

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年7月11日（14:00～16:29）  
7月12日（9:00～12:46）

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（11日）
	藤田幸久	財務副大臣（12日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（11日）
	大串博志	内閣府大臣政務官（12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
企画局審議役	梅森 徹（12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	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
企画局企画調整課長	菅野浩之（12日）
企画局企画役	上口洋司
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、明日は、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に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、最後に6月14、15日開催の会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは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

最初は、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】に沿ってご説明する。はじめに概況だが、国際金融市場では、ギリシャ再選挙とユーロ圏首脳会議の結果、ギリシャ、スペインを巡る目先の問題について最悪の事態が回避できたという見方が広がって、不安心理が若干ながら和らいだ。もっとも、欧州首脳の方合意を契機に市場の地合いがリスクオンに転じた訳ではない。ポジティブ

なトーンは、VIXや米欧のクレジット・スプレッドなどに垣間みられる程度にとどまる一方、主要国の国債利回りは低下傾向を辿った。こうした慎重な市場マインドの背景については、市場が、欧州問題について目先の対応についてさえ実現は容易でなく、今後も楽観、悲観のスイッチが待ち構えているとみていることに加えて、主要国、新興国の双方について、景気減速懸念、ファンダメンタルズの弱さが意識されていることが挙げられる。実際、極く最近では、米国雇用統計が予想比下振れたり、スペイン長期金利が再び7%台に乗せるという中で、各国の株価は軟調となっている。このため、QE3やLTRO3といった緩和策への期待が高まりやすくなっており、国際金融市場は、リスク回避の動きと政策対応への期待が不安定にバランスした状況にある。

それでは、資料の方だが、図表2-2はドル調達環境のグラフである。外貨資金市場は、LTROやドルオペによって落ち着きが維持されている。

(1)、(2)が示すように、ドルLIBORは前回会合後ほぼ横ばいである。もっとも欧州系銀行がドル調達の多くを依存しているユーロからのドル転のコストであるが、欧州問題の先行き不透明感、あるいはムーディーズによる欧米15行の一斉格下げの影響もあって、水準を若干切り上げて推移し、ECBが行うドルオペの利用残高も僅かながら増加している。この間、邦銀は、(1)のグラフにあるように円投・ドル転のコストが先月以降幾分上昇しているが、米国MMFからの無担保ドル調達が順便に行えており、ドル調達環境は安定している。図表2-3(2)のユーロ円金利先物のフォワード・レートを見ると、2年先までの各限月について、フォワード・レートが5bp前後低下している。これは、ECBの利下げを受け、市場の一部に当預への付利金利引き下げ期待が広がったということに加えて、LIBOR問題を受けて、一部に円についてこの先LIBORが引き下げ方向に調整されるのではないかとの見方が現れたことによるものとみられる。

図表2-4(2)の会合間における主要国の長期金利であるが、米、独、日いずれも低下した。米国の長期金利は、欧州情勢を受けてセンチメント

が幾分改善し金利が上昇する動きがみられたものの、米国主要指標の予想比下振れを受けた金融緩和期待の高まりを主因に低下した。ドイツの長期金利は、欧州首脳会議の結果を好感して上昇した後、利下げを行ったECBがドイツを含むユーロ諸国の景気悪化懸念を表明したことに加えて、スペインなどの周縁国の利回りが上昇に転じたこともあって、低下に転じている。一方、(1)で日本の長期金利をみると、2年金利が実勢で0.1%割れ、5年金利が0.2%割れ、10年金利が0.8%割れと低下している。10年金利の低下については、一部都銀がイールドを求め10年債投資をやや積極化させたほか、国債大量償還で大きな余剰資金を抱えた一部の金融機関が10年債を中心に買い進んだことが主な背景となっている。この間、2年債、5年債を含めた長期金利全体の低下については、付利金利引き下げ期待に加えて、この先TIBORの下げ調整が行われると銀行は貸出の旨味が減少しJGBへの投資を増やすとの思惑から、中長期の利回りが低下していることが指摘されている。

図表2-7(2)は短期金利の推移であるが、大幅な資金余剰を背景に短国需要は引き続き非常に強く、発行時の落札レートは0.1%をやや下回るものがほとんどとなっている。この間、流通レートは全て0.1%となっているが、いわゆるキャッシュ潰しのニーズが強いもとの、売り物は少なく実際の取引はあまりみられていない。図表2-9をご覧頂くと、CP発行市場におけるスプレッドは低位で安定している。図表2-10(2)、(3)は米国や欧州コア国の社債流通市場だが、センチメントがやや改善するもとの、スプレッドがタイト化している。欧州周縁国では、景気後退の長期化懸念がある一方、首脳会議の結果が取り敢えず好感されて、スプレッドは横ばい圏内の動きとなっている。この間、(1)の国内社債流通市場は、地銀、信金といった投資家の旺盛な需要を反映して、起債市場とともに良好な地合いを継続している。図表2-13は株価である。前回会合後、欧米の株価は、ギリシャ再選挙や欧州首脳会議の結果を受けて上昇してきたが、極く最近では首脳合意の実現性や景気見通しの慎重化から軟調となっている。日本株もこれと同様の推移を辿ったが、株価上昇局面では米国株を

アウトパフォームしていた。これは、4月からの世界的な株価軟調局面で、日本株が米株対比大きく値を下げた反動に加えて、極く最近では日銀短観などを踏まえ、内外の日本株アナリストが、小売や不動産等など内需関連株を買い推奨したことが背景とみられている。もっとも投資家は引き続き慎重であって、売買高はこのところ緩やかに減少している。図表 2-15 の東証 R E I T 指数も株価と同様の展開を示した。このところの相場上昇局面では、海外投資家に加えて、地銀の積極的な R E I T 買入れが目立った。

図表 2-17 (2) で会合間における主要通貨の名目実効為替レートを見ると、円とドルは、欧州首脳会議でリスク回避姿勢がやや後退した後、米国雇用統計などを受けて安全通貨への逃避が進み、横ばいとなっている。この間、E C B による利下げや景気減速懸念の強まりからユーロが売られる一方、ここにはないが、経済パフォーマンスの良好なオーストラリア・ドルなどが買われる展開となった。(1) のドル/円相場は、金利差に大きな変化が生じなかったことから短期勢の活動が不活発となるもとの影響が出やすい状況となっている。すなわち、輸入企業のドル買いが 79 円近辺に待ち構えている一方、輸出企業のドル売りオーダーが 80 円前半に厚く入っているということで、ドル/円レートは、狭いレンジで小刻みに動くようになっている。先々の見通しだが、ドル/円相場は、米国経済指標の緩やかな改善や日銀の金融緩和継続、また輸入のドル買い需要が輸出のドル売りを上回る状態が続くことを前提に、徐々に円安方向に進むとの見方が維持されている。一方、ユーロ/ドルの相場だが、欧州問題が今後もユーロ相場の重石となるほか、コア国を含む欧州経済の減速が意識されるもとの、幾分弱含むとの予想が有力になっている。図表 2-20 (3) のコモディティ価格をご覧頂くと、コモディティ価格はリスク回避姿勢の後退とともに幾分上昇したが、直近では欧州周縁国を巡る懸念と主要国や中国等の景気減速懸念から、上げ幅を縮小させている。なお、C R B 指数の内訳は米国の天候不順により穀物が大幅に上昇している。

ここで図表 1-1 をご覧頂きたい。日銀当座預金残高は、国債大量償還を受けて大幅に増加し、7 月 2 日には既往最大である 44 兆円に達した。

この先9月下旬の次回大量償還までは資金不足基調で推移するため、当座預金残高は幾分減少して、基金オペの応札状況にもよるが概ね30兆円台後半で推移する見通しである。図表1-2の当座預金残高の推移の図をご覧頂くと、最近、増大した当座預金だが、

している。このため、市場における資金余剰感は、みかけの当預残程には強まっておらず、短期金利の推移のグラフでご覧頂くように、無担保コールレート、レポレートともに、ほぼ横ばいで推移している。こうしたもとで6月末、四半期末の短期金融市場は、図表1-3にあるように非常に落ち着いた動きとなった。期末越えのプレミアムもほとんどみられなかった。

図表1-6はオペ結果であるが、前回会合以降、金利入札オペは実施していない。ここにある通常分の国債買入れ、いわゆる輪番オペだが、引き続き月1.8兆円のペースで実施している。7月6日にオファーした残存1年以下の買入れが、5月18日以来2回目の札割れとなった。短国需給がタイト化するもとで、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て、メガバンク等がなかなか手放さなくなっているということが主な背景である。固定金利オペについては、応札の減少に歯止めをかけるために幾つかの工夫を行った。まず、6か月物だが、前回会合以降3か月物の期落ちを6か月物でロールオーバーするようにして、根雪的な資金需要を3か月物から6か月物にシフトさせるように誘導した。また、少しでもオペの魅力を高めるために全てのオペを年末越えとしている。この結果、一時0.22倍まで低下した6か月物の応札倍率は、一時的には上昇したが札割れを回避するには至らず、14回連続の札割れとなっている。オペ先からは、当座預金残高がかなりの高水準となるもとで、そもそも資金需要自体が限られているほか、先行きの資金繰り不安がない状況のもとでは、長めのオペは担保繰りの制約になることもあって使いにくいという声が聞かれている。このため、6か月物の需要の掘り起こしには自ずと限界があるというのが現場の正直な印象である。この間、3か月物については、6か月物への振替に伴い、減少した分をメイ

クアップするために折々に新規分をオファーした。これまでのところ、レポレートが、小じっかり推移していることもあって、国債発行等に伴う一時的な資金需要に対応するものとしてまずまずの応札状況となっている。もっとも、先行きも資金余剰感が強く、金利に低下圧力がかかりやすいことを踏まえると、今後どの程度安定的な応札がみられるかは不透明である。なお、足許のオペ残高は、表にあるように 3 か月物が 18.8 兆円、6 か月物 13.6 兆円となっている。年末越え残高として確保できている金額は 3 兆円ちょうどである。

基金による短国買入れだが、短国需給が逼迫し、発行レートが 0.1%あるいはそれを幾分下回る水準となるもとの、難しい状況が続いているが、前回会合以降は、新発債発行のタイミングを捉えて 2 回実施した。短国については、メガバンクの資金繰り目的の売却がみられるほか、発行入札時に予想額以上に落札した証券会社が、在庫整理目的で基金オペを使うという傾向がある。前回会合後の 2 回については、まさにこういう需要を拾う形で札割れを回避したが、短国オペへの応札は、時々の需給環境に大きく左右されるため安定的な買入れは見通しがたいのが実情である。

次に基金による長期国債買入れだが、5 月中に一度札割れが生じたことを踏まえて、前回会合以降幾分前倒し気味に実施した。それから、1 回当たりの買入金額や残存期間別の内訳についても、オペ先のニーズを踏まえながら機動的に調整し、これまでのところ比較的順調に買入れが進んでいる。応札は、大半がメガバンクによるものだが、彼らにとっては、以前に 0.1%よりも高いレートで取得した国債を 0.1%の基金オペに持ち込めば売却益を得ることができるため、これが応札のインセンティブになっている。もっとも新発 2 年債の発行レートは、既に 0.1%まで低下しており、こうした益出しのできる玉は補充されなくなっている。また、基金に売却した代金の再投資先も課題で、メガバンクが債券ポートフォリオのデュレーションの本格的な長期化に慎重姿勢を維持しているということを踏まえると、こうした益出し目的の応札がいつまで続くかは不透明である。なお、残存 2~3 年のオペについては、これまで 6,000~8,000 億円程度の

応札があったが、直近オファー分では、応札額が 3,000 億円強に減少した。短国需給が逼迫するもとの、残存 3 年程度の利付債までキャッシュ潰しに使う先がみられ、業者在庫が払底しているとの声も聞かれている。また、先週の ECB の利下げ以降、わが国についても一部に付利金利引き下げの思惑が生じていることもあって、2~3 年ゾーンの金利がオペの下限金利を下回る水準になっている。こうした状況が定着すれば、基金による国債買入れは難しくなるため注意が必要だと思っている。基金による CP 買入れだが、この間 2 回実施したが、応札状況に特段の変化はなく、買入れは概ね順調に進捗している。また、順番が前後したが、その上の社債買入れも 2 倍以上の応札があって、買入対象年限の拡大以降、買入れは順調である。ETF、J-REIT については、市況が堅調に推移したことから前回会合後買入れは実施していない。

以上の結果、7 月 10 日時点での資産買入等基金の残高は、前回会合時の 50.9 兆円から増加して、54.6 兆円となっている。米ドル資金供給オペについては、このところ応札ゼロが続いていて、ピーク時に 205 億ドルあった残高は 6 月 28 日以降ゼロとなっている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

資金余剰感のもとで、買入れは大変苦労していると思う。図表 1-6 の短国買入れで、色々キャッシュ潰しの動きとか、そういう状況で需給がタイト化しているし、実際 0.1%を下回る水準では買入れが厳しいような状況もあるという話で、安定的な買入れが難しい状況の中でメガ等の協力で何とか工夫をしながらということのようである。これから結構期落ちしてくる分があると思うが、年末までに 4.5 兆円の目標を達成することの困難性についてはどのようにみているか。

青木金融市場局長

毎月1兆円ずつ買っていけば到達するという計算にはなっている。問題は、数字というよりは定性的な話になってしまうが、今買えているのがかなり摩擦的に買えているという状況である。証券会社や短資会社といった業者が品揃えをしたいというニーズから、0.1%よりも下で発行入札で札を入れて0.09%台で抱える。しかし、メガバンクは0.1%より下では買わないとなると在庫が生じてしまう。それを簡単に処分する方法として時々持ち込んでくるというような摩擦的な理由とか、あるいはメガバンクが0.1%で買っておいた短国を、資金繰りの理由で同じ0.1%で日銀でキャッシュにするというような摩擦的な理由で買えているものである。このように、言ってみればたまたま買うことができているということなので、この先も情勢は非常に厳しいと思っている。

森本委員

工夫していく中で、何とか達成していくということか。

青木金融市場局長

そのとおりである。

白井委員

図表2-2のドル調達環境だが、欧州の1週間物はECBのドルオペのレートよりも低いが、3か月物は依然高く最近上がってまた下がっている。ECBのドルオペへの応札はどうなっているか。

青木金融市場局長

緩やかに増えている。

白井委員

いつ以降増えているか。

青木金融市場局長

前回会合以降、若干増えていると思う。ただ、非常に緩やかであり、急に増えている訳ではない。

白井委員

図表 2-20 (3) のコモディティ価格のところ、穀物を中心に C R B 指数が上昇しており、その主因は米国の早魃によるとうもろこしと大豆ということだが、投機マネーも入っているという話を少し聞いている。その点、何か情報があれば願います。

青木金融市場局長

後程、国際局がお話になるかもしれないが、私のところでは、投機マネーがどうかというところまでは把握できていないが、C R B 指数が上がる時は、普通は原油で説明される。穀物になってくると投機がどの位の力を発揮しているか、よく分からないところがある。

宮尾委員

図表 1-6 のオペの結果だが、共通担保オペの 6 か月物の入札が 14 回続き札割れということで、前回もご説明があったかもしれないが、今後どんどん期落ちしていく中で、取り敢えずの目標である 10 兆円に向かって下がっていくと思うが、到達はいつ頃になりそうなのか。

青木金融市場局長

10 兆円に着地するのは、タイミング的に 8 月の終わりから 9 月の初め頃とみている。

宮尾委員

その間は、全部年末越えになるように少しずつ積み上げていくというこ

とか。

青木金融市場局長

行う時は、年末越えになる。

宮尾委員

ユーロの先行きについて、全般的に弱含み予想という説明が先程あった。今回、E C Bは付利金利と政策金利の両方を緩和したが、市場関係者の中で、追加緩和が意識されているのか。

青木金融市場局長

今のところ、さらに次の追加緩和という話がマーケットで取り沙汰されているという感じはないと思う。むしろ今は、今回の政策金利の引き下げが、例えばE O N I Aにどの程度効いてくるのかといったところに注目しているという感じであると思う。

宮尾委員

ただ、じわじわとユーロが下がってきている感じはあるが、それは実体経済によるものということか。

青木金融市場局長

ユーロに関しては、基本的にこの問題が長引くというベースがあるし、それからグローバルな経済のパフォーマンスの懸念もある。ユーロ危機の問題もあるので、どちらかと言えばユーロ安方向に進むだろうというのが皆の見方だと思う。

山口副総裁

図表1-6のオペの関係だが、固定金利オペの6か月物の13.6兆円のうち、年末をクリアしているものはどの位あるか。

青木金融市場局長

ちょうど3兆円である。

山口副総裁

この感じからすると、3,000億円程度であれば、大体落札できるということか。

青木金融市場局長

ここは非常に難しいが、今までは一部メガバンクの資金繰り目的での売却が、わりとコンスタントに入ってきていた。資金繰りのアップダウンに影響されない根っこの資金調達ニーズの部分を6か月で埋めてきた訳だが、さすがに大分埋め切ったということで、6か月に対するニーズは明らかに低下している。従って、今まで例えば3,000億円入っていたとして、今後も3,000億円入るかということ、そこはかなり疑問になってきていると思う。

山口副総裁

現場感覚からすると、どの位であれば実現可能なのか。オファーが8,000億円だとすると、落札はどの位か。

青木金融市場局長

なかなか予想しがたいところがあるが、先程申し上げたような大口のコンスタントなものが外れると、1,000億円というところが精々という位の弱気でみていないと、がっかりすることになるのではないかと思う。

山口副総裁

今3兆円が既に固まっていて、年末までに1,000億円落札していくとすると、単純な計算として何兆円なら・・・。

門間理事

単純計算だと1,000億円だから、大体月に3,000億円位。何回やるかによるが。

青木金融市場局長

あと、2兆円位だと思う。

山口副総裁

分かった。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済についてご報告申し上げます。席上でお配りしている資料－3（参考計表）【追加】をご用意頂きたい。図表に入る前に、前回会合以降の海外経済の特徴点を二点申し上げます。一つ目の特徴点は、企業マインドに関してだが、欧州債務問題の深刻化、新興国の経済に対する懸念の強まりから、6月末にかけて製造業中心にグローバルベースで企業マインドが慎重化してきていることが一つ挙げられる。二つ目は、逆に家計マインドは多くの地域で相応にしっかりしているということだと思う。個人消費を中心に最終需要は底堅いということである。これは、米国だけではなく、NIEs・ASEANなどの東アジア諸国においても、エネルギーなど資源価格の下落を受けて実質購買力の回復が続いていることが背景

である。さらには、中国、ブラジルなどの一部の新興国では、インフレ率の低下もあり、景気減速に対応するための政策対応を強化する動きも、引き続きみられるところである。ただし、こうした政策効果が、どのように浸透していくかということについては、新興国全体として景気の減速局面を脱する明確な兆候は未だ確認できていないということである。

それでは、PMI からみていきたい。製造業のマインドであるが、図表 1 (1) グローバル PMI をみると、生産 PMI が 48.9 と昨年 11 月以来の 50 割れとなった。地域別にみると、(2) の米国が約 3 年振りとなる 50 割れの水準まで急落、(3) のユーロ圏も悪化した状態が続いている。(4) の新興国は 50 を幾分超える程度の低水準となっている。特に、(5) の中国では、生産 PMI の低下が続いているほか、受注・在庫のバランスも悪化している。在庫調整が続いているということである。すなわち、6 月の PMI は、国、地域にかかわらず総じて低迷している。先行きの不透明感の高まりからグローバルの企業が在庫を削減し発注を抑制する動きを強めたことを示している。ただ、調査時点は 6 月後半で、欧州債務問題が緊迫化した時期に当たっている。こうしたことから、マインド面への影響がやや悪化方向に振れ過ぎた可能性もあると窺われる。ただし、先行きについて、欧州債務問題の抜本的な解決が展望できておらず、中国をはじめとした新興国の回復の後ずれ懸念も強い状況である。従って、基本的には、先行き企業マインドが一段と慎重化することがないかどうかをしっかりとみていかなければならない状況であると考えている。

地域別には、図表 2-1 の米国経済であるが、家計セクターを巡る環境について整理してある。家計セクター全体としてみれば、改善の動きが続いている。(1) の実質個人消費は引き続きしっかりと増加している。また、住宅販売も、最近では長期金利の低下の影響もあって持ち直しの兆しが出始めている。背景としては、(2) の消費者コンフィデンスが引き続き高水準で推移していること、(3) の実質可処分所得は緩やかな増加にとどまっているが、(4) のガソリン価格で見られるとおり、価格の下落が実質所得を押し上げるという姿となっている。次に、雇用だが、ご承知のとおり (5)

の雇用者数は6月、8万人増加と3か月連続で10万人を下回り市場予想比弱めの数字となった。一方で企業の雇用スタンスをみると、例えば(6)の雇用DIは、製造業では高水準を維持しているほか、非製造業でも年初に比べると低下してはいるが、昨年後半に比べれば同じか幾分高めの水準を維持している。この他、新規失業保険申請件数や労働力調査の就業者数といった関連統計をみると、雇用者数ほどは悪くなく、堅調を持続しているということだと思う。これらの統計を総合的にみた場合、現在の雇用の実勢判断としては、雇用者数の増加ペースよりはもう少し良く、緩やかな改善基調は維持しているのではないかということ、今後の計数、雇用者数をしっかりみていきたいと思っている。次に図表2-2の企業部門であるが、冒頭申し上げたようにISMの指数は、製造業を中心に急低下をした。しかし、これまでのところ(4)の先行きの設備投資に対するサーベイは堅調さを維持している。歴史的な低金利のもとで非製造業を中心に建設投資に前向きな動きが継続している。また、雇用DIも併せてみると、企業は新規発注、在庫積み上げに慎重化の姿勢であるが、現時点では雇用であるとか、設備投資に対するスタンスを変えるまでには至っていないという状況とみられる。米国経済は、昨年、一昨年に続いて、本年夏場に向けて弱めの動きがみられ始めている。昨年や一昨年と比べた場合、今年は、家計部門はより底堅い一方で企業部門はやや弱めという対照関係にあると思う。家計部門の底堅さの背景には、ガソリン価格を中心にインフレ率が大きく低下していること、それから長期金利が低下するもとで住宅販売などの持ち直しの兆しが窺われるということが挙げられる。ただ、やや長い目でみれば、バランスシート調整が緩やかとはいえ、引き続き進展していくとみて宜しいかと思う。その一方で、企業部門では、欧州債務問題、それから新興国の減速感がより強く意識された結果、マインド中心に弱めの動きになっているということだと思う。今後、先行きの米国経済をみていくうえでは、企業マインドがさらに慎重化し、雇用や設備投資スタンスなどに波及することがないかどうかといったところが、一つの大きなポイントになると思う。これまでの企業マインドの慎重化は、欧州情勢など海

外要因による部分が大きかった訳だが、これから先については、国内要因としてのフィスカルクリフのリスクを抱えている点と、これがどのように出てくるかといったところの注意が怠れないということだと思ふ。内外の政治・財政を巡る不透明感が払拭されない中で、企業マインドなどが悪化していくことがないかどうかといったところを注意してみていきたいと考えている。米国は以上である。

次に、欧州経済、ユーロエリア経済を確認する。欧州の実体経済については、先月から特に大きな変化はない。図表 3 (1) の製造業 PMI は、全体として低下している。一方、(2) ~ (4) の家計関連の指標をみると、相変わらずドイツは高水準を維持しているが、一方でスペイン、イタリアの停滞色は一段と強まっている。(5)、(6) の設備投資関連指標も、コア国と周縁国の格差が一段と広がっている。この間、金融市場の方もセンチティブな動きが続いている。6 月末の欧州首脳会合を受け、一旦緊張感が緩む動きもみられたが、このところ再度緊張感が高まっているのはご承知のとおりである。早期に実効性のある形で、首脳会合の合意事項が具体化できるかどうかといった懸念が強まっているということが基本にある。欧州首脳会合での合意を経ても欧州債務問題の抜本的な解決に向けた展望が開ける訳ではないといった認識が、改めて市場に広がっているということである。まずは、ギリシャの新政権とトロイカとの再交渉が無事に纏まるかどうか、もう一つはスペインにおける財政と金融の間の負の相乗効果を経ち切ることができるかどうか、この二つが一番大きな論点である。さらには、欧州全体としての財政・金融の統合がどれだけ進んでいくかといったところについて課題が山積しているという状況に変わりはない。

次に新興国をみたいと思ふ。図表 5 については、今月は中国の主要経済指標はあまり出ていない。ただし、確認できる指標は限られているが、それらは経済の減速が続いていることを示唆している。(1) の中国製造業 PMI は、引き続き 50 近傍となった。内需のはっきりとした回復が遅れるもとで、在庫指数が高止まり、在庫調整の動きが継続している姿である。一方、(2) の中国の輸出は、6 月の計数が昨日出たが、前年比は 10% 程度

の増加となっており、緩やかな持ち直しの動きが続いている。ただし、輸入の伸びは鈍い。ヒアリング情報等をチェックすると、米欧向けのクリスマス商戦の関連オーダーが遅れているといった声も聞かれているところである。また、PMIの輸出受注指数も低下している。先行きの企業マインドの慎重化などが、輸出の腰折れに繋がることはないかといったところは、引き続き注意を要する点である。(3)のNIEs・ASEANの輸出動向も同様の動きを示している。輸出・生産合成指数は、欧州向けや中国向け輸出の減速から増勢が鈍化している。先行きについては、中国の輸出の増加が、多少ラグを伴いつつNIEs・ASEANにもプラスの誘発効果が期待できるが、(4)の台湾・韓国の輸出受注PMIで見られるとおり、中国と同様先行きの輸出受注に対する注意は引き続き必要であるという状況である。ただ、NIEs・ASEANについても、内需、特に個人消費は引き続き堅調さを維持しており、(5)の消費者コンフィデンスも高めの水準を維持している。その背景として重要な(6)の消費者物価上昇率が多くの国で低下しており、これが消費者コンフィデンス、実質購買力を下支えしているほか、金融緩和の余地に対する期待、その余地の拡大にも繋がるという点はポジティブなニュースである。新興国の政策対応をみると、前回会合以降、ご承知のとおり中国が2か月連続で利下げに踏み切り、金融緩和の動きを強めている。こうした金融緩和、さらにはインフラ投資の認可前倒し、消費刺激策の導入といった一段の政策対応の効果が、次第に現れてくると期待される場所である。現地では、不動産販売が持ち直しているといった明るいニュースも一部で見られ始めている。一方で、消費促進策やインフラ投資前倒しの効果の大きさについては、評価が未だ分れている状況であり、さらに金融政策対応については、小粒、小出しであつて貸出の増加にまだ繋がっていないといった慎重な見方も存在している。先行き、一連の中国の政策効果が発現してくるタイミング、そしてその効果の程度について、なお不透明感が根強い状況である。もう1、2か月、数字を丹念にチェックしていきたいと思っている。

以上の現状評価を踏まえて、先行きの世界経済をみていくうえでのポイ

ントを三つあげたい。まず、最近の企業マインド慎重化の要因である欧州情勢と新興国の経済について、標準シナリオでは、欧州の問題がこれ以上悪化しないことが前提条件となる。そのうえで、新興国の回復力については、NIEs・ASEAN、ラ米などにおいては、インフレ率低下、政策対応の動きから内需は相応に堅調である。しかし、これらの国の内需だけでは、世界経済を強く牽引するには力不足である。目先については、中国経済が成長率を高めていくことが大きな鍵を握っている。三つ目は、米国経済は、海外情勢が大きく悪化することがなければ、多少バンピーな道の中での緩やかな改善を続けていく可能性が高いと考えている。ただし、フィスカルクリフに対する警戒感の強まりなどから失速することがないかどうかということも、重要なチェックポイントだと思う。国際局からの説明は以上である。

