

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2009年10月30日（9:00～13:00）

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（ 〃 ）  
須田美矢子（審議委員）  
水野温氏（ 〃 ）  
野田忠男（ 〃 ）  
中村清次（ 〃 ）  
亀崎英敏（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 野田佳彦 財務副大臣  
内閣府 津村啓介 内閣府大臣政務官

（執行部からの報告者）

|          |      |
|----------|------|
| 理事       | 堀井昭成 |
| 理事       | 井戸清人 |
| 理事       | 中曾 宏 |
| 企画局長     | 雨宮正佳 |
| 企画局参事役   | 加藤 毅 |
| 金融市場局長   | 外山晴之 |
| 調査統計局長   | 門間一夫 |
| 調査統計局参事役 | 関根敏隆 |
| 国際局長     | 大野英昭 |

（事務局）

|           |                   |
|-----------|-------------------|
| 政策委員会室長   | 飯野裕二              |
| 政策委員会室企画役 | 橘 朋廣              |
| 企画局参事役    | 坂本哲也（11:25～13:00） |
| 企画局企画役    | 中村康治              |
| 企画局企画役    | 西崎健司              |

## I. 開会

(9時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢についての執行部の報告、二番目に金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポートの基本的見解の取り纏め、採決、最後に、10月13、14日開催分の決定会合議事要旨の承認である。政府からの出席者のご紹介である。財務省からは野田佳彦副大臣、内閣府からは津村啓介大臣政務官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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、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、どうぞ宜しくお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢についての執行部報告に入りたいと思う。各報告毎に質疑応答の時間を設ける。なお、本日は、展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは、極力効率的に進めたいと思っている。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に、極く手短かに報告をお願いします。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

それでは、金融市場局からお願いします。

外山金融市場局長

それでは、手短に要点と変化点のみをお伝えしたいと思う。本日、お手許にお配りした資料-1、2（追加）に即して、まず、図表1-1であるが、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、誘導目標水準近傍で推移している。ややレートが高めにみえるかもしれないが、一部地銀が大規模な調達訓練を実施した10月21日にレートが0.116%まで上昇したということのほか、このところ一部証券会社が調達先の拡大を図って、調達を増やしているため、レートがやや高めになったということである。このような一過性の要因を除いた実勢には変化はない。

図表1-6で、オペの実施状況についてご説明申し上げる。引き続き潤沢な資金供給を実施しており、また企業金融支援のためのオペも着実に実施している。共通担保オペは、資金余剰感が引き続き強いものの、証券会社が積み上がり気味の長期国債の在庫ファイナンスに利用していること、あるいは本行の時限措置が早晚解除されるといったような観測もあって、応札者の目線がやや上昇し、比較的短いものから長いものまで落札レートが0.13%と揃ってきている。年末越えのオペについても、前回会合以降3回オファーしたが、落札レートはそれぞれ0.14%、0.13%、0.13%ということになった。従って、年末越えのプレミアムは現在のところみられていない。CP等買入オペであるが、10月23日にオファーしたが、これで3回連続の応札ゼロとなった。社債買入オペについては前回会合以降実施していない。企業金融支援特別オペは、10月14日、19日と2回オファーしたが、いずれも増額ロール・オーバーとなって、残高も6.7兆円に回復した。9月末にかけて減少した手形による差し入れ担保が復元されたことが主因である。

続いて、市場の動向についてご説明申し上げる。まず、短期金利であるが、図表2-1である。無担保コールレートについては既に申し上げたが、レポ・レートについても低位安定を続けてきている。TIBOR、ユーロ円も緩やかな低下基調を辿っている。一方、短国は、1年物で幾分上昇した

が、全体としてはほぼ横這いといった推移である。図表 2-2 のターム物レートのうち、CPの発行レートであるが、(2) のグラフをご覧頂いて、格付け間、あるいは銘柄間の格差が縮小する形で、緩やかに低下をしている。年末越えのプレミアムも僅かになっている。年度末を越える発行もぼつぽつと出始めているが、大きなプレミアムが付いているということはない。

それから、図表 2-5 の長期金利であるが、前回会合以降、特に米国においてリスク・アペタイトが、二転三転するといったような展開になって、先週までは、第3四半期の企業決算が比較的しっかりしていたということから、金利が上昇する局面にあった。今週に入ってから、弱い経済指標が相次いで、金利がやや低下する局面があった。ただ、昨日、第3四半期のGDPが発表されて、これが予想を大きく上回ったことから、再び金利が上昇する展開になっている。日本の金利の方もこれに形のうえでは従った動きになっているが、金利の上昇幅がそのまま残ったような形でもって、10年物金利で1.4%を超えるといったようになっている。ただ今ボードをみると、1.425%になっている。これは、国債増発を市中で消化し切れないのではないかといった不確実性に対する懸念がマーケットでこのところ広まってきている。一方、ここには掲記していないが、長いもののスワップレートがこのところ上昇している。海外ファンドが日本の財政状況に対して懸念をもって、スティープナー・ポジションを再構築しているといったような動きがある。これによって、長期金利の方も影響を受けているほか、スワップ・スプレッドが久し振りに全年限でプラスになっている。

図表 2-6 はイールド・カーブの動向であるが、ただ今申し上げたように長期金利がやや上昇しているので、スティープ化しているという形になっている。さらに、図表 2-8 で、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、A格、BBB格で緩やかな低下傾向がみられている。前回会合で申し上げた、アيفルの事業再生ADRの影響であるが、その後10月20日、28日に社債を全額償還して、目先の不安感が一旦後退した形になっている。また、他のセクターに対する影響としても、今のところ消

費者金融セクターだけにとどまっいて、他の市場全般に対する影響はみられていない。一方、JALについてであるが、これも社債の発行残高は672億円ある。企業再生支援機構で今後取り扱われることが決まったということであるが、社債の扱いについてはまだ決まっていないということで、今後これが市場全般に影響を及ぼす可能性も指摘されているところである。CDSのプレミアムについては、図表2-9にあるようにほぼ横這いで推移しているが、足許で日本国のソブリン物のプレミアムが急上昇しているというところが気がかりである。

図表2-10の株式市場であるが、先程申し上げたリスク・アペタイトの変化につれた動きになっていて、今週に入ってから一旦大きく下落したが、昨日のGDP発表の後は、ダウで200ドル近く盛り返すといった展開になっている。ボードを再びみると、本日の朝方の東京もプラスで開始している。図表2-11の主体別売買動向であるが、この4週間連続で、外国人が大きく買い越しを続けている。

さらに、図表2-12の為替の推移であるが、これも先程長期金利及び株式について申し上げたのと同じ形をしている。すなわち、先週まではリスク・アペタイトが回復して、ドル・円が売られ、ユーロが買われるといった展開であった。これが今週に入ってから逆の動きを示していたが、再び昨日のGDP発表後は、先週までと同じような動きとなっていて、期を均してみると、ほぼ横這い圏内での推移といった形になっている。図表2-14のクロス円取引等であるが、これも今申し上げたリスク・アペタイトの動きに沿った動きであって、特記すべきことはない。イギリスのポンドであるが、BOEの委員が出口が近いといったようなことを発言したとマーケットが受止めたことから、それまでのポンド安の傾向から反転しているといったところが目立つところである。それから、ドルキャリーの動きであるが、今週に入ってからリスク・アペタイトがやや後退する中で、ポジションがクローズされて利食いのステージになってきている。ただ、再び昨日からの動きで、こういった動きが復活する可能性もある。

最後に、図表2-16でいつものパリバショック前、あるいはリーマン

ショック前との比較をすると、今回は、シャドーを付けた部分が、全体としては減少しているのだが、実は増えたところが三箇所あって、いずれも(3)の日本のCPI-OISスプレッドである。パリバショック前と比べてみて、A-1格及びA-2格にシャドーが付いた。それから、リーマンショック前と比べて、A-2格のところにもシャドーが付いた。その他、シャドーが消えたところはあるが、ほぼゼロ近傍での動きで大きな変化ではない。私からは以上である。

白川議長

ご質問あるか。勿論、全体の議事進行は意識するが、そうは言っても、当然の質問があればどうぞ。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、ないようであれば、次の海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局の方から海外経済の評価についてご報告申し上げます。直近の海外経済は、基本的には国際局の提示してきたこれまでの標準シナリオに沿った動きを示している。決定会合資料3、参考資料の（追加分）に基づいてポイントをご説明させて頂く。

図表1において、米国の実質GDPをみると、昨晚公表された数字は+3.5%ということで、2008年4~6月以来のプラス成長となった。市場予想は直近では+3.2%であったので、これを若干上回っている。昨日の米株価も、これを好感して上昇している。需要項目別の内訳をみると、プラス成長に復した背景として、大きく三点指摘できると思う。まず第一に、政策効果を受けた個人消費、住宅投資のプラス転化があったということである。個人消費は自動車を中心となって、寄与度ベースでは+3.5%のうちの+2.4%を引っ張る形となっている。この間、住宅投資の方は、2005

年10～12月以来の増加に転じている。二番目は、在庫調整の進捗に伴う、在庫投資寄与のプラス転化ということである。三つ目は、ドル安のほか、新興国向けの増加によるとみられる輸出の増加である。ただ、輸入も増加しているので、純輸出では、まだマイナスの寄与になっている。この間政府支出は増加を記録しているが、中身を見ると国防が中心——防衛ということであるが——である。一方で地方政府分は減少しているので、政府の所謂財政刺激の効果は、まだ今期には大きく出ていない。この間、設備投資は減少幅は縮小したが、まだ減少している。この背景としては、商業用不動産を含む建設支出の下押しが続いているとみて宜しいかと思う。次に個人消費の動きを単月で見ると、9月の小売売上高が前月比+0.4%となっており、引き続き横這い圏内で推移している。消費者コンフィデンスをみても、このところの一進一退という動きは変わっていない。注目される年末商戦についてみると、各業界団体の見通しは今のところ前年比-1%～+1%というような幅となっている。ざっくり言えば、前年並みの水準ということかと思う。現地では、値引きを前倒しで行っているにもかかわらず、客足が鈍いという話であり、恐らくはさらなる値引きを期待した消費者が買い控えをしているといった見方も聞かれるところである。次に住宅市場についてみると、住宅着工は4月にボトムを打った後、増加傾向を続けている。住宅価格については、ケース・シラーのほか、ここには掲載していないがFHFA住宅価格指数ともに均してみれば下げ止まっている様子である。生産面については、鉱工業生産が9月まで3か月連続で増加している。内訳をみても、自動車のほか、多くの品目で増加している。全体として在庫調整の進捗から、生産は持ち直しつつあると言っているかと思う。米国の最後、CPIについては、賃金の伸びが鈍化していること、さらには需給環境の緩和を映じて、コアベースの前年比でみて、1%台半ばと落ち着いた動きを示しているところである。

次にユーロエリアについてご報告申し上げます。輸出、すなわち域外輸出は、単月では振れがあるが、均してみるとアジアや中南米等新興国向けを中心に増加している。こうした輸出の増加と在庫調整の進捗を受けて、生

産は漸く持ち直しに転じつつある姿がみて取れる。製造業PMIが上昇を続けていることも、こうした見方と整合的である。個人消費については、自動車販売が若干ではあるが減少に転じている。9月初めに自動車販売促進策の財源を使い切ったドイツにおける反動減等が影響しているとみられる。12行目の消費者物価については、コアベースでみて、財・サービス共に鈍化傾向が続いている。次に英国経済を確認する。7~9月GDPは前期比年率で-1.6%となった。4~6月からはマイナス幅が縮小しているが、事前の市場予想が+0.8%、あるいはBOEの8月のインフレーション・レポートでの予想が+1.6%ということであったので、これは現地からすれば、かなり予想外のマイナスということのようである。失業率が上昇傾向を辿る中で、小売売上高がこのところ横這い圏内になっていることと合わせて考えた場合、バランスシート問題とそれに起因する雇用調整圧力に直面した英国経済の回復テンポの鈍さを示した結果ではないかとみている。

次に新興国経済をみたいと思う。まず中国であるが、7~9月の実質GDPが公表された。前年比+8.9%となったが、これは概ね市場予想どおりである。国際局では風速ベースである前期比年率を計算しているが、これをみると鉤カッコ内の+11.0%と、景気刺激策と在庫調整により大きく押し上げられた4~6月の+18.6%からは減速したが、依然かなり高い成長を続ける姿である。また、他の経済指標をみても、内需は高い伸びを続けているほか、輸出も新興国向けや欧米向けを中心に持ち直していることが確認できている。次に、NIEsについては、韓国の7~9月の実質GDPが公表されている。2期連続で+10%を超える高い伸びとなった。内訳をみると、在庫投資が大幅なプラス寄与となったほか、輸出や民間消費支出、総固定資本形成も増加を続けている。アジア新興国の回復に向けた動きを裏付けるものといえるかと思う。なお、アジア全体でみても、7~9月の輸出、生産は概ね増加傾向を続けている。金融面をみると、新興国・資源国への資金流入が続く姿となっている。為替については、スイングはあるが、基調としてはドル安傾向が続く中で、投機資金の流入によって原



油等資源価格が上昇している。こうした流れがブラジル、ロシア等資源国への資本流入を刺激している。ノルウェーでは、昨日 0.25%の小幅利上げに踏み切った。また、豪州では追加利上げ観測から、引き続き通貨が上昇圧力を受けていることかと思う。こうした新興国・資源国への資金流入が続く中で、注目すべき点としては、ブラジルが海外投資家による金融取引に対する課税を実施したということがある。また、市場の噂、情報によれば、韓国、タイ、台湾、フィリピン等がドル買い介入を続けているとのことである。通貨当局による通貨高対策の動きがみられていることも、注目すべき点として挙げられるかと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、ご質問をどうぞ。

須田委員

アメリカの消費者物価であるが、安定しているというよりも、もっと下がっていくのではないかということはないか。前月比で賃金とかウエイトの高い帰属家賃が下がって、住居・光熱項目は全体でマイナスになった。C P Iには慣性を持つという特徴もあるから、デフレ懸念が高まっているというところまで行かないまでも、まだ安定しているということで良いだろうか。

大野国際局長

基本的には、非常に落ち着いた動きを辿るだろうとみている。来年も通して、物価上昇がリスクには成り得ないだろうということは基本線である。そういった中で、私共がやはり注意していかないといけないのが、今、須田委員がおっしゃったような話であり、最初は雇用の量を減らすという従来の形であったものが、最近では賃金の方もかなり引き下げられるという動きがアメリカで認められるようになった点である。先行き、この影響が恐らくラグを持って、一般の物価の方にも跳ねてくるというルートが考え

られる。そのため、基本シナリオは低位安定という物価見通しであるが、そこに一つ、デフレと言うと少し強いと思うが、賃金の経路を通じた下方圧力というものが今後のアメリカ経済でどのように出ていくかどうかは注意してみていきたいと思う。

#### 西村副総裁

最近、メディケア・プロダクト、メディケア・サービスの価格上昇率が高くなっている点は少し心配である。レントに関しては、今まで下がってこなかったことが不思議なくらいで、これが下がってきたらかなり影響するだろうと思うが、これとメディケア・プロダクト等がどのような綱引きをしていくのかは、恐らくみていかなければならないところだと思う。

#### 野田委員

見通しのコンセンサスでは、もう少し下がるのか。

#### 大野国際局長

1%台の前半である。

#### 亀崎委員

アメリカのGDPについて、先程+3.5%の成長率への寄与度の説明があったが、自動車と住宅において刺激策の効果がはっきり出ていることは分かった。しかし、もう一つの公共投資というか、ガバメント・コンサンプション・エクスペンディチャーズ・アンド・グロス・インベストメントをみると、ナショナル・ディフェンスは増えているが、ステイツ・アンド・ローカルはマイナスとなっている。地方財政はかなり悪いということだが、今、自動車の刺激策は終わり、住宅に関しては議論の途上にあるという中で、今後、政府による刺激策がどう効いてくるかみえにくくなっている。

大野国際局長

委員がおっしゃるとおり、地方の財政が厳しい、かなり厳しいということは間違いのない事実である。ただし、景気刺激策のうち政府の投資の部分には、明らかに執行の遅れがあるようであり、恐らく 10～12 月から 1～3 月に遅れて出てくるというところまでは、まず見込んで大丈夫だと思ふ。従って、7～9 月は個人消費を自動車と住宅に対する刺激策である程度支えた訳であるが、その次のメインは政府の財政支出になると見込んで大丈夫だと思ふ。ただ、それがどの程度長く、例えば来年度に向けてそれが期待できるかと言うと、恐らくそういうことはなくて、大体 10～12 月から 1～3 月のところはバトンタッチできるが、その先に自律的な回復のメカニズムが起動するかどうか、来年の米国経済を占ううえでの一番のポイントと考えている。

