

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年10月4日（14:00～17:04）

10月5日（8:59～12:09）

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（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（4日）
武正公一 財務副大臣（5日）

内閣府 松山健士 内閣府審議官（4日、5日 8:59～10:56）
前原誠司 経済財政政策担当大臣（5日 10:57～12:09）

（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（5日 8:59～9:11）
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（5日 8:59～9:11）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	河西 慎
金融市場局市場調節課長	正木一博（5日 8:59～9:11）

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に9月18、19日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは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

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】という資料に沿ってご説明申し上げます。予め概況を申し上げますと、国際金融資本市場は、9月に行われたFRBとECBによる資産買入れの決定などを背景に、投資家心理は総じて落ち着いた状況が続いた。米欧の資金市場では、金融機関のカウン

ターパーティ・リスクへの見方が幾分改善し、出し手の資金放出スタンスが一頃に比べ積極化していることもあって、LIBORなどターム物の無担保金利が緩やかに低下している。特にユーロ資金市場では、7月にECBが預金ファシリティ金利をゼロ%に引き下げて以降の search for yield の動きと相俟って、より長めのターム物金利、周縁国金融機関のウエイトの高い指標金利の低下がみられている。また、米国のクレジット市場では、FRBによるMBS買入決定に伴い相対的に格付けの高い資産の需給が一段とタイト化し、投資適格債のさらなるスプレッド縮小を見込む声が多く聞かれている。もっとも欧州では景気減速への懸念に加え、スペイン等周縁国の情勢を巡る不透明感が改めて意識されるなど、このところ改善方向にある投資家心理について、一部に巻き戻しの動きがみられたところである。このように欧州情勢を巡る根強い不透明感のもとで、欧州周縁国の金融機関にとっては厳しい起債環境が続いており、政策対応に伴うテールリスク後退の効果をフルに享受できるに至っていない。

それでは、資料の図表 2-2 (2) をご覧頂きたい。ドル、ユーロの調達環境は総じて落ち着いている。冒頭申し上げたように、LIBORはドル、ユーロともに緩やかに低下している。もっともユーロLIBORについては、OISレートとのスプレッドがパリバ・ショック以前の水準まで縮小しており、さすがに低下ペースが鈍化している。このほか、ドル調達環境に関し、図表 2-3 (1)、(2) の為替スワップを用いたドル転コスト、あるいは(4)、(5) のベシススワップにおけるドル調達プレミアムをみると、期末越えが意識される中でやや上昇する動きがみられたが、足許にかけては上昇も一服しており、緊張度の高まりを指摘する声は特に聞かれていない。こうしたもとで邦銀は、引き続き米国MMFから有利な条件での調達が可能となっており、年末越え資金調達も問題なく行うことができているとの声が聞かれている。

次に、図表 2-4 (2) の長期金利をご覧頂きたい。米国金利は、FOMC後数日はインフレ懸念が材料視され、BEIの上昇を伴いつつやや大きめに上昇していた。もっとも前回会合から足許にかけては、割安感が意識

されたほか、欧州情勢への警戒感の幾分の高まりも相俟ってリアルマネー勢からの押し目買いがみられており、米国長期金利はF O M C直後の上昇分を全て解消するかたちで低下している。ここにはお示ししていないが、B E Iについて、5年先5年物でみるとF O M C後に一旦大きめに上昇したが、その後F O M C前の水準をやや上回る程度にまで低下するなど、結局F O M C前後で大きく変わらない姿となっており、米国長期金利については、当面 1.5~1.8%台での推移を見込む声が多く聞かれるところである。ドイツの長期金利も、軟調な欧州経済指標や欧州情勢への警戒感の高まりを受けて低下している。この間、注目を集めているスペインでは 10年国債利回りが総じて6%割れの状況が続けているが、スペインの支援申請を巡る不透明感の高まりなどから6%台を付ける場面がみられている。なお、欧州コア国における短期ゾーンの国債金利は、3か月といった極く短いものが引き続きマイナス圏で推移しているが、テールリスクが後退するもとでマイナス幅はかなり縮小している。次に図表2-4(1)のわが国の10年国債の金利は、概ね米国の金利につれるかたちで推移しており、0.7%台半ばまで低下している。主要投資家である国内銀行の金利目線が、これまでの0.8%を中心としたレベルに維持されるかどうか注目されるところである。この間、前回会合での基金の長国買入増額の決定については、来年6月までの長国買入ペースが不変であることなどを背景にイールドカーブへの目立った影響はみられていない。また、基金長国買入れの下限金利撤廃後も0.1%程度で推移してきた2、3年ゾーンの金利は、これまでのところ0.1%から大きく乖離していない。図表2-6(2)で短国の発行金利をご覧頂くと、0.1%を大きく下回ることなく推移している。当座預金付利先の投資目線が維持されていることや、海外勢の短国投資もほぼ既往保有分のロールにとどまっていることなどによるものとみられる。また、前回会合で、基金の短国買入れが5兆円増額されたが、買入規模が発行額対比で大きくはないほか、年末までの買入額が不変となったこともあって短国レートに目立った影響はみられていない。続いて、図表2-8(2)のC P市場だが、発行金利は総じて低位で安定的に推移している。

ただし、発行残高が嵩んでいる一部の電力、電機銘柄では高めの水準での推移が続いている。

次に、図表 2-9 (2)、(3) のクレジット市場をご覧頂きたい。まず、米欧の社債市場だが、足許にかけてスペイン情勢の不透明感が幾分高まったことなどから、E C BによるOMT決定以降の流通スプレッド縮小の動きには一服感がみられている。欧州ではOMT決定を受けたセンチメント改善の動きを好機と捉え、周縁国でも金融機関を含めてやや多めの起債がみられた。これまで途絶えていた周縁国金融機関の起債が行われたことについては、市場へのアクセシビリティを試すものと評価する声が聞かれているが、これら金融機関は極めて厚めのプレミアムを要求されており、投資家の厳しい見方が根強く残っている。図表 2-9 (1) の国内の社債市場だが、引き続き総じてタイトな需給環境のもとで落ち着いた地合いにある。ただし、業績悪化が懸念される電機の一部銘柄では引き続き社債スプレッドの拡大が続いている。図表 2-10 の本邦企業のC D Sプレミアムだが、インデックスのカレント銘柄の交代による満期延長の影響に加えて、欧州情勢を背景に拡大している米欧のプレミアムにつれて拡大している。拡大の中心は中国の景気減速懸念や為替円高を受けた業績悪化が意識されている電機、海運などのセクターである。

図表 2-11 (2)、(3) の米欧の株価だが、欧州情勢への警戒感の幾分の高まりを背景にやや下落している。特に支援要請を巡る不透明感が高まっているスペインではやや大きめに下落している。この間米国では、株価が幾分下落しているとはいえ、なお高めの水準を維持している。これについては、前回F O M Cでのステートメントの内容を受けて、先行きのさらなる追加緩和の可能性が意識され、これが株価の下値を支えるかたちになっているとの指摘が聞かれている。一方で、目先企業業績の大幅な改善が見込みがたい中で、直近では図表 2-12 (1) のP E Rの推移にあるようなバリュエーションの状況から警戒感が指摘され始めており、米国の株価について一段の上昇を見込む向きは多くない。実際、セクター別の動きをみると、ディフェンシブセクターが株価全体を支える姿となっている。図表

2-11 (1) のわが国の株価だが、前回会合直後は、堅調な米国の株価に加え、ドル／円相場の円安方向への動きが好感され強含む場面もみられたが、ドル／円相場が再び円高方向に振れたほか、中国の景気減速も嫌気される中で期間を通じてみれば下落している。図表 2-13 の東証 R E I T 指数の推移をご覧頂きたい。R E I T 指数は 1,000 ポイントを超えて上昇しており、昨年 7 月以来の水準を回復している。上昇の背景としては、引き続き投信法改正による自己投資口の買入解禁等への期待、低金利環境下での配金利回りの高さ、オフィスビルの空室率の緩やかな改善予想などが指摘されている。さらに一部の投資家からは、日本銀行による今後の買入で一段の価格上昇が見込めるとの思惑から積極的に買っているとの声も聞かれている。もっとも、さらに先行きを展望すると、価格上昇局面では R E I T の新規供給による需給悪化も想定され、騰勢の持続性を疑問視する声も聞かれるところである。

次に為替市場である。図表 2-14 (2) の円、ドル、ユーロの名目実効為替レートをみると、円とドルが幾分上昇、ユーロはやや下落という姿になっている。これは、9 月中の米欧日の中銀による政策変更や事前の政策期待の高まりを受けた為替市場の反応、すなわち円とドルが下落し、ユーロが上昇するという動きが、足許にかけて欧州情勢の不透明感や中国、欧州等の景気減速懸念の高まりによって、それぞれ幾分巻き戻されたものと言える。図表 2-14 (1) をご覧頂くと、こうした中でドル／円は前回会合での追加緩和決定を好感して一時 79 円台まで円安が進んだが、短期筋の利益確定の動きから値を戻し、その後は期末の機関投資家によるレパトリを見込む投機筋の動きもあって、78 円前後で推移した。足許にかけては、昨日の米国指標の予想比上振れを受け、78 円半ばまで円安が進んでいる。この間、ユーロ／ドルは、前回決定会合の頃まで続いていた上昇の動きが一部巻き戻されたかたちになっている。次に、図表 2-15 (2) でドル／円相場の先行きについてリスク・リバーサルで確認すると、前回会合以後に一旦縮小していたドルコール超幅が、9 月末にかけてスポット相場が 77 円台で推移し為替介入を意識させたことからじわじわと拡大した。

ここで、図表 1-1 の金融調節である。前回会合以降の当座預金残高をみると、9 月 20 日の国債大量償還に伴う大幅資金余剰を受け、43~45 兆円台の高水準で推移した。これまでの当座預金残高のピークは、本年 7 月 2 日の 44.0 兆円だったが、10 月 2 日にはこれを上回る 45.3 兆円に達した。先行きの資金需給だが、15 日の年金定時払いまでは引き続き余剰基調となり、当座預金残高は今月中概ね 40 兆円台で推移する見通しである。今月下旬から 12 月上旬にかけては、資金不足期となるため、当座預金残高は、11 月中幾分減少するが、それでも 30 兆円台後半の高水準で推移する公算が高いものと思われる。図表 1-2 の当座預金残高の推移をご覧頂くと、当座預金残高の内訳を業態別にみると、国債大量償還以降

している。国債大量償還では、ネット 6 兆円弱の当座預金残高の増加となったが、

となった格好である。この間、都銀はこれまで超過準備保有に消極的なスタンスを維持してきたが、当座預金付利金利を上回る短期の運用手段が限られる中で、都銀の一部に当座預金残高の目標水準を引き上げる動きがみられている。短期金利の推移だが、潤沢な資金供給のもとで無担保コールレート、GCレポレートはともに低位で安定しており、期末日にも特段のレート上昇はみられなかった。

図表 1-3 の最近のオペ結果だが、前回会合以降の特徴としては、固定金利オペの応札状況に幾分改善が窺われること、下限金利撤廃後も基金国債買入れの落札レートに大きな変化がみられないことが指摘できる。まず、基金による固定金利オペは、前回会合以降ほとんどのケースで札割れを回避している。その背景としては、一つに国債大量発行・償還に伴う資金偏在から摩擦的に資金需要が生じたという季節的な要因に加え、二つ目に、一部都銀が当座預金残高の目標水準を引き上げつつあるもとで、以前より幾分厚めに固定金利オペで資金調達を行う動きがみられていること、三つ目に、基金の短国オペについて、現時点では、年末残高に対する寄与が小さい一方、固定金利オペとの競合がみられることから、短国オペをやや抑制的に運営していることもあって、証券会社の在庫が一頃に比べて幾分増

加していることなどが指摘できる。足許の固定金利オペ残高は 30.7 兆円だが、このうち年末越えとなっているのは約半分の 16.0 兆円であって、25 兆円の残高目標達成のためには、期落ち分のロールを含めて、あと 9 兆円の資金供給を行う必要がある。基金の国債買入れだが、前回会合で下限金利を撤廃して以来 2 回実施したが、いずれも期末を控えた銀行勢の益出しや証券会社のポジション整理に伴うニーズから、旺盛な需要がみられた。なお、この間実施された通常の国債買入れ——輪番オペ——についても、1 年超 10 年以下のところだが、これも同様の理由から残存 3~4 年ゾーンを中心に積極的な応札がみられた。国債買入れのところ、9 月 20 日オファー分が二つあるが、9 月 20 日オファー分では残存 1~2 年ゾーンを中心にかかなりの益出しニーズが見込まれた。そこで、残存 1~2 年を 7,000 億円、2~3 年を 3,000 億円、計 1 兆円オファーしている。もっとも実際には、2~3 年の売却ニーズは予想以上に少なく、落札決定レートは残存 1~2 年が 0.10% となる一方、2~3 年では 0.096% まで低下した。このため次の 9 月 28 日オファー分では、ゾーン別区分を設けることなくオファーを行うこととし、益出しニーズにピークアウト感が窺われたことを踏まえ、金額を 6,000 億円に減額した。この結果、落札決定レートは 0.10%、平均落札レートは 0.101% となった。落札銘柄の内訳をみると、残存 1~2 年と残存 2~3 年が概ね 6 対 4 となっている。基金による国債買入れは、対象銘柄にかかわらず、売買を希望する利回りと金額によって入札を行うため、市場における利回りが高い銘柄ほど相対的に落札されやすい仕組みとなっている。4 月末に基金国債買入れの対象を残存期間 3 年まで拡大した際には、残存期間 1~3 年のイールドカーブが緩やかながらも右上がりであったため、残存期間による区分を行わない場合には、残存期間が 3 年に近い銘柄ほど入札上有利となって、落札銘柄がこういう銘柄に偏る可能性があった。このような事態を回避するため、残存期間による区分を行ってきたが、足許では残存期間 3 年までのイールドカーブがほぼフラット化しており、こうした問題は解消されている。一方で、前回会合において、基金国債買入れの下限金利を撤廃したため残存期間別の区分を設ける場

合、買入額の設定如何によってはゾーン間で落札レートに大きな差異が生じて、イールドカーブを歪める惧れがある。こうしたことを踏まえて、当面、残存期間別の区分を行わずにオファーする扱いとしたが、買入対象銘柄の需給バランスやオペに対する金融機関のニーズ等を踏まえつつ今後とも機動的に対応していこうと思う。基金による短国買入れ、CP買入れは、前回会合以降昨日までにそれぞれ1回実施したが、応札状況に特段の変化はみられない。さらに、ETF、J-REITについては、前回会合以降ETF1回、J-REIT3回の買入れを実施した。以上の結果、10月3日時点における資産買入等基金の残高は、前回会合時の61.0兆円から幾分増加して62.0兆円、うち年末越え40.4兆円となっている。さらに、米ドル資金供給オペについては、実質的な利用は引き続きゼロにとどまっている。

なお、この資料を離れて前回会合における追加緩和への市場の反応をまとめておくと、為替市場では、事前に何がしかの緩和策を織り込む動きがみられたが、債券市場と株式市場では、展望レポート公表のタイミングでの緩和を見込んでいた先が多く、また基金の増額規模も大きかったとの声がかかるなど、総じてみればポジティブサプライズであったとの受け止め方が多かったようである。このため会合直後には、円安・株高の反応がみられたが、この部分は軌を一にして起こったグローバルなセンチメントの慎重化を受けて押し戻されたかたちである。また債券市場では、先程も触れたように目先の買入額が不変ということを受けて、金利面への影響は特段みられなかった。先行きについては、米国の追加緩和期待が根強いいため、日本の追加策を予想する向きが多いようである。具体的には、更年後に基金の長国月間買入額が約2兆円から半減し、これが市場の金利形成に影響する可能性を捉え、年内どこかで少なくともこれに対応するかたちでの基金増額が行われるのではないかとの見方が主流になっている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

図表 1-2 の当座預金残高だが、
だけでなくメガでも
が出ているが、国債の下限金利撤廃の影響はどのよ
うに出ているのか。つまり撤廃によって当預の 0.1% の魅力がより高まっ
て当預を持つことのインセンティブが高まっているという面があるのか。
あるいは、下限を撤廃したことによってオペに应じる魅力が高まって、結
果的にそれによって当座預金の残高が高くなっているのか。あるいは両方
なのか。

青木金融市場局長

両方あり得ると思うが、基本的には、運用するレート目線が、例えば都
銀だと短国目線 0.1% —— 極く一部にそれより少し下でも良いというところ
があるが —— は維持している。ところが、実際には、それを若干下回る
レートでしか運用できないという状況がある。そうした中で、今までは、
当預残をこの位低いところに抑えていたのが、これでは短国で運用するこ
とができないということで、それではもう当預で運用する、当預で運用す
るしかないということで、当預にきているということが基本的な流れに
なっているのだと思う。

木内委員

前回ご説明頂いた
というものが、
いるということか。

青木金融市場局長

している。従って、
という意味では、

ということだと思う。

木内委員

持続性はどうか。

青木金融市場局長

持続性とおっしゃる意味は、当座預金の水準を上げていこうと思っていたのがまた元に戻ってしまうのではないかということかと思うが、

の方については、正直に言って分からない。どこかで、目線を変えてくる可能性はある。一方、都銀など大手金融機関については、全体としてマクロの当預残がこれから基金の積み増しによって増えていかざるを得ないということを見越しているので、その一定割合は自分達としても当預を持つことになるのだろうと考えているので、恐らく持続性はあるのだろうと思う。

白井委員

図表 2-5 の市場参加者が注目する債券利回り変動要因だが、国債金利回りが変動する要因で、9月に景気動向が上昇している。これはプラス要因か。

青木金融市場局長

そうである。

白井委員

突然 9月に上がっているというところをプラス要因かどうかということを含めて説明して頂きたいのと、もう一点、先程図表 2-11 の米国の株価の説明の時に、わりと高めの状況にきているが、ディフェンスセクターが支えているとおっしゃったと思う。その背景と、それから来年いわゆるフィスカルクリフが実現した場合に、自動的に歳出削減のメカニズムが働

いてしまうと、半分位ディフェンスだったと思うが、その辺の予想が織り込まれているのかどうかというところをお願いする。

青木金融市場局長

図表 2-5 の市場参加者が注目する債券利回りの変動要因の方では、9月入り後に世界経済、特に欧州の不安が再び強まり世界景気に対する不安が強まり、この部分がどうなるかで米国の金利が変わり、従って日本の金利も影響を受けるという流れで、そういう意味での景気動向ということである。

白井委員

上がる要因か。

青木金融市場局長

景気が悪くなってくると金利が下がるという意味である。

白井委員

金利が下がる要因か。

青木金融市場局長

そうである。

図表 2-11 の米国株価だが、ディフェンシブセクターというのは、景気のアップダウンにあまり影響を受けないという意味のディフェンシブ銘柄であって、ディフェンスではない。どちらかと言うと生活必需品とかそういうもののことであり、それが支えている。フィスカルクリフの国防予算とは別の話である。

佐藤委員

図表 1-2 の短期金利の推移の図表で、当預が非常に高水準で推移して

いるが、そのわりに無担もGCレポレートも市場金利は非常に安定している。この辺りの背景を教えてください。

青木金融市場局長

これは、図表 1-2 の当座預金残高の推移の図でご覧頂いたように、当座預金は確かに 45 兆円位までいっているが、あまり変わっていない。つまり、
のようになっている。従って、ア
ベイラブルな当座預金は前とあまり変わっていないということになるということが、基本的な背景である。この図ではみづらいが、無担保コールが、ここ最近 1 週間位の間をみると微妙に少し高めに浮いているようになっている。これは、例の交付金の支払いが少し小さくなってしまったため、地銀に入ってくるはずだったお金が入らず、例えば、地公体が地銀から金を借りるといったことが起こって、資金繰りが少し苦しくなり、コールを取りにいくというようなことが起こったりしている。この図にはきれいには表れていないが、そういうこともある。

宮尾委員

図表 2-13 の東証REIT指数の動向について、REITの今の価格がフェアバリューというか、ある程度ファンダメンタルズを反映したものなのか、あるいは若干過熱しているのか。先程、配当利回り、ファンダメンタルズ要因からも説明できるが少し過熱かもしれないというようなニュアンスがあったかもしれないが、その辺をどう考えれば宜しいか。

青木金融市場局長

過熱感が強いという感じでは必ずしもないと思う。株でいうPBR1.0倍に相当する水準が東証REIT指数の場合は 1,050 と言われているので、大体良いところにいるというのが今の評価だろうと思う。

宮尾委員

関連して、例えば不動産関係のT O P I Xの指標などでは、不動産業の株価もある程度同じように良いという感じか。

青木金融市場局長

申し訳ないが、手許に数字がない。

宮尾委員

なければ後で結構である。

白井委員

その関係でR E I Tの価格が上昇しているということは、要するに配当利回りが良くて、つまりアンダーライニングは賃貸か。

青木金融市場局長

まあそうである。

白井委員

C P Iの賃貸、民間家賃をみると、東京も全国もずっとマイナスである。賃貸料は、どちらかと言うと下がる傾向がずっと続いているが、空室が減って量の方が増えていることが反映されているのか。

青木金融市場局長

R E I Tになるような不動産は、少し良いところということも多分あるのだろうと思う。

門間理事

C P Iは民営家賃だが、こちらは商業用不動産が大きいので、大分違う。

森本委員

図表 1-3 の固定金利オペだが、国債の大量発行・償還やあと三つ位の要因で、何とか札割れせずに、市場の状況をみながら懸命にやっていると。10 月に入ってから期間とか色々な面で柔軟な対応ができるから、何とかやっていけるような感じがあるということか。

青木金融市場局長

固定金利オペはあと 9 兆円ということだが、大体 8,000 億円オファーしているが、多少割れても 5,000 億円、6,000 億円位ずつ落ちていけば、一応達成できそうな感じにはなっている。ではそこが上手くいくかどうかということだが、先程少し申し上げたように、都銀が当預目線を上げているためにオペを取りたいということが、一つ前向きというか、助かる方向の話である。それから、年末に向けて資金需給的には不足に振れていく——年末最後の最後は少し余剰に振れるが——ので、そういう意味でも様々な資金需要が出てくると思う。それも拾っていけば何がしかオペにはプラス、助かる材料だと思う。完全には予見できないが、そういうポジティブな要因があるということが一つある。一方で、多少心配しているのは、今は短国に少しブレーキをかけて固定の方に入りやすい環境を作っている訳である。それは、今短国を買っても年末残にならないというやや技術的な配慮でそうしているが、10 月入り後は短国をせっせとかなりのペースで買っていくという目論見であるので、今後はむしろ短国を一杯買って金を出していくかたちになる。その部分は固定オペにとってはマイナスということになり、その辺の綱引きになる訳である。従って、悪い材料ばかりではなく、多少資金不足といったようなポジティブな要因もあり、結果はもう少しやってみなければ分からないということである。

西村副総裁

政策変更の影響について、債券市場はほとんど動かなかったということだが、これはストックビューというよりは次第にフロービューになりつつ

あるというように考えるべきなのか。それなりに何か理由があってストックビューにならなかったのか。それについて少し考えを教えてください。

青木金融市場局長

理由はないのではないかと思うが、今のマーケットは完全にフロービューだと思う。従って、来年1~6月について、マーケットが心配してくれているということなのだろうと思う。理由まではよく分からないが、マーケットの標準的な見方は、フローが半減すると金利が上がると予想しているということだろうと思う。

門間理事

敢えて、ストック、フローと言うとそういう話になるが、そもそも金融政策がどの位今の金利に影響しているかという問題も根本的にあるのだと思う。いわゆる日本経済のファンダメンタルズ、財政に対する懸念、国際的な金融環境など諸々を考えると、今の時点であまり動く理由がないというのが基本的なところなのではないかと思う。

山口副総裁

国の予算の執行が抑制的に行われている訳だが、今の様な状態が仮に続いた場合には、年末位までを見通していつ頃どのような問題がマーケットで生じる可能性があるかとみているのか。

青木金融市場局長

地方交付税の話とそれ以外の部分とあると思う。その他の部分については、何が起こればというはっきりした見方は言えないが、交付税の方については、延期されている部分が年内に出るというように一応見込まれているので、これについては大きな影響はないだろうとみている。ところがその他の予算執行をどの位抑制していくかというところがよくみえないので、そのことでどのような影響があるかというのは、実際に起こってみな

いとなかなか分からないということだろうと思う。

山口副総裁

金融市場局は、調節を行う際には財政資金がどの程度出るかを当然予測する。1か月先あるいはもう少し長めに予測する訳だが、実際には財政要因をどのように織り込んでいるのか。この点は、どの位長めの資金供給を行っていくのかということと当然絡んでくる。例えば固定金利オペを打つにしても1か月物でいくのか、2か月物でいくのか、その辺りの調節のさじ加減とも絡む訳である。そこが、今青木金融市場局長が言われたように、まるでみえないということでは、調節がマーケットにとって非常に大きな攪乱要因になりかねない。

青木金融市場局長

今の資金需給の予想のうえでは、細かい一つ一つの項目は分からない。

山口副総裁

大きな流れだけで良い。

青木金融市場局長

大きな感じとしては、財政は何か急なことが起こらない限り、資金需給は10月の半ばから12月の半ばにかけて、直線的に・・・。

山口副総裁

季節性としてだな。

青木金融市場局長

落ちていくという従来のパターンをそのまま前提にしているということである。それで、財政という意味ではそうだが、それ以外にも

出てくるということもあり得るとい

う意味では、色々予測できないことがあるので、そこは機動的に調節していくということだろうと思う。少なくとも財政のところについては、通常のパターンを前提にしているということである。

門間理事

おっしゃった財政の支払いが突然低下した場合とか、様々なコンティンジェンシーはあると思うが、基本的には今相当な資金余剰というか、当座預金残高がこれだけあるので、多少の資金需給の狂いがマーケットに大きなインパクトを及ぼすことは考えにくいということが一点目。それから、今の時点で厳密に予測できなくても数日前というタイムホライズンで予測可能になれば、その時点で手を打つ手段は幾らでもあるということなので、今の財政の問題が、金融調節上攪乱要因になるということをも物凄く心配することは取り敢えず必要ないのではないかと考えている。

山口副総裁

それならそれで良いが、一方でわれわれは 65 兆円を達成することを至上命題としている訳なので、それを実現できるかどうかについて、それなりに長いタイムホライズンで考えないと、具合が悪い。そうしたタイムホライズンでみた場合、今の財政の抑制的な運用が市場にとって攪乱要因になると考えるべきなのかどうか。いずれ財政が正常化すれば問題はなくなるが、先日の交付金の減額のようなことが起こるとすると、特に 11 月、12 月はマーケットに対してより大きな波乱要因になり得る。マーケットを預かる立場からすると、波乱要因を事前に想定して一定の対応をしておくことが、自然なのではないか。今の時点で明確に答えられない部分があるのは構わないが、全体としてどのように考えているのか、教えて欲しい。

青木金融市場局長

一言だけ申し上げると、前回交付金の一部払われなかったという時も、直前にそのことが確定して、どちらかと言うと財政が出ない方の話なので、

言ってみれば買入れがしやすくなるという方向であったので、その機を使って急遽 1 兆円と大きく出していくことができた。あの時は、確かにずっと前から分かっていたというよりは、かなり直前になってそのことが確定したということで、今おっしゃったような言い方でいくと、直前になって急にというところは、今後もあり得る。

山口副総裁

それは否定しないが、今まで抑制的だったとすると、今度は逆にどこかでどんどんお金が出るようになってしまう。そうなった時に 65 兆円が実現できないということになっても、また具合が悪い。先日の動きは、65 兆円を達成するという目標にとってはむしろプラスであったが、これから財政が正常化するとすれば、マイナスの効果が出てくる可能性があるので、それをどう読んでおくのかということである。

白川議長

先程ユーロについて LIBOR-OIS スプレッドがパリバ・ショック以前の水準に戻ったという話があったが、エポックメイキングだと思う。ユーロの問題それ自体は難しい問題を抱えているが、取り敢えず、ユーロの資金繰りという面からみて一つのエポックメイキングだというように思う。これは指標の 3 か月 LIBOR-OIS だけではなく、長い LIBOR——LIBOR の指標性の問題も別途あるかもしれないが——についても、そういうことは言えるのか。