先程、商品市況のお話があったので、少しだけそれにお答えしたい。資金フローについては図表6をご覧頂きたい。ファンドのフローについては、2、3週間前までは、相当リスクオフだったのだが、極く直近については、少しニュートラルに戻ってきている感じがある。特に債券については、新興国も米国も足許戻り始めているという感じがある。それから、株式についてはほぼニュートラルということである。先程の商品市況については、ここにはCRB指数は入っていないが、CRB指数は2月頃の直近のピークからすると、一旦25%程度下がり、それがこの1週間位で1/3から10%弱戻っているのだが、(5)の商品市況で中身をみると、農作物のところが跳ねている。これは小麦や大豆といった米国のもので引き上げられており、寄与度みても恐らく半分位はこの要因だと思う。ただし、全体的には極度のリスクオフが少し解消されている過程であるので、白井委員がおっしゃったように、一部に多少投機的と言おうか、リスクを取っていくような資金も入り始めていることはあると思うが、株や債券と比べて商品市況に特に一段と入っているということではなく、緩やかな資金フローの流れというように、現時点ではお考え頂ければ宜しいかと思う。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

中国の見方について、判断が分かれるところだと思うが、6月の輸出入の指標で、輸出は比較的良かったが輸入を心配している向きも結構ある。在庫調整が進んできているような気もするのだが、その辺の評価、見方についてはどうか。

それから物価だが、生鮮食品を中心に2.2%まで相当下がったということだが、先程話があったような大豆やとうもろこしがこれから上がってくると中国は結構影響を受けると思う。それはそれとして、2.2%まで物価が下がったことについての評価を聞かせてもらいたい。

大野国際局長

輸入の伸びが非常に鈍いということは心配材料だと思う。資料-3(参考計表)【追加】の参考図表3-1に計表を入れているが、輸出が6月に前年比+11.3%となったのに対し、輸入が+6.3%——四半期ベースでみても+6.4%——となり、中国の輸入の状況からすると今年に入って非常に弱い。商品市況、エネルギーでプライスが下がっているため、この動きが強めに出ているという面があるのは事実だが、それを除いて数量ベースでチェックしても、素材の輸入が減っている。そこから確認できることは、製造業、素材産業等の在庫調整の動きがまだ継続しているということである。それから、内需についても、小売りはまだ健闘はしているが、最終需要に対する輸入の勢いが今一つである。この二つの点で、特に中国の周辺他国に対する牽引力といったところからみると、少し力が足りないというところを注意していく必要があると思う。そういう意味では、在庫調整は進んではいるがまだ予断を許さない状況ではないかと思っている。

二つ目の物価が2.2%まで下がったことについては、ほとんどが食料品であり、こちらで一番重要なのは豚肉などの肉類であって、ここが相当大

大きく下がっている。敢えてコアの部分を目の子でみた場合、第1四半期から落ちているということは間違いないが、安定しているという範囲内の動きと捉えて宜しいかと思う。

#### 森本委員

先読みし過ぎる人からは、デフレ懸念というような言葉も聞く。そんなことはないと思うが、2.2%という数字は結構低いという気がする。ただ、それは食料の下落が主因であり心配ないという見方か。

#### 大野国際局長

現状ではそれで結構だと思う。この物価の統計が出た後の人民銀行や政府の統計局の人達の発言をみても、これでインフレ圧力がもう消えたというようなことでは決してなく、警戒心は怠っていない。私もそういう見方で宜しいのではないかと思う。

#### 白井委員

中国では、金利を6月と7月に下げ、1年物の貸出基準金利が6%になって、それを0.7倍まで下げられることにした。数か月前だったと思うが、預貸率75%の規制が効いていて貸出がなかなかできないという話を聞いていた。今回は、貸出基準金利を6%にしてその0.7倍まで下げられるというように、貸出をかなり奨励する感じになっているが、もし預貸率が75%ぎりぎりであれば貸出はあまり伸びないと思っているし、総量規制もあったと思う。預金が増えているから大丈夫だという声もあるが、預金基準金利は今1年物で3%で、6月の金融緩和でそれを1.1倍まで上げられるようにした。聞くところによると、大手銀行は貸出金利を上げなかったそうだが、預金流出に困っている中小の金融機関は、流出をとめるために限度一杯上げているようである。そうすると、預金を増やすのも結構難しいという感じもする。そういう意味で、金利の下げがどの程度、実体的な金融緩和、貸出拡大に繋がっていくのかという点を教えて頂きたい。

## 大野国際局長

倍率については、預金は1.1倍、貸出は0.7倍である。これは二つの目的があって、一つは、貸出金利について金融緩和策で0.7掛けまで下げようという明確な意図があると思う。それはそれなりの効果を期待したい。一方の預金の方は、先程の物価とも関係があるが、中国の場合、元々、預貸の利鞘は非常に厚めであって、しかも物価が少し前まで上がっていたので、先程の3%でも実質金利はほとんどマイナスで、一般の預金者からは政府に対する非常に大きな不満があって、それを社会施策的に緩和することを狙ったものだと思う。大銀行の方は、1.1倍が上限だからということでのろりのろりとやっているということだと思うが、そこは二つの目的を組み合わせた政策だと思う。実際の金融緩和の効果という点では、貸出金利については政策金利の引き下げ幅以上の威力はあるが、おっしゃるとおり総量規制や窓口指導など行政的なところが非常に大きいと思う。先程白井委員がおっしゃっていた預貸率規制はあるが、通常の間口規制や総量規制の方が重要だと思う。ただ、今のところアネクドタルな話では、人民銀行も銀監会も、この1か月位の間、大きく貸出を伸ばしても良いというようなシグナルを明確にはまだ出していないようである。そういう意味では、先程の物価情勢等も睨みながら、ゆっくり進んでいこうという意味の現れではないかと思っている。預貸率規制で一番効いているのは、これは白井委員もご承知だと思うが、外銀である。特に邦銀については、預金の吸収手段がなく、ここで頭打ちになってしまう。中国で活動している外銀については、預貸率規制は極めて重要で、本当はできるだけ緩めて欲しいという部分はあるが、中国の大手行については、この部分はそれほどバインディングにはなっていないと整理できると思う。

## 西村副総裁

先程の森本委員がCPIのことをおっしゃったが、CPIの中身をよくみていないので分からないのだが、みている限りPPIがかなり下がって

いるということから考えると、要するに two-speed というか、食料品はインフレで、加工財はデフレ気味になっているとみえないこともないと思っているがどうか。

それからこれだけ穀物が上がり、大豆なども上がってくると、最終的には豚肉の値段にも影響してくる。中国の場合、特に飼料は輸入に頼っているため、輸入インフレの影響が出てくるのではないかと思う。逆に言えば、今は下がっている状況にあるが、このままいくのかどうかについてはよく分からないところがある。それについて、何か考えがあれば教えて頂きたい。

#### 大野国際局長

注意すべきであるということは、おっしゃるとおりである。中国の物価の場合、食料品の影響が一番大きく、豚肉のところである。大豆から豚肉に回ってくるというルートは極めて怖いということはあると思う。その他は品目によって物価の山谷は多少存在しているが、生鮮品を除いた部分をプロットすると、足許3か月、4か月のところはわりと安定的に動いている。今時点において、そこについてのインフレのプレッシャーもそれ程大きくないし、一方でのPPI的な部分のデフレ的な圧力もそれ程大きい訳ではないと思う。勿論、そこの両者が開いているということは、基調的に存在していることだとは思う。

#### 宮尾委員

米国経済について、足許企業部門の減速が一時的かどうかという点が一番のポイントでかつ懸念材料である。確認したいのだが、雇用に関してはまだそんなに下振れていない、先程ご紹介の連銀サーベイでも設備投資もまだ何とかなっているということだが、グローバル経済が弱いもとで海外向けの受注や生産は弱含んでいるが国内向けは強いという理解で良いのか。特に設備投資に関して、先行指標の資本財受注もやや弱いような気もする。要するに、企業部門の今の減速は、一時的に終わって欲しいとは思

うが、設備投資の動きとも絡めて何かコメントがあればお願いしたい。

それとも関連するのだが、先般のFOMCで見通しが引き下げられたが、なぜあんなに下げたのか。それに対応したツイストオペがあったが、企業部門の弱さについてFedの中ではどのように考えられていたのか。Fedの見通し引き下げはグローバルな景気減速がメインの理由なのかもしれないが、その辺も含めて米国経済の先行きについてコメントがあれば教えて頂きたい。

大野国際局長

まず、米国企業だが、ご承知のとおり今4~6月期決算の収益予想が出始め、約-2%弱ということで昨日株価が下落した。これがもし実現すると約11四半期振りである。収益が少し心配になってきているが、なぜかというところ、多くの米国の企業にとっては、一つは欧州向けであり、二つ目は中国をはじめとするエマージング諸国向け、三つ目はドル高である。つまり、米国のマルチナショナルな企業の対外活動の部分で、心配材料が非常に増えていて、従って企業のマインドが落ちてきている。それが次に雇用や設備に及ぶかどうかといったところがポイントであると先程強調させて頂いた。今はまだ出てきていないということだが、これが先行きマイナスの動きに及ぶかどうかといったところが、少し心配になってきているということだと思う。

宮尾委員

まだ設備投資には現れていないということで良いか。

大野国際局長

今のところは現れてきていない。勿論、程度の問題なので、キャッシュの問題もあり、企業の収益環境に応じて米国の企業がよりブレーキを踏む可能性はなくはないと思う。ただ、米国の国内需要はそれ程悪くない訳だから、海外情勢の不安がもし拭い去られれば、われわれがずっとみてきた、緩やかなテンポでの米国経済の回復パスは維持できるのではないかと思

う。F e d もその辺についてはわれわれと定性的な認識は同じだと思うが、F e d にはF e d の立場があり、F O M C の見通しについては過去3年位、わりと努力目標的なものを掲げてきている傾向がある。今回の今年の見通しについて、年半分まできて2.9%以上というのは、実現可能性という意味で非常に難しいということなので、そこを現実的なものに修正してきた。しかしそれはF O M C が持っていた努力目標からすると低い訳だから、それに対して必要な政策対応をするという組み合わせだったと思う。国際局の見通しは、もう昨年から2012年の見通しはほとんど動かしていないが、これにF O M C の強気の見方が寄ってきたということで宜しいかと思う。

#### 白井委員

アメリカの消費についての先程の説明はよく分かった。雇用が伸び悩んでいるが、他の指標をみるとそれに比べればそれほど悪くないかもしれないし、個人消費が伸びている、ガソリン価格が下がっているということだったが、図表2-1(2)の消費者マインド指標をみると、例えば、ラスムッセン指数は少し下がっている、ミシガン大学の消費者コンフィデンスは足許と6か月先が悪化している、コンファランス・ボードの消費者信頼感指数は足許は良いが先行き6か月後が少し悪いとみている。これには、幾つか理由が挙げられていて、株価の変動が大きい、欧州問題もある、これから企業の決算が結構悪いのではないかととも言われている。もしかしたらこれから株価への下押し圧力があるという気もする。労働市場の改善がそれほど進まないといったことが色々言われているが、先行きは少し悪く出ているが、それはあまり心配しなくて良いか、確認しておきたい。

#### 大野国際局長

その点についても注意は必要だと思う。今のところ消費者のマインドは崩れないで済んでいるが、そこについては大きな流れで雇用が最も重要だと思う。従って、先程雇用の緩やかな回復が続いているという評価をさせて頂いたが、それは継続しないと長続きしないというのが一点目である。

二つ目は、資産効果の部分だが、例えば今日の株価をみてもダウでみると前回会合とほとんどフラットである。これがどちらに動くかというところが重要で、少なくとも横ばいか、若干回復をするかどうかといった点、それと先程申し上げた企業の4~6月の見通しが少し弱めに出てきているといったところは、両方とも注意してみていく必要があると思う。決して手放しで大丈夫だとは思っていない。

西村副総裁

少し理解できないのは、例えば図表2-2のISM製造業の受注、在庫が良くなく、(1)のISMの非製造業のDIも良くないのに、なぜISMの雇用のDIだけは高いのか。ここはどのように解釈するのか。

大野国際局長

もし今のご質問の趣旨が、製造業ではというご質問であるとする、先程の海外の事業活動が弱いところが強く出てきているが、国内の設備、あるいは雇用まで切り詰めるというところまで至っていないというところが、製造業と非製造業との違いということでみて取れるのではないかと考えている。ただ急角度であるので、ここは非常に要注意だと思う。もう一つは、6月末は世界的にみてギリシャの問題から企業のマインドが物凄く下振れているので、恐らく米国だけではなくて、最初に申し上げた製造業のPMI全体として、この6月末のユーロショックでやはり1割、2割程度は強めに出てきているのではないかという仮説を持っているが、もう1か月数字をしっかりと確かめたいと思う。

白川議長

世界経済の当初の想定に比べると減速が長引いている。大掴みにみた場合に長引いている理由をどのように理解するかということだが、地域別の説明が先程あったが、一番大きな理由は欧州債務問題が影響していると考えて良いのかどうか、仮に欧州債務問題が影響していると考えられる場合には、

どのルートが一番影響しているのかということである。欧州域内では負の相乗作用が働いて実体経済が下がってきているから、欧州地域に対する輸出は落ちてくる訳であり、これははっきりしている。為替については、確かに米ドルや円は自国通貨高の方に行っているが、新興国は下がっている。いずれにせよ、世界全体として説明する時には、為替は使いにくいと思う。そうだとすると、欧州債務問題の影響は、貿易チャンネルと、あともう一つは不確実性が全体に増加して取り敢えず色々な支出を繰り延べる、見合わせるという形で世界経済全体に下押し圧力がかかっているのかということだが、大掴みに捉えた場合、その辺はどのように考えれば良いか。

大野国際局長

非常に頭を悩ませている部分なのだが、ボディブローとして一番効いているのは、やはり貿易チャンネルの部分であると思っている。貿易チャンネルについては、世界万遍なくあると思うが、その中でも中国を経由したルートがわれわれが当初思っていたより強く出てきていると思う。中国のところが、例の2割のところの貿易チャンネルで効いてくる。他の要因もあるだろうが、中国の回復モメンタムにブレーキがかかっている。それが次にN I E s ・ A S E A Nの方にも波及してきているということは、恐らくメインのルートとして挙げられるのではないかと思う。それから、もう一つ大きいのは、マーケット、金融市場も含めたマインド面は、去年の終わりからギリシャの総選挙にかけてじわじわと色々な消費活動、特に企業のマインドのところには大きく影響が出てきている。後者の企業のマインドについては、特にこの1か月、アメリカもそうであるし、今のPMIのところについてもハードというよりソフト面で、企業の活動が相当慎重化している。一番の根っこは欧州だが、この二つの面で伝播してきているというフェーズにあるのではないかと思う。

白川議長

マインドについては私もそうだと思う。ただマインドという言葉自体が

曖昧な言葉だが、正確にはそれは何なのかということである。二つ考えられると思うが、一つは、諸々の出来事を想定して将来所得が落ちていくだろうということをマインドの悪化というケースと、もう一つは、取り敢えず所得が落ちるとは思わないが、不確実性が高くなってきたから取り敢えず先々コミットするような支出は止めておこうという意味でマインドが悪化しているというケースがある。マインドが悪化しているということの正確な意味は、どのように考えれば良いか。

大野国際局長

マインドという大雑把な言い方をしたが、重要なのは、各国の輸出企業が最初にあると思う。中国は勿論そうであるし、アメリカの企業についてもその影響は既に出ていると思う。それから、もう一つ、マインドと言うとすると、先行きに対する不透明感が、消費支出についても企業活動についても、やろうと思っても踏みとどまり、色々な企業の設備投資やプロジェクトについても様子見的な部分がこの4～6月には非常に強く出てきている。消費者というよりは、企業の活動、展開面について、できないということではなく少し控えようということが、非常に広い地域で、しかも輸出関連企業に広がっている。それが中国では色々な在庫調整を招来しているので、単なる輸出企業だけではなく、素材や建設関係にもじわじわと波及してしまっているということではないかと思う。

白川議長

分かった。他にないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、次に国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

事前にお配りした資料－4(参考計表)と本日お配りした追加資料を使ってご説明したい。

まず、参考計表の図表1の業況判断である。短観の業況判断であるが、非製造業をご覧頂きたい。非製造業については大企業、中小企業とも6月短観では、改善が続いて震災前の水準を大きく上回っている。個人消費や復興需要の関連業種が堅調であったということであり、その影響から全規模全産業としても、昨年9月に震災の反動から大幅に改善した後、小幅ながら3期連続の改善となっている。ただ一方で、製造業については、大企業では、足許は国内販売が好調な自動車、在庫調整が進む電機中心に幾分改善しているが、輸出が伸び悩む中で水準としてはなお低めである。また、中小企業は、前回に続き幾分悪化しており、大企業で改善した自動車や電機で悪化しているということからみて、取引先の海外シフトや単価引き下げの影響がじわじわ出ている可能性がある。海外経済の減速はなお続いているということでもあるので、製造業の動向には引き続き注意が必要と思っている。

続いて、図表5の公共投資であるが、一致指数の公共工事出来高は、4月に前月比で小幅減少しているが、これは一時的だと思う。先行指標である公共工事請負金額は、5月の数字が出ており、かなり増えている。5月の数字は被災地だけでなく全国的に増加したが、中身をみると学校や病院というところが増えているようである。耐震強化工事が全国的にも広がっている可能性があるともみている。

図表6の輸出入であるが、輸出については、5月は前月比-2.7%と反動減となったが、4~5月でみると、1~3月対比+4.9%と高い伸びとなった。輸入については、4~5月で+3.9%と、均してみても緩やかな増加が続いている。輸出について、図表8で地域別にみると、第2四半期という4~5月の数字でご覧頂きたい。一番上の米国、あるいは下の方のタイを中心としたASEANは引き続き増加している。米国については、足許少し出来過ぎかなと思うが、企業から米国経済の減速を強く懸念する声は、今

のところは聞かれていない。一方で、EU向けについては、2四半期連続で大きな減少となったので、足許小幅増加ではあるが、均してみると減少は止まったとまでは言えないと思う。中国、NIEsについても、足許少し増えているが、これは中間財が一時的に需給が改善したことで増えている訳であるが、基調的な動きかどうかは不確実性が残る。4~5月については、輸出は増加したが、先程説明があったような海外経済の動向、あるいは後程お話しする生産の動向を踏まえると、やはり足許は出来過ぎと考えるべきで、7~9月にはむしろ一旦伸び悩む可能性を念頭に置く必要があると思う。企業からは、欧州、あるいは中国向けが引き続きもたついているという声が多い訳であり、海外経済の減速がやや長引いていることも踏まえると、輸出の明確な回復は一頃みていたよりも後ずれ気味であるとみておいた方が良いと思う。

続いて企業周りである。図表15、図表16の企業収益であるが、先月、図表15の法人季報の企業収益について1~3月はかなり増加したとご説明した。今年度に入ってどうかということが短観で大体みえてきた訳であるが、図表16をご覧頂いて分かるとおおり、どのセクターも今年度は増えそうだとみている。左下(3)非製造業大企業については、電力が弱い訳であるがそれを除けば堅調となっている。特に、(4)非製造業中小企業が良いが、これは内需が良いことが背景になっていると思う。こうしたもとの、図表18の設備投資であるが、指標によって区々の部分もなくもないが、緩やかな増加基調にあることを示すものと思っている。図表18の資本財総供給は一致指数であるが、4~6月のところをご覧頂いて分かるとおおり、前期比で+8.4%と、1~3月が減少した反動増ということもあるが、均してみれば増加基調が維持されていると思う。先行指数をみると、機械受注の民需除く船舶・電力であるが、口頭で申し上げると、4月の前月比+5.7%から5月が-14.8%となっている。その結果、4~5月——4~6と書いてあるところであるが——では4月は+4.6%であったが-3.1%と、5月はかなりの落ち込みとなった。ただ、前年比でみると、5月は前年比+1.0%と、4月からは減速したがまだプラスであり、4~5月でいくと+3.9%——

+6.6%とあるところが+3.9%——となる。5月の季調はかなり弱かったが、今年の5月は営業日数が昨年より2日多く、どうやらこの辺りが季調の歪みをもたらしているのではないかと判断しているので、基本的には、一時的な動きの可能性が高いと思っている。当然、欧州の問題が企業の設備投資行動に影響を及ぼしているという可能性はあるが、もし及ぼしているとしたら、恐らく6月に出てくるのではないかと思うので、5月については、今のところ技術的な要因だと考えている。建築着工床面積であるが、5月は前月比+15.5%となっており、4~5月でみても前期比+1.2%と、基本的に緩やかな増加基調が続いているということで良いと思う。図表21の今年度の設備投資計画であるが、2012年度の計画については、収益が特に良い非製造業中小企業を中心に、今のところ過去の平均と比べて高めの計画となっている。ここに書いていないが、ソフトウェアを含み土地を除くベースの計画は、全規模全産業で6月時点で+6.7%、昨年の同時期が+4.3%であった。2004~2007年の景気回復局面が大体7%強であるので、それなりのしっかりした数字であったということである。こうした点も踏まえると、先行きも基本的には設備投資の緩やかな増加基調が続くということで良いと思う。ただ、海外経済の回復が遅れ気味であるので、この辺りが製造業の設備投資にどう影響するか、引き続き注意深くみていきたいと思っている。

続いて家計周りである。図表23の個人消費であるが、(3) GDPの個人消費と消費の包括指数、総合指数いずれでみても——包括指数というのはわれわれが試算し、総合指数は内閣府が出している——、1~3月に相当高い伸びとなった後、4~5月についてもさらに幾分増加ということであるので、この4~5月についてみると、全体としてみて私共の想定以上にしっかりした動きということが言えるかと思う。そして、消費マインドであるが、事前の資料から三つ指標が出ているので、本日お配りした追加資料の図表26をご覧頂きたいが、景気ウォッチャー調査は比較的株価に振られやすい部分があり、足許少し弱くなっている。消費者が答えている消費者態度指数——(1)が季調済、(2)が原系列——、あるいは生活不

安度指数は、今のところは、均してみれば緩やかな改善傾向が維持されているということで良いのではないかと考えている。そう申し上げた上で、小売り等をみると、このところ多少気になる動きもなくはない。定性的に申し上げると、まずスーパーは売り上げがこのところ少し弱めである。好調なコンビニに押されて弱めに推移しているということであり、大手スーパーの中には値下げをするような動きもちらほらみられる。百貨店についても、われわれがヒアリングしている限り、6月は弱めとなった模様である。これは、台風等の影響、あるいは今年は涼しかったということで、天候不順の影響だと思う。7月について、今年は幾つかの百貨店がセール時期を例年に比べて2週間程後ずれさせている。今のところどう転ぶか分からないが、この影響がどう出るか注意深くみる必要があると思う。そもそも、セール時期を後ずらしすることができるということは、それなりに個人消費に自信があるということが裏にあるが、その思惑どおりにいくかどうかもう少しみていきたいと思う。それから、元々の資料に戻って頂いて、図表 25 の個人消費をご覧頂きたい。(2) のサービス消費であるが、旅行取扱いはかなり強く、夏休みについても相当予約が入っているということであるので基本的に問題ないと思っているが、外食は足許少し伸び悩んでいる。ここは、低価格のファストフードが良くないということである。それ程気にしていないが、一頃はいずれの水準をみても個人消費は強かったということであるので、少し勢いが鈍ってきた感もなくもない。場合によっては、ペントアップ需要が一服しつつあるということが影響している可能性もあるので、その辺りは注意してみておきたいと思う。その上で、個人消費の先行きをどのように考えるかということであるが、私共は、元々、足許までは出来過ぎであり当面それ程伸びないとみているので、幾つかの気になる動きについても、その見方の範囲内ということである。先行きについては、雇用環境の改善等を背景に底堅く推移すると考えて、基本的には良いと思っている。ただ、本当にそうなるかどうか、補助金切れの後の自動車販売状況は一旦相当落ちると思うが、この辺りも含めて丹念にみていきたいと思っている。

次に、図表 27 の住宅をご覧頂きたい。着工戸数は、5 月 90.3 万戸と幾分増加している。これは、被災地における建て替えの動きが影響している部分もあるが、リーマン・ショック後、あるいは震災後に落ち込んだもののペントアップ需要が全国的に顕在化しつつあるということも、増加の背景にあるとみている。そうした中、アネク情報では、ディベロッパーでは、消費税増税前のマンションの駆け込み需要などを見込んで、マンション用地の手当てを急ぐ動きがでてきているという情報もある。いずれにせよ、住宅は暫く持ち直し傾向を続けるということで良いのではないかと思う。

続いて生産である。図表 29 でご説明する。生産の 5 月は前月比 $-3.1\%$ と大きく落ち込んだが、これも営業日数の増加に伴う季節調整の要因が大きいとみており、6~7 月にかけてはプラスが予想されている。これは、われわれの調整ベースでも大体同じような感じになる。企業のヒアリング情報、内外需要の動向も踏まえると、生産は、若干振れはあるが傾向的には緩やかに持ち直しつつあるということで良いと思う。ただ、企業の声を総合すると、先程申し上げたように、輸出の回復がなお後ずれ気味ということでもあり、生産の持ち直しのペースは、当面極く緩やかにとどまると思う。また、海外経済減速の長期化、あるいはエコカー補助金切れに伴う反動減の程度次第であるが、こういった下振れリスクにも引き続き注意が必要かと思っている。

次に、労働需給、雇用関係である。図表 33 の有効求人倍率であるが、5 月は 0.81 倍と一段と上昇した。2000 年以降の平均は 0.76 倍であったので、これをはっきりと上回り始めた。先行する新規求人倍率も、振れを伴いながらも一段と上昇して 1.35 倍となり、2000 年代の平均の 1.20 倍をかなり上回っている。さらに、図表 34 (3) の所定外労働時間をご覧頂いても、緩やかな上昇傾向にあり、労働需給については基本的に緩やかな改善と思っている。失業率についても、振れを伴っているが今月は少し低下しており、横ばい圏内、長い目でみると低下傾向ということかと思う。図表 33 に戻って毎月勤労統計の賃金であるが、5 月は前年比 $-0.8\%$ とマイナスに転じている。これは、特別給与が 4 割程減っているが、たまたま昨

年5月が前年比6割増のボーナスになったことの反動と考えて良いと思う。所定内給与については改善傾向であるし、所定外もそういった傾向であるので、景気の緩やかな持ち直し傾向に伴って、賃金についても少しずつ下が固まっているのではないかと思う。ただ、先行きについては、前々から申し上げているとおり、6～7月に出てくる本年夏の賞与が弱めと予想されているし、公務員給与引き下げの影響も踏まえ、当面横ばいと考えている。今もこの見方を維持するというので良いと思う。