野田委員

消費についてである。消費者コンフィデンスが、このところ上がってきていたのが、少し大きく下がったことがややサプライズであった。恐らく自動車の販売促進策の終了のほか、色々な不透明感がここにきて一挙にきたということであると思ふのだが。現在の評価も落ちているのだが、特に先行きの見通しが落ちている点が気になる。ちょうどクリスマス商戦の話が先程出たが、それと重ね合わせて、ここはどのように考えるべきか。

大野国際局長

消費については、基調的に横這い圏内若干プラスということをこれまでご説明してきた。消費者コンフィデンスも、単月で見ると、10 月は少し落ちて、先行きに対する不透明感がやはり強まってきたかな、ということだと思っている。ただ、四半期ベースで大きな趨勢をみて頂くと、第 1 四半期 29.9、第 2 四半期 48.3 で、第 3 四半期が 51.8 となっており、しかも 50 挟みということであるので、非常に悲観的であったものがある程度のところまで持ち直してきたということではないかと思ふ。

しかし、ここから先をみた場合には、政府の景気刺激策、特に消費、住宅に対する刺激策の効果がどうかということが、今委員がおっしゃったように問題になってくる。住宅については、このままでいくと11月末に一旦停止するのだが、今上院で議論しており、恐らく来年の4月まで延長されるのではないかとこの観測が広まっている。ただ基本的には、これまで申し上げたとおり、人員の削減と、先程も議論になった賃金の引き下げが、やはり家計に対するボディ・ブローとなると考えられるため、家計部門の先行きを見通し難くしているということではないかと思う。従って、間違ってしまうかもしれないが、消費者コンフィデンスの動きというのも、大体50挟みくらいでここから数か月動く中で、先程申し上げたようにあまり冴えなかった昨年並みのクリスマス商戦に向けて突入していくというのが、標準的なシナリオではないかと考えている。

#### 中村委員

中国についてであるが、先日インフレ期待の適切な管理ということが言われたが、一方で一部の食料品が値上がりしている。新しい政策、管理といったとき、これは主として資産価格と消費者物価のどちらを指しているのか、どちらを懸念しているのか。

#### 大野国際局長

どちらもだと思うが、強いていえば、人民銀行や中国共産党で主管している方々の中では、やはり資産価格、なかんずく不動産価格に対する意識が第一であり、第二は、非常にスイングしている金融市場、株式市場といったところがあると思う。中国では、基本的には非常にアクセルを踏んで財政政策を出している訳で、それで4兆元についても今年から来年にかけて大体半々で出て行くということが一つあるし、もう一つは、そういった中で少し、少しブレーキを踏み始めたかなという気配があるが、やはり金融機関、銀行の貸出が累積では相当出ている状態にある。従って、アクセルを相当踏む中で、それが実物の投資やインフラ投資ではない資産あるいは

金融市場に流れていくことが、一番彼らの脳裏を過ぎっているのではないかと推察している。

#### 須田委員

同じ中国のことであるが、エクセス・サプライの6業種をコントロールするとか、短期の貸出をコントロールするとか、そういった政策は意図したとおりいく可能性は高いと思うか。つまり、今後上手く過熱をコントロールできるのか、それともやはり過熱が続くリスクが大きいとみておいた方が良いのか、ということである。

#### 大野国際局長

過熱のリスクについては、今年の後半以降、彼らは常に直面しながら政策運営を行っているのではないかと思う。直接の答えにならないかもしれないが、非常に流動性が潤沢で、しかも財政を中心とした実弾をどんどんつぎ込む中で、行政手法をみると、窓口規制的な手法によって対応しようというのが一つであるし、また、委員がおっしゃったように一部というか主力な業種においてその過剰サプライの問題というのは当然ある訳であるので、これを産業政策的に押さえていくという、前時代的と言ったら怒られるかもしれないが、非常に昔風のやり方しか彼らはできない。その中でポイントになるのは、恐らく為替のところでどうするかということで、今、実質的にドルに対してペッグしているが、それ自体が恐らく非常に過剰流動性を放置するというサイド・エフェクトがあるということは彼らもよく分かっていると思う。そういった行政指導、銀行に対する窓口指導、それから色々な産業政策でお金に変な動きにならないかどうかということをもぐら叩きではないが、押さえていくということ、マクロ政策的な為替に対する基本姿勢というものをどこでどういうふうに転換していくかということで、その連立方程式の中で、人民銀行による金融政策の運営をどれだけマクロとして引締めの方に持っていくかをかなり真剣に悩み始めていると思う。ただし、これも今まで申し上げたとおり、中国共産党

としては最低限の雇用確保と成長率の確保が重要であるので、実質GDPで言って、最低+8%、出来れば+9%前後でいくということからすると、ここまでのところは非常に美しくできている。しかし、その中であって、過熱のリスクがかなり高まっているというところで、難しい政策対応を迫られているということだと思う。

白川議長

他にあるか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、次に国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

資料－4（追加図表その1）からご説明をさせて頂く。図表5をご覧頂いて、実質輸出であるが、実質輸出の合計、9月は前月比+5.4%とかなり増加して、7～9月全体で+11.0%、昨日出た確報で計算し直すと+11.1%になっているが、2四半期連続で二桁の伸び率になっている。地域別にご覧頂くと、EU向け以外は、第3四半期は全て高い伸び率になっている。アメリカは、2四半期連続の二桁の増加であって、2四半期ともほとんど全て自動車関連である。東アジア向けも2四半期連続の二桁増であって、こちらは化学や鉄鋼などの中間財がほぼ一貫して増加しているほか、情報関連については、第2四半期に大幅増加の後、第3四半期は減速し、代わって資本財部品が第3四半期は増加し始めている。その他向けも、第3四半期は+9.1%と増加していて、中南米向けの船舶や中近東向けの自動車が増加している。それから、次に今月は輸入も増えているので、図表10をみて頂きたい。実質輸入の合計は、9月が大きく増加したので、7～9月全体でも前期比+8.5%と大幅な増加になっている。その結果、GDPベースの7～9月の純輸出は、4～6月に比べてプラス寄与が大幅に縮

小すると考えられる。この輸入の内訳であるが、(2) 財別の計表でみて頂くと、ほぼ万遍なく増加しているが、特に増加幅が大きいのは、素原料の+12.4%、中間財の+13.0%である。生産の増加が基本的な背景ではあるが、素原料は振れが大きい原油が7~9月はかなり集中的に入っているので、このペースは持続しないと考えられる。それから中間財にも、抗インフルエンザ薬の大量輸入という特殊要因が含まれている。以上を踏まえると、輸入は、基調としてはっきりとした増加に転じていると思われるが、7~9月の数字は強く出過ぎているという感じもある。

輸出入は以上であって、次に図表 20 まで進んで頂いて、鉱工業生産である。9月の生産は前月比+1.4%で、これで3月から7か月連続の増加である。この結果、7~9月は前期比が+7.2%ということで、概ね我々の想定どおりとなった。9月は出荷が特にしっかりしていて、7~9月では+8.1%である。このうち、ここには書いていないが、資本財の出荷が輸送機械を除くベースで+5.2%となっていて、前月段階の数字よりも反発の度合いがかなり強まっている。輸出入を調整した資本財総供給の数字を待って判断する必要はあるが、設備投資が下げ止まりに近付いていることを示唆している可能性がある。それから生産の先行き、予測指数であるが、ご覧のように10月+3.1%、11月+1.9%と増加が続き、これで単純に延ばすと10~12月は、脚注2にあるように+5.8%という計算になる。自動車、それから電子部品・デバイス、一般機械、この御三家をはじめとして、多くの業種で増加予想となっている。10~12月は+3%台という我々の予想に比べて大分強めであるが、今のところは、あまり当てにならない一般機械の予測指数がかなり強く出ているので、この予測指数は実勢対比若干上に出ているかなという感じはする。取り敢えずは、若干の上振れという感じ位でみておきたいと思っている。このように生産は着実に増加しているが、水準がなお低いこと、1~3月以降の不透明感がなお強いこと、これは前回お話した状況から変わっていない。

この資料は以上であって、次に資料4(追加図表その2)をみて頂きたい。これは先程出た数字であり、私も今初めてみるような数字なのだが、

まず図表1で家計調査をみると、9月の消費水準指数（実質・除く住居等）は前月比+0.0%、7~9月が+0.6%であるから、実態はともかく、GDP統計には、プラスに作用すると考えられる。それから図表2の雇用関連指標であるが、有効求人倍率は、9月が0.43倍と若干であるが久方振りに上向きとなっている。労働力調査をみると、9月の雇用者数が前年比-1.1%となっており、マイナス幅はこのところ若干縮小してきている。それと軌を一にするように、9月の完全失業率は5.3%ということで、直近のピークである7月の5.7%から2か月連続で0.2%ポイントずつ低下している。足許生産が増えているから、実際に製造業の雇用者数の減少幅が縮小しているなどなにがしか実体はあるのだろうが、振れの大きい統計であるし、まだ過剰雇用は相当多いと思うので、これで失業率が完全に頭を打ったというふうに判断するのは早いと思う。

最後に図表3の物価であるが、本日、消費者物価（CPI）が出ていて、9月の全国、除く生鮮は-2.3%と、前月よりもマイナス幅が若干縮小している。しかしながら、除く食料・エネルギーをご覧頂くと、9月は-1.0%ということで、前月よりもむしろマイナス幅が若干拡大をしている。この拡大については、我々の想定範囲内であるのでとりわけネガティブ・サプライズということではない。それから東京については10月が出ていて、こちらは除く生鮮が-2.2%でマイナス幅が若干拡大しているが、除く食料・エネルギーの方は-1.4%ということで、前月対比変わらずということであった。以上であるが、今回は、失業率が数字上は若干下がったかなという印象はあるが、それ以外はほとんどこれまでの景気認識に変更を加えるものはないと判断をしている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

山口副総裁

失業率についてだが、5.3%まで落ちてきた。それなりに振れの大きい



統計だから、先行きをどうみるかは難しいと思うが、7月の5.7%を超えて、6%に接近する可能性はあり得るのか。

門間調査統計局長

十分かどうかは多少判断の問題になるが、その可能性を頭から外すことは現段階ではできないと思う。色々な試算があるが、やはり何百万人単位の過剰雇用があるという認識が一般的であるので、今後の景気展開如何によつてはそのようになる。しかも、向こう半年、1年位は警戒する必要があると私はみている。

野田委員

同じ答えになるのかもしれないが、新規求人が少し膨らんでいる。1、2か月前からそのような傾向はあったのだが、少しはっきりしてきたという印象を持っている。しかし、まだ何ともいえない、ということになるか。

門間調査統計局長

いずれにしても、先程も少し申し上げたが、足許、生産がこれで7か月連続の増加となつて、向こう3か月位も増加する見通しにある訳である。そうすると、やはり製造現場では、若干人手がタイトになっているので、テンポラリーには、むしろ採用意欲が強いというところも実はある訳である。ただ、生産の勢いも1~3月以降は続かない可能性の方が高いし、かたがた、余っている過剰雇用がどうなっていくかという問題もある。従つて、足許は比較的良いのだが、先々については必ずしも一本調子で良くなっていくとは考えにくいと思つている。

亀崎委員

CPIは-2.4%とのことだが、昨年のエネルギー価格高騰の裏要因がいずれ縮小していく中で、-2.4%が底となりこれから前年割れ幅が縮小していく方向なのであろう。-2.5%まではいかないで。

門間調査統計局長

東京都の10月は、マイナス幅が若干拡大してしまっているが、実は10月は石油製品等のマイナス幅は縮小している。東京と全国とでは石油製品等のウエイトが全く違うので、恐らく石油製品のマイナス幅縮小の影響が全国は強く出るので、10月からはマイナス幅は縮小していくと一応みている。

須田委員

再度雇用の問題に戻るのだが、色々な数字をみると、悪化のテンポは少し鈍化しているとみていて良い訳であるな。

門間調査統計局長

然り。

須田委員

けれどもひょっとしたらもっと悪化するかもしれないと先程言っていたのは、雇用保蔵のようなものが失業者としてどっと出ていくというようなシナリオになるのか。

門間調査統計局長

然り。どっとと言うか、じわじわと。向こう半年、1年位は要警戒水準にあるというふうに見ている。

白川議長

他にご質問ないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは次に金融環境に移りたいと思う。

## 雨宮企画局長

金融環境の評価をご説明申し上げます。資料-5の参考計表の方からご覧頂きたい。まず、図表1の家計・企業のインフレ予想である。前回会合以降新しく出たデータは、(2)の消費動向調査からみた消費者の一年後の予想インフレ率である。一番右端の数字は+0.8%で、8月から若干下がったが、概ね+1%弱の横這い圏内の動きが続いているという状況には変わりはない。それから図表2(2)コンセンサス・フォーキャストがある。これは調査機関20社への先行きの物価予想に関するアンケート調査の結果が半年に一度公表されるものである。グラフにあるとおり、一番右端、3年、5年、10年ともに前回より下がっている。ただし、この下がっている中身としては、目先の2年分が下がっているという面が大きい。本文の2頁にある計表をご覧頂くと、今申し上げたコンセンサス・フォーキャストのインフレ予想の中身が出ている。1年後、2年後とあって、これは暦年ベースであるので2年後というのがちょうど2011年になる訳であるが、そこが-0.2%とマイナスに下方修正されている。一方で、4年後、5年後、6~10年後という中長期的なインフレ予想をみると、概ね+1%前後で安定圏内である。ただし、4年後、5年後を仔細にみると、前回と比べて若干下がり気味といった展開になっているのが特徴である。

参考計表にお戻り頂き、図表3の資金調達コストをご覧頂きたい。データとして新しく出たものとしては、先程外山金融市場局長からもご報告があったが、CP発行レートのスプレッドがある。大きな特徴点は、a-2格の発行スプレッドが+0.27%となっていることである。今まで、この報告のベンチマークとしては、リーマン・ショック前1年間の平均である+0.33%を念頭に置いてきた。そのベンチマークと比べて、前月までは遜色のない水準まで戻ったと説明してきたが、今月の速報ではもうそれも下回ってしまった。このスプレッドからみる限り、CP市場の機能の修復は大きく進んだということだと思う。その下の社債発行レートであるが、スプレッドは引き続きA格以上では低い状況が続いている。また、データは

掲載していないが、10月発行状況の速報を申し上げますと、9月の6,920億円の後、10月20日までの速報でも4,500億円出ており、これに加えてもう1,000億円強の発行が予想されているので、引き続き社債市場の状況は極めて良好である。

これに対し、まだ厳しさが強く残っているのが中小企業の企業金融である。日本公庫あるいは商工中金等のアンケート調査、あるいはヒアリング情報をずっと点検し続けている訳であるが、今回は、貸出態度で言うと、小企業の日本公庫調査——以前は国民公庫の零細企業と言っていたものであるが——のD Iが新しく出ている。9月調査では7~9月が-21.4%ポイントということである。従って、貸出態度はマイナスがゆっくりと縮まっているが、引き続き非常に厳しい状況にある。資金繰りD Iのうち、小企業（日本公庫）をご覧頂くと、これは横這いであるので、中小企業の金融環境は、全体としてゆっくり改善はしているが、まだ厳しさが残っているということである。図表5は金融機関からみた資金需要であるが、(1)のグラフをご覧頂きたい。これは季節調整をしているが、足許は、やはり運転・設備資金需要の減退や手許取り崩しということがあって、中小企業だけではなく大企業でも、資金需要はむしろ減退の方向にあるということが確認されたということである。今回新しく出たデータは以上である。

纏めると、全体としては、C P・社債市場は極めて良好で、一部官民逆転といった過熱の現象はまだ続いているということであるし、社債の発行も極めて順調に行われているということである。それに対して企業金融をみると、ゆっくり改善はしているものの、中小企業の状況はまだ厳しい状態にある。従って、前回の会合における金融環境の総合評価——改善の動きが広がっているという点と、ただし厳しさは残っているという評価——について、変更の必要はないと考えている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

今日ここに来る直前に頂いたコミットメントラインの数字をみると、9月の利用額が相当落ち込んでいる。8月の4兆4,000億円が、9月には3兆6,000億円となっており、前年比で言うと-23.1%である。前年が恐らく跳ね上がっているのだから、前年比はその裏要因と理解できるが、絶対額がこれだけ落ちているのはどういうことか。期末資金の手当てを抑えたということなのかどうなのか。この点のインプリケーションはあるか。

雨宮企画局長

まだ9月の利用額が相当落ちた理由までは分からないが、全体としては、資金需要の落ち方という意味では中小企業より大企業の方が大きく、足許設備・運転資金需要が減退し、それとこれまで積み上げた手許が取り崩されている。予備的な需要が不要になったという意味では、コミットメントラインとか短期のCP、あるいは短期借入れが、多分一番初めに減り出すだろうと思われるので、既にCPの残高が減っていることと、多分軌を一にした動きなのだろうと思っている。

