は、欧州の債務問題が引き起こすリスクをどのように評価するのかということであると思う。二つ目は、そのことと関連するが、われわれの景気見通しの前提である、新興国・資源国に牽引される形で世界経済が緩やかな回復軌道に復帰していくという想定について、これで良いのかどうかを前回、前々回もずいぶん議論したが、新興国・資源国に牽引されたというよりは、アメリカについてはしぶとい景気回復ということもあるので、そういう意味では両方に力点を置きながら、新興国・資源国にあまり偏らない形での景気展開を想定した方が良いのではないかということだったと思う。改めて新興国・資源国あるいは米

国の景気回復をどのように考えるのかというのが、二つ目の論点であると思う。三番目は、内需の回復力についてであるが、考えてみると昨年の秋以降、われわれの想定を確か上回っていたという感じがする。昨日、前田調査統計局長はポジティブショックということをやっていたが、振り返ってみるとそうであったと思う。ただ、内需が予想より強かっただけに、果たしてこの内需の強さが今後も持続するのだろうかという別の心配の種でもある。この辺の評価が三つ目の論点であると思う。議論することは沢山あるが、私の方から特に申し上げることはこれ以上ないので、こうした点も含めて皆さんの方から議論したいということがあったら、ご発言頂きたい。

石田委員

欧州であるが、ユーロ圏から1,000億ユーロを出すということで、最初は皆が安心したが、結局、スペイン政府が全責任を持つことになり、それであればスペインが今まで嫌がっていた、政府が借りて銀行に突っ込むということと同じではないか、そうなればその分だけスペイン国債に対してシニアになってしまうのではないか。これは極めてディストラクティブというか、やらない方が良いような話である。ただ、一方で、なぜ財政再編基金に入れてわざわざMOUで縛ったのかということがある。通常の場合、MOUでやった場合には、本格的な債務とは違って何か起こった時にはまた話をしなければならなくなる。従って、その辺のところを少し緩めているのか、緩めてはいるがアイルランドとかキプロスが色々言い出すと切りがないので取り敢えず黙っていようということなのか、その辺が少し分からない。大体、エクイティの投入に使うお金が国債レベルのスーパーシニアになってしまうようでは、他の一般債権者は出て行ってしまう。

白川議長

今石田委員がおっしゃったことは、欧州債務問題の解決に向けた難しい問題の一つだと思う。問題の所在は、石田委員がおっしゃった通りである。

なぜE S Mから直接スペインの金融機関に対して資本注入ができないかについては、今の条約上それはできないというのが彼らの判断である。その中で、次にどのような対応策があるかという話が進んでいるのだと思う。ただ、このことは、欧州の条約をどう解釈するかという問題だけでなく、例えば、欧州中央銀行による対応も全く同じような問題を秘めている。彼らが資金供給すればするほど、その分の担保を民間金融機関から取っていくため、その分民間のインターバンク市場も含めて市場が上手く機能しなくなる。ある意味で、臨界点を既に超えてしまっている感じがする。もし、条約の厳密な解釈がそうであるとすれば、外部マネーがない限り解決しないということになる。あるいは、条約の改正を急ぐということかもしれないが、そのプロセスでひと悶着もふた悶着もあるという非常に難しい状況にあると思う。

石田委員

あとは、E C Bの債券買取りプログラムが出てこないが、何か理由があるのだろうか。出てくると緊張感が下がる気がする。

白川議長

今のターゲットⅡのバランスを考えると、ブンデスバンクがE C Bに対して極端な債権超、ギリシャ等が極端な債務超になっている。仮にギリシャがデフォルトになった場合の損失負担は、当初の出資比率で案分するので、ドイツが3割負担することになる。ある意味で、今のE C Bの色々なプログラムは事実上の欧州共同債になっている。それを考えると、確かに技術的にはそれで解決するが、背後にある問題がストレートに出てきているという感じがする。

白井委員

今回のことについては、色々なことが不透明、不確実で解釈が一杯ある。この間E U関係者と話をする機会があったが、例えば、E S M条約では政

府に貸さなければならないと書いてあるが、次の条項では、ボードが認めれば変え得る表現になっている。EU関係者の間でもそこをどう解釈するかによって対応が違ってくるので、絶対に政府にしか貸せないとは言い切れない。こうした点が不透明である。では、仮にボードが全員賛成したらOKかと言うと、そこにはドイツも入るので、きっとドイツは反対するし、修正しても反対するから、結局そこもはっきり分からない。銀行に直接入れるという考えの背景には、ソブリンと銀行の関係を断ち切るということであったが、断ち切ることができるかどうかは疑問である。断ち切るということは政府の会計上に載らないということだと思うが、この間の格付けの引下げの背景にもあったように、銀行の問題が大きくなって銀行が借りたお金を返せなくなれば、最終的に政府が肩代わりするので、結局同じことではないかと思う。従って、銀行に直接注入しようが政府に入れようが、私にはそれで問題が大きく解決するようには思えない。

ECBがなぜ国債を買入れないかについては、私の感じでは、ECBには、EFSFとESMが国債を買う権限を与えられる前の過渡期には国債を買う傾向があったと思うが、しかし今は、EFSFも国債を市場から買う機能が与えられたし、EFSF、ESMを通せばコンディショナリティが付くので、ECBとしては、恐らく、自分達がコンディショナリティのない形で国債を買入れるよりも、コンディショナリティの付く方でやって欲しいという気持ちがあるのではないかと思う。

白川議長

解釈としては、そうだと思う。いずれにせよ、日本銀行の政策委員会としては、われわれ自身の欧州債務問題への評価を前提として、われわれ自身の景気判断あるいは政策の構えがポイントになってくる。問題の分析としては、先程来の議論の通りだと思うが、そういう意味では、私を含めて皆さんが、欧州債務問題の展開が日本の金融システム、世界の金融システムにどのような影響を与えていくのか、日本経済にどのような影響を与えていくのかを、十分注意してみていかなければならないというのがボトムラ

インだと思う。

世界経済の牽引力について、追加的にあればどうぞご遠慮なくおっしゃって頂きたい。新興国、就中中国、米国経済のしぶとさ、この辺りについて、追加的にあればどうぞ。

森本委員

新興国・資源国が牽引するシナリオについて、確かに目先、中心となる中国の調整が長引いているので、山口副総裁がおっしゃるように、米国との合わせ技でという要素が増えていることは事実と思う。ただ、私自身は、N I E s・A S E A Nは、輸出は欧州や中国に影響されているが、内需は堅調であるし、中国もあれだけの対策を色々打って、5月の指標をみると工業生産や発電量が少し戻っていて、徐々にではあるが底打ち感が出てきていると思う。加えて、全体の状況をみながら対策を打てる余地がまだあると思うので、当面は中国やN I E s・A S E A Nが引っ張る力は失われていないのではないかと思う。特に、中国は規模が大きくなっているので、私自身はそのような感じを持っている。

欧州の不安要因であるが、ギリシャという国がなかなか分からないので、一步踏み込みにくい。アンケート調査をみると、欧州で一番勤勉な国はどこかというところ、ギリシャであると自分達で回答しているように良く分からない。皆もユーロを守らなければならないと思っているし、ギリシャ自身も、ユーロを離脱すると暗黒の世界が待っていることがある程度分かっている。今回、国民は本当に冷静な選択をするのか、ここをみないとユーロも一步踏み込んだ対策は採りにくいと思う。色々な国とのバランス感とか色々言っている場合ではなくなってくると、それなりに踏み込まなければならないと思う。全ては、ギリシャの再選挙の結果のあと、色々動き出すのではないかと思っている。