青木金融市場局長

例えば 6 か月 LIBOR などをみると、傾向としてはそうだろうが、6 か月物はここのところかなり動きが鈍い。6 か月 LIBOR をみていると、3 か月などに比べると鈍い。ただ、今おっしゃったように下がっているという意味では下がっている。

白川議長

パリバ・ショック以前の水準に戻っているのか。

青木金融市場局長

確認してみる。

石田委員

今の質問に関連して、例のLIBOR問題があるが故に、実態的なものがどうかというものは外れて、例えば実質取引をかなり反映するという事になると、今行われているのは非常に信用度のレベルが高い人同士の取引だと思う。信用度の低い者は参加できないから。そうすると、従来以上にLIBORが低めに出てしまい、その結果でこうなっているということはないのか。実態的に本当にクレジット・スプレッドが下がっているのか。

青木金融市場局長

Fedなどの見方は、実態的にクレジットが良くなっているというものである。それは欧州情勢あるいはアメリカの金融緩和もあるかもしれないが、そういうことを受けて実際にクレジット・スプレッドが縮小しており、これは大変良いニュースだと彼らは評価している。

門間理事

確かにパリバ・ショックと同じかどうかというところについては、その時のプレイヤーと今のプレイヤーは違うので、そういう違いはあるかもしれないと思う。

石田委員

それにしても下がり過ぎである。

白川議長

欧州の問題自体が改善しているとは全く思っていないが、LIBOR-OISスプレッドの読み方という意味で、どのように読めば良いのかと思ったので質問した。

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する。資料は、資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。資料に入る前に概観だが、前回会合以降10営業日あまりの間の大きな動きとしては、前回会合時では世界経済は減速した状態がやや強まっているという判断だったが、この延長線上の動きと言って宜しいかと思う。欧州経済が負の相乗作用を強める中で緩やかな後退が続いており、それが貿易金融チャネルを通じてグローバルに伝播しているということである。また、三つの不確実性、すなわち一つ目は欧州債務問題、二つ目は米国の財政クリフの問題、三つ目は中国をはじめとする新興国景気の動向の先行きへの強い不透明感が、グローバルベースで企業家、投資家のマインドの慎重化をもたらしているということだと思うし、企業で見ると特に製造業部門においてグローバルに調整局面が続いているということだと思う。10日間に公表された7月、8月のハードデータについては、ポイントが3点ある。一つ目は、米国で、企業部門の弱めの動きと家計部門の相対的にしっかりした足取りという両者のコントラストが一段と目立ってきている。二つ目は、欧州で、7月、8月の欧州の新車登録台数の大幅減ということでも分かるように、これまで横ばい圏内で推移してきた欧州の消費についても一部に弱めの動きがみられ始めている。三つ目は、アジアで、これまで増加基調で推移してきたNIEs・ASEANの設備投資が、企業マインドの慎重化によって抑制され伸び悩む

姿が出ている。この間、韓国の9月の輸出などはまずまずの計数となっている。この辺は、アジア、NIEsについては、ソフトデータとハードデータでややちぐはぐな動き——ソフトデータが非常に慎重ということだが——となっており、両方のデータをよくみていきたいと思っている。以上がハードデータである。足許9月以降の世界経済の状況ということについては、数少ないがソフトデータでみていかなければならない。まず米国では、消費者コンフィデンスが改善し、家計部門はしっかりした内容と言える。9月の製造業のPMIの内訳項目の新規受注は改善している。節目の50を上回りやや明るい動きもみられる。この間、欧州のソフトデータについては、8月から目立った変化はなく、欧州経済は緩やかながら後退が暫く続くという感じである。最後にアジア新興国のソフトデータは、先程申し上げたハードデータに比べ、非常に慎重である。以上、全体としてみれば、悪化は避けられている一方で、世界経済全体として目立った改善の動きはまだ認められないということだと思う。

それでは、図表1の製造業PMIだが、8月から9月にかけては、全体として大きな動きはみられない。(3)のユーロエリアについては、一段の悪化は回避されたが、ECBの政策対応後においても明確な改善はみられていない。(4)の新興国、(5)の中国は、極く小幅の改善となっているが、横ばい圏内の動きにとどまっている。この間、(2)の米国でやや改善したのは明るい話題だが、それでもなお節目の50を回復するには至っていない。このように大きな動きはないということである。

次に、米国経済を確認すると、家計と企業間のコントラストが目立つということである。まず、企業部門の動きから確認する。図表2-1(1)の9月のISMを確認すると、非製造業が引き続き好調に推移する中、製造業も4か月振りに50を上回る水準まで改善している。もっとも生産は、引き続き節目の50を下回っている。企業の生産活動は、目先弱めの動きとなる可能性大ということである。(3)の設備投資サーベイ、(4)の資本財受注も、このところやや弱めの動きとなっている。一方、家計部門についてみると、まず(5)の新規失業保険申請件数はこのところ低水準で推

移している。また、(6)の雇用スタンスについても、雇用者数の緩やかな増加と整合的な動きとなっている。因みに、次の9月の雇用統計は、今週金曜日の夜に発表されるが、直前の市場予想は非農業部門の雇用者で+11.5万人増となっている。力強さには引き続き欠けるが、緩やかな増加というこれまでのトレンドに近い計数を予測しているということである。こうした雇用情勢のもとで、図表2-2(2)の実質個人消費をみると、雇用者所得が緩やかに改善するもとで緩やかな増加を維持している。ただ最近では、ガソリン価格上昇の影響などから、(1)の実質可処分所得の伸びが鈍化している点が少し気掛かりである。もっとも(3)の消費者コンフィデンスは改善している。また、バランスシート問題の重石が徐々に和らぐ中において、(5)の住宅着工件数が低金利の後押しもあって、低水準ながら持ち直しの動きを続けている。家計部門が経済を押し上げる力が若干でも増していく可能性が高いのではないかと期待しているところである。

今回は、QE3がスタートして1か月弱だが、金融市場を中心にその影響をチェックし、暫定的評価を試みたいと思う。まず、図表3(1)のMBSの目立った金利低下が今回の最大の特徴点である。月々のフローの約5割をFRBが購入していくので、需給要因に大きく影響を及ぼすということである。ファニーメイについては大体30bp位低下、それからジニーメイについては60bp低下ということで、銘柄によって違うが30~60bp位金利が低下している状況である。(2)の長期金利については、QE3直前から直後にかけて利回りが一旦上昇したが、その後は世界景気の減速長期化懸念や追加緩和期待なども影響して利回りは徐々に低下している。長期金利がじりじりと上昇したQE2とは、これまでのところやや異なる動きである。この1か月位では長期金利は大体20bp弱、18~19bp低下ということである。(3)の期待インフレ率をみると、QE3のアナウンス直後にははっきりと一旦上昇し、その後やや低下している。なお、政策発動前の水準と比べた場合は、少し切り上がったところということである。期待インフレ率については、QE2との比較は微妙である。(4)の株価だが、Q

QE3 期待が醸成される中で上昇基調を辿った後、QE3 から数日後には早くも頭打ちということである。これは、ジャクソンホールからQE2 にかけての動きとほぼ同様である。(5) の為替は大分違う。QE2 の後では、相当ドル安傾向が続いた。1年弱の長いドル安となった訳だが、今回はこれまでのところ微妙だが、若干ドル高気味ということである。安定した動きということであろうか。(6) の商品市況をみると、QE2 の時にはジャクソンホール以降ほぼ一本調子で上昇した。今回もやや似通った動きをしているが、今のところ前回のような勢いはない。ただ、QE2 の直後でも一旦下がった後にその後タイムラグをもってずるずると上がったということがある。以上、整理すると、MBS利回りの大幅な低下が今回の最大の特徴である。ジャクソンホール以降の期待インフレ率の上昇、株高、ドル安、商品高というストーリーは似通った面も一部にあるが、全体としては、前回のよう強い傾向は今までのところ認められないということである。欧州債務問題や世界景気の先行きの不透明感がある中において、投資家がリスク回避姿勢を然程緩めていないということが前回局面との違いの一つの原因ではないかとみている。QE3 の効果ということでは、やはり今回MBSを通じて住宅市場、モーゲージにどれだけの好影響があるかということだと思う。この1か月をみたところでは、例えばモーゲージの新規金利は、ほぼ長国並みの15bp~20bp位低下しており、新規の申し込みも足許結構増えているので、取り敢えずポジティブな動きが看取される。今後は、この動きがどれだけ広がるか、メリット・デメリット相半ばするQE2の時のような商品市況、期待インフレ等に対する副作用をどれだけ抑えられるかといったところを、注意深くみていきたいと思っている。QE3は以上である。

欧州経済と新興国経済を駆け足でみたいと思う。図表4のユーロエリアだが、ユーロエリア経済は、緩やかに後退、今後もそうした基調は暫く続くと考えている。(1)の実質GDPは、4~6月期にかけて3四半期連続のマイナス成長となり、(2)の7~9月のPMI生産指数のかなり弱い動きからみて第3四半期の実質GDPの減少もほぼ間違いないと思う。そ

れから、(3)の輸出受注PMIが引き続き50を下回っている。目先、域外輸出の伸び悩みが続くということは、まず間違いないと思う。加えて、家計部門でも消費者コンフィデンス、新車登録台数が大きめの減少となっており、ここにきて内需の弱さが強まっているということである。

次に、図表6の新興国経済である。中国経済については、データは製造業PMIのみである。若干の改善はしているが、横ばい圏内の動きと捉えている。9月にさらに減速したような動きにはなっていない一方で、目立った改善もないということである。中国経済の成長テンポの鈍化に歯止めがかかっている兆候はまだ認められない。この間、輸出受注PMIも幾分改善しているが、依然として50を下回る水準での推移となっている。今回は(3)で中国の素材価格をみてみたい。建設資材が引き続き下落、鉄鋼市況は大幅に下落した後、極く最近では小反発となっている。この小反発の動きが、減産による在庫調整の進捗によるものかどうかを判断するには現時点ではまだデータ不足であり、今後のデータを良くみていきたいと思っている。最後に韓国、台湾だが、(4)のPMI、(5)の輸出・生産合成指数をみると、台湾、韓国とも悪化方向の動きが続いている。もっともこうした動きは、ハードデータの生産の動きとやや乖離している。台湾の生産は4~6月にやや減速した後、7月、8月には若干プラスという感じで、韓国の生産についても7月にやや大きめのマイナスになった後、8月はマイナス幅が縮小、そして9月は少しプラスかなということであるし、輸出についてもプラスなので、ハードは少し底を打っている感じがあるが、ソフトの方がこれについてきていないということである。こういったちぐはぐな動きだが、韓国、NIEs・ASEANの辺りの動きについて今後丹念にチェックしていきたいと思っている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

米国について二点質問がある。一つはフィスカルクリフについてだが、フィスカルクリフと呼ばれるような大きなショックは回避されるということが依然としてメインシナリオだとは思いますが、何がしかの景気への抑制効果は避けられないという意味で、フィスカルクリフは回避されてもフィスカルドラッグがあることはコンセンサスである。では、こういった抑制効果が予測されるかと言うと、例えば、強制歳出削減についてはやや延期される、給与支払税減税については失効してしまうということがコンセンサスだと思う。ブッシュ減税については選挙結果次第だが、今のままオバマ大統領が有利に進むのであれば、高額所得者については失効してしまう。つまり企業よりも家計の方にダメージが大きいのではないかと思われるが、例えば資本財受注のように設備投資にフィスカルクリフの影響が出ているが、消費者センチメントの改善にあるように家計には出ていない。ここに非常に違和感があるが、これをどう解釈すれば良いかということが一つ目の質問である。

二つ目は、図表 3 のところで Fed の決定以降、期待インフレ率が上がったという議論がかなり出てきていると思う。名目金利は行って来いのようなかたちだが、期待インフレ率で言うと少し戻っているがまあまあ上がっている。ただ、これは TIPS から計算したものでありその精度がどうなのかとも思う。つまり実質金利が下がっているのに、逆算すれば期待インフレ率が上がっているというかたちだが、Fed 自体は、別に国債の買い増しをした訳ではない中で、果たして実質の金利は下がっているのかどうか。つまり、インフレ連動債自体の精度の問題があるので、本当に期待インフレ率が政策効果を受けて上がったかどうかについては、私自身はもう少し慎重にみた方が良いのではないかと思っているが、世の中の的には、それが期待インフレ率を高めた、政策の効果が出ているという解釈が出ているが、それについてはどのように考えているかということをお聞きしたい。

大野国際局長

まず二番目の方だが、私自身の見方は木内委員に非常に近く、市場では直後にわりと上がったという感じを言っているが、こうやってみるとBEIでみても行って来いという感じがある。BEIの精度の問題もあるし、どのタームをみるかということでも違う。先程は微妙と申し上げたが、BEIでみる限りにおいて、明確に上がっているか上がっていないかというところは非常に微妙なところではないかと思う。結局、他のサーベイ調査みたいなものも併せてみないとならないと思っているが、ただそちらもそれほど動かないので、今のところ無反応ということだと思う。ただ、前回のように商品市況や為替まで波及してくれば、それは明確にインフレ期待についても有意な影響を与えるということにもなろうかと思うので、全体の指標と併せてみていくのが良いのではないかと思うが、現時点において今回のQE3がインフレ期待に明確な影響を与えたかどうかの判断は、保留させて頂きたいと思っている。

一番目のフィスカルクリフだが、今おっしゃったように本来のルートは、消費者、雇用者のところは間違いなく、おっしゃるとおり高所得者のところはどうかということはあるが、必ず起こるのはそこだけということであって、自動削減のところは分からない。分からないが、実際に出ていることは、われわれの見通しなどもそうだが、足許10~12月から来年の1~3月位については、企業のマインドは、フィスカルクリフという多少曖昧な恐怖かもしれないが、その影響が出てきていると思って良いと判断している。それが実際の歳出の削減を的確に予測しているかどうかとは別に、マインド自体が企業活動を抑えているという部分では影響は出ていると思う。実際の自動削減がどの位出てくるかということは本当に分からない。多くの米国ウォッチャーは、そこはあまり深堀りせず、何とか妥協ができて先送りになるのではないかという楽観的な見方が少なくない。ただ、われわれとしては、財政の立て直しは必ず必要であって、共和党、民主党どちらが勝つにしろ、多少違いはあるが、歳出面について防衛、メディケア関係で手を入れなければならないということは確かなので、ガクンという

フィスカルクリフではないかもしれないが、向こう 2、3 年位かけてのフィスカルドラッグというものは出てくるので、その状況も併せてみていくという両睨みでいこうと思っている。

木内委員

その場合、家計はフィスカルドラッグのリスクをあまり十分に理解していないということなのか、それとも理解しているが金利の低下だとか株の上昇というプラスの要因の方が大きく現れてコンフィデンスは上がっているということか。

大野国際局長

そういうことだと思う。雇用情勢自体は、緩やかだが改善しているし、物価も安定しているということで、所得環境はそう悪くない。不確定要因があるとすると、高所得者層のところは、選挙の結果によってどちらに転ぶかということがあるので、そこに不透明感はあるが、中所得者層以下については一応今回の減税をある程度継続する中で消費者コンフィデンスが保たれているということではないかと思っている。

佐藤委員

同じくフィスカルクリフに関連しての質問だが、フィスカルクリフが全部実現してしまうと、一般的に名目 GDP 対比で 4%とか 4.5%と言われている。ただ、そのタイミングが段々近づいてくるにつれて、具体的に、何が残って何が残らないのか、何が失効するのか、そういったところもある程度コンセンサスみたいなものはみえてきたのかなと思う。失効する可能性が一番高いと思うのはペイロールタックスだが、これは与野党ともにどうも失効ということをほぼ決め込んでいるという状況だと思う。ブッシュ減税のうちの高所得者の減税の部分がどうなるかというのが分からないが、ペイロールタックスのところはほぼ決まりだろうと思う。色々な試算があるが、ペイロールタックスによる減税の部分はざっくり言って G

D P比で大体1%弱位あるかなと言われている。ブッシュ減税の高所得者部分も加わってくると、もう少し大きく1.5%とか2%になってくるかと思うが、来年の1月1日から減税打ち切りということになってくれば、来年の1~3月期の米国経済は、それなりに低成長を余儀なくされると思う。ところが、どうも世の中のコンセンサスをみていると、その辺りをあまり織り込んでいない気がする。どの予測機関でも来年の成長率は大体2%位で置いており、四半期の成長率もコンセンサスサーベイ等をみると、大体年初1.5%とか2%と結構高い成長率を置いていると思う。ただ、実際に減税が打ち切りということになれば、GDPは恐らくゼロ%台に下がってもおかしくないと思うし、そういう点で世の中的にまだこの状況は、ただ単に何か言われているだけで十分に数字に織り込まれていない気がする。その辺は如何か。

大野国際局長

GDPへの影響については、結局は乗数をどうみるかということだと思う。勿論、先行きに対する成長期待だとか、雇用状況がどのようになるかによって違うと思うが、ペイロールのところの影響を受けるということであれば、GDPへの影響は、消費性向の問題もあるが0.6掛け位だろうか。年間ベース、出尽くしベースでみて、所得税の減税の取り止め等と言った場合、GDP対比でみて恐らく1~3%位、幅があるが2%位はあるとは思いう。それで、GDPに対する影響についての乗数をどうみるかということだが、国際局の試算としてはそこに0.5位掛けて、1%位の影響ではないかとみている。米国経済をみているウォッチャーやリサーチャーがこのところをあまりみていないというのは、佐藤委員のご指摘のとおりだと思う。色々な議論があるが、乗数がもう少し大きいかもしれないということではIMFなどが言っている。それは、これだけ低金利が続き景気も悪い状況なので、特に歳出の方で、クラウドイングアウトではなくて、クラウドイングインで普通は少し薄められる部分が今回はそういうものがないから、締めた部分だけそのまま出してしまう可能性があるのではないかというこ

とである。われわれは、所得のところについては、消費性向を入れて0.4%位、支出のところは何がしかあってそこは0.1%位、合わせて0.5%位とみているが、ひょっとすると少し小さいかもしれない。だから、もう少し1%分が front-loaded にガクンと1~3月、4~6月に出てくるというケースはあるかもしれないと思っている。ただし、成長率として、今佐藤委員がゼロ%台でもおかしくないとおっしゃったかもしれないが……。

佐藤委員

ゼロというのは言い過ぎである。

大野国際局長

今の米国の経済成長の実力は、2013年で2%台の前半位はあるのではないかとみている。元々来年の前半位から後半にかけて成長率を徐々に高めていくという見通しを置いているので、正確にきちっと詰めて置いている訳ではないが、既にマインド悪化の影響が出ている10~12月と来年の1~3月のところは、風速はフィスカルクリフの直前、直後の動きを受けて少し成長率が減速し、その後、このフィスカルクリフをこなしていくようなかたちで春から夏にかけて、2%台後半の成長に回復していくというようなシナリオを、内心心に持って米国経済をみている。

中曾理事

大野国際局長が言ったとおりだが、若干補足をさせて頂くと、一つは、乗数をどのようにみるかということが今後論点として出てくるかと思う。確かに財政乗数については今0.5とか0.6とかを仮置きして、計算することが多いようだが、今は米国だけをみてもいけないのかなと思う。つまり、緊縮財政がグローバルに全体で行われるようになってきているので、米国がやり欧州がやり日本もそうだが、そうすると世界同時的に財政緊縮が行われることになり、本来であれば働くような為替を通じた減殺効果がなくなってしまう部分がある。それから先程大野国際局長が言ったように、

元々クラウドインの余地が減ってきている訳である。金利は非常に低くなっているし、そもそもスラックが大きいので、本来働くであろうようなクラウドインの効果がなくなってきているとすると、しかも同時並行的に各国がやっているとする、米国では 0.5 位でいいかなと思っていても、結果的にグローバル経済でみると、その乗数は結構大きくなってしまいうというように、グローバル経済への影響への留意をしておく必要があると思っている。

それから先程、木内委員がおっしゃった期待インフレ率のところだが、これもマーケットで言われているのは、オペレーション・ツイストの時はバランスシートの規模は拡大をしなかった、しかしQE3はバランスシートが拡大するので、そこを捉まえてこれが期待インフレ率に何らかの影響を与えているのではないかというような議論ではないかと思う。その辺を捉まえて何がしかの効果があつたのではないかということだが、Fedの見解としては、この因果関係は良く分からないというのが今のところ彼らの認識のようである。

木内委員

フィスカルクリフの話でもう一つだけだが、今月初めのブルーチップインディケーターをみていたら、第1四半期のGDPが年率で1.9%、第2四半期が2.2%になっており、来年の前半は2%前後位、後半はもう少し高まる。これをみていると、乗数やクラウドインというレベルではないような気がする。つまりフィスカルクリフの影響を織り込んでいない。ゼロではないだろうが、先程申し上げたフィスカルクリフが回避されるというのはメインシナリオで良いだろうが、フィスカルドラッグはもうほぼ避けられないということを本当に十分にこの経済見通しに反映しているかという、この数字をみる限りかなり危うい感じがする。それは、もしかしたら金融市場もそうかもしれない。そういうことを考えると、依然として来年の特に前半にかけて経済、金融市場にとっての大きなリスクがあると思っておいたほうが良いのではないかと思う。

西村副総裁

一点、少しテクニカルな点だが、日照りの影響で在庫の depletion が起きているので、在庫の積み増しが引き続きあり、その分が入っているのではないかと思う。それが大体 0.5%位あるはずなので、実際にはそれより実力的にはもう少し低いのだろうと思う。どの位入っているかどうか分からないが。

白井委員

二点ある。先程、韓国と台湾でも生産や輸出で少し前向きの動きが出てきているということだが、中国が投資プロジェクトを加速している——どれだけ実施しているか分からないが——ことと関係しているのか、あるいは米国がある程度消費も底堅いということからきているのか、分かる範囲で良いのでその背景を知りたい。特に、韓国と台湾の場合は、中国のインフラ投資と物凄く連動しているようなので、そこなのかどうかというところを知りたいということである。

もう一点は、中国の株価が結構低迷し、1～8月で7%位減少しているそう。中国の場合、株を持っているのは大体9割位が個人だと言われている。そうすると、何らかのかたちで個人の資産にマイナスの影響があると思う。最近消費の伸びが少し減速が続いているが、そこにどの位株価の影響が入っているのか、分かれば教えて頂きたい。

大野国際局長

一つ目の韓国、台湾の足許輸出の伸びだが、資料-3（参考計表）の図表3-2で、韓国の輸出は前期比で8月+2.7%、9月+4.2%で、7～9月では+0.2%と微増である。ここについて、中国向けが悪かったものが戻っているという感じではない。元々韓国について、中国向けがそれほど大きく沈み込んでいるという感じでもない。日本の方はそこが強く出ている部分があって、欧州向けはマイナスだが、中国について、減速感が弱まって

いるというところがみて取れないことはないが、中国において固定資産投資やプロジェクト物が動き始めてここに繋がっているという証左はない。そういう意味では月々の振れの範囲かもしれない。ただ全体としてむしろ米国の動きに少し下支えされているという程度でみておいた方が良くかなと思っている。

二つ目の中国の株についてだが、思い込みかもしれないが、中国で株式をやられている方は、勝っても負けても、という感じで割り切ってやられる個人が多いと聞いているので、勿論多少はあると思うが、この程度のマイナスでは、そこから消費に対する強い影響はそれほどないのではないかなと思う。こういうことが数年前にもあったが、株を経由したウエルスエフェクトは、米国と違って中国の場合はそれほど弾性値が大きくない——不動産は効くが——のではないかなという状況は変わっていないと思う。

宮尾委員

米国経済のところで一点質問したい。冒頭におっしゃった海外経済の全体観のところで、目立った改善はみられないという基本的な総括をされた中で、やや良い指標として、米国のサービス部門、個人消費関連部門がソフトデータ、ハードデータともわりとしっかりしている印象を持っている。ただ、全体観としてそれが世界経済全体の製造業の落ち込みを支える位に強いものかどうかという辺りの評価が難しいところだと思うが、今のN I E s の輸出も、もしかしたら米国の家計部門のしっかりした部分が引っ張りつつあるのかもしれない。別のM a r k i t のグローバルのP M I をみると、彼らの評価は、製造業は落ち込んでいるが、非製造業は米国のサービス業等を中心にわりと支えて全体を持ち上げているということである。製造業、非製造業を全部合わせたグローバルなP M I だが、そういう評価もあって、世界経済全体の中で米国の占める割合は2、3割あるので、米国の家計の強さというものは看過できない、意外にしっかりとしているかなとも思うが、そこはそれほど持続性がないという評価もあり得ると思う。その辺はどうか。

大野国際局長

米国の消費、雇用については、振り返ってみてもこの1年、2年、非常に緩やかだが徐々に地固めができていのではないかと思っているし、先行きについても、失業率が8.1%からどこまで下がるかということがあるかもしれないが、今の状況からみると、米国国内のサービス産業でもう少し雇用の改善が続くことは期待できると思う。そうなると、問題は先程のフィスカルクリフという一つのショックを米国経済全体としてどのようにこなしていけるかどうかである。私共の標準シナリオは、それはこなしていけるとみているが、それとの絡みで、向こう3か月から半年、米国経済がより底堅い動きになってくれるというようなシナリオを持ち得ると思っている。もう一つ、直近の明るい動きは、不動産、住宅の価格も底をついている感じがあるし、それから今回のQE3がMBSのマーケット、それから金融機関に対し背中を押している部分もあるので、これから上手く政策効果が出てくれば、小さいかもしれないが弾みがついてくるのではないかと思う。それは、宮尾委員がおっしゃったように、米国経済全体に対してもそうだし、世界経済に対しても頼もしい下支え要因として期待できるのかなと思う。

山口副総裁

今までも質問をしてきたことではあるが、資料-3（参考計表）の図表8-4で、ユーロエリアのM3の伸び率が一貫して上昇テンポを高めていることと、一方でこのところ急速に対民間貸出が落ちてきていることとの間のギャップは、どのように説明するのか。

大野国際局長

確か2回前の会合でも同様のご質問があったが、あの時分析をしたところ相当財政の部分が大きかった。先月もう一回確認したところ、財政というよりも、ここまで金利も非常に低く流動性も供給しているので、手許的

な流動性の高い預金等が相当増えているという感じがある。だから全体としては貸出は落ちているが、あれだけECBが資金供給をしてその相当部分が国債、財政の方に回っているということが底流の一つあるということと、それから金利が低くなってきて相当程度流動資産を置いておくという動きの両方がずっと続いており、その中で金融機関の方は状況が悪いので貸出を落としてしまうというかたちで、ワニのようにぱっくり開いてきている状況が続いているということだと思う。

山口副総裁

財政要因だけではないということか。

大野国際局長

財政要因は相当強くあるが、超緩和の影響が追加要因として出てきているのではないかと——仮説だが——みている。

木内委員

国によっては国債をかなり買わされたというか、LTRO以降は、資産サイドでは、貸出も増やしているが、それ以上に国債の保有を増やしている。

大野国際局長

それは一番大きいと思う。特にスペインであるとか、ポルトガル、ギリシャについては。

山口副総裁

これは、8月までのデータである。周縁国の金融機関は、一貫して国債を買い続けている状態なのか。そのようにみているのか。

大野国際局長

今年の初めから5月、6月、7月、8月位がピークだと思う。もうほとんどどちらかと言うと、お腹一杯な状態であるので、追加的にさらに金融機関が国債を買い増ししているかどうかは、少し微妙ではないかと思う。

山口副総裁

それがないとなかなか説明がつかない。

大野国際局長

その辺は引き続き注意してみていく。あと、一つだけあるとすると、周縁国国債についてはそうだが、夏頃から出てきた動きとしては、フライト・トゥ・クオリティがかなり激しく、周縁国ではなくコア国の国債の方に対しては、むしろオペ等で取った資金で安全資産を買い増している。これは引き続き起こっている。これは間違いないと思う。