野田委員

それにしても、7月の4兆7,000億円に対して、9月は四捨五入して3兆7,000億円と、1兆円も減っている。

雨宮企画局長

予備的な需要が段々不要になって、ある種の安心感が広まっているという意味では、一番最初に削られる部分かと。

野田委員

そうだろうな。些かびっくりした。

雨宮企画局長

その意味では、そういうところの金融情勢は相当余裕含みになっているということを現しているのではないかと思う。

中村委員

社債の発行残高が増えてきているが、これは来年度以降の発行予定を前倒ししている面はないのか。

雨宮企画局長

そういう面も相当あると思っている。社債がどうしてこれだけ発行されているか、いくつか大きく言うと、一つは——これは何度もご説明しているが——企業サイドでは、長短比率を是正してここで財務内容を強化したいと考えているということ、まだある種の不安感があるので前倒しに発行したいということの二点である。あともう一つは、需要が強いということもあると思う。前倒し発行がいつまでも続くとは思わないので、この夏ぐらいからどこかで頭打ちになるだろうと申し上げてきた。実は10～12月は償還が多く、償還が多いので発行が多いという部分もあるかと思うのだが、10月はまだ先程申し上げた数字だと償還を差し引いてもかなり増える。しかし、このまま続くとはみていない。どこかでは頭打ちが現実になると思う。ただ、足許まだ勢いが続いているという感じである。

須田委員

資金繰りの話だが、この企画局の参考資料の本文を読むと、「小企業の資金繰り不安が根強い」と書いてあって、今日の説明も小企業であった。小企業と中堅とのギャップというのを意識してこう書いているのか、たまたまデータが小企業のものであったからそういう指摘なのか、それはどちらであるか。

雨宮企画局長

両方である、というのが答えである。今回のデータは、前回会合以降出

たデータがこの旧国民公庫のデータであるので、それについて書いている。ただ、ご報告したとおり、元々私共零細・中小企業を含めてデータとヒアリング結果とをずっと点検してきているが、大企業と中小企業の差に加えて、実はいわゆる中小企業と言われている企業の中でも、いわゆる中小と零細の差が大きいというのは、例えば参考計表の図表6の右下で、太線のいわゆる中小企業と細線の小企業——昔で言う零細企業——の差が大きいということもずっと続いているので、意識としてはある。ただ、今回はあくまでも小企業のデータが出たからということである。

須田委員

分かった。

白川議長

他にご質問はあるか。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

これから金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に入ろうと思う。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートを配付して頂きたい。

[執行部より展望レポート（案）を配付]

それでは、展望レポートについて執行部から説明をお願いします。

雨宮企画局長

ただ今お配りした展望レポートの現バージョンに基づいて、ご提出頂いた数字の集計結果と、それに基づいて事前にお配りした文章のうち空欄を補充したものについてご説明を申し上げます。

まず、集計の結果である。11 頁にお進み頂いて、11 頁の（参考 1）が委員方の数字である。この上の表の三角カッコ、「政策委員見通しの幅の中央値」をご覧頂くと、まず実質 GDP 成長率であるが、2009 年度 $-3.2\%$ 、2010 年度 $+1.2\%$ 、2011 年度 $+2.1\%$ ということになっており、前回 7 月時点の見通しと比べると、2009 年度、2010 年度それぞれ $+0.2\%$ ポイントずつの変化なのでほぼ同じような水準ということだと思いが、気持ち数字が強くなっている。全体としては、2009 年度が大幅マイナスの後、2010 年度に回復し、2011 年度はしっかりとした成長に戻るといふ感じかと思われる。次に、国内企業物価指数であるが、本年度は $-5.2\%$ とかなり大きめのマイナスになった後、2010 年度、2011 年度と $-1.4\%$ 、 $-0.7\%$ とマイナス幅が縮んでいく見通しである。消費者物価指数については、2009 年度 $-1.5\%$ 、2010 年度 $-0.8\%$ 、2011 年度 $-0.4\%$ と、こちらも本年度やや大きめのマイナスになった後、緩やかではあるが着実に下落幅が縮小していくという数字になっている。

次にリスク・バランス・チャートである。前回からそう大きくは変わっていないので、特徴点だけ申し上げる。シャドーを塗ってある方が今回のリスク・バランス・チャートであるが、実質 GDP は上下のバランスということで申し上げると、やはり幾分下方リスクの方が意識されているようなリスク・バランス・チャートになっている。消費者物価指数は、上下は大体ほぼバランスしているということが特徴であるほか、2011 年度は非常に不確実性が高いというチャートになっていると思われる。右左の裾野が非常に広がっており——ちなみに裾野の数字を申し上げると、 $-2.2\%$ から $+1.0\%$ まで広がっている——、一番上の頂上の部分が平べったくなっているので、いわば一番蓋然性が高い部分、最頻値が散らばっているということで、非常に不確実性が高いという見通しになっているかと思われる。

そのうえで、文章をご説明申し上げると、2 頁目でシャドーの貼ってある部分がただ今の数字に基づいて文章を補充したところである。先程申し上げたとおり、2011 年度の成長率は、「潜在成長率を明確に上回るペース



まで高まる」ということである。5頁の下が物価に関して埋めたところである。C G P I、C P Iとも下落幅は縮小していく、ただしそのペースは緩やかであるという記述をしている。次の6頁も同じように物価の記述である。9頁では、第一の柱の点検の部分で、経済については時間をかけて持ち直しを続けていくという表現と、物価の表現を補充させて頂いている。最後、10頁であるが、空欄となっている先行きの金融政策運営方針については、本日のご議論を踏まえて、最後にお諮りする時に文章を提出させて頂こうと考えている。以上である。

白川議長

中身は別にして、このことについて技術的な意味で何かご質問はあるか。

#### IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは討議に入りたいと思う。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、それから次回決定会合までの金融政策運営方針について、1ラウンドでお一人7分程度を目途にご発言をお願いする。順番であるが、須田委員、野田委員、水野委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁の順である。それでは須田委員からお願いする。

須田委員

トップバッターということで、前回にならって多少時間をオーバーするが、我が国経済・物価情勢の展望について、足許の指標動向を踏まえながらやや包括的にみていきたいと思う。最初に総括判断であるが、足許までの指標をみる限り、我が国経済は現在持ち直しているとみることができる。目先、予算執行に係る振れが見込まれるが、実質GDP成長率の見通しに及ぼす影響は小さく、経済メカニズムの動向を表した標準シナリオに変更を迫るものではない。

私は、生産、輸出が増加基調を続ける中、設備投資関連指標が漸く下げ

止まるなど持ち直しの動きに広がりが見られ始めていること、7～9 月期の実質GDP成長率も 2 期連続で潜在成長率を超える成長となる蓋然性が高まっていることなどから、我が国景気は持ち直しているといつて問題ないとみている。水準が依然として低いこともメンションすべきとの意見も理解できるが、展望レポート案には、来年度半ば頃までは持ち直しのペースも緩やかとなる、と記されているので、持ち直しているとしても全体を読めば日本銀行の判断が強過ぎると誤解されることはないと思っている。ただ、この判断は 7～9 月期の実質GDPを確認してからとの見方もあり得る。また、持ち直しという言葉が底入れからの反転、需給ギャップのマイナス幅の縮小、あるいはある水準まで戻ることなど、様々な意味で用いられているので、政策委員間でその意味をもう少し明確にしておく必要があると思っている。

以下では、主な項目毎に少し詳しくみておく。まず、メインエンジンである実質輸出であるが、前期比二桁の増加が続いた。その背景にある世界経済は持ち直している。最初に米国であるが、7～9 月期の実質GDPは前期比年率+3.5%と 5 四半期振りのプラスとなった。これには自動車販売促進策や、一次取得者向け住宅減税の押し上げ効果が含まれているので、今後その反動減が出る可能性がある。コンフィデンス指標もこのところ足踏み状態となっているし、9 月新築住宅販売件数前月比も予想外に減少し、住宅政策終了後が懸念されるとの指摘もみられた。もっとも市場では、政策効果剥落後の自動車販売が年率 1,000 万台ベースに収束していくとみる向きが多いほか、住宅市場の調整が進捗する中、住宅購入者全体に占める一次取得者の比率が特に高い訳ではなく、住宅減税の反動減は然程大きくはないとの声も聞かれる。とはいえ、市場が想定している 2010 年にかけての 2%台という回復ペースは、昨年後半の激しい落ち込みを考えれば控え目と言わざるを得ず、バランスシート調整の重石や雇用環境の回復度合いの鈍さなどを踏まえ、政策効果剥落後の米国経済の回復パスは緩やかなものにとどまるという、我々の見方を変更する必要はないと考えている。また、ユーロエリアについても、足許のPMIがはっきりとした改善を示

すなど、景気持ち直しに向けた動きが広がりつつある。この間、中国、インド、NIEs、ASEANといった新興国やブラジルをはじめとする資源国では、内需を含めて力強さを増しており、先行きも高目の成長率を維持するとみている。以上のような世界経済を前提に、実質輸出は若干の振れを伴いながらも増加を続け、我が国景気回復のドライバーとして寄与していくとみている。

こうした輸出を背景に、生産も増加基調を辿るとみている。昨日公表された鉱工業生産指数をみると、7～9月は前期比+7.2%と4～6月の同+8.3%に次ぐ高い伸びとなった。この間、在庫率は多くの業種でリーマン・ショック直前の水準を既に下回っており、在庫復元の動きが当面生産増加を支えていくとみている。今後、内外の需要刺激策の効果剥落に伴って一時的に減少する可能性もあるが、長い目でみれば、世界経済の拡大に伴う輸出増加に支えられ、生産の増加基調は崩れないと考えている。また、設備投資についても足許資本財出荷が下げ止まり、機械受注の減少テンポも緩和するなど、漸く下げ止まりの兆しが窺われている。今後、グローバル需要が増加を続けるもとで、収益や稼働率が回復していくに従って、設備投資の減少幅も次第に縮小していくとみている。個人消費については、足許では政策効果を背景に増加しているが、基本的には、厳しい雇用・所得環境のもとで、当面弱い動きが続くという基調判断に変わりはない。ただし2011年度までを展望した場合には、徐々にではあるが企業部門から家計部門への波及が進み、次第に個人消費は底堅さを増していくとみている。

この間、物価動向についてみると足許ほぼ想定どおりの動きとなっている。8月に既往最大の下落幅を付けた消費者物価(除く生鮮)の前年比は、昨年の石油製品価格高騰の反動の影響が薄れるにつれて、年度後半には下落幅をやや大きく縮小していくとみられる。さらに見通し期間全体を展望すると、企業や人々のインフレ予想が引き続き安定しているとの想定のもと、2011年度にかけては需給バランスの改善とともに下落幅が緩やかに縮小していくとみている。

以上の見通しの不確実性は、一頃に比べて低下しているが、先行きになるほど依然として高いことは否めない。リスク要因については、展望レポートで幅広く指摘されているが、特に違和感はない。以下では、追加的に指摘しておきたい点を中心に述べておきたいと思う。

まず一点目の欧米におけるバランスシート調整の帰趨についてであるが、商業用不動産問題や地域金融機関の破綻、中東欧問題などいくつもの懸案事項が未解決のまま残っているので、調整が予想以上に長引くリスクは無視できない。他方、海外の主要金融機関や企業の資本や収益の回復力から、バランスシート調整が早まる可能性も少しは意識しておきたいと思う。

二つ目の新興国、資源国の経済動向については、結局は新興国、資源国のマクロ政策や為替政策を巡る問題ともいえる。

その意味では三つ目の世界各国で取り組んでいる各種政策の今後の展開に密接に関係してくる。要するに今日採用している様々な政策、対策からの出口は、早すぎても遅すぎても問題があるということであり、その両方のリスクを無視できないということである。早すぎるのも遅すぎるのもリスクという点は、金融機関についてのグローバルな規制の実施についてもいえる。

四つ目の企業の中長期的な成長期待の動向については、新興国の成長期待の方が高く、新興国への投融資の流れを止めることはできないし、望ましくもない。ただ、新政権のもと、国内生産のコストを高めるような施策が続くと生産拠点の海外シフトを促進してしまうリスクがある。他方、これまで進まなかった規制緩和が実施されていくと、成長期待が上昇する可能性もあるとみている。

最後に物価情勢の先行きについては、財政赤字のマネタイズ懸念の台頭によるインフレ期待上振れリスク、暫定税率廃止といった制度要因、消費者物価指数の基準改定といった統計上のテクニカルな動きについても、意識しておく必要がある。

ここで、経済物価情勢について二つの柱による点検を行いたいと思う。

第一の柱、つまり相対的に蓋然性の高い見通しについて点検すると、我が国経済は持ち直していくと考えられ、消費者物価（除く生鮮食品）前年比は、2009年度後半以降、下落幅が徐々に縮小していくと見込まれる。こういった動きが持続すれば、日本経済は、やや長い目でみて物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく展望が拓けると考えられる。第二の柱、つまり金融政策運営の観点から重視すべきリスクについては、執行部案に違和感はない。私は実体経済、物価ともリスクバランスは上下バランスしているとみているが、金融政策運営上、敢えていえば見通し期間の前半は下振れリスクを、後半は上振れリスクをより意識している。

以上の点検を踏まえると、先行きの金融政策運営方針としては、一つには極めて緩和的な金融環境を維持していくこと、もう一つは物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくことを粘り強くサポートしていくことが重要だと考える。従って、次回決定会合までの政策運営方針については現状維持が適当だと思う。

さて、時限措置については、今回会合以降の適切なタイミングで取り纏めて判断することになっているが、私自身は多くのメンバーの意見の擦り合わせが可能であるならば、不確実性を少なくするためにも今回判断して公表することが望ましいと思っている。以下ではその取扱いについて、意見を述べておきたいと思う。

企業金融を取り巻く環境は、中小企業の資金繰りについては厳しさを残しつつも改善の動きが広がっている。低格付け社債の構造的な要因を除けば、CP・社債市場の発行環境は極めて良好であり、銀行の貸出スタンスや企業の資金繰りについても改善している。企業の外部資金需要が減少する中で、CP等買入オペは3回連続で応札ゼロとなるなど役割を終えつつある一方で、異例の措置を継続することに伴うデメリットの方がやや目立つ状況となっている。すなわち、高格付けCPで官民逆転現象が続いているほか、社債でも発行レートがマーケティングレンジの下限で決定する銘柄が増えるなど、CPや社債市場の一部には明らかに過熱感が出ている。さらに、CPについては日銀が設定している買入下限スプレッドを超える銘

柄数の比率が大きく低下しており、買入オペが利用されないとしても買入下限スプレッドの設定自体がCP発行金利のばらつきを小さくし、リスクに見合った価格付けを阻害している。スプレッドのタイト化によって投資家離れが進み、結果として市場が本来有している自律的な価格調整機能を損なうことにもなる。なおCPの官民逆転といった歪みは、企業金融支援特別オペの影響の方が大きいとみられる。

今後は、このようなデメリットをできるだけ生じさせないような形で、かつ、今後の金融環境に見合った形で金融市場の安定確保や企業金融の円滑化支援をしていくことが必要である。そのためには時限措置をどのように進化させていけば良いのかという観点から、時限措置の取扱いについて判断していくと、まずCP・社債買入れについては、市場機能回復という目的も達成されている中で、応札状況や対話を通じてニーズが十分低下したとの認識が浸透しており、予定どおりとすることに対して理解を示す先も多く、そのようにしたいと思う。資金供給については、企業金融支援特別オペは金融市場の安定、企業金融の円滑化や安心感、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下などをもたらしてきたが、企業金融環境が改善している中で、より広範な担保が利用でき、かつオペ期限についても資金需要動向に併せて柔軟に対応できる共通担保オペ等の金融調節手段を活用して、潤沢な資金供給を行うという体制に移行する方が、手間も含めてデメリットも少なく望ましいと考える。従って、企業金融支援特別オペの期限到来をもって新しい体制にシフトしても良いと思っているが、同オペの応札が引き続きみられていることや、今後の扱いについても市場で見方が分かれており、コミュニケーションの観点からは、機はまだ熟していないように思われることから、年度末に向けて金融市場の安定確保に万全を期すためにも、実施期限を来年3月末まで延長したうえで完了するという慎重な判断も、選択肢だと考えている。この点については、私は多数意見に従いたいと思う。また、補完当座預金制度についても、その目的に照らすと金融市場の安定を確保するために潤沢な資金供給を継続する間は延長することが適当だと考えられる。社債、証貸債権およびABC Pの適格要件

の緩和についても、A B C Pの裏付資産が主として売掛債権や貸出債権であることを踏まえれば、中小企業を含む企業金融円滑化にとって同措置の意義は大きく、来春に向けて格下げ懸念のある企業に安心感を与えるためにも、ある程度の期間、例えば一年程度延長することが適当であると考えている。