西村副総裁

私は、中国について慎重にみている。その理由の一つは、中国は一つの

国と考えてはいけなくてあれは一つの大陸である。白井委員が先程おっしゃっていたように、中国全体の資本装備率は流石に少し考えにくい。地域でかなり違う。例えば、東京の資本装備率と鹿児島県の資本装備率が同じにならないといけない理由は何もない。そう考えると、中国の中で、全体が同じようになることがあり得るのかという基本的な問題がまずある。しかし、中国が今まさにやろうとしているのは、どこもかしこも同じように同じところまで行くということである。特に、天津が極端な例であるが、天津の一人当たりGDPは、実に上海や北京を超えている。あり得ない話であり、何か奇妙なことが起こっているとしか思えない。そう考えると、皆が少しずつずれながらもしかし同じような成長をしていくというモデル——私はこれを、積み上げ型、stackedな経済成長と呼んでいる——は、本当に可能なのが大きな問題になってきている。インドネシアも大きな国なので、同じようなことはインドネシアにも言える。そう考えると、これは長期的な問題ではあるが、人口問題もあるので、少し慎重にみた方が良いと思っている。

ただし、短期的にみれば、流石に何かしなければならぬ状況になってきている。政策は出てくると思うが、その効果はかなり小さくなっているというのが私の印象である。先程、テロップにも、石炭の生産量が初めてマイナスとなったと出ていたが、一番問題となるエネルギーで弱さが出ているのは、かなり深刻な状況だと思う。

山口副総裁

中国については、私自身はそれほど悲観的でもないし、9%とか10%という高めの成長を期待するほど楽観的でもない。そういう意味で、ちょうど良い湯加減になってきていると思う。ただし、成長率は、温家宝首相も言っておられたように、7%台半ばとか8%程度に落ちてくるので、世界経済における中国の存在感は低下する。それをカバーするところとしては、米国もそこそこ見捨てたものではないという感じがしている。バランスシート調整がそれなりに進んできているということであろう。住宅価格が

下げ止まらないとか、家計の債務残高がなお高いところをみると、慎重にならざるを得ない面もないとは言えないが、それでも住宅価格が2006年にピークを打って、それから既に6年が過ぎている。その間の調整過程は相応に進んでいるとみる方が自然である。その力が、米国経済をぎりぎりのところで支える要素になっているのではないか。こういう言い方をすると、世界経済のどこに濃淡があるのかはつきりしなくなるが、その点国際商品市況がある種のパロメータになっているように思う。国際商品市況が行き過ぎとみられる位に高くなると、景気に過熱感が出てブレーキがかかり、それがある程度調整されてくると、米国、中国にみられるように家計の実質購買力が高まって、景気を下支えするという循環メカニズムが明らかに働いている。従って、最近の国際商品市況の下落は、世界景気を支える方向に働いてくると思う。そういう中で、各国別、あるいは地域別の濃淡をどのように読み取るかである。私自身は、中国については多少弱め、米国については多少強め、しかし国際商品市況の動きをみる限りは、グローバルにみた消費の下支え効果は当然出てくるので、それが全体の経済を支えるというシナリオだと思っている。

西村副総裁

今は、国際的にある種のトレーダブルな実物資産に関しては、非常に強い需要がある。特に米国のプライムの不動産やロンドンの不動産等に対しては、強い需要がある。そういう意味で、ある種の実物資産の金融商品化が起きている。それがあるところは比較的強い。例えば、ニューヨークは最近非常に強いし、ロンドンも相変わらず強い。そういうものが米国のある種の下支えになっているということは言えると思う。そういう意味で実はデカップリングは起きてなくて、カップリングしながら上手くモメンタムが上がっていくとそれなりに良くなるが、マイナスになり始めると悪くなるという感じの微妙なところで動いているとみた方が良いと思う。モメンタムがどちらに動くかは非常に注意してみなくてはならない状況だと思う。

宮尾委員

中国経済についての私の見方は、森本委員の感じに近く、結構楽観的にみている。ただ、今年の夏以降回復すると言った場合の持ち上がり方は、先程、山口副総裁がおっしゃったように、それ程強いものを考えている訳ではない。足許7%前後だとすると、着地として8%位が実現する程度の強さは、今年の夏以降はあるとみている。中国経済は、確かにそれは以前にみていたよりも弱いかもしれないが、日本経済あるいは世界経済にとってはある程度十分な回復を実現できるだけの強さはあるのではないかと思う。

米国経済については、私は以前から強気派、楽観派であった。ベージュブックにあった各地区のマイクロ情報はあまりニュースにはならなかったが、今回改めてみると、勿論先行きは不確実性があるが、足許数か月の歩みは非常にしっかりしているということ、今回改めて確認した。当然、足許の堅調さには先行きを示す設備投資や資金需要等が含まれているので、私は、米国経済はわりとしっかりしてくれるのではないか、頼りになるのではないか——欧州のリスク、フィスカルクリフのリスクは横に置いておくとして——という見方をしている。

白井委員

中国の設備投資は投資収益率がかなり落ちてきている。1人当たりの資本ストックは非常に少なく、特に地方で少ないことは確かであるので、ある程度の投資は必要だと思うが、過去のように投資を増やしたら相応に成長率が高まるかという、それはなくなっていると思う。簡単に言うと政策の効果が少しずつ減ってきている。私は、中国は労働力も減ってくるので、全体的に少し減速してくるとみている。政策の効果はそれなりにあると思うが、効果は少しずつ減ってきている。高い成長よりも、持続可能な成長の方が必要だと思う。恐らく中国が不動産の引締めを緩めないのも、過去の反省から、高い成長だけではなく持続可能な成長をみているか

らだろう。高い成長よりも、今の8%前後の成長が暫く続いて欲しいと思っている。そういう意味では、どちらとも言いか、その間という感じを持っている。

森本委員

私も、8%少し位の水準を考えていて、それに米国等との合わせ技である程度引っ張っていけるのではないかと思っている。国として7.5%をはっきり約束しているもとでは、8%位はどうしてもキープしなければならないのではないか。それは絶対にやってくると思っている。私自身の成長のレベルは8%少し位であるが、従来の9%、10%はもう望むべくもないと思う。

白川議長

白井委員がおっしゃったように、どの経済にとっても、持続可能性が非常に大事なコンセプトだと思う。中国のように経済規模の大きい国が、2桁成長、しかも固定資産投資比率が5割に近いという状況が、ずっと続くこと自体、どう考えても持続可能ではない。そういう意味では、少しずつ持続可能な成長軌道に調整していくことは避けて通れないし、また必要なプロセスだと思う。ただ、それがシャープに進むと、中国経済にとっても世界経済にとっても、大きな影響がでてくるので、その点は注意しているが、ビッグピクチャーとしてはそうした調整が必要だしそれに向かっていると思っている。

米国については、先程の山口副総裁の見解に近い。バランスシート調整は経済をみる時の大事なファクターではあるが、バランスシート調整の追加的な重みが今増している訳ではなく、軽減される方向にきている。短期の景気の見通しをする時に、バランスシート調整を強調し過ぎるのはどうかと思う。また、米国経済自体が巨大な資源国経済であるので、新興国経済の影響で資源価格が上がることは、米国経済を輸出と内需の両方の面で持ち上げている。