最後に物価であるが、今日お配りした資料の図表 37 以降でご説明したい。図表 37 の企業物価であるが、本日公表分より 2010 年基準となった。5 月は新基準で前月比 $-0.5\%$ 、6 月は $-0.6\%$ となり、その結果、6 月の3 か月前対比が $-1\%$ と下落に転じている。これは言うまでもなく、国際商品市況が下落して輸入物価が大きく下落したことを反映したものである。旧基準と新基準との差を図表 42 で申し上げておくと、新基準になるとリセット効果が効くので少し下振れるということである。(1) は前年比、(2) は前期比であるが、前期比は見えにくいので前年比でご覧頂くと分かるとおおり、今年に入ってからみれば、前年比で大体 $0.1\sim 0.2\%$ ポイント程度、新基準の方が弱めということになる。その辺りも踏まえて、中間見直しでご検討頂ければと思う。いずれにせよ、3 か月前対比でみると、国際商品市況が足許少し反発とはいえ均してみれば弱いので、当面緩やかな下落を続けるということが良いのではないかと思う。

次に図表 43 の企業向けサービス価格であるが、4 月が前年の裏もあって $+0.4\%$ と少し高めのプラスになった。5 月はその反動は出たが、引き続き小幅のプラスである。中身については、広告やホテル宿泊、あるいは国内運輸関係がしっかりしており、経済の体温が上がってきた辺りが企業向けサービス価格に出ていると思う。それから図表 37 まで戻って頂き、C P I について計数を申し上げたいと思う。全国については、5 月は除く生鮮で $-0.1\%$ と、4 月から $0.3$ ポイント下がった。ここについては、エネルギー関係がプラス幅を縮小させたほか、2 月以降、実勢比強めに出過ぎていたテレビの反落があったことが影響している。一方、6 月の東京をみ

ると、マイナス幅が0.2ポイント程縮小しているのですが、どんどんマイナス幅が拡大しているという訳ではない。ただ、ガソリン価格の動向などを踏まえると、当面は、若干のマイナスを含めゼロ近傍で推移すると考えている。その上で、やや長い目でみればということ、図表40の国内需給環境をチェックしておきたい。(2)短観の加重平均D Iが全て総合されたものと思って頂ければと思うが、緩やかにマイナスが縮小し、改善してきている。需給ギャップについても、改善傾向ということであるので、CPIについては、この需給バランスの改善が、数四半期のラグを伴ってプラスに効いてくるということであるので、やや長い目でみれば、CPIもプラスになっていくということであると思う。

以上を纏めると、実体経済については、前月と同じく内需が堅調に推移するも、緩やかに持ち直しつつあるという判断で良いと思う。先行きについても、企業収益を中心に、所得形成に前向きな動きがみられ始めていることなども踏まえると、次第に緩やかな回復経路に復していくという見方で良いと思う。4月の展望レポート時点の見通しと比較すると、外需は少し弱め、内需は強めと、バランスは変わっているが、全体としてみれば見通しに概ね沿った展開と考えて良いと思う。ただ、リスクについては、上下双方あるが、下振れ方向に注意が必要かと思っている。輸出の回復はなお後ずれ気味である。これまでは、内需の上振れが外需の下振れをカバーしてきたが、その主役である消費については想定内とはいえ伸びが緩やかになりつつある感じがしてきているので、一段の上振れ余地は然程大きくない可能性もあるように思う。今後は、民需については、恐らく設備、住宅はよりしっかりしていくという展開であると思っているので、そう心配している訳ではないが、海外経済の減速がかなり長引いた場合には、設備投資の先送りリスクもあるので、その点については、注意して見ておきたい。物価については、消費者物価は当面ゼロ近傍、展望レポートとの比較では、東京電力の家庭向け値上げ——まだ決まってはいるが——が若干の上振れ要因、原油価格の下落は幾分下振れ要因ということであり、当面については、若干の下振れと思っている。ただ、原油価格の下振れ要因

は、個人消費など堅調な内需を支える要因にもなるので、やや長い目でみれば下振れ要因とはならないということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

石田委員

図表 21 の設備投資計画で、製造業大企業とか四つあるが、ボリュームのイメージはどの位か。

前田調査統計局長

手許に数字はない。

石田委員

3対2対1対4とか。そういうイメージで。

前田調査統計局長

これは短観ベースであるが、短観ではなくてGDPベースのイメージでは、私の記憶が正しければ、製造業が1に対して非製造業が大体2である。非製造業の方が大きいという感じであったと思う。製造業の中では、大企業と中小企業が6対4位であったかと思う。日本経済に占める製造業のウエイトは大体2割強位であったと思うが、設備投資は製造業は多いが、それでも3分の1、せいぜい4割かどうかという感じであったと思う。マクロ的なウエイトとしてはそのような感じであったと思う。

石田委員

非製造業の場合は、中小企業の比重がもう少し高いのか。

前田調査統計局長

確か、大企業より中小企業の方が高かったと記憶している。

石田委員

大体、分かった。

白川議長

短観の業況判断D I の数字は、2004 年位の水準である。

前田調査統計局長

2004 年 3 月と同じ位である。

白川議長

別に 2004 年がベンチマークになる訳ではなく、そういうベンチマーキングはあまり意味がないのかもしれないが、今後の物価情勢を考えていく上で、2004 年当時と現在を比べて、物価を規定する環境で、こういう点は今回のほうが favorable であるというように、比較して何か気づくことはあるか。

前田調査統計局長

長い目でみればやはり需給ギャップと短観のD I、業況判断D I、先程ご説明した図表 40 の需給バランスもそうであるが、2004 年以降、2005～2006 年と物価は少しずつは良くなっていったが、当時はどちらかといえば上がるのはエネルギー、食料品関係で、いわゆるコアコアはなかなか上がらなかった。これについて外で話をする場合、どのように説明しているかということ、需給ギャップが改善したわりには 2000 年代半ばは上がらなかったことについて、色々な下押し圧力があつたのではないかと説明している。一つは、流通の効率化・合理化で中抜きのような動きが 90 年代以降相当強まっており、この頃も結構あつたということである。それから、

それとも関連するが、中国の安値輸入品を利用したような動きがかなり強まったということである。さらに、この二つとも関連するが、企業も低価格指向、低価格戦略を採っていたということである。さらに、これにもう一つ加えるとすれば、この頃賃金がそれ程上がらなかった。この背景には、規制緩和が進み製造業を中心に派遣を相当利用していたということがあったかと思う。いずれも物価を押し下げる要因であったかと思う。今申し上げた四つについて、なくなったという訳ではないし、価格下落圧力は引き続き残ると思うが、当時と比べれば少し和らいできたのではないかと考えているので、需給ギャップが改善すれば、当時よりは物価が上に行きやすい環境にあるのではないかと定性的には考えている。これは色々な議論があると思う。

石田委員

当時は、やっと不良貸金問題から出てきて、そろそろ色々なものが動き出すのではないかというように、先行きに関して、もう少し明るい感じがあった。今回はもう少し煮詰まっている感じがする。その辺がどうなのかという気がする。

前田調査統計局長

当時、明るい感じがあったというのは、あの頃は製造業大企業が非常に良かった。ただ問題は、その製造業大企業が賃金を払うかというところあまり払わず、派遣とかを結構利用して賃金を抑えているという部分があった。あの頃と比較すると、今回は外需というよりも内需がじわじわではあるが良いので、CPIなどではもしかしたらあの頃よりは少し良い可能性もあるかなとは思いますが、よく分からない。

白川議長

昨日、政府がデフレ脱却等経済状況検討会議の第一次報告書を纏めたが、そこでも比較をして、今おっしゃったように今回は内需主導の景気回復で

あり、賃金の方に跳ねやすく、物価についてもポジティブな要因として考えているのかなど、説明を聞いていた。

木下理事

ただ、当時と比べて大きな違いは財政の状態であると思う。当時は、プライマリーバランスが良い方向であったが、今は全く違う。瀬戸際であり、ここはリスクが違う。

白川議長

経済一般というよりも物価という意味である。経済一般では、先程の煮詰まっているという感じは確かにある。

西村副総裁

最終的に、製造業、非製造業のバランスが全く逆になっている。

前田調査統計局長

短観のD Iなども完全にそのような感じである。

宮尾委員

景気ウォッチャー調査であるが、参考資料としているのは、多少何か割り引かなければならないというようなどころがあるからなのか。

前田調査統計局長

この「参考」にそこまで深い意味がある訳ではないが、図表 26 は一応消費者コンフィデンスと書いてあるが、景気ウォッチャー調査では消費者は答えておらず、業者というか、企業とか職安の人が答えている。

宮尾委員

消費者に直接聞いている訳ではないということか。

前田調査統計局長

そのため、消費者コンフィデンスではないのではないかとということで、ずっと「参考」と書いてある。別に(3)でも構わない。これをご覧になって分かると思うが、かなり振れが大きい。足許6月は、台風等で天候が悪かった、それからヨーロッパの問題、それから消費税増税が衆議院で可決されたという辺りが、企業の方にとっては下押しになった——これが「消費者マインド」なのかどうか分からないが——というような説明が多かった感じがする。

宮尾委員

株価も影響しているのか。

前田調査統計局長

株価も効いていると思う。逆に、春はぱっと上がっていた。

白井委員

景気ウォッチャーで今後の動向をみたいという感じはする。私は、消費者マインドでは、消費者態度指数と日銀の「生活意識に関するアンケート調査」とこの景気ウォッチャー調査の家計部門をみるが、今回は、消費者態度指数に関しては-0.3%と横ばいであるが、日銀の方は、一年前と比べても良かったし、一年後も良くなるであろうということでOKであるが、景気ウォッチャー調査の方は、足許-4.3%、先行きも-2.4%ということで、一時的な振れかもしれないが、そこはしっかりとみたい。本当に消費者コンフィデンスが高まっている、拡大、改善していると言えるのかというところには、一抹の懸念がある。その背景に、家計動向関連DI、景気ウォッチャー調査で何が悪化しているかをみると、小売飲食、サービス関連で、先程も外食のところが悪いと出ているし、小売も若干懸念があるということもあるので、そこを注意してみたいと思っている。

あと、景気ウォッチャー調査をみていて、東北のところが意外に悪いなと思う。東北は、復興需要などもあって賃金も上がっているし求人倍率も高いので良いというように聞くが、景気ウォッチャー調査をみていて、東北のところをみたら意外に悪いので驚いた。レベルでも低く、足許の下落率、先行きの下落率も結構大きく、意外に東北は大変なのだと思った。景気ウォッチャー調査に理由が書いてあったが、例えば、復興補助金があつて建設はあるが受注内容が相当厳しく決して儲からないとか、建設業でも採用はしているが賃金の低い非正規が多いとか、被災地への来客者数がこのところどんどん減っているとか、それから震災で廃業しているところも結構あるということで、意外に悪いなと感じた。

#### 前田調査統計局長

東北については、色々な統計があるが、短観などは良くなっていたと思う。ただ、勿論、例えば今日の新聞に出ていたが、ホテルの稼働率は昨年に比べれば落ちている。昨年は相当ボランティアが沢山行っていたのがそれが減っているということもあろうかと思うし、当然、建設なども人が集まらないということもある。ただ、相対的にみれば、他に比べれば良いのではないかと思う。

#### 森本委員

内需がしっかりしてきた、復興関連需要もしっかり出ている、またそれが2013年度にかけて徐々に剥落していくという話であるが、そういう中で、先程、学校の耐震化の話があつたが耐震強化とかの面で、例えば、JRに聞くと、線路関係で1千億円位、橋関係で2千億円位の投資予定であるとか、政府の成長戦略などでも住宅の耐震強化を進め2年位でしっかりストック率も上げていくという話とか、ビルの耐震性を表示させるといった話がある。ボリューム感は分からないが、結構こういう面が出てくるのではないかと思う。ミクロ情報で、そういった面での積極的な対応といった話があつたら、参考までにお問い合わせ。成長戦略などはこれからだと思

うが。

前田調査統計局長

ボリューム感は分からないが、われわれが聞いている話を幾つか申し上げる。支店を通じて各地公体の公共投資計画などを聞いているが、それによると少し上振れていて、学校、病院の耐震強化を実施するという話が、民間でないところでも出てきている。民間については、先程おっしゃったようにJR、東京ガスのインフラ関係は最優先的に対応するという報道を聞いているので、確かにそういう動きが結構あると思う。あとは、住宅着工などをみても、耐震を強化する動き——姉齒問題とか色々あったが——が傾向的に出ている。もっとも、それには結構お金がかかり、ここ数年、一平方メートル当たりの単価が上がっている。こうした動きは、ボリューム感は分からないが、全体的には、設備投資なり住宅なりを支えることに効くのではないかと思っているし、震災を契機にそういう動きがさらに強まっているということだと思う。

石田委員

図表 29 で、先程 6～7 月の生産は予測値を調整してもやはり同じような傾向とおっしゃった。それは、この予測値から出てきたものであって、調査統計局としては、心づもりとして、どの位の勢いで 6、7 月がいくとみているのか。図表 30 の表をみても、生産が、このところまどろっこしくて、思いの外伸びていないという感じがする。色々な他の統計に比べて、どちらかという、思いの外、少し弱いなと思う。本当に出てくるのであればある程度期待できると思うが、この位の数字は出てくるとみて宜しいか。

前田調査統計局長

こんなには出てこないと思う。このまま出てくると、7～9 月で前期比で+3%位伸びるということになるので、こんなには出てこないと思う。

私共も輸出と生産が一番気になっていて、ここが上がってこないで、なかなか景気判断も難しいということだと思う。私共が聞いているところでは、7～9月で前期比でゼロ%台後半位しか伸びないのではないかということである。4～6月も含めて考えると、月々少しずつ下振れており、なんとなく輸出の回復が後ずれになっているので、こんなには出てこないと思う。ただ一方で、輸出もそうであるが、ITなどでは在庫調整が一巡しているの、どちらかというが増えてくるであろうという意見も多い。あと、この生産指数は2005年基準で、かなり基準の末期になってきており、来年、新しく2010年基準に変わるが、大体基準の末期になると、少し弱めに出るという傾向もあるので、多少その影響もあるかもしれない。その点を割り引いてみても、やはり後ずれしているということだと思う。

石田委員

もう一点、物価に関してだが、損害保険料の見直しでかなり上がるような気がするが、どの位とみているか。

前田調査統計局長

損害保険については、先月だったと思うが、引き上げることが合意されているが、いつからどの位引き上げられるかについては、現時点では分かっていない。ただ、2年程前にも上がっており、その例から踏まえると、恐らく来年度のどこかで上がるのであろうと思うが、それについては、0.1～0.2%ポイント位押し上げに効く可能性がある。基本的に高齢化のコストというか、高齢の方が増えて怪我が増えていることが影響していると理解している。

宮尾委員

今の損害保険料であるが、これはまた基調的な動きから除くのか。それとも、普通にカウントするのか。

前田調査統計局長

そこは、決まってから考えたいと思う。基調的な動きからはっきり除いたかという、そうでもないと思うが、たばこは除いたと思う。

白川議長

日本銀行の発表している見通しの上では除いているのか。

前田調査統計局長

除いていない。

白川議長

何を基調と考えるかは色々議論はあるが、見通しの発表の時に除くということはしていない。

前田調査統計局長

その影響がどの位かということについてはお示ししたかと思うが、それはまた考えたいと思う。

白川議長

景気ウォッチャーをよくみると、消費マインドの方ではなく、むしろ企業マインドの方に参考として出した方が良いのではないか。

前田調査統計局長

それでも良いとは思いますが。

白川議長

先程の説明を聞いていると、確かに、主として中小企業であり、企業サイドのマインドである。

前田調査統計局長

企業マインドについては、今日のご説明しなかったが、図表 17 で色々な指標の月次の計数を載せているので、ここに加えておいても良いのかもしれない。

白川議長

私も今まで消費者のこととみていたが、先程の説明を聞いたら、確かにこれは企業マインドである。

山口副総裁

先程、総括のところ、前田調査統計局長が、前向きの所得形成メカニズムが動きだしていると言われた一方、個人消費の関連では所得形成メカニズムが不発に終わりそうだとの話もあった。メカニズムはそれ程短命なものなのか。

前田調査統計局長

私が申し上げたのは、企業収益を中心に前向きメカニズムが働いていると申し上げたと思うが、これは設備投資を支えていくというのが第一である。それから、雇用関係についても、まだ賃金ははっきり上がっていないが、雇用環境は改善しているので、それが企業マインドの改善に繋がって、プラスに働き始めていると思う。個人消費について申し上げると、雇用環境の改善が続けば、基本的にそれは下支えになると思う。ただ、繰り返しになるが、個人消費は足許まではそれだけではなくて結構上がった部分もある。それはエコカー補助金もそうであるし、一時的なペントアップ需要が出たということもあり、足許が出来過ぎであれば、その反動があるかもしれない。下支えする部分と反動する部分で足してどうなるかについては、やはり注意しておく必要があると思っている。そういう意味で申し上げた。

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

本日お配りした追加の資料-5(参考計表)【追加】をご覧頂きたい。図表1の家計・企業のインフレ予想である。家計の方は、生活意識アンケートが出たので、物価についての回答が出ている。(1)は実感で今のインフレ率が何%位か、ということを知っているものの中央値である。実感のところはゼロ%、それから1年後の予想、5年後の予想が2%となっている。それから質的質問からの推計——上がる・下がるという回答から、それを量的なものに換算している——はここのところあまり変わらない傾向にあり、実感のところは-0.2%、1年後のところはほぼゼロで-0.05%、5年後のところは+0.5%となっている。状況は大きく変わっていないということだろうと思う。(2)は消費動向調査によるものだが、これは上がったり下がったりしているが、足許はまた少し下がっている。ガソリン価格の下落を反映したものではないかと思う。(1)の量的質問の形に比較的似ているので、やはりそういったものの影響を受けやすいということが個人の特徴であろうと思う。(3)は短観を使って企業のインフレ予想を推計したもののだが、同じく上がる・下がるという回答を使ったものである。これによるとほぼゼロ近傍というところに来ている。以上がインフレ予想である。

図表2はエコノミストの予想である。(1)ESPフォーキャストは毎月出ているが、太線が今月、7月である。グラフの形をみて頂くと5月、6月に比べて若干足許のところは落ちていると思うが、これはやはり原油価格の下落の影響なのだろうと思う。ただ、これは誤差の範囲になっており、(2)をご覧頂くと、年度ベースでみると7月調査も2012年度は0.1%、

2013年度は0.2%、少し遡ってみて頂ければ3月位は2012年度がマイナスであったり2013年度が0.1%だったりしているのだが、0.1%、0.2%というところで変わっていない。図表3の市場のインフレ予想についてはほとんど動きがない。債券市場の見立てはほとんど横ばいで変わっていないし、(2)インプライド・フォワード・レートはご承知のとおり、長いところが下がっているが、これは恐らくイールドカーブのフラット化を映じたものだろうと思っている。

次に政策金利の評価である。図表4、図表5は実質コールレートとGDPのトレンド、あるいは潜在成長率との比較である。こちらは5月のCPIが出ただけなので状況は変わっていない。実質コールレートは使うCPIの指標によって違うが大体ゼロ、トレンドの成長率も大体ゼロということであるから、この面からはほぼ中立ということが言えると思う。図表6と図表7はテイラー・ルールである。通常使う図表7(1)の生産関数アプローチの方だが、こちらと同じくあまり変わっておらず、除く生鮮食品ベースでは-0.9%、今は0.1%の実際の金利と比べると1%位引締めめであるということが出てくるが、これまでご説明したことと変わっていない。

続いて図表8からは企業金融である。最初に金利面である。図表8に貸出約定平均金利が出ている。新規のうちの長期が0.989%と初めて1%を切ったということが新聞に出ていた。これは時系列でみて頂いた方が良いので、図表10をご覧頂きたい。図表10(1)は太い線が短期、細い線が長期である。長期はずっと下がってきており遂に1を切った。短期の方は下がっているようにもみえるが大体横ばいという評価で良いと思う。(2)のスプレッドをみて頂くと短期は下がっており、長期も足許若干横ばいに近いが均してみれば下がっているということで、歴史的かどうかは分からないが、貸出金利は下がっているということで間違いはないと思う。図表8に戻りCPである。CPの発行レートは0.13%ということで、このところずっと変わっていない状態である。大体0.1%という水準の若干上を走っていると考えて頂ければと思う。社債の発行レートは今回0.53%という数字が入っているが、大体これは0.5%前後のところである。ここに

はA格までしか書いていないが、B B B格の一部で発行スプレッドが拡大したという話がある。特に上旬にそういった銘柄が幾つか発行されたということで、6月中はそういった一部の上昇がみられた。これについて、市場の一部では、国際資本市場の神経質な動きの中で投資家が少し様子見姿勢をみせたということも言われている。ただ、正直申し上げると、実際に銘柄をみてみると業況のあまり良くない先が多いので、そういう流れの中のものであろうということで、全般に影響しているということではないと判断している。従って、C P発行市場、社債発行市場も引き続き良好な状況にあるという判断である。

次に図表 14 からはボリューム面である。まず、民間部門総資金調達である。6月は-0.4%と4月、5月の-0.7%から改善し、マイナス幅が縮小した。縮小の主因は銀行・信金・外銀計で、0.0%ポイントから+0.4%ポイントへ寄与度が拡大したことが効いている。銀行貸出の表の銀行計をみて頂くと、5月の+0.5%から6月は+0.9%となっており、0.4%ポイント上がった形になっている。都銀、地銀別では、-1.2%から-0.6%への都銀のマイナス幅縮小ということで、都銀のところで増えているというか、減り方が減っているということだが、中身としてはM&A関連、電力を含む運転資金ということで、これまで申し上げているような資金需要が出ていると聞いている。同じ表にC Pと社債があるが、こちらは若干数字が変わってきており、C Pは引き続きプラスだが、社債のマイナスが-1.7%とわりと大きなマイナスになった関係で、合計すると-0.6%とマイナスになった。C Pについては変わっていないが、社債については主として電力債の償還が大きい。それが主因であり、これまで申し上げているとおりである。ただ今月については、発行も若干少なく、国内公募社債は6月、3,746億円という数字が入っている。これまで4,000~5,000億円できていたので若干少なめである。これは先程申し上げたことと同じなのだが、うちB B B格というものがあり、これは600億円と比較的大きな数字が載っており、これらの方々が上旬に纏めて発行し、その結果としてある種、様子見を生んでしまったようなところがあるのではないかと云わ

れている。先程も申し上げたとおり、全般の流れが変わっているという判断ではないということである。エクイティ関連では、引き続き転換社債、株式調達とも低調である。これについては、今月は東京電力の1兆円、それから全日空の2,100億円という大きなエクイティ調達がある、あるいはあったので、7月は非常に大きな数字が出てくると予想される。以上がポリシー関係である。

次に図表20のアベイラビリティ関係をご覧頂きたい。企業金融関連指標だが、短観を確認して頂くと、大企業の貸出態度が+16%ポイントで前回の+15%ポイントから改善、中小企業が+4%ポイントと前回の+2%ポイントから改善している。因みに2000年以降の平均を申し上げますと、大企業が+13.4%ポイント、中小企業が-0.8%ポイントなので、過去の平均との比較では特に中小企業で改善が目立っている。日本公庫の中小企業は、こちらほぼ横ばいの+32.5%ポイントという数字が6月のところに入っているが、こちら2000年来の平均が+24.9%ポイントなので、やはり中小企業は貸出態度についても平均よりもかなり上を走っているという感じである。資金繰りは、まず短観からみて頂くと大企業が資金繰り判断は「楽である」超の+16%ポイント、中小企業はまだ「苦しい」超で-3%ポイントである。同じように2000年来の平均を申し上げますと、大企業が+14.1%ポイントとほぼ同じ位であるのに対して、中小企業は-9.6%ポイントであるから、マイナスではあるが平均をかなり上回っている形になっている。日本公庫の中小企業はプラスに転じ+0.7%ポイントと、最近ほぼゼロ近傍だが、この2000年来の平均は-8.4%ポイントであるので有意に上回っている。商工中金は-3.3%ポイントと、これは過去の平均の-4.7%ポイントとほとんど同じで、全般に過去の平均を上回って改善を続けているということが言えるが、特に中小企業は、マイナスとはいえ平均を上回るような動きになっている。

次に図表23の倒産は、6月は975件と1,000件を切った。前年比も-16%である。負債総額も1,816億円と小さい数字になっており、引き続き抑制された状態が続いている。因みに、震災関連は34件ということなので、

これも引き続き抑制された形になっていると思う。

最後に図表 25 のマネー関連をご覧頂きたい。まずマネタリーベースだが、6 月は+5.9%という数字が入っている。5 月の+2.4%に続いて+5.9%である。7 月以降も前年比がプラスとなる見込みである。3 月、4 月と昨年の震災の大量資金供給の裏が出てマイナスになったが、ここへきてプラス基調に戻ってきたということだろうと思う。次にマネーストックだが、M2 の6 月は+2.2%、M3 は+2.0%ということで前月とほぼ変わらない。これは昨年の10~12 月、今年の1~3 月と3.0%位であったので、それからみると4~6 月は少し下がった形になっている。これは、押し上げる力としては民間総資金調達のマイナス幅が段々縮小してきているという流れがある訳だが、一方で昨年の震災の資金シフトが効いていた3 月までと、なくなってくる4 月以降でシフト分のマイナスが大きいので、こういう数字になっているということかと思う。従って、普通であればこれ位のレベルで推移していく可能性が高いと思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

日本商工会議所のLOBO調査の資金繰りDIをみると、資金繰りは足許も悪くなっており、先行き7~9 月ももっと悪くなっている。そちらで見ると結構厳しいのかな、という気がする。日本商工会議所の調査というのはどういう位置付けなのか。

内田企画局長

LOBO調査だからどうということではなく、これ自体は色々な調査の一つであると思う。実際、調査企業が大体3,000 社位のところでDIを取っているものである。LOBO調査についていうと、大体これも過去の平均値と比べると若干上を行っている。そういう意味で、先程申し上げた

商工中金とほぼ同じ位の感じなので、ほかのものと大きくトレンドが違っている訳ではない。若干方向は振れるので、その範囲ではないかと思う。数字だけ申し上げると、直近が－12.7%ポイント、2000 年来の平均が－28.3%ポイントなので、やはり上に行っている。そういう意味では特に変わったデータがL O B O調査に出るということではないと思う。

#### 宮尾委員

貸出約定平均金利の長期の新規が1%割れということについて、当然これは金融政策の効果もあり、借入コストも下がって、借り手の資金需要が増えることを期待する訳だが、一方で、少し長い目でみてということになるかもしれないが、貸し手の方にとってみれば、これだけ色々なコストを払って貸出をするのに1%割れというと非常に低い。これは長い目でみてどういう意味合いを持つのかということだが、例えば長期国債のリスクフリーレートと比べても、どんどん差が縮まってきており、益々普通に長期国債を買うというような資産選択を促すことにもなりかねないとも思いながら考えている。

#### 内田企画局長

これは色々な意見があり得ると思うので、全く個人的な意見になってしまうが、長期の貸出金利が落ちている理由は、大きく分けると、一つはおっしゃったようにスプレッドが落ちている部分については、われわれの政策を含めてそういう政策を現にやっているから効いているということかと思う。それからもう一つは、ベースレートが下がっているということだろうと思う。これについても政策の効果は一定程度あるかと思うが、金融機関の収益との関係でいえば、スプレッドが下がること自体は勿論マイナスになってくる訳であるが、そのことを分かりながら政策を行なっているという面がある。ただ、もう一点だけ付け加えさせて頂くと、スプレッドが下がっていることは確かに金融政策の面もあるが、実際に新しい先をどれだけ開拓していけるかという開拓能力の問題も当然あると思う。こうい