なお、各種時限措置の取扱いを含んだ公表文には、この措置の取扱いが緩和的な金融政策からの出口につながらないということを明確に示すためにも、今回限りであるが当面現在の政策が維持されるといったようなことを付け加えておくことも一案だと考えている。以上である。

白川議長

それでは野田委員お願いします。

野田委員

二番バッターだが、今の須田委員のオーバーをカバーできないかもしれないので、予めお断りしておく。最初に足許の情勢を簡単に述べる。総括だけ申し上げるが、前回会合以降に明らかになった経済指標と支店長会議での報告等は、我が国経済が7月の展望レポートの中間見通しにおける見通しに概ね沿って推移する形で、前回の判断同様、持ち直しつつあることを裏付けるものであった。

次に展望レポートについて述べたいと思う。執行部案は、経済・物価の見通しに関し、前回会合までのこの場での議論を経て共有されたとみられる論点をよく踏まえたものとなっており、基本的に異論はない。

そのうえで、2011年度までの経済・物価情勢にかかる私の見通しを述べたいと思う。海外経済が全体として回復していく姿が想定されるが、回復のペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。このことを前提として我が国経済を展望すると、まず輸出を起点とする我が国経済の成長メカニズムを短期間で変えることは容易ではなく、その輸出をみると、基調的には増勢を続けるとしても、かつてとは異なり、大きくは新興国に支えら

れることから、ペースが緩やかなものにとどまるとみられる。そこで、それに繋がる企業の生産・支出活動は、かつてのトレンドに比べ、抑制される可能性が高いと思われる。

家計部門をみても、個人消費は、恒常所得の回復が当分の間、期待できないうえに、年金、介護、医療等に関する将来の不安が解消されない中では、物価の下落や各種の政策による下支え効果も限定的あるいは一時的とみられるうえ、エコ関連の需要先食いの反動減の重石も加わるため、個人消費は早晩、比較的はっきりした弱い動きになるのではないかとみている。足許数百万人とも推定される雇用保蔵の大きさを勘案すると、雇用と賃金の調整圧力は当分続くとみられ、それらの改善を受けて、個人消費が回復に転じるようになるには、相応の時間がかかるとみる。このような需要動向を反映して、生産は2011年度末までを展望しても、2007年度末頃のピークの水準までには戻らない可能性が高いと思う。

物価面では、今年度中は、昨年の石油製品価格高騰の反動の影響が薄れてくるため、CPIの前年比のマイナス幅は大きく縮小し、その先は、中長期的なインフレ予想が大きくは変化しないもとで、経済全体の需給バランスが少しずつ改善していくのにつれて、マイナス幅は縮小していくが、そのペースは、賃金の回復の遅れ等を反映して極く緩やかなものにとどまる可能性が高いとみている。

次に、中心的な見通しに関するリスク要因について若干述べたいと思う。景気面での最大のリスク要因は、海外経済の主力エンジンである米欧経済が、なお多くの下振れ要因を抱えていることである。米欧の金融機関は潜在的なものも含めて多額の不良債権をバランスシートに抱えたままであり、金融システムはなお脆弱な状況にある。このことが信用仲介機能の回復を遅らせており、家計がレバレッジを低下させなければならない状況が続くことと相俟って、実体経済に対する下押し圧力が長期に亘って残るリスクがある。こうした中では、実体経済と金融との負の相乗作用が再燃するリスクも残る。この場合には、我が国の金融資本市場や金融システムにも相応の影響が及び、これが景気をさらに下振れさせるリスクがあり、注



意を怠れない。昨年、株価下落ショックへの脆弱性という、我が国金融システムのマクロ・プルーデンス上のアキレス腱が改めて強く意識されたが、この問題の根源である邦銀の過度の株式保有は、残念ながら改善しているようには見受けられない。

ところで、中国をはじめとする新興国や資源国の景気の上振れが、世界経済の Slack を縮小させ、先進国経済の下振れリスクを和らげる可能性は高まっている。これは、先進国の極めて緩和的な金融政策にも後押しされているが、今後の新興国の政策、通貨政策も含めた政策の運営次第では、景気の過熱や資源エネルギー価格の過度の高騰を招き、その先の大きな調整の要因となるリスクも内包している。一方で、米欧経済が下振れれば、新興国や資源国にも大きな影響が及ぶこと、つまりデカップリングの不成立は、既に実証済みであると思う。

足許景気の持ち直しの動きは、内外の在庫復元もさることながら、各国で実施されている各種景気下支え政策にも大きく依存しており、これらの効果は当然のことながら一時的なものである。これらの効果が剥落、減衰した後、最終需要の自律的な回復のフォローが十分でなく、景気が下振れるリスクがある。同時に、その背後には公的債務の膨張が存在する。仮にも財政規律の確保、言い換えれば財政の健全化に向けた道筋が不明瞭なもとでは、リスク・プレミアムの上昇から長期金利が上昇するリスクが潜んでいるということも改めて指摘しておきたい。

このほか、展望レポートの執行部案に整理されているようなリスク要因も含めて、リスク・バランスをみた場合、引き続き下振れのリスクをより強く意識せざるを得ないと思う。

物価のリスク要因についても、需給バランスが緩和した状態が比較的長く続くとみられる中で、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、物価の下落幅が拡大するという下振れリスクを意識している。

次に、金融政策運営について述べる。まず、企業金融円滑化にかかる各種臨時措置をどうするかについて述べたいと思う。その前提となる金融環

境についてまず確認すると、結論付ければ、厳しさを残しつつも、改善の動きがさらに広がっている、との評価は前回会合と変わらないと判断している。

そのうえで、臨時措置については、先行きやや長めの経済・物価の見通しを示す展望レポートと併せて、この会合で纏めて決定することがコミュニケーション上からも得策であると考えているところである。まず、その考え方を総論から述べれば、重要なポイントは二つある。一つは、市場機能の改善度合いに応じて、個々の措置について打ち切りの適否を判断すること、二つ目に、臨時措置終了に当たっては、市場の混乱を起こさないように、必要に応じ、慎重なプロセスとコミュニケーションを用意すること、である。

各論だが、まずCP・社債買入れのファシリティであるが、先程の金融環境の改善を反映して、このファシリティの利用は既に大きく落ち込み、札割れが続いている。スキームについては、その円滑な終了を期して、市場機能の回復に応じて本行への売却のインセンティブが低下していく仕組みが組み込まれているが、昨今の入札状況はまさにこの仕組みが所期の目論見どおりワークした結果に他ならず、CP・社債市場の機能は今や常態に復したと言って良いと思う。また、CP市場では、導入時から意識していた市場の歪みという副作用が顕在化している。これらを勘案すれば、本ファシリティは期限に終了させることが適当と考える。なお、市場もこの終了措置を十分折り込んでいるものと判断している。

次に、企業金融支援特別オペ——以下、特別オペと言うが——について申し上げる。導入直後のターム物金利のはっきりした低下とその後の緩やかな低下を辿っている状況をみれば、通常のオペレーションによる潤沢な資金供給の効果とも相俟って、企業が実際に資金調達を行うやや長めの金利の低下を促すとの所期の目的の一つは果たされてきたと評価できる。金融機関は、0.1%の固定金利で、企業債務担保の範囲内で無制限に、つまり無競争で予め予定された日程のいつでも調達が可能というスキームの特質により、企業の資金調達に関する安心感を確保するというこの特別オ

ペのもう一つの目的も既に十分に果たされてきた。安心感を確保するという、この部分の機能は、他の通常オペレーションで完全に代替することは難しいものであるが、市場が安定化するのに従って、その効果は低下してきているということは否定できない。しかしながら他方で、既に述べたように、経済の先行きを巡る不確実性は極めて高く、特に在庫復元の動きと政策効果が途切れかねない年度末をはさんで、景気持ち直しの足取りが弱まる可能性があることなどから、企業が年度末越えの資金繰りについて不安感を拭い切れていない状況にある。こうしたもとでは、特別オペの存在が企業に対してなお一定の安心感を与えているということも否定できないものと考えている。円滑な価格形成という市場本来の機能を阻害しており、こうした状態を長期間放置することは好ましくないことは言うまでもないが、そのコストを今しがた述べた不安が現実化した場合のコストと比較すれば、短期的にその解決を優先すべしとまでは言い切れないと考える。また、特別オペを12月末で打ち切るということに対する市場参加者の理解は、十分には進んでいないというふうに認識している。

以上を総合的に勘案すると、特別オペについては、企業等の年度末越えの資金繰りに万全を期すべく、もう一回だけ期限を3か月間延長することが適当と考える。延長後の4~6月には、特別オペのエンドが規則的に到来する都度、通常の共通担保オペ等へのシフト、代替を進めていくことになろうと思うが、その際、重要なことは、スムーズなシフトによりターム物金利の上昇が極力抑制されることである。それには、市場参加者の予見可能性に十分配慮しつつ、ターム物の共通担保オペを中心として様々な手段を駆使して潤沢な資金供給を行っていくことが必要と考える。

このほかの措置について述べると、まず、補完当座預金制度は、積極的な資金供給を行うことを念頭に無担保コールレートの過度の低下を抑制する方策としてスタートさせたものではあるが、補完貸付制度と対になってコリドーを構築し、市場金利の下限を画する、いわば金融調節のインフラとして、政策金利の水準あるいは金融市場の安定度の如何にかかわらず有効に機能するものと考えている。従って、この枠組みは恒久的な

ファシリティに位置付けて良いものであり、本制度自体は期限延長で繋いでいくことが適切だと考える。また、社債、証貸債権およびA B C Pの適格要件を緩和する措置についても、期限延長することが適当と考える。

最後に、今後の金融政策運営について述べたいと思う。先程、縷々述べた金融経済・物価情勢や先行きの見通しと、それを巡る高い不確実性やリスク要因を踏まえれば、今後も当分の間、極めて低水準の金利と潤沢な資金供給を維持することにより、極めて緩和的な金融環境を粘り強く確保していくという金融政策方針を堅持していくことが必要である。金融市場調節方針は毎回の決定会合で点検し、決定していくことは当然であるが、この方針を今回の展望レポートで金融政策運営方針の基本として示すことにより、一步踏み込んで、市場の期待形成に働きかけることが肝要と考える。また、前段で述べた、企業金融円滑化にかかる臨時措置について本日の会合で全部または一部の終了の決定がなされる場合、その決定には金融政策運営の基本を変更するというインプリケーションは微塵もないということ市場にしっかりと伝えていくことが重要である。

以上から、次回決定会合までの金融調節方針について念を押すと、「無担保コールオーバーナイト物を、0.1%前後で推移するよう促す」との方針を維持することが適当である。長くなり申し訳ない。

白川議長

それでは、水野委員お願いします。

水野委員

まず、足許の景気認識である。過去数か月間に亘り、私は国内民間需要の弱さを主な理由に、景気に対する慎重な見方をお示ししてきたが、現在もその見方に変化はない。本行は金融経済月報での景気判断を少しずつ前進させ、10月は「わが国の景気は持ち直している」とした。生産、輸出の増加を踏まえればそうした表現は妥当であると思うが、そこには留意点がある訳である。すなわち、国内民間需要では下振れている要素がみられ

るということ、それから、水準で考えると非常に低いところにあるということである。この二点を強調してから、議論を始めたいと思う。

例えば、設備投資については、前回の月報で「減少を続けているが、減少ペースは緩やかになってきている」と表現し、若干トーンを明るくした。ただ、その部分だけに注目しては民間企業における景気認識との間でギャップが生じる。今週に入って9月確報が出た工作機械受注をみると、内需は8月の前年比72.5%減から9月には55.5%減となったが、未だ前の年の半分以下であるという厳しい現実がある。また、自動車に関しては、先般の支店長会議において稼働率が上がっているとの報告があったが、自動車向けの工作機械受注をみると、8月が前年比75.6%減、9月も71.2%減と、どしゃ降り状態に変わりはない。

住宅着工も、8月には年率換算で70万戸割れとなり、改正建築基準法によるショック時を超え、約40年前の水準まで落ち込んだ。数か月前には、誰もここまで落ちるとは思っていなかったのではないだろうか。勿論、需要には自ずと岩盤があって、ここまで低い水準からもう一段切り下がることはなかなか考えにくいのだが、今後そういった谷底を這うような展開になった際に、これを下げ止まりという言葉だけで表現するとしたら、私としては違和感を持たざるを得ないというところである。なお、住宅投資がGDPに占める割合は3%前後に過ぎないが、その低迷は、家具、家電などの耐久消費財需要や鋼材、化学製品等の資材需要の低迷に直結するため、経済成長に与える影響は単独のGDP構成比以上に大きいという点には留意しておく必要がある。

次に、展望レポートについてコメントしたいと思う。中心シナリオでは、経済については、2009年度後半は持ち直し、2010年度もこの傾向は維持されるが、年度半ばまでは回復ペースは緩やか、2011年度は潜在成長率を明確に上回るペースまで成長が高まるとし、消費者物価については、2009年度後半に下落幅はやや大きく縮小、2010年度以降は、前年比下落幅は緩慢に縮小していくといったパスを想定している。想定される中心的パスはそのとおりであるが、不確実性は依然として高く、従って決して楽

観的なビューではない。そのため対外情報発信の機会には、以下の二点を明らかにした方が良いと思っている。

第一に、2010年度の経済見通しに関しては、国内における需要刺激策の効果の減衰や民間需要の下振れにより、景気の回復モメンタムが想定以上に損なわれる可能性があるということ。また、既に景気の水準が相当切り下がっているだけに、展望レポートで指摘する景気の下振れリスク要因のうち、どれか一つでも顕在化すれば、生産・所得・支出の逆の循環——悪い循環——が生じて、景気が一段と低い水準に落ち込む可能性があるということである。ちなみに、投資家の間では、現政権下の公共事業の削減によって2010年、あるいは2010年度前半の実質GDPは、前期比横這いから小幅減少となり、景気が失速したり、踊り場局面入りしたりする事態を懸念する声が強まっている。

第二に、展望レポートの本文にも書いてあるが、中心的な見通しだけでなく、様々なリスク要因に十分注意を払う必要があるということである。私としては、上振れ、下振れ要因のうち、四番目にある、企業の中長期的な成長期待の動向に最も注目している。これが下振れないかどうか、いや、既に下がりつつあるのではないかと非常に心配している。今回の展望レポートは、中長期的な成長期待は維持されているという前提で書かれている訳であるが、例えば、先頃発表された日立製作所の業績予想修正などをみると、正直なところ、この点は見極めが難しいと思っている。すなわち日立は、今年度上期については増収と赤字幅縮小の方向に上振れて着地する見込みであるが、通期の売上見通しは-2.2%と若干とはいえ下方修正している。上期の売上が上振れたことを考えると、これは、下期をかなり慎重にみているということになる。公表資料によれば、民間設備投資等の回復の遅れが懸念されることがその理由であるとのことであるが、個人的には、各国の景気刺激策や新興国、資源国の景気回復モメンタムをもってしてもカバーできないのかと、多少のショックをもって受止めている。

展望レポートにもあるように、企業の中長期的な成長期待は、国内民間最終需要の帰趨に大きな影響を及ぼす。さらに、このリスク要因が顕在化

し、景気の下振れが明らかとなれば、一段と物価が下落するというシナリオが台頭する惧れがある。従って、統計情報もさることながら、本店・支店で収集するミクロ情報をもとに、企業マインドの移り変わりを丹念に点検することが、かつてないほど重要になっていると思う。

次に金融政策運営についてコメントしたいと思う。言うまでもなく、金融政策を議論する際の大前提は、足許及び先行きのマクロ経済環境の見通しである。私の考え方は非常にシンプルで、マクロの経済環境はここまでお話したとおり決して強くない、景気の水準をベースに考えれば弱いという認識である。そのような見通しが妥当であるならば、本来、追加的な金融緩和措置を検討する、少なくとも、景気の下振れリスクに配慮した慎重な政策対応をとることが適切ということになる。

具体的な話に移ると、まず、金融調節方針は現状維持で良いと思う。次に、企業金融支援策として導入した各時限措置の取扱いについてであるが、私の状況認識やロジックは、前回会合時にお話したことから変わっていない。CP等買入れはともかく、社債買入オペと企業金融支援特別オペ——いわゆるモンスター・オペと言われているものである——は延長することで、景気の下振れ懸念に配慮した金融政策運営を続けることが適切であるということである。勿論、マクロ経済の弱さには超低金利政策の継続で対応する一方、企業金融に焦点をあてて導入した時限措置は、市場機能回復という所期の目的は達成したと判断されるならば取り止める、というロジックは十分理解できる。しかし、実体経済と企業金融とは表裏の関係にあるのもまた事実である。目先、企業金融自体は景気の下振れリスクにならないと思うが、反面、来年1～3月期以降のマクロ経済及び企業収益見通しの不確実性の高さは、企業金融環境の不安定化要因になり得るだけに、時限措置である企業金融支援策は原則延長が適切だと思う。