わが国の内需であるが、この 1 か月のデータだけをみると、かなり強かったと感じている。勿論、月々の振れがあるのでそれを単純に読んで良いという訳ではないが、個人消費についても、設備投資についても、住宅についても、全般に強いという感がする。昨年秋以降、内需が意外と健闘していることについて、今まで出された説明は全部で五つ位ある。一つは、エコカー補助金であるが、耐久消費財以外の財・サービスも幅広く持ち直しているため、これだけではないとは思ふ。二つ目は、広い意味での震災関連需要である。これも色々な関連需要があり、一点目は直接的な復興需要としての公共投資、二点目はペントアップ需要である。これには、個人消費について、流された耐久消費財を買い替えることや、住宅について、被災地で建設ができなかったものが今できるということもある。三点目は、どのようなネーミングが良いかは分からないが、震災後のビジネスモデルとか、生活モデルの見直しに伴う需要増加である。企業のBCPとか、エネルギー・環境関連のビジネスもそうだし、家計についても、改めて自分の生活スタイルを見直して震災関連のグッズが必要だということも、広い意味での生活モデルの見直しに伴う需要増加である。それから、内需が健闘している説明の三つ目は、労働需給の改善あるいは企業収益の改善から個人消費が良くなっている、あるいは非製造業の業況が良くなっているということである。四つ目は、高齢化対応のビジネス戦略の成功。五つ目が、円高メリットで実質購買力がその分高まっている、つまり円高の影響で輸出が落ちることをカウントした見通し対比、円高メリットによる実質購買力の増加が薄く広く行き渡っているということ。この五つ位の仮説が考えられるが、問題は、どの要因がどの程度、今後、期待できるかである。先程、西村副総裁から、直近のデータをみて内需について少し弱気の発言があったように逆の見方もあるが、内需関連について追加的なご意見があれば、ご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

森本委員

設備投資について、エネルギー関連で色々なリスク管理面とか再生可能

エネルギーの固定買い取り制などで、ビジネスチャンスが結構あるため、投資額が相応に出てくる可能性があると思う。耐震化工事とか、今回の反省を踏まえたベース的な需要がある程度期待できるのではないかと考えている。企業収益等の影響はあるが、プラス面が期待できると思う。海外で少し暗い面はあるが、内需としてそのような面が期待できると思う。

山口副総裁

欧州について感想めいた話であるが、2009 年末にギリシャ問題に火がついて以来、マーケットでは対応策が講じられると緊張感が緩和し、暫くするとまた緊張が高まるということを繰り返してきている。この間、緊張・緩和の周期が漸次短期化しているように思う。思い起こしてみると、2009 年の暮れにギリシャ問題が起き、翌年の 5 月には一応の手——今からみれば彌縫策であったが——が打たれ一旦落ち着くかにみえた。それから半年後にアイルランド等の問題が噴出し、市場の緊張が高まった。直近では、2 月から 3 月にかけて、ギリシャの支援スキームが決まり、一旦落ち着くかにみえたところ、ほとんど時間を開けずにスペインの問題が出てきている。6 月末頃にかけて EU 当局、IMF、ECB、各国は、問題が最悪の事態になるのを避けるべく手を打つだろうと思う。しかし、手を打ってもそれは問題の先送りでしかない。しかも、先送り策を打って稼げる時間が非常に短くなってきているうえに、その過程で、フォーカスする対象国がどんどん広がっていくということになりかねない。とすると、世界経済全体として本当にどのようなことになっていくのであろうか。白川議長が講演その他で言うておられるように、この問題が日本に波及してくるルートは貿易、為替、金融の三つであるが、根深い問題だということが日本の企業にも意識されるようになり、為替や株にも影響を与えることが分かってくると、企業マインドやそれを經由しての企業行動にも影響が及ぶ。基本シナリオを変えるところまではきていないが、問題をきちっと解決できないこと自体が、非常に大きな問題を生む状況になってきているという気がしている。

西村副総裁

中途半端なトランスペアレンシーが不安を増幅する形で、家計に影響している気がするし、企業にも若干ラグを置いて当然影響する。景気ウォッチャー調査をみていると、そういうことが何らかの影響を及ぼしている可能性があると思う。私が申し上げたのは、不動産の流通の話であるが、それをみていると、足許のセンチメントが相当悪くなっている。しかも、報道にほぼ依存した形でセンチメントが上がったり下がったりしている。そのことから考えると、足許、ナウキャストは悪くないが、本当のフォーキャストのところはかなり気を付けないとならないと思う。しかも、急変する可能性があるのでよく考えなければならないというのが私の今日の発言の要旨である。どうしてかと言うと、遡ってみれば、リーマン・ショックの時に、流石にあれほどのことになるとは、正直に言って、私も完全に見誤ったところがある。そのことから考えると、今回の場合、リーマン・ショックが頭にあるので、それなりの形で対処していくことをわれわれとしても予め考えておく必要があるという気がする。

宮尾委員

山口副総裁がおっしゃったことは、私も全く同感である。ユーロ懐疑論みたいなものがどんどん浸透してきているということだと思う。それでも、漸進的にやっていくのがメインシナリオだと思うが、不確実性はさらに高まってきている。私は、少し明るい設備投資計画が政府短観から出ていると申し上げたが、これも計画段階であるし、最終的に実行されないリスクも含まれている。政府短観の調査時期は5月の半ばであるが、ユーロ問題が悪化したのは5月初めなので、今年初め、2月～3月頃の企業マインドの改善を反映しているのかもしれない。設備投資は、成長にも寄与するし、生産性の向上にも寄与するので、私は一つの重要なファクターだと思っているが、政府短観を業種別にみると、先程、森本委員がおっしゃったように、非製造業のエネルギー関係、卸小売、不動産等で、大企業、中小企業

とも非常にしっかりしている。今度の日銀の短観は、調査時期が6月半ばであるから、その中で計画やマインドが弱気になっていないか、あるいは最終的に実行に向かうかどうかを確認することが、非常に大きなポイントだと思っている。

山口副総裁

私自身、今の段階で中心シナリオを下方修正しなければならないと思っている訳ではない。

白川議長

われわれ自身、毎回毎回、決定会合というベースで、この1か月間の変化を点検している。同時に、本日の幾つかの議論がそうであったように、ビッグピクチャーを見失わないようにしないといけない。そのビッグピクチャーも、こういうユーロの問題を経験すると、従来考えていたことよりももう少し大きなことを時として考える必要があると思う。あまり適切な言葉ではないかもしれないが、先週、ファイナンシャル・タイムズにマーティン・ウォルフが「自分は1930年代の世界恐慌がなぜ起きたかなかなか実感として理解できなかつたが、最近はその少し理解できるようになった」と書いていた。それは多くの人の感覚に近いと思う。最近、1930年代に関する本をもう一度読み返している。有名なキンドルバーガーの本の中に、キーコンセプトは三つあるとあった。一つはパニック、二つ目はコンテージョン、三つ目はヘゲモンである。つまり、最終的に混乱を終息させる時に、誰かがリーダーシップを取らないとならないということである。その三つが作用したと言っている。そのような目でみた場合、まさにパニックとコンテージョンとヘゲモンの不存在が、EU一つ取ってみても最終的に決定できる人がいないということであるし、そのような状況をみて世界で決定できる人もまたいないというのが、今の欧州問題の何とも言えない難しさである。しかし、そのような状況が現にある中で、多額の債務が存在していると、民間債務と政府債務の区別自体が実は意味がなく