うところで地方の話をして意味があるかどうか分からないが、支店長を試みると、やはり確かに「金利が下がって競争が大変だ」、あるいはわれわれが行った成長基盤によって「低金利貸出競争が増えた」という話はあるのだが、同時に、皆が貸したいところに貸しているのでそういうことが起きているという面が明らかにあり、貸しやすい人に貸すのが銀行の仕事ではないので、銀行自身が、ある種、レッド・オーシャンに入ってしまったところがある。自分達でブルー・オーシャンを探していくということも同時にやらなければならない。大手行などはそれを海外を含めて今求めているが、地方はなかなかそれができていないので、地方の金融機関の収益が苦しくなっているということが恐らく起きているので、金融政策の問題というよりは、その面も含めた金融機関の政策という面でも考えていかなければならないし、それは何より金融機関自身が考えなければならない問題である。これは、個人的な意見である。

宮尾委員

海外投資に傾斜していく力はあるのか。

内田企画局長

正直言って、そこをブレイク・スルーできない地方銀行は長いところを買っていて、ブレイク・スルーのある大手行はそうになっていないというのは、その辺が現れていると思う。これも個人的意見だが。

白川総裁

資料-5（参考計表）【追加】の図表 22 の企業の資金繰りのグラフは、いつもみているグラフではあるのだが、短観の中小企業、あるいはその日本公庫の中小企業でもそうなのだが、過去 1995 年以降の 10 年近くをみると、今は相当良い水準にきている。一方、われわれ自身の企業金融に関する評価は、今回の月報でみると、「総じてみれば、改善した状態にある」ということで、方向的には改善した状態にあるのだが、このグラフをみて

いると、その言葉が——これは前から感じていることではあるのだが——いよいよそぐわなくなってきたという感じもしている。ただ、この言葉をなお選んでいる理由は勿論色々あるのだが、ただそうはいっても大分ギャップが大きくなってきたなという感じがする。

#### 内田企画局長

おっしゃるように、どこかでそういうことを議論する時期がくるのだろうと思うが、まだ多少のヘッジをしている理由は二つある。一つは、そうはいってもまだ中小企業のところはマイナスである、厳しいと答えていらっしゃる方の方が多いということが一つである。もう一つは、資金繰りが楽になっている理由の中に、マル保などの色々な公的な支援、セーフティネットといったものが入っているので、それも含めて金融環境と言えば金融環境なのだが、若干そこに躊躇があり、その辺を考慮して今の表現を使っているということである。ただ、おっしゃるように、そういう表現が段々とふさわしくなくなっているのは事実である。

### 5. 金融経済月報に関する報告

#### 白川議長

次に、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

#### 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をご説明申し上げます。まず实体经济の現状だが、総論については、前月からの変更はない。「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の、緩やかに持ち直しつつある」としている。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が、全体としてなお減速した状態から脱していない」としている。前月と比較すると、グローバルに企業マインドがやや慎重化していることを反映して、「緩やかながら改善の動きもみられている」という文言と、「全体としてなお減速した状態から脱していない」という文

言の順番を入れ替えて、減速感を多少強調した表現にしている。次に公共投資だが、今回は「増加を続けている」としている。前月と比較すると、公共投資の増加が継続していることを反映して、「続けている」という表現を付け加えている。次に企業収益だが、今回は「企業収益が改善するもとで」という表現にあるように、企業収益は改善しているとしている。6月短観などから企業収益の改善が確認されたため、前月の「改善しつつある」という表現から改めている。生産は「緩やかに持ち直しつつある」という判断は前月から変わりはないが、今回は足許の振れを反映して、「振れを伴いながら」という表現を付け加えている。また今回は6月短観が出ているので、企業の業況感を総括して、「こうしたもとで、企業の業況感をみると、内需関連業種を中心に緩やかに改善している」という記述を追加している。

続いて先行きだが、総論については、今回は前月からの変更はない。「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。各論だが、企業収益については、今回は「改善を続ける」としている。先に現状判断のところ、企業収益が改善しているとしていたので、その動きが持続することを表現するために「続ける」という文言を付け加えている。

次に物価のところ、6月の国内企業物価の速報が今朝公表されたので、それを受けて、お手許の比較表を若干修正させて頂きたいと考えている。物価の現状のところだが、国内企業物価について、前月は「上昇テンポが鈍化している」としていたが、今回は今朝公表された6月の速報値を受けて、「下落に転じている」と変更させて頂きたいと思う。また、国内企業物価の先行きだが、前月は「当面、弱含みで推移する」としていたところを、今回は、「当面、緩やかな下落を続ける」と変更させて頂きたいと思う。消費者物価については、現状、先行きとも前月からの変更はない。

神山企画局政策企画課長

金融についてご説明する。下線を二か所引いている。まずは金融市況のところだが、お配りしている資料では、今月は「前月と比べ、株価は上昇している。この間、円の対ドル相場および長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」としている。日経平均株価だが、前回会合時には8,568円であったが、その後7月4日に9,104円まで上昇するという動きになって、株価は上昇ということでした。たまたま台を作らせて頂いた。その後であるが、株価は5日連続で下落しており、本日8,851円ということである。明日の市況もみたうえでということではあるが、株価は前月と概ね同じ水準という表現が適当ということになるかもしれない。その場合には、金融市況に関する記述は前月と同じ表現ということになる。そのほか、CP、社債のところにも下線を引いている。今月は6月の計数を受けて、「CP残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債の償還超が続くもとで、マイナスとなっている」としている。以上である。

白川議長

ご質問ないか。

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お願いする。以上である。

(16時29分中断、12日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に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、最後に6月14、15日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここでは、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、内閣府からは大串博志大臣政務官である。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. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数等分布を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

まず政策委員の大勢見通しからであるが、実質GDPは、2012年度が+2.2%～+2.4%、委員の中央値が+2.2%である。前回4月展望レポート公表時には、それぞれ、+2.1%～+2.4%、中央値が+2.3%であった。2013年度だが、大勢見通しが+1.6%～+1.8%、中央値が+1.7%、これは4月時点と全く同じである。続いて、国内企業物価指数だが、2012年度-0.3%～0.0%、中央値が-0.2%である。4月時点では、+0.4%～+0.7%、中央値が+0.6%であるので、これは下がっている。2013年度だが、+0.6%～+0.8%、中央値が+0.6%である。4月時点では、+0.7%～+0.9%、中央値が+0.8%であった。最後に消費者物価指数(除く生鮮食品)だが、2012年度が+0.1%～+0.3%、中央値が+0.2%である。4月時点の見通しは、+0.1%～+0.4%、中央値が+0.3%であった。2013年度だが、+0.5%～+0.7%、中央値が0.7%。これは前回4月時点と全く同じである。

続いて、全員見通しの幅であるが実質GDPから申し上げる。2012年度が+2.1%~+2.4%、4月時点と同じである。2013年度が+1.5%~+1.8%、こちらも4月時点と同じである。国内企業物価指数は-0.5%~0.0%、4月時点が+0.3%~+0.8%であった。2013年度は、+0.5%~+1.0%、これは前回4月が+0.6%~+1.0%であった。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2012年度が+0.1%~+0.4%、前回4月と同じである。それから、2013年度は+0.4%~+0.8%、これも前回4月見通しと同じである。（参考2）にリスク・バランス・チャートが載っているが、ご覧のような形になっている。以上である。

白川議長

今の説明に対してご質問はあるか。

それでは、最初のラウンドでは最近の金融経済情勢及び中間評価についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番は、石田委員、森本委員、白井委員、山口委員、宮尾委員、西村委員である。それでは石田委員からお願いします。

石田委員

わが国の状況であるが、先般の短観では内需関連業種で緩やかな改善が示されており、これまでみてきた内需についてやや強目のコースを辿っているという見方を裏付けるものであった。一方、足許でみると、期待された外需について、早期にピックアップする気配はみられず、先行きに対する懸念が前回会合よりやや強まって来ているようにみている。今後、生産に明確な上向きの兆しが現れないと、短観で示された強めの設備投資計画の実現性が怪しくなりかねず、6月の生産のデータに注目しているところである。それでも先行き外需については、夏以降、回復に向かい、生産にもそれなりの力強さが現れてくるものとみており、4月展望レポートのメインシナリオは維持されるものと考えている。これにより、見通し計数についても4月時点から大きな変化はないと判断しているが、やはり海外経

済の動向——悪化するという方向——が最大のダウンサイドのリスクだと言える。

そうした目線で海外の動向をみると、足許で米欧中の企業の景況感到に弱目のものが多くみられる点が懸念材料である。調査タイミングが欧州問題の見通しが非常に不透明だった 6 月中であることも影響していると思うが、弱めの経済がマインドを悪化させ、マインドの悪化が経済に負の圧力を与えるという悪循環を心配する次第である。

個別にみると、欧州については、底割れは回避されても、当面多くを期待出来ない状況であると思う。そのため、米国、新興国、中でも中国に期待することになる。

中国については、既に金融緩和に転じ、種々の政策の微調整を実施してきている。年後半には政権交代を控え、景気的大幅な下振れは避ける政策運営を行う筈であり、当局にはその能力も余地もあるとみている。問題は、今後回復するとしてそのタイミング並びに度合いということになると思う。注目される中国の輸出の動向をみると、1~6 月通関実績では、前年同期比で、欧州向けが-0.8%の減少に対し、米国向けが+13.6%と大きく伸びており、金額的にも僅かながらであるが米国が欧州を上回ることになっている。今後の米国経済の動向が、中国の経済の回復度合いに大きな影響を与えることになるとみている。

その米国であるが、雇用統計のみならず各種指標で弱いものが目立ってきている。下振れリスクを意識せざるを得ないが、先程の中国からの輸入量などをみても、景気全体の腰折れの可能性は低く、政府部門のブレーキのもとでも緩やかながら成長を保つとみている。

最後に物価動向であるが、短期的には、足許の軟調な国際商品市況の影響を受けるとみているが、やや長めにみれば需給ギャップが改善していくもとで、当面の物価安定の目途に向かって着実に歩を進めるとの見方に変化はない。4 月見込みに対して、本年については僅少の下方修正、来年については変わらずとみている。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

最初に全体観である。わが国経済は、展望レポート時と比較すると、海外経済は全体として回復がやや後ずれし、なお減速した状態から脱していないが、国内需要が想定より堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつあり、全体として見通しに沿って推移していると認識している。欧州債務問題は神経質な展開が続いており、引き続き注意が必要である。

まず、海外経済である。国際金融資本市場では、欧州債務問題を巡る懸念等から、この1か月間だけでもリスクオフの巻き戻しからリスクオフへという動きを2回繰り返す等、悪循環を断ち切れていない。6月末のEU首脳会議では、ESMを使った銀行への直接資本注入に合意する等、前向きな対応が図られ、一旦は落ち着きを取り戻したが、その後は、合意内容の実行面での不確実性などが意識され、足許ではスペインやイタリアの国債利回りは再び上昇している。この間、銀行間の資金調達市場は総じて安定した状態が続いている。中央銀行の流動性支援により時間を買っている間に、成長にも配慮しながら債務問題の根本的な解決に繋がる欧州の財政・経済構造改革や金融システム面の対応を早期に具体化していくことができるか、短期の成果を求める市場との間合いを含め、注視していく必要があるが、いずれにしても相応の時間がかかると思われる。そうしたもとで海外経済は、持ち直しの動きもみられるが、全体としてなお減速した状態から脱していない。地域別にみると、欧州経済については、輸出に持ち直しの動きもみられるが、周縁国を中心とする財政、金融、実体経済の間の負の相乗作用による域内需要の低迷を背景に、停滞が続いている。また、周縁国経済の悪化の影響から、コア国の企業マインドの悪化も鮮明になってきている。先般、ECBは政策金利や下限金利の引下げを実施したが、利下げの効果には限定的な面もあり、根幹にある債務問題解決の道筋を示せない限り、当面は欧州経済の停滞が続くとみられる。

次に米国経済は、弱めの指標もみられるが、基調としては緩やかな回復を続けている。企業部門では、生産の増加基調は続いているが、6月の製造業ISM指数は、新規受注指数の大幅低下を背景に約3年振りに50を下回り、企業マインドは慎重化している。ただ、内訳の雇用指数がなお底堅いこと等を踏まえると、受注や生産の低下は一時的とみているとも考えられる。このところ、非農業部門雇用者数の増勢が鈍化しており、判断は難しい所であるが、こうした点も併せてみると、緩やかながらも増加基調は続くと思われる。家計部門では、個人消費がガソリン価格下落に伴う実質所得の増加もあって底堅く推移している。先行きも、依然として家計のバランスシート調整圧力が残る中、欧州債務問題の影響やフィスカルクリフを巡る不確実性から家計や企業は支出スタンスを積極化させ難いとみられるため、回復の基調は緩やかなものになるとみている。

この間、新興国・資源国経済をみると、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。このうち中国経済では、民間不動産投資の減速は続いているが、輸出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ている。また、小売売上高も、6月の家電量販店売上高の大幅増加が報じられるなど、政府による省エネ製品購入補助制度の効果も現れつつある。金融政策面では、消費者物価が引き続き下落するもとの、2か月連続で利下げを実施するなど、金融緩和を加速させている。先行きは、固定資産投資の認可加速なども含め、政策効果が早めに発現すると思われ、夏場から年後半にかけて成長率が徐々に高まっていくものとみられる。NIEs・ASEAN経済については、欧州や中国の減速の影響を受けているが、輸出・生産は緩やかに持ち直している。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。

このように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、わが国経済は、国内需要が堅調に推移するもとの、緩やかに持ち直しつつある。需要項目別にみると、内需では、公共投資は震災復興関連を中

心に引き続き増加し、設備投資、個人消費、住宅投資についても緩やかな改善傾向が続いている。6月短観やさくらレポートも、これを裏付けるものであった。先行きは、エコカー補助金などの政策効果の剥落等の不確実性はあるが、復興関連需要に加えて、企業収益や雇用環境の改善を背景に内需は底堅く推移するとみられ、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ている。

次に物価である。国際商品市況は、足許では穀物は上昇しているが、全体としてみると原油を中心に弱含みで推移している。先行きは海外経済の成長に沿って、緩やかなペースで上昇していくものとみている。こうしたもと、生鮮食品を除く消費者物価指数については、このところ前年比が概ねゼロ近傍で推移しており、当面こうした動きが続くとみられる。ただ、足許の需給ギャップは着実に縮小傾向にあることに加え、中国沿岸部の賃金上昇等を背景にマクロ的な需給面以外の価格押し下げ要因が和らいできるとみられることなどから、少し長い目でみれば、徐々にプラス幅を拡大していくものとみている。

最後に中間評価である。4月見通しに比べて、景気回復に向けたモメンタムは大きくは変わっていないとみており、成長率は概ね見通しどおりに推移すると考えられる。物価については、企業物価は、原油を中心とした国際商品市況の下落の影響等から2012年度は下振れ、2013年度についてもやや下振れを見込んでいる。消費者物価（除く生鮮）については、2012年度は足許の石油製品の下落等から微修正となるが、2013年度についてはほぼ前回見通しに沿って推移するとみている。経済を巡るリスクについては、やや下振れ方向のリスクに注意を払う必要があると思っており、引き続き欧州債務問題の動向に注意が必要である。危機を防止するための対策には、相応の進展がみられてはいるが、この問題がさらに深刻化する場合には、世界的な貿易取引の減少や円高・株安を通じてわが国経済にも大きな影響を及ぼすことが懸念される。国内要因として、復興関連需要や電力需給を巡る不確実性のほか、財政の維持可能性に関する懸念がある。現在、財政再建に向けた取り組みが進められており、注視していきたいと思

う。物価については、国際商品市況を中心とした輸入物価を巡る不確実性や中長期的な予想物価上昇率への収束ペースの遅れを主なリスクとして考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の世界的な変化としては、6月末のEU・ユーロ圏首脳会議の合意内容に対して市場が好感し、世界の株価上昇とスペイン、イタリアの国債イールドカーブの下方シフトが生じたことがある。しかし、その後の米中の経済指標が軟調なこともあって、これらの動きが修正されてきており、安全資産とみなされている日米独の国債イールドカーブも一段と下方にシフトしている。世界景気については、OECD景気先行指数によると減速しているが、このうち米国とわが国については指数が悪化しつつも緩やかな経済成長を、ユーロ圏、英国、中国、インド等は景気減速が続いていることを示している。こうした中、原油価格下落によるインフレ圧力の低下も後押しして、米国、ユーロ圏、英国、デンマーク、中国等では金融緩和の延長又は一段の金融緩和を実行し、景気重視姿勢を鮮明にしている。

わが国経済の現状についてであるが、第1四半期の実質GDPが、G8の中では前期比、前年比ともに最高の成長率を実現し、回復の勢いを示している。足許については、鉱工業生産、実質輸出、製造業稼働率、機械受注で弱さがみられるものの、資本財出荷、資本財総供給、建築着工床面積が増加しており、6月の日銀短観の設備投資計画に沿って徐々に設備投資が拡大しつつあるようである。復興需要や耐震化に関連して、公共工事請負額が大きく伸びており、民間住宅投資も増加している。また、雇用改善と政府の消費刺激策もあって、消費は緩やかな増加基調を維持している。先行きについては、海外経済が年内に景気減速から脱するにつれて、堅調

な内需とともに 2012 年度は比較的高い経済成長率を実現し、2013 年度も成長ペースは減速するものの潜在成長率を超える状況が続くとみている。中間評価については、4 月展望レポート時点の私の見通しは海外経済の先行きを慎重にみていたこともあってか委員見通し中央値よりも低めであったが、今回は 4 月時点対比で原油価格の大幅な下落が経済成長を引き上げる効果を織り込んだため、2012 年度の見通しについてのみ若干上方修正している。全体としては緩やかな回復経路に復していくという中心シナリオに変化はない。

物価の動向については、足許では石油製品の下落等を反映してコア C P I と国内企業物価指数は前年比下落しているが、企業向けサービス価格については広告、宿泊サービス等を中心に前年比プラスを維持している。物価の先行きであるが、4 月時点と比べて、①東電による家庭向け電力料金の引き上げ、②再生可能エネルギーの全量買い取り制度による家庭・企業向け電力料金の引き上げ、③米国の旱魃による穀物価格の上昇といった物価押し上げ要因を含める一方で、原油価格の下落等を考慮した結果、コア C P I の上昇率については 4 月時点の私の見通しに変化はなく、国内企業物価指数の上昇率については 2012 年度と 2013 年度ともに下方修正をしている。全体的に、G D P ギャップの縮小とともにコア C P I 伸び率が 1% に向けて徐々に上昇していくという中心シナリオに変更はない。

次に、中心シナリオに対する景気のリスクバランスであるが、どちらかと言えば下方に傾いていると判断している。まず、国内的には電力不足問題、エコカー補助金や被災地以外の住宅エコポイント終了による需要反動減、夏のボーナスや公務員賃金カットによる需要抑制、財政の持続可能性への懸念といった 4 月時点と同じリスク要因が挙げられるが、このうち電力不足問題や財政の持続可能性については、大飯原発 3 号機のフル稼働と一体改革法案の衆議院通過により少し改善に向かっているとみている。むしろ国内よりも海外に起因する景気下振れリスクが依然強いとみている。中でも景気後退局面入りしている欧州が最大のリスク要因であるが、懸念される問題として三点指摘したい。

第一に、6月末の首脳会議ではE S Mによる銀行への直接資本注入をすること、その条件として年末までに域内単一監督制度の設立検討をすることで合意したため、市場ではソブリンと銀行の間の悪循環を断ち切れると好感した。しかし、同制度の定義が曖昧なこと、資本注入した銀行が破綻した場合の損失を誰が負うのかが不明確なことから、具体策の合意・実施までには時間がかかる可能性がある。また7月10日のユーロ圏財務相会議ではスペイン支援のコンディショナリティの一環として財政赤字の対GDP比で3%達成期限を1年先送りして2014年とすることを容認したほか、EUレベルでの過剰財政赤字とマクロ経済不均衡の是正枠組みに沿って具体策をMOUで明記することで合意している。しかし、トロイカが実施しているような四半期ごとの達成度審査と金融支援の分割払いで政策の実行を促す方法よりも緩やかな形になった場合、スペインが信認回復に必要な政策を着実に遂行するだけの政治的意思を持ち続けられるのか懸念が残る。

第二に、ユーロ圏首脳会議ではE F S F、E S Mの「柔軟かつ効率的適用」という表現が盛り込まれたものの、市場が注目する流通市場での国債買入策で合意に達したのか不明確であるため、今後進展がなければ市場の失望感をあおって世界の経済・市場が不安定化するリスクがある。7月10日のユーロ圏財務相会議では反対表明をしていたフィンランドやオランダが国債買入策の賛成に回ったとの報道もあるが、事実であればどのように折り合ったのか、確か同措置では銀行資本注入策と同じく経済全体に関連するコンディショナリティをMOUで明記することが決まっているので、そこで厳しい政策を義務付けることで納得したのか定かではない。つまり、各国が足並みを揃えて迅速な対応ができるのか不透明である。

第三に、欧州周縁国経済の自立的回復には域内銀行間市場の回復が不可欠であるが、当面実現できそうもないことを懸念している。ユーロ圏では「資本流入によって大量の資金余剰をもつコア国の金融機関」と「資本流出によって資金不足の周縁国の金融機関」の間でクロスボーダーの資金取引が停止しており、E C Bがこれらの金融機関の間を仲介している。E C

Bは、昨年末に続いて6月にも担保要件を緩和して周縁国金融機関へ流動性を供給しているが、急速なバランスシートの拡大とともにECBの財務基盤の悪化を懸念する声も出ており、いつまでもECBへの過度な依存を続けるのは難しいと思われる。ドイツではかつては経常収支の黒字と民間の純資本流出が両立していたが、現在では経常収支黒字と純資本流入という関係に変化しており、ドイツに滞留する民間資金が経常赤字国に還流していない。銀行間市場を再生し民間ベースの域内資金循環を復活させるには周縁国が信認を高める財政再建、金融安定化、成長戦略を実行し続けるほかはないと思う。EFSF/ESMの機能を柔軟活用して政府債務を小さくみせたところで問題の本質は変わらないので、政策を着実に実行して信認を回復するまでの間、周縁国経済の不安定な状況が続くと考えている。

米国関連の景気下振れリスクについては、足許では生産、輸出、雇用の停滞感が強く、第1四半期に続き第2四半期でも企業の減益が予想されているので、設備投資と雇用の先行きに不安が残る。最大の懸念材料はGDPの4%相当の「財政の壁」で、これが現実となれば2013年の成長率を相当押し下げることになり、わが国には輸出の減少と円高・株安等によって景気を下押しする恐れがある。

新興諸国関連のリスクについては、足許輸出の停滞によって景気が減速しており、新興国間の貿易取引拡大で相殺できない場合には、輸出の低迷が続く可能性がある。現時点では、内需が堅調で、インフレ圧力低下による実質購買力の上昇や一段の金融緩和によって年内には景気回復に転じるとの見方を維持しているが、先行きの不確実性は高いとみている。

最後に、わが国の物価のリスク要因についてであるが、リスクは上下にバランスしていると判断している。中東情勢の悪化や天候不順による商品価格の上昇リスクがある一方で、家計・企業の中長期的な予想物価上昇率が高まらない場合に物価見通しが下振れるリスクを引き続き重視している。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

今回は中間評価を行う会合であるので、4月の展望レポートのシナリオとの関係に絞ってお話ししたいと思う。従って、リスク要因その他については、既に皆様がお話しされたことに特に付加すべきこともないので割愛する。

まず、この間の内外経済の足取りについてである。海外経済は、全体としてみると、シナリオ対比弱めであった。欧州債務問題がグローバルに影響を落とすとみている。特に、中国を始めとする新興国・資源国への影響が相対的に大きかった。米国は、現状慎重な見方が広がっているが、緩やかな回復パスを辿るとのわれわれの見立てに大筋狂いはないと思っている。

一方、国内経済は、概ね想定通りの推移である。海外経済が弱めで輸出がもたつた分、内需の上振れがそれをカバーしているという構図である。個人消費、設備投資の動きは、われわれの想定を上回ってしっかりしている。消費者物価は、原油を含め、国際商品市況が反落したこともあって、想定との比較ではやや弱含みで推移している。

このように内外経済の現状を総括したうえで、先行きをどうみるかについてポイントとなるのは、次の五点だと思う。一つは、欧州債務問題の帰趨をどうみるか。特に、テールリスクの表面化は抑え込まれていくのかどうか。二つ目は、このところ慎重論が強まっている米国経済については、緩やかな回復パスが維持されるとみて良いのかどうか。三点目は、最近減速感の目立つ中国経済については、近いうちに上向きに転じると判断して良いのかどうか。四つ目は、わが国経済に関しては、堅調な国内民需の持続可能性をどうみるか。五番目が、消費者物価は、遠からず、最近の弱めの動きから脱していくことになるのかどうか。これら五つ、それぞれについてお話ししたいと思う。

まず最初は、欧州債務問題である。関係者がギリシャ、スペイン問題の解決に取り組む中で、「ユーロは崩壊させない」というEUの強い意思は確認されてきたように思う。ただし、ギリシャがユーロに留まるかどうかは、民間部門のギリシャ向け債権がカットされたこともあり、EU経済、ひいては世界経済にとって、最早大きな問題ではなくなっていると思っている。従って、欧州債務問題にまつわるテールリスクが表面化するか否かは、差し当たり、スペイン問題に関し一定の解決策を纏めることができるかどうか、また、イタリアへの飛び火を抑えることができるかどうかにかかっている。EUのユーロを守る意思の堅さからみて、ぎりぎりのタイミングで対応策は講じられ、テールリスクの表面化は回避できると思うが、市場の求める内容とスピードでもって、上手に策が纏められていくかについては不安が残るのが実情である。ましてイタリアについて大規模な支援が必要となると、EU全体の負担能力との関係で、かなり難しい対応を迫られることにもなりかねない。いずれにせよ、統一通貨を維持しつつ、現下の大きな問題を解決するのは容易ではない。解決にかなりの時間を要することを考えると、欧州景気の停滞、場合によっては欧州の潜在成長率の低下、世界経済への下押し圧力は当面続く可能性が高い。この間、国際金融資本市場が不安定な地合いを継続することも、欧州経済、世界経済にとっては無視し得ないマイナスの要素であるとみている。

二点目は、米国経済である。ポイントは、このところの雇用の改善ペースの鈍化をどうみるかである。この点、年明け後春先にかけての雇用の改善が、暖冬要因もあり出来過ぎだったと考えれば、非常に大雑把ではあるがそれなりに説明のつく話ではある。この3年近くみられてきた楽観、悲観の繰り返しと受け止めるべきであると認識している。先行きについては言えば、ガソリン価格の下落による家計の実質購買力の上昇が引き続き期待できる。また、家計のバランスシート調整も、債務比率の低下、住宅販売の状況などを併せ考えれば、相応に進捗していくことは間違いない。これらの動きが米国経済を下支えし、基本的には緩やかな回復が途切れることなく続いていくと判断している。