すなわち、社債買入オペからコメントすると、社債市場は、現時点では正常に機能していると判断している。しかし、企業収益については、売上水準の絶対的な低さに直面した企業が主にコスト削減に取り組むことによって改善の兆候がみえ始めたが、その持続性には不透明感が残る。来春

にかけて、企業の格付けが低下するリスクは無視できない。また、資金運用難の銀行、生保は買える社債の銘柄を物色しており、発行スプレッドは総じて縮小傾向にある。しかし、私的整理である事業再生ADRが社債を発行できる大企業にまで活用されるケースが増える中、最終的に債権者の合意ができずに社債がデフォルトするケースもあり得るため、問題ないというには早すぎるように思う。社債買入オペは、本行の財務の健全性を損なわないように制度設計され、バック・ストップとして導入された。利用頻度が乏しいとか、オペが社債市場に歪みをもたらしているといった議論は、停止理由として十分説得力を持つといえるかが疑問に思っている。

次に、企業金融支援特別オペの停止、見直しについて言及する。これは、中短期国債の利回り上昇のみならず、円高圧力を高めるリスクを伴うと思われる。また、共通担保オペのレートが付利金利に近い水準まで低下していることをもって、企業金融支援特別オペは共通担保オペで代替可能であるというロジックが使われることがあるが、市場関係者からは、このオペがあるから共通担保オペのレートが0.1%近くまで低下している面があるのではないか、といった見方も寄せられている。企業金融支援特別オペは企業金融支援策として導入したが、現在はターム物金利を低位安定化させる役割が無視できなくなってきた。実際、本行が、各種の企業金融支援策を打ち切っても、超低金利政策の継続によって景気を下支えしていく姿勢に揺るぎはないと対外的に説明していくのであれば、企業金融支援特別オペだけは存続させる方が国民に理解されやすいと思う。

また、諸般の環境も、時限措置の解除を急ぐタイミングではないことを示唆しているように思う。すなわち、現在、新政権は無駄な支出削減に努め、財務省は国債管理政策に真剣に取り組んでいる。民主党は、マニフェストに盛り込んだ項目を来年度予算に反映させると同時に、新規財源国債発行額を44兆円以下に抑制する方針を掲げている。しかし、国の税収が40兆円に満たないとみられる中で、公共事業費は削減される可能性がある。一部のマクロ系ヘッジファンドが財政赤字拡大を理由に、JGB（日本国債）の先物売り、円のスワップの払いなど、国債イール



ド・カーブのステイプ化に賭けたポジションを膨らましているといった話が聞かれるほか、我が国のソブリンを参照するCDSスプレッドも足許、大幅に拡大している。現在は、時限措置の取扱いの議論よりも、いわゆる景気の二番底リスクをいかに回避するかを議論することを優先すべき局面であると思っている。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

展望レポート執行部案は、今後の経済物価情勢が展開するメカニズムの定性的な叙述として大きな異論はない。敢えて付け加えると、メインシナリオを巡る、上振れ、下振れの叙述については、4月レポート時より新興国経済が上振れしていることから、従来よりも上振れのウエイトが増加し、上下のバランスが均衡には近付いているものの、政策的には下振れのリスクに依然として十分留意しなければならない状況であると考えている。従って、次回会合までの金融政策運営は、現状維持が適当であると考えている。

以下、米国経済と中国経済について今まで委員方が述べられていない論点に絞ってお話し、その後に12月に期限のくる各措置について考え方を述べておきたいと思う。

米国経済は、二極化している。コンファランス・ボードの10月の消費者コンフィデンス指標が低下する一方、耐久財受注は、1%増で増加している。住宅市場では、ケース・シラー8月価格指数は、10都市も20都市も1%増加と強さを示したのに対し、メインストリームの住宅価格を示すFHFAの8月のパーチェスオンリー価格指数は、3か月連続上昇後、再び-0.3%と下落に転じた。中古販売の増加に対し、新築販売は減少している。こうした二極化は、失業率悪化の影響が色濃く出ているセグメントと、類例のない金融緩和の影響が出ているセグメントの間で生まれている。コンファランス・ボードの消費者センチメントは、従来から失業率との相

関が高く、地域メインストリーム住宅価格は地域失業率と逆相関していることもよく知られた事実である。従って、消費者センチメントの低下とFHFA指数の低下、新規住宅の販売減少は、失業率のさらなる上昇を示唆している。他方で、耐久財受注増は、企業部門の回復を示し、ケース・シラー指数は、サンプルの取り方からメインストリームより、投機的な取引に引きずられがちであるので、中古住宅取引が新規住宅取引と比べれば、投機的な取引、バーゲンハンター的な取引に影響されることに相俟って、これらは、金融緩和が企業部門、それから投機的な取引の活性化をもたらしていることを示している。従って、ここ暫く、失業率悪化の影響と金融緩和の影響の綱引きで米国経済は凸凹した持ち直しを辿る可能性が強いと考えている。

中国経済について、重要な視点が今までの私の議論に、抜け落ちていたように思うので、補足したいと思う。それは、現政権の農村対策がここに来て、功を奏してきているという点である。重い課税や負担を農村に課していた従来の政策が、2004年を境として180度改められた。現在では、逆に農村へのかなり大規模な所得移転が進められている。農家所得補助は、2008年には、世帯当たり90米ドルにまで増加している。これが背景となり、様々な消費インセンティブ——消費バウチャー——が農村での消費を大きく刺激し、それが内陸部経済に乗数効果をもたらしているようである。現政権のいわゆる三農問題に対する取組みは、今次金融危機対策とは異なる動機付けだった訳であるが、実に上手くタイミングが符合し、大きな効果を上げたともいえる。上手くいく時には、全て上手くいくということなのかもしれないが、今回の消費インセンティブの成功は、貯蓄性向の高さは変わらないものの、インセンティブには素早く対応する農民を含めた中国消費者の姿がみて取れる。消費インセンティブが切れると、消費は下がるということが予想されるが、必要なら政府は新しい消費インセンティブを入れることで消費を刺激することが可能な状況が続くと考えられる。さらに、先行きを見通すと、農村から都市への移住が進むと、新しい都市居住者は、農民よりも消費性向が高いという傾向がある。

従って、高齢化が大きな影響をもたらすまでは、マクロでみるならば消費の持続的な増加は見込まれると考えられる。一人当たり所得の低さからキャッチアップの余地が大きいことを考えると、中国経済の高成長持続の可能性は、少なくとも見通し期間中では、かなり高いということになる。もっとも、問題は、供給能力増加と、それから消費支出増加のバランスである。

次に各種時限措置の取扱いである。これは、昨年秋以降過度の不安心理とそれに伴う、市場機能の著しい不全で極めて低い政策利子率の緩和効果が減殺されていた状況に対処するために、時限措置としてセットとして導入されたという基本を頭に入れておく必要があると思う。従って、基本的な考え方としては、第一に過度の不安心理とそれに伴う市場機能の著しい不全の解消という導入時の所期の目的が現在満たされているかどうかという点であるし、そして二番目にこの二つの異常事態が再び顕著な形で現われることがないかどうかを判断することが重要である。さらに、これらの時限措置は、それが恒久的とみなされると市場に恒久的な歪みをもたらす、モラルハザードを起こす可能性がある。従って、それぞれの措置の固有の影響を考えて、慎重にステップを踏みながら、今後のあり方を決めていく必要がある。その際に、各種措置の将来に対する無用な憶測をできるだけ避けるという意味で、今回展望レポートで見通し期間中の金融政策の運営方針を明確にすることと合わせ、同時決定するのが望ましいと考える。

まず、第一にCP・社債買入れは、今年12月末の期限をもって廃止するということが相応しいと思う。この制度は、昨年秋に市場参加者がカウンターパーティ・リスクに過度に敏感になったことに対応して、セーフティネットとして導入されたが、制度設計時に過度の不安心理が消えるに従って使われなくなる、いわゆるセルフフェイディングの仕組みとなっている。現在、札割れ、応札ゼロの状況が続いているということは、所期の目的どおり過度の不安心理は解消されたことを示唆する。ただ、セーフティネットが使われないから、それは不要であるということには直ちには

ならず、今後短期間で再び過度の不安心理が頭をもたげる可能性は十分に小さいかどうかを判断しなければならない。さらに長い目でみて、もし過度の不安心理が再び生じるような場合においては、状況に応じ果敢に機動的に適切にセーフティネットを被せるという日本銀行の姿勢についての理解が十分に浸透しているかどうかも重要である。市場参加者へのヒアリング情報等を勘案すると、今後短期間に過度の不安心理が頭をもたげる可能性は十分に小さいと考えられるし、展望レポートで日本銀行の基本的スタンスにぶれがないことを明確にすることで、日本銀行への信頼は十分に醸成されると判断している。確かに、停止という選択もあるが、その場合日本銀行の自信のなさを受け取られ、かえって逆影響となる可能性がある。過度の不安心理の払拭は望ましいことであり、それを明確にする意味でも廃止することが適当であると考ええる。

第二の企業金融支援特別オペについては、二つの側面を持っているが、それぞれについて所期の目的を達成しているかどうかを判断したいと思う。企業金融支援特別オペは、第一に 0.1%という固定金利で企業債務の担保の範囲内で無制限に調達可能という制度設計で銀行資金調達の安心感を高め、直接、間接に企業金融へのプラスの効果を期待したものである。第二に、CP・社債市場で、市場の機能が著しく壊れたことに対応し、CP・社債市場での企業の資金調達を容易にし、それによって、間接金融にも十分染み出し効果が出るように、銀行がCP・社債市場の安定した買い手となる誘引を与える制度として設計された。既に、他の委員が説明されたように、まず銀行の資金調達への安心感醸成という点では、導入時には大きな効果を持ったが、現在では、既に過度の不安心理は払拭されており、この点でのこのオペの任務は終わったと考えられる。CP・社債市場への影響であるが、各市場セグメントでのスプレッド、取引量はBBB格社債セグメントを除き、危機以前の状況と比較しても遜色のない状況まで回復しており、この点でもこのオペは所期の目的は達成されたと判断している。

ただ、現在の落ち着きの一方で、今年度末に向けて景気動向によっては、企業部門の一部において、資金繰り不安が完全に払拭されたとは言いがた

い状況である。そして、地方、中小企業の企業金融状況の改善は捗々しくない。その意味で、染み出し効果が十分に出ているとは言いがたいと思う。従って、景気動向によっては、過度の不安心理が特定の市場セグメントに強く出る可能性も否定できない。この点を考慮すると、来年3月までそのままの形で延長するのが望ましいと考える。しかしながら、それ以上に再延長するのは、企業金融支援特別オペは、共通担保適格の企業債務を発行できる大企業に対する優遇であるという性格から、資源配分の歪みを伴うために、望ましいとは考えていない。従って、来年4月以降は、歪みの程度が小さい通常のオペ、共通担保オペの積極的な運用で代替していくことが望ましいと考えている。

第三に、社債、証貸債権及びA B C Pの適格担保要件の緩和は、その利用が相当な規模に上っている点、かつ特にA B C Pにおいては、中小企業の売掛債権が重要な部分を占め、中小企業金融の円滑化支援の実を果たしている点に留意する必要がある。また、今後景気動向に伴う格下げ不安が一部にあることを考えると、来年9月期末までを手当てするべく、来年12月まで延長する、そして、さらに再延長するかはその時期に再び検討する、ということが望ましいと考える。

第四に、以上の三点を踏まえ、企業金融を含め、金融全般を支援する日本銀行の姿勢にぶれはなく、マクロ経済と物価の見通しが好転をみせるまでは極めて低い金利水準を維持する、という趣旨の文言を展望レポートの政策スタンスのところに置くことが望ましいと考えている。具体的には、文言は討議する必要があるが、まず第一には、日本経済が物価安定のもとで、持続的成長に戻っていくことを粘り強く支援することと、そのため、極めて緩和的な金融政策を維持するというこの二点が、日本銀行の紛れのない方針であることを明確にする必要があると考える。

以上、企業金融円滑化の支援のための措置について述べたが、最後の時限措置、補完当座預金制度は、金融市場の安定の確保のための措置である。現在のところインターバンク市場の安定化に大きく寄与していることを考えれば、これについては当分の間延長し、この制度を含め、いわゆるコ

リドーの導入は、引き続き検討課題とするのが望ましいと考える。

最後に、今回は、日本銀行の方針を紛れなく伝えるために時限措置の取扱いと合わせ、潤沢な資金供給を通じ、現在の低金利水準を維持すること、それによって、日本銀行が極めて緩和的な金融環境を維持することを、当面の金融政策運営方針として対外公表するのが相応しいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

まず、世界経済を概観すると、金融機関や家計のバランスシート調整が進行している先進国経済は、輸出や生産は低水準ながら増加しているが、雇用環境や個人消費は厳しい状況が続いており、回復のテンポは緩やかなものにとどまっている。一方、新興国経済は、輸出の回復や固定資産投資等の増加などからアジアを中心に相対的に高めの成長を続けている。また、資源輸出国も 1 次産品価格の回復に伴い景気も持ち直しつつある。米国では、昨日、第 3 四半期の GDP が発表されたが、財政から様々な支援策があったとはいえ、経済は持ち直しているようである。一方、個人消費は低調であるほか、雇用や商業用不動産を取り巻く環境は引き続き厳しい状況にある。家計や金融機関は、バランスシート調整の只中にあり、支出を増やしたり、円滑な信用仲介機能を発揮できる状況にはなく、先行きの改善のペースも緩やかなものになると思われる。欧州では、8月の域外輸出が前月比マイナスに転じるなど、必ずしも全ての経済指標が景気の順調な持ち直しを示唆している訳ではないが、PMI は製造業、サービス業ともに 50 を上回っており、経済は全体として持ち直しに転じつつあるようである。中国経済については、金融緩和や景気対策の効果から、個人消費や固定資産投資といった内需を中心に高い伸びを続けている。もっとも、7~9月の輸出の前年比は引き続き 2 割減

少していることなどから、政府は積極的な財政政策と適度に緩和した金融政策を継続する方針のようだが、インフレ期待の適度な管理が新たな重点項目として決定されている。こうした中、国家発展改革委員会は19日に鉄鋼やセメント等、一部産業の過剰生産能力抑制に向けた対策を発表しており、過剰設備や過大な施設建設の問題が深刻になっているようである。こうした問題が海外市場での波乱要因とならないか、注意が必要である。

国内経済については、14日の前回会合以降、輸出と生産の9月実績が公表されたが、これまで同様、海外経済の持ち直しや在庫復元の動きを背景に増加を続けている。先行きも、当面、増加基調を辿り、回復トレンドが腰折れするには至らないと思われる。しかしながら、景気の先行きに対する不透明感は根強く、来年以降、内外での各種需要喚起策の効果が薄れた時点で需要が再び落ち込み、自律回復に繋がらないことを懸念する向きも少なくない。発表された9月の消費者マインド指数は、販売価格の下落に加え、政府の景気刺激策から、総じて持ち直している。もっとも、先行きの個人消費については、雇用や賃金の調整が今後、本格化する惧れもあり、弱めの動きとなる可能性が高いと思う。

続いて、展望レポートについてであるが、結論としては、執行部の原案に異存はない。また、上振れ、下振れリスクについても、複数の委員から既に種々指摘があったので、重複となる部分は避けたいと思う。私からは、一つだけコメントしたいと思う。それは、企業動向についてである。昨年来の円高傾向や少子高齢化に伴う国内市場の縮小、中国をはじめとする新興国市場の急拡大や商品構成の変化、規制緩和の見直しによる企業活動の制約懸念、環境対応等を背景に、我が国の主要な製造業は、技術開発や生産設備を国内から海外にさらに移転することを真剣に検討しているとの話が聞かれる。生産設備の海外移転が進むとすれば、海外経済が本格的に回復したとしても、国内の設備投資が抑制され、雇用環境の回復が限定的となることも考えられる。

また、先行きの金融政策の運営方針について、若干コメントしたいと

思う。各種時限措置の取扱いに関して、様々な議論を呼んでいるが、その過程で、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰していくため、中央銀行として最大限の貢献を行う、との本行の基本方針の真意が、必ずしも世間では、十分に理解されていないことを認識させられた。例えば、「日銀は自分の庭先だけを綺麗にしたり、早仕舞いをしたがつている」とか、「地方や中小企業を無視している」といった批判である。丁寧に繰り返し本行の政策や真意を説明するとともに、時間をかけて地道に働きかけるしかない。その観点から、展望レポートの金融政策運営方針の記述でも本行の基本的な政策を明確にするとともに、本行の真意が少しでも伝わるように工夫の余地があるように思われる。