白川議長

先程のQE3のところ、アメリカの予想インフレ率について色々な解釈があり、上がってきているという解釈もあると思うが、もう一つは物価連動国債の利回りが今マイナス——-1%位か——に突っ込んでいる。それ自体は、アメリカの将来の実質的な成長率の低下期待が強まっているというようにも読める訳である。計算すると確かにブレイク・イーブン・レートは上がっているが、この解釈は何とも言えないのではないかという気がする。それからもう一つは、予想インフレ率が上がっているという解釈に立った場合——これはこれで私もあり得るかとは思——、ただその場合は5年という長い期間については、Fedはインフレ期待はアンカーしないと断言している。それが本当にもし上がってきているのであれば、一方でFedはちゃんとインフレ心理、インフレ期待をアンカーしていくということも言っている訳である。他方で、少し景気が良くなると言ってもそうではないと言われると、低金利を続けるとも言っているよう

で、F e d自身のメッセージが非常にはっきりしない訳である。本当の意図は、実はインフレ率のオーバーシュートを認めようとしているのではないかと考えれば、予想インフレ率の上昇になってくる。私自身が言いたいのは、必ずしも予想インフレ率のシナリオだけではなくて、素直に読むと別のシナリオもあるのではないかという気がする。その辺をどう思うか。

大野国際局長

現時点でB E Iの動き自体をみても非常に不安定である。期間別ほか色々チェックしてみても、必ずしも一つの方向感は出てこない。もう一つ重要なポイントは、先程おっしゃったようにマイナスのところが出てきてしまっているので、インフレのところなのか、期待成長率のところか、どちらが入っているかということは分解できなくなる。今そういう意味ではマーケット自身についても、F e dの真意を押し量り切れしていない状況ではないかという気がしている。期待インフレ観がまだ安定していない状況にあるのではないかというような感想を持っている。

中曾理事

ストーリーが矛盾している部分はある。米国は彼らが持っている潜在成長率の数字を下方修正をしている訳ではないし、一方で物価もおっしゃったように目標はそのままにしている訳だから、ストーリーが整合的でない部分は出てきている。F e dと議論していても、先程も申し上げたがよく分からないというような説明になってしまっているので、彼らも本当にこうだというストーリーを持っているようには窺えない。

白川議長

よく分からないというのは、分析上よく分からないというか、敢えて言うと、自分達が何を言っているかよく分からないということが、あるようにも思う。

中曽理事

そういう質問を投げかけることもあるが、ストレートに答えが返ってこない。

白川議長

返ってこない。

山口副総裁

政策当局の意図としてどうかという問題があるにしても、B E I と普通の長期金利との比較だけで考えれば、素直にこの図を読み取れば良いのではないか。

白川議長

B E I は結果として出てくるものだから、元々あるのはインデックス国債のT I P S 自体を素直に読むと、要するに実質成長率が低下するということを行っている訳である。従って、residual の予想インフレ率に情報があるのか、そうではなく実質成長率が下がっていくということがダイレクトなインフォメーションだからそこは何とも言えないと考えるのか、ということである。

山口副総裁

しかし、T I P S が合理的に形成されているのだとすると、その部分は成長率についての一定の期待が既に織り込まれているというように考えるのではないか。

白川議長

その時に実質成長率がもし下がっているということにメインの情報があるとすれば、これはこれでシリアスな情報である。

山口副総裁

勿論そうである。

白川議長

実質金利というのは市場金利として読もうという読み方であり、だから、市場金利として読むとすれば、予想インフレ率が上がったというのはこれはこれで一つの解釈だが、そうではなく実質期待成長率が下がってきているというように読めば、成長率が下がってきている訳だからこれ自体は将来の潜在成長率に対しても非常にネガティブなインフォメーションを含んでいるのだと思う。

木内委員

米国だけではないが、需給面の問題もある。

白川議長

それは別途ある。それは元々ある。それは先程木内委員がおっしゃった話で、その解釈もある。そういう意味では、純粹に技術的な話もある。

西村副総裁

TIPSの厚みはずっとあるな。それだけ確認だが。

大野国際局長

最近低下しているとは聞いていない。

森本委員

穀物価格の影響だが、資料-3（参考計表）の図表 9-2（3）の中国の食料品の動きとか、それから参考図表 3-3 の（5）のNIEs・ASEANのCPIのところなどをみると、QE2の前後とか、それから2007年から2008年位にかけての非常に上がった時などをみると早めに上がって

いるような気がするが、今回は、中国にしてもNIEs・ASEANなどにしても、飼料とか色々な影響は半年位後ということではあるが、影響の出方がそれほど心配するほどでもないのではないかと思ったりもする。その辺で何かアネクドタル的に聞いている話などがあれば、参考までをお願いしたい。

大野国際局長

QE3の直後は流動性相場的な動きも極く短期間みられたが、その後は、わりと落ち着いている。特に今森本委員がおっしゃった中の中国であるとかそれからアジアの・・・。

森本委員

水準自身が高くなっている。

大野国際局長

ただ、それは昨年前半位は相当高く、その後少し落ち着いてきている部分もある。豚や主食は、現地の経済状況にも大きく影響を受けるので、その辺について、金融面からの動きで市況が跳ね上がるような感じは、少なくともこの1か月の後半についてはほとんどみられないということだと思う。ただ金融面の動きは、時間とともに残る話であるということと、今世界全体の投資家あるいは企業もそうだが、マインドは相当慎重化しているので、これが世界経済全体が少し浮力を回復しているような状況の時に商品市況等に対して資金が流入するのかわからないのかといったところについて、注意する心構えは持っていた方が良いという感じである。ただ、現象面としては今のところはそういうところはないし、QE2やその前の時期と比べて少し様相が違うということは言えると思う。

中曽理事

金融面の影響はもう少しみていく必要があると思うが、前回局面との一

つの違いは、今回の穀物などは供給ショックである。前回は需要面もあるのではないかと、成長期待のようなものもあるのではないかと言われたが、今回は干ばつの供給ショックなので、定性的に言うと、特にコモディティのネット輸入国の交易条件の悪化というかたちで生じる訳である。前回との違いは、前回はそれでもある程度グローバルに成長していたので、何がしか交易条件の悪化が減殺されていた部分があるのだが、今回グローバル経済が減速しているので、ネットの輸入国にストレートに影響が出やすいのかなという気はしている。それは実体経済面でもそうだし、物価なども、前も議論が出たと思うがCPIヘッドラインは、元々エマージング諸国は穀物のウエイトが非常に高いので、そういったところにも影響が出やすいという面もあるのではないかと、多少その辺がバックグラウンドとしては違うのかなと思っている。

森本委員

もう少しみないと分からないということか。

大野国際局長

そうだと思う。

木内委員

中国のポリティカルサイクルだが、従来政権交代前に景気を良くするような政策が出やすいと言われていたと思う。厳密には覚えていないが、5年に1度の共産党大会の年の成長率は、他の年よりも1%位高かったと記憶している。ということは、政権交代後というよりは、政権交代前に景気を吹かすような傾向があった。ところが最近の議論を聞いていると、そうではなく政権交代後でないときちんとした政策は出せないというような議論が出てきていると思う。そういう面もあると思うし、他の国と比べても中国では、政権交代自体がある種大きなリスクかもしれないので、そこに向けてもしかしたら経済活動が弱くなるという面はあるとは思う。果た

して政権が変わった途端に政権が意図的により経済を立て直すような積極策を本当に採っていくのかどうか。言われたような議論は、ある程度希望的観測であって、繰り返しになるが、過去の例で言うと、政権交代前の方がやや政策的に景気を吹かすような傾向があって政権交代後にそういう傾向がないということを考えると、期待が少し楽観的な方に向き過ぎているのではないかというような気がするが、如何か。

大野国際局長

そういう見方もかなり有力だとは思いますが、私自身が10年位中国をみた経験からすると、恐らくその考え方は、政権交代の前の1年と政権交代を行った翌年の半年でみると、5年前も10年前も15年前も対応するのではないかと思う。そういう意味では、全人代は来年の3月だが、1月から6月にかけて相当程度、色々な投資が出てくることはほぼ間違いないのではないかと思う。それから、5年前、10年前と今回を比べて何が違うかと言うと、やはり10年位前から出てきているが、量ではなくGDP成長の中身、質を重視しようというメッセージを強く——特に今の温家宝首相が強く——出している。昨年5か年計画では、目標を8.0%から7.5%に落とし、それで不動産価格は抑え、中身も中国国民が豊かになるようなインフラを選別して投資しようという方向に大きく舵を切っている。その中身は色々な投資案件の認可についても活かされているようだから、今回習近平体制が上手く確立すれば、色々な社会資本の投資が1~3月から4~6月にそれなりに出てくるということは、期待可能ではないかと思っている。

木内委員

習近平氏のリーダーシップがどの位あるかということだが、報道されているところによれば、国家主席にはなるが軍あるいは党のリーダーには直ぐにはならないかもしれない。こういうことからすると、従来よりもリーダーシップを発揮しにくい政権としてスタートするということであり、これが経済政策や経済の展望に影響を与えるのでないか、という見方について

てはどうか。

大野国際局長

そこについては良く分からない。新しい主席がどれだけクイックスタートできるかについては、まだ不確定要因は多いと思う。ただ、仮定の話をしては仕方ないかもしれないが、政権基盤が比較的不安定であればこそ、むしろ経済だとか、社会インフラについて、意識的に対応していくということもあるかもしれないので、そこはじっくりみていくしかないと思う。

山口副総裁

今木内委員が言われた話だが、中国のこの政権が始まる前の10年前との比較で考えると、つまり資料-3（参考計表）の図表9-1をみると、政権の交代前後に明確にGDPの成長率に変化があったようにはみえない。

(3)の生産の動きをみても、10年前の政権交代前後に何か大きな変化があったようにはみえない。政権交代前後にGDPの振れとか生産の振れといった点についてある種の変動のパターンがあるのかどうか。

木内委員

私もあまり明確には覚えていないが、過去何十年かで、共産党大会があった年は——政権交代があるとは限らないが——、平均すると確か1%位高い。勿論景気局面次第だし、今回のように2011年の方が2010年よりも低くなってしまうこともあるが、過去長い期間を平均するとそういう傾向が出ているという証拠をみたことがある。

佐藤委員

固定資産投資だと思う。固定資産投資は、共産党大会の年に明確に上振れる傾向があつて、リーマン・ショックの時は少しずれて出てきているが、それ以外は大体そういうパターンである。

山口副総裁

その結果としてGDPにある程度規則的なインパクトを与えているようにはみられない。そういうパターンが存在するというのは、どうかなという感じがする。

白井委員

私もそう思う。今回は、認識を皆様共有しているが、経済成長に対する認識が人口動態の影響もあり大きく変わっているということである。10年前、20年前とは少し違って、要人の発言が consistent である。なぜ前のような高い成長ではないかを皆が口を揃えて説明しているというところに違いを感じる。

白川議長

他にあるか。それでは、ここで国際局の海外経済情勢に関する報告を終え、10分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。

(15時48分中断、15時55分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

会合を再開する。国内経済情勢をお願いする。

木下理事

国内経済情勢について調査統計局からご説明する。事前にお配りしていた資料-4（参考計表）に加えて、本日、雇用関連指標と中国の関係の情報を入れた資料-4（参考計表）【追加】をお配りしたので、二つの資料でご説明申し上げます。まず、事前にお配りした資料の図表1である。ここで、先般発表した9月短観の業況判断DIを確認すると、製造業大企業は-3%ポイントと「悪い」超となっている一方、非製造業大企業は+8%

ポイントと横ばいである。全体として底堅い動きとなっている。ただ、この短観については、日中情勢の緊張が始まる日がちょうどその基準日ということであったので、それがまだ織り込まれていないことには注意が必要である。

図表 4 の公共投資関連指標である。公共工事出来高金額の 7～9 月のところには、7 月の対 4～6 月比の数字を示しているが、+2.4%と震災復興関連を中心に増加を続けている。公共工事請負金額の 7～9 月のところは、4～6 月比+4.8%と増加の見通しとなっている。

続いて実質輸出入である。まず、図表 7 で全体をみると、実質輸出は、7～8 月が 4～6 月対比で-4.7%と大きく減少している。一方、輸入については、このところ素原料の輸入が若干減少するという動きはあるが、増加傾向になっている。この結果、実質貿易収支は縮小している。実質輸出の内訳について図表 8 (1) の地域別をみると、EU は 4 四半期連続のマイナスである。この結果、7～8 月を前年比でみると 2 割を超える大きな減少になっている。これに加えて、中国と N I E s も、4～6 月は増加したが再び減少に転じており、弱めの動きとなっている。さらにアメリカについても、第 3 四半期の数字をみて頂くと-2.9%である。自動車の在庫復元による押し上げ効果が一巡したというようなことを反映したもので、5 四半期振りのマイナスとなっている。財別の内訳について (2) をご覧頂くと、自動車関連は今申し上げたアメリカの影響が大きい訳であるが、これに加え EU 向けの完成車、中国向けの自動車関連部品も弱く、7～8 月は前期比-6.6%となっている。また、資本財・部品も、その他地域向けの船舶で反動があったこともあるが、-4.6%とやや大きめのマイナスになっている。一方、増えている項目としては消費財があり、EU やアメリカ向けのデジタルカメラなどが好調で+7.5%の増加となっている。

続いて内需の方について説明する。まず、図表 16 の経常利益をご覧頂きたい。2012 年度の事業計画について、この場で数字を付け加えさせて頂くと、(3) の非製造業大企業の除く電気・ガスの経常利益が前年比-0.6%、売上高経常利益率が 4.21%となっている。しかし、そのほか

では、製造業大企業、製造業、非製造業それぞれの中小企業とも 2012 年度には増益に転ずる見込みとなっている。ただ、6 月短観に比べると、はっきりした下方修正であることにも留意が必要である。

こうした中で、設備投資について、図表 18 の資本財総供給の数字をつけ加えさせて頂くと、昨日公表された 8 月の計数が、全体で-4.4%、除く輸送機械で-7.9%であった。これに伴い、現在-10.1%と書いてある 7~9 月の全体が-9.4%、除く輸送機械が-2.0%となっているのが-5.7%となった。一致指標である資本財総供給の計数は、半年程度均してみると増加基調ということが言えるが、7~8 月は前期のトラック増等の反動というような要因もあって、大きめの減少となっている。これに対して、先行指標である機械受注をご覧頂くと、7~9 月のところが 4~6 月対比で 2.6%の増加という数字になっている。また、もう一つの先行指標である建築着工床面積についても+2.1%と増加を示している。こうした中で、図表 18 の設備投資アンケート調査に 9 月短観の結果を掲げているところをみると、全産業全規模で、6 月短観比 1.7%の上方修正の結果+5.8%増としっかりした投資スタンスとなっている。図表 21 はその内訳である。2012 年度の設備投資計画の修正状況を掲げているが、2012 年度の計画では過去平均を上回る計画となっている。以上申したように、設備投資については指標間に濃淡、ばらつきがあるが、総じてみれば緩やかな増加基調とみられるところである。

続いて個人消費関連である。図表 24 (2) の耐久消費財で新車登録台数をご覧頂くと、含む軽で非常に低下している。これは、9 月 21 日にエコカー補助金の申請が打ち切られたことに対応するものであるが、実はその前の 7~8 月もマイナスになるということで、駆け込み需要の盛り上がりは欠けていたということである。今後、補助金申請の打ち切りに伴う反動減が見込まれる訳であるが、それがどの程度かということについては、実は業界の中で見方が分かれている。因みに、前回のエコカー補助金の打ち切り前後の動きをみて頂くと、非常にシャープな駆け込みと反動があったところであるが、今回そこまでいくかどうか議論が分かれるところである。

次に商業販売、小売業販売額について、図表 24 の (1) をみて頂くと、小売業販売額は上昇傾向にあるというのはお分かりかと思う。その内訳について、図表 25 (1) で小売店販売のグラフをみると、コンビニエンスストア売上高は引き続き緩やかな増加傾向である。これに対して、百貨店、スーパーは趨勢的に割り負けているところもあるが、8月は気温が上昇したこともあり、食料品、夏物衣料を中心に幾分持ち直している。その他サービスの消費について、図表 25 (2) をご覧頂くと、外食は8月にリバウンドし、旅行も8月は若干振れがあったが増加傾向にあるということで良いと考えている。

続いて図表 27 で住宅関連の指標について確認をする。新設住宅着工戸数であるが、1~3月、4~6月がそれぞれ前期比で+7.5%、+2.7%の増加の後、7~8月のところも-0.2%とほぼ横ばいであり、持ち直し傾向にある。また、首都圏新築マンションをみて頂くと、7~8月の前期比が+3.8%増となったほか、新規契約率も76.1%ということで、業界の好不調の目安の境が大体70%だと言われているので、好調であるということである。

一方、生産・出荷・在庫については弱い数字が出ている。図表 29 について、これは毎度のことであるがリーマン・ショックの影響を季節調整上どのように勘案するかということがあるので、私どもの方で季節調整したベースの数字を申し上げると、7月が-0.4%、8月が-0.8%の後、9月、10月もそれぞれ-3.5%、-0.4%と慎重な見通しとなっている。その主因としては、先程輸出やエコカーの関係で自動車の話を申し上げたが、これに加え、中国向け建設機械、あるいは半導体製造装置が減少しているなど海外需要が弱いということを反映したものである。こうした生産の動きに関して、企業がどうみているかということについて、図表 30 (3) の生産予測指数の修正状況をみて頂くと、予測修正率、すなわち一期前の予測値から当面の予測値を修正した割合が下に出ている。予想が下方修正を続けている訳であるが、さらに実現率も下向きを続けているということであるので、下振れ傾向が目立つ。こうしたことを映じて、図表 32 の出荷・

在庫の状況をみると、在庫率は上昇していることが分かる。ただ、少し留保を申し上げると、短観の製造業大企業の製品在庫水準D Iは6月短観比横ばいであるので、この在庫率の上昇については、例えば、震災の関連でサプライチェーン対策で積み上げている等、色々な要素がある。

雇用関連については、本日お配りした資料-4（参考計表）【追加】の方に新しい数字を出しているなので、そちらをご覧頂きたい。図表3の労働需給をご覧頂くと、完全失業率は低下傾向、有効求人倍率も増加傾向にあるということであり、雇用環境は改善傾向にあるということであり、変わりにないと考えて良いかと思う。ただ(2)の新規求人数は、極く最近のところは少し垂れているし、(3)の所定外労働時間の製造業のところも垂れており、足許の生産の弱さの影響が及んでいるという面がある。これに関連し、図表4の雇用の過不足感をご覧頂くと、製造業については、「過剰」超が僅かながら拡大している。これに対して、非製造業については僅かながら「不足」超が拡大しており、コントラストを示しているところである。

次は物価関連である。元の資料の図表38は国際商品市況と輸入物価であるが、(2)のドバイ・原油をご覧頂くと、この4~6月にかけてシャープに下落した後、反騰し、足許それが横ばいになっていることが分かると思う。これが、これから申し上げるように、国内物価にも様々なラグを伴って影響してきている。もう一つ、バックグラウンドの需給が図表40である。図表40(2)の短観で作った加重平均D I、これは生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iを資本・労働分配比率で加重平均して算出したものであるが、その動きをご覧頂くと、僅かながら供給超過というところで、概ね横ばいを続けている。以上の環境のもとで、物価の動向について、図表42国内企業物価の(2)で3か月前比の流れをみて頂くと、為替・海外市況連動型でマイナスとなっていることがお分かり頂けると思う。次に消費者物価である。内容について図表45の表で説明すると、8月の総合除く生鮮食品は7月に続いて前年比-0.3%となっている。その要因を寄与度でみていくと、もっとも大きなものは、石油製品が-0.17%ポイントとマイナスを続けているということである。これは、先程申し上げた原

油市況を反映したガソリンの価格下落によるものであり、昨年(2011年)8月に0.44%ポイントと上昇してきたものの裏が出ているということでもある。それからもう一つ、食料工業製品に-0.06%とマイナスが立っている。これについては、先程消費のところで申し上げたように、スーパーがコンビニに趨勢的に割り負けているというようなことがあり、対抗策として値下げ競争をしていることがあると考えられる。他方、上がっているものとしては、電気代で+0.19%ポイントである。これは、再生可能エネルギーの固定価格買い取り制度開始を反映したものである。消費者物価に關してもう一つ、図表47の東京の9月をご覧頂くと、(1)の総合(除く生鮮食品)で上に向いているのが公共料金である。これは、東京電力の値上げが9月1日から適用されたということによる。このほか(2)の財の要因分解をみると、極く僅かであるが石油製品も上昇している。これらの要因について全国との関連を考えると、東京電力の値上げは、全国にも薄まっては行くが波及し、石油関係については、東京では比較的ウエイトが小さい訳であるが、地方ではもう少し大きなウエイトを持っているということである。一方、マイナスの要因であるが、その他のサービス、主に外国パック旅行の燃油サーチャージがタイミングがずれており——4か月のラグ——、春の原油価格の下落を反映して動いているということである。最後に図表48の地価の関係について、一言で言うと、都道府県地価調査で、用途別でみても地域別でみても下落幅が縮小しているということである。

以上のご説明した指標等についてまとめると、需要項目では輸出、生産が海外経済の減速のもとで減少している一方で、内需は公共投資、住宅投資が増加を続けている。その間、個人消費は底堅く推移しているが、エコカー補助金の終了の影響などに注意が必要であるということである。また、設備投資については、指標によってばらつきがあるが、緩やかな増加基調と考えている。こうした中で、物価は国際商品市況の振れの影響を受けて動いており、企業物価指数は下落幅縮小、消費者物価はゼロ%近傍で推移していると見込まれている。

今後については、特に日中関係の緊張がどのような影響を持ってくるかということに注意が必要であり、これに関して、追加資料として参考情報をまとめている。追加資料の図表1のわが国経済における中国のプレゼンスをみて頂くと、中国向け輸出は、全体として12.9兆円で、わが国の対世界輸出に占める対中国のシェアは19.7%と大きい。財別に中国のシェアが大きいところは、情報関連で27.2%を占めている。それから、(3)の中国における本邦企業、現地法人の売上高は、34.7兆円とかなり大きな数字となっている。このように現地生産、現地販売が多い中で、大きなものとしては、卸売業がある。これは、多くの製造業が中国に進出しているということで、それに関連して卸売業も進出しているということである。各産業ごとに、その産業の中で中国事業がどれだけウエイトを持っているかという中国事業のシェアをみると、建設機械などの業務用機械、あるいは情報通信機械、電子部品などで中国が高いシェアを持っているということである。一方、リテールの関係で、(2)の出入国者数・旅行収支をみると、中国人の日本への入国者数は141万人と、日本人の中国への出国者数に比べて半分以下である。それから支出金額であるが、一般に中国人は日本に来る旅行客の中ではお金を使う方だと言われており、17~18万円位かというような情報があるが、全体でみると、なお3,000億円程度ということである。それからストックの面で(4)の中国向け直接投資をみると、2011年末で6.5兆円ということで、日本からの対外直接投資残高に占めるシェアとしては8.6%と、米国向けのシェアの28.6%と比べるとまだまだ小さい。ただ、増加傾向にある。

今後、日中関係の緊張がわが国経済にどのような影響を与えるかということについては、調査統計局として十分に注意をしてみたいと思うが、これまでの報道と併せて考えると、やはり民生用完成品の販売やそれに伴う輸出への影響と、特定業界としても旅行への打撃が一番懸念される場所である。他方で部品であるとか国内の小売への影響はそれほどではないのではないかと、今のところは考えている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

短観の読み方であるが、事前予想よりは景況感や設備投資はまあまあ悪くはなかったという感じである。前回の6月短観は結構強く出た。他の生産統計とか他の指標と比べるとやや強めに出ており、結果的には実際よりも少し強めに出たのではないかというような感じがしており、それも踏まえるとあまり楽観できないなという個人的な感想である。輸出の期待が依然として強く、大企業製造業でみると、年度下期の輸出の伸びが前年比で11%強位で、中小も合わせても確か9%台で、あまり現実的な数字ではない。これは、計画を修正していないからというものもあるであろうが、部分的には、輸出回復にまだ期待している部分があり、そのうえでの今の景況感とか投資計画だとすると、仮に、ここから輸出環境がさらに一段と悪くならないにしても、回復が遅れていくだけで景況感や設備投資計画にも相応の下方修正が起こるのではないかと思っている。ただ、在庫は生産統計でみると在庫率もかなり上がってきており、先程ご説明頂いた在庫循環でも一旦在庫調整が終わったかにみえてまた調整に戻っているような姿になっているが、今回の短観で在庫の過剰があまり見えなかったというところをどのように解釈すれば良いのか。色々なアネクドタルな話を聞いたら在庫調整圧力があるのではないかと思ったが、短観でそこら辺がみられなかったが、その理由としては何か考えられることがあるのか。

もう一つは図表34の雇用のところで、景気の局面を考えた時に、私が従来非常に注目してきたのは新規求人数で、これは比較的安定した数字が出ている。景気の転換点を通常いつもの的確に反映しており、ここは確か4か月連続で季調値で減少してきているということを考えると、失業率でみた労働需給は比較的安定はしているが、限界的に新規の雇用の意欲が落ちてきたということで、輸出の悪化から始まった国内の生産の弱さは雇用の

調整、さらに内需にマイナスの影響が及ぶところにも着実に歩みが進んでいるのではないかと。短観でも雇用はそれほど弱い数字が出ていなかったが、この新規求人数をみるとそういうリスクが高まっているのではないかと考えた。

木下理事

ざっくりしたコメントになるかもしれないが、短観は企業の方の現状認識を答えて頂くものであるから、どうしても数字として粘着性があるということで、ビビッドに先をみて考えるというものでは元々ないのであろうという面がある。そうした中で、今回については将来の中国の状況など足許を反映していないという面もあろうかと思うが、他方で、例えば製造業については動きが非常にシャープに出るとしても、非製造業のところについては、それなりに良い数字が続いているということも事実である。雇用に関連しても、確かに新規求人のところが敏感であるということはあるかと思うが、他方で、雇用の過不足については製造業が「過剰」超の一方で、非製造業が「不足」超というようなところもあり、こういうところもコントラストがある。これが、どの程度サイクリカルな話なのか、全体としてのトレンドなのかということについては、まだ良くみていく必要があると考えている。

宮尾委員

国内の需給ギャップの足許をどう考えるかということで、全体観は先程の短観の雇用人員判断D I と設備判断D I の加重平均D I でみて大体横ばいだというのが一つの解釈、見方だと思うが、一方で、私自身が気になっているのは、今日新しいデータの説明があったが、労働時間は所定外が足許落ちているというご説明であった。主に製造業だと思うが、全体でもぐっと落ちているということで、需給ギャップの定義にもよるが、労働市場のスラック、労働市場の稼働率という面で、平均的な労働時間よりもさらにストンと落ちているということを見ると、足許需給ギャップは拡

大、悪化しているともみられるのではないかとこのところが気になっている。その辺はどのように考えているか。

木下理事

需給ギャップの計算の仕方については、色々技術的な問題もあるので、足許のちょっとした動きをどれだけ重くみるべきかというところはあるが、確かにおっしゃるように、図表 40 をみると、短観の方はやや上を向いているが、こちらで計算している方は少し下を向いている。労働時間についても、おっしゃるように下がっているということであるが、統計的にみると鉱工業生産のところ非常にシャープに反映するということであり、この点については、この春から、鉱工業生産の動きと例えばGDPなり何なりの動きをどう整合的に考えていくかということをおもも勉強を続けているところである。

なお、先程木内委員のお話について、お答えが若干漏れていたかもしれないが、在庫と生産の関係については、震災とかタイの洪水の影響とかがあり、在庫のところクッションになっている度合いが上がっているというようなことが一つあるのかなと考えている。それと、トレンド面で製造業と非製造業の流れがあるのかなと思う。

鎌田調査統計局経済調査課長

労働時間、所定外は、景気を見る指標として重要な指標であるので、このところのプラス幅がどんどん減ってきているというのは、これまで好調だったところに若干頭打ち感が出てきたのかなと、われわれも認識している。ただ、【追加】図表 5 であるが、実は、LとかHとかそういったものの中でもそれなりに明るいものがある。それは何かというと、これまで実は労調はゼロ付近をずっと漂っており、どちらかというと雇用者、労調雇用者であるが、マイナス側にあった訳であるが、これがプラスに転じており毎勤の動きと一致してきているので、Lという観点からすると、それなりに回復しているところは現れてきているのだと思う。それを全体に総合して、