三つ目が中国経済についてである。今のところ、中国経済が減速局面から脱する兆しは窺われない。当面、欧州向け輸出の低迷などから、成長ペースが鈍化した状態が続くとみられる。しかし、潜在成長率が下方屈折し、比較的長い期間に亘って景気の調整が続くとみるのも、行き過ぎのようと思う。確かに労働需給はタイト化しているが、労働供給面から経済活動が大きな制約を受けるところまでは来ていないのではないかと考えている。中国経済が、今後時間をかけて潜在成長率を低下させていくことは不可避としても、金融・財政両面からの景気刺激策が当面の景気回復すらもたらさないということにはならないと思う。インフレと資産価格上昇の抑止に配慮してきたこれまでの中国当局の政策対応は、中国経済がソフトランディングに向かう道筋をより確実にしたとみている。このような判断に立って、中国経済は、そう遠くない将来、上向きのパスに復していくとみて良いのではないかと考えている。

四つ目が、日本経済の先行きをどうみるかである。当面は、輸出が弱めの動きとなる中、堅調な国内民需が日本経済の持ち直しを支える姿を想定している。最近の国内民需の強さの背景には、昨年の大震災以降のペントアップ需要や、エコカー補助金等の政策支援だけでなく、高齢化対応を中心とする企業側の需要掘り起こし努力の奏功、スマートフォン、ウルトラブック、さらには新エネルギー関連の消費や投資需要、それに加えて円高による交易条件改善の効果等、幅広い要素が関係しているように思う。国内民需の強さが、企業収益の回復、雇用環境の改善をもたらし、それが再び個人消費や設備投資を押し上げるという前向きな循環もみられ始めている。しかし、国内民需の中には、ペントアップ需要やエコカー補助金等、早晚息切れするものもそれなりのウエイトで含まれている。これらが息切れした後も国内民需が自律回復を続けるのかどうかは、目下のところ不確実である。経済全体として緩やかな回復パスを続けていくためには、やはり、公共投資と国内民需が景気を支えている間に、輸出が立ち上がってることが重要である。海外経済については、先程述べたように、米国経済が緩やかな回復を続けるもとので、いずれ中国経済も回復パスに復していく

とみている。従って、それにつれて、わが国の輸出も再び増加に向かう筈である。そうなれば、前向きの循環メカニズムがしっかりと作動するもとの、わが国経済は緩やかな回復パスを辿っていくことになる。

以上の見通しを展望レポートと比較すると、今年度、来年度とも、成長率は概ね見通しに沿って推移する。ただ、内需と輸出のバランスについては、今年度は内需にウエイトがかかり、来年度は輸出が次第にウエイトを高めていく構図を予想している。しかし、輸出の増加は、中国だけでなく米国の相応の回復も前提としている。

最後に、国内の消費者物価動向についてである。このところ、消費者物価はやや弱めの推移を辿っている。しかしながら、この先は、需給バランスが改善していくこと、企業の価格設定スタンスも何がしか積極化していくことなどを考慮して、前年比プラス幅を徐々に拡大していく形をイメージしている。展望レポートとの関係で言えば、今年度は、ここ数か月の国際商品市況の弱めの動きが影響して、微妙に下振れるとみているが、来年度は概ね4月の見通しに沿って推移すると予想している。

以上のように、各論点について簡単に整理したのだが、詰まるところ、日本経済を含む世界経済が回復の足取りを次第に明確にしていくことを想定していることになる。それでは、こうした動きを促す力は何か。やや乱暴ではあるが、次の点を指摘しておきたい。まず、循環論的になるが、原油をはじめとする国際商品市況の下落が家計の実質購買力の引き上げに繋がるということである。また、IT関連のグローバルな在庫調整が終了し、需要増が生産の増加に繋がりやすくなる状況になっていることも見逃せない。二点目は、構造面では、米国の家計のバランスシート調整が引き続き進展していくと想定しているということになろうかと思う。さらに言えば、やや誇張した言い方になるのかもしれないが、リーマン・ショック後の企業部門のグローバルな構造調整が、IT関連やエネルギー関連の技術革新を伴いながらそれなりに進捗し、企業の設備投資態度を多少とも前向きにさせていく力となり得ることである。三つ目が、政策面であるが、新興国での財政・金融両面からのテコ入れ、先進国での金融緩和と長期金

利の低下がグローバルに景気を支えていくという構図も実は想定している。図式的に言えば、以上のようなことになるが、他方で、先進国の長期金利の大幅低下が、先々の反転・上昇リスクを蓄積、内包していくリスクについては、しっかりと認識しておく必要がある。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず海外経済、国内経済の現状認識をご説明し、その後に展望レポートの中間評価を申し上げる。

海外経済の全体観を申し上げますと、海外経済は欧米を中心に景気減速がやや長期化するリスクが高まりつつあり、私自身は警戒レベルを引き上げるべきと認識している。以下、欧州から順に述べる。欧州経済については、6月末のEU首脳会議で、ユーロ圏統合へ向けた長期ビジョンと、銀行支援強化の枠組み等において一定の前進がみられたものの、細部の詰めはこれからであり、ユーロ危機を巡る不確実性は未だ払拭されていない。2010年5月のギリシャ・ショック以降、マーケットの圧力を受けてその場凌ぎの対応を繰り返すというプロセスがこの間2年以上続いており、今後も同様の展開を辿らざるを得ないとすると、今後もコア国と周縁国の二極化は一段と進み、ユーロ圏経済の停滞が深刻化、長期化するリスクがさらに高まることが懸念される。こうしたやや悲観的な見方は、先日、政策金利、付利金利を引き下げたECBの景気下振れ懸念の強さにも表れているように窺われる。今後、ユーロ安で多少景気が下支えされることはあろうが、実体経済の回復には相当な時間がかかることを覚悟する必要があるとみている。

次に、米国経済である。米国経済は、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が、これまで回復の起点であった企業部門が減速しつつある点が懸念材料である。すなわち、これまでは好調な企業部門が、

回復の遅れている家計部門を支えていたが、足許では両者の位置付けが逆転しつつあるように窺われる。家計部門では、バランスシート調整が進む中で、ガソリン価格の下落や雇用・所得の緩やかな改善を背景に、個人消費が堅調に推移し、住宅関連も持ち直しの兆しがみられる。一方、企業部門では、欧州債務問題や中国の景気減速を受けて、輸出の伸び悩みや、企業マインドの極端な低下が生じており、こうした状況は、ISM製造・非製造業景況感指数などで確認できる。企業マインドの慎重化が、単月の動きなのか、あるいはある程度継続して雇用や設備投資に波及するなど景気失速に繋がる動きなのかを、見極めていく必要がある。

次に、アジア・新興国経済についてである。まず、中国経済については、前回会合以降、公表された指標は少なく、製造業PMI、消費者物価指数、輸出・輸入動向が確認できた程度であるため、これまでの基調判断を維持し、夏場以降に各種の政策効果もあり、成長率が回復する可能性は相応に高いとの見方は崩していない。もっとも、欧州経済の停滞が貿易ルートを通じて中国経済に波及する動きは足許広がっている可能性も考えられ、今後のデータを待って、来月以降に改めて判断を行いたいと考えている。NIEs・ASEAN諸国についても、内需は引き続き堅調に推移しているが、今後は中国が回復して輸出が持ち直すかがポイントとみている。

この間、欧州債務問題の慢性化や米国景気減速の長期化懸念等を反映して、先進国の長期金利がなかなか立ち上がらない状態が続いている。一方、スペイン、イタリア等の国債金利はアップダウンを繰り返しつつも、足許スペインの国債金利は6%台後半という非常に高い水準で推移している。今後も強い警戒感を持って、市場動向を注視していく必要があると認識している。

続いて、わが国経済についてである。わが国経済は、復興関連需要等から内需が好調に推移しており、輸出・生産の回復の遅れをカバーして、全体としては緩やかに持ち直しつつある。すなわち、5月の輸出は減少し、生産も横ばい状態であったが、個人消費、公共投資、住宅投資、設備投資などの改善が続いている。企業の景況感の改善の動きは、6月短観でも確

認できており、特に企業収益、設備投資計画といったものでしっかりとした動きが示された。前回会合で確認した法人企業景気予測調査、いわゆる政府短観の動きとともに、こういった動きは心強い内容となっている。ただし足許、懸念材料がない訳ではない。5月機械受注の弱さや、製造業・中小企業の業況判断の低さ、景気ウォッチャー調査にみるコンフィデンスの低下等が懸念される。こうした動きの背景には、既に述べた海外経済の減速懸念や、エコカー補助金の予算切れ、あるいは消費税率引き上げの見通し等が影響している可能性があるため、注意が必要と認識している。物価については、前月と変わりなく、C P I インフレ率は横ばい圏内の動きが続いている。

以上の現状認識を踏まえて、4月展望レポートの中間評価について申し上げる。実質GDPの見通しについては、概ね4月展望の範囲内であるが、2012年度の見通しは僅かに引き下げ、2013年度の見通しは若干引き上げた。これは、内需が想定対比上振れる一方、海外経済の回復が遅れており、世界経済の成長を若干弱めに想定したこと、為替レートは基調的な動きを若干円高方向へ修正したこと、さらには原油価格の見通しを足許の下落に合わせて下方修正したことなどの要因が総合的に反映されている。

一方、物価見通しに関しても、概ね4月の展望レポートの範囲内で推移するとみているが、2013年度のC P I 前年比見通しを僅かに引き下げた。もともと物価見通しについては、委員全体の中央値よりも私自身は低めにみていたが、今回も同様である。今回の中間評価には、物価固有の要因としては原油価格の見通しの引き下げとともに、東電による家庭向け電力料金引き上げの影響なども織り込んでいる。ただし、原油価格引き下げはラグを伴いながら景気見通しにプラスに寄与するため、それらを総合すると、当面の「目途」であるC P I 上昇率1%には遠からず到達できるという見通しは維持できるとみている。また、こういった物価見通しの前提となるインフレ期待の動きについては、需給バランスが緩やかながら着実に改善を続ける中で、短期のインフレ予想が徐々に立ち上がり、長期のアンカーに収束していく姿を引き続きメインシナリオとして想定している。

この点は、後述するリスクとも関係があるので、ここで想定しているロジックを簡単に整理すると、堅調な企業収益を起点として、設備投資が着実に実施されるとともに、企業の成長期待も底堅く推移し、また雇用・所得環境ならびに個人消費も下支えされるというのが基本的なロジックである。それを受けて、潜在成長が緩やかに改善するもとの、将来の需給バランスが着実に改善すると人々が予想するとすれば、それと整合的な形で短期の予想インフレ率が徐々に立ち上がるのが可能となる。もっとも、人々のインフレ予想は、バックワードルッキングな面、すなわち足許や過去の物価動向の影響を受けやすい側面があり、後述するように、想定通り立ち上がらないリスクも相応にみておかなければならない。一方で、日本銀行は物価安定の「目途」を2月に導入して、その実現へ向けて一段と強力な金融緩和を推進しており、そういった政策姿勢も今後の景気回復と人々のインフレ予想の下支えに寄与するものと考えている。

最後に、見通しに関するリスクを三点申し上げる。第一に、海外経済のさらなる減速である。欧州ではユーロ債務危機が一層深刻化、長期化し、財政・金融・実体経済の負の相乗作用が一段と強まるリスクがある。また、米国については、2%台半ばの潜在成長率を下回る弱い成長が慢性化する可能性も出てきているほか、財政の崖に伴う下振れリスクもある。また、中国の減速の長期化も懸念材料である。こうした海外経済の一段の減速のリスクは、わが国の輸出・生産から所得・支出へと繋がる自律回復の動きを弱めるものであり、注意が必要である。

第二に、円高が一段と進行するリスクである。欧州危機や海外経済の減速懸念がさらに深刻化、長期化すれば、それに伴いリスク回避の動きが強まり、円高の基調が強まる可能性がある。円高にはメリットもある一方で、行き過ぎた円高は、輸出企業の競争力や収益を再び悪化させ企業に対する逆風となる。また、円高基調とともに株安の傾向が強まれば、企業マインドや家計のコンフィデンスが悪化して、今は堅調な設備投資計画や個人消費などを抑制し、わが国の景気回復、デフレ脱却の歩みにとって重石となることが懸念される。

第三に、消費者物価上昇率について、短期的なインフレ予想がなかなか立ち上がらず、中長期的な予想インフレ率に収束していくスピードが遅れるというリスクである。毎回申し上げているが、人々の中長期的なインフレ予想は、これまでのところ概ね1%程度でアンカーされているとみているが、より手前の短期のインフレ予想については、エコノミストによるESPフォーキャストなどで、今年度、来年度の予想はなかなか立ち上がってきていない。民間はアンカーに収束していく力がまだ弱いとみているとみられ、物価見通しを下振れさせるリスクとして注意が必要と認識している。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢についてであるが、検討に必要な点は既に他の委員方が詳細に議論されておられるので、私は付け加えることはないと考えている。中間評価についても、実質GDP成長率、国内企業物価指数についての評価は、他の委員と大きな齟齬はない。一点付け加えると、国内企業物価に関しては、基準改定が下方修正の主要な要因であるということは、明確にしておいた方が良いと思う。

そこで、以下ではもっぱら消費者物価について、私が定量的にどのように考えているかを説明したい。具体的にCPI（除く生鮮）インフレ率がいつ、どのように1%に達するかについて考えてみたい。ここでは特定の経済理論に基づくモデル分析ではなく、CPIのコンポーネントについて、その動きを最近時点でうまく説明できる経済変数をみつけ、そうした説明変数がこれからどのように推移するかを類推し、それによってCPI各コンポーネント、そして最終的にはCPI（除く生鮮）がどのように推移するかを予想するという単純な方法である。

まず、CPI（除く生鮮）を四つに分解する。第一には、CPIサービス

(除く持家帰属家賃)であり、これはC P I (除く生鮮)に占めるシェアは 36.6%である。第二は、C P I の財(除く生鮮・エネルギー)で、シェアは 39.2%、この両者で 3/4 を占める。第三は、持家帰属家賃で、シェア 16.2%、第四がエネルギー関連財でシェアは 8.0%である。これら全体でC P I (除く生鮮)が構成される。まず、帰属家賃を除くC P I サービスを考える。サービスは多くは生身の人間によって提供され、かつ生産と消費が同時点でなされるケースが多いので、賃金と相関が高いことが予想される。従って、賃金のデータを取りたいところであるが、サービス業全体の賃金のデータはなかなか上手く取れない。そこで、建設業については十分な時系列を取れるので、建設業の一人当たり所定内給与上昇率に注目すると、振れは大きいもののC P I サービスインフレ率に先行あるいは同時に動いており、かつ過去 21 年の平均上昇率をみると、C P I サービスとちょうど同じ 0.7%の上昇率である。従って、建設業・所定内給与上昇率の振れを取った動きを予測出来れば、帰属家賃を除くC P I サービスインフレ率の大まかな動きが予測できる。他方、賃金上昇率と失業率にはいわゆる賃金フィリップスカーブの関係がある。そこで、建設業の一人当たりの所定内給与上昇率と失業率の動きから、賃金フィリップスカーブを対数近似曲線として導出し、これを予測に使うことにする。予測の始点は、2012年4月現在で、この時の失業率は 4.6%である。そして、4月展望レポートの見通しでは、実質G D P成長率見通しは、2012年度は 2.3%、2013年度は 1.7%であるが、過去に同様の失業率から発出して、実質G D P成長率がこの 2012年、2013年度見通しに近い経路を辿ったのが、2005年、2006年度であった。そこで 2005年～2006年度の失業率の推移が 2012年～2013年度にも当てはまると考えて、近似式を使って今後の帰属家賃を除くC P I サービスインフレ率を予測すると、2年後に失業率は現在より約 0.7%ポイント下がり、予想C P I サービスインフレ率は 0.8%に上がることになる。つまり、最近のサービスの賃金と物価の相互関係から類推すると、2013年度後半にはC P I サービスインフレ率は、1%に近い水準に到達する可能性は相応にあるということになる。ただし、賃金フィリッ

プスカーブ、サービス賃金からサービス価格への影響は相当にノイズが大きいことは散布図や回帰分析をすればすぐに分かる。従って、C P I サービスインフレ率が1%に近い水準に到達する可能性は相応にはあるものの、不確実性が大きいことには注意が必要である。

第二は、生鮮・エネルギーを除くC P I 財インフレ率である。製造業は、サービス業と異なり、労働に加えて資本設備が特に重要なこと、在庫が可能なこと、輸入財との競争があること等の特徴がある。従って、財の価格決定はサービスの価格決定に比べ賃金の要素は小さいと予想される。実際にデータにはそうした特徴が表れている。また、マークアップ率にも低下傾向が少なくとも1990年代まではみられ、また景気循環との正の相関もみられる。こうしたことを考えると、財のインフレと経済のスラックの関係である価格フィリップスカーブを直接推計して、それを用いて予測することが考えられる。ここで経済のスラックは失業率で表すことにする。そこで、生鮮・エネルギーを除くC P I 財インフレ率と失業率の間の価格フィリップスカーブをみると、1990年代にはミスマッチの増大から構造失業率が上昇していったと考えられ、価格フィリップスカーブのシフトがみられるが、2000年に入るとほぼ安定しており、構造失業率の上昇は止まったとみられる。そこで2000年以降のデータを使って、線形近似で価格フィリップスカーブを導出し、それからC P I サービスインフレ率と同じ手法を使い、2005～2006年度の経験から2012～2013年度の動きを予測すると、足許-0.8%のデフレであるが1年後には1%近いインフレに転換することになる。ただし、財価格フィリップスカーブにはノイズが大きく、このような形の定量的な財インフレ率の予想には大きな不確実性があることには、注意を要する必要がある。以上C P I（除く生鮮）の3/4を占める帰属家賃を除くサービスインフレ率、そしてエネルギーを除く財のインフレ率は、4月展望レポートの見通しが実現するならば、1～2年のうちに1%に近い水準に達する可能性が相応にあるという形になる。

ただ、C P I（除く生鮮）全体をみた時には、四点程注意する必要がある

る。第一に、既に述べたように、こうしたインフレ予測は大きなノイズを含み、不確実性が大きいことである。実は、後で時間があれば議論したいが、実在のリスク・バランス・チャートの作り方では、この不確実性の大きさを上手く表すことに成功しているかどうかについて、私はかなり疑問があると考えているので、その点を付け加えておきたい。第二の点は、実はCPIの残り 1/4 の部分がかなり重要であるということである。その 2/3 を占めるのは実は帰属家賃である。帰属家賃はこのところ下落が続いており、CPIデフレの要因の重要な要素となっている。ただし、現在の帰属家賃指数は、家賃区での平米あたり平均賃料に基づいており、品質調整がされていない。更に、継続家賃が大宗を占めかつ制度的要因があり、経済状況を反映する新規市場家賃の動きの反映には著しいラグがある。特に木造住宅では賃貸市場が十分に発達しておらず、賃貸市場のサンプルは持家市場と比べて古い物件が多いなど、バイアスが生じている可能性は否定できない。実際、CPI帰属家賃の動きは、新規賃料（品質調整済）の動きとはかなり違った動きをしている。とはいえ、新規家賃が時間を経て継続家賃になることを考えれば、帰属家賃も新規賃料の変化にゆっくりと追従していくと考えられる。足許では、東京圏では新規賃料（品質調整済）の上昇率はマイナスからゼロ近傍へ動いており、関西圏では明確にプラスに上昇してきている。従って、経済活動の底打ちを背景に、全国でも帰属賃料はプラスに転じると考えることは適切だと思うが、そのタイミングは不確実である。第三は、エネルギー価格の今後の動きである。CPIの8%を占めるだけであるが、変動が大きいので、CPIに対する影響は大きいと言わざるを得ない。エネルギー価格の今後については短期的には地政学リスクで上振れし、新興国経済の減速で下振れとなると考えられるが、どちらが勝つかを定量的に予測することは著しく難しい。ただ中長期的には、シェールガスの技術革新等がエネルギー需給に及ぼす影響が出てくると思われる。そういう意味では安定してくるのではないかと思われるが、それについても予測が難しいと言わざるを得ない。第四には、前回までに既に議論した点であるが、企業の価格決定力回復の兆し、消費者の高価値・

高価格商品への許容度上昇の兆し、国内製品と競合する輸入財価格、特に中国沿海部賃金上昇からの影響が、インフレ傾向を強める要因であるという点は皆さんがご指摘されたとおりである。

以上、C P I（除く生鮮）インフレの定量的なメインシナリオ予測の一つの手法を説明し、2012年～2013年度の実質GDP成長率の見通しが実現するならば、2013年度の終わりには物価安定の目途の1%に近づくと考える相応の理由があることを説明した。同時に、こうした予測に伴う大きな不確実性についても、帰属家賃やエネルギー価格の不確実性ととも説明をしていく必要があると考えていることを、最後に付け加えたい。以上である。

#### 白川議長

今回の決定会合では、前回会合以降の変化と4月の展望レポート以降の変化の両方を議論する訳であるが、いずれの点もトーンは大体共通していると思う。つまり、外需は当初の想定よりも幾分弱く、内需は想定よりも幾分強い。そういう意味では、バランスは変わっているが概ね4月の展望レポートの見通しどおりであるというトーンであったと思う。議論をどのように要約するかについては、後からステートメントの文章のセッションで議論するので、この段階で私の方からもう一回重複的に要約する必要はないと思う。

先々の見通しを考えていくうえでは、先程申し上げた外需、内需のバランスを考えると、内需が堅調な間に海外経済が減速局面を脱し外需が回復するかどうか、あるいはその間内需が堅調を維持するかどうか、評価のポイントになってくると思う。そういう意味では、細かい動きもさることながら、そのメカニズムをどのように理解するかが非常に重要であると思う。この点で幾つかの感想を申し上げたい。まず最初に、最大のリスク要因である欧州債務問題、あるいはそれが投影される場である国際金融資本市場について感じていることを申し上げたい。前回会合以降の変化という意味では、ギリシャの再選挙の結果が判明し、とにもかくにも緊縮財政を

公約していた旧与党が過半数を確保し、6月末のEUサミットで一定の対応策が出てきた。この両方ともそうであるが、最悪の事態は回避されたがリスクオンのモードになった訳ではないということである。今回もそうであったが、悲観、楽観の繰り返しがあり、しかも何らかの政策措置発表後の楽観の期間が段々と短くなってきていると思う。これは、発表された措置を巡って異なる解釈が伝わることに起因している訳であるが、このことは元々の合意内容それ自体が曖昧であるということ、さらに言えばそれだけ問題が難しいということの反映であると思う。こうした状況は当面直ちに変わるとは考えにくく、こうした状況と長く共存していかざるを得ないというのが、現実的な評価であると思う。それからもう一つ、この間、ECB、FRB、BOE、中国人民銀行等で金融緩和方向での措置が採られた訳であるが、そうした措置に対する市場の反応が異様に限定的であったと感じる。これも直面している問題の性格を反映していると思う。これが欧州債務問題と国際金融市場に関する感想である。

今度は海外経済である。海外経済においては、私も他のメンバーと同じように、想定に比べて少し弱く、減速が長引いているという印象を持っている。なぜこのようになったかを考えてみた場合、最も大きな要因は欧州債務問題にあったと思う。財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が強力に作用し、欧州の景気が停滞するということである。その結果、日本からみると欧州向けの輸出割合それ自体はそれ程高くないが、中国を通じる間接的な輸出の減少効果は予想以上に大きかったと思う。この貿易チャンネルに加えて、先般出席したBISの会議の時の印象もそうであるが、欧州債務問題の様々な不確実性の増大を通じて、企業の投資見合わせに繋がっていると思う。テールリスクというものをやはり意識せざるを得ない状況の時に、長い期間のコミットメントをしていくことに対して企業は慎重にならざるを得ない。これは貿易ルートではなく、それとは別の要素として働いていると思う。このように海外経済は減速がやや長引いている訳である。われわれ自身は、回復の時期は若干延びているが持ち直すというように想定しているが、そのメカニズムをどのように理解するかがポ

イントになってくると思う。何人かの委員からも言及があったが、われわれが今期待をかけているのは米国と新興国というようになってくるが、米国については家計のマインドは比較的堅調である。ガソリン価格の下落、長期金利の下落がポジティブに作用しており、家計のバランスシート調整もまだ終わった訳ではないがそれなりに進捗している。住宅関係の統計をみても、着工、販売とも水準は低いが、しかし減少するという局面からは抜けて少しずつ増えているということも事実であり、住宅価格の下落も達観してみると止まってきたというようにも思う。新興国については、原油価格の下落を反映した物価上昇率の低下による実質購買力の増加、あるいはそのことを反映した金融緩和がポジティブな影響を与えていくことになるだろうと思う。こうしたメカニズムをわれわれは想定している訳であるが、本当にそうなるかどうかについては、他の委員同様、私自身も不確実性は非常に大きいとみているので、予断を持つことなく点検していく必要があると思っている。

海外経済を考えていくうえで、われわれ自身、どの程度の成長率になったら、回復した、正常な状態になったと言えるかについての相場観も、われわれは見方を少し変えていく必要があるのではないかと思っている。日本のバブル崩壊後、それ以前の高い成長率から低い成長率が長期間続いたのと同じように、世界経済全体も 2000 年代半ばのバブルが未曾有のバブルであった訳であるので、前と同じような成長率でないことは勿論であるが、しかしどの程度の成長率であれば良しとするのか、よくいわれるニューノーマルということについての評価が必要であると思っている。そうでないと、いつまで経っても経済が弱いという評価だが、弱いということが正常へのプロセスに収斂しているということなのか、その辺の見極めが必要であると思っている。

それから内需の強さが今後とも維持できるのかということである。前回の席でも議論したが、内需の強さについて、一応仮説的には五つ位あげられていると思う。第一は、エコカー補助金などの政策効果、第二は、被災地における生活再建消費、被災した設備の修復・建替え、あるいは耐震・

需要継続体制の強化、メガソーラーなど新たな発電設備増強などを含めた広い意味での震災関連需要、第三は、企業収益の改善を背景とした企業マインドの改善とそれを受けた賃金・所得の下げ止まり、第四は、高齢化消費を中心とした潜在需要の掘り起こしの進捗、そして第五が、円高メリットである。このうち最初のエコカーについては、反動を念頭に置いておく必要があるが、広い意味での震災関連需要や企業収益、雇用者所得の改善基調、高齢化消費は、ある程度持続性を持ち得ると考えている。これらも勿論ずっと続くという訳ではないが、当面の景気という点では、ある程度は持続性を持ち得ると思う。しかしこの点でも不確実性は存在していると思う。

以上、景気について申し上げたが、物価についてもメカニズムを考えていく必要があると思う。足許の物価は国際商品市況が低下したことに伴って、幾分弱含んでいるが、しかし展望レポートの見通し期間中ということで行くと、概ね見通しどおりというのが大方の意見であったと思う。ロジックとしては、需給ギャップが縮小していくことで物価上昇率も徐々に上がっていくという見方に立っているが、ただ需給ギャップといういわば大鉾だけではなかなか説明できないというようにも感じている。企業の価格設定態度に影響を与える要因がどのように変化していくのかという視点も、非常に重要であると思っている。この点では何人かの委員からも言及があったが、中国からの輸入品価格の上昇、あるいはその背後にある中国の沿岸部における賃金上昇ということもあり、流通構造の変化、流通構造の短縮化や流通業界における色々な再編の動きといったこともあるように思う。それから大きな意味では、企業が利益重視の価格設定を指向する方向にあるというように思うし、消費者行動も低付加価値商品へのシフトが相当進んだので、さすがそれを前提にすると従来に比べると高付加価値商品にシフトするという動きも期待できるかもしれないということである。それから昨日も官邸で会議があったが、政府において成長戦略に色々取り組んでいくということも、ポジティブに作用してくると思う。政府が今回発表した経済再生戦略の案に使われている表現で言えば、デフレ