続いて、当面の金融政策運営方針について申し述べたいと思う。国内の企業金融を取り巻く環境は、厳しさは残るものの、改善の動きが継続しており、企業金融円滑化のための異例の措置導入時のような、資金調達環境の異常な事態は既に解消されている。CPや社債の発行環境は大幅に改善しているほか、一部の業種や中小企業には厳しい先が多いものの、複数の指標が示しているように、金融機関の貸出態度も、総じて厳しさが後退しつつあるようである。従って、一連の時限措置については、その大半は当初の役割を終えていると判断される。一部では副作用と考えられる現象も発生しているようである。必要な期間に限り、適切な規模で実施するとの前提で導入された措置を不適切に延長すると、市場関係者や企業の自助努力を阻害し、市場機能の自律回復を歪めることにもなりかねず、本来の目的を果たした各種措置は速やかに取り止めることが肝要である。機動的な対応ができなければ、先行き時限措置の再導入が必要となった場合に、その対応が大変難しくなりかねない。

一方、取り止めるに当たっては、市場機能を維持しながら極力、金融環境を緩和的なものとし、我が国の経済をしっかりと下支えする、との本行の現在の方針に、誤解や不信感を招き金融政策の効果が減じることがないように、充分配慮しなければならない。具体的な対応としては、CPや社債の買入オペは、1月に公表した企業金融に係る金融商品の買入に



ついでに考え方に基づき、12月末に予定どおり取り止めることで支障がないと思われる。一方、企業金融支援特別オペは、実態的には共通担保オペにより、ほぼその機能の代替は可能と思われるが、現在でも残高が積み上がっており、実態と離れて企業金融支援の象徴的な対策として受止められている向きがあることも否定できない。足許、企業金融環境が改善しているにもかかわらず、先行きの企業業績の見通しに対する不確実性が強いことにより、企業が先行きの資金調達に警戒感を緩めていない状況下では、企業や金融機関に安心感を担保するとともに、超緩和的な金融環境を維持していくとの本行の方針をさらに浸透させるために、企業金融支援特別オペを年度末に向けて3か月延長し、その間に4月以降の共通担保オペへのスムーズな移行に備えるのが適当だと思う。

社債、証貸債権及びABC Pの適格要件の緩和措置については、潤沢な資金供給のための担保枠の拡大、及びABC Pについては中小企業金融の円滑化支援としての意義もあり、暫くの間は緩和措置を延長しておく必要があると思われる。補完当座預金制度についても、金融市場の安定確保を図るため、当面は潤沢な資金供給を続ける必要があり、制度の延長が必要と思われる。最後になるが、次回以降までの金融市場調節方針は現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

まず、金融経済情勢の現状と先行きの見通しについて述べる。海外経済は、持ち直しから緩やかな回復へと向かう姿をメインシナリオとして想定している。しかし、民間最終需要が主導する自律的な回復には相応の時間を要し、当面は在庫復元と政策効果に依存した緩やかな回復パスとなるのではないかというふうに思っている。国別にみると、米国は、最大の懸案だった住宅投資は持ち直しており、住宅価格も下げ止まってきている。ま

た景気刺激策の効果も、住宅や自動車が寄与する形で、顕現化してきている。今後は、大型公共投資の効果も期待されるため、先行きは持ち直しから回復へと向かう可能性が高いと思う。ただ、企業収益の改善の裏で、雇用情勢の悪化は当面続くものとみられる。また、不動産バブルに踊った金融機関や家計など各経済主体のバランスシートの修復にも時間がかかると思われる。このため、かつてのように個人消費に力強い景気の牽引役を期待するのは当分難しいと思っている。ユーロエリアは、アジア、中南米向けの輸出と生産が主導して持ち直しに転じており、今後も緩やかな回復に向けた動きが続くものと思う。ただ、米国対比で経済の柔軟性に欠け、また景気刺激策も比較的小規模な欧州では、内需が回復するきっかけをなかなか掴めないのではないかと思う。また、中東欧、C I Sにおける不安定な経済情勢も、引き続き足枷となるものと考えられる。中国は、内需主導で高めの成長が続くものと思う。また、米国景気が回復に向かう中で、輸出も徐々に回復へ向かうものと思われる。バブル潰しのための引締め懸念はあるが、社会秩序維持の前提条件となる雇用機会の拡大のためにも経済成長の維持は必要であり、財政的な余裕から追加対策も期待できるため、景気腰折れの可能性は低いとみている。

日本については、これまでの見通しどおり、海外景気の持ち直しによる輸出の増加を主たる牽引役とし、加えて在庫調整の進捗や既往の経済対策の効果もあって、今年度後半の持ち直しが実現しつつあり、先行きも改善方向で推移するものと思う。ただし、在庫復元効果が剥落し、公共投資削減の影響が出てくる来年入り後は持ち直しのペースが鈍化し、家電のエコポイント、エコカー減税の期限切れとなる来年度入り後は踊り場状態となるものと思われる。その先、来年度後半頃からは、引き続き輸出が主たる牽引役であることには変わらないが、輸出関連の設備投資の増加や、新政権の個人向け施策の消費下支え効果などもあって、民間最終需要も徐々に持ち直し、景気は再加速していくものと考えている。

次に、物価情勢である。C P I（除く生鮮）の前年比は、足許では昨年秋季以降に急落した石油製品のマイナス寄与を主因に、-2%台半ばまで大

大きく下落しているが、今後はこの要因が薄れていくためマイナス幅が縮んでいくものと思う。ただし、小売販売の不振で価格競争が一段と激しさを増している中、価格下落圧力は強く、石油製品以外でも多くの品目が前年比マイナスとなっていることから、石油製品の乱高下の影響が一巡した後も、ある程度のマイナスは残るものと考えられる。とはいえ、前年比マイナスの品目の中には、去年の物価上昇ムードの中で値上げした分を引き下げただけのものもあるようで、一昨年対比ではプラスの品目が引き続き多数を占めている。また、過去の需給ギャップとCPIとの関係はそれ程明確でないことや、為替相場は不安定であるものの、原油をはじめとする国際商品価格の上昇が続いていることなどもあり、マイナス幅が徐々に縮小する方向であると考えている。

以上、メインシナリオを述べたが、これに対するリスク要因としては、次の点を考えている。まず、経済情勢のリスクとしては、第一に、グローバル金融市場におけるショックの発生を警戒すべきと思う。景気の持ち直しのペースの鈍さと、商品価格や株価の回復の早さとのコントラストは気になる。今回の景気回復ペースは緩やかなものと思われるが、市場は過去のパターンから早期の回復を期待しているのかもしれない。仮にそのギャップが市況の下落で調整された場合には、景気の下振れ要因となる可能性がある。第二は、金融・財政政策が与える影響である。足許、成長余力の大きい途上国や、その需要が向かっている資源国では、自国の景気刺激策に加えて、各国の金融緩和を背景とした資金流入もあって、景気が上振れている。こうした状況が続けば、日本の輸出の上振れ要因となる。また、各種施策の終了後の反動もリスクである。米国では、自動車買い替え支援策の終了とともに反動減が起きたが、住宅向けの各種施策終了後の反動減も起こるかもしれない。米国や中国の景気刺激策が2009年及び2010年の施策として導入されたのは、その間の民需回復を見込んだためだが、民需が上手く立ち上がらなければ反動減は大きなものとなる。日本では、景気刺激のための今年度補正予算の一部執行が停止され、また予算額も減額となったため、その影響の大きさに留意する必要がある。第三は、各経

済主体のマインドや行動パターンの変化である。景気の回復ペースは緩やかとみられる中、各経済主体は保守的になっているかもしれない。特にバランスシートの調整が進む米欧の金融機関や家計では、投資や融資、消費などに抑制的にならざるを得ないと思う。それを前提とすれば世界経済全体の期待成長率も抑制的となり、企業の設備投資などが下振れる可能性がある。

物価面のリスクとしては、第一に商品市況と為替の動向である。新興国の需要回復や各国の金融緩和による資金余剰感、ドル安を背景とした資金逃避の影響などから、原油価格をはじめとする商品価格が再び上昇している。また、為替相場も不安定な動きを続けている。市況や為替の動きは、輸入物価の変化を通じて国内物価に上下双方向の影響を与える大きなリスクである。第二は、人々の物価の見方の変化である。昨年原油価格上昇局面では、直接関係なさそうな国内産の食品やサービスの値上げもみられたが、足許では逆の動きが起こっている。その理由は判然としないが、もし価格設定行動が周囲の動向に左右されやすいのだとすれば、足許の価格下落は、今後も広さと深さを持って傾向的に進行する可能性がある。

以上述べてきた、メインシナリオとリスク要因を纏めると、次のようになる。まず、先行きの経済見通しのメインシナリオとしては、見通し期間を通じて持ち直し基調を辿るものの、そのペースは大変緩やかなものと考えている。物価見通しのメインシナリオとしては、石油製品の大幅マイナス寄与の剥落後は、下落幅が縮小していくものとする。こうしたシナリオは、前回7月時点のものと概ね異なるものではない。経済見通し、物価見通しのリスクは、ともに基本的には下振れ方向が大きいと思うが、各国の景気刺激策の効果やそれを受けた新興国の高成長といった上振れ要因も顕現化しており、前回7月時点に比べればバランスしてきたと思う。2011年度の経済見通しは、上振れリスクをやや強めに考えている。執行部から示された展望レポートは、こうした見方と概ね整合的であり、特に違和感はない。

以上の理解のもとで、金融政策運営方針を述べる。まず、政策金利につ

いてである。無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は、引き続き0.1%に維持し、極めて緩和的な環境を維持するのが適当と考える。また、金融市場の安定確保のための措置についても、現状どおり続けていくことが適当と考える。そこで、その一環としての期限付措置である補完当座預金制度については、年度末における緩和的な市場環境を維持していくため、当分の間は延長して様子を見る必要があると思う。

一方、企業金融円滑化の支援のための措置については、見直す必要があると思う。まず、企業金融に係る金融商品の買入れ、すなわちCPと社債の買入れについては、リーマン・ショック後の未曾有の金融経済情勢の悪化の中で、これらの市場機能が著しく低下し、それが企業金融全体の逼迫に繋がっていることを踏まえて導入された、中央銀行としては極めて異例の、個別企業の信用リスクを負担する措置である。従って、現在のように企業金融全体の逼迫という状況ではなくなりつつあり、利用額も大きく減少しているもとでは、当初の目的は達成されたと考えられるため、7月の本会合で決定したとおり、12月末まで、としてはどうかと考える。

一方、企業金融支援特別オペについては、金融機関の資金調達を支援し、金融市場の安定と企業金融円滑化を図るうえで効果を発揮してきているが、その導入時にみられた資金調達環境の極度の悪化、という状況は解消している。ただし、企業の年度末越えの資金調達を支援し、金融市場の安定を確保することを目的として、来年3月末までの延長が望ましいと思う。

また、民間企業債務の適格担保としての格付要件の緩和、及びABC Pの適格担保要件の緩和については、引き続き厳しい資金調達環境にある低格付け企業や中小企業を支援する意味があるため、当面は延長することが適当だと考える。

ここで重要なことは、このような非常時に採った時限措置を停止することは、いずれ利上げに繋がる引締め策の一環ではなく、あくまで異例で緊急の状態からの脱却であるということを、市場関係者に正しく理解してもらうことである。そして、本行としては、極めて緩和的な金融環境を維持していくという点について、正しく人々の理解を得ることは極めて肝要で

あり、この点を展望レポートにおいてしっかり述べておくべきだと考える。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回はラストバッターなので、簡潔にお話したいと思う。当面の国内金融経済情勢であるが、基本的に前回会合における我々の判断を踏襲することで良いと思っている。次に、展望レポートであるが、景気、物価の中心シナリオ、それらを巡る上振れ・下振れ要因、いずれの記述についても執行部の案に違和感はない。

そこで以下では、私なりに見通しを作りながら感じた点を三つ程お話しておきたいと思う。第一に、我が国の景気は、2011年度にかけて回復傾向を続ける。しかし、米欧の金融システムや金融市場に脆弱性を抱えており、そうした中で回復の道のりは、前回の会合でも言ったが必ずしも平坦ではない、かなり凹凸のあるものとなる可能性が高いとみている。市場はそうした変動を捉えて、その都度過敏に反応するとみられるだけに、我々のコミュニケーション能力が試される機会が少なくないように思う。

第二は、国内の景気については2011年度には潜在成長率を上回るところまで復帰していくとみているが、ただ、それまでの間は、雇用情勢も厳しく、景気浮揚感が非常に出にくい、といった状態が継続する可能性が高い。金融政策を巡って様々な議論がなされやすい環境が続くともいえる。

三つ目は、上振れ要因、下振れ要因のバランス、つまりリスク・バランスについてであるが、当面は、ニュートラルに近づきつつあるが、それでもなおダウンサイドにリスクは傾いているとみている。特に来年前半にかけては、財政による需要押し上げ効果から民需の自律回復への移行が円滑にいくのかどうかといった点などに不確実性を意識せざるを得ないと思っている。しかしながら、さらに先まで見通せば、新興国、資源国がしっ

かりと景気拡大を続ける可能性があるだけに、リスク・バランスはむしろアップサイドに幾分傾斜していくのではないかと、感じている。

以上が展望レポートの中心的シナリオと、上振れ・下振れ要因についての私なりのコメントである。次に二つの柱に基づく点検であるが、既に皆さんから意見があったので、敢えて付け加える点はない。そう申し上げたうえで、先行きの金融政策運営に関し、二つの点を明確にしておく必要があると思う。西村副総裁が言われたことと全く重なっているのだが、一つは、金融政策運営に当たっては、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持していくという我々の姿勢をはっきりさせること、それからもう一つは、日本銀行としては、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく姿勢にあること、この二つを明確にさせておく必要がある。

次に、各種時限措置の取扱いについてである。委員方の意見と重複しないように注意しながらお話ししたいと思う。マーケットに不測の混乱を与えないといった観点からも、そしてまた今回は、展望レポートで少し長めの我々の見方を提示するということからしても、今回決めることが可能であるなら、決めてもいいと感じている。昨年末以降、我々が時限措置を導入した狙いは、大掴みに言えば、二つあると思っている。一つは、リーマン後の異常ともいえる状況のもとで企業金融面に生じていた目詰まりを解消すること。このことは言い換えると、滞っていた市場での取引を復元し、大幅に上昇していたスプレッドとかなり高い水準で高止まっていた金利の低下を促すことである。もう一つは、そうした目詰まり解消のためにも大量の資金供給を効果的に実践していくことである。この二点が狙いであり、求められたことであったと理解している。

時限措置の今後の取り扱いを検討するに当たっては、今述べた導入の狙いがどの程度達成できたかが言うまでもなく判断の基本になる。二つの狙いに即して、措置の取扱いを考えてみると、結論を先取りすることになるが、CP・社債の買いオペ、企業金融支援特別オペ、民間企業債務の適格担保要件の緩和といった措置については、私自身は既に所期の狙いを達成

していると思っている。それだけではなく、一部には副作用も生じてきていると思っており、割り切って答えを出すということであれば、これらの措置に関しては、いずれも現行期限をもって完了することとして、なんら問題はないと考えている。

ただ、企業金融支援特別オペについては、年度末越えの資金繰りになお万全を期すとともに、7兆円程度にまでオペの残高が積み上がっている点を考慮しての激変緩和的な意味合いも込めて来年3月末まで延長し、その時点をもって完了とすることにしてもいいように思っている。それから、適格担保要件の緩和措置に関しても、低格付けの企業や中小企業の資金繰りの円滑化を特に支援する趣旨に立てば、来年9月の中間決算期末越えを念頭において、来年末まで一応延長するというのも一案ではないかというように考えている。

C P・社債の買いオペをどうするかであるが、オペに対する応札状況や、先程申し上げた臨時措置の狙いの達成状況からみても現行期限をもって完了とすることでいいと思っている。それから補完当座預金制度については、市場に対して潤沢な資金供給を行いながら、適切な金利コントロールを実現していくための枠組みとしてこれまで効果的に機能しているので、当分の間存続させることでいいと思っている。

いずれにしても時限措置の運用について必要な見直しを行っていくことは、金融調節の実効を高めると同時に、市場での自律的な取引をむしろ一層円滑にするものであることをしっかり説明していくことが大事である。そのうえで、金融政策運営スタンスについては従来以上に丁寧に説明していく。すなわち、日本銀行としては超低金利を維持し、市場に対して潤沢な資金供給を行い、これらを通じて極めて緩和的な金融環境を維持していく構えにあることを対外的に明確に伝えていく必要があると思っている。さらにそれと併せて、この種の措置については、将来再び必要と判断された場合には、いつでも躊躇なく再開する用意があることも明らかにしておく必要があるように思う。最後になったが、当面の調節方針については、今述べたような、極めて緩和的な金融環境を維持していくとのスタ



ンスを踏まえ、現状を維持することでいいと思っている。私からは以上である。

白川議長

いつもであればここで、議長としての総括ということになる訳だが、時間が2時間15分経っているので、ここで10分休憩を取り、11時25分に再開する。時間厳守でお願いします。