若干賃金が弱いというところはあるが、雇用者所得ということで考えると、取り敢えずほぼゼロというところで踏ん張っている状況になっているので、われわれは、厳しい状態にある、その中で回復してきていると言ってきていて、決して良いということではないが、これをみる限りさらに悪くなるという状況は取り敢えず踏みとどまっているということだと解釈している。

木内委員

雇用者数であるが、一つは前年の水準の修正があったのかなということと、もう一つはもう少し広い概念の就業者数でみるともう少し弱く、4~6月は確か前期比でマイナスかどうかは分からないが横ばい位で走っており、そこからするとあまり良くなっているという印象は持てない。

鎌田調査統計局経済調査課長

全ての指標が全部良い方向に向かっていると言っている訳でもなく、全ての指標が悪い方向に向かっているというような訳でもないということも申し上げている。労働需給面をみると、確かに新規の雇用、求人は頭打ち感があるが、完全失業率が着実に下がってきているところとか、そういった面でその良い指標、悪い指標が混在している状況にあると、われわれは認識しているということである。

白井委員

私も労働指標をみているが、雇用者数の方は増え、就業者数の方は減っており、これはトレンドである。その差はご存知のように自営業者であるから、どうも自営業者からリタイアしている人達がいて、雇用の方は緩やかであるが伸びているということである。ご存知のように15歳から64歳の労働力人口も減ってきている訳であるから、その辺も加味したら良いのかなとは思っているが、少し今足許製造業の結果で悪くはなっているが、私自身もその辺はプラスのところもあるかなとはみている。

鎌田調査統計局経済調査課長

そのようにわれわれも考えており、それは実は大体6月とか7月位からわれわれも非常に無視できないような問題だと思っている。それはやはり特に農業とかというようにことにかかわらず、非常に小さい商店主の方がどんどんリタイヤしていき、急激に就業者が減っているというのは事実である。そういった意味で要因を差し引いて、全体としての雇用環境をみなければならないと思っており、その中でわれわれが注目していたのが、労調と毎勤の雇用者の動きがどれ位整合的になってくるのかということをやっとみていたということである。

石田委員

話は変わるが、冬の賞与はどのようにみているか。夏は、前から減る減ると言っており、やはり減った訳である。冬はどうか。

鎌田調査統計局経済調査課長

賞与は、前年度の上期下期が反映されてくるようなかたちになっているので、今回の冬は、2四半期前になるので、基本的に前回の下期の成績と今回の上期の成績が加味されたうえで入ってくるということになる。前回の収益は、全体としてみるとそれほど良い成績ではなかったので、その影響は冬にも残ると考えた方が良いと思う。ただ逆に、今回の上期についてみると収益は結構回復しており、その分が入ってくるので、今回ほど悪い数字にはならない可能性があるということである。

石田委員

それでも前年比マイナスか。

鎌田調査統計局経済調査課長

そこは少し微妙なところだと思う。

石田委員

いつ頃予測の数字が出てくるのか。

鎌田調査統計局経済調査課長

予測の数字であるか。

石田委員

色々な機関が予測する数字である。今はまだ分からないのだから、分からなければいい。

佐藤委員

短観の話であるが、今回はパズルであると思うところがあり、それは製造業、非製造業に限らず大企業の利益計画、設備投資計画である。先程の設備投資の説明では緩やかな増加基調が維持されているという判断であったと思うが、短観をみると確かに設備投資計画はほとんど変わっておらず、そういう判断になるであろうと思う。ただ、9月短観であるから中間決算を踏まえていないので、そもそも企業としてはそれほど設備投資計画を見直していないはずであり、元々大きく変わるはずがない数字であったと思っている。従って、そのこのところは今後の海外経済情勢等、あるいは企業収益の見通し如何で変わり得ると思っている。ただ、その一方で解せないのは利益計画であるが、特に製造業の利益計画の下方修正率は結構大きい。経常利益だと大企業製造業で修正率が-6.2%、上期が-9.8%、それから下期も見直しており-3.3%、普通、中間決算は締めていないのにこれほど利益計画を下方修正するということはないと思うが、修正率の大きさとしては、リーマン・ショック直後の2008年度、2009年度以来だと思う。この辺りはどう解釈すれば良いのか。

鎌田調査統計局経済調査課長

収益の修正に関して、上期、下期に分けた場合に、下期の収益について、若干修正し切れていないのではないかという疑いは常に持っており、今回も、もしかするとその可能性はあるかもしれないと思っている。今回、大企業製造業で何が大きく修正されたかと言うと、実は電機のリストラ費用があり、それが非常に大きく出ているということである。設備投資の修正の幅と、経常利益率の修正の幅が、例年普通に考えられる差、乖離率を前提にした場合に、結構大きく出ているのは、その部分が大きく寄与してしまっているということだそうである。そういった意味で、リストラ費用というのは一回にどんと出るようなものではないので、そういったものが下期にも、出てくるということを見ると、下期も若干そういった費用が出てくると考えて良いのではないかと思う。

佐藤委員

割増し退職金とかそういうところは、特損ではなく、経常のところに出てくるのか。

鎌田調査統計局経済調査課長

確か、その部分は、そのようなことがあると聞いている。

白井委員

9月の総合CPIであるが、電力料金の値上げが入ってきて、先程説明されていた過去の石油の値段が上がった部分も入ってくる。もう一つ知りたいのは、環境税が10月から導入されて段階的に三回位に分けて上がっていくそうであるが、ガソリンスタンドがどれだけ転嫁するかにもよると思うが、そのインパクトはどの程度とみているか。

鎌田調査統計局経済調査課長

その辺の具体的な数字はまだ把握できていない。

佐藤委員

リッター1円もいかないのではないか。実際のところガソリンスタンドが転嫁するかどうかはかなり不透明感が強いと思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

次に金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

事前にお配りしている資料-5(参考計表)に沿い、ご説明したい。図表1の家計・企業のインフレ予想だが、(1)の「生活意識に関するアンケート調査」が出ており、量的、質的質問からの推計値が出ているが、量的質問に対する回答は、実感、あるいは1年後、5年後の予想インフレ率を数字として家計に聞いたものである。これをみて頂くと、現在のインフレ率のところは0%で変わっていないが、1年後、5年後とも+2%から+3%にそれぞれ上がっている。それから質的質問——これは「上がる」、「下がる」をカールソン・パーキン法によって推計したもの——は足許と1年後はほとんど変わっていないが、5年先の長いところ、5年間の予想インフレ率が細かいが+0.5%から+0.8%とこちらも上がっている。この間、基調的な物価が上がっているという感じはあまりない訳であるが、それではなぜ上がっているのかということであるが、この回答を得た期間が8月9日から9月4日と大体8月中である。5~8月にかけて起こったことを考えてみると、一つは消費税増税法案が成立したということであるので、その影響が大きいのだろうと思う。その他では東京電力の料金値上げが認可されたことであるとか、あるいは先程来出ているが、アメリカの干ばつの影響で穀物価格が上がっていること、あるいはオイルが若干上がっていること、こういったものが影響しているということではないかと想像される。下の方の(3)の企業のインフレ予想のところであるが、今回新しい短観の数字を

入っていないが、入れてもそれほど変わらない。若干下がった感じになるが、小幅のマイナスという感じになるということである。

以上が家計と企業のインフレ予想である。エコノミストの予想は出していない。図表3の市場のインフレ予想であるが、こちらも大きく言えばあまり変わっていないということだろうと思う。一番長い2~10年のところが大体+1%、それから真ん中のところが+0.5%、直近の1年のところが0%と大体そのトレンドは変わっていない。インプライド・フォワード・レートも前回対比ではほぼ横ばいである。続いて政策金利水準と実体経済の関係であるが、まず図表4と図表5は、実質コールレートとトレンド成長率、あるいは潜在成長率との差であるが、こちらについては実質コールレートが、+0.1%のコールレートと-0.3%のCPIであるので+0.4%ということになる。トレンド成長率、あるいは潜在成長率が大体そこと近い数字になるので、ほぼ中立ということだろうと思う。図表6と図表7はテイラー・ルールであるが、テイラー・ルールのHPフィルターの方は、例えばコアで見ると+0.1%ということではあまり変わっていない。一方で生産関数のところでは、これは今回第3四半期を入れたが最後のところで若干下がっており、第2四半期が-1.0%、第3四半期が-1.4%と若干マイナスの方向に行っている。これは単純に第3四半期のCPIが-0.3%であることが効いているということである。

次に金利面である。図表8に貸出約定平均金利が出ている。8月をみて頂くと、新規・短期の除く交付税特会向けが1.455%と、前月の1.378%から若干の上昇である。一方で長期のところは1.043%からまた1%を切り、0.989%と下がっている。次に、新規・総合の除く交付税特会向けをみて頂くと1.162%から1.127%と若干下がっている。これをグラフでみて頂くと図表10の(1)であるが、短期がほぼ横ばいで、足許のところは若干上がっている。それから長期のところはずっと下がってきたが、ここへきて横ばいになってきている。貸出の金利自体が1%で、かなり低いところで推移し始めているということだろうと思う。後程申し上げるが、貸出金利の判断について、「緩やかに低下している」というところから「低

い水準で推移している」と変えたいと思っている。図表 8 に戻って頂き、C P・社債であるが、C Pの発行レートは9月+0.14%と横ばいであった。個別にみると、電機関係、いわゆる家電大手で、C P発行レート自体はかなりスプレッドが上がっている。7月位は+0.1%幾つというところで発行していたが、9月は+0.2%幾つという水準になっている。それにもかかわらず、全体としてはあまり大きな影響が出ていないというところだろうと思う。特定の業種、あるいは会社の話になっているということである。因みに短観のC P発行環境に関する判断も若干の影響が出ており、「楽である」超幅が若干縮小している。具体的に申し上げますと、全体でみると「楽である」超が前回の+34%から+29%と若干厳しい方に振れている。全体の判断としては+30%前後で推移しているので大きな影響はないが、製造業だけを捉えると+37%から+27%と10ポイント悪化したかたちになっている。中でも「厳しい」という回答がこれまで2年間、ほとんど0か1%だったが、今回は5%あった。特定の業種の個別の問題はあるが、全体としての発行環境は悪くなっていない、レートも上がっていないというのが今のC Pの状況である。社債発行レート（AA格）をみて頂くと、8月0.57%の後、9月0.43%と下がっている。前回の0.57%が高かったということで、これが戻っただけである。前月何があったかという点、電力債が大量に発行されてそのウエイトが高かったのが上がった。今回も電力債の発行はあったが、ウエイトが下がったので、0.4%台に下がったということである。社債についても引き続き、安定した状況にあるというように思っている。

以上でコスト面を終わり、図表 14 のボリューム面に飛んで頂く。貸出の計数はまだ出ていない。本日、C Pと社債の数字が出たので、口頭で申し上げます。C P・社債計（未残）は、8月の-0.3%に続く9月が-0.0%、C Pが8月+1.1%に続く9月が+6.5%、社債が8月-0.6%に続き9月が-0.9%ということである。C P・社債計で0%ということになった。C Pについては先程申し上げたとおり、レートが上がっている先は若干あるが、逆に言うとそういうところも発行しているので、発行自体が落ちて

いるということにはなっていないということである。それから社債については、国内公募社債は9月に結構発行があり8,633億円、BBB格も610億円とかなり多い発行があった。ただ電力債の償還が前年比で見ればまだ大きいので、マイナスになっているということである。転換社債、株式発行のいわゆるエクイティ物は引き続き低調である。ボリュームについてはこの位の指標しか出ていないので、以上で終わらせて頂き、次は図表20でアベイラビリティである。

アベイラビリティは短観等が出ているが、結論から言うと、これまでの状況と変わっていない。短観については、貸出態度判断DIのところであるが、全体でみて+9%ポイントの「緩い」超から同じく+9%ポイントの「緩い」超と変わってない。大企業が+16%から+17%と若干改善、中小企業は横ばいである。日本公庫の中小企業は、8月+32.4%から9月+33.3%と横ばいの中で若干改善ということである。資金繰りDIは、短観のところは+4%ポイントから+4%ポイントと変わってない。大企業、中小企業とも1%ポイントずつ悪化しているが、全体は変わっていないということであるので、誤差の範囲だろうと思う。直ぐ下の日本公庫、商工中金をみて頂くと+0.2%から-0.2%、-4%から-5.8%と若干悪化しているが、これも横ばい圏内の動きということで、アベイラビリティ指標に関してはこの間状況は変わっていないということだろうと思う。

最後にマネーである。図表25であるが、数字が入っていないが、マネタリーベースの数字が出ているので申し上げますと、8月の+6.5%に続く数字が9月+9.0%、日本銀行券発行高は8月の+2.4%の次が9月+2.3%、貨幣流通高は+0.3%の後が+0.4%、当座預金は+18.0%の後が+27.6%である。プラスが定着してきているということだろうと思っている。

以上で金融環境を終わるが、最後に図表29で被災地オペの関係についてご報告申し上げたいと思う。延長をお決め頂いてから約半年が経過したので、その間の状況報告である。被災地オペについては、残高は17回まで進み残高は4,077億円と4,000億円強の残高になっている。これは年明けから若干下がってきており、ピークは12回目のところの5,112億円で、

その後 13 回目からロールオーバーになっているが、ロールオーバーで減額ロールされているので今 4,000 億円まで落ちてきているという経緯である。実際どのようなニーズがあるかということヒアリング等で聞いてみると、まず積極的に使っている方として二つあり、一つは系統金融機関である。これについては系統傘下の から低金利の調達としてニーズがあるということで使われている。これがかなりのウェイトを占めており、実際にこういった先は系統傘下が取ったうえで系統上部への預り金としてプールしているというかたちになっている。実際にはそこで若干の利鞘が取れていると聞いている。それからもう一つは復興の趣旨ということからファンドを作るなどしてこのファシリティを使っているという先も少数ではあるがある。ただ、残りの多くのところで、資金余剰感が強いということで地銀等はあまり積極的に使っていないという実態がある。具体的に申し上げますと、預金サイドでは保険金、義援金、賠償金が入ってきて、一方で貸金の方は出ていない訳ではないが、補助金やあるいは制度融資があるのでそれが出るまでの繋ぎというかたちで使われている先が多いということであるので、このオペがあることが安心材料であるという話はあるが、本格的な資金ニーズに対応しているという感じは、今の段階ではない。被災地では資金余剰感が非常に強い状況であるということだろうと思う。

以上で資料の説明は終わるが、最後に成長基盤関係で一点、ご報告したいと思う。成長支援資金供給のうちの米ドル特則であるが、これについては、先般 8 月 9 日に L I B O R 改革を巡って関係者の間で議論が行われている状況に鑑み、第一期の貸付実施を一旦延期させて頂いた。その後、9 月末に英国財務省が L I B O R 改革に関する最終報告、いわゆるウィートリー・レビューを公表した。その中では、まず L I B O R が残存することを前提に、L I B O R の運営、作成を当局により規制の対象とすること、運営主体の変更を含めたガバナンスの強化、さらに実質取引の乏しい通貨、タームについて作成を取りやめることなどの提言を行い、L I B O R 改革に向けた議論に一定の進展がみられていると思っている。因みに、私ども

がリファーしている6か月物米ドルLIBORについては、作成取りやめの対象にはなっていないということが確認されている。この間市場では引き続きLIBORは広く利用されていると理解している。こうしたことを踏まえて第一期の貸付を本年10月中に、第二期については当初予定どおり11月末から12月初にかけて実施するということにしたのでご報告する。本件については、明日の午後2時に公表予定であるので、それまでは機密管理の方を宜しく願います。以上である。

白川議長

質問どうぞ。

木内委員

企業の資金調達であるが、図表17で残高ベースで見るとCPと社債が代替関係にあるように見える。社債の発行環境が電力などで悪化したことを受けて、企業が社債からCPにシフトしたということが昨年からあったと思う。一方で合計としては落ちているので、その結果として銀行借入れも増えていった。ただ、このCP・社債の発行環境が今後良くなっていくということを見ると、今度は銀行貸出の伸び率は今後少し落ちていくということだろうと思う。金利については、下がっている訳ではなく低水準で推移で、新規の貸出金利が少し下げ止まっている感じがあるということであるが、もし今のような流れになってくるのであれば、貸出金利はそんなに下がることはないにしても今後については上がらないということが起こってくるのだろう。従って、銀行にとっては貸出の伸び率が落ちて利鞘もあまり増えない、あるいはもしかしたら少し小さくなっていくというように、収益面でマイナスの影響が出てくるのではないかと思うが、如何か。

内田企画局長

ボリュームと金利は相互に関係があるが、ボリュームという観点から言う

と、例えば図表 14 で民間部門総資金調達をみて頂くと、2011 年が -1.2% であったのが段々小さくなって今は -0.3% とほぼトントンまできているということなので、全体としての需資もそれなりに出てきているのだろう。これは勿論前向きのもの、後ろ向きのもの、色々あるので良いものばかりではない訳であるが、そうした中で銀行貸出残高が漸くプラスになってきているというのが、今の状況だろうと思う。CP・社債については、おっしゃるようにゼロ近傍になってきている。勿論代替関係もあるが、代替関係だけではなく、M&Aであるとか、あるいは被災地における色々な資金であるとか、電力関係はともかくとしてある種の運転資金のようなものは出ているということだろうと思う。金利については、勿論需給による部分も当然あるし、そのことは影響すると思うが、ここでほぼ横ばいに近くなっていると申し上げているのは、ここから先、さらに下がっていくと、銀行が貸出をする場合には、コストがかかる訳で、単純に費用だけを考えても例えば大手行などでみて 1% 弱—— 0.7% などそのようなものであるが——のコストがかかっている。それから調達コストが 0.1% や 0.2% かかる。さらにそれに加えて常識的な範囲のクレジットコストを上乗せする必要があるということを見ると、 1% というのはかなり低い水準であるので、われわれの包括緩和の効果であるとは思いますが、かなり低いところまで届くようになってきている。これからはこれをキープしていくということが、重要な政策になってくるということかと思う。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

最後に、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

それでは比較表を用いて、今月の月報の概要についてご説明申し上げます。まず実体経済の現状であるが、総論について、前月は「持ち直しの動きが一服している」としていたが、引き続き一服した状態が続いているので、

今月は「横ばい圏内の動きとなっている」としている。次に各論だが、企業収益について製造業などで弱い動きもみられるので、前月の「改善する」という表現に、今月は「総じて」という文言を付け加えて、判断を若干だが下方改訂している。また今月は9月の短観が出ているので、企業の業況感を総括して、「企業の業況感は、海外経済減速の影響などを背景に、幾分慎重化している」という記述を追加している。

次に実体経済の先行きだが、総論部分については前月から変更はない。各論だが、今月は前月の判断を据え置いているが、個人消費について、9月に乗用車を対象とするエコカー補助金の受付が終了したことを受けて、「当面エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれる」という文章を付け加えている。

次に物価の判断だが、国内企業物価、消費者物価とも、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

金融については、下線を一か所引いている。企業の資金調達コストについてであるが、先月は「緩やかに低下している」としていたところを、今月は「低水準で推移している」としている。それから下線を引いていないが、金融市況について追加で変更することになるかと考えている。原案をみて頂くと、「円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」となっているが、株価の前回会合時からの下落幅が、概ね400円程度となっており、明日までみて判断する必要があるが、これまでの例に従い、「株価は前月と比べて下落している一方、円の対ドル相場および長期金利は前月と同じ水準となっている」とすることになるのではないかと考えている。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

宮尾委員

一点、CPの発行環境であるが、先程の短観のところで、企画局から説明があったように、短観の参考系列で大企業の発行企業ベースで、特に大企業製造業で少し厳しさが出ている。先程ご説明あったように、金利は低位だし量も出ているが、しかしこの発行企業ベースの発行関係というのは、金利と発行環境を全部みてどう判断するかということだと思うので、少しやや気になる動きだと私自身は思っているが、そこは、今回は判断を変えなくても良いということか。

神山企画局政策企画課長

CPのDIの悪化については、業況の悪化を受けて少し発行しづらくなっているという声はあるが、全体としてみた場合には、DIの悪化は大きいものではなく、これまでの横ばいの動きというようなことで判断できるところであるので、今回判断を変えるということではないと取り敢えずは考えているところである。ただ先程ご説明したとおり、注意深くみていく必要があると考えている。

木内委員

国内需要のところだが、足許、先行きともに「底堅く推移」、「底堅さを維持」となっているが、例えば7~9月期のGDPで言うと、外需の寄与はマイナスで内需はプラスの可能性の方が高いのかもしれないが、そうだとすると、例えば在庫で押し上げられており、在庫を除く国内最終需要でみた場合には内需の成長率はかなりゼロに近いのが今の状況ではないかと思う。こういうことを考えると、「底堅く推移」は少しニュアンスとしては強いのではないか。例えば、「底堅く推移しているが、少しペースが弱まっている」など、もう1ノッチ位少し表現を和らげたほうが良いという気もする。

鎌田調査統計局経済調査課長

その辺は当然議論になってくるところだと思うので、議論して頂ければと思う。7～9月期のGDPがどうなるか、特に在庫の評価については、どのような数字で最終的に着地するかは難しいところである。その辺のところをどのようにみていくかというところは、確かに議論になり得るところだとは思う。

白川議長

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

(17時04分中断、5日8時59分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に「「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件」の執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に9月18、19日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは武正公一副大臣、内閣府からは最初に松山健士内閣府審議官、後程前原誠司経済財政政策担当大臣がご出席である。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におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しく願います。

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

白川議長

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

梅森企画局審議役

それでは資料に沿ってご説明申し上げます。1頁の概要であるが、本件は適格担保等につき、年に一度の定例レビューを踏まえて、掛け目の一部改正を行おうとするものである。2.担保掛け目等の検証であるが、レビュー方法に今回変更を要するような特段の事情はなく、従来からの手法を踏襲している。レビュー手法は大きく分けて二つある。まず(1)国債・社債など市場価格を把握できる資産については、直近5年間の時価データを用いてバックテストを行い、本行資産の健全性確保と担保の有効活用の兼ね合いを勘案し、想定保有期間14営業日の担保割れ頻度が1%程度になっていることを検証することを基本としている。二番目の横棒であるが、そこに幾つか掲げたような担保の種類や残存期間については十分な時価情報がない。こうした場合には、他の残存期間における国債の掛け目とのスプレッド差を勘案して掛け目を設定している。三番目の横棒であるが、国債とストリップス国債の残存期間30年超の部分は昨年まで時価情報が十分でなく、バリュエーション・アット・リスクを利用して検証していた。しかし今回のレビューでは時価データの蓄積が進んだため、本則であるバックテストによる検証に移行した。二つ目の手法である2頁の(2)証書貸付など市場価格を把握できない資産については、過去5年間の金利やプレミアムに基づき、期間1年、信頼水準99%で最低理論価格を算出し、その価格への下落をカバーする掛け目水準を現行掛け目と比較するという検証手法を採っている。3頁である。それでは具体的な掛け目の改定案につき、

ご説明申し上げます。表をご覧ください。適格担保の債券の時価に対する掛け目である。掛け目の引き下げが適当という検証結果となった部分には濃いシャドー、引き上げが適当との結果となった部分には薄いシャドーを付している。まず、引き下げ方向の濃いシャドーであるが、期間 30 年超のところでも多くの担保種類につき 1%ないし 2%の掛け目引き下げが適当という検証結果となっている。このうち、一番上の国債と三番目のストリップス国債についてはバックテストによる検証結果を反映したものである。これら以外の担保品目については、国債の掛け目を 1%引き下げ方向で見直すことに連動した見直しである。次に引き上げ方向についてみると、バックテストの結果、変動利付国債の 5~10 年のところ、それから 4 頁の適格外国債券の四つの期間でそれぞれ 1%の引き上げが適当との検証結果となっている。5 頁である。次に市場価格を把握できない証書貸付債権・手形等の元本に対する掛け目のレビュー結果である。表をご覧ください。掛け目の引き上げが適当という検証結果となった部分には薄いシャドー、引き下げが適当な部分には濃いシャドーを付してある。引き上げ方向となったのは証書貸付債権のうち上から二番目の地公体向け、その下の要件緩和地公体向け、その下の A 格の企業向け、二つ飛んで不動産投資法人向けの一部の期間である。これらは近年の金利水準の低下により現在価値を算出する際の割引率が低下したことが背景である。引き上げ幅が 5%となっているのは、証書貸付債権の掛け目についてはそれを理論値から算出するというを勘案して、従来より期間が 3 年より長い区分については保守的に 5%刻みの切り捨てで設定しているためである。次に引き下げ方向であるが、被災地関連で要件緩和した企業向け証書貸付債権は格付基準の B B B 格、自己査定基準の正常先の双方とも掛け目の引き下げが適当との検証結果となった。これは B B B 格の信用リスクプレミアムが若干上昇したことが背景である。ただし、これらの証書貸付債権については、これらの要件緩和証書貸付債権についてはこれまで差入れ実績はない。7 頁以降である。7 頁以降は国債現先オペに関する見直しである。まず表のイ. の国債現先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目である。国債現先オペの

マージン調整担保も適格担保と同様、基本はバックテストでレビューしている。ただし、適格担保は時価を週次で値洗いしている一方、国債現先オペは日々値洗いしているため、以前から想定保有期間を5営業日と短く設定し、刻み幅も0.1%刻みと細かくしている。表のイ. ①のところであるが、これは現先玉の時価変動により本行からオペ先に対する純与信が発生した時に、われわれがオペ先からマージン調整担保を受け入れる時の掛け目である。まず一番上の欄の国債はバックテストの結果を反映したものである。30年超のところは0.5%の引き下げとやや大きめの見直し案となっているのは、冒頭述べたようにバリュエーション・アット・リスクからバックテストへの検証方法が変わったことが背景である。また二番目の変動利付国債、下の物価連動国債については、バックテストと国債掛け目間のスプレッド方式を併用した結果、ご覧のような見直し案となっている。その下の表②であるが、①とは逆にオペ先から本行に対する純与信が発生した場合、オペ先の請求に応じて本行がマージン調整担保を差し入れる場合の掛け目である。これは従来より①のヘアカット部分の絶対値を100%に上乘せして設定している。このため、見直し結果が①と同幅で上げ下げ逆方向となっている。8頁は、現先をスタートする際の国債の売買価格を算出するための時価売買価格比率の見直しである。この比率は市場慣行に倣い、7頁のマージン調整担保の掛け目の逆数として算出しており、イ. の①、②が決まれば自動的にロ. の①、②も決まるという性格のものであるため、説明は省略させて頂く。以上、今次見直しの全体のインパクトであるが、そこには書いていないが、今回の担保掛け目の見直しにより、8月末時点で差入れられている担保価格がどれだけ変化するかを試算してみると、担保価格は約1,200億円程度増加方向に変化する。現在差入れられている担保価格の総額は約120兆円であるため、横ばい圏内の動きとあって良いかと思う。

付議文は13頁以下に掲げているが、ただ今ご説明申し上げた掛け目の見直し案を規程のかたちに落とし込んだものであるため、改めての読み上げは省略させて頂く。本件、ご決定頂ければ所要の実務面の準備を進め、10

月末までに実施に移したいと考えている。私からの説明は以上である。

白川議長

意見はあるか。

宮尾委員

技術的な質問であるが、今回 30 年超の国債のところでバリュエーション・アット・リスクから、バックデータがあったのでバックテストに変えたということで、一般論として結構であるが、バックデータがあればバリュエーション・アット・リスクよりはバックテストの方が望ましいのか。

梅森企画局審議役

バリュエーション・アット・リスクの算出方法は色々あるが、よく使われる分散共分散法であると正規分布を前提としているので分布の端の方のところのファットテール性が織り込まれないようなことが多いので、われわれはバックテストの方が実態を反映しているというように考えている。