体質、デフレ構造を生みやすい経済の構造を見直していくということで、様々なミクロの取り組みがそこに掲げられているが、そうしたことが本当に実行されていけば、ポジティブなモメンタムを生んでいくと思う。ただこの点でも不確実性は非常に高いというように思っている。

今申し上げたメカニズムという点から、海外経済の回復、内需の堅調といったことを想定することについて、追加的なご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。勿論それ以外の論点でも結構である。

#### 西村副総裁

確かにメインシナリオは変わっていないが、メインシナリオに与えられている確率——主観確率——は、前回と比べて今回が低くなったとは思わないが、非常に低い状態になっている。しかもテールが大きいスキューな分布になっているので、われわれがメインシナリオだけを出すと、若干楽観的に過ぎるのではないかという意見が出る。皆さん一人一人が考えているテールまできちんと出せば、われわれは決して楽観的に考えている訳ではなく、特にテールに関する重要な問題点について意識し、それに対する対応も考えていることがメッセージとして出ると思う。このリスク・バランス・チャートは、全てを足し合わせるという作り方をしており、大数の法則的なものが働き寸詰まってみえるので、一人一人が考えているリスクよりリスクが小さな形で出てきてしまう。それで若干問題が生じている気がする。これをどうすれば良いかは、これから考えていかなければならない問題であるので、今は直接は言えないが、私が申し上げたいのは、メインシナリオもさることながら、リスクの大きさや少なくとも方向性をどのように考えているかについて、コミュニケーションポリシー上の情報発信が重要なのではないかと考えている。

#### 山口副総裁

その場合の日本経済のテールリスクは何か。

#### 西村副総裁

海外経済、外需からくるテールリスクである。内需に関していえば、外需からきたものがマインド面、特に設備投資にどのような影響を及ぼすかである。これは潜在成長率に関係してくるので、そういうものを含めたりリスクはやはり大きいと思う。

#### 山口副総裁

私は決して楽観的ではないが、いわゆる欧州債務問題にまつわるテールリスクは、3年近くに亘る諸々の交渉の中で小さくなっているのではないかと思っている。勿論、テールではないリスクは相応にあると思っているが、そのように考えると、日本経済が抱えるテールリスクは、欧州問題を起点に考えるならば、それも小さくなっているのではないか。ただ一方で、依然として、欧州債務問題は抜本的な解決策をみいだせず、そうした状態が長きに亘って続きそうな情勢である。そのことの日本経済を含む世界経済に及ぼすマイナスの効果も当然あると思う。私自身は、元々、欧州債務問題の解決には長い時間がかかると考えていた。その結果として、欧州の景気が停滞を続け、それが世界経済に輸出入を通じてダイレクトに影響することと、企業マインドを通じて設備投資や雇用態度に負のインパクトを与えることについて、一定程度の想定をしていた。従って、この局面になって非常に大きなリスクが現れてきている、あるいはその可能性を強く意識しなければならないということではないのではないかと思っている。

#### 西村副総裁

三点ある。一点目は、今回の会合時点で、そうしたリスクが上昇したかということ、私は上昇したとは思っていない。基本的には同じ状況にある。ただし、重要な点は、今までのわれわれの情報発信のやり方、特にリスク・バランス・チャートからすると、これをみている限りでは、然程大きなテールリスクをみているようにはみえない形になってしまうので、それが一つのコミュニケーション上の問題である。二点目は、われわれがどう考えて

いるかが重要ではなくて、世界中の人々がどう考えているかが重要である。それに関する不確実性が高まったかどうかだが、私は少しずつ高まってきたと思っている。その理由は、確かに色々な意味で情勢、政治等は進んでいるが、基本的なガバナビリティに対する疑念はいつも残っている。そういう意味での不確実性がある点は否定できない。しかも、それが段々大きくなっていることは確かだと思う。ただし、同時にこのガバナビリティに対してある種の解決ができるかとする、今度は逆方向に行くので、実はテールリスクといっても、これは下振れのリスクだけではなく、上振れのリスクもあることは考えておく必要がある。三点目は、コミュニケーションポリシーの問題である。われわれの考え方と国民の考え方に齟齬がある場合、どういう形でコミュニケーションするかは、実は凄く難しい問題であり、かつなかなかできない。今欧州問題を議論しているが、われわれは、米国経済の見方に関して、成長率は高くないだろうがマイナスになることもないだろうという考えをほぼ一貫してぶれずに持ってきた。マーケットがこれだけ揺れている時に、われわれがどういう形で国民に働きかけていくのかは非常に難しい問題であるが、考えていかなければならないと思っている。

#### 森本委員

欧州問題のリスクに関して、根本的に時間がかかることは皆が承知しているし、この3年の間に色々対策も採ってきたので、テールリスクの顕現化はないだろうと思う。むしろ、西村副総裁がおっしゃったように、短期的な成果を求める市場の苛立ちが、この問題をどんどん大きくしていつている。先般のEU首脳会議の後も、大した事象が起きた訳でもないのに、スペインの金利が一気に7%位になったりした。市場の苛立ちのようなものが、この問題を非常に大きくしてリスクを長引かせているという気がしている。

## 白井委員

私も皆さんと同じで、欧州のテールリスクが拡大しているとは思っていない。欧州首脳会議は大した内容ではなかったが、市場が非常に好感したり落胆したりする感じになっている。このように反応が非常に大きい背景は、テールリスクは高まっていないが、ギリシャの脱退の可能性、そのポルトガルやスペイン、イタリアへの波及の可能性を市場がみているからだと思う。私の解釈が間違っているかもしれないが、例えば、スペインに対してESMが融資をする際に、preferred creditor's status、優先弁済権を維持するかしないかで凄く揉めた背景は、そのようにされてしまうと投資家が返済不能時に自分達が損をすると懸念した結果、弁済権を放棄することになったということがある。スペイン経済のファンダメンタルズからみると、そこまでのイシューではないというか、そのまま優先弁済権を維持していても良かったのにわざわざ外すことになったのは、投資家の物凄い要求があったからである。その背景が何かを考えると、もしかしたら、スペイン経済のファンダメンタルズ、返済能力そのものというよりも、やはりギリシャの脱退の可能性が未だにあって、その結果、他の周縁国にどのように波及するか分からないという意味でのテールリスクが反映されているのだと思う。つまり、スペインの能力以上にオーバーシュートして、利回りが高い状態にあるとみている。従って私は、テールリスクは拡大していないが依然として高いと思っている。だから、マーケットは、ギリシャが脱退した時にどうやって波及を防ぐかについてのメカニズムに安心できないから、一喜一憂するところがあるとみている。

それから、先程、西村副総裁がおっしゃった、コミュニケーションの一環としてのリスク・バランス・チャートが、皆の平均になっているので一人一人がどの位の不確実性をみているかが見えにくいという点については、私も色々思うところがある。いずれにしても、今回の中間見通しが前回とほとんど変わらない結果になった訳であるから、きちんとコミュニケーションしていく必要がある。差し引きの中で結果的にそうなったがリスクバランスはかなり真剣にみているということ、きちんと説明してい

く必要があると思っている。

#### 石田委員

スペインの国債のレートの話であるが、あれは引っかかる、引っかからないというよりも、技術的にジュニアとシニアでプライスが変わるべきだという考え方があるし、ジュニアには投資できないというアカウントもある。二つに分けた場合、シニアのレートが変わらなければ、ジュニアは劣後しているので暴落する。そういうテクニカルな問題だと思う。勿論、実質的な問題が裏にあるから、シニアとジュニアの区別があるのだが。

#### 宮尾委員

欧州の問題については、皆さんが議論されているとおりに思うが、テールリスクの内容が若干変わってきたと思っている。LTROが実行される前のテールリスクは、金融システム不安が欧州の金融システム全体に波及するというものだった。それが、LTROがあり、ギリシャの2次支援があり、PSIがあって、リスクが抑えられた一方で、今はまたもっと根本的なスペインあるいはギリシャの離脱というユーロ崩壊のテールリスク、あるいはドイツなどのコア国が離脱する可能性も否定できないというさらに極端なこと——ユーロ崩壊よりも蓋然性が低いかもしれないが——が起こったら、大混乱をもたらすというテールリスクは残っていると思う。そういう気持ち悪さ、不安が残っていることが、底流にあるのではないかと思う。昨年 of 年末から年明けにかけてのテールリスクはかなり後退したが、別の意味のテールリスクが底流に残っていると思う。

リスク・バランス・チャートの形成の仕方については、私自身に何か妙案がある訳ではないが、自分自身がどのように考えているかということ、メインシナリオ、次にリスクシナリオと、その二つを考えてそれを分布という形に当てはめている。そういう意味で言うと、前回の4月の展望レポート時に私が置いたリスクシナリオと今回の点検でみたリスクシナリオとは、あまり下振れの幅は変わっていないので、その意味では同じである。

私は、メインシナリオとリスクシナリオという形で分布を出している。最終的な仕上がりがぼやけてしまうのは、おっしゃるとおりであるが、今回の消費者物価指数については、ふたこぶラクダというか、より見方が分かれていると思う。つまり、下振れリスクをみる人の下振れ度合いが少し強まっているように見える。メインシナリオは極く僅かな下方修正であるが、極々微妙ではあるがボードメンバー間のリスク評価が反映されているのではないかと思う。

石田委員

リスク・バランス・チャートは、横軸の刻みをもう少し伸ばしただけで、全然イメージが違ふと思うので、あまり意味のない議論のような気がする。縦軸を縮めて、横軸を広げれば良い。そういうものだと思う。

白川議長

先程来、二つの議論がある。一つは、欧州債務問題のテールリスクをどう考えるか、もう一つは、様々なリスクをどういう形で伝えていくのが適切かである。勿論、今日何かの答えを出すという話ではないが、私も少し感想を申し上げたい。欧州債務問題のテールリスクについては、昨年の秋はまさにユーロの崩壊を皆が心配していたが、そういう意味でのテールリスクについては、様々な資金市場のデータにも出ているように後退した。勿論リスクが消えた訳ではないが、極端なシナリオのリスクは後退したと思う。と同時に、多くの人は、この問題の解決には相当長く時間がかかり、こういう状況と共存せざるを得ないとみているし、共存の仕方も少しずつ学んできている。そういう意味で、決して事態を楽観している訳ではないが、テールリスクという意味では私自身の感覚はそれに近い。それから、ギリシャの問題については、最近、ギリシャ以外の人がよく言うのは、ギリシャは特別ということである。この特別だという意味が、ギリシャの離脱もあり得ることを意味しているような感じがして不気味な感じもするが、問題はスペインやイタリアだということである。この面については、

欧州では、何があっても最後は守っていくという意思がそれなりにはっきりしてきているという感じを私自身は持っている。ただ勿論、これには色々な見方があるが、欧州についてはそのようにみている。

それから、不確実性あるいはリスクであるが、中央銀行として経済の見通しを出す時には、そのメインのシナリオとリスクをきっちり説明していく必要があるという一般論については、私も全くそのように思う。そう申し上げたうえで、時々、自分自身が自戒していることがある。つまり、様々なリスクファクターがあることを言っていくと、われわれが一番大事にしなければならない中心的なシナリオが疎かになって、全てリスクに逃げ込んでしまうという感じになってくる。経済評論家の金森氏が以前、「エコノミストはリスク要因を言わずに、メインシナリオ一発で勝負すべきだ」と言っておられた。つまり、リスク要因を挙げることで、全てをヘッジできてしまう訳である。自分達は中心的にどのようにみているのかを疎かにしてしまう訳である。そういう意味で、リスクシナリオは勿論大事であるが、しかし、われわれはプロフェッショナルとして、メインのシナリオはこうだという判断を示すことに、やはり重要性があると思う。

リスク・バランス・チャートについては、チャートを発表しない頃と比べて一つの前進であったが、正直なところ、一般の国民がリスク・バランス・チャートを見ているかという点、多分みていないと思う。このチャートが改善されると、もう少し国民が理解できるかという点、そうではないと思う。このチャートには、今ここで出た問題点以外にも問題がある。例えば、これは向こう2年間の見通しについてのチャートであるが、バブルも金融危機もそうであったが、テールリスクは恐らくこの2年間では実現せず、5年後がどうなのかとかという話である。本当にテールを表現しようとして、2年後ではなく、5年後のチャートを別途出すとなると、物凄い組み合わせのチャートが出ていくことになるが、それで透明性が向上すると考えるのはやや楽観的に過ぎると思う。そういう意味では、私自身は最小限のチャートとして、これはこれで有用で、あとは定性的にどのように表現していくかに知恵を絞っていった方が建設的だと思っている。ただ、

これには色々な方法があるので、今後とも引き続き議論していく必要のあるテーマだと思う。

#### 森本委員

先程、西村副総裁から物価について話があった。非常に意欲的に検証されていて、私自身もその方向について非常に共感する。そのうえで、質問と感想を申し上げる。帰属家賃を除くCPIのサービスのところで、建設業の一人当たりの給与と相関を取られていて、非常にフィット感が良いということだが、2005年や2006年を今回の先行きに当てはめるとなると、震災以降、建設業は結構強めに出ていたりする面があると思うので、もう少し複次的な相関を取られる方がフィット感がより良くなるのではないかという感想を持った。それと、エネルギー関係については、地政学的なリスクとか、シェールガスという供給面からおっしゃったが、それに加え、IAEA等によると、今後は需要面で新興国・発展途上国のウエイトがどんどん増え、2020年、2030年には大きく逆転するので、そうした根強い需要があるという面からも、不安定性を考慮する必要があると思う。

それから、白川議長が、内需の維持可能性について5点おっしゃった。私も、高齢化に伴う潜在需要の掘り起こしは大変大きな要因だと思っている。要するに、石田委員も健康寿命が延びているとおっしゃっていたが、元気な団塊の世代がどんどん増えてきて、医療・介護という面だけでなく、健康ヘルスケアとか、趣味の世界とか、旅行とか、これらは非常にポテンシャルを持っているのではないかと思う。その辺を上手く育てられるか、注目していきたいと思っている。

#### 白井委員

西村副総裁のご説明は非常にクリアで、よく分かった。一つの予測の仕方として非常に良いと思う。ただ、データは最近しかみてないが製造業と建設業、医療・福祉では賃金の動きがかなり違うので、産業ごとの賃金の動きが違うことについては、少し留意する必要があると思った。

先程、白川議長が欧州についておっしゃったことは、私も全く同感である。一方で、こういう議論もある。例えば、スペインがユーロ圏に入っておらず自分の通貨を持っていた場合とそうでない場合では、状況が相当違うだろうということである。どのデータを見るかによるが、債務状況を見ると英国とそれほど違わないのに、スペインがなぜあそこまで国債金利が上がっているかという、スペインのファンダメンタルズだけではなくコンテージョンがあるとみられているからであろう。コンテージョンがどこからくるかという、ギリシャの離脱に遡るので、その意味で、テールリスクは小さいにしても、そこからの波及はみられていて、私はそこが少しオーバーシュートさせていると思っている。

あと、コミュニケーションについては、リスク・バランス・チャートを改善することは難しいと思うので、定性的に言葉で説明していくことを常に工夫していくことが大事だと思う。

白川議長

私は、リスク・バランス・チャートの改善の余地が一切ないと言っている訳ではない。

白井委員

当面、ということである。

白川議長

先程、内需あるいは物価について、西村副総裁から説明があったし、森本委員からも追加的な意見があった。この辺について、他の委員から何かご意見はないか。私自身は、内需の強さと生産については、内需関連財を含めて影響が出ているはずであるが、生産の数字がなかなか上がってこないことが気になっている。これは昨日、前田調査統計局長からも説明があったが、生産指数の末期問題ということもあるかもしれないが、その辺のパズルが十分に解けないという感じがしている。

他にないか。ないようであれば、ここで休憩し10時45分に再開したい。

(10時33分中断、10時45分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

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

石田委員

わが国の金融市場の現状は、本行の強力な緩和政策の進展により、銀行貸出市場、CP市場、社債市場、国債市場とも押し並べて緩和的状况が続いている。わが国の経済の状況については、先程も申し上げたが、企業マインドが世界的に弱含む中であって、短観でも確認されたとおり国内企業のマインドが内需関連業種を中心に穏やかに改善している。こうした内需の動きを、海外経済が回復するまで何とか維持していく必要がある。この点からも、コミットしている金融緩和策を今後も着実に実施し、基金の積み上げの進展とともに緩和の強化を図っていくことが何よりも肝要である。この着実な実施について問題となるのは、いわゆる札割れ問題である。札割れは緩和が浸透していることの結果ではあるが、コミットした金額を積み上げるうえでは大きな問題となる。昨日の金融市場局の説明にもあったとおり、これまでも入札について各種の工夫を凝らしてきたが、6か月物固定金利オペ及び短国買入れを中心に、なお札割れないし入札見送りが続く状況となっている。こういう状況が続くと、市場には長期国債の買入れ金額を増やさざるを得ないのではないか、買入れ年限の長期化が避けられないのではないか、あるいは本行の緩和姿勢自体について腰が入っていないのではないか、といった種々の憶測を惹起する惧れがあり、今後の金

融政策運営に雑音が生じたり、その効果を減殺しかねないという心配も出てくる場所である。そこで、そろそろ固定金利オペ及び短国買入れについて、確実に入札実行が可能となるように見直す時期にあると考えている。また、市場に対して本行が金融緩和政策遂行の強い意思を有すること、またそれを実行する有効な手段を持っていることを明示する必要があると思う。については、執行部において固定金利オペ並びに短国買入れの入札円滑化について、現下の市場状況のもとで技術的に実行可能と考えられる方策を提示してもらいたいと思う。

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

それでは、森本委員をお願いします。

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。長短金利が極めて低水準で推移する中、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。こうしたもとの、CPや社債の発行環境は良好であり、資金需要も増加の動きがみられる。また、企業からみた銀行の貸出運営スタンスについては、6月短観で見ると、大企業・中小企業ともに緩い超幅を拡大させ、引き続き2000年以降の平均を上回っており、資金繰り判断DIの水準も同平均を上回るなど改善した状態にある。この間、金融資本市場では、金融緩和効果の浸透から国債利回りは残存期間3年までで0.1%の水準で推移している。また、10年物国債も、世界的なリスク回避の高まりのもとで、国債大量償還等によって余剰資金を抱えた一部投資家の買いも加わり、終値でも0.8%を割るなど利回りは低下傾向にある。米独長期債利回りも引き続き史上最低圏で推移しているが、これらが何らかの理由で反発した場合に、国内金利に与える影響には引き続

き細心の注意が必要である。為替をみると、ドル／円は短観見通しに近い概ね 79 円台の横ばい圏内で推移しているが、ユーロ／円では欧州情勢の不透明感からユーロ安が進行している。株価は、月初に一時 9,000 円台を回復したが、リスクオフの動きから足許では若干下落している。このところ欧州債務問題に関しては、テールリスクが顕現化する可能性こそ後退していると思うが、EU首脳等が各種対策で合意してから市場の期待が剥落するまでの期間は一段と短期化しており、リスクオフの動きが円高や株安等を通じて企業や家計のマインド面に与える影響も含めて、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だが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。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、引き続き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である。金融政策運営面では、現在、そうした認識のもとで、金融面からの後押しとして、年末に向けて 20 兆円程度の買入残高を積み増すこととしており、金融緩和を強化している状況にある。また、成長基盤強化支援資金供給を通じた民間金融機関の取り組み支援も所期の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。

このうち、資産買入等の基金の運営状況についてみると、今月初めには、当座預金残高が史上最高の約 44 兆円に達するなど、市場の資金余剰感は一段と強まっている中で、6 か月物固定金利オペを中心に札割れが頻発しており、年末までに予定通り 65 兆円程度の基金残高を実現することが難しくなってきたように思う。固定金利オペでは、前回会合以降、3 か月物の期落ち分を 6 か月物でロールオーバーするオファーを実施するなど工夫を凝らした運用を行っているが、とりわけ長めの資金ニーズは乏しく、残高維持の限界に達しつつあると思われる。また、短期国債買入れや 1 年以上 2 年以下の長期国債買入れでも、買入下限金利を 0.1%としているために、市場実勢レートが 0.1%を下回る局面では札割れが生じている。

こうしたもと、引き続き強力な金融緩和を着実に進めることが重要であり、買入期限まで半年を切っていることを踏まえると、予定残高を確実に実現するための見直しが必要な時期にきているのではないかと思う。石田委員からもこうした問題意識が出たが、具体的には、応札意欲が極度に低下している6か月物を中心に固定金利オペを一定額——6か月物オペは年末残高目標10兆円に対し、現状程度の応札状況が続く場合には5兆円程度にとどまる可能性もあることから、例えば5兆円程度——減額し、同様の効果が見込める短国の買入れへ同額振り替えてはどうかと考える。この場合、短国自身も市場実勢レートが0.1%を下回る局面等では札割れが生じているため、着実な買入れを実施する観点から、下限金利の0.1%を撤廃する必要があるのではないかと思う。いずれにしても、買入残高の達成と市場機能の維持を両立させていくことができるような、実効性のある柔軟な対応が重要であり、執行部の意見をよく聞いて検討する必要があると思う。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

まず、短期金融市場では資金余剰感が強い状態が続いており、ターム物金利を含めて安定している。国債市場の利回りについては低水準で推移しながらも、イールドカーブは幾分下方にシフトしている。ドル資金調達市場については、円投・ドル転コストが一頃よりもやや高めの水準で推移しているが、邦銀のドル調達に支障があるとの声は聞かれておらず、それは日本銀行のドルオペへの応札が皆無であることから明らかだと思う。こうした中、日本銀行の6か月物固定金利オペが14回連続して札割れしており、今後、基金の積み上げが難航していくことも予想される。札割れは、①金融機関による資金繰り不安がないこと、②イールドカーブがフラット化したことでキャリー収益を上げにくくなっていることを反映しており、

この背景として日本銀行による金融緩和効果の浸透と欧州債務問題に起因する日本国債等安全資産への需要増加を指摘できる。とはいえ、日本銀行がデフレ脱却に向けて強力な金融緩和を推進していく姿勢を対外的に示していくためにも、基金の積み上げを円滑にする何らかの対応が必要なので、執行部にはこの点の工夫をお願いしたいと思う。

次に、企業金融については、資金調達環境は良好で、C P・社債発行金利は低水準で推移している。新規貸出約定平均金利も1年以上の長めのものを中心に低下しており、銀行収益を圧迫する状態になっている。金融機関の貸出態度については改善が続いており、C P・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、C P発行残高も対前年比増加している。なお、社債は大型案件がなかったことから発行は伸び悩んだが、一時的な動きだとみている。

なお、日本銀行の金融政策運営を巡り、物価上昇率、すなわちインフレ率について、「中長期的な物価安定の目途」で示した、当面は1%の水準を早急に達成すべきとの見解を耳にするので、この点について意見を申し上げる。まず、国民が期待している中長期的に安定したインフレとは、2007年から2008年初めにかけて起きたようなコモディティ価格の高騰を主因とするものではなく、景気回復や需給改善を反映したインフレと考えるのが自然だと思う。2007年から2008年の場合、確かにインフレ率は2%台に達したが、原材料価格の高騰を販売価格に転嫁できずにマージンは縮小し、家計も賃金抑制と購買力の低下に直面し、望ましいインフレではなかった。このことから、わが国が目指すべきインフレはそのようなものではなく、企業が生産コストやマージンを十分反映した販売価格を設定しても需要を維持できる一方で、家計も賃金上昇によってインフレがもたらす実質購買力の低下を相殺できる状態と考えるのが適切である。しかし、企業がそうした価格設定行動を取れるまでには相応の時間がかかると思われる。その根拠として、第一に、日銀短観や商工中金調査では販売価格判断D Iから仕入価格判断D Iを差し引いたマージン指標が、足許原油価格の低下によってか幾分改善しているが、先行きは悪化を示していること。

第二に、経済産業省の「企業の価格改定行動に関する調査分析」によれば「原材料が 10%上昇しても、消費者向け製品の出荷価格への転嫁はしない」と回答する企業が半分近くに達しており、その主な理由として「販売先との取引関係重視」及び「競合企業が値上げするまで上げない」を指摘しているからである。第三に、企業が出荷価格を引き上げるには家計が安定的な収入見通しのもとにインフレを容認する必要があるが、現実にはわが国の時間当たり換算した賃金水準は、過去 10 年程の間ほぼ一定で推移しており、中でも医療・福祉産業では下落している。下落の原因として、医療・福祉産業が低賃金の非正規雇用を多用していること、規制によって関連企業の収益が低いことなどが指摘されている。一方、生産性の上昇を実現しやすい製造業では、この間、時間当たり賃金水準が上昇傾向にあるが、製造業の就業人口が減少し、医療・福祉産業の就業人口が増加している現在、経済全体の時間当たり平均賃金が伸び悩む結果となっている。以上から、中長期的に持続可能な物価安定を達成するためには、企業・家計による成長期待とそれに裏付けされた賃金と物価の上昇予想が高まることが必要で、それには規制緩和や経済取引を活発化する政策の後押しが不可欠である。この点、政府の「日本再生戦略」原案では医療、介護、健康関連の規制緩和で 2020 年に 50 兆円規模の市場を創設し 284 万人の雇用を創出する計画が掲げられたことを心強く思っている。いずれにしても、望ましいインフレの実現には、性急にならず、緩やかなペースでの上昇を想定するのが適切だと思う。

次に、一段の金融緩和の必要性については、先程説明したように、私自身の経済・物価見通しは 4 月時点の中心シナリオに概ね沿っているので、現時点では 2013 年半ばまで続ける資産買入等基金による積み上げを着実に実行していくことが適切だと思う。現在のところ、企業・家計マインドの先行きについては、改善を示すものが多いが一部悪化を示す指標もあるので、中心シナリオの蓋然性とリスク要因については、今後も慎重に分析を続けていきたい。

金融政策関連で、最近、付利金利を引き下げた中央銀行があったので、

この点について見解を申し上げる。まず、7月初めにECBが所要準備を上回る超過準備に適用する付利金利をゼロ%に引き下げ、それに呼応してユーロペッグ採用国のデンマークが、7日物の付利金利を-0.2%へ引き下げて初めてマイナス金利を実現した。ユーロ圏では銀行間市場があまり機能しておらず、付利金利の引き下げが直ちに金融市場や銀行行動に影響を与えるとは考えにくい。今後、リバランス効果を含めて銀行行動に変化をもたらすのか、同時に、既に米国系のMMFが新規投資受入れを停止したとの報道があるが、その他の当座預金非取引先を含む短期金融市場がどのような影響を受けるのか、注目していきたいと思う。また、こうした動きを受けて日本銀行による付利金利の引き下げ観測が出ているが、各国・地域の短期金融市場の構造の違いを考慮するとともに、こうした措置がもたらすメリットとデメリットを慎重に検討する必要があると考えている。この点、わが国では、量的緩和政策時代に付利金利がなかったこともあり、市場参加者が撤退し、短期銀行間市場の仲介機能が損なわれた経験を踏まえることが大切である。いずれにせよ、この辺りの事情を含め、市場・国民の理解が一層深まるよう、国際比較を含めた分かりやすい情報発信が必要だと感じている。