なってくる。要は、トータルのデットの存在が問題になる。そうすると、著しく拡大したデットの水準を調整する方法は、どのようなものがあるかを考えた場合、通常のリバランスシート調整で経済のスピードを少し落としていくという方法を超えて出てくるのは、一つは、真つ当な方法である財政改革、あるいはある時期に経済成長率のスピードを落とすという方法である。二つ目はデフォルト、三つ目はインフレで帳消しにするという三つしか、論理的にはない。そのような極端な姿を一方で念頭に置きながら、この先経済はどうなっていくのかを皆が予想しあっているのが今のビッグピクチャーだと思う。そういうことも意識しながら、しかしわれわれの政策としては、今回どうしていくのかを連続的に考えていく必要がある。

それでは 10 分程度休憩し、10 時 40 分に再開したいと思う。

(10 時 30 分中断、10 時 40 分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、議論を再開する。このラウンドでは、次回会合までの金融政策運営方針等についてお一人 5 分ずつ発言して頂き、その後で自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは、西村副総裁からお願いします。

西村副総裁

わが国の金融環境の評価であるが、緩和の動きが続いているという前月の評価を変える必要はないと考えている。国内金融市場では、落ち着いた状況が続いている。中短期金融市場では、資金余剰地合いが続く中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は足許 0.07～0.08% 台、G C レボ市場金利はほぼ 0.1%、そして国債金利は短国から 3 年物までほぼ 0.1% に張り付き、さらに今後国債大量償還で資金余剰感の強い状況が続くと考えられている。C P 市場も、個別事情のある銘柄を除けば引き続き低位に

安定して推移している。主要通貨の調達環境も、欧州金融情勢の不確実性は高く振れはあるものの、総じて安定して推移していると評価できる。また、5年債金利は若干低下、10年債金利は欧州不安から米独10年債金利が急低下した後に戻した動きに追従し、足許は再び横ばい水準まで戻っている。同様に株式市場も欧米市場に追従する形で大きく下げた後、前回会合比横ばい圏に戻している。為替は、ユーロ等の他通貨に対しては円高に振れているが、対ドルでは横ばい圏内にある。

国内金融環境は、マクロ的にみて、このところの内需の強さから需給ギャップの縮小が進んでおり、ゼロ金利の制約から政策金利をこれ以上下げられないということから生じる負の影響の度合いは、ほぼ解消したと考えられる。企業の資金調達コストの緩やかな低下傾向は維持されており、5月は、公募社債の発行も電力債抜きでも平年並み以上となり、前月に引き続きBBB格の起債もみられた。銀行貸出も、昨年の一部電力向け融資急増の裏で伸び率は低下しているものの、前月と同じプラスの前年比だった。若干気になるところは、日本公庫、商工中金の中小企業資金繰りDIが4月までの改善傾向から若干反転していることである。ただ、元々振れの大きい統計の単月の動きで重大視する必要はないと思われるが、第一ラウンドでのセンチメントの足許の動きと関連して注視してみたいと思う。

次に、インフレ予想であるが、内外調査機関約20先のESPエコノミストフォーキャストは、2012年～2013年度では、四半期で足許が上がり、来年半ばが若干低下したものの年間でみれば変化していない。それに対し、2014年～2018年度平均の予想は、昨年12月に比べて0.2%ポイント上昇している。これをみると、足許のCPIの動きにラグを持って反応しているように見える。また、市場関係者150名のQSS月次調査でも同様に足許から1年先2年後が上昇しているが、2年先10年後は1%辺りで安定している。中短期の予想が足許のCPIの動きに反応することを考えると、5月のCPIがゼロ近傍に戻り、その後暫くゼロ、場合によっては下落という動きになることが、中短期の予想に及ぼす影響についても考えておく

必要があると思う。

次に、金融政策運営方針である。既にみたように、足許までのデータから先行きの経済・物価情勢を判断すると、目途 1%達成へのモメンタム、つまり追加的な緩和なしで目途達成が見込まれるような十分な勢いがあるか、依然として不確実である。さらに、海外経済や国際金融市場の不確実性は非常に高い状況が続いている。企業や家計の投資・消費意欲が、このところこうした海外経済情勢や国際金融市場の動向に左右されやすくなっていることも十分に考慮する必要がある。しかしながら、極く足許の欧州情勢は流動的であり、米国経済の今後についても強弱双方の見方があり得ることを考えれば、わが国経済のモメンタムがどうなるかの性急な判断は避けた方が良く考えている。従って、次回までの金融政策は、現在の「目途」を明確にした包括緩和政策、つまり「目途」に基づく積極的なコミットメント、資産買入基金の規模・構成とも、現状維持とするのが適当であり、金融調節運営方針も現状維持が望ましいと考えている。加えて、デフレからの脱却のために必要な成長基盤強化に資する資金供給を方針どおりに進めていくことが重要であると考えている。ただ、欧州及び米国情勢の展開次第、国内では経済・物価情勢の展開次第、場合によっては財政再建の見通しの行方次第では、追加的な機動的政策運営が必要になる可能性は認識している。その際には、現在の政策のあり方をもう一度見直す必要があるかもしれないという考えは、前回会合から変わっていない。

最後に、先程山口副総裁から、問題の出方が次第に短くなっているという指摘があったが、これは非常に重要な指摘であると思うので、われわれも緊張感を持って金融政策運営に当たっていかなければならないと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以来、ギリシャ、スペイン問題により安全資産選好が強まり、また米国景気への懸念等もあり、米独日の国債が買われ、株価はおしなべて下落している。通貨ではユーロが売られ、ドル／円が買われる展開となっている。

国内金融市場は今申し上げた安全資産選好に加え、本行の強力な金融緩和の推進により緩和の動きが続いており、足許では、オーバーナイトから3年物国債の利回りまでほぼ0.1%に張り付いている。また、CP・社債等の発行環境、対国債スプレッドについても引き続き極めて緩和的環境にある。なお、足許の基金残高の推移について注目している向きもあるので、基金を通ずるオペレーションについて、引き続き年末に向け買入等の確実な実行が肝要と思う。今後、財政資金の払い超からさらに資金環境が緩和的となることが予想されるので、引き続き各種入札に当たっては種々の工夫を凝らし、本行の緩和政策の円滑な遂行を図って頂きたいと思う。なお、欧州情勢が極めて流動的であるので、言うまでもないことであるが、不測の事態が発生した場合には、時を置かず適切な対応を図る必要があると考えている。また、この点については、予め本行の意向を明示しておくことが望ましいと考える。

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と考える。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、緩和的な状態が続いている。金融市場では、長短金利は極めて低水準で推移しており、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。また、CPや社債

の発行環境は良好であり、アベイラビリティをみても、企業からみた銀行の貸出運営スタンス、資金繰りとも総じて改善した状態にある。一方、企業倒産件数は低水準で推移しているが、足許では前年比プラスに転じており、年度末の金融円滑化法の終了を見据えた金融機関の貸出態度の変化が中小企業の資金繰りに影響を与えることがないか、注意深くみていく必要があると考えている。

長期金利について少し子細にみると、金融緩和効果の浸透から国債利回りは3年債まで0.1%の水準となり、10年債では世界的なリスク回避の高まりのもとで米独債等とともに金利が低下し、一時0.8%を下回るなどイールドカーブがフラット化した。米独長期債利回りはなお史上最低圏で推移しているが、これが何らかの理由で反発し国内金利の反転につながることはないか、細心の注意を払っていくことが必要だと思う。この間、円高・株安が一時進行したが、足許では幾分戻している。目先、政治イベントの帰趨等により国際金融資本市場の緊張が高まることも懸念されるので、企業や家計のマインド面への影響も含めて警戒感をもって注視していくことが必要である。