宮尾委員

他の中央銀行なども大体このような取り組み方なのか。

梅森企画局審議役

他の中央銀行は色々である。バリュエーション・アット・リスクを利用しているところもある。

石田委員

適格担保について、銀行界から新しいものを入れて欲しいというような要望はないのか。

梅森企画局審議役

現在のところ特にない。ただ、現在、銀行界が導入を急いでいる電子債権については、導入された暁には議論させて頂きたいという打診が事務方ベースできている。

白川議長

他にないか。それでは採決に入りたいと思う。

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

議決結果

賛成：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外

公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、次に金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日の発言の順番だが、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、佐藤委員、木内委員、森本委員、白井委員の順番である。それでは、山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

前回の会合から2週間しか経っておらず、あまり言うべきことはない感じである。ただ、トップバッターでもあるので、一通りのことはお話しさせて頂きたいと思う。

まず、国際金融資本市場の動向についてである。国際金融資本市場では、投資家のリスク回避姿勢はやや後退しているが、必ずしも安定した状態ではないとみている。アメリカやヨーロッパの資金市場は、年末越え取引も含めて落ち着いている。一方、欧州債務問題を巡っては、スペインの動向、銀行同盟の帰趨、ギリシャ情勢などに市場の注目が集まっている。そうした中で、ユーロ相場やスペイン等の国債利回りは比較的振れの大きな展開を続けている。米国債やドイツ国債の利回りは低下基調を辿る一方、アメリカやヨーロッパの株価は軟調推移となっている。円相場は一高一低である。

次に、海外経済の動向についてだが、全体としては、減速した状態がやや強まっているということであろうと思う。まず、米国経済についてだが、基調としては緩やかな回復を続けている。ただ、非国防資本財受注が弱めとなるなど、設備投資の増勢が鈍化してきている。フィスカルクリフが意識される中で、製造業の大企業を中心にマインドが慎重化しているようにみえる。一方、欧州だが、緩やかに後退している。輸出は伸び悩んでいる

し、生産も減少基調である。企業マインドの悪化は、周縁国からコア国へ波及しているし、製造業から非製造業へも波及しているという状態である。

新興国・資源国経済をみると、中国経済の景気減速が長引いている。素材や建設機械など幅広い分野で在庫調整圧力が強まっており、生産の増勢鈍化は暫く続きそうである。製造業のPMIをみると、企業マインドの慎重化がはっきりしてきている。インフラ投資が増加するとか、あるいは不動産販売も持ち直すなど、一部には改善の兆しもみられるが、これまでの景気浮揚策の効果はかなり限定的にしか現れていないという感じである。NIEs・ASEAN諸国の経済については、欧州や中国向け輸出の減少などを受けて、持ち直しの動きが緩やかになっている。とくに、NIEs諸国では、製造業の企業マインドの慎重化が目立つような感じがしている。

先行きの海外経済だが、当面、減速した状態が続くとみられるが、米国や中国の経済が立ち直るにつれて、減速した状態から次第に脱却していくと考えている。ただし、こうしたシナリオにまつわる不確実性はかなり大きいとみている。各地域ごとにみると、欧州経済は、当面緩やかな後退を続けるとみられる。ただ、足許の企業マインドの悪化が、設備投資を一段と抑制し、景気後退の度合いをさらに強める可能性には要注意だと思っている。米国経済は、緩やかな回復を続けるだろうとみている。しかし、家計のバランスシート調整圧力が残存する中で、景気は上方に弾みにくいという状態である。欧州債務問題に加えて、フィスカルクリフを巡る不透明感もあるだけに、企業マインドが後退し景気が下振れることはないか、気になるところである。

中国経済だが、輸出の弱めの動きや在庫調整の影響などから、当面、減速した状態が続くとみられる。もっとも、その後は、次第に回復傾向が明らかになっていくと一応みている。ただ、経済が安定成長への移行過程にあるとすれば、構造面での調整が必要となるだけに、回復の時期がいつになるのか、回復するとしてそのスピードはどの程度になるのか、いずれについても不確実性は大きいとみている。その他の新興国・資源国については、欧州債務問題や中国経済の影響を含め、実体面、物価面いずれについ

ても、リスク要因は少なくないとみられる。

以上が海外経済だが、次に、わが国経済について述べたいと思う。足許の景気だが、横ばい圏内の動きとなっているという評価で良いと思う。輸出は、欧州や中国向けの弱さから、前月比マイナスを継続している。鉱工業生産も弱めの動きが続いている。生産予測指数も、下振れの拡大が目立つ状況である。一般機械や情報関連財などでは、輸出の低調から、出荷・在庫バランスが悪化している。一方、内需をみると、公共投資は増加しており、住宅投資も持ち直し傾向にある。設備投資は、今回の短観をみても、製造業を中心に一部下方修正の動きがみられたが、全体としては、しっかりとした投資計画が維持されているということだろうと思っている。個人消費についても、これまでの増勢に一服感がみられるが、自動車以外の財の売れ行き、外食では持ち直しの動きがみられており、これらを考えると全体としては底堅い推移を辿っているという評価だろうと思う。

景気の先行きだが、当面、横ばい圏内の動きにとどまるとみられる。いつ頃横ばいから脱し回復に向かうかは、海外経済持ち直しのタイミングにもよるだけに、判断が難しいと思う。私自身は、来年の春ないし前半ではないかと一応みている。こうしたシナリオを巡っては、国内需要が底堅さを維持できるかどうか最大のポイントである。すなわち、設備投資については、緩やかな増加基調が続くかどうか。今一つは、個人消費の底堅さが維持できるかどうかである。これらに加えて、このところの日中関係の悪化がわが国の景気にどのような影響を及ぼしてくるか、この点も予断を許さない要素になってきていると思う。

最後に、物価だが、生鮮食品を除くCPIの前年比は、7月に続き8月も-0.3%となった。こうしたやや弱めの動き自体は、想定したとおりだが、とはいえこの先マクロ的な需給バランスが改善するにつれて前年比プラス幅を拡大していくことになるのかどうかについては、10月末の展望レポートに向けてしっかり検討していかなければならないと思っている。私からは、以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

前回会合以降、得られたデータについて概観すると、米国経済など一部に改善の動きがみられた一方で、欧州やわが国などではどちらかといえば懸念材料の方が多かったように思う。それではまず海外経済について、欧州から順に述べたいと思う。

欧州経済については、欧州債務問題は、この間格別大きなイベントもなく小康状態が続いていると思う。スペインでは銀行へのストレステストの結果が公表され想定内に収まったのはある意味好材料だった訳だが、一方で、ムーディーズによる投資不適格への格下げ懸念、あるいはE F S F、E S Mへの支援要請を巡る不確実性などから、市場の不安感は払拭されておらず、今後の展開には十分注意する必要がある。一方で、実体経済だが、緩やかに後退した状態が続いている。ユーロ圏経済の悪化の流れは、企業部門から家計部門、製造業から非製造業、周縁国からコア国へと、その波及を強めつつあり、特に、コア国ドイツの家計部門、消費者マインドや小売売上高の低下にまで波及してきている点が気掛かりである。ユーロ圏の景気後退は、主に貿易チャンネルを通じて、世界経済への大きな重石となっている。

続いて、米国経済である。米国経済は、底堅い回復基調を維持しているものの、その回復ペースは、GDP成長率でみて1%台と極めて緩やかなものであり、雇用や労働市場を明確に改善させるには至っていない。その中であって、この間、やや明るい動きも確認された。すなわち、企業景況感は、ISM製造業・非製造業指数とも改善をみせ、家計部門では消費者コンフィデンスがコンファランス・ボード、ミシガン大指数とも改善、自動車販売など個人消費も増加した。先日の追加緩和決定以降、住宅ローン金利は一段と低下する中で、住宅部門も持ち直し基調が続いている。市場の実質長期金利はマイナス圏にあり、仮に米国の自然利子率がプラスと前

提すると、極めて緩和的な金融環境がこの間維持されていることになる。そのような環境のもとで、米国経済の回復が下支えされていくことは、米国にとっても、また世界経済にとっても好ましく、この間の数少ない明るい材料と言えるかと思う。もっとも、フィスカルクリフあるいはフィスカルドラッグを巡る不確実性などの下振れリスクには、引き続き十分な注意が必要と考えている。

この間、米国では先般のQE3、追加緩和決定後、低格付け社債スプレッドが縮小し、前回会合で少し議論になったように、search for yieldの過度な強まりを懸念する向きもみられた。しかし、その低まったスプレッド水準自体をみると、過去の実績と比べても特段低過ぎるという訳ではなく、今のところQE3が過度なリスクテイクあるいはリスクプレミアム縮小をもたらしているという可能性はそう高くないと認識している。

続いて、アジア新興国、中国経済である。中国経済は、減速した状況が続いているとの見方に変化はない。この間公表されたデータは、企業景況感が製造業、非製造業とも弱含んでおり、マイクロ情報なども総合すると、成長率の明確な回復は年明け以降にずれ込む可能性が高いとみている。問題は、回復時期がさらに後ずれしないか、あるいは回復するとしても、そのペースは想定よりも緩やかなものにならないかという点であって、当面は、地方を中心に問題となっている過剰生産、あるいは過剰在庫の調整が適切に進展するかどうかがポイントとみている。また日中関係の緊張についても大きな懸念材料である。

続いて、わが国経済について申し上げる。わが国経済は、海外経済の減速が、今申し上げた欧州、中国を中心にやや強まるもとで、輸出、生産はさらに鈍化し、景気は足踏みした状態が続いている。堅調さは維持している内需に関しても、気掛かりな材料が増えつつある。足許では全体の需給ギャップが悪化しているという可能性も垣間みられるため、十分留意が必要と考えている。

まず輸出、生産だが、実質輸出は、5月以降、4か月連続で前月比マイナス、鉱工業生産の調整ベースも2か月連続で減少している。マイクロヒア

リングに基づく生産見通しも前月対比でさらに弱含んでおり、年内は減少が続くと予想されている。わが国経済にとって重要な中国経済を巡っては、先程申し上げたように、まず、第一に生産、在庫調整が長期化するリスク、第二に追加的な政策対応の実施や効果発現が遅れるリスク、第三に仮に中国の成長が回復しても、日本の輸出がなかなか高まらない、あるいは輸出感応度が低下するというリスク、第四に、日中の緊張がさらに高まるリスクといったものがあり、これらを総合的に考慮すると、輸出、生産がさらに鈍化し回復が一段と後ずれするという可能性についても、意識しておかなければならないと考えている。

一方、内需だが、設備投資計画は、9月短観において、腰折れしていないということが確認された。しかし、その一方で、経常利益見通しは大きく下方修正された。中国経済の回復の遅れや、日中の緊張の高まりなどはまだ十分に織り込まれていない可能性を考えると、今後、下期にかけて設備投資の実施が手控えられるリスクは相応に高いとみている。実際、設備投資の一致指標である資本財総供給は3か月連続で減少しており、そのリスクは一部で顕現化しているとみている。個人消費については、基本的に底堅さが維持されているものとみているが、一方で、足許自動車販売の鈍化や百貨店、スーパーの低迷、旅行の手控えなどがみられている点、また9月短観では、非製造業のサービス関連を中心に、業況判断が先行き慎重である点が気掛かりである。また、労働市場の稼働状況をみると、総労働時間が1~3月をピークにこれまでの平均トレンドに比べて明確に減少に転じてきている。これは、労働稼働率の低下、すなわち需給ギャップが足許悪化方向に転じている可能性を示唆するものであり、この点も気掛かりである。

先行きについては、今申し述べたような懸念材料から、当面景気は、若干の悪化の可能性も含め、横ばい圏内で推移すると予想される。その後は、海外経済が徐々に回復していくにつれ、わが国経済は緩やかな回復経路に復していくというメカニズムは維持できるとみているが、今申し上げた海外経済の減速が長期化するリスク、さらには円高、株安が長期化するリス

クなど、景気の下振れ、あるいは回復のさらなる後ずれの可能性には、十分な留意が必要と考えている。

最後に物価動向だが、8月のCPI前年比は-0.3%となった。今後、暫くゼロ近傍で推移した後、先行きはプラス圏内に浮上するというメカニズムは維持できると今のところみているが、今申し上げたように当面景気は足踏み状態が続くことが予想され、それは需給ギャップ改善の遅れを通じて物価上昇にとって重石となる。また、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、アンカーに収束していくスピードが遅れるリスクについても、引き続き注意が必要とみている。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

前回会合以降2週間しか経過していないので新しいハードデータは少ないが、注意が必要な動きが出ているとみている。メインシナリオとして前回会合での現状評価下振れ、先行き半年程度後ずれの判断をほぼそのまま維持した執行部の月報表現に大きな違和感はない。しかし、従来悲観的にみていたところに中長期的に若干の上振れのリスクが生じ、他方これまでは強めにみていたところ逆に短期の大きな下振れリスクが生じていると思う。前回会合での私の判断と対比させながら評価したいと思う。

従来悲観的にみていた欧州に、まだ極く少数ではあるが、長いスパンでみてアップサイドのリスクをみる市場関係者が若干出ている。確かに足許の状況は4四半期マイナス成長の可能性が高く、停滞がコア諸国に波及する等、短期的にはダウンサイド・リスクの方が大きいと思う。しかしこの2週間の動きは、比較的落ち着いた市場環境でスペインの銀行不良債権額の発表等がクレディブルに捉えられるなど、期待の負のスパイラルに歯止めがかかっているように思う。ユーロ圏が今の範囲で維持できるかどうか

は予断を許さないが、いずれの場合であったとしても秩序立ってことが運ぶ蓋然性が高まっていると思う。メインシナリオは依然として muddling through であることは変わらないが、期待の小さな兆しが広がるのか注意してみたいと思っている。

次に米国だが、極く短期にはアップサイド、年末から来年にかけてはダウンサイドのリスクがあると考えている。実際足許は住宅市場の回復、自動車販売の好調、ADP統計は比較的確り、製造業・非製造業ISMの予想比上振れ等、極く短期にはアップサイド・リスクで為替相場に影響を及ぼすということはある得ると思っている。ただその持続性には疑問がある。住宅価格は、5月、6月はバブル期のピーク並みの対前月比伸び率となったがその後は伸び率は大きく低下している。昨年底を打った新築販売の回復はこの2か月はほぼ頭打ちである。これは、解釈するに需要増が単なるバーゲンハンターにとどまり価格上昇が続くと腰折れしてしまうということを示唆しているように思う。雇用情勢が回復していない限り持続性のある需要増は難しいように思う。QE3でモーゲージレートが下がったにもかかわらず、まだ新規住宅ローン申請の動意が小さいというのは問題の深刻さを示していると思う。加えて、自動車販売は特にアジア系で相変わらず堅調だが、評価には慎重にならざるを得ない。ガソリン価格上昇から燃費の良い車への需要増に加えて、自動車ローンのゼロ金利キャンペーンが販売増の大きな力になっているが、これは、見方を変えれば、住宅資産が水面下にあり雇用もそれなりに維持されている持てる者——色々な言い方があると思うが——に対する長期金利低落の好影響を表していると思う。これに対して持たざる者——こちらが多い訳だが——を考えると、需要の広がり限界を示しているとも言える。さらに年末から来年初を展望すると、大統領選挙、上下両院選挙がステールメイト型の選挙結果となる可能性は小さくない。その場合、選挙後少なくとも一旦は実際に財政の崖を落ち、国際金融市場が動揺するというダウンサイド・リスクは小さくないと考えている。

中国経済はダウンサイド・リスクが増加している。足許の減速は、7%

台後半の中国政府のいう安定成長への微調整にとどまらず、中長期的にはより大きな構造調整に進むリスクがある。翻ってみると、年初は金融、財政の両面で景気対策が採られ、従来のパターンからすれば数か月のラグで急速な回復に繋がるという見方が強かった訳である。しかし特に財政面での景気対策はその実効性に疑問が出ている。いわゆる1兆元の景気対策の報道だが、中央政府は1兆元支出にはコミットしておらず地方政府がファンディングしなければならないが、高値での土地売却ができない現在の地方政府にその原資のあてはない。従って、11月8日から始まる中国共産党大会での権力の承継で、何が決まりそれが地方政府行動にどのような影響を与えるのかということが、差し当たり中国経済の分岐点となっていると思う。

さらに地政学リスクである。イランの核開発を巡っては、イランが核の軍事利用を一時公言したり、イスラエルが軍事介入を示唆するなど緊迫度がさらに高まっている。実際に中東でディスラプションが起きた時に、原油も然ることながら原発事故以降LNG依存度を大きく高めているわが国へのインパクトは大きいということは頭に入れておく必要がある。

国際金融市場では、世界的な景気停滞の広がりと同類をみない金融緩和で、通常は相容れないようなセーフヘイブンへの需要と search for yield が同時に起きている。このため、市場センチメントの変化に伴う市場の変動ポテンシャルは大きいと言わざるを得ない。これは一種の金融的不均衡の国際的な蓄積とも考えることができる。さらには世界的にアルゴリズム取引の比重が高まりスウィングを増幅する程度は大きいと考えている。従って、為替の動きを含め、国際金融市場はメインシナリオと大きく異なる展開をする可能性も考慮しておく必要があると思う。

日本経済だが、前回会合後の展開をみると、下振れるリスクは増大していると考えざるを得ない。足許輸出の減少が地域を広げている。短観のセンチメントも、水準としては持ち堪えているがモメンタムはやはり下方にあり、今後鉱工業生産の下振れの程度が従来予想よりも大きくなる可能性がある。個人消費も乗用車販売では補助金切れの駆け込み需要はなかった

が、その後の落ち込みははっきりと出ている。設備投資は非製造業を中心に比較的強い計画が維持されているが、モメンタムを維持できるか不確実である。先行きの見通しを立てる際には、これまでの政策の累積的効果、そしてこれからあり得る政策パスの効果を考慮して考えなければならないが、現在のところ下振れリスクは小さくないと考えている。

最後に物価について簡単に述べる。前回消費者物価除く生鮮は、7月は下3桁までみて-0.321%、四捨五入で-0.3%となったが、8月は恐らく若干戻すと述べた。結果は下3桁までみると、7月は-0.284%と若干戻したものの四捨五入で-0.3%にとどまった。残念ながら、プラス方向に戻るモメンタムはあまり強くなっていない。このため9月は若干のマイナスが残ると考えられる。今後の見通しについてはエネルギー価格と穀物価格の動向に大きく依存するが、同時にこれまで、そしてこれからの政策の累積効果がどのように経済に影響を及ぼすかに大きく依存すると考えている。この点について、メインシナリオについては、物価の戻りには足踏み、後ずれの傾向がみられるとした前回と方向性は変わっていないと判断しているが、下振れリスクは小さくない。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合より日数が少なく、前回から見方を変える事項は特になかったと思う。その中で、特に申し上げるとすれば、欧州は、ECBのOMT発表により一旦落ち着いたが、少し落ち着くと各国の利害の主張が出てくるというこれまでのパターンが復活し、ドイツ、オランダ、フィンランドの3か国蔵相が、6月に合意したESMによる銀行救済について過去の不良資産分は適用除外という主張を始める一方で、救済されるべきスペインも厳しい条件回避のため救済申出自体を先送りする姿勢であり、事態が進展していない。この間、市場の安心感もやや後退する一方で、発表された各

種指標も弱めのものが続き、改善の傾向がみられない状況が続いている。ユーロ圏については、これからも折に触れ、種々波乱を覚悟しておく必要があると思う。新興国・資源国についても特に変化はない。中国についても引き続き弱めの指標が出ており、減速状況から当面持ち直す兆候はみられない。米国については、足許で企業、家計ともマインド面の改善を示す指標が幾つか出ているが、前回申し上げた通り、選挙が終わってフィスカルクリフを通過するまでは、はっきりとした回復の動きを確認するのは難しいと思う。

以上のように、引き続き海外経済が総じて弱めに推移し特に変化のない状況のもと、わが国の経済も輸出、生産が息切れ気味となっており、横ばい圏内の動きとなっている。週初出た短観の内容も前回会合での足許の経済の動向判断と概ね整合的なものであったとみている。先行きの見通しについては、足許の状況を確認しつつ、展望レポートに向けて改めてよく検討していきたいと思うが、いずれにしても、これまでの成長ペース、物価の見込みについては見直しの必要が出てきていると考えている。このようにわが国の状況についてはやや陰りが出てきていると言わざるを得ないが、不動産セクターについてコメントしたいと思う。このところ海外投資家が再び東京のAクラスの商業用不動産への投資に関心を強めているという話が増えてきている。また、TOPIXは昨日時点で、ほぼ年初の水準にとどまっているが、その中で不動産セクターは年初来 32.2%の上昇となり、最も上昇したセクターとなっている。不動産のミニバブル崩壊後、リーマン・ショックを経て極めて低調であった不動産取引が再活性化する可能性があると思う。不動産分野で元気が出ると経済全体のマインド改善に特に資するものがあるので、注目しているところである。私からは以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合で景気の現状判断及び見通しを下方修正した後、足許までの指標は、横ばい圏内という執行部の基調判断に概ね沿う動きと判断している。ただし、輸出、生産は引き続きかなり弱めの動きとなっているうえに、これまで底堅く推移してきた内需に変調の兆しがみられる点を注視している。例えば、個人消費では乗用車の新車登録台数は昨年末のエコカー補助金再導入前の水準に一気に落ち込んでいる。そのほか、設備投資でも資本財総供給の動きは弱めとなっている。また、所得面でも名目賃金が足許下方に屈折している点は気掛かりである。既にこの7～9月期は、ネット外需及び個人消費を主因に一時的にマイナス成長の可能性がある。そのうえ、海外経済の減速が強まった状態が長引く中で仮に個人消費や設備投資をはじめとする内需の基調も弱含む場合、景気は横ばい圏内を乗り越えて後退局面入りする可能性も排除できず、予断を持つことなく緊張感を持って内外経済を点検していきたいと思う。

因みに内閣府の景気動向指数の一致指数は、7月まで4か月連続で前月比マイナスとなり、本日午後2時公表予定の8月分の速報は私の手許の推計では概ね横ばいか小幅マイナスの見通しの後、9月は鉱工業生産の大幅下落予測を受けて、明確なマイナスとなる公算大である。後から振り返ってみれば、景気は本年3月以降後退局面に入っていたという判断になるかどうか、足許微妙な局面にあると思われる。

海外経済については、前回会合以降得られる経済指標が限られることから、減速した状態が強まっているという判断を変えるほどの材料は特にないかと思う。4月展望レポートや7月中間評価以降、最も見通しが下振れた中国については、前回会合までに既に多くの議論がこの場でなされているので新たに付け加える点は特にない。一方、米国の財政の崖の影響だが、設備投資の絞り込みというかたちで企業部門に既に影響が出始めているほか、給与税減税やブッシュ減税の一部は大統領選の結果にかかわらず2012年限りで打ち切りとなる可能性があり、その場合には可処分所得の減少を通じて個人消費に直接的に影響し、乗数効果次第ではあるが、2013

年 1～3 月期の米国経済は一時的にせよかなりの低空飛行となる可能性があるかと思う。そうした影響は、同 4～6 月期以降、限界的には剥落し、景気は潜在成長率を若干下回る程度の本来の成長ペースに持ち直すとみている。ただし、日本経済の回復が後ずれしても半年程度というシナリオを実現するためには、来年の早々には海外経済が減速した状態を脱していることが前提になると思う。中国の景気刺激策の本格化、あるいは米国の財政の崖の前後での経済情勢に不確実性が大きいということを踏まえると、年度下期中の国内経済の回復の実現性については、ある程度後ずれするリスクを想定しておく必要があると考える。

最後に消費者物価についてである。4 月展望レポート及び 7 月中間評価における中心的な見通しを既に明確に下振れていると判断している。コア指数はゼロ近傍のもとでもやや弱めの推移となっており、ラスパイレス連鎖指数や刈込平均値も同様の傾向を示している。電力料金や石油製品等、目先押し上げ要因があるので、先行きの全国コア指数はマイナス幅が一段と拡大する地合いにはないが、足許の成長率は潜在成長率を下回って推移しているとみられ、需給ギャップの改善テンポが鈍ってきているということ、あるいは弱めの所得環境を勘案すると、物価の回復パスが明確になるタイミングもまた後ずれすると考えるのがむしろ自然である。具体的な回復のタイミング及び見通しの数値については次回会合で改めて点検することになるが、2014 年度以降遠からず 1%に達する蓋然性は低下しているように見受けられる。私からは以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

海外景気は、全体として、依然として減速した状態にある。最も注目される中国経済には、引き続き好転の兆しはみられない。足許でインフラ投資の認可ペース加速が報道されているが、仮にそれが本格的な景気浮揚効

果を發揮するとしても、年末から年明けにずれ込むのではないかとみられる。さらに、政権交代が円滑に実現し、新体制の安定が確認されるまでは、不確実性から経済活動が抑制される可能性も考慮に入れておく必要があり、その結果として、当面、経済情勢の目立った改善を期待するのは難しいと思う。

欧州の景気情勢についても、足許で特に大きな変化はみられない。依然として、緩やかな後退局面を辿っている。金融政策への期待などに支えられて、金融市場は比較的安定した状態が続いているが、むしろ気掛かりなのは、それが危機感の低下を招いて、政策対応、経済・財政改革への機運がむしろ少し弱まったようにも感じられるという点である。ギリシャに関しては、いわゆるトロイカとの間で財政赤字削減を巡る軋轢がみられている。またギリシャの公的債務削減などを巡り、IMFとEUの間でも意見対立が報じられるようになってきているという点も気掛かりである。ギリシャに対する支援の交渉難航などから、再びギリシャのユーロ離脱観測などが年末にかけて再燃するといったリスクは、まだ残されていると思う。

今後の世界経済、日本経済を展望する際に、新興国の構造問題、そしてそれへの対応策である構造改革の動きには従来以上に注目しておく必要があると感じている。従来、世界経済の牽引役が期待されてきた中国、インド、ブラジルといった主要な新興国で景気対策の実施にもかかわらず景気が思うように好転しないといった背景には、民間部門のバランスシート調整、銀行システムの不安定性、脆弱な海外資金ファイナンスの構造、インフレ体質といった構造問題が妨げになっている可能性が比較的高いのではないかと考えている。例えば、構造改革についてみると、中国の現政権あるいは次期政権が、目先の成長よりも物価、あるいは資産価格の安定をより重視する方針である場合、それは長い目でみた中国経済、世界経済の安定には貢献する訳だが、一方で短期的には日本も含め世界経済の下振れリスクになり得ると思う。一方で逆に、インドが先日発表した包括的な構造改革が仮に実施に移されると、その結果として海外からの信用が高まり、海外資金の流入が加速して、それがインフラ投資を支えるといったか

たちでインド経済の好転に寄与するといった可能性も考えられるので、構造改革の動きについては、下振れ、上振れの両方のリスクがあると言える。

国内経済については、輸出の悪化を起点に製造業の生産活動が弱くなると、これが生産活動のみならず、設備投資、個人消費といった内需の柱に徐々に悪影響を及ぼすといった傾向が強まっているのではないかと思う。8月の実質輸出は前月比-0.6%と4か月連続での下落となった。7、8月の平均は、4~6月平均比で-4.7%の大幅マイナスとなっているので、7~9月期は輸出がGDPを相当分押し下げる可能性が高まっている。他方、8月の生産も予想を大きく下回り、7~9月期には2期連続で鉱工業生産が減少する可能性が極めて高い。さらに10~12月期も生産が減少する可能性が高まってきたように思う。足許の生産活動、あるいは予測調査で特に注目されるのは、自動車、電機といったセクターに加えて一般機械など資本財の弱さが目立ってきているということであって、これは、輸出の減速が内需の柱の一つである設備投資の調整に繋がり始めたことを裏付ける一つの証左ではないかと思う。

先般発表された短観の9月調査では、大企業製造業の景況判断が3四半期振りに悪化するなど景気の変調振りが確認できた一方で、景況判断、設備投資計画ともに事前予想をやや上回る安定振りも示された。しかしこれは、年度下期の過度の輸出回復期待に依存している面があるように思われる。今後輸出環境が一段と悪化しないとしても、企業が想定するよりも回復が遅れるだけで、景況感、設備投資計画の顕著な下振れ、下方修正に繋がりがねない依然として不安定な状況だと思う。輸出環境は年末にかけてやや安定化するという可能性も正直なところ感じている。しかしながら、今までの輸出の悪化の生産、内需への波及効果、そして輸出回復への過度な期待の剥落により、内需の弱さは当面は強まるという可能性をみておきたいと思う。