なお、現行の政策金利については、様々な適正水準の推計値にほぼ沿っていることを踏まえると適切と判断されるので、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ことで良いと思う。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いする。

山口副総裁

既にお三方が重要なことを指摘されているので、私から特に付加価値のあるお話はないと言って良いと思う。従って、極く簡単にお話ししておきたい。

まず最初に金融環境であるが、緩和の動きが続いていると判断している。これが一つである。二つ目であるが、当面の金融政策運営というか、基金の運営については、4月に増額した枠内で資産の買入等を着実にやっていくことが重要である。従って、基金の総額について手を付けるというようなことは必要ない。三つ目は、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持が適当であると考えている。最後に、昨日も青木金融市場局長から説明があり、お三方からも議論のあった最近の札割れについては、執行部の説明と皆さんとの間での議論によって、方向感を固めていきたいと思っている。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

まず、わが国の金融環境について申し上げる。企業の資金調達環境だが、総じて緩和の動きが続いているということで宜しいかと思う。次に、実体経済に影響を及ぼし得る金融環境となる金融資本市場動向だが、為替レートはドル／円で79円台と前回会合並み、ユーロ／円の方はECBの利下げもあり97～98円とやや円高方向で推移している。また、株価は、TOPIXでみて750程度で前回会合時よりもやや株高方向だが、足許では弱含んだ動きになっている。円高あるいは株安といった動きは、先程のリスクでも触れたとおり、長期化すると企業収益やコンフィデンス悪化などを通じて実体経済へ悪影響を及ぼす恐れがあるため、今後の動向あるいはその影響について、緊張感を持って注視していく必要があると認識している。

続いて、金融政策運営に関する意見を申し上げます。先程、中間評価では先行きの景気・物価見通しは概ね4月展望レポートの範囲内で、基本的にオントラックという評価を申し上げたが、一方で、リスクについては、下振れリスクを景気・物価とも意識していると申し上げた。前月との対比でも、海外経済情勢など下振れリスクに対して、より強い警戒感を持つ

て臨まなければならないと考えている。そのため、まずは現在強力に推進している資産買入基金の積み上げを毎月着実に間断なく実施することが大切であるし、今後も強力な金融緩和が確実に推進されていくといった今後の見通しについても、国民にしっかりと示し続けることが極めて重要であると認識している。

この点について懸念されるのは、やはり6か月物固定金利オペの資金供給について、この間札割れが続いているということである。これまでのペースでの札割れあるいは応札状況が続いていくと、今後の極めて潤沢な資金余剰環境のもとで、早晚、オペの供給残高は予定の10兆円を下回り、目標未達のまま残高が減少していくという状況になることが予想される。そのような状況が予見されること自体が、本行の強力な緩和姿勢に対する疑念や信認の低下に繋がりがかねないといった点が心配される。今後の景気・物価見通しの下振れリスクが懸念される現在の局面であるからこそ、本行による基金の積み上げの今後の見通しを確実なものとし、強力な緩和姿勢に対する信認を確保するという観点から、何らかの具体的な方策を検討すべきと考える。既に同様の趣旨のご発言が他の委員からもあったが、今後の基金積み上げを確実にを行うための具体的な方策について、どのような案があり得るのか、執行部の意見を聞きたいと考えている。

そう申し上げたうえで、次回会合までの金融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。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

皆さんが全部おっしゃったので、私が付け加えるのはマイナスの要因になるのかもしれないが、ちゃんとお話ししたいと思う。一点少し気になることがあって、それは「緩和の動きが続いている」という表現についてである。確かに各種サーベイデータをみると、金融機関の貸出態度や企業の

資金繰りDIをみる限り、確かに2000年代平均を優に緩和側に超えている。従って、2000年代の平均との比較による相対判断では、「緩和の動きが続いている」という表現は、さすがにもう既に弱過ぎるかなという気がする。しかし、同時に絶対水準としては、特に中小企業ではベンチマークとなる50を切った状態が続いているということは否定できない。つまり、中小企業では二極化がさらに進んでいるという状況であるし、こういう状況のもとで全体としての金融緩和の程度をどのように判断し、そしてどのように国民に正確に伝えていくかということが、イシューではないかと思う。そういう意味で、コミュニケーションポリシーからみてもこの点は重要かつ微妙な問題であるので、検討する必要があるのではないかと考えている。

金融政策運営方針であるが、欧州ソブリン問題の行方、米国経済指標の足許の弱さをどう評価するか、新興国、特に中国経済減速の程度など海外経済の不確実性は著しく高い状況が続き、国際金融市場でのリスクオン、リスクオフの振幅は激しく緊張が高いままである。日本経済の足許は、外需の弱さを内需が埋める形で4月展望レポートにほぼ沿った形で今まで推移しているが、センチメント指標をみるとGDPとの相関が高い景気ウォッチャー調査など、先行きに不安を覚えるものも散見される。しかしながら、ここのところ世界的にみてもセンチメント指標は大きな振幅がみられ、かつノイズが大きいと思われるので、割り引いて考える必要があると思う。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と構成とも、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。特に日本銀行の「目途」を明確にした強力な金融緩和へのコミットメントを内外に示すためには、資産買入基金の残高を年末までに65兆円、そして来年6月までに70兆円に積み上げる道筋を明確にしておくことが不可欠であると考えている。このことによって、間断なく金融緩和を進めるという日本銀行の意思がクレディブルになり、金融緩和の効果を確かなものにする事ができるからである。

この点、年末まであと半年となったこの時点で、固定金利方式共通担保資金供給オペレーション等において札割れが目立つ状況になっているのは望ましくないと考えている。従って、資産買入等基金に基づく現在の金融緩和の基本的なスタンスをそのままにしながら、資産買入等基金の構成や買入方法に若干の自由度を与えることで、基金の積み上げを着実に実現していくようにすべきであると考えている。このように、現在の金融緩和の基本的なスタンスを保ちながら基金の積み上げを着実にするためには、どのように自由度を与えるのが良いのか、執行部に報告してもらいたいと考えている。

最後に、いつになく不確実性が高い状況であり、それがこのところずっと続いている。そのためにわれわれがいわば茹で蛙状態になってしまっていて、問題が生じた時に対する対処が遅れるということのないように、肝に銘ずる必要があると考えている。第一に、欧州情勢等の推移から国際金融市場・為替市場に大きなストレスが生じるような場合には、金融システム安定の見地から機動的、果敢に対処できるようにしておかなければならないと考えている。第二に、第一ラウンドで物価見通しについての一つの見方を説明したが、その中で、生鮮を除く消費者物価1%の「目途」の達成が見通し期間の先、遠からず実現するためには、経済活動が2012年、2013年についてしっかりとしたものでなければならないということを申し上げた。従って、経済活動の見通しの実現が難しくなり、物価上昇のモメンタムが十分でないリスクが大きくなるような場合には、適切かつ果敢な対応を取る必要があると思っている。以上である。

白川議長

委員方のご意見を纏めると、まず金融市場調節方針については前回会合で決定した内容を維持すること、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%程度に推移するよう促すということが全員のご意見であった。私も同じ意見である。

また資産買入等の基金については、4月末に増額した枠内で金融資産の

買入等を着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるということであった。そのうえで最近みられている話題については、これは強力な金融緩和の累積的効果が市場に浸透していることの一つの表れではあるが、今後とも基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めていく観点から、何らかの対応策を講じる必要があるのではないかといったご意見が多かったと思う。森本委員からは具体的な方向性についても示された。こうした整理で良ければ、以下では討議を二つに分けて行いたいと思う。最初に、基金の積み上げを着実に実現していく観点からの対応について議論し、その後、金融政策運営に関するそれ以外の論点について議論を行いたいと思う。

まず、基金の積み上げを着実に実現していくための対応について、具体的にどのような措置が考えられるのか、執行部に説明を求めたいと思う。説明の後、質疑応答と討議の時間を設ける。

#### 内田企画局長

それでは、企画局から申し上げたいと思う。札割れに対する対応策ということであるが、問題意識の起点としては、固定金利オペ、就中6か月物で14回連続の札割れが起きていることだろうと思う。現在6か月物の固定金利オペは13兆円強の残高があるが、昨日の説明にあったとおり、年末を越えているのは3兆円ということである。年末まであと7兆円積むことは難しいだろうという情勢になっている。従って減額が必要ということであろうと思う。いくら減額をするかということについて決め手はない訳であるが、先程森本委員からのご指摘があったとおり、この後、2兆円位積みめるとすれば5兆円足りないということであるので、一つの目途としては5兆円程度の減額ということが適当ではないかと考えられる。それではどこに振り替えるかということであるが、固定金利オペ3か月物については、同じように6月の月上旬に二度札割れをしているということがある。それから元々固定金利オペについては6か月物、3か月物が同じ資金需要、一時的な摩擦的な資金需要に対応しているということであり、同じ資金の

中での取り合いになってしまうということもあるので、固定金利オペ全体としての減額ということが適当ではないかと思う。そのため、振替先としては固定金利オペの中ではなく、同じ短期の資産である短期国債への振り替えということが考えられる。従って、固定金利オペの5兆円程度の減額、同額の短期国債買入れへの振り替えが一つ目の対応策ということになるかと思う。それが一点目である。ただ振替元、振替先双方についてより札割れが生じにくくなる工夫も必要であると考えている。増額する短期国債の買入れであるが、現在応札倍率は昨日ご説明したとおり1倍台になっている。また短期国債の発行レートは0.1%を下回っている。市場取引はほとんどないので、実勢レートとしては0.1%を下回っているということがしばしば起こっていると考えられるべきであろうと思う。従って、単純に増額するだけでは買入れは難しいと思うので、森本委員からご指摘があったが、現在0.1%以上で買うということになっているいわゆる入札下限金利を、短期国債買入れについては撤廃するということにはどうかと思う。そのようにすると、0.1%以下の市場実勢レートがついた場合にも買入れが可能になるということである。従って、短期国債買入れについて入札下限金利を撤廃するというのが、二つ目の対応ということになる。なお、その際には同じ短期の資産の買入れであるCPの買入れについても——今CP買入金利は0.11%、あるいは0.10%幾つという数字になっている——短期国債買入れの金利が若干でも低下をすれば同じ問題が起きる可能性があるため、こちらは同時に下限を撤廃することが必要になってくると思う。従って付随的ではあるが、CP買入れについても同じ対応が必要ではないかと思う。もう一つ、問題の起点である振替元の固定金利オペであるが、こちらについては長いところの6か月物の資金ニーズが乏しいということが表れてきている。金融機関からしてみれば担保の固定化に繋がるということであるので、ここは3か月との区分をなくすということが適当ではないかと思う。なくすことによって金融機関の資金需要に柔軟に対応していくようにしてはどうか。具体的に申し上げますと、固定金利オペについては今3か月、6か月としているが、一本にして6か月以下という

ようにしてはどうかと考えている。以上三つ申し上げたが、この三つを同時に行うということが一つの対応として考えられるのではないかと、執行部としては考えている。以上である。

白川議長

これから討議したいと思う。質問と意見は明確に分かちがたいところがあるが、取り敢えず先に質問を受け付けて、そのうえで討議をしたいと思う。勿論、その過程で意見をおっしゃって頂いても結構である。

白井委員

テクニカルな点を教えて欲しい。包括緩和の目的は、長めの金利やクレジット・スプレッドに働きかけ引き下げるということであつた。もしそうだとすれば、短期のところは、3か月であろうと、6か月であろうと、短国であろうと、あまり違いはないと思う。いっそのこと、3か月、6か月、短国を全部一緒にして、その中で担当者に自由に決めてもらうという考えもあると思う。こういう疑問を私が持つということは、他の委員も同様の疑問を持っているということだと思つるので、その辺はどのように考えると良いか。

内田企画局長

買入れと資金供給は一応分けて考えている。今回の下限金利の撤廃の話もそうだが、固定金利オペについては0.1%の指し値で資金を出しているので、そのことと短国は分けて考えている。

白井委員

やり方は違ふにしても、全部一緒の中で、その時の状況で自由に金融市場局に決めてもらうのはどうか。

内田企画局長

そこまでの自由度を執行部に委ねることはどうかというご議論なので、そこはむしろ皆さんにお考え頂くことだと思う。

白井委員

もう少し自由度があっても良いと思う。

宮尾委員

今回、短国の買入れの下限金利を撤廃するという案であるが、海外の事例を教えてください。

それと、下限金利を撤廃することで、これまでのアンカーの金利と乖離が生じる可能性があると思うが——金利の裁定が働けば乖離は縮小していくとは思いますが——、そこをどう考えたら良いか。下限金利を撤廃することで、もし金利裁定が上手く働かず大きな乖離が続けば、非常に低い金利での市場調達が可能になって、逆に言うと、0.1%で固定されている固定オペの方の資金供給のニーズがなかなか高まらないという心配もある。その辺をどう考えたら良いか。

最後に、もし今回、短国の下限金利を撤廃するのであれば、銀行券見合いの別途の輪番オペの長期国債の買入れについても、同様な取り扱いとするのか。つまり、残存1年以下について、下限金利を撤廃するのか。この三点について教えて欲しい。

内田企画局長

私が答えられる範囲で、簡単にお答えする。まず、海外については、買入れについては、基本的に下限金利を設けていない。例えば、Fedについては、付利金利は0.25%であるが、それ以下での買入れ実績がある。ECB等についても下限金利は設けていないと聞いている。

二点目は、非常に難しい問題で、まさにご議論になり得るところだと思う。おっしゃるとおり、金利裁定が働くとすれば0.1%に近いところにア

ンカーされる可能性が高いと思う。金利裁定の働き方としては、まず補完当預利用先については、基本的には0.1%よりも低い金利で資金を放出する理由がない。それから、逆に0.1%よりも低い金利で調達ができれば、それを0.1%に積むことによって利益を得ることができるので当座預金に積むであろう。従って、その二つの理由によって、いわゆる金利裁定が働けば、短期金利は、0.1%に近いところにアンカーされるはずである。ただ、若干の留意点としては、そういうこととは違う何らかの理由、例えば、バランスシートの見栄え等の理由で、当座預金をあまり持ちたくないとか、経済外的な理由でそうした裁定行動をしないという先が出てくる場合には、今言ったようなメカニズムが上手く働かず、結果として金利が下がることは可能性としてはあると思う。米国と異なって、日本の場合は、当座預金対象先の市場におけるプレゼンスが非常に大きいので金利裁定が働くのが基本だと思うが、そのようなリスクは一応あり得ると思う。

最後に、輪番オペについては、今、ゾーン別買入れをやらせて頂いている。一番短い1年以下のゾーンについては、同じように札割れが生じているので、同様の対応を採るのが自然ではないかと思う。

#### 石田委員

CPには何となく違和感がある。どうして違和感があるのかよく分からないが、銀行からみると自分達は0.1%なのに、お客が発行すると0.1%以下になり、それは日本銀行が積極的に買っているからというのでは、何となく違和感がある。ただ、そうは言っても、マーケットで債券が自由に売ったり買ったりされるのであれば、国債もプライベートなものも同じではないかと言われれば、そうかなとも思うが、良く分からないところがある。

#### 内田企画局長

CPの市場はあるが、実態として確かにプライベートな部分というか、相対に近い部分があるので、そのようなことになると思う。今回の件につ

いては、単純にわれわれが買い取りをしていく観点だけから申し上げると、今の落札レートが0.108%とか0.106%であるので、若干でも下がってくるとやはり買えなくなる惧れがある。われわれのニーズという意味で言えば、CPは他で買う訳にはいかないのので、同時に外しておく必要があると思う。

石田委員

日本銀行が買わなければ誰が買うのかという観点からすると、それ程恐ろしいのだろうかと思う。短国が0.1%よりも下がった場合、CPも0.1%より下で買う人が出てくるのか、という話である。技術的には日本銀行は買えるだろうと思う。しかし、ロジックとして、債券の短いところの下限金利を外すので、CPも一緒ではないかということになるのかもしれない。私には、決めきれないので、皆さんと議論したい。

白川議長

この件に関する討議に入っていきたい。先程、執行部から三つの具体的な案が提示された。今、石田委員からCPについてご意見があったし、白井委員からまとめてやってはどうかというご意見もあった。白井委員からは、ご意見というよりも、ご疑問だったかもしれないが。

白井委員

知りたいだけである。それをしない場合の理由を。

白川議長

皆さんのご意見を願います。

石田委員

私は短国の下限金利を廃止するのは賛成である。というのは、今金利をみていると、日本のTBは0.1%近傍だが他の国にはもっと低いところも

ある。実際の緩和の状況からすると、長いところは他の国の方がかなり高くなっている。一番短いところは、われわれとしても、実勢を反映して低くなっていた方が、外国為替の取引とか、色々なことを考えても宜しいのではないかと思う。そういう意味で賛成である。あと、6か月、3か月を一緒にするのは、特に問題を感じない。

#### 白川議長

今の3か月、6か月について、どのように運営をしていくかであるが、3か月と6か月の区分をなくして期間6か月以下とすると、メカニカルに考えると、3か月未満のものも出せることになる。それを排除する訳ではないが、運営としては、従来と同様に3か月、6か月——今回の場合は特に3か月になるのかもしれない——が基本になるということか。短いものを万遍なく実施していくということではなく、短いオペをやる必要があるかも知れないがそういう事態に備えて、一応自由度を確保しておくということか。その辺はどう理解すると良いか。

#### 門間理事

その辺は、少し色気を出しているという感じでもある。基本はこれまでの運営とあまり変えないつもりでいる。3か月、6か月の中で柔軟にやっていくのが基本だと思っている。ただ、これまでずいぶん3か月、6か月に振り替えているので、3か月の積み上げ自体も年末に向けてなかなか難しい局面もあるかもしれない。これから資金ニーズを細かく拾い上げていく時に、場合によっては、少し短めのものでファインチューニングしていく方が、むしろマーケットニーズに合うこともあり得る。この際、そうした今後生じ得る様々な資金需要に備えるうえで、6か月以下という柔軟な仕組みを作っておくのが良いのではないかという意味で、今のような提案をさせて頂いた。だが、基本は白川議長がおっしゃったように、当面はこれまでの運営を続けていくことを基本線にしたいと思っている。

白川議長

先程、宮尾委員からコールレートへの影響という趣旨の質問があつて、内田企画局長から答えがあつた。質問的には重なるところがあるが、今、0.1%としている付利水準——これ自体われわれ自身が決めることではあるが——への影響については、どのように考えると良いか。

内田企画局長

補完当預の付利金利であるが、基本的にはそれを維持したうえで、短期国債の入札下限金利を撤廃することで、先程の金利裁定を働かせながら短期国債オペをやりやすくするというのが今回の趣旨であるので、基本的に付利を維持することが前提の施策ということになる。金利裁定が働けば、ある程度そこに近いところでアンカーされると思う。付利水準については、先程、白井委員からのご指摘にもあつたとおり、金利が下がるメリットと市場機能への影響を考えていくというこれまでの考え方と変わらない。ただ、一点だけ、札割れとの関連で申し上げますと、今回の措置の有無にかかわらず、付利金利を引き下げるといふ憶測自体が札割れを呼んでいるという面があるので、この情報発信は重要なポイントになってくると思う。

森本委員

固定金利オペの3か月と6か月を一緒にするというところで異論はないが、短国へ振り向けた場合、短国は今まで残存期間6か月以上を買っていたと思うが、これについても6か月以上という枠をあまり考えないで、その辺も柔軟に買っていきこうという姿勢になるのか。

門間理事

そこは、今後の運営次第である。最初の白井委員のご疑問にも関係するが、元々この基金を作った時は、一応、固定金利オペは6か月以内で、短国は6か月から1年という期間のデマケを考え、これまでそのような運用をしてきた。今後も、固定金利オペと短国はそのように使い分けていくこ

とを基本にしていく。ただし、短国自体も買うのがどんどん難しくなってくると、そこも柔軟に考えていくことはあり得ると思っている。これは何かで明確に決めるということではないが、今後のオペ運営として、その辺を柔軟に考えていく局面もあり得ることも多少念頭に置いておく必要があると思う。恐らく、そのような実態になってきていることが、先程のような疑問を一部惹起している面があるのではないかと思う。そこは、最終的には、決めの問題であってどこまで自由度を執行部に明確に付与するかという論点になってくる。ただ現時点において、そこまで自由度を頂かなくても、固定金利オペで6か月以内、短国で6か月以上ということで取り敢えずできるのではないかと考えている。

石田委員

短国で6か月以上は必要なのか。発行量からすると、直ぐに難しくなるのではないか。いざとなったら、2、3か月物までできるようにしておく方が良いのではないか。入札する回数とかで縛っていくのは良いが、違うものもできるようにしておかないと、短国は、もしかするともう少し増えるかもしれない訳である。その時に、片側だけ買って行って、6か月以上が安くて2、3か月が高いというような価格の歪みがマーケットに出るのは、塩梅が悪いのではないか。

門間理事

おっしゃるとおりかもしれない。発行量は3か月が圧倒的に多い。そこを買っていかないと、短国を買っていくこと自体に段々と困難が生じてくることは考え得ると思う。

石田委員

オペとトレードオフになる訳ではないのだから。

## 白井委員

テクニカルな質問をしたい。包括緩和を導入した時に、6か月以内を固定、6か月以上を短国と一応分けたが、その分ける根拠は何か。

## 門間理事

元々、イールドカーブを手前から向こうへ倒していこうということが基本的な発想である。オーバーナイトは完全にゼロで、ターム物も相当ゼロに近付いていて、そこからさらに何ができるかという時に、イールドカーブをどんどん向こうに倒していこうというのが基本的な発想であった。そのための最も適切なツールは何かを考えた結果として、取り敢えずそのように考えたということである。当時は、固定金利オペをやれば、3か月、6か月位までの需要は相当程度拾えると考えていたので、そこから先は短国、その手前は固定オペで良いのではないかということであった。ただ今は、問題意識が、日本銀行が資産をどれだけ買えるかということになってきているので、これまでのように3か月、6か月の需要は固定金利オペで十分に充足できるという観点だけではなく、何をすると日本銀行が資産を沢山買えるのかに問題意識が段々と切り替わってきつつある。そういう観点からすると、これまでのデマケにあまり拘らずに、日本銀行が最も買いやすい体制を作っていくことによって、着実に金融緩和を推進していくという観点が必要だと思っている。

## 山口副総裁

少し付け加えると、日本銀行がオペレーションを、固定金利で行うのは、非常に異例のことである。3か月にしろ、6か月にしろ、0.1%でオペレーションを行うということは、要するに、われわれは3か月ないし6か月の金利をこういう方向に誘導するということをはっきりと示すということである。従って、そういうタイプのオペレーションを導入した段階で、実は日本銀行としては一步踏み込んだということである。さらに3か月、6か月以上のものについてどうするか。流石にそれらについて指し値で行う

訳にはいかないので、そこは入札で行おうというデマケをしているのが、実は、固定金利オペと短国との違いである。要するに、市場金利について、どこまで中央銀行が介入していくのが適切かと考えると、固定金利オペは明らかに強引なオペレーションである。今述べたデマケを越えて固定金利オペを行なっていくかどうかについては、その効果と副作用をしっかりと考えていく必要がある。従って、固定金利オペと短国を一緒にしたら良いのではないかという議論は、元々の哲学からはあり得ない。さらに短国と言えども国債であり、そうであるとすれば、短国についてどのような枠を設定して買いオペを行っているのかを世の中に示していく必要がある。私自身は、執行部に短国の枠を自由に決めて良いという裁量権を与える訳にはいかないと思っている。

それから、石田委員が言われたC Pについてだが、そもそも短国もC Pも0.1%を下限金利としてきたこととの関係からすると、それを外して短国とC Pの入札レートがどうなるかは市場に任せておけば良いという判断が、むしろ自然ではないかという気がする。ある種の違和感をお感じになるということは分からないでもないが、今までの延長線上で考えれば、そこは共に外していくということで、割り切れるのではないかと思う。

#### 石田委員

今のC Pのレートは、本行の買入れがあるから出ているので、何となく引っかかる。

#### 山口副総裁

これは、C Pを買うと決めたところから始まっている。

それから、固定金利オペの3か月、6か月の区分をなくして、6か月以下で良いのではないかということについては、私もその方が良いと思う。そこは、金融市場局の判断でオペレーションのやりやすさを追求してもらうことが大事であると思っている。

## 宮尾委員

私も、三つの措置——固定金利オペを減額して短国の買入に振り替える、短国・CP買入の下限金利を撤廃する、固定金利オペの期間の区分を6か月以下と柔軟にする——で適切かと思う。ただ、一点、先程の繰り返しになるが、金利裁定が付利金利と例えばレポ金利などの市場金利との間で働かない時に、結局何が問題なのかが今一つよく分からない。懸念される問題として、先程申し上げたような、固定金利オペが入りにくくなるのが恐らくあると思う。そうだとすると、固定金利オペの6か月以下のところの運用をより柔軟に考えて頂いて、何とか両者のバランスを取って、基金全体として積み上げが上手くいくように柔軟な運営をお願いしたい。これから実際の資金ニーズがどうなっていくか、手探りでやっていけば色々対応をしていかなければならないと思うが、固定金利オペの方も一応25兆円の枠があるので、しっかりと積み上げていくように調節部署等で柔軟な対応をお願いしたい。

## 石田委員

先程、内田企画局長から下限レートを外すことによって現状0.1%の付利金利の撤廃の思惑が出てくると、オペレーションがやりにくくなるという話があった。今回の場合は、それもそうだが、1年超の0.1%もある訳だから、そこは否応なくマーケットで話題になると思う。その時に、われわれはどういうスタンスでいるのかを、どういう形で言うかである。例えば、4月に6か月物の5兆円を長期国債に振り替えた時に、その時の状況で振り替えたが短期が取れるようになれば戻すこともあり得る、といったことまで言っていれば、なるほどと思ったと思う。そこまで言わないとすると、思惑が出てきて次からのオペに影響してくる可能性——やってみないと分からないが——について、質問されたような場合にどのように答えるのか。

## 門間理事

内田企画局長が説明したように、基本的には、今回はあくまでも、短期の固定金利オペを同じ短期の中で短国に振り替えるという考え方である。ただ、短期国債はそれだけでは買い切れないかもしれないので、下限金利を外そうということである。これまで、そこそこ順調に買えている長期国債については、そういう問題が生じていないので、そういうことを考える必要はないということになると思う。

## 白川議長

今の付利金利の問題と少し長いオペの0.1%については、色々な思惑を生まないようにしっかりと情報発信をしないと行かない。勿論、マーケットのことであるから、将来のことについて、絶対にこうだということは言えないが、どのような情報発信をしていくのかが非常に大事だというのが、石田委員のポイントであったと思う。今日、これから決めていく内容を踏まえたうえで、最終的に自分自身がどのように会見で言うかを考えていくが、私自身はどちらかと言うと思惑を生まないように、今回のこの措置によってわれわれが約束した65兆円あるいは70兆円はしっかりと達成できるということを、少し強めに言っていこうと思う。例えば、札割れについても、札割れが生じること自体が悪いことではなく、これ自体は金融緩和が徹底しているからある。札割れが生じても、最終的にきちりと例えば年末に65兆円が達成するということが、われわれに課された課題になっており、その点について自信を持って言っていくことが大事だと思っている。情報発信の点で、ご意見があればどうぞ。