(11時15分中断、11時25分再開)

白川議長

それでは決定会合を再開する。先程のラウンドでは、委員方から展望レポートと、各種時限措置の取扱いを含めた今後の金融政策運営方針を中心にご意見が出された。勿論この二つは関連している訳だが、議事進行上、この二つを分けて議論を行っていきたいと思う。

まず展望レポートについては、経済・物価情勢についての皆さんのご意見は、私自身の意見もそうであるが、これまでこの決定会合ですべて議論をしてきたから、従来の議論と然程大きな変化はなかったという感じがする。それから皆さんのご発言の内容も、概ね執行部の展望レポートの原案に沿ったものというふうにと受止めた。論点があったらまた後から議論するが、取り敢えずそういうふうにと受止めた。

そういう意味では、今回実質的に一番意味があり、皆さんが強調されたことは、今後の金融政策運営方針である。表現はともかくとして、金融政策運営に当たっては極めて緩和的な金融環境を維持していく方針であること、それから日本銀行として我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えであること、という考え方、姿勢を発表文に盛り込んで、しっかり世の中に説明していくことが大事だという、この点については皆さん意見が一致したと思っているし、私自身もそう考えている。表現については後からまたご相談するが、

こういうふうを受止めた。

それで、最初の展望レポートについて、本当は時間節約のために申し上げるのはやめようかなと思っていたのだが、敢えて一点だけ私の感想を申し上げたいと思う。多くの方が不確実性について言及されていたが、私自身も、これをどう評価し、どう情報発信していくのかが大変大事だと思っている。この議論をする時には、自分達自身が何を議論しているのかを多少明確にした方が良いと思っている。要するに、不確実性の程度が高いのか、低いのか、あるいは上がったのか下がったのか、ということなのだが、幾つかの次元があると思う。

一つは前回の展望レポートなり、中間評価以降どうなのかという変化の話。また、過去の平均的なレベルに比べて不確実性は高いのかどうかということもある。それから海外の中央銀行も、不確実性について色々な評価をしている訳だが、その海外当局が言っている不確実性に関する相場観と、日本銀行の不確実性の評価についての相場観の比較もあり得る。少なくとも、そうした三つの次元はあるというふうに思う。いずれにせよ、これは経済に関する不確実性の評価である。

また、それと関連してはいるが別の論点として、本日何人かの方が、政策運営上のリスクの不確実性と言うか、リスクの意識の仕方についての評価——これは概念的には経済そのものの不確実性の評価と少し異なってくるものではあるが——、こういうことについて明示的に言及されていた。

それから、当然、物価と景気では不確実性の程度の評価も違う。さらに、今回、何人かの方が明示的に言及されていたが、短期の評価、あるいは見通し期間全般の評価と、それからもう少し長い3年間位の長期のタイムスパンでみた不確実性の評価もあるというふうに思った。

一般的に、世の中で不確実性が高いとか低いとかいう時には、実は必ずしもこういうことを全部意識して言っている訳ではないし、これをマトリックスにすると大変な数になるから、別に全ての次元を意識している訳ではない。不確実性についてコミュニケーションが時として上手くいかないのは、多分そういうことも関係しているのかなと思う。ただ、本日皆さ

んの議論を聞いていて浮かび上がってくるのは——勿論、完全に集約することは難しいのだが——、前回の展望レポート時、あるいはリーマン破綻以降この春位までに比べると、不確実性の程度が、方向としては明らかに低下している。ただ、何らかのノーマルな水準と比較すると、やはり不確実性は高いというのが皆さんの共通項だったという感じがする。

それから経済を取り巻くリスクについて、ある人は概ねバランスしている、ある人は下向きが強い、という違いはあったが、いずれにせよ政策上の評価としては不確実性というものを意識した運営をしていきたいと、この点は皆さん共通していたかなと思った。取り敢えず私からの発言は以上である。何か追加的な論点があったら、どうぞ遠慮なくおっしゃって欲しい。

#### 水野委員

恐らく、2010年度の前半が、各国がこれまで取り組んできた各種政策の効果が一旦一巡するところであり、その時期を上手く乗り越えられるかどうか、まず一つのポイントであると思う。そこを乗り越えた後からが見通し期間の後半という言い方になり、自律的な回復とか、潜在成長率への復帰とか、そういうところがみえてくるという話である。従って、この前半のところを乗り越えられるかどうかという点と、見通し期間の後半と、チェックポイントを分けて議論した方がいいという気がする。

#### 白川議長

このことについて、勿論皆さん様々な意見があるので、無理に集約しようという訳ではないが、先程、例えば山口副総裁は、足許については——前半というふうに使われたか——、景気の下振れリスクの方をどちらかといえば重視し、後半については新興国の経済の拡大から、どちらかというところを上振れリスク、というふうにおっしゃっていた。短期、長期と分けて明示的に仰らなかった方で、その点についてももしご意見があればお願いしたい。ただ、比較的多くの方が共有していたのは、中弛み局面というか、政策効

果が途切れる局面、この局面がポイントであるという点であり、そういう意味では今、水野委員がおっしゃっていたことに割合近いかなというふうには私は受止めた。

水野委員

私はそう思っているのですが、それなら良いのだが。そこを越えないと、なかなか厳しいなど。

野田委員

前回も少し申し上げたつもりなのだが、今、水野委員が言った比較的短いところでの不確実性について申し上げる。先程の白川議長の整理に従って言えば、確かに時間が経過して先が短くなっているにもかかわらず、限界的な変化、不確実性の限界的な幅というのはそれほど変わっていないように思う。ということは、短い時間の概念を少し入れると、その部分では相対的に不確実性というのは、やはりある意味では高まっているのかなと思う。かなり定性的な言い方で恐縮だが、そういう考え方も成り立つのかなと思う。今日の局長方のレポートもそうであったが、時間が過ぎた分、少しずつ先がみえてきた訳であるから、例えば7月に比べれば3か月分だけもう少しクリアーになっているのかなと思っていたところ、必ずしもニュアンスとして不確実性の表現が変わっていない。やはりそれが、多少エモーショナルに言うと嫌である。

中村委員

足許色々なものがみえてくる中で、少しずつなのだが、回復のテンポが戻るのが先に伸びているように思われる。その時間の軸がなかなか縮まらないので、先行きが非常に見通しにくい。回復のテンポが戻るまでの期間は、むしろ、ひょっとしたら長くなっているかもしれないという気もする。

野田委員

然り。そういうことはやはり気を付けていかなければならない。

水野委員

多分そうさせているのが政策対応であろう。効果は出たが、それがなくなったら今度は政策効果が減退してきて、それならまた追加の政策対応という形で手を打てるのかどうか。例えばアメリカが典型だが、キャッシュ・フォー・クランカーが終わったら自動車販売が落ちた。では次にどうするのかという話が、これは財政の余力によっても違うのだが、出てきている。それから新興国・資源国と先進国の違いで言うと、白川議長が整理されたように、金融システム問題があまりなかった国は比較的素直に政策効果が出るのだけれど、バランスシート調整を迫られた国ではなかなか効果がはっきり出てきていないという、そういう整理ができる。このため、特に先進国において、クリアカットな景気見通しというのはまだ立っていないなという感じはする。新興国のところは、多分皆さんもどちらかというところ上振れていて、思っていたよりも強くて良かったなという感じだと思うのだが。

須田委員

私は、今年一杯はある程度みえていると思うのだが、問題は来年の1～3月である。企業もまだ予測できていないということである。それは去年のトラウマもあり、このクリスマス商戦はどうなるかという不安もあつてのことだと思うのだが、1～3月についてはなかなか発注がないという、その不確実性は気懸かりである。来年になれば、段々政策の空白期間も増えてくるし、勿論アメリカのクリスマス商戦の影響も段々出てくるため、1～3月の成長が少しマイナスになることもあり得るかなということも思っていたが、その1～3月も今のところは少しみえない。やはり企業サイドから先行き見通しが立ってきたという声がなかなか聞こえないということが非常に大きな意味を持っているような気がする。

水野委員

同感である。

亀崎委員

急激な落ち込みがあつて、そこからのリバウンドがずっと続いている。最初の頃というのは、凄く不確実性が高かったのだが、4月や7月に比べると、その後、やはりシナリオどおりパスが上がってきているという意味で、下振れリスクは和らいでいるように思う。その中で特に新興国が凄く強くなってきており、この上振れリスクが新たに加わっている。ただし、以前は10～12月辺りが厳しいかなと思っていたのが、むしろ今は、特に公共投資の執行がなくなってくる1～3月にちょっと厳しい状況があるかなと感じている。つまり、シナリオどおりには来ているという意味では、不確実性が段々少なくなって来ているなという気持ちなのだけれども、各種刺激策とか、生産調整の完了といったリバウンドを支える要素の中で、公共投資が多少剥げるので、これによって踊り場的なものが出てくるのではないかと。そういう意味で、不確実性については、依然として下振れの方が大きいと思うが、ただ、4月、7月に比べればバランスが取れてきたという印象を持っている。

白川議長

リスクのバランスについての議論は、先程のマトリックスを考へても、別にここで多数決を採るというような話ではなく、ここで色々な論点を出し合いながら、経済を点検していくということだと思ふ。日本銀行にとって対外的に大事なことは、やはりどういふ情報発信をしていくかということだと思ふ。そういう意味で、ディテールは別にして、この春といふか、前回の展望レポートに比べると、上振れ・下振れのリスクはバランスする方向にきてると、イグザクトに完全にバランスしているのかどうかについては勿論最後に議論するが、前回に比べてバランスしている方向にきて

いるということ。それから、我々自身が実体経済の不確実性を必要以上に言い立てるということではなくて、経済のバランスはバランスとして客観的に評価を行うが、我々政策当局者としては、現実に皆さんが意識している不確実性を意識した政策運営を行うということ。この二つがやはり大事なポイントかなという感じがしている。何か完全にバランスしたとか、別にどちらが下だとかいうふうに言うつもりはないが、そんな気がする。

この議論は、金融政策やあるいは時限措置と関連するので、後から戻るとは全く構わないが、一旦時限措置の方にテーマを移して、また必要があればこのパートに戻るというふうにしてはどうかと思う。実体経済について、展望レポートについて、追加的に論点はあるか。

#### 須田委員

一点だけ申し上げる。景気のシナリオについては、先行き不透明感が高いとしても、イメージとして我々が描いている世界というのは、多分7～9月の成長率が一番高くて、それから段々低くなっていく、というシナリオであると思う。そのことを意識していないといけない。言い振りとして、何か、これから先もっと良くなるような言い方をしてしまうと、ギャップが生じてしまうのではないかという、そういった懸念がある。

#### 白川議長

展望レポートの原案にも、一旦中弛みという表現は使っていないが、そういった内容の記述はある。それを表現する時に、我々自身、回復のテンポは緩やかだということは言っているが、その中での綾については誤解のないように努めていきたいと思っている。

次に、各種時限措置の取扱いを含め、金融政策運営方針について議論したいと思う。議論に入る前に、各種時限措置の取扱いに関し、具体的にどのような対応が考えられるかについて、執行部から説明をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、執行部からは、この後の議論の後、仮に本日それぞれについて決定して頂いた場合には、こういう段取りが必要だということだけ、事前に少し念頭に置いて頂くということで説明する。まず、社債・CPの買入措置については、元々時限措置は12月完了になっているので、仮にこれを予定どおり完了させるということであれば、決議は不要である。それから、特別オペを延長する場合には、基本要領とオペ先選定要領の延長に関する議決が必要になる。補完当座預金についても、基本要領と業務方法書の改定が必要であるし、ABC P等の担保要件緩和についても、ABC P・社債共に特則で延長しているので、延長する場合にはこの改定が必要である。事務方による準備は議論次第で進めていくが、今は、社債・CPについてはこのままであれば議決は不要であることと、その他の物については、様々な議案を用意するということだけを念頭に置いて頂きたい。以上である。

白川議長

それでは、今のことに関して、技術的な意味での質問はあるか。中身については、私が先程の議論を一旦総括して、その後に議論したいと思うが、今のテクニカルな部分についての質問はあるか。

先程のラウンドで、調節方針あるいは時限措置の取扱い等について発言があり、これから議論する訳であるが、私が一旦意見を集約し、こういう形で受止めたということをお願いして、それから議論に入った方が、多分議論が効率的にできるかと思う。

まず、無担保コールレートの誘導目標については、全員現状維持ということであるが、私も勿論同じである。次に、各種時限措置の取扱いであるが、私が理解した範囲で整理すると、次のようなことかと思う。まず、前提となる我が国の金融環境の評価であるが、厳しさを残しつつもCP・社債市場をはじめ、改善の動きが広がっているという方が多数であったと思う。今後とも金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を



支援していくうえでは、こうした金融市場の状況変化に即応した最も効果的な金融調節手法を採用することが必要であると、多くの方がそういう意見であったと思う。これらの点を踏まえると、昨年秋以降、金融市場の極端な収縮に対応するために導入した各種の臨時措置、時限措置については、見直しを行っていくことが適当という意見であったと思う。

具体的見直しについては、こういうことかと思う。まず、CP・社債の買入れであるが、これは多くの委員が、CP・社債の発行環境が大幅に好転し、市場機能の回復という所期の目的を十分達成した、ということ踏まえて、予定どおり、現行期限の12月末を持って完了することが適当という意見であった。ただし、水野委員は、社債の買入れについて来年3月末まで延長することが適当という意見であった。

それから、企業金融支援特別オペレーションについては、年度末に向け、金融市場の安全確保に万全を期すため、期限を来年3月末まで延長することが適当という意見が多かったと思う。企業金融支援特別オペの果たしている効果に則した発言も幾つかあったが、企業金融にかかるターム物レート引き下げという面でも効果を発揮した訳であるし、金融市場の安定化のために十分な資金供給をするという意味では、共通担保オペ等他のオペで代替が可能である——完全代替かどうかは別として——という意見が多かったと思う。ただ、年度末に向けて、安全確保に万全を期すということで、3月末までの延長ということであったと思う。

そのうえで、前回7月の延長時とは異なり、今回は先行き金融環境が再び逼迫するという事態にならない限り、期限が到来した時には、措置を完了する旨を情報発信していくことが必要であるという意見であった。4月以降については、より広範な担保を利用し、かつ期限の設定もフレキシブルな共通担保オペ等の金融調節手段を活用して、潤沢な資金供給を行う体制に移行することがいいという意見が多かったように思う。

その他の措置については、社債、証貸債権およびABC Pの適格担保要件の緩和は来年12月末まで延長する、それから補完当座預金制度は、当分の間存続させることが適当というのが、多くの意見だったというふうに

思う。

いずれにせよ、こうした時限措置の見直しを行うに当たっては、先々の日本銀行の金融政策運営方針の変化と受け取られないよう、極めて緩和的な金融環境を維持していく、粘り強く支えていくということ、併せて公表した方がいいという意見が多かったと思う。細かい点では、色々な論点があるが、取り敢えず大方の意見、それから水野委員の意見の整理ということでこのように申し上げた。意見があれば願います。

水野委員

私は、企業金融支援特別オペについては、7月と同じように3か月延長というだけである。敢えて延長した後にやめると情報発信をするのでなく、その時点で経済・物価情勢をみながら、やめるのであればやめてもいいし、という意見である。

山口副総裁

短い時間で色々なことを述べたので、ご理解頂けていないかもしれないが、企業金融については、去年の暮れから今年の初めにかけての状況と、現在ないし来年春ぐらいままでを見通した状況とでは、随分違っていると理解している。昨年末から今年の春にかけては、まさにパニックだった訳で、企業自身、必要な資金が本当に手当てできるのかどうか分からないといった状態であった。これに比べ、現状はかなり改善していて、ある程度循環的ともいえる実体経済の動きの中で、キャッシュ・フローがどうなるかが心配である、といったレベルの状況になってきている。従って、去年の暮れから今年の初めにかけて導入した措置は、基本的には全て解除してもいいのではないかと、非常に割り切った言い方ではあるが、と考えている。ただ、そのうえで色々考える余地があるということをつけ加えさせて頂きたい。

野田委員

今の割り切ったというところに関して、私には割り切れないということ

を言うと、確かに循環的にみても、常に経済には先行きの不確実性というものがあって、循環的にこういう回復期にあれば、先行き本当に回復していくのか、持ち直していくのかという不安感はあると思う。しかし今回は各種時限措置を導入した時の状況というのが真に異常だった訳で、先程須田委員もトラウマという言葉を使っていたが、そういうものは、事実として企業の経営者ないしは財務の担当のところに強く残っている。この点が、過去の循環局面とは少し違うのであり、そこが割り切ろうと考えてもなかなか割り切れない。そこはかつての企業経営者の心理状態とは違うのではないかという引っかかりが残っている。