それ以外の景気の下振れリスクとしては、前回の会合でも指摘したが、特例公債法案可決に伴う予算執行先送りの心理的な影響も含めた経済効果、そして日中関係の悪化の影響に引き続き注視する必要があると思う。

日本製品の不買運動の広がり、日系企業の操業停止、日本からの輸出品の通関手続きの遅れ、そして中国から日本への観光客減少など、日中関係に起因する景気抑制リスクは前回の会合時点で感じていたよりも明らかに大きくなっていると言える。

以上の点を踏まえると、前回の会合では景気の持ち直しの動きが一服しているとして景気判断を引き下げた訳だが、もう一段の引き下げが妥当であるかどうかを早くも検討すべき時期が近づいてきたようにも思う。4～6月期からわが国が緩やかではあるが景気後退に入った可能性も相応に高まってきたのではないかと思っている。1953年以降の鉱工業生産統計を振り返ると、震災を含む2010年、2011年を除けば、生産が2四半期連続で減少している局面では全て、景気は後退局面にあった。今回、鉱工業生産は2四半期連続での減少となることはほぼ確実である。そして、3四半期連続の減少となる可能性も十分にあるといった状況である。また、2009年3月を谷とする現在の景気の拡張期は、今月で43か月目に入った計算だが、これは戦後の拡張期間の平均36か月を既に大きく上回っているという点にも注目しておきたいと思う。

最後に物価動向だが、物価は引き続き下方リスクを抱えた状態が続いている。8月の全国消費者物価指数で、生鮮食品を除くコア指数は前月と同水準の前年同月比 -0.3% と、3か月連続での悪化ではあるが、マイナス幅の拡大にはやや歯止めがかかってきたとは言えると思う。しかしより基調的な動きを示す食料・エネルギーを除くコアコア指数などをみると、前月比で -0.1% と引き続き悪化している。また、9月分の東京都区部の物価指数でも、このコアコア指数は前月比で -0.2% とむしろ下落幅を拡大させている。今月末に出てくる9月分の消費者物価指数でコア指数は、電力料金の引き上げなどの一時的な影響で、前年同月比は下落幅がやや縮小する可能性も考えられる。しかし、重要なのはより基調的な物価の動きを示す指標であって、コアコア指数などはむしろ下落幅を拡大させていく可能性が当面は高いと思う。そして、景気の減速による需給ギャップの改善の一巡と賃金の低迷などの影響から、基調的な物価情勢の改善は

当面みられないのではないかと考えている。以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

最初に全体観だが、前回会合時から大きな変化はないと認識している。

まず、海外情勢である。欧州債務問題を巡り、国際金融資本市場はこのところ小康状態にあるが、スペイン・ギリシャ情勢や、銀行同盟に関する議論の先行きについても不透明感が依然強く、当面は不安定な状況が続くと思われる。こうしたもとでの海外経済だが、減速した状態が続いている。欧州実体経済については、周縁国を中心に財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が続いており、緩やかに後退している。失業率は、周縁国で既往ピークを更新し続け、企業、家計のマインド悪化にも歯止めがかからずコア国にも波及している状況を踏まえると、欧州経済は、当面、緩やかな後退が続くと考えられる。

次に米国経済である。個人消費は、雇用・所得環境の緩やかな改善や、底堅く推移する株価が家計のマインドを下支えしており、自動車販売も高水準で推移するなど、緩やかな増加が続いている。また、住宅投資も低水準ながら住宅着工等に改善の動きがみられている。この間、企業部門では、生産や設備投資の増勢が鈍化しているが、極く足許では、ISM製造業指数が、底堅い内需を背景に4か月ぶりに50を上回り、非製造業でも50超幅が拡大するなど増勢鈍化に歯止めがかかる兆しも窺われる。先行きは、緩和的な金融環境が経済を下支えするとみられるが、外需の弱さに加えて、財政の崖を巡る不確実性も引き続き意識されているので、米国経済の回復は、当面緩やかなものになるとみられる。

新興国・資源国経済をみると、中国経済は成長ペースが鈍化した状態が続いている。ただ、製造業PMIは2か月連続で50を下回ったが前月からは若干改善しており、項目別にみると、生産と受注、及び輸出向け受注

の指数が上昇するもとの、在庫調整圧力がなお強いとは言え受注・在庫バランスは幾分改善傾向となっている。当面は、輸出の弱さや在庫調整の影響などから成長が鈍化した状態が続くとみられるが、先行きは、5月以降実施されている政策効果が発現するにつれて、年末から年明けにかけて成長が徐々に高まっていくと考えている。

NIEs・ASEAN経済については、企業部門に弱さがみられ、持ち直しの動きが緩やかになっている。生産・輸出が、欧州・中国向け輸出の減少を受けて弱めとなっており、これが企業マインドの慎重化や設備投資の増勢鈍化に繋がっている。先行きについては、ASEANなどで個人消費を中心に内需が堅調に推移するもと、次第に輸出の増勢が回復していくことで、徐々に成長ペースを取り戻していくものとみている。

次にわが国経済だが、内需が底堅く推移する一方、海外経済の減速が続くもとの、横ばい圏内の動きとなっている。国内需要をみると、個人消費はエコカー補助金の終了に伴う反動減がみられるものの、雇用環境が全体として改善傾向にある中で、消費者コンフィデンスの回復基調は維持されている。また、設備投資については、機械受注や資本財総供給などの指標が弱めとなっているが、9月短観の投資計画では前回調査をやや上回る水準の増加を見込んでおり、現時点では増加基調を維持していると判断して良いと思う。この間、公共投資や住宅投資は回復の動きが続いており、内需は総じて底堅く推移するとみられる。一方、外需については、海外経済の減速が長引くもとの、輸出や鉱工業生産が弱めとなっており、内外需を合わせてみると横ばい圏内の動きとなっている。

先行きは、当面横ばい圏内の動きになると思われるが、内需が底堅さを維持するもとの、年明け以降、海外経済が減速した状態から脱していくにつれて、輸出や生産が増加に転じ緩やかに回復していくとの見方に変わりはない。ただ、9月短観の先行き業況判断は幾分慎重化しており、輸出や設備投資を含めた事業計画についても、今後、海外経済減速の長期化や対中関係悪化の影響を追加的に織り込んでいくことで、どの程度下方修正されるか十分な注意が必要である。さらに、年明け以降は復興関連の公共投

資が徐々にピークアウトしていくとみられ、海外経済の減速がさらに長引くこととなれば、雇用・所得面への影響も含め、経済への下押し圧力が強まることには注意が必要だと考えている。

最後に物価である。生鮮食品を除く消費者物価については、前年比マイナスの領域でゼロ近傍の推移となっており、当面、こうした動きが続くと思われる。足許、原油市況が高めの水準で推移していることや電気料金値上げによる影響、また穀物市況高止まりによる押上げ要因が見込まれるが、このところ需給ギャップの縮小ペースが鈍化し、短観における企業の需給判断も改善の動きが停滞していること、さらには大手スーパーで値下げの動きが広がっていることなどを踏まえると、当面はやや弱含んだ状態が続くと思われる。ただ中長期的には、家計や企業のインフレ予想が安定的に推移するもと、実体経済が横ばい圏内の動きを脱していくにつれて需給ギャップ、さらには所得環境も改善し、消費者物価は徐々に強含んでいくと思われる。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

まず、前回会合以降の世界経済情勢について2点申し上げる。一つは、世界貿易の停滞が徐々に強まっていることである。オランダ政府機関が算出している世界貿易指数をみると、直近の6月、7月に2か月連続で前月比マイナスを記録しており、輸出入がともに落ち込むことで各国の間で負の相乗作用が生じている。もう一つは、この点とも関連するが、世界的に製造業の減速が続いていることである。9月世界製造業PMIをみると、確かに米国、ドイツ、イタリア、スペイン、中国等の改善によって全体として幾分上昇したものの、米国ISMを除いて依然として50を下回っており、貿易取引の縮小の影響を大きく受けているようである。以下、主要国地域とわが国の経済・物価情勢について私の見解を申し上げる。

欧州では、景気後退が続いている。9月の製造業PMIが50を下回っているほか、欧州委員会の9月経済センチメント指数がドイツを含め一段と悪化している。また、失業率の高止まりもあって消費も伸び悩んでおり、最近ではエネルギー価格を主因とするインフレ率の上昇が家計の購買力を引き下げている可能性がある。こうした中、スペインによる2013年予算案と新たな構造改革及び外部監査による銀行ストレステストの発表が続き評価する声もあるが、早くもストレステストが甘い前提のもとで実施されたので資本不足額が過少評価されているとの批判も聞かれる。市場では、スペインがユーロ圏に救済支援を求めたうえでECBによる国債買入れに円滑に繋がることを期待しているが、政府要人の間で相反する発言もあって幾分混乱が生じている。ただ、重要な点は、支援申請の有無やスペイン政府が現在交渉している財政目標を構造的財政収支に転換することで財政再建をスピードダウンするかどうかという問題よりも、地方政府の歳出削減や競争力を高める構造改革を継続的に実行していけるかが問われていると思う。この点、スペインは地方財政が原因で2011年の財政目標が未達成のうえに、2012年の財政目標も3度も引き下げており、賃金抑制の取り組みも不十分で、何よりも25%の高い失業率のもとでどのように失業者を吸収して成長力を高めるのか、見通しは不透明である。また、ギリシャについても、本来、総選挙後の6月末にはまとまるとされていた第2次支援再開に必要な追加財政再建策が未だに交渉中であることからみても、経済改革の行方は予断を許さず、引き続き注視しておく必要がある。

米国については、輸出、鉱工業生産、設備投資が停滞する中で、9月ISM製造業・非製造業指数では新規受注指数を中心に50を超えて改善しており、この傾向が続くのか注目される。消費については、実質可処分所得の上昇傾向に支えられて比較的堅調で、消費者マインドも改善している。しかし雇用を大きく増やすには景気回復の勢いは弱く、大統領選や財政の崖に伴う先行き不透明感が企業の経済活動を下押しする状況は当面続いていくとみている。また、住宅市場が少しずつ改善を示していることは心

強いが、この点、ケース、シラー両教授が 9 月に米国住宅市場について 2003～2012 年のサーベイデータをもとに発表した興味深い論文によれば、住宅投資の決定には、1 年先の短期住宅価格上昇率予想よりも、10 年間平均の長期上昇率予想の方が重要であることを示したうえで、本年入り後、短期予想は上昇しているものの長期予想はむしろ低下していることから、住宅需要が増加に大きく転じた訳ではないと警告している。引き続き、F R B の金融緩和の影響を含めて慎重に住宅市場の動向をみていきたいと思う。

新興諸国については、アジア地域では、昨年と比べてインフレ圧力は抑制されているものの政策金利をほとんど引き下げていないという共通点がみられる。例えば、中国、韓国、マレーシア、ベトナムではインフレ率が昨年より低い水準で推移している一方で政策金利はほとんど据え置かれているし、インドネシア、インド、タイなどではインフレ率が政策金利を若干下回る状態が続いている。インフレ圧力の高いインドとベトナムを除けば各国とも政策金利を引き下げる余地があるし、財政が健全でありながらも積極的な財政拡大政策を採用していないところをみると、欧州債務問題、米国大統領選、中国政権交代など先行きの経済・金融情勢を巡る不確実性が高い中で当面様子見の姿勢を保っているようにみえる。実際、アジア諸国が中国の投資減速から受ける打撃は、N I E s、A S E A N を中心に相当大きいようである。この間、中国政府はプロジェクト投資の認可を加速しているが、地方政府自体が自力で資金調達が必要な案件が多く、金融機関も 6 月の金利規制緩和によって利鞘が縮小する中で収益重視の貸出スタンスに転じているのか積極的な貸出はしていない模様で、認可プロジェクトが実際にスタートするまでには時間がかかるようである。暫くは今後の情勢を見極める必要があると思う。

わが国経済については、引き続き横ばい圏内の動きが続いている。鉱工業生産、輸出、資本財総供給の減少が続いており、出荷・在庫バランスも悪化が続いている。他方、公共投資、住宅投資は堅調だが、消費については、非製造業を中心に雇用が伸びていることもあってか小売業販売額は増

加トレンドを維持しているものの、自動車販売が補助金終了の影響もあって大幅に減少するなど、消費全体ではやや弱めの動きが目立っている。先行きについては、海外需要の減速傾向が当面続くと思われ、年内の鉱工業生産と輸出の回復は予想していない。設備投資については、日銀短観で製造業、非製造業ともに比較的積極的な設備投資計画を維持していることが確認できたが、企業マインドについて幾分悪化を示す指標も増えているため、設備投資計画の実現が後ずれする可能性もあるとみている。消費については、製造業の雇用が停滞していること、日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」で現在及び1年先の景況感が悪化している点を注視する必要がある。なお、近隣諸国との外交関係が冷え込む中、輸出、観光や現地日系企業の経済活動への打撃が懸念されるが、10月の日銀短観ではこの影響が盛り込まれていないこともあり、経済的影響についてはもう少し情報を得てから判断したいと思う。なお、景気のリスク・バランスは、欧州債務問題、米国の財政の崖、中国経済の減速、近隣諸国との外交問題などを踏まえ、下方に傾いていると判断している。

物価については、コアCPIは直近の需給ギャップが製造業を中心に悪化していることを反映して、対前年比-0.3%程度で推移している。需給ギャップは、非製造業を中心に稼働率ギャップ及び労働投入ギャップはほぼ解消しているが、製造業については稼働率ギャップが再び悪化しているようであるので、解消にはまだ時間を要すると思う。以上を踏まえると、物価の先行きについては、当面はゼロ%近傍で推移するとみている。物価のリスク・バランスはコモディティ価格の動向にもよるが、上下バランスしていると判断している。以上である。

白川議長

前回の会合から僅か2週間なのでこの間の新規のデータ量は非常に少なく、前回のわれわれの判断を大きく変えるものはなかったと思う。前回は、先行きの景気のシナリオについて明確に下方修正を図った。数字面での成長率や物価の見通しは10月末の展望レポートで行うが、各自の頭の

中では先々の経済・物価の姿を想定しながら従来想定していた軌道を踏み外さないように金融緩和の一段の強化を図ったということだったと思う。前回は持ち直しの動きが一服したと判断した訳であるが、まさにそういう状況で横ばい圏内という動きが続いていると思う。この2週間で出たデータもそうした動きを裏付けるものであったと思う。

次回会合では展望レポートを議論するので、私としては前回以降の僅か2週間の動きについて精緻な議論をするよりは、次回の展望レポートに向けて議論しておいた方が良いような論点や、あるいはこの2週間に起きた新たな変化として多少議論した方が良いことに絞った方が良いと思う。

この2週間に起きたこと、この2週間で明確になったことの一つは、やはり日中関係の問題であったと思う。これ自体をここで議論しても直ちに具体的なことが分かる訳ではないが、一つは日中の動きであったということである。データという意味で一番大きかったのは、短観である。短観も大きくみれば、外需が弱め、内需が底堅いという判断を裏付けるものであった訳であるが、例えば設備投資をどのように読むのかということは何人かの委員も触れられたが、気になるところである。数値的には設備投資は堅調であるということであるが、色々な環境変化を十分織り込んでいないのではないかと、従って先々見送りの動きが出てくるのではないかとということも、皆気になっている訳である。その辺りは新しいデータとしてはあると思う。いずれにせよ私の方から何か特定の論点を出すということではなく、もし何かあったら、この場を出して頂きたいと思う。

物価についても、今日特に新しい論点が出たということではなかったと思うが、今度の展望レポートを作成する時に、改めてわれわれ自身が考えないとならないのは、物価の決定メカニズムであるが、これはどの中央銀行も明確な回答を持ち合わせていないテーマであると思う。概念的には、需給ギャップ、予想インフレ率、輸入コストということになってくるだろうが、物価上昇率の需給ギャップに対する感応度は日米ともに、プラスではあるが同じように低い。そういう中で物価が上がっていくというメカニズムは一体どういうことなのだろうかということである。需給ギャップは

一つのオーソドックスな道であるが、もう一つは輸入コスト、例えば原油価格が上がっていくということだろうが、そうしたかたちでの物価上昇をわれわれが願っているという訳ではない。三つ目は予想インフレ率であるが、これも突然予想インフレ率自体がポップアップするというかたちで上がる訳ではなく、やはり現実に物価が少し上がってくるということがあって初めて少しずつ人々の予想が変わってくるのだと思う。そうすると元の物価を規定するのは何かというと、結局需給ギャップと輸入コストしかないような感じもする。いずれにせよこの辺りをどのように考えるのかということだと思う。以上である。

宮尾委員

この2週間の新たな変化ということでは、足許の米国経済の家計部門の動き、持続性をどう考えるかということもある。特に消費者コンフィデンスの計数をみると、比較的しっかりした動きをしており、私には持続的な動きのように見える。一方で、西村副総裁からご指摘があったように、自動車のように持続性に関して心許ない動きもある。昨日、木内委員からは、フィスカルクリフの家計への影響を考えると消費者コンフィデンスはなぜこんなに強いのかという指摘があったが、私自身もこれをどのように解釈するべきかずっと悩んでいる。それについて、追加的なコメントがあれば伺いたい。

白川議長

米国の個人部門、家計部門が意外に底堅いのではないかについて、もしご意見があればお願いします。

石田委員

今まで、バランスシート調整という議論が一杯あった。それは、どちらかと言えば、個人、消費者がお金を借り過ぎたから使わなくなったという考え方で、そういう議論が多かった。しかし、例えば、銀行ローンの残高

の推移をみると、S & Lが不動産関係の貸出を非常に絞っていて、第2四半期だとまだマイナスである。ということは、草の根では、供給サイドにもかなり問題があって、米国人はお金を借りられれば使うのに、借りられないという部分も結構あるのではないかと思う。また、例えば、不動産でも借り換えの申請は非常に多いが、借り換えている人は何度も借り換えていると聞く。ということは、ある程度の資産があって信用力があれば色々なことができるが、そうでない人達が借りられないから伸びてこないのではないか。新規住宅の平均価格は過去のピークに近いが、中古住宅はまだ全然及んでない。中古住宅の方がずっと安いので、そういう意味からすると、やはり供給サイドというか、銀行、グラス・ルーツの金融機関のところが相当傷んでいることが影響しているのではないかと思う。その辺が通ってくると、相当世の中が変わる可能性があると感じている。

宮尾委員

西村副総裁もおっしゃっていたように高所得者と中低所得者には乖離があるが、私の理解では、コンフィデンス指標は家計を幅広く拾っているのではないかと思う。もし高所得者だけであつたら、ここまで持続的に回復しないのではないか。それは少し間違いであろうか。

西村副総裁

中所得者が段々減っていることが、まず一つある。マスの部分でも、元々、エクイティがネガティブでないポジティブな人は沢山いる。特に団塊の世代はかなりポジティブである。

宮尾委員

それは、株価という意味であるか。

西村副総裁

住宅に関してもポジティブ・エクイティの人がまだいる。それは、借り

換えに関して非常にセンシティブに効いてきている。今回をみても、借り換えは凄くジャンプしたが、新規は3%位しか上がってない。そういうことから考えて、持てる者と持たざる者とは、単に高所得者、中所得者ということではなく、早めに買ったかどうか、つまり世代の問題であって、団塊の世代とそれ以外の差が多分非常に大きく出てきていると思う。言い方を換えると、ウォール・ストリートとメイン・ストリートの違いだと思う。それを quantify することはなかなか難しいが、少なくとも、みている限りにおいては median income はどんどん下がっている。そういうことから考えると、そうした影響がかなり大きいのではないかと思う。

木内委員

最初の話に戻るが、この2週間の動きでは、F e dの緩和——緩和自体は前回会合の直前であったが——の評価が一つ重要だと思う。実際、足許の米国の家計関連の数字は、やや強めに出ていることも確かである。それは、世界経済の注視すべきアップサイド・リスクであると思っている。元々、住宅が回復する中で、F e dがさらに住宅に直接的に働きかけるかたちで緩和策をしたので、短期的にその効果が出てくる可能性は高いと思う。ただ、それが持続的かどうかである。住宅ローンの金利が大幅に下がれば、信用力のある人はお金を借りて住宅投資をしようと思うが、石田委員がご指摘のように、依然として信用力の低い人は当然多いし、ネガティブ・エクイティの世帯の比率も依然として高いことからすると、信用力のある人は金利の恩恵を受けて一時的に住宅投資も増えるだろうが、そのうえにどんどん積み重なっていくかということ、そこにはまだ重いものがあって、依然としてバランスシート調整の途上にあることが制約になるのではないかと思う。

消費者センチメントについては、やはり株の影響があると思う。昨日も議論になったが、フィスカルクリフはテールリスクとしても、フィスカルドラッグはまさにそこにあるリスクである。減税は部分的に失効する可能性が高い訳であるから、本当は家計にかなりダメージがあるにもかかわらず

ず、その辺を本当に反映しているのかを考えると、少し気掛かりである。従来であれば、金利が下がって住宅が戻って、それに遅れて消費も戻って、消費が回復してしばらくして設備投資もという順路で米国経済は回復してきたが、仮に住宅が短期的に戻るとしても、消費全体や設備投資に波及していくのかは疑問に思う。一つは、住宅のウェイトが相当下がってしまっており、住宅投資自体がGDPの2%位になっており、従来よりも影響力が大分落ちていると思う。それから、もう一つは、先程の話に関係するが、住宅から消費への波及は、過去で言うと、ホーム・エクイティ・ローンを通じた分が多かったが、これについては、住宅価格が上がっても、銀行がホーム・エクイティ・ローンに慎重である一方、借りる方もネガティブ・エクイティの世帯の比率が高ければ、簡単には借りられない。結論から言うと、短期的にはプラスの効果がみえると思うが、それが本格的に米国経済の回復に繋がるかどうかは、依然として慎重にみておくべきではないかと思っている。

白井委員

消費であるが、私も、基本的に株価の影響が大きいと思う。ここ2週間は下がったりしているが、結構持ち直して、少し高過ぎるという意見もある。今のところ、日本と比べても株価が結構強いと思う。それと、いつぞや執行部が計測した回帰分析で、米国の消費を説明するのに非常に強い説明要因が成長期待であった。それがかなり強い有意性を持っていた。足許は雇用が悪く多くの人達の調査でも非常に悲観的なことを言っているが、もしかしたら成長期待はあるのではないかと思う。回帰分析ではそう出ている。今は悪いが、もう少し長期的にみれば米国の経済は少し持ち直すという期待があるのではないかと思う。私はその回帰分析をみた時にそう評価した。今は雇用は厳しいが、中長期的には改善するという期待があるのではないかとみた。だから、日米の違いを考える時は、成長期待も大きいのではないかと感じている。

森本委員

私も、米国については、株高による資産効果があると思う。家計にとって、フィスカルクリフの影響はあるとは思いますが、富裕層を除いて減税が継続されるのは間違いないと思っていると思うし、ゼロ金利という金融環境のもとではあるが、自動車という高額商品が約1,500万台というのは、消費マインドが相当強いからではないかと思う。以前だと、カンファレンスボードとミシガンでは、指数がぎくしゃくする部分があったが、このところは両方とも良い。そういう意味で、当面は、家計については結構強いのではないかとみている。

佐藤委員

ただ、株高のベースになっている企業収益見通しだが、足許の7~9月期の見通しはマイナスになっているが、その後は10%~20%の増益予想になっていて、かなり楽観的に置いている可能性がある。バリュエーションが、金融政策の影響もあって、エクステンションしているとの印象もある。そういう意味では、確かに株高の影響で消費がややプラスに振れている面はあるが、そういった脆弱性を孕んだ消費の拡大であるとの感想を持っている。

木内委員

自然失業率がどこかは議論が分かれるが、失業率は依然として高い水準で、リーマン・ショック前に4%近くあった賃金の上昇率が1%台まで下がっている。そのことを考えると、自然失業率は従来よりも多少上がったかもしれないが、今の失業率の水準はやはり高く、依然として労働需給は緩和された状態にある。そうすると、限界的に景気が少し戻ったとしても、先行きの所得の期待はなかなか上がりにくいと思う。先行きの所得期待に関する調査をみると、リーマン・ショック前に年率2%位の期待があったものが、がくっと落ちた後、未だに全く上がっていない。そういうことを考えると、短期的に金利が下がったり、株が上がったりということで、セン

チメントが戻ることもあるだろうが、もう少し長い目でみた場合、米国の消費者の所得期待は依然として戻っていないのではないか。やはり失業率がもっと下がってこないと、持続的な消費の拡大とそれが経済をリードするところには簡単には至らないのではないかという気がしている。

白川議長

他にあるか。それでは、ここで10分程度休憩したいと思う。

(10時19分中断、10時28分再開)

V. 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。このラウンドでは当面の金融政策運営に関する議論を行う。次回金融決定会合までの金融政策運営方針等について、一人5分ずつ発言して頂く。発言の順番は先程と同じである。では、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

最初に金融環境であるが、昨日の執行部の説明どおり「緩和した状態にある」という判断で良いと思う。企業の資金調達コストをみると、全体としては量的緩和期のボトムを下回る水準まで低下している。短観の借入金利水準判断をみても、企業規模にかかわらずはっきりとした「低下」超が続いている。CP、社債の発行環境は総じて良好である。企業からみた金融機関の貸出態度も改善傾向が続いている。このところ電機などの一部企業について、CPや社債のスプレッドの拡大がみられている。今後の推移にはこの点注意を要すると思っているが、最近のこれらの動きはあくまでも特定の企業に限定されており、市場全般のムードを損なうには至っていないとみている。

続いて、当面の金融政策運営についてである。前のラウンドで述べた経

済・物価情勢に関する認識を踏まえると、次回会合までの金融市場調節方針については現状維持が適当だと思っている。

次に、政策に関連して二点お話しておきたいと思う。一点目は、前回会合で決定した金融緩和の評価に関してである。前回会合から2週間が経過しただけであり、政策効果を云々するのは時期尚早だと思っている。ただ、われわれが景気・物価判断の下振れおよび先行きのリスクを踏まえて迅速に対応したことは、オーソドックスな政策運営として、ある程度市場には正当に受け止められたように思っている。株価が大きく上振れるとか、金利がさらに低下するといったようなかたちでの効果はこれまでのところ現れていない。しかし、今後とも海外発を含め様々なショックがあり得るとすれば、マーケットの金融政策運営に対する落ち着いた見方は、市場の安定を実現するという意味で望ましいことだと思っている。こうした状態が長く続くよう、われわれのコミュニケーション上の対応についても引き続き磨きをかけていく必要があると思っている。なお、長国オペの下限金利撤廃の効果についてであるが、期末を挟む時期だけに予想どおりそうした効果は現れていない。効果は期が明けた今後、はっきりと出てくるのではないかとみている。

二点目は、一昨年10月以来続けている包括緩和に関してである。包括緩和が長めの金利に有意に働きかけてきたことは事実である。その結果として企業等の資金調達コストは低下してきている。問題は、そうした金融環境を使って、企業が実際に資金を調達する動きがまだまだはっきりとは出てきていない点である。われわれは、成長基盤強化のための支援を行い、企業の借入需要に直接働きかけることも一昨年来続けているが、なお十分とはいえない。となればということであるが、金融機関の背後に回って、貸出をより直接的にプッシュする方法はないのかどうか、こういった点も改めて探っていく必要があるのではないかとと思っている。今、具体案がある訳ではないが、今後、皆さんとも議論しながら案を固めることができると考えている。