## 山口副総裁

昨日の青木金融市場局長の説明でも、固定金利オペ6か月の10兆円の達成は難しいが、様々な工夫をすれば3兆円プラス2兆円ということで5兆円の実現は可能であるということであった。ただ、そうだとすると、固定金利オペ5兆円の振り替えの受け皿を短国にするという対応と、0.1%

の入札下限金利を外すという対応で、われわれは十分にやっていると  
思うので、そこを明快に言っていくということではないか。勿論、そう  
言うと、先々上手くいかなかったらどうするのかという話になりかねないが、  
われわれはこういう形で詰めてやっている訳であるから、そこに自信を示  
すということで、つまらぬ憶測を排除していくということではないかと思  
う。

それから、付利金利との関係は、やはり根本は政策金利をどうするのか  
という話と一体で考えるべきであって、付利金利だけをどうするかとい  
うことではない。政策金利をどうするかについて、われわれとしては、これ  
以上の政策金利引き下げが持つ副作用、その意味について整理したうえで、  
それは適当ではない、むしろ緩和効果を減殺する要素の方が強いとい  
うことを言ってきている。政策金利についての基本的なスタンスを明確にし、  
そのうえで、付利金利を下げる必要があるのかどうかとなると、私は、基  
本的に下げる必要はないと思っている。ECBにしる、デンマークにしる、  
彼等は政策金利を下げることとの関連で付利金利を操作している訳で、付  
利金利だけを操作している訳ではない。われわれとして、政策金利につ  
いての考え方をはっきりさせていくことが、付利金利についての様々な思惑  
を排除していくうえで重要であると思っている。

#### 白井委員

よく分かった。ECBの場合は、コリドーがはっきりしていて、下限金  
利が付利になっている。日本と米国の場合は、そのようなやり方ではなく、  
政策金利の誘導目標がゼロから何%で、付利はその上限となっている。や  
り方が違うので、コリドーという発想からすると、もしかしたら、下がっ  
ても良いという見解が出てきて、そういう質問があるかもしれないとい  
うことである。先程のコミュニケーションを分かりやすくしようというこ  
ろで、私も申し上げたように、そういう質問が恐らく出てくるだろうと思  
うので、その辺の違いを明確に説明していく必要があると思っている。

山口副総裁

その場合でも、付利金利を仮にゼロにすることになると、0～0.1%という誘導目標の設定の仕方自体が問われることになると思う。その議論をしていくと、政策金利をどうするのかという議論に立ち返らざるを得ない。明確なコリドーにはなっていないが、一応、下限金利を画するという意味で0.1%をセットしている訳であるから、それをいじることから始めるよりも、政策金利をどうするのかという議論をきちんとすべきだし、その考え方について、しっかりとマーケットに伝えていくということで良いのではないかと思っている。

白川議長

大体、議論が出尽くしたと思う。

宮尾委員

もう一点だけ宜しいか。情報発信についてである。今回の対応をこれから決めていく訳であるが、基金の残高の変更はなく、短期ゾーンの資産の入れ替えということなので、技術的な対応であるという整理のされ方、受け止められ方もあるかと思う。私自身は、これは単に技術的な対応にとどまらず、今後の基金の積み上げをしっかりとやっていくために、不確実性あるいは疑念のようなものを早期に払拭するというわれわれの強い決意を改めて示す積極的かつ前向きな思いが込められており、単に技術的な変更ではないという認識であり、そういう情報発信の仕方があって良いと思う。つまり、基金の枠組みはそのままであるが、将来の積み上げ不足の疑念を払拭するという前向き感を出すのが良いと私自身は考えている。

白川議長

ここまでの議論を踏まえると、資産買入等を着実に実行していく観点から、以下の三つの具体的な措置が考えられる。第一に、固定金利オペを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額する。第二に、短期国

債の買入れをより確実にを行うため、当該買入れにかかる現在年 0.1%の入札下限金利を撤廃する。CP の買入れについても同様とする。第三に、固定金利オペについて、金融機関の資金需要に柔軟に対応するため、期間 3 か月と期間 6 か月の区分をなくし期間 6 か月以下とする、といった内容である。こうした整理で宜しいか。

石田委員

そこには輪番オペの短いのは入らないのか、それとも別途入るのか。

白川議長

これは、これから申し上げる「資産買入等の基金運営基本要領」の改正には入っている。今申し上げたことをやるためには、この改正が必要である。それから、今の長期国債については、この政策委員会で決定するマターの中に入っていないので、今日の議論を踏まえたうえで、その期間 1 年のところについては執行部で対応するという扱いになっている。

重複するが、先程申し上げた三点に伴って「資産買入等の基金運営基本要領」等の改正が必要となるが、具体的な改正案は、後程、金融市場調節方針や対外公表文の案と一緒に説明してもらおうと思っている。

そのうえで、直前に宮尾委員からもあったが、今回の位置付けについてである。これ自体は、既に決まっている資産買入れを確実に行っていくということであるが、これを前向きに受け取られるように情報発信していくことが大事だということは、そのとおりだと思う。買入れに伴って、今は毎月毎月基金の買入れの規模を増やしているが、その分金融緩和を間断なく強化していつているということだと思う。そうした、間断なく行っている金融緩和の強化を確実に遂行していくものだというように前向きに説明していく。新たな追加緩和措置を決定したということではないが、毎月毎月いわば追加緩和を確実に遂行していくための措置であると前向きに説明していくというのはそのとおりである。また、その情報発信で、もう一つ大事なことは、今回の措置によって年末 65 兆円というのは確実に達

成できるのだということを、自信を持って情報発信していくことだと思う。

それとの関連でいくと、付利金利についても先程議論が出て、大体議論は収斂したと思うが、これは付利金利の問題というより政策金利の問題だと思う。これまでの議論を整理すると、金利低下の効果と副作用の双方を勘案した結果、現在行っている0.1%の超過準備の付利金利と、0~0.1%への金利誘導目標という組み合わせのもとで、金融緩和効果が最大限発揮されるということである。従って、付利金利の引き下げは考えていないというのがこれまでの説明だったと思うし、そうした日本銀行の政策運営の考え方をしっかり説明していく。これは、従来から説明していることであるが、改めて説明していくことかと思う。

次に、札割れ対策以外の論点に移りたいと思う。先程、皆さんのご意見をお聞きして、私自身何点か申し上げたい。一つは、長期金利の水準をどう考えるかである。これは前回も議論したが、先進国の長期金利と名目GDP成長率を比較すると、日本は前からそうだったが、欧米も現在は名目GDP成長率よりも長期金利の水準の方が低くなってきて、しかもその乖離幅が拡大し、乖離が長期化してきているということである。これはちょうどバブル崩壊後の日本の姿を彷彿とさせるものである。これをどう理解するかであるが、理屈のうえでは二つの可能性がある。一つは、長期金利水準が低くなり過ぎているということである。これは、最終的にどこかの段階で長期金利が上がっていくと考えるのか、あるいは長期金利が将来の姿を織り込んでいる、そういう意味では名目GDPが下がっていくという二つの可能性があって、両方ともその可能性は意識する必要がある。仮に、後者の場合であれば、これは先程申し上げたバブル崩壊後の経済のノーマルな姿はどういうものかという話に段々収斂していくし、前者であれば、われわれ自身の政策行動自体が長期金利に対して非常に大きな影響を与えているので、われわれ自身の行動、あるいはわれわれの行動を規定する様々なイベントに人々の関心が集まって、長期金利が何らかのきっかけで上がるということも起こり得る。そういう意味で、長期金利の動きは非常に大事である。われわれの金融政策運営には第1の柱と第2の柱があるが、

第2の柱でわれわれが意識していることは、金融的な不均衡の蓄積ということである。われわれの金融政策の運営は、物価上昇率をみてメカニカルに運営している訳では決してないということはいつも言っているが、一つの具体的な領域というのは、例えば長期金利の動きをどのように考えていくのか、色々な金融的な不均衡が蓄積していないか、あるいはそうした不均衡の蓄積に中央銀行の政策行動自体が加担していることになっていないかといった視点は大事だと思っている。この他に、何か論点はあるか。

石田委員

私は、長期金利の水準はかなり下がってきており、例えばこれからさらに10bp、15bp下げたとして、投資がピックアップするかという点では疑問に思っている。投資が出てくるような時であれば、今の水準でも出てくると思う。そういうことからみると、金融政策の効果が段々低減してきていると思う。では、なぜやっているのかということになるが、それは時間軸効果として、今の状況を辿っていけば、ある程度回復しかけた時に、金融緩和効果が効くと考えているからであり、それはそれで良いと思う。ただ、これからやっていくことがそんなに効かないとしても、「もう効きませんよ」ということで済むのかというと、済まないと思う。世の中はそのようなものではない。われわれも期待されているし、われわれの行動によって経済の風向きも変わる可能性があるので、そろそろ他にやるものを——なかなかないが——考えないとならないと思う。その一環が、例えば成長基盤融資みたいなものだったと思う。そのような範囲を、財政政策との間に問題があるとしても、金融の分野でできるのであれば、少し広げていって補強していかないと、難しいかなという感じがする。

白川議長

先程、私も言及したし、白井委員も言及した日本再生戦略の原案が発表された。あれは金融というより実体面の話が中心であるが、成長力を高めていく様々な方策にしっかり取り組んでいくことがあれば、今の極めて緩

和的な環境が上手くそれを後押しすることになると思う。そういう意味では、金融政策と成長戦略の両方が大事で、この二つが揃ってはじめてデフレからの脱却ができると思う。

それから、先程申し上げなかったが、われわれが行なっている基金の買入れの効果がどのように実現されていくのかについては、記者会見では、毎月金融緩和は強化されているという話をしている。昨日も企画局から説明もあったが、長期金利は今でも水準は低いですがさらに少しずつ下がっており、そういう意味では緩和の効果が出ている訳である。理屈のうえで、これをどのように考えるのかであるが、買入れには、ポートフォリオ・リバランス効果とシグナリング効果の二つの効果があると思う。ポートフォリオ・リバランスの方は、マーケットからある資産を吸い上げて、マーケットの需給が変化して、それが金融資産の価格に影響していくという効果である。それから、シグナリングの方は、日本銀行はそのような金融緩和姿勢にあるのだとアナウンスすることによって、金利が下がる効果である。それは、ストックなのか、フローなのかと言えば、基本的にはストックの効果だと思う。しかし、特にポートフォリオ・リバランスについてはストックだと思うが、ただ、ストックだということが、将来の価格形成、つまり1年後に日本銀行が買う国債の買入れの効果を現時点で皆が織り込んでいくかということ、現実のマーケットはそこまで完全ではない。今のマーケットを考えると、先程の議論に出ているように、欧州債務問題あるいは財政を巡るリスク、それからそもそも買入れ自体にどのような効果があるのかについても不確実性があるので、そういう意味では、将来のことを完全に織り込んで現在の価格ができていくかということ、必ずしもそこまではいってない。つまり、完全な裁定が働いてない。そういう意味では、発表したその時点で全て出尽くしているという完全なストック効果ではなく、逐次及んでいくのだと思う。そういう意味で、私自身は記者会見で、買入れの効果は金融緩和を毎月強化していることになっていると言っている。こうしたことも、意外に認識されていない感じがする。これも言うていく必要があると思っている。

石田委員

ポートフォリオ・リバランス効果は、米国の人が考えたから、米国の金融マーケットがベースになっている。日本でやると、銀行と相対でやってしまう。そうすると、リザーブと国債が入れ替わっただけで、その効果はなかなか出てこない。だから、そこのところはなかなか難しいなという気が、日本銀行に来てからしている。

山口副総裁

皆さんで共有されていることではあるが、念のために申し上げる。日本経済が色々なリスクを抱えていることは事実であるし、場合によって、リスクが表面化し、日本経済の下押しということも十分にあり得るので、その時に日本銀行として、政策対応の余地はない、ということではないと思う。確認のために申し上げるが、ぎりぎりの金融緩和の余地を常に追求していくべきであるし、そのことは忘れてはならないと思う。ただ、その際に、白川議長が先程言われた長期金利の押し下げ、低め誘導が、どこかで反転・上昇のリスクを高めているという部分については、一方で考えておかなければならない。非常に悩ましいところに来ていることは事実だが、然は然りながら、景気が下振れる、あるいは下振れのリスクを高めている時には、これはやはり果敢に対応していくのがわれわれの立場であると思っている。

白川議長

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

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、一体改革関連法案につき衆議院で可決されたところであるが、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は依然として高く、こうしたこと等を背景として、円高の進行を含めた金融資本市場の変動や、新興国・資源国や米国も含めた海外景気の下振れなど、わが国の景気が下押しされるリスクが存在する。

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懸念している。日本銀行におかれても、引き続き欧州債務問題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情報発信して頂くようお願いしたいと思う。

さらに、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。一昨日に開催された「デフレ脱却等経済状況検討会議」においては、モノ・人・お金を動かす政策を推進して、経済の好循環や所得の増加を伴う成長を実現するための第一次報告が取り纏められたところである。

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」との基本方針に従って金融政策運営をされているものと承知しているが、とはいえ、本日の展望レポートの中間評価では、未だ1%には届いていないのが現状である。本日提案された資産買入等基金の内訳の変更等は、固定金利オペが連続して札割れしている状況を踏まえて、資産買入等基金を確実に積み上げるための措置と受け止めている。引き続き、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、今回の中間評価で示された見通しはもとより、当面目指すこととしている1%の実現に向け、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

わが国の景気は、各種の政策効果等を背景に内需が引き続き上向いており、緩やかに回復しつつある。先行きについても、景気回復の動きが確かなものとなることが期待されている。ただし、欧州政府債務危機による海外景気の下振れリスクや電力供給にかかるリスクがある。特に、このところ、海外では景気の下振れリスクに対応し、各国の中央銀行で金融緩和策が取られていることに留意が必要である。

物価については、緩やかなデフレ状況が続いているが、このところ物価の下落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であるのではないかと思えると思う。長年に亘る課題であるデフレと決別するためには、金融政策と同時に、デフレを生みやすいわが国経済の構造的要因を改革していくことが極めて重要である。

こうした認識のもと、一昨日、7月10日には、デフレ脱却に向けて、特に今後2年間平成24年度、平成25年度を念頭に、政府として重視すべき政策分野を定めた「デフレ脱却等経済状況検討会議第一次報告」を決定したところである。本報告で示した政策分野に、平成25年度予算や税制、規制改革などの政策手段を動員することなどを通じて、デフレ脱却に向けて全力で取り組んでいきたいと思う。また、昨日、国家戦略会議において「日本再生戦略」の原案を提示し、今後取り纏めをしていく作業に入っていく。これらを通じて、デフレから脱却し経済成長力を高める施策を、政

府としても強力に推進していきたいと思っている。

本日、展望レポートの中間評価をご議論頂いているが、依然として当面目指すこととしている1%には届いていないという消費者物価上昇率の状況にある。まずは、当面目指すこととしている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と考えている。

社会保障と税の一体改革についても、6月26日に衆議院において法案が可決され、参議院での審議が始まったところである。政府としても、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て、全力を尽くしている。一連の議論の中では、デフレ脱却を含め、経済成長の重要性を指摘する声が多く、デフレ脱却は極めて重要な課題であることが改めて浮き彫りになっている。日本銀行におかれては、デフレ脱却が確実になるまで強力な金融緩和を継続するようお願いする。先程申し上げたように、現在はデフレ脱却に向けてのチャンスであることを踏まえ、政府の取り組みと歩調を合わせ、果敢な対応を期待するところである。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局が委員方の見通し及び分布を回収]

内田企画局長

全員、「変更なし」である。

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」

の一部改正等に関する件、及び以上に関する記述に加え、見通し計数等も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。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは三つ議案があるので、まず金融市場調節方針に関する議長案の読み上げをさせて頂く。

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

続いて二点目であるが、先程の対応案に関して、必要となる規程類の改正が五つある。決定は見え消しの形で行うが、これだと分かりづらいので、改正前のものと見え消しの形になっている要領が五本付いているので、これでご説明させて頂ければと思う。最初に、資料1と書いてあるところをご覧頂ければと思う。「資産買入等の基金運営基本要領」というものである。これは基金の買入れの基本的なところを定めたものである。変わっているのはシャドーのところ、2頁目である。「買入残高および貸付残高の上限」ということである。「買入残高」のところを「40兆」から「45兆円」程度に、それから「貸付残高」のところを「30兆」から「25兆円」程度に、それぞれ変更している。それから(2)、これは買入れの区分ごとのものであるが、ロ、「国庫短期証券」の「4.5兆円」を「9.5兆円」としている。一番下の「附則」であるが、「この一部改正は、平成24年7月17日」から実施と、週明け、三連休明けの火曜日ということになる。この改正は通知等所要の手続きが必要となるので、申し訳ないが、来週の週明けから実施させて頂ければと思う。ただし書きのところは、いわゆる固定金利オペが25兆円に下がるまでの間は、従前の例によるということをつけ加え

ているということである。これが一本目。

二つ目が資料2の「国債等買入基本要領」である。改正場所は、4頁目の「7. 買入方式」であるが、これまでは利付国債と国庫短期証券と一緒に書いてあったが、これを「利付国債」に新しく項番(1)を振り、売買利回りの下限を年0.1%とし、それとの差——これを売買希望利回較差と言うが——を入札するというように書いている。この下限の部分为国庫短期証券については除くということであるので、「(2) 国庫短期証券」で、「売買利回りとして希望する利回りを」と、利回り自体を入札に付すという形に変えている。その利回りを決めたいえで買入価格を決めるということになっているので、「8. 買入価格」で、買入価格についても、利付国債と国庫短期証券を分けて記載する必要があるので、そのように書いている。「(1) 利付国債」の方は、今の利回較差を0.1に加えたものを利回りとして算出した価格、「(2) 国庫短期証券」、短国については、利回り自体を入札とするので、利回りに応じた価格を決定するという趣旨である。「附則」で、同じ日、「7月17日から実施」とさせて頂ければと思う。

続いて三つ目、6頁、資料3の「コマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」である。9頁に改正箇所がある。改正趣旨は今のところと同じであるが、CPを先に書いている。改正内容は今申し上げた短期国債のところと全く同じである。CP、社債を分けて、その上で買入方式、買入価格について見直し、下限を外すということである。10頁目であるが、同じく「7月17日から実施」とさせて頂ければと思う。11頁、資料4がいわゆる固定金利オペ、「共通担保資金供給オペレーション基本要領」である。改正箇所は、12頁をご覧頂きたい。「貸付期間」であるが、現在、「3か月程度または6か月程度」としているが、「程度」という言葉があるので、以内という書き方が難しいので、「最長6か月程度」という書き方にさせて頂いた。6か月を若干超えるものも含めてということが読めるようにしているということである。「附則」の方であるが、同じく「7月17日」実施ということである。

最後に、五本目。以上を踏まえて、「日本銀行業務方法書」の改正であ

る。これは第十三章に基金の関係があつて、基金の全体のところについて、「第五十条」というのがある。第五十条の 3 を変えており、「貸付けの残高」というところで、「三十兆円」を「二十五兆円」、それから「買入れの残高」が「四十兆円」を「四十五兆円」、さらに内訳の「国庫短期証券」のところで、「四兆五千億円」を「九兆五千億円」と変えている。「第五十一条」が固定金利オペのところだが、「貸付期間」で同じく「最長六ヶ月程度」というようにしている。なお、業務方法書は下限金利を書いていない。具体的に申し上げますと、15 頁の 2 行目、「買入れの価格」をご覧頂くと、こちらは短国債買入れのところだが、「買入れの価格は、金融市場の情勢を勘案して定める」とだけ書いてあるので、ここについては改正の必要はない。今でも読めるということであるので、改正していない。17 頁に、この変更については「七月十七日」、また 25 兆円に落ちていくまでの過程では、それ以上の金額になるということをお許し頂くという「附則」を書いている。以上、五点の変更が必要になるということである。

以上を踏まえて、もう一枚の薄い方の資料で、資産買入等基本要領の一部改正等を改正案の形にしているので、こちらを読み上げさせて頂く。

「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件。案件。資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて金融緩和を間断なく進めていく観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 「資産買入等の基金運営基本要領」、引用は飛ばさせて頂く。「を別紙 1. のとおり一部改正すること。2. 「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」を別紙 2. のとおり一部改正すること。3. 「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」を別紙 3. のとおり一部改正すること。4. 「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領」を別紙 4. のとおり一部改正すること。5. 「日本銀行業務方法書」を別紙 5. のとおり一部変更すること。以上」である。

以下、別紙 1. であるが、「「資産買入等の基金運営基本要領」中一部改正(案)」である。「4. を横線のとおりに改める。4. 買入残高および貸付

残高の上限。(1) 買入残高の総額は、40 を消して、「45 兆円程度、貸付残高の総額は、30 を消して、「25 兆円程度を上限とする。(2) 3. (2) に定める買入対象資産ごとの買入残高の上限は以下のとおりとする」。「ロ、国庫短期証券」、4.5 を消して、「9.5 兆円程度」。「附則。この一部改正は、平成 24 年 7 月 17 日から実施する。ただし、4. (1) に定める貸付残高の総高の上限は、実際の貸付残高の総額が 25 兆円以下となるまでの間、なお従前の例による」。

別紙 2. である。「「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」中一部改正 (案)」である。「7. を横線のとおり改める。7. 買入方式」、「(1) 利付国債」を加える。以下、ここは変えていないので、飛ばさせて頂く。「(2) 国庫短期証券」を加える。「買入対象先が売買利回りとして希望する利回りを入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより買入れる方式とする。8. を横線のとおり改める。8. 買入価格。(1) 利付国債。買入価格は、買入先が買入れを希望する」、以下「利付国債および国庫短期証券の」を削除。「銘柄ごとに、下限利回りに 7. により決定した売買希望利回較差を加えて得た利回りに基づいて算出した価格とする」。「(2) 国庫短期証券」を加え、加える文章は、「買入価格は、買入先が買入れを希望する銘柄ごとに、7. により決定した売買利回りに基づいて算出した価格とする。附則。この一部改正は、平成 24 年 7 月 17 日から実施する」。

別紙 3. 「「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」中一部改正 (案)」である。「6. を横線のとおり改める。6. 買入方式 (1) C P 等」、「買入対象先が売買利回りとして希望する利回りを入札に付してコンベンショナル方式により決定し、これにより買入れる方式とする。(2) 社債等」。以下変わっていないので、飛ばさせて頂く。「7. を横線のとおり改める。7. 買入価格 (1) C P 等」、「買入対象先が本行による買入れを希望する証券ごとに、6. に定める方式により決定した売買利回りに基づいて算出した価格とする。(2) 社債等」を入れて、従前と同じ文言を書いている。「附則。この一部改正は、平成 24

年7月17日から実施する」。

別紙4. である。「「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領」中一部改正(案)」である。「6. を横線のとおり改める。6. 貸付期間」。3 か月程度または、を消し、「最長」を加え、「最長6 か月程度とする。附則。この一部改正は、平成24年7月17日から実施する」。

最後に別紙5. 「「日本銀行業務方法書」中一部変更(案)」である。「第五十条第三項を横線のとおり改める。3 第一項に規定する公開市場操作としての貸付けの残高は」、三十を消し、「二十五兆円程度、資産の買入れの残高は」、四十を消し、「四十五兆円程度を上限とし、前項に規定する買入対象資産ごとの買入残高の上限は次に掲げるとおりとする」。「二 国庫短期証券」、四を消して、「九兆五千億円程度」。「五十一条第三号を横線のとおり改める。三 貸付期間。貸付期間は」、三ヶ月程度又は、を消し、「最長」を加え、「最長六ヶ月程度とする」。「附則」である。「この業務方法書の一部変更は、平成二十四年七月十七日から実施する。ただし、第五十条第三項に定める貸付けの残高の上限は、当該貸付けの残高が二十五兆円以下となるまでの間、なお従前の例による」。長くなったが、以上である。

以上が二点目であって、三つ目の決定事項の公表文案を読み上げさせて頂く。「2012年7月12日。日本銀行。当面の金融政策運営について(案)。

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、緩やかながら改善の動きもみられているが、全体としてなお減速した状態から脱していない。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の、緩やかに持ち直しつつある。公共投資は増加を続けている。設備投資は、企

業収益が改善するもとの、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、振れを伴いながら、緩やかに持ち直しつつある。こうしたもとの、企業の業況感をみると、内需関連業種を中心に緩やかに改善している。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. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価について、2012年度の国内企業物価は、見通しに比べてやや下振れるものの、2013年度は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。6. 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。7. 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。8. なお、このところ、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション等において応札額が未達となるケースがみられている。日本銀行は、資産買入等の基金の着実な積

み上げを通じて前述の金融緩和を中断なく進めていく観点から、本日の会合で以下の措置を決定した（注）。（1）固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを5兆円程度減額し、短期国債買入れを5兆円程度増額する。（2）短期国債の買入れをより確実にを行うため、当該買入れにおける入札下限金利（現在、年0.1%）を撤廃する。CPの買入れについても同様とする。（3）固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについて、金融機関の資金需要に柔軟に対応するため、「期間3か月」と「期間6か月」の区分をなくし、「期間6か月以下」とする。以上である。（注）として、「基金の全体像」というのを別紙に記載している。「リスク・バランス・チャート」については、先程、お示ししたとおりである。

最後に、今の変更点について、若干申し上げたいと思う。公表文の変更点であるが、1. は変えていない。2. の最初の文章だが、「海外経済は、緩やかながら改善の動きもみられているが」というところと、「全体としてなお減速した状態から脱していない」というのを、前月から順番を入れ替えている。国際金融資本市場については、前回と変わっていない。3. の冒頭の表現の「緩やかに持ち直しつつある」については変更はない。公共投資、企業収益、生産について、昨日ご説明したとおり、細かな変更をしている。それから企業の業況感を追加している。以上が3. である。4. は変更はない。5. であるが、「成長率は、概ね見通しに沿って推移する」という表現にしている。2012年度について、若干0.1程度の違いがあるということだが、この程度であれば、通常は「概ね見通しに沿って」と評価している。物価について、2012年度の国内企業物価については、中央値でいくと0.8の下振れになっているので、「やや下振れる」という表現にしている。0.5を超えると、今まではやや下振れとしている。それからCPIだが、こちらについては「概ね見通しに沿って推移すると見込まれる」としている。2012年度については、中央値でいくと0.1だけ下振れているが、こちらも0.1の下振れであれば、過去は「概ね見通しに沿って」という判断をしてきている。以上が、5. である。それから6.、7. は不変である。8. は今のご議論を踏まえて記載している。中身についてはご

議論のとおりというように思うが、ポイントだけ申し上げると、未達がある中で、「日本銀行は」の後だが、先程のご議論を踏まえて、「資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて前述の金融緩和を間断なく進めていく観点から」という表現にしている。以上である。

白川議長

最後の対外公表文だが、ご意見はあるか。それでは最初に金融市場調節方針、次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一旦退席をお願いします。

[12時33分政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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して頂きたい。

次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件について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

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 7、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件の採決の結果に加え、見通し計数等を含めた

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作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[12 時 38 分政府からの出席者入室]

全員一致である。

## VI. 議事要旨（6月14～15日開催分）の承認

白川議長

最後に、6月14、15日に開催された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

議事要旨の承認である。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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、18日水曜日8時50分に对外公表する予定である。

## VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、8月8、9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

解禁時間は12時51分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時51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。

(12時46分閉会)

以 上