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だと思う。

また、わが国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へ復帰するには、成長力強化の努力と金融面からの後押しの両面にしっかりと取り組んでいくことが極めて重要だと認識している。金融政策運営面では、現在、そうした認識のもとで、強力な金融緩和を推進するとともに、成長支援資金供給を通じ民間金融機関の取り組みを支援しているが、それぞれの施策で期待した効果を発揮しつつあり、引き続き粘り強く取り組んでいくことが重要だと思う。資産買入等の基金については、買入等を進めるにつれて緩和効果が一段と浸透してきている。強力な金融緩和を引き続き進めていくうえで、これからも予定した残高を着実に積み上げていくことが大切だと考えている。一方で、資金需給をみると、6月下旬には当預

残高が史上最高の 43 兆円弱を更新する見通しにあるなど資金余剰感は強まっている。こうしたもとで固定金利オペの札割れが頻発しており、とりわけ 6 か月物では、仮にこのペースでの応札が続けば、8 月中にも残高が目標額の 10 兆円を下回る可能性もある。こうした難しい局面にはあるが、今後も波及効果を見極めながら市場動向を注視し、オファーのタイミングや頻度、また国債買入れで実施した年限別買入金額配分の見直しなど運営面での工夫を凝らしながら、着実に資金供給を続けていくことが重要だと思う。

成長支援資金供給については、6 月に小口特則の 1 回目の貸付が実行された。この特則は、小口貸出の積上げであることや初回で準備期間が短めだったこともあって、貸出実行額は 30 億円と比較的少額ではあったが、成長支援の重要性に関する地域金融機関の意識を改めて喚起し、新たな取り組みを後押しすることにつながっていくと考えている。また、本則については、貸付額の上限を引き上げた結果、3,000 億円弱の新規貸出を実行することとなったが、個別投融资確認依頼書を提出する先が増加に転じ、取り組みの裾野の広がりがみられるなど、引き続き所期の成果を上げている。今後も、9 月からの米ドル特則や A B L 等特則を含め利用状況をウォッチしながら情報発信に努め、民間金融機関の取り組みを支援し、成長力強化につなげていくことが大切だと思う。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

短期金融市場では余剰感が強い状態が続いている中で、ターム物金利を含め安定している。国債市場の利回りも全体として低水準で推移している。ドル資金調達市場については、一時、円投・ドル転コストやベーシススワップレートが上昇する局面があったが、現在では落ち着いており、日本銀行のドル資金供給オペへの需要もほとんどない。

企業金融については、資金調達環境は良好で、CP・社債発行金利は低水準で推移しており、新規貸出約定平均金利も低下している。金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、CP・社債の発行環境も良好である。民間銀行貸出は緩やかな増加基調にあり、CP発行残高も対前年比増加しており、社債は低格付けまで発行体の広がりがみられる。

なお、最近、日本銀行による一段の金融緩和が必要との見方が聞かれるが、その判断は、4月の展望レポートで示した中心シナリオに下方修正が必要なのか、あるいは下振れリスクが相当程度高まっているのかに依存すると考えている。この点、結論を先に言えば、現段階では景気見通しの判断を変更するだけの材料がまだ揃っていないと判断している。欧州問題のわが国経済への影響については、貿易、金融、為替のチャネルを通じてみているが、まず貿易チャネルについては、欧州向けの実質輸出が対前月比で増加に転じており、中国から欧州に向けた輸出も改善しているので、これらの前向きの動きが一時的なものなのか見極める必要がある。また、金融チャネルについても、先程述べたように、短期金融市場、債券市場、ドル調達市場は総じて落ち着いており、金融機関や企業の資金調達環境は良好である。ただし株価については、足許では前回会合時の水準に戻っているものの低迷が続いており、企業収益率の改善が株価を押し上げる効果よりも、欧米の株価低迷と円高が株価を押し下げる効果の方が上回っている。最後に、為替チャネルについては、前回会合以降に一層の円高が進み、名目実効為替レートが一時は昨年後半の水準まで上昇したが、6月に入ると緊急G7財務相・中銀総裁会議やスペインの金融支援申請などのイベントもあって戻しており、現在の円の対ドル及び対ユーロの為替レートは前回会合時とほぼ同水準になっている。円高には、日米あるいは日独の金利差が縮小していることや、安全通貨としての円の需要が高いことが寄与している一方で、貿易赤字、介入警戒感、最近ではサムライ債によるキャリー取引等の要因が円安方向に作用しているように思われる。現在のところ、円高・株安が実体経済に及ぼす負の影響については、それを示すデータが揃っていないし、企業マインド指標についても改善と悪化を示す指標が混

在している。ただし、調査時が5月下旬の景気ウォッチャー調査の企業動向関連指標については、現状・先行きともに円高・株安を理由に悪化を示しているため、今後もこの傾向が続いていくのかを注視している。家計マインドについては、足許改善している一方で、景気ウォッチャー調査の家計動向関連指標は、現状、先行きともに悪化しているものの、その理由は天候不順による客数の減少、エコカー補助金終了、電力不足問題等が指摘されており、円高・株安の影響はまだ確認されていない——間違っているかもしれないが——ように思うが、注視していく。

なお、物価見通しの判断についてであるが、現在のコアCPIはゼロ%近傍で推移しており、当面この状況が続くと思う。物価のリスクバランスは上下バランスしていると思うが、欧州債務問題が深刻化すれば幾分下振れ圧力が高まる可能性がある。こうしたなか、中長期インフレ予想が現状を維持するとの前提のもとで、GDPギャップの縮小とともに緩やかに物価の上昇が進んでいくとみている。ただし、時間当たりの賃金が伸び悩む中で、直ぐに企業が価格を引き上げられる状態ではなく、インフレ率の上昇はゆっくり時間をかけて進んでいくと思う。消費動向調査によると、物価が低下する見通しが高まる時に「暮らし向き」が改善していると認識する傾向が依然としてみられるようであるし、またそれは企業物価指数の中の素原材料価格が高い水準で推移しているのに最終財価格が一向に上昇する気配がないことから裏付けられるように思う。なお、中長期インフレ予想については、今のところエコノミストと市場の指標では1%前後で安定しており、低下していない点は今後緩やかなインフレを実現していくうえで前向きな傾向と捉えている。

以上を纏めると、現段階では国際金融資本市場が急速に不安定化している状態ではなく、わが国の経済・物価見通しについても判断を変えるだけの変化がないので、一段の金融緩和を検討する状況にはないと判断している。とはいえ、欧州の政治経済情勢をしっかりと見守りながら、わが国の経済・物価見通しを点検していきたいと考えている。仮に、欧州問題が深刻化して国際金融資本市場や世界経済が不安定化した場合の対応について

であるが、資産買入等基金の残りがまだ 19 兆円あり、金融緩和強化の途上にあることを踏まえたうえで、昨年の大震災直後のような大量資金供給オペによる金融市場の安定化で対応できるものなのか、あるいは一段の金融緩和が必要なのかを見極める必要があると感じている。さらに、ショックの大きさや持続性を見通しによっては、その対応が一時的措置になるのか、あるいはより長い目でみた備えという形になるのかで異なってくると思う。

なお、現行の政策金利については、様々な適正水準の推定値にほぼ沿っているため、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0～0.1%程度で推移するよう促す」が良いと思う。

最後に、成長基盤強化支援資金供給については、3月に貸出枠を2兆円増額して以来、6月8日に増額後初めてとなる資金供給を実施した。このうち、本則分は枠を増額したことで前回から倍増する一方、ABL・出資等の特則分では前回より減少しているものの個別投融资額が概ね増加しているため、金融機関の間で着実に利用する動きが広がっているようである。また、小口分については少額にとどまったが、「事業再編」、「起業」、「農林水産」といった本則ではシェアの小さい分野への貸出が増えており、中小企業向けに一定の役割を果たしつつあるようである。今後、案件の整理や内部体制の構築が進めば利用も増えていくと期待している。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たい。国際金融資本市場では神経質な動きが続いているが、わが国の金融環境については、これまでと同様、緩和の動きが続いていると判断している。短期金融市場は、安定した状況が続いて