最後に、昨日執行部から説明のあった被災地金融機関支援オペについて

一言述べておきたいと思う。このオペは、復旧、復興に向けた金融機関の取り組みを、金融面から支援することを目的とするものである。ただ、オペの利用実績をみると昨日の説明にもあったとおり、本年4月のピークで5,100億円程度の残高となったが、直近ではそれから1,000億円程度減少し、4,100億円位までになっているということである。背景には、そもそも資金需要が大きく盛り上がっていないということがあるのだろうと思うが、そのうえに資金繰りに余裕のある民間金融機関などが相応の対応を独自に行い得ていることが大きいと思っている。要すれば、われわれの出番があまりないということである。もとより、被災地の金融機関からすれば、バックストップとして存在するのであればそれに越したことはないということであろうと思う。しかし、それは言い方を変えると、無期限のオプションをわれわれが提供するに近いものである。中央銀行としてそうした役割を担い続けることが適当なのかどうか気になるというのが正直なところである。今直ちに結論を出す必要はないが、こうしたことも頭に置きながら今後のオペの利用状況などをみていく必要があるだろうと思っている。私からは、以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、まずわが国の金融環境について申し上げる。まず企業の資金調達環境については、金利面、資金量あるいはアベイラビリティのいずれの面とも「緩和した状態にある」という昨日の執行部の説明で宜しいかと思う。一点、CPの発行環境については、9月の短観による参考系列で製造業を中心にDI指数が明確に悪化している。この動きは、一部の企業の動きということは言えるかと思うが、全産業でみた場合のDI指数も明確に低下しているということから、この点については今後留意すべき動きかというように考えている。

続いて、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向についてみると、足許ドル／円で 78 円台、ユーロ／円では 101～102 円程度という状況で推移しており、前回会合時と比べてほぼ横ばいで推移している。また、株価は T O P I X で 730 程度ということで、前回会合時と比べるとやや株安で推移している。足許、投資家のリスク回避姿勢はやや後退しているとみられるかもしれないが、これまで数か月続いてきた円高・株安傾向がさらに長期化あるいは深刻化すると、企業収益やマインド悪化などを通じて景気回復への向かい風となることが懸念される。今後の市場動向については、引き続き丹念に点検していきたいと考えている。

続いて、金融政策運営に関して意見を申し上げる。前回会合では、景気見通しのパスが下振れて回復のタイミングが後ずれする可能性が高まったことから、資産買入れの規模を思い切って 10 兆円増額するとともに、基金の買入期間を来年末までに延長し、一段と強力な追加緩和を実施した。その追加措置は、長めの金利と各種のリスクプレミアムに働きかけて、粘り強くまた幅広く金融環境を改善し、これまでの措置による累積的な効果と相俟って、わが国の景気物価に意味のある下支え効果を発揮し得ると私自身考えている。前回会合以降、わが国経済は先程のラウンドで申し上げたとおり、輸出、生産のさらなる鈍化、設備投資の先送り懸念、労働稼働率の低下など、懸念すべき材料が増えつつある。しかし、前回の追加緩和は、それらの下振れ要因が顕現化するという可能性も事前に織り込んだうえで実施したものであると考えており、今後政策効果が浸透していく中で、それらの下押し圧力は、たとえ部分的であっても抑制される方向に働くと考えられる。

その一方で、もし仮に、今後発揮され得る政策効果を踏まえてもなお景気・物価見通しの中心シナリオが下振れる、あるいは下振れリスクが強まると判断される場合には、いつもの構えではあるが、さまざまな選択肢をあらかじめ排除することなく、それぞれの選択肢の効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を講じていかななくてはならない。次回会合では、展望レポートにおいて今後 2 年半、2014 年度までの景気・物価見通しの

メインシナリオとリスクの評価を行うタイミングであり、景気回復とデフレ脱却の道筋がしっかりと描けるかどうか、入念に点検、分析し、適切な判断を行っていきたいと思う。

以上を申し上げたうえで、次回会合までの金融市場調節方針ならびに基金の運営については現状維持が適切であると判断する。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

まず金融環境の点検であるが、前回会合以降の金融データ、金融関係のビジネスサーベイをみても大きな変化はない。従って、「金融環境は緩和した状態にある」という表現が現在ももっともふさわしいと考えている。ただし、ほとんど岩盤に近いところまで下がったとみえる貸出金利は、さすがにこれ以上の低下は難しくなっているようであるし、短観の金融機関の貸出態度も足許「緩い」超の状態がほぼ高原状態化している。企業の資金繰りも足許振れの範囲ではあるが、中小企業では若干弱めの計数が出ている。われわれがみている伝統的な集計された量、そして金利水準から測った緩和では、もはやなかなか難しいところまできている訳であるが、うまく金融が流れているかどうかというような質的な緩和の状況判断はなかなか難しいが、われわれの見方をリファインすることを含めて、今後、重要な課題になっていくのではないかと考えている。

前回会合では、4月展望レポートの経済・物価見通しのメインシナリオに比べて足許下振れしており、先行き大きく後ずれするリスクが高まっていることを勘案し、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくというモメンタムを維持するために、思い切ったかたちの金融緩和を行った。そのインパクト効果は昨日青木金融市場局長の説明にあったとおり、株式市場、為替市場には確かな効果があったと考えている。その後、本日までの2週間の展開を考えてみると、もし、政策変更なかりせば

ということを考えて、効果は持続していると考えている。ただ、インパクト効果を越えて実体経済への効果として十分だったかの判断は、金利チャンネルを通じる効果には長い可変なラグが伴うということから、見極めに時間が必要であると考えている。従って、前回会合後の状況変化は、下振れのリスクが出てきているものの、さらなる緩和が必要な状況なのかどうかについては、追加的なハード、ソフトのデータをみて見極める必要があると考えている。

次回までの金融政策は、現在の「目途」を明確にした包括金融緩和政策、つまり「目途」に基づいた積極的なコミットメント、資産買入基金の規模、構成とも現状維持とするのが適当であり、金融市場調節運営方針も現状維持が望ましいと考えている。もし、今後のソフト、ハードのデータの精査から、1%の「目途」達成が見込まれるような十分な勢いが生まれていないと判断されるならば、躊躇なく果断に追加の措置をとる必要があるということはあると言えどもない。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

金融環境については、昨日の執行部の判断で結構だと思う。また、金融政策については、前回の基金増額、長国入札下限レートの撤廃等から約2週間しか経っていないということで、その効果をみる段階にあり、金融政策、あるいは金融市場調節方針については現状維持が適当と考える。基金については、発足後2年を経て、規模も60兆円程度と大変大きなものとなってきた。ここで私なりに基金に関連して考えていることを若干申し上げる。

まず基金は、その効果として金融市場の全体としての安定化、資金調達環境の大幅な緩和状況をもたらしている。また、各種のショックを軽減、緩和してきたと思う。一方で、当預残高が45兆円近傍まで増加してきて

いるにもかかわらず、先程も山口副総裁からも言及があったが、マネーサプライ、あるいは銀行貸出残高の伸びは比較的低位で推移している。種々の事情があるとはいえ、供給した資金が貸出を通じてなかなか実体経済へ流れ込んでいないということである。今後、この安定し、緩和した金融市場、金融環境をフルに使って、銀行貸出が現実には増加するように誘導する方策にさらに力を入れていく必要があると考えている。

次に、やや次元が異なるが、社債、J-REITについて申し上げる。まず社債であるが、元々マーケットが小さく流動性も低いところに、0.1%の入札下限レートを外してあるので、今後、場合によっては長国の落札レートを下回るレートで落札が生ずる可能性が出てきており、かかる事態はできる限り回避すべきだと考えるので、今後の運営について一段の工夫が必要と考えている。J-REITについては、投入資金量に比べリスクプレミアム圧縮効果が大きく、市場センチメント改善への貢献は、私が当初思っていた以上に大きかったと思っている。しかしながら、本商品については、現状以上買入枠を増やすことは物理的に困難なものである。先程も申し上げたが、不動産関連取引の活発化の市場全体へ与える影響は、私は大きいとみているので、社債市場の限界と併せて考え、今後、何らかの不動産関連商品の採り上げの可能性について前広に検討していく必要があるものと考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合で金融緩和の強化を決めてから2週間程度であり、その間の内外経済指標も概ね基調判断に沿うかたちとなっていることを考えると、今会合での金融市場調節方針及び資産買入等の基金の運営方針については、現状維持が適切と考える。基金買入れにおける3年までの下限金利撤廃の効果はこれまでの応札実績によく表れているので、早めに下限金利を撤廃

したことで年末に向けてオペレーションに過度のストレスがかからないよう一定の配慮もできたのではないかと思う。ただし、先のセッションでも申し上げたように、日本経済は足許既に後退局面入りの可能性もあるということで、需給ギャップの改善のもたつきから物価の回復のパスも後ずれする可能性がある中で、物価安定の「目途」の達成をより確実なものとするために、この先新たな対応が必要となる局面もあり得ると思われるので、前回会合後の市場関係者などからの反応や評価も踏まえて、以下の五つの論点を提示したいと思う。

第一に、2013年入り後に現状よりスローダウンする長期国債の残高積み上げのペースを先行きどう考えるか。第二に、早晚上限に達する見込みのETF等のリスク資産の買入れについて2013年以降これをどのように取り扱うか。第三に、資産買入等の基金をこれまでどおり期限を決めて行うことが果たして適切かどうか。第四に、消費者物価の前年比1%を見通せるようになるまでという現状のガイダンス政策をよりクリアにする必要はないかどうか。第五に、通貨政策について、これは財務省の所管であることは承知のうえで、政府と本行が一体となって円の過大評価是正に取り組む姿勢を何らかのかたちで示せないかどうか。

各論についてである。第一の長期国債積み上げのペースについては、現状の月当たり約2.2兆円に対し、来年1～6月が約1.5兆円、同7～12月が約1.8兆円程度になるという執行部の説明があった。このように先行き残高積み上げのペースが落ちることについては、強力な金融緩和を進めるという本行のコミットメントが先行き弱まるとの見方が一部にある。基金の残高自体は増えるので、こうした見方は必ずしも妥当なものではないというようにも思うが、本行の強いコミットメントを示すため、2013年入り後も本年並みの買入ペースをキープすることにより、強力な緩和姿勢をアピールするというオプションは存在するようにも思われる。

第二に、早晚上限に達すると思われるリスク資産のうちETFについて、買入上限達成後の基金の運営方針をどう考えるか。これは買入れをフローでみるかストックでみるかという第一の論点とも絡む問題である。仮にE

T F をさらに積み上げる場合、本行の自己資本規模との兼ね合いでリスク量が大きいという点は勘案すべき重要なポイントであると思う。また株価が下落すれば本行の P / L をヒットして日銀納付金減少というかたちで間接的な財政支出拡大に繋がるというマイナス面もある。以上の点を承知のうえで、これを先行きどうするかという問題提起である。

第三に、基金の買入れの期限についてであるが、F e d が先般の追加緩和に当たり M B S 買入れをオープンエンドとしたこととの対比で、本行の緩和姿勢が弱いという批判が一部にある。こうした批判については白川議長が前回決定会合後の会見で述べられたとおり、必ずしも的を射ていないというように思われる。このように本行の意図が市場関係者に十分に伝わっていない点については、本行からの情報発信の強化で補う努力が必要というようにも考える。他方で、資産買入等の基金の運営を物価安定の「目途」の達成状況と関連付けている以上、本行も事実上オープンエンドに近いコミットメントをしているというようにも言える訳であって、現行のように特定の期限を区切ることに実質的な意味は乏しいようにも思われる。

第四に、消費者物価の前年比 1% を見通せるようになるまでという現状のガイダンスは本行の主観を含んでいるので、より客観性の高い数値基準とする余地があるように思われる。具体的には、例えば消費者物価の前年比 1% を達成するまでとしたうえで、2003 年 10 月にゼロ金利政策の解除基準を示したように、幾つかの解除条件を数値基準として設けるということも一案であろう。ただし、消費者物価が依然マイナス圏で推移し、市場が 3 年以上先まで解除を織り込んでいない状況のもとでは、そうした基準を明確化するのには 1% がある程度見通せる状況になってからでも遅くないかもしれないし、また 1% が見通せる状況となれば 2% を目指すべきという議論も先行きあり得ると思うので、現時点ではあくまで問題提起にとどめたいと思う。

最後に金融政策の範疇からややみ出すかもしれないが、政府と本行が一体となって円の過大評価是正に取り組むという姿勢を、何らかのかたちで市場に示せないかどうかといった問題意識は、常に私自身持ち続けている

る。予て申し上げているとおり、名目ゼロ金利制約下で緩和効果を強めるためには実質金利の低下を促す、言い換えれば期待インフレ率に働きかける政策が必要であるし、その方策の一つとして為替レートは依然重要であると考えている。私からは以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融情勢から先に話させて頂くが、前回も指摘した低金利下でより高い収益を求めるいわゆる search for yield の動きが一段と広がりを見せているように感じる。欧米ではハイ・イールド社債、ハイ・イールドMBSなどの市場で過熱感が強まっている。またアジア地域でも、先進国と比べて財政環境が良い一方で高成長を背景に金利水準が相対的に高い国の国債、例えばフィリピンやマレーシアの国債が買われるといった現象が、足許でみられている。あるいは、例えば中国の不動産デベロッパーなども格付けが必ずしも高くない社債の発行が歴史的なペースで増えているといった現象もみられる。目を転じて日本の社債市場については、業績に不安がある電機、化学、海運といった業種の銘柄の価格は低調であり、全体的に過熱感はみられていない。唯一活気が感じられる金融市場はREIT市場であるが、しかしこれはファンダメンタルズの改善を背景にしている側面が強いのではないかと思っている。大都市部、あるいは被災地周辺で、地価の下げ止まり、あるいは上昇傾向が実際みられ始めている。また東京都心のオフィスビルの平均空室率は、8月末まで高水準ではあるが、2か月連続で低下してきている。欧米、アジアでのハイ・イールド社債などの活況というのは、金融緩和を一部背景にして行き過ぎの領域に入った感がある。資金の巻き戻しが起きると世界の金融市場、世界の経済を不安定化させかねない点に、引き続き本行としても注視しておく必要があると感じる。しかしそうしたリスクは、日本国内の市場については依然として低い

というように感じている。

さて、金融政策運営についてであるが、景気判断の下方修正に対応した前回会合での追加緩和措置は、市場に浮上していたビハインド・ザ・カーブ懸念、つまり本行の景気・物価判断が楽観的過ぎその結果必要な政策対応が遅れてしまうのではないかとといった懸念を緩和させることに十分貢献したと思う。緩和策自体の経済へのプラスの効果が、このビハインド・ザ・カーブ懸念の後退による景況感の改善効果を通じて増幅されるといったことも期待される。前回の追加緩和措置の効果を見極めるといった観点からは、資産の買取りを通じた金融政策方針及び金融調節については、今回は現状維持が妥当であると考えている。

ただ、こうした中でも引き続き非常に重要であると考えているのは、前回決定会合で一段の緩和策を決める背景ともなった物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという軌道を踏み外さないようするという政策意図について、経済・物価見通し両面からなお、つぶさに点検をしっかりと継続していくといった点である。前半でも指摘したが、足許で、景気・物価情勢の下方リスクがやはり強まっていると思うし、先行き、景気がさらに下振れして、緩やかではあっても後退局面に入る可能性が高まったり、あるいは欧州の金融情勢の悪化、アメリカの経済情勢の悪化などを受けて、円高が進行するなど金融市場が大きく動揺し、实体经济に下押し圧力がかかるような懸念が高まる場合には、必要と判断されれば、躊躇することなく果敢な追加措置を早期に講じるべきであると考えている。

中でも、次回展望レポートで示される先行きの物価見通しやあるいはその修正は重要であると感じている。4月の展望レポートで示された消費者物価の前年比は、「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高いといった見方、あるいはその後示された2014年度以降、1%に遠からず達する可能性が高いといった見方は、金融市場では非常に重いメッセージとして受け止められてきたと思うし、私もこれは非常に重要なメッセージであったと思う。あるいは市場では、これはいわばコミットメントに近いものであると受け止められてきた面があるように思う。こ

ういった市場や経済主体の受け止め方もしっかりと念頭におきつつ、次回展望レポートでやや長めの物価の見通し、あるいは修正動向をしっかりと見据えて、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという軌道が引き続き確保されているのかどうかというのを点検することが重要であると思う。その過程で、必要と判断されれば、金融政策面で果敢な措置を講じること、あるいは既に話が出ているが、物価安定の「目途」に関する情報発信のあり方を工夫するなど、総合的な観点から、デフレ克服に向けた強い意思を再度明確に示すということを検討しなければならないと思うし、仮にそれを怠れば、本行に対する信頼感が大きく損なわれるというリスクがあるというように考えている。以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

まず、金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、引き続き緩和した状態となっているが、詳細は省略する。

金融資本市場の動きをみると、為替市場では、ドル／円は概ね横ばい圏内での動きとなっている。ユーロ／円については、欧州情勢の不透明感が意識されたこともあって一旦ユーロ安方向となったが、足許では前回会合時に近い水準にまで戻している。株価については、中国景気の減速懸念などもあり、再び9,000円を割り込む水準となっている。このところの為替は小幅なレンジで推移しているが、欧州情勢や中国経済に関する不透明感が強いもとの、神経質な地合いが続いている。今後も、円高方向への圧力がかかりやすい局面が考えられるので、企業収益や企業・家計のマインド面に与える影響も含めて十分に注視していくことが必要であると思う。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適切であると思う。また、わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持

続的成長経路へ復帰するには、成長力強化の努力とともに、引き続き金融面からも景気回復を全力で下支えすることが重要であり、約束している資産買入等を着実に実施し、強力な金融緩和を間断なく進めていくことが大事であると思う。

資産買入等の基金の運営状況についてみると、前回会合で決定した基金の短期国債、長期国債買入れの増額に関しては、市場に資金余剰感があるもと、年内の買入額を変更していないこともあって、短中期ゾーンのレートへの影響は限定的となっているが、買入れを進めるにつれて緩和効果は徐々に浸透していくものと思われる。この間、長期国債買入れについては、入札下限金利を撤廃したことで札割れが回避されている。長期国債の落札金利に関しては、0.1%からの乖離は限定的となっており、これまでのところ市場機能の維持という観点でも特段の問題は生じていないが、発行額の大きい短期国債とは異なり、応札ニーズが低下する局面で市場実勢から乖離した極端な低金利での落札に繋がる可能性もあるので、需給を適切に見極めながら運用していく必要があると思う。

次に固定金利オペについては、当座預金残高が既往ピークを更新し、全体として資金余剰感が高まるもとにあっても、国債発行時等の資金ニーズに対応するかたちで、このところは概ね札割れを回避することができている。今後も、市場での資金ニーズの所在や金利形成の動きもよくみたくうえで、運用面で色々工夫を加えながら、基金の買入れを着実に進めていくことが重要だと思う。

最後に、成長支援資金供給のドル特則分が具体的に実施に移されることとなり、本行が従来から進めている成長力強化への取り組みで、大口、小口、また円貨、外貨の全ての分野がカバーされることとなった。国内企業が本制度を通じて基盤強化を図り、わが国の成長力強化に繋がっていくことを期待しており、その動向をしっかりとフォローしていきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは白井委員をお願いします。

白井委員

前回会合以降の動きとしては、9月に入ってみられていた世界投資家によるリスクテイク姿勢の積極化が、9月半ば以降は後退しており、欧州債務問題への警戒感、米中経済の景気減速感が再び意識されているようである。このことは、安全資産とされる日米独の長期国債利回りが上昇傾向から低下に転じていること、世界の株価やコモディティ指数が一頃の上昇基調からやや下落していることなどから明らかである。為替相場についてもユーロ全面高、ドル全面安の展開から、ユーロ安、ドル高へ少し戻している。円相場については、9月半ば以降、名目実効為替レート、対ドルともに円高へシフトしていたが、足許では少し円安方向に戻している。こうした中、国内外の短期金融市場については各中央銀行の潤沢な資金供給もあってターム物を含めて低水準で推移しており、特に欧州市場の改善が目立つ。わが国の短期金融市場も、引き続き資金余剰感が強く、金利は低水準で推移している。長期金利はほぼ横ばいで、ドル調達環境も落ち着いている。企業金融については、総じて資金調達環境は良好である。CP・社債市場ではいずれも発行金利は低位横ばいで推移しているが、電力会社や一部電機銘柄の発行レートが業績不振の影響から上昇している。とはいえ、全体としてCP発行残高は対前年比増えており、社債についても電力銘柄を除けばほぼ例年並みとなっている。この間、銀行の貸出金利は低位で推移しており、金融機関の貸出態度も良好で最近では設備投資向けの資金需要を背景に、銀行貸出が緩やかに増加している。しかし、前回会合でも指摘したが、預金の伸びが貸出を上回る状況に変わりはなく、預貸率は70%の低水準で推移している。因みにわが国の人口伸び率と預貸率の変化をプロットすると、人口減少率が大きい県ほど預貸率の低下幅が拡大しており、人口動態の変化と資金需要には一定の関係があることが分かる。人口減少が進む地方で資金需要を高めるには経済活性化が不可欠なことは明らか

であるので、人口動態の変化が地域成長にもたらすマイナスの影響をどのように克服できるのか、金融政策の範囲を超える課題も含むが、先程他の委員からも日本銀行の2010年以降の金融緩和が企業の資金調達コストの低下をもたらしているものの、なかなか旺盛な資金需要に繋がっていないので、何か他のかたちで直接貸出の伸びにプッシュするような方法がないかという言及もあったが、私なりに何か新たな工夫の余地がないか、引き続き考えていきたいと思っている。

次に、日本銀行の資金供給オペの動向についてであるが、前回会合で長期国債買入れの下限金利0.1%を撤廃して以来、順調に買入れが進んでいる。また、落札平均レートも付利金利の0.1%を大きく下回らずに買入れができており、残存期間1~3年の区分けを撤廃する執行部の対応も的確であったと思っている。いずれにしても、資金が既に潤沢に市場に提供されており、資金需要が乏しくなっている中で資産買入等の基金の残高を積み上げていくのは容易ではないが、年末までに65兆円まで着実に積み上げていくことは、国民、市場へのコミットメントであるので、執行部におかれては引き続き工夫を含めて的確な対応をお願いする。また、同基金による資産買入れは毎月進められていることから今後も金融緩和の効果も高まっていくと思う。

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、私なりの論点整理と現時点の考え方を改めて申し上げたいと思う。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、2007~2008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、景気回復や財・サービス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。2007~2008年の場合に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利益マージンは縮小し、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利益マージンを十分反映した販売価格を設定してもなお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う。その根拠として、第一に、日銀短観や商工中金調査などの販売価格D I から仕入価格D I を差し引いたマージン指標をみると、自社販売価格の引き上げが容易でないことを示していること、第二に、経済産業省の「企業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数近くに達しており、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と指摘しているからである。第三に、企業が自社の販売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、アンケート調査では物価上昇を困ったことだとする回答が長らく 8 割を超えていること、現実には時間当たりに換算した賃金水準は過去 10 年ほどの間ほとんど上昇していないことから、この状態で自社の販売価格を引き上げるとマーケットシェアを失う恐れがあることから企業がすぐに価格引き上げに転じるとは考えにくいことである。従って、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あり、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や企業努力も重要である。この点、最近マーケットが拡大するシニア層向けに新たな財・サービスを提供する企業が増えていることは心強く感じている。同時に、私自身も、金融政策として何ができるのか今後とも真剣に考えて行きたい。いずれにしても、望ましいインフレの達成に向けて、急ぐのではなく、緩やかなペースでの上昇を想定するのが適切だと思う。

最後に、金融市場調節方針については、現状維持が適切であると判断する。以上である。

白川議長

8名のボードメンバーの意見陳述が終わったので、これまでの金融政策

に関する皆さんの議論をまとめてみたいと思う。まず政策の基本スタンスであるが、予てからそうであるが、デフレから早期に脱却し物価安定のもとでの持続的成長軌道に復帰することが極めて重要であるという認識が共有されていると思う。そのもとで1%が見通せるようになるまで強力な金融緩和を続けるというスタンスは皆さんが共有していたと思う。今後とも景気・物価の現状及び先行き見通しをしっかりと点検し、適切な金融政策運営をやっていききたいということであったと思う。これが第一点である。第二点目は、次回会合までの具体的な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%で推移するよう促すという現状の方針を維持するということであった。三点目は、前回のわれわれの行った金融緩和の一段の強化の評価である。前回われわれは、景気判断を明確に下方修正し、物価安定のもとでの持続的成長経路を踏み外さないように少し早目に一段の金融緩和を行った。具体的には、基金の規模を70兆円から80兆円に拡大し、長期国債オペの下限金利を撤廃した。この措置からまだ2週間であるので、この金融緩和措置の効果を評価するのは時期尚早であるが、日本銀行が景気・物価の情勢に対応して政策を行っているということについての安心感を、確実にマーケットに与えたと思っているというのが皆さんの評価であり、私自身もそのように思っている。四点目は、金融環境に関する評価であるが、金融環境は全体として非常に緩和的であるということである。ただCP市場で、一部の特定のセクターでやや変化を訴えている先が出たことについての言及があった。これは特定のセクターの話であり、全体としてCPのマーケットが変調を来たしているという訳ではないし、最終的にはその特定セクター、特定企業に関する投資家、金融機関の評価ということになってくる。いずれにせよ金融政策を運営する立場からすると、例えばそういう場合に銀行が当該セクターを支えていく必要があると判断した場合に、銀行が金融面の事情から支えることができないという状況になっていないかが問題になってくる訳であるが、銀行の貸出態度についても非常に緩和的であるということである。いずれにせよこの緩和的な金融環境をしっかりと維持していくという

ことが大事であるということであったと思う。五番目は、金融環境とも関連してくるが、金融政策の波及経路を考えた場合に、第一段階、つまり中央銀行のアクションが金融環境に働きかけるという点では非常に緩和的になってきているということであるが、問題は、この非常に緩和的な金融環境を使って現実に企業が投資なり支出を行っていくことにはなかなか結び付いてこないということであり、このもどかしさを多くの方が表明されたと思う。これは今回の会合に限らずいつもそうではあるが、そういう意味で日本銀行として金融面から強力な金融緩和を通じてしっかり下支えしていくということと、第二段階、つまり実体経済への波及という意味では様々な成長力強化の努力が必要である。これは現実に政府も取り組まれているが、企業、政府による成長力強化の取り組みも重要である。この二つが相俟って、デフレの脱却が可能になっていくというのが皆さんの意見であったと思う。

最後に、そうしたことを全部申し上げたうえで日本銀行としてできることという意味で、様々な工夫をこれまでも凝らしてきている訳であるが、今後ともそうした目で考えて行きたいというのが皆さんの意見であったと思っている。

今の点も含めて、追加的な意見があったら、おっしゃって頂きたい。

白井委員

非常に金融緩和的な環境であり、調達コストも明らかに下がっているが、貸出がなかなか伸びないということに関連して、英国の例を挙げたい。世界の主要国が直面している問題は同じだなと思うが、英国は7月にFunding for Lending Schemeを新たに導入した。その背景は、長い間量的緩和をやってきたにもかかわらず、貸出がほとんど伸びておらず、伸びていないどころか4月から景気後退しているということで、金融環境を相当緩和的にしていてもなかなか貸出が伸びないということである。これは、米国でも、英国でも、欧州でも、日本でも同じである。そこで、英国は、7月に新たなFunding for Lending Schemeを導入した。家計や企業に新

たに貸出をすればするほど、有利な条件で資金供給をするというものである。やり方は少し違うが、日本銀行の成長基盤オペとかなり似ている。成長基盤オペもかなりやってきて、それなりの貢献はあったと思うが、資金需要が全体的になく限界がある中で、山口副総裁からも新たなやり方を模索する時が来ているかもしれないとの指摘があったが、どうかたちでできるか難しいが私自身もこれから考えていきたいと思う。

木内委員

今のご指摘の点であるが、まず包括緩和の限界、問題を考えたうえで、さらに何ができるかを常に考えていかなければならないのは、その通りだと思う。しかし、果たして銀行の貸出を増やすことに力点を置くべきなのかと少し感じている。というのは、ご指摘のように、英国でF L Sのスキームができたのはそのような問題意識によるところが非常に強いし、欧州でも預金ファシリティ金利をマイナスにする議論も出てきている。米国でも、採用はされていないが、どうやって銀行貸出を増やすかという議論はされていると思う。ただ、日本は金融システムが非常に安定している国であり、資金の供給側に問題があるという訳ではないと思う。量的緩和を行った時は、当然そのような議論はあったと思うが、現状では、政策の力点は如何に銀行の貸出を増やすかではなく、如何に需要サイドの方にプラスの効果を働きかけることだと思う。