いる。長めの金利も、既に3年物まで0.1%程度に低下している。10年物の長期国債金利は、米独長期金利が既往ボトムを更新する中、一時0.8%近傍まで低下したが、その後は、高値警戒感が燻る中、若干反発している。クレジット市場をみると、CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている。企業向け貸出金利は、緩やかに低下している。企業からみた銀行の貸出運営スタンスや企業の資金繰りは、いずれも改善した状態が続いている。

続いて、当面の金融政策運営について、五点述べたい。まず第一に、われわれの金融緩和政策の評価についてである。先程お話ししたとおり、国債利回りは、2年物だけでなく3年物も0.1%近傍まで低下している。4年から8年ゾーンの利回りも、前回会合以降、一段と低下している。社債の発行スプレッドは、低格付け社債を含め低い水準で安定している。こうした中で、企業の総資金調達コストは量的緩和期のボトムを下回り、なお緩やかな低下を続けている。海外に比べて金融機関の貸出態度が大きく改善していることなどと併せて考えると、われわれの一連の政策対応は、一段と緩和的な金融環境を作り出すという点で、かなりの効果を発揮していると考えている。当面は、現在の基金の枠組みを維持し強力な金融緩和を推進することによって、日本経済を金融面から後押ししていくことが適当であると考えている。

第二に、基金の運営に関連して、最近の札割れについて一言述べたい。6月入り後、3か月、6か月の固定金利オペが相次いで札割れとなった。まさにこうした事態を想定して、4月にオペの5兆円減額を決定した訳である。また、現在、固定金利オペの残高は目標の30兆円を超えているため、今すぐ残高の積み上げを必要とすることはない。オペを少しでも円滑に実施するため調節の現場は様々な工夫を行っている。今後とも、札割れを囁す市場の反応には冷静に対応しながら、一方で調節上の更なる工夫について検討を深めておくことが肝要と思っている。

三つ目は、感想めいた話であるが、米国やドイツにおいて国債金利が既往ボトムを更新する中、最近、わが国でも国債バブルという言葉が随分と

耳にするようになってきた。前回は申し上げたが、0.8%という長期金利の水準は、潜在成長率、予想物価上昇率、リスクプレミアムで合理的に説明することは難しい。このことは、何らかのきっかけで長期金利が反転・上昇するリスクを秘めているということである。われわれとしては、そのことを十分に認識したうえで、リスクと金融緩和効果の微妙なバランスに細心の注意を払いながら、適切な政策運営を行っていかねばならない。口で言うのは簡単だが、何をもちて適切と考えるのか、その尺度がますます分かりにくくなっており、これはわれわれにとっては大きな悩みである。なお、日米独の国債利回りが大きく低下している要因の一つは、欧州債務問題等を背景に、安全資産の絶対的な供給量が減少するもとの、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まっていること、言い換えれば安全資産ニーズが高まっていることである。そうであれば、先行き、欧州債務問題に片が付き、周縁国が安全資産としての国債の供給を再開できるようになると、日本や米独の国債の希少性プレミアムは低下し利回りが大幅に上昇するかも知れない。つまり、欧州債務問題の解決が、今度は別の新たな問題を引き起こす可能性があるということである。バブルの処理の過程で新たなバブルが発生するといういつか来た道である。世界はこうした大きな矛盾を抱え始めているようにみえる。

四つ目は、情報発信に関してである。国際金融資本市場において神経質な動きが続く中、当面、われわれとしても欧州問題の展開には特に注意を要する。市場とのコミュニケーションが一段と大事である。バーナンキ議長やドラギ総裁の最近の発言に倣う訳ではないが、具体的な政策オプションは示さないまでも、日本銀行として強力な金融緩和の推進と併せ、国際金融資本市場の状況を十分注視しわが国の金融システムの安定確保に万全を期す、といった表現で政策運営上の基本的な構えを対外的に示していくことが、市場にそれなりの安心感を与える意味でも重要ではないか、と考えている。

五つ目は、震災復興関連の資金供給についてである。初期対応としての被災地向け流動性供給は現在も継続中であるが、復興需要が本格化する中

で、われわれとして今後何らかの追加的な対応を図っていくべきかどうか、今後しっかり検討していく必要があるのではないかと考えている。

最後になったが、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当と考えている。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について、企業の資金調達環境は総じて緩和の動きが続いているとの昨日の執行部説明に違和感はない。

次に、実体経済へ影響を及ぼしうる金融資本市場の動向については、為替レート、株価とも、この間のリスク回避の強まりを受けて、いったん大きく円高、株安方向に動いたものの、現時点ではいずれも前回会合時並みの水準まで戻して推移している。円高・株安の動きが長期化すると、企業収益やマインド悪化などを通じてわが国経済へ悪影響を及ぼす恐れがあるため、今の動きが一時的・短期的な動きに止まるかどうか、慎重に見極めていく必要があると認識している。

次に、インフレ予想であるが、これまでの会合でも何度か申し上げてきているが、依然としてエコノミストの1~2年先の短期予想インフレ率は、本行の中心見通しと比べて低い状態が続いている。この点は本行の見通しに対する信認とも関わる問題だと認識しており、短期の予想インフレ率が立ち上がってこない、現状1%程度で落ち着いている中長期のインフレ率に収束していく力が弱まるとともに、アンカーそのものを下振れさせるリスクにもつながりかねない。「物価安定の目途」実現へ向けた本行のゆるぎないコミットメントを、適切な情報発信と政策行動によって国民により浸透させ、その実現可能性に対する信認を引き続き高めていくことが重要であると考えている。

金融政策運営については、足許はこれまでの累次の金融緩和の効果を

しっかりと見極めていくことが重要と認識している。政策効果の発現にはラグがあり、現時点で断定的に論じるのは難しい面もあるが、例えば、実体経済面への影響で申し上げると、前半に申し上げたような企業の意欲的な設備投資計画などには、本行のこれまでの一連の強力な金融緩和が、企業収益やマインドに良好な影響を及ぼしそれが企業の前向きな行動を後押ししているという側面も含まれているように思われる。

そう申し上げたうえで、足許、欧州危機の一段の深刻化など海外経済を巡るリスクが高まってきているという現在の状況を踏まえると、金融市場が大きく不安定化するリスク、景気・物価見通しが大きく下振れするリスクに対しては、より強い警戒心を持って、その動向に注意していかなくてはならないと考えている。このため、これまでの緩和効果を見極めつつも、同時に、今後必要と判断される場合のあり得べき措置について、引き続き様々な選択肢を予め排除することなく、適切な対応を講じられるよう、より警戒感を持って備えておく必要があると認識している。次回会合は展望レポートの中間評価のタイミングでもあるため、経済・物価見通しのメインシナリオ、ならびに下振れリスクの大きさや持続性などについて、一層丹念に精査して参りたいと考えている。