白井委員

成長基盤がそうである。貸出側にイノベティブに工夫してもらうことで、新しい需要を掘り起こしてもらおうという発想である。従来の単なる貸出を増やすということから一步超えている。A B Lもそういうことだと思う。勿論、改善の余地があるかもしれないが。

木内委員

ただ、英国のF L Sは、明らかに貸出にインセンティブを与える政策で

ある。

白井委員

英国はそうである。

木内委員

そこは、少し日本には馴染まないと思う。

白川議長

いずれにしても、英国の制度がどうかとか、日本の制度がどうかは別に
して、私自身がこの十数年間をみていると、どの国の中央銀行も自国の置
かれた経済・金融の状況や制度を踏まえながら工夫している。しかし、横
串を通してみると、どこも共通していると感じる。イグザクトに英国の制
度がどうかとか、他の国の制度はどうかではなく、色々工夫していくとい
うことが、多分、皆さんのご意見であったと思う。先程、石田委員から具
体的な論点もあった。

石田委員

英国と米国の場合は、銀行の貸出態度が日本と比べて非常に厳格な部分
があり、日本と全く同じようには考えられない。日本の場合は、マル保と
か色々なものがあって、今は問題先でも借りられる。そのうえで、本当に
活性化するためには、借りなければならないが、顧客が借りるためには銀
行の方から色々働きかけて企業との間で何かをやっていくしか仕方がな
い。われわれが働きかけられるのは銀行サイドで、直接個別の企業に働き
かけるのは非常に難しいので、それを通じる何かのかたちがないかと考え
るしかないと思う。

白川議長

先程の需要か供給かという点は白井委員がおっしゃったとおりである

が、われわれが働きかける相手方は直接的には金融機関であり、そういう意味では貸出サイドという整理になる。ただ、単純に貸出サイドに資金を注入するというのではなく、成長基盤というコンセプトを出すことによって、実は需要を掘り起こす努力もやっぺいこう、同時に、日本銀行のなにがしかの情報発信の力を使って企業に対しても、日本銀行はこういうことをやっているとアピールすることによって、需要サイドにも働きかけるということだと思ふ。しかし、それだけで本当に需要が出てくるかというと、これには勿論限界がある。メインは企業の取り組みであり、政府の規制緩和をはじめとした努力だと思ふ。日本銀行として働きかける場合に、完全に借り手・貸し手という二分法ができるかということ、そこはそうではないと思ふ。

山口副総裁

先程私は、金融機関の背中をどのように押すかという話をしたが、基金を使った包括緩和の効果が限界に来ているからそうした道を模索すべきだと言おうとした訳ではない。包括緩和という枠組みは、これまでも使ってきたし今後とも使い続けるべき枠組みだと、私は思っている。それを続けることによる強力な金融緩和は必要であるが、それに加えて何か手はないかということである。それを色々と考えてみた結果、木内委員が言われるように「そのようなことをやってもどうかな」という話が出てくるかもしれない。しかし、ここまでわれわれが緩和を追求してきているにもかかわらず明確な効果が出てこない状況の中では、様々な手を考えていかなければならないと思っている。いずれにしても、繰り返しになるが、包括緩和の効果については、われわれは引き続き限界まで追求していくべきものだと思っている。

木内委員

世の中の的には、当座預金の残高が注目されやすい傾向があると思ふ。資産の買取りスキームは、当座預金を目標にしている訳ではなく、基本的に

は資産を買取ることによって価格やリスクプレミアムに影響を与えて需要サイドに影響を与えようというのが根幹だと思う。ただ、包括緩和をやって段々当座預金が増えてくる中で、市場からみると、当座預金を増やしていくことに効果を見い出す、つまりそれによって銀行にポートフォリオ・リバランス効果を期待するような、ある意味、少し誤解されつつあるのではないかと思う。

白川議長

昔はそのような誤解が多かったが、方向としては、当座預金そのものではなく資産サイドである——現にFRB自身が明確にその方向になっている——ということになっていると思う。誤解はあるかもしれないが、例えば、5年前との比較で言うと、それが強まっているということではないと感じている。

木内委員

私の個人的な懸念かもしれないが、当座預金に人々の関心が集まる結果、今の資産買取りが限界にぶち当たってしまうのではないかと考えている。どこかの時点で、当座預金が積みなくなる局面がくるかもしれない、そこで今の枠組みが進めなくなってしまうということを個人的に少し懸念している。

白川議長

米国でQE3があった後、バーナンキ議長の記者会見があった。FRBのスキームは、基金とは銘打ってはいないが資産サイドに働きかけていくという意味で——米国の場合、特にモーゲージ金利を下げっていくことであるが——、日本銀行と似ている。記者会見では、記者から「そうは言っても、モーゲージ金利はここまで下がってきているから、追加的な効果は非常に少ないのではないか」という批判を受けた。その意味では、日本銀行が直面している問題と同じ問題に直面している。それに対するバー

ナンキ議長の答えは、「しかし、中央銀行の持っている手段としてこのルートがあるので、その面で自分達は責任を果たしていく」と言っている。われわれ自身も、確かに金利低下余地は段々少なくなっているが、その余地が全くない訳ではない。その意味で、AかBかということではなく、包括緩和の枠組みを使いながら、残った道を探っていくが、しかしそれだけで十分かという頭も同時に必要ではないかと私は考えている。

佐藤委員

当座預金残高に対する考え方は、非対称性があるように思う。というのは、今月 45 兆円まで行って既往ピークになっているが、それに対して特に評価するような声は聞かれていない。一方で、国債発行等で当座預金残高が減ると、途端に「当座預金が減った」とマーケットで色々騒ぐ声が出てくるというように、反応の非対称性があると思う。

白井委員

私も、これからも金利の下げ余地あるいは他のやり方を追求していきたいと思う。そのうえで、話を聞いていて感じているところがある。常々言っているが、日本と欧米の圧倒的な違いは、日本は人口動態の影響が相当大きいということである。日本ほど急激な人口減少が起こる国はない。それに対する認識が日本全体で少し足りないのではないかと思う。人口動態の影響を分からずしてマクロ経済を語れるのか、そして金融政策を語れるのかと、正直感じている。まだ途上であるが日本銀行でも色々な研究が進んでいるが、それが分からないと、今、日本の経済を覆っている現実、閉塞感に構造的な問題がどの程度効いているのか分からない。構造的な問題の一部は間違いなく人口動態である。それ以外は循環的、一時的な景気要因なのか、それらを完全に分けることはできなくても、ある程度整理していかないと、もしかしたら金融政策に対して、正直言って過剰な期待がかかり過ぎて効果がそれほど大きくないかもしれないのに、過剰な期待が起きてしまう惧れを感じている。効果の否定はしないし、金融政策として私も

これからも全身全霊でやっていくが、少子高齢化がどの位日本経済に影響しているか、90年代の初めから労働人口が減少しているの、それがどの位マクロ経済に影響を及ぼしており、金融環境にどのように影響しているか、私自身も考えていきたいし、日銀を挙げて発信していかなければならないと思う。私はそういう誤解があると思っている。それは、私が常々言っているように、日銀の広報の足りなさもあるし、研究がまだ途上ということもあるが、そういったことを含めて、日銀として何ができるかという観点から広報が必要だと思う。

白川議長

人口の問題、急速な高齢化、要するに人口動態の問題は日本経済にとって非常に大きな問題であるとの認識は、少なくとも日本銀行の中では共有されていると思う。それは広報というレベルより、われわれボードメンバー自身の情報発信でやっていくことだと思う。私自身が国際会議で色々な議論を聞いていると、この点について、ある意味、日本は世界の問題先進国であるが、ずいぶん関心の度合いが変わってきたと思う。明らかに、この5年というかこの1年でも急激に関心が高まっている。私が国際会議で日本の経験について聞かせて欲しいと言われるのは、三つある。一つは金融危機、二つ目はデフレなり非伝統的政策、三つ目は人口問題である。最近、人口問題について意見を聞きたいというのが圧倒的に増えている。そういう意味で、政策当事者の関心は移っている。ただ、そのうえで、白井委員がおっしゃったように、長期の問題は短期にも影響するから、われわれ自身は長期の問題をしっかりと考えていくと同時に、短期の問題もしっかりやるという両方が必要だと思う。

白井委員

同じ思いである。

宮尾委員

先程の木内委員の懸念について、私も少しコメントしたい。国民なりマーケットに、当座預金にある種フォーカスした包括緩和に対する理解があるとすれば、コミュニケーション上、なおさら、資産サイドで資産をしっかりと買入れ、様々な資産価格に働きかけ、できる限り緩和効果を高めていく工夫を続けている、一つのチャンネルではなく様々なチャンネルを総動員しながら働きかけているということ、われわれ自身がしっかりと国民に伝えていかなければならないという意識を強く持った。

佐藤委員

当座預金残高に関連して、先程、私が少し申し上げたように、ストックビュー、フロービューのどちらでいくのかという理解が、必ずしもマーケットに正確に伝わっていないと思う。本行の公式スタンスはストックを積み上げていくことによって緩和効果を強めていくというストックビューかと思う。その一方で、先般の金融緩和の後の市場の反応にもみられたように、取り敢えず年内はストックの積み上げはやるが、フローのペースとしては変わらないので、マーケットでの金利の反応も非常に限られたものであったと思う。そういう点では、引き続き本行としてストックでいくと思うが、フローを変えることによる情報発信、コミュニケーションの強化、あるいはよりダイレクトに緩和の強化ということも、将来的には選択肢の一つだと思う。

西村副総裁

ストックかフローかは非常に難しい問題である。基本的には、マーケットの間でお金がスムーズに流れているか、裁定取引が上手く働いているかに依存する訳である。そこから考えると、日本の市場は安定はしているが、もしフロービューが成立しているとする、完全な意味で市場の機能が上手く働いているかどうかは、若干の疑問があると私は考えている。だからこそ、色々なかたちのきめ細かな政策対応が必要になってきている。それ

が量的緩和——日本の量的緩和ではないが——、世界的な量的緩和というかたちで、様々な市場に対して直接働きかけて、全体として望ましい方向に持っていくかたちになってきたと思う。従って、フロービューかストックビューかは、単純にマーケットがそう考えているかどうかという以上に、もっと大きな重いものがあると思う。そういったものをわれわれは考えていかなければならないと思っている。

木内委員

先程の話をもう少し整理したい。あまり評価されていないという話もあったが当座預金が非常に伸びている。しかしこれは先行きどこまで増やすことができるか分からない。今の資産の買取りスキームは、政策的に前向きにやっても、そういう市場の環境の中で、どこかで札割れが頻繁に発生するリスクを考えなければならないと思う。今はまだそのような展望を持たずにずっと走っているような印象がある。当座預金を目標にしている訳ではないことをもう一度説明したうえで、場合によっては、当座預金の制約から離れるような枠組みの修正があり得ると思う。つまり、本当に経済に影響を与えるような資産をしっかりと買えるように枠組みを変えていく一方、当座預金については、今までのように必ずしもどんどん拡大していくということではないようなかたちに、少し枠組みを考え直す余地はないのかと考えている。

山口副総裁

われわれ自身は当座預金をターゲットにしているということではない。

白川議長

全くない。

山口副総裁

何をターゲットにしているのかと言うと、長めの金利に働きかける、あ

るいはリスクプレミアムに働きかけることをターゲットにしている。そのために、例えば、国債の買入れを増やしていく、あるいは必要があれば社債の買入れを増やしていくことをやってきている。結果として、当座預金は当然変動する。当座預金は、その結果として変動するだけであって、われわれはあくまでも金利に働きかけることを目標にしている。そのことについては、総裁は一貫して外に向けて言い続けているので、「日銀は当座預金をターゲットにしているのではないか」という誤解があるとは、私自身は思っていない。木内委員はそういった誤解があるのではないかと思っているのか。

木内委員

そこまでは言っていないが、先程佐藤委員がおっしゃったように、世の中的には、当座預金の数字が増えた時にはあまり言わないが、少し減るとそこを指摘する人がいる。過去の量的緩和のイメージをまだ引きずっている人がいるという印象を持っている。それと、私自身の問題意識として、銀行が当座預金をこれ以上持ちたくなかった瞬間に、いきなり量的緩和が前に進まなくなってしまうリスクは考えておかななくてはならないと思っている。

石田委員

それはないだろう。要するに、基金の額を増やして資金を出せば、銀行は結果として預けざるを得ない。お金で何かを買えば、買った先の銀行に入金されるので、当座預金は結果として決まってしまう。

木内委員

ただ、それは札割れというかたちで限界がきてしまうのではないか。

石田委員

それは、基金の額を決めた時に、その目標が達成できるかどうかの問題

であって……。

白川議長

そうだと思う。

石田委員

当座預金の目標がどうのこうのということではない。だから、もし札割れが起きるのであれば、それはそのようなオペレーションは効果がないということだから、違うもので資金供給すれば全然問題ないと思う。それをやるかやらないかは、政策である。

白川議長

いずれにせよ、先程のストック、フローもそうであるし、それから資産か負債かという色々な議論もそうだが、日本銀行の中ではある程度コンセンサスがあるケースでも、世の中との間では十分に共有されていないこともあるので、今後とも議論していく必要があると思う。ただ、われわれが直面している本当の制約は何かと言うと、別に札割れではなく、最終的に実体経済活動をどのように回復させていくかが、われわれ自身が直面している問題である。そういう意味で、繰り返しになるが、金融緩和の第一段階として、これだけ量も金利も緩和している——勿論、まだ若干の余地はあるが——にもかかわらず、世の中ではまだこれを十分に使ってくれないという現実をどう変えていくかが、本当の制約だと思う。

山口副総裁

先程、佐藤委員、西村副総裁が言われたストックビューとフロービューであるが、非常に純粋にストックビューを考えると、ストックを積み上げていくプロセスではなく、何兆円実現するか——今われわれは 80 兆円を来年の末までに実現すると言っている——を言った途端に、ストックビューは完結する訳である。純粋なストックビューに立つとすれば、私は

そのような性格のものだと思っている。しかし、そのような中で、少しずつでも残高を積み上げていくプロセスについてその効果を期待しているのは——フロービューということになるが——、実際に 80 兆円を宣言したとしても、日銀は本当にやるのか、実現できるのかについて、マーケットが一定のクエスチョンマークを付ける可能性があるからと思っている。そのクエスチョンマークを少しでも小さくしていくためのプロセスとして、フローでの買入額の増加があるのだらうと思う。佐藤委員は、買入れのペースをある種の角度で考えれば、傾斜が少し緩くなれば、日銀の緩和に向けた姿勢が後退したと思われるのではないかとお考えかもしれないが、私は必ずしもそうは思わない。やはり基本はストックビューである。それを補強するものとしてのフローなので、例えば、毎月 5 兆円、あるいは 1 兆円残高を増加することとの比較で仮にそれが 5,000 億円に減ったとしても、マーケットに向けて何兆円というストックをきちっと実現する構えが伝わっていれば、私は所期の緩和効果は実現できると思っている。

佐藤委員

おっしゃる点は理解できる。ただ、ご指摘があったように、80 兆円と言った瞬間に、その 80 兆円の達成可能性については、一定の疑問符は付いていると思う。

白川議長

他にないか。

佐藤委員

先程、石田委員から、将来的に銀行貸出が増加していく方向の政策を考えるべきではないかということで、不動産に関して言及があった。不動産関連では、REITの買入れについては5%ルールを考えると現状以上の買入れは困難であろう。ただ、その他に何か不動産関連で対応ができないかということをおっしゃられたが、この点について私も興味がある。とい

うのは、地価は経済の体温であり非常に重要だと思う。デフレ脱却を考えると、地価の果たす役割が非常に大きい。地価が上がってくれば、企業あるいは家計のリスクテイクの余力も生まれてくる。それが需要を喚起し、需給ギャップの縮小、ひいては物価の回復に結び付き得るという点で、地価の果たす役割は非常に重要だと思う。REITの次を見据えた不動産関連で何らかの対応ができないかについて、もし具体的なイメージがあればお伺いしたい。

石田委員

基本的なイメージは、今は非常にディスカレッジされて出てきてないがCMB Sみたいなものである。公募が少なく本行が買い入れるのはなかなか難しいと思うが、例えば本行がAAA格のCMB Sを買えるというアナウンスがあれば、それに応じた組み立てができてくると思う。今米国では、search for yield かどうかは別にして、CMB Sがもう一回復活しているようである。日本の場合は、外銀も外証もみんな引っ込んでしまい新しいものはほとんど出ていないが、CMB S自体はまともな商品なので、そういうものができて社債の中に入れていければ、社債を無理して買わなくても済むこともあり得るかと思う。東京の非常に良質なビッグチケット案件が動き出すことにプラスになるのではないかと思う。日本全体の地価を上げることは、少子高齢化のもとでなかなか難しいと思うが、東京は少し特別で東京の色々なプラスの面は外国人もよく分かっているので買われていく可能性は強いと思う。外人が日本の会社を買うのは難しいが、不動産は平気で買う。

白川議長

宜しいか。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。最初に内閣府の前原誠司大臣宜しく願います。

前原経済財政政策担当大臣

初めて参加をさせて頂いて、途中からであったが興味深くお話を聞かせて頂いた。白井委員がおっしゃった人口減少は、私は日本の最大の制約要因だと思っており、民主党政権について色々な評価があるが、これだけ財政赤字が多い中で、やはり予算の使い道を変えるということで、コンクリートから人へというかたちで、また少子化対策にというかたちで、子ども手当の増額や保育体制の整備、つまり女性が働きながら結婚をし子供を産み育てられる社会を作っていくと、結果として出生率は上がらないということの中で、社会全体で子育てをとということで、税金の使い道を変えるということをやってきた。他方で、公共事業を減らすことのマイナス効果が懸念されていたので、地方の交付税を増やして地方で自由に使うということ、また同時に、先程不動産の話もあったが、様々な民間の資金をどうやって入れるかということの中で、住宅エコポイント、あるいは高齢者専用賃貸住宅の補助の仕組みなど、様々なことをやって一時はかなり住宅着工件数が落ちていたのを上げたりというようなことに取り組んできた。この問題が非常に大事だということと、あとやはり少子高齢化の中での高齢者の生活の安定のための社会保障の安定・充実というのが大事で、そうでなければ金融資産がなかなか動かないということもあると思うので、そういった総合的な観点での日本の制約要因を乗り越えていくということは必要だろうと思う。特に少子化の問題については、われわれとしては非常に根本問題だということに取り組んでいるということは、まずお伝えをしたいと思う。そういう意味では、日本の経済を良くしていくということについては、金融のみならず、こういった政策の変更や予算の使い道を変える、あるいは経済の体質を改善するための規制緩和やお金のかからない施策——先程石田委員がおっしゃった東京の価値を上げるということについては、例えば羽田の国際化など様々な取り組みをやってきている——など、本当にトータルの施策を総動員して日本の国力を如何に上げていくかということが、大事なポイントだと思う。その中で、日銀の皆さん方に対する内閣府としての立場を述べさせて頂きたいと思う。

まず景気認識である。わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、輸出・生産が弱含むなど、回復の動きに足踏みがみられる。先行きについても、当面は弱めの動きが見込まれ、世界景気のさらなる下振れなど景気下押しリスクがあるため、警戒レベルを引き上げて注視する必要がある。また、物価については、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。

その中で、10月1日に発足した野田第三次改造内閣においては、デフレからの早期脱却、経済再生、中長期的な経済成長の実現を重要課題として位置付けている。政府は、デフレ脱却に向けた政策を強力に推進し、成長力を強化していく。

そのうえで、日本銀行への期待を申し上げる。デフレからの早期脱却に向け、政府と日本銀行は意思疎通をさらに深め、密接に連携していくことが重要である。日本銀行におかれては、政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いします。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことが極めて重要である。デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続するよう期待する。また、米欧や新興国など海外の金融政策等の影響を含め、わが国の景気下振れリスクに対して、適切に対応頂くようお願いする。以上である。

白川議長

それでは、財務省の武正公一副大臣宜しくをお願いします。

武正財務副大臣

私も初めて金融政策決定会合に参加させて頂いた。各委員の皆さんの活発なご議論に参加させて頂き、非常に精力的な取り組みに心から敬意を表したいと思う。

それでは、財務省からの発言を行わせて頂きたいと思う。去る10月1日、第三次野田内閣が発足した。本内閣は、初閣議で決定した「基本方針」

に則り、社会保障・税の一体改革の実現に引き続き全力を挙げて取り組むとともに、「デフレからの早期脱却」を重要課題として、「日本再生戦略」を推進することとしている。

わが国経済は、これまで緩やかながらも回復を続けてきたが、足許では、世界景気の減速等を背景として、回復の動きに足踏みがみられる状況となっている。さらに、世界景気のさらなる下振れや急速な円高の進行・高止まりを含む金融資本市場の変動等、わが国の景気を下押しするリスクも無視できない状況である。特に、政府としては、昨今の急速な円高の進行・高止まりは、景気を下振れさせる重大なリスクとなっていると考えている。

こうした状況において、前回の金融政策決定会合において 10 兆円規模の追加緩和が決定されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置を講じられたものと評価している。日本銀行におかれては、引き続き、急速な円高の進行や最近の交易上の諸問題などの下振れリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、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。

もとより、政府・日銀は、デフレ脱却がわが国における重要課題であるとの認識を共有し、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。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。

しかし、物価上昇率は未だ 1%には届いていない。日銀におかれては、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、内外の経済・金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、当面目指すこととしている 1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果断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

今回、前原大臣、武正副大臣は初めてのご出席であった。私共も、日本

銀行としてデフレからできるだけ早く脱却し、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰したいというのは、ここにいるメンバーも、これまでいたメンバーもそうであるが、皆の一致した思いであり、これからもしっかり取り組んでいきたいと思っている。また先程、政府との意思疎通の話もあった。これは私共も十分意識しており、私のレベルだけでなく、役員のレベル、スタッフのレベル、色々なレベルで連携を取らせて頂いている。私自身、総理ともこのところ2か月ないし3か月に一回、一対一で率直な意見交換をさせて頂いているが、私共にとって、政府と十分な意思疎通を図っていくうえでも、非常に貴重な機会だと思っている。先程も少し申し上げたが、先月は、景気についてわれわれはシナリオを下方修正して、金融緩和を一段と強化した。それも、先程申し上げた軌道から日本経済が外れないようにするために採った措置であるが、そうしたかたちで点検を行っている。政府と日本銀行の連携ということで申し上げますと、何とかしてデフレから脱却していくためには、金融環境をしっかりと緩和的にしていくということと、それからその金融環境を活かしていくというこの第2段階の両方がある。日本銀行は、第2段階の面でも努力は色々していくが、やはり主として第1段階ということになっていくと思う。そういう意味では、われわれの思いとしては、この緩和的な金融環境を最大限使って欲しい、是非使って欲しいという思いであるので、政府もその点十分認識されていることではあるが、先般政府が作られた「日本再生戦略」を着実に実現していくことを強く期待しているということである。いずれにせよ、われわれとして、政府と十分な意思疎通も図りながら、デフレからの脱却に向けてしっかり使命を果たしていきたいと思っている。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

内田企画局長

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

続いて、対外公表文案を読み上げさせて頂く。「2012年10月5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、減速した状態がやや強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。3. わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている。輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態がやや強まるもとで、弱めとなっている。一方、国内需要は、復興関連需要などから底堅く推移している。すなわち、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、雇用環境が改善傾向にあるなかで、底堅く推移している。設備投資は、企業収益が総じて改善するもとで、緩やかな増加基調にある。この間、企業の業況感、海外経済減速の影響などを背景に、幾分慎重化している。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。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みると、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に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.

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は引き続き大きいほか、金融・為替市場動向の景気・物価への影響には注意が必要である。6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。こうした認識のもとで、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。今後とも、資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて間断なく金融緩和を進めていく。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方針である。以上」である。

前月との比較等について、簡単にご説明申し上げます。1. の金融政策のところは現状維持であるので、前回と同じである。2. 海外経済と国際金融資本市場であるが、海外経済については「減速した状態がやや強まっている」ということで、前月と同じ表現になっている。国際金融資本市場であるが、前月は2行目のところ、「リスク回避姿勢はやや後退しているものの」というようにしていたが、今回はその状態が続いているということなので、「後退した状態が続いているものの」としている。3. 景気の現状であるが、「わが国の景気は、横ばい圏内の動きとなっている」としている。前月は「持ち直しの動きが一服している」という表現にしていた。時間の経過による表現の変更をしているということである。内訳項目で二か所変えている。5行目、設備投資の後のところであるが、「設備投資は」の後、企業収益について「総じて改善する」。前月までは、月報で「企業収益が改善する」としていたが、「総じて」という文言を入れている。これは例えば短観の経常収益で、製造業を中心に増益ではあるが下方修正があったということを反映したものである。それから、短観があったので、企業の業況感に関する一文を入れている。3. については以上である。4. 先行きについては、前月と同じである。リスク要因についても、世界経済

の不確実性及び金融・為替市場の景気、物価への影響という二点を指摘するということで同じである。政策の構えについては、先程白川議長からまとめて頂いたことを含めて前月と変わっていない。以上である。

白川議長

ただ今の議案の説明に対して、ご意見はないか。

白井委員

今回のこの表現に関して異論はないが、私自身が今後考えていきたい問題意識として三点ある。まず3. のパラグラフの上から4行目の個人消費のところだが、今のところはこれで良いと思うが、やはり実質消費水準、実質消費支出、自動車、旅行で少し弱いところがあるので、もしかしたら今後、「底堅く推移しているものの、一部には弱さがみられる」という表現が必要かどうかということを考えていきたい。次に5. のところだが、「新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性」というところは、これはこれで良いが、インドなどインフレ圧力の強い国もあるが、イシューは、成長と物価安定の両立というよりも、どちらかと言えば成長の減速ではないかという面も少し感じている。先程申し上げたように、インフレ率は昨年比べて多くの国でかなり下がっているので、その辺のところを、反対するつもりはないが、少し考えていきたいと思う。最後に、色々な配慮があって記述されていないと思うが、今日の議論でも多くの方が指摘されたように、近隣諸国との外交上の問題というのが不確実性の一つではあるが、これをリスク要因のところに入れなくて良いのかということも、今後考えていきたいと思う。

白川議長

ご意見として頂戴した。

木内委員

私も本文自体に強い意見はないが、今後の注目点として、「復興関連需要など」という定番の表現をいつまでも入れていて良いのかという気がする。つまり公共投資は強いが、明確に復興需要が景気全体、内需を押し上げているという感じはなく、復興需要自体も増えてはいるがペースは少し落ちてきているので、国内需要が復興関連に非常に強くリードされているというように読まれるのであれば、どこかの時点でここを見直すことが必要ではないかと思う。また、雇用環境が改善傾向にある中で——これは意見が分かれると思うが——、昨日も議論に出たが、足許の雇用の数字は少しミックスという感じはするが、例えば先行指標である新規求人数は明らかに下がってきているが、これもどこかの時点で改善傾向にあると言い切っている表現を少し直す局面があるのかなと思う。それからもう一つ、個人的な感覚だが、2. の「市場の展開」という言葉には私自身少し違和感がある。これは、他の方がそうでなければ全く構わないが、普通だと、市場の「動向」とか「情勢」という表現だと思う。以上である。

白川議長

今回の決定会合では、展望レポートを議論し、総括的な景気・物価の点検を行い、その時にデータの蓄積も含めて、今おっしゃったようなことについて、どういう言葉で、どのように表現したら良いのかを考えていく必要があるというように受け止めた。

森本委員

復興関連需要のところだが、ここの意味合いは官民含めて非常に広い範囲で捉えるべきだと思っている。特に耐震を含めた防災関連投資とか、再生可能エネルギー関連とか、非常に幅広い意味で捉えるべきだと思っており、工夫の余地はあるかもしれないが、暫くこれは非常に重要な課題、項目として継続することで、私は良いのではないかと思う。

白川議長

他にないか。それでは、最終案がまとまった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、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、一時退席をお願いする。

[12時00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する。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[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

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文の採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表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04分政府からの出席者入室]

全員一致である。

VII. 議事要旨（9月18、19日開催分）の承認

白川議長

最後に、9月18、19日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[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

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議事要旨についての採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、11日木曜日8時50分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、10月30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、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時14分である。

白川議長

解禁時刻が12時14分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府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09分閉会)

以 上