以上を申し上げた上で、次回会合までの金融調節運営ならびに基金の運営については、現状維持が適切であると考えている。以上である。

白川議長

まず、次回会合までの調節方針であるが、私を含めて全員現状維持である。それから資産の買入れについては、4月に決めた線に沿って着実に買入れを進めていくことが大事であるということである。枠が変わっていないという意味では現状維持であるが、これは政策が現状維持ということではなく、毎月買入れを行っていき、来年6月まであと19兆円あるが、そういう意味では毎回、毎月金融緩和が強まっているので、現状維持という言葉のニュアンスは、情報発信としては適切ではないという感じがする。まさに決めた線に沿って毎月金融緩和を強化していっているということ

であると思う。

それから多くの委員の方から言及があったように、実際のオペで札割れも生じている訳であるが、こういう事態を想定して4月にも固定金利オペの減額を行い、その分他の買入れを増やし、ネットでも増額した訳であるが、様々な工夫をしてほしいということである。それから全員の委員がおっしゃっていたが、欧州債務問題に伴うリスクに対する備えという意味で、われわれとしての政策の構えをもう一回しっかり説明していく必要がある、それをステートメントのうえでも出した方が良いということである。私も強くそのように思っている。

改めて日本銀行の政策スタンスを整理してみると、こういうことになると思う。まず、欧州の債務問題がさらに緊張を高めるという状況の前からそうであるが、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復することが極めて重要な課題であるというようにわれわれは認識している。この認識に立って日本全体としてはまず何が必要かということであるが、これは政府、企業、民間金融機関、日本銀行、つまり幅広い主体による経済成長力強化の努力と金融面からの後押しの両方が必要である。この両方を通じて、初めてデフレからの脱却という課題が実現されていくと思っている。こうした基本認識のもとで日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに強力な金融緩和政策を推進している訳である。金融緩和政策の基本的な判断軸というのは、言うまでもないが、先々の景気・物価見通しに沿ってやっていくということである。それから金融面での不均衡も含めてリスク要因を丹念に点検し、政策を行っていくということである。

もう一つは、われわれとして必要な情報発信は、足許の欧州債務問題の緊張に伴って国際金融市場にどのような変化が起きてくるのかということである。リーマン・ショックの例をみるまでもなく、経済が大きく落ち込むのは金融システムの安定が脅かされる時である。そういう時に、中央銀行が最後の貸し手としてしっかり金融システムの安定確保に万全を期していくというのは、中央銀行としては当然やるべきことである。そうい

う意味で、国際金融市場の状況を十分注視して、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していくという構えを改めて示していくということは、非常に大事なことであると思っている。私からは以上であるが、追加的に論点があったら願います。

山口副総裁

現在、被災地向けの流動性供給を行っているが、復興需要が本格化しつつある中で、初期対応としての流動性供給をより本格的なものに衣替えしていくかどうかについては、昨年末必要に応じて考えていくと言ってきた。私自身、どうするべきかまだ決めている訳ではないし、実際に金融機関に向けて大量の資金需要が出てきているとも聞いていない。ただ、そろそろその辺りについて、われわれとして何らか考え方を模索し始めた方が良いのではないかという意識もあって、問題提起させて頂いた。今日議論しようというよりも、これから先の話だと思っている。

白川議長

成長基盤強化支援の小口版については、今回、第1回目があって、先程森本委員からも言及があった。成長基盤強化については、元々難しい課題であるし、息の長い取り組みが必要であり、総論としては問題意識はあると思うが、なかなか上手く広がっていかないもどかしさを感じている。この夏には外貨についての特則も始まるが、われわれ自身の情報発信も含めて、何かご意見があれば願います。

前回もこの席で議論になったが、緊張感の裏返しとして安全資産選好が極端に強まって、主要先進国の国債金利が歴史的な低金利になっていることは、非常に悩ましい問題だと思う。われわれ自身は、欧州債務問題の解決を願っているが、先程、山口副総裁から、解決の展望が出る時には猛烈な巻き戻しが起きるといった話があったが、まさにそのとおりだろうと思う。

白井委員

下がっているうえに変動が大きいことが、非常に懸念される。

白川議長

そのとおりである。

山口副総裁

成長基盤強化支援の施策についてであるが、昨日説明があったように、小口特則は総額で30億円であって、まさに小口である。ただ、分野別のシェアをみると、医療・介護、事業再編、起業、農林水産、高齢者、観光と、そもそもわれわれが期待していた分野での動きがよりはっきり出てきている。本則の世界では、例えば起業はほとんど出ていなかったが、小口では動きが出てきている。事業再編の動きも出てきている。規模としては非常に小さいが、エンカレッジな滑り出しだったと思う。

西村副総裁

それについては、私も同じ感覚を持っている。ABLの時は少しひねったような話だったのでなかなか出にくいかなと思ったが、小口でかなり出てきている。今の状況は、単にお金を貸して欲しいという人が来るだけではなく、お金を借りる人を探すという掘り起こしが重要になってきている。そういう意味で、小口のものでもやっていくというスタイルが良い。実際十分な準備が整わない中で、案件的にそういう方向が出て来るだろうと思うところが出てきているので、非常にエンカレッジなことである。今後、何らかの改善をした方が良いところがあるかもしれないので、注意深くみていきたい。

石田委員

小口の分は、地方が多いのではないか。地方の信金とか小さな金融機関が多いのではないかと思う。そうすると、地方活性化のための穂種のような

になって、あそこがやるのなら俺もやるというようになってくると、作った意味が非常に出てくると思う。

白川議長

他にないか。ないようであれば、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の藤田幸久副大臣お願いします。

藤田財務副大臣

ご承知のとおり、政府においては、社会保障の安定財源確保と財政健全化の同時達成に向け、現在、社会保障と税の一体改革に全力で取り組んでいるところである。現在国会で審議されている、段階的な消費税率の引き上げを含む「社会保障の安定財源確保等を図る税制抜本改革法案」など、一体改革関連法案の早期成立に向け、引き続き全力で取り組んでいく。

わが国経済は、復興需要等を背景として、緩やかに回復しつつあり、先行きについても回復の動きが確かなものになることが期待されている。ただし、欧州の政府債務問題に対する懸念が高まっており、これを背景として、株式市場や為替市場など金融資本市場においてリスクオン・オフの激しい変動が生じるとともに、新興国・資源国を含めた海外景気の下振れ懸念が高まるなど、わが国の景気が下押しされるリスクが高まっている。

こうした状況を踏まえ、政府としては、欧州債務問題を最も強く意識しておくべきリスク要因として大いに懸念している。日本銀行におかれても、こうしたリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、わが国経済が下振れないよう、万全の対応を期すとともに、そうした姿勢を内外にしっかりと発信して頂くようお願いしたいと思う。

さらに、これまでの決定会合でも申し上げているとおり、政府・日銀は、デフレ脱却がわが国における最重要課題であることを共有し、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきたところであるが、未だデフレ脱却という状況とはなっていない。

日本銀行におかれては、2月の決定会合で示された「当面、消費者物価

の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との方針のもと、情報発信を含め、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、継続的かつ、積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の石田勝之副大臣願います。

石田内閣府副大臣

欧州政府債務危機を巡る不確実性による金融資本市場の変動など、最近、わが国経済を取り巻く環境は厳しいものがある。他方、実体経済をみると、景気は、各般の政策効果等を背景として、緩やかに回復しつつある。先行きについても、復興需要に支えられること等により、多くの民間機関が、当面2%弱程度の実質成長率が続くともみている。また、緩やかなデフレ状況が続いてはいるが、このところ物価の下落のテンポは緩和されてきており、今後も需給ギャップの縮小が見込まれるなど、現在はデフレ脱却に向けたチャンスと言える。

こうした好機を逃すことなく、適切なマクロ経済政策運営により景気の下振れ回避に万全を期すとともに、デフレを生みやすいわが国経済の構造的要因に対処していくことが極めて重要である。こうした認識のもと、政府は、閣僚級の「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、デフレ脱却に向け、モノ・人・お金を動かす観点から、重視すべき政策分野等について議論を進めているところであり、近いうちに中間取り纏めを行い、「日本再生戦略」や平成25年度予算編成プロセス等に反映させていく。

日本銀行におかれては、こうした政府の取り組みと歩調を合わせ、景気の下振れリスクを踏まえ、引き続き、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。具体的には、まずは、日本銀行が当面目指すこととしているCPI上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことが極めて重要

である。

投資家のリスク回避姿勢の高まりといった金融市場の状況を踏まえながら、金融資産の買入れの目標を確実に達成できるよう、買入対象資産の内容などを含め、柔軟かつ果敢な金融政策運営を期待する。

繰り返し申し上げるが、現在、ギリシャやスペインの問題など欧州政府債務危機に端を発する国際金融資本市場の混乱や、世界経済の下振れのリスクが極めて大きくなっている。日本銀行におかれては、この点を十分踏まえ、警戒感を持って政策対応に当たられるよう、改めてお願いする。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは、議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%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。

続いて、対外公表文を読み上げさせて頂く。「2012年6月15日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 海外経済は全体としてなお減速した状態から脱していないが、

緩やかながら改善の動きもみられている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を巡る懸念等から、神経質な動きが続いており、当面十分注意してみていく必要がある。3. わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつある。公共投資は増加している。設備投資は、企業収益が改善しつつあるもとで、緩やかな増加基調にある。また、個人消費は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかな増加を続けているほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。輸出にも、持ち直しの動きがみられている。以上の内外需要を反映して、生産は緩やかに持ち直しつつある。この間、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。4. 先行きのわが国経済については、国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。5. 景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が引き続き大きい。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく。以上」である。

公表文について、前回との異同等について説明させて頂く。1. は変わっていない。2. は3か所変えている。一つ目は1行目であるが、「なお減速した状態から脱していないが」の後に、「緩やかながら改善の動きもみら

れている」と、「緩やかながら」という言葉を加えている。前回は「緩やかながら」がない状態で、一つの例として「米国経済が緩やかな回復を続けるなど」という例示を入れていた。これを取って「緩やかながら」を入れているというのが一つ目である。二点目であるが、国際金融資本市場のところで、3行目のところ、「神経質な動きが続いており」としている。前回は「このところ神経質な動きがみられ」としていたが、暫く続いているので、「続いており」という表現に変えている。三点目は、「当面」の後に「十分」を入れている。「当面十分注意してみていく必要がある」と「十分」という表現を加えて、少し強めている。

3. であるが、昨日ご説明した月報の表現に沿っている。ヘッドラインのところは、「わが国の景気は、復興関連需要などから国内需要が堅調に推移するもとで、緩やかに持ち直しつつある」としている。前回は、「わが国の経済は、なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」という表現であった。個別の項目については省略するが、設備投資、個人消費、輸出、生産について変更を加えている。「この間」の後は、「わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている」とし、物価面の動きについては前回と同じである。

4. の先行きであるが、これも昨日月報でご説明したとおり、ヘッドラインのところを変えていて、「国内需要が引き続き堅調に推移し、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて」としている。前回までは、「新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて」という理由を付けていたが、理由の部分を変えている。「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」という部分は変わっていない。物価の先行きは変わっていない。

5. のリスク要因の書き方については、前回と変えていない。欧州、米国、新興国・資源国の三つの例を挙げて、「世界経済を巡る不確実性」を書いているというのが前回までと一緒である。

最後に、政策方針のところであるが、先程議長から纏めて頂いたものをそのまま文章にしている。変えているところを申し上げますと、第一文は変

えていない。「重要な課題であると認識している」というところは変えていない。第二文については、「成長力強化の努力」の前に「幅広い経済主体による」を追加している。次の文章との関係も含めて、明確化を図っているということである。次の第三文は、新しく追加したものである。「こうした認識のもとで、日本銀行は、成長基盤強化を支援するとともに、強力な金融緩和を推進している」という事実を書いている。こちらは新しく追加したところである。それから第四文であるが、前回は「日本銀行としては、引き続き適切な政策運営に努めていく」としていたが、まず金融政策ということで、明確化のために、「政策運営」の前に「金融」という二文字を入れている。そのうえで、「努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく」と、この部分を追加した。以上である。

白川議長

ご意見があればどうぞ。

山口副総裁

ステートメントは、そこはかとなく、グローバルなマーケットの動きに対して十分注意していくというわれわれの構えが出ているし、万一の時には、安定確保に万全を期していくというような構えも明確になっている。昨日説明があった月報について、改めて読み直してみると——本来、執行部が色々考えて決めていくことなので、ボードとしてあまりものを言うのはどうかと思うが——、このステートメントでのわれわれの構えとの間に少しギャップがあるという感じがする。そういう意味で、月報について多少文言を補った方が良いのではないか。どんなことを考えているかと言うと、月報の中で、実体経済の先行きの説明が終わり、物価の説明に入る手前のところに、「この間、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きい」というような表現を入れてみてはどうかと思う。これはステートメントの第5パラグラフから引っ張ってきたものである。唐突に国際金融資本市場と

言うと、今問題になっていることとの連関がはっきりしないので、「とくに、欧州債務問題に伴う国際金融資本市場の状況については、十分注意してみていく必要がある」という文章を月報の先行きのところに記入してはどうか。ボードでここまで言うのは言い過ぎという感じがしない訳ではないが、非常に重要な局面でもあるし、われわれとして情報発信については相当注意深く行っていく必要があるということでもあるので、そんなことを少し考えてみたらどうかということである。ご意見頂ければと思う。

森本委員

おっしゃるとおりだと思う。やはり月報にそういうニュアンスが何も出てないというのは、構えとして不十分だと思うので、是非そうした対応をして貰えればと思う。

白井委員

反対ではなく基本的に賛成であるが、欧州問題を、国際金融資本市場の不安定化の恐れとして取り上げるだけで良いのか、それがもたらす世界経済減速懸念を明示する必要はないのかとも思う。

白川議長

月報の方は、従来からタイムスパンが割合短い訳である。それに対し、もう少し長いものとして、展望レポートや中間レビューがある。さらにそれも含めて、毎月の決定会合後のステートメントがある。そういう意味で、私自身、文章は注意深く選びながら出している。月報の方にも書き込んでいくということであれば、その文言も含めてしっかりここで議論した方が良い。しっかり議論することはステートメントでやっている。しかしさは然りながら、月報において、われわれ自身が現に意識しているリスクが文言上にあまりみえないという誤解を招きやすいのではないかということで、最小限の修復というか情報発信をした方が良いという趣旨だろうと思う。

ステートメントの方については、ご意見ないか。それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、申し訳ないが、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[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

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7、全員一致である。

白川議長

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

案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文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

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

対外公表文である。採決の結果は賛成7、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に取りかかって頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（5月22、23日開催分）及び2012年7月～2013年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

白川議長

最後に、5月22、23日開催の決定会合の議事要旨、及び2012年7月から2013年6月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りをする。お手許に配付した議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（5月22、23日開催分）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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

[2012年7月～2013年6月の金融政策決定会合の開催予定日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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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。議事要旨、開催予定日とも賛成 7、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨については、20 日水曜日の 8 時 50 分に対外公表する予定である。また、日程については、本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、7 月 11、12 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 11 時 52 分である。

白川議長

解禁時刻が 11 時 52 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。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 47 分閉会)

以 上