#### 山口副総裁

私も完全に割り切れない部分があるということで幾つか申し上げた。一方で、なぜある種の筋論に拘りがあるかというと、社債の発行量をみても企業は相当前倒しで資金調達をし、また借入れも使いながら、手許を厚めにする努力が広範に行われているように思うからである。年末資金手当ては通年よりは随分早く行われていた感じがする。そして、多分、企業の財務担当の意識は、もはや年末ではなくて年度末であり、年度末の資金についても、勝負をつけつつあるというのが実情ではないかという気がしている。

ただ、さはさりながら、大きな混乱の後なので、筋論ないし割り切った話だけで済むのか、というご意見も十分に理解できる。その辺りは議論したい。

#### 中村委員

金融危機の前に緩和的な環境がずっと長く続いて、銀行は借りてくれ借りてくれと言っていたが、それが急に変わったのだから、企業にとってはかなりのショックではなかったかと思う。だからこそ、野田委員も言われたように、またそういう事態が起こりはしないかという疑念はやはり企業経営者の頭を離れない問題なのではないか。

それから資金手当ての話については、年内はかなり終わっているし、年度末も勝負がつきつつあるとのことだが、問題はその先である。企業は、来年度の設備投資資金の手当て等についても、既にかなり色々と考えているようである。そういうことも含めて企業は考えていて、そのうえでなお若干懸念があると言っている。

#### 須田委員

私の場合、山口副総裁と違うのは、CP・社債の買取と企業金融支援特別オペはもう用済みだと思っていることである。今のような状況であっても、しっかりと資金供給すれば対応できるという自信はある。企業の方が十分に安心感を持てるようなオペをやってくれれば金融市場局を信頼している。ただ、企業金融支援特別オペはまだ沢山使われているし、どういうふうに通担オペにシフトしていくのかがみえないという中で、激変緩和措置という意味を込めて、3月末まで延長するということはいいのかなど。

一方、担保に関しては、買取と違って、信用リスクの負担が低いということと、実体経済の悪化に伴う格付けの低下ということも意識しながらこれに賛成したということがあるので、もう少しポジティブというか、そういう方向でみている。これはそのまま延期した方がいいと思っている。

#### 亀崎委員

私も、CP・社債の買取と企業金融支援特別オペとを少し分けて考えたいと思う。買取については、CP・社債という民間企業の負債を中央銀行が無担保で引き受けるという、非常に異例な措置である。異例という意味では、相対的にこちらの方が異例であると思う。その異例の措置を導入した結果はどうかと言うと、CP買入れは1月30日の開始以来6回、2月15日までの僅か1か月間弱しか応札がオファー額を上回ることはなかったし、最近も全然ない。社債買入れは、2月の開始以降1回も応札額がオファー額を上回ったことがない。そういったことがある中で、改めてこれを導入した1月22日の公表内容をみると、環境として、市場機能の著しい低下が生

じており、これが企業金融全体の逼迫に繋がっていると認識していた。そして、市場機能の回復に応じて、日本銀行への売却のインセンティブが低下していくような仕組みとする等適切な規模での実施や円滑な終了に資する買入方式にした訳だが、今、まさにこのとおりになっていると私は思うので、本件は終了でいい。

もう一つの企業金融支援特別オペについては、7兆円弱と、非常に多く使われてきているなど、利用度という意味では非常に高い。共通担保オペとの金利差も非常に縮まってきている中、共通担保オペで代替可能かな、というような域に入ってきたとは思いますが、非常に不確実性の高い中で、企業は年度末の資金繰りに対して心理的な不安感を抱いていると思われることから、やはりここは年度末を意識してもう一度延長すると。また、その間、終了するということを市場に予め分かってもらっておくということは非常に重要ではないか。

中村委員

私も、山口副総裁が言われたように、一連の措置の役割はほとんど終わっていると考えているし、そういう意味では必要ないと思う。ただ、導入した時の背景と今の状況は若干変わっている。つまり、この展望レポートでもそうだが、景気回復のペースは非常に緩やかだし、物価についてもマイナス幅縮小の動きは非常に緩慢である。そうすると、引き続き緩和的な金融環境を続けていかななくてはならない。企業金融支援特別オペはその象徴であり、それ以外でも、日本銀行は担保枠もこうやって広げて必要な資金を供給していくということは、やはりみせていく必要があると思う。そういう意味において、一連の措置の延長は必要であるし、逆に暫く続けられる手段というものを示す必要がある。企業金融支援特別オペのような、異例なことはいつまでも続ける訳にはいかないとと思うが。

白川議長

私自身、色々な要素を勘案したうえで、先程取り纏めた多数意見を今回

打ち出す方がいいと思っている。この種の問題についての自分自身の考え方を申し上げますと、一個一個の論点は別にして、中央銀行として、臨時の異例の措置をやっていく時の構えということなのだが、できればこうありたいといつも感じるのは、本当に必要と我々が判断したら果敢に導入する、それから必要がなくなったと我々自身が判断したら、果敢にやめていくということであり、これがやはり我々の姿勢の原点であろうと思う。つまり、例えばなかなか迅速にやめることができない、あるいはそういう組織だとみられてくると、今度は逆に導入する方も果敢に導入することができなくなる。将来同じことが起きるとは思わないが、また新たな危機が将来起こることも勿論排除できない訳であり、その際に必要な時には必要な措置は導入する。必要性がなくなった場合にずるずると対応するということは、避けたいと思っている。最終的にマーケットに混乱を起こしてはならないので、コミュニケーションをできるだけ良くしていくということは勿論必要である。考え方としては、入れる時にも撤収する時にも、これを果敢にやっていくという方が、私には対応として好きである。そのうえで、全てを勘案して、今回の皆さんの多数説が、私自身も非常にいいなと思っている。

#### 野田委員

果敢にやっていくという点に関して、少し横道に逸れるかもしれないが、お話したい。先程山口副総裁がまた事態が悪化すれば躊躇なく再開するとおっしゃっていたが、それ自体には私も賛成である。それは勿論、やる時も果敢に、やめる時も果敢に、また再開する時も果敢にということであり、白川議長の考え方と同じ文脈だと思う。ところで、ではそれをコミュニケーションとしてどうするのかということ、この場で確認しておく。我々の間で共有しておくということは——共有できないかもしれないが——、非常に大事だと思う。

白川議長

私が言っているのは…。

野田委員

いや、確認という意味で一步議論を進めたいのである。勿論、白川議長が、外に対して先程のようにおっしゃるとは私は受止めていないので。対外的なコミュニケーションとしては、どこまでどう言っているかということ、この場ではっきりさせておいた方がいいと思う。

白川議長

私自身先程申し上げたことを文章にしようということではない。まず、臨時措置に限らず、これは一言で表わすと、最後の貸し手機能ということだと思う。最後の貸し手機能については、中央銀行として四つの原則に基づいて行っているが、そういう原則を踏まえながら、必要な時にはやるし、必要がなくなったらそれはやめるということで、中央銀行は伝統的に行動している。大きな精神としてはそういうことだろうと思う。私自身は、こうしたことを紙に書こうということではないが、この措置を将来再開することは一切ないのかという質問が記者会見で出てくる可能性はある。その時に、私としては、現在の金融環境に即応して、こういう金融調節体制に移行する、しかし、もし将来金融市場が再び大きく動揺するような事態になった時には、同じことを再開するかは別として、その時の環境に即応した対応を採るということは、これは中央銀行として当然であると、そういう感じではないかと思う。言葉遣いを考えていた訳ではないが、そんな感じで考えていた。

須田委員

私もオフレコで記者と話している時には、やはり要らなくなったらさっさとやめるということが、今後の効率的な意思決定に資すると言っている。要らなくなってもかかわらず、エグジットがしにくい、いつまで経って

も、またコストがかかっているにもかかわらずやめられないということでは、機動的な政策運営はできない。もうあまり効果がない資産をバランスシートに載せるようなことを続けるよりは、要らないものはやめる。そして、大変なことかもしれないが、一番効率的な手段を考える、その時々の問題に対して一番効果的、そしてコストの低い手段を考えていくという姿勢をずっと取り続けていくことが重要である。それをやるためにも、役目を終えたものはやめていくのだという姿勢で、私はずっときている。

白川議長

私は、出口という言葉は好きではないので、個人的にはあまり使わないのだが、出口について海外中銀の総裁が言った中で私が一番好きなのはトリシェ ECB 総裁のフレーズである。トリシェは、出口政策について聞かれた時に、自分達は出口について必要と判断された時には、いつでも出られるという、そういう能力を持っていることが一番大事だとだけ言って、それ以上は何も言わない訳である。そういうふうに行動することが一番大事なのだというようなパーセプションを持たれることが、私は一番大事なことだと思う。ただ、あまり原理原則を言っていると誤解を招きやすいので、そういう表現を頻繁にするものではないが、トリシェはよくそういう言い方をしている。それから、やめるとか、出口だとか、そういうことではなくて、環境の変化に合わせて一番効率的な体制に移行していくのだというような、何かネガティブなイメージが生まれにくいような言い方がやはり大事だなと思う。言葉によってイメージが作られてしまうところがあるので、できるだけポジティブに表現していくということだと思う。

須田委員

だから私は、進化していくという言い方をした。

白川議長

進化であるな。先程伺ったが……。



## 須田委員

ポジティブに対話をしていくのだと。コストになっている部分を取れば、これからはもっと良い方向にいくのだというメッセージを出していくことができれば、後ろ向きに取られることはないのかなと。

## 水野委員

総裁と同じ気持ちであるが、こういうものは、上手くフェード・アウトしていきたいものだなと思う。英語でフェード・アウトというとニュアンスがまたあるのだが、私の整理は亀崎委員の整理に似ていて、C P・社債を買うことは本当に信用リスクを取ることなので、これはかなり異例度合いが強いと思う。ただ、企業金融支援特別オペについては違うのではないかと。つまり、諸々の状況は異例の策を導入した時とはかなり変わってきているのだが、例えば、景気はもう少し良くなっているかなと思っていたのに対してなかなか先行きが見えない訳で、特に企業の成長期待はひよっとしたら下がっているかもしれないという問題意識を持っている。それからもう一つ申し上げると、これは別に民主党の責任でないことは重々承知しているが、現在財政赤字が増えている中で、債券市場が国債を上手く消化していけるかどうか。ターム物金利を抑えるという効果は、企業金融支援特別オペを入れる時にはメインの狙いではなかったのだが、実際に効果が出てきている。このため、ここは取り敢えず、第二次補正予算案ができそうであるが、それが出る頃まで待ってから廃止を決めればいいのかなど思っている。それだけである。

## 西村副総裁

一点だけ申し上げる。社債、証貸およびA B C Pの適格担保要件の緩和に関しては、私は、所期の目的は達しておりこれで終わり、というところまでは行っていないのだろうと思っている。また、今、色々な意味で発展度合いが落ちている我が国の直接金融市場におけるある種のプッシュということでもあるし、それから、やはり中小企業金融、零細企業金融に対

しての我々の態度というようなものを公に示していくという点でかなり重要ではないかと思っている。皆さんもそうであるが、これに関しては私は完了ということではなくて、もう一度また考えるという方向で行きたいと考えている。

白川議長

多数意見を最終的にどういう言葉で表現するかは最後のセッションでもう一回やるが、当面の金融政策運営方針について、時限措置の取扱いと併せて対外公表文の形で示すことが適当であるという意見が多かったと思う。具体的な表現については、何人かの委員から当面現在の低金利水準を維持すること、潤沢な資金供給を行うこと、これらを通じて、極めて緩和的な金融環境を維持することを盛り込んでどうかという意見があったかと思う。こうした方向で宜しければ、事務局に対外公表文を用意してもらって議案を取り纏めていきたいと思う。この金融政策の部分について追加的な意見はあるか。

水野委員

意見ではないが、社債買入れについて、私は期限を3か月延長するという提案をしたいと思う。

白川議長

承知した。

中村委員

適格担保の範囲と、それから当座預金への付利であるが、これは今までの緩和的な金融環境を維持するための手段として、継続するということではないかと思う。従って、去年導入したときとは表現が少し違ってくるのかもしれない。

白川議長

分かった。

野田委員

もう一点ある。先程、適格担保の問題では、白川議長の整理のところで1年延長するとのことであったか。

白川議長

先程の整理では、社債、証貸債権およびA B C Pの適格要件の緩和は、来年12月末まで延長するということである。

野田委員

1年延長ということか。

白川議長

正確に言うと1年と少しであるが。

野田委員

その点について、私は期間についてはあまり意識していなかったのだが、それで皆さんは宜しいのかどうか。私は、予め色々問題がありそうだというのなら、延長を小刻みにやるのも一つだと思うので。1年延長というのは、他の施策との関係で整合的なのかどうか。その点の議論がなかったような気がする。

水野委員

西村副総裁が言われたことを文章に表現するとどうなるか。

西村副総裁

それは私も説明しており、要するに来年9月末を一応カバーするという

ことである。

#### 須田委員

先程の中村委員のお話で、今の担保要件をどう位置付けるかという点があった。これについては、我々にとっての普通の状態の時の担保の格付けはどうあるべきなのかということ、きちっと議論すべきなのだと思う。BBB格まで受け入れるのか、それともやはりこれまでのようにA格までなのかと。普通ならA格であるということならば、やはり我々は今基準を緩和していると判断されるので、いつか元に戻していくことを前提に緩和を継続するということになるのだと思う。

#### 山口副総裁

仮に企業金融支援特別オペを3月末まで延ばすとすると、3か月物のオペであるから、担保の適格要件の緩和は6月末まで延ばすことになる。一方で、担保要件の緩和を仮に来年末まで延ばすことにすると、企業金融支援特別オペの期日を越えることになるので、企業金融支援特別オペとの関係が切れる。そこで、先程中村委員が言われたように、適格要件の緩和の性格が変わってくるのではないかと、我々としてそういう認識でいいのかという話になるのだと思う。

#### 中村委員

そのとおりである。

#### 白川議長

共通担保オペにBBB格が入ってくるということである。先程議論になった企業金融支援特別オペを共通担保オペで代替できるかという点について言うと、担保の面からは、少なくとも担保要件の緩和期限を延長する間は、代替できると、受け皿になり得るということである。

他にご意見はないか。ないようであれば、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。財務省の野田佳彦副大臣、宜しくお願い

する。

野田財務副大臣

本日決定される展望レポートでは、日銀が新たに 2011 年度の経済・物価見通しを示されることから、その内容と今後の対応に注目が集まっている。特に、長期間に亘って物価上昇率がマイナスとなると見込まれる中、実質利子率の高止まりや予想物価上昇率の下振れリスクへの対応を含め、日銀がどのように取り組まれていくのか、明確なスタンスをお示し頂きたいと期待している。

次に、各種時限措置の取扱いについては、我が国経済がなお様々な下振れリスクを抱えている中で、安心感の醸成を重視してご判断頂きたいと考えている。CP・社債の買入れについては、現在は応札が低調であるが、先程も制度の停止に慎重なご意見があったように、単に施策の必要性が低下していることのみならず、継続することの弊害について、分かりやすくご説明頂くことが重要だと考えている。続いて、企業金融支援特別オペの取扱いについてであるが、このオペがもたらす安心感を重視しており、年度末の資金繰りに対するご配慮をお示し頂きたいと考えている。また、冒頭申し上げたことに関連するが、十分な資金供給の必要性にも配慮しつつ、このオペの取扱いについてご検討頂くようお願いする。

各国中央銀行の非伝統的措置の取扱いが注目をされている中で、日銀の意図や考え方が正確に伝わらない場合には、容易に解消しがたい内外の誤解を生む恐れがある。従って、時限的措置の取扱いにかかる判断と、展望レポートに示される経済・物価動向についての慎重な見通しとの整合性について、分かりやすくご説明を頂くよう、重ねてお願いする。以上である。

白川議長

それでは、内閣府の津村啓介大臣政務官、宜しく願います。

津村内閣府大臣政務官

景気の先行きはデリケートな局面にある。こうした局面では、市場との対話、国民とのコミュニケーション、国民からみた政策決定の透明性、分かりやすさが、大変重要な意味を持つと考える。そうした中で、日銀法第4条が明示的に求めている政府と日銀の十分な意思疎通というものが、国民の目線からみて全くみえない、実感されない状態が続いているように思う。例えば、本日も、これからも中小企業金融を今後もしっかり支えていくというメッセージを、マーケットだけでなく国民にもどう分かりやすく伝えていくかというテーマが議論されたように思うが、こうしたメッセージは、政府と日銀の間の尊重された独立性と同時に、ある種の一体感がマーケットだけでなく国民にみえてこそ初めて伝わるメッセージなのではないか、そんなふうにも思う。前回のこの会合で4条の制度化、実質化をご提案した。今回改めてより具体的に政府と日銀の定期協議の場の設置、制度化をご提案する。そのうえで、当面既に制度化されたものとしては、唯一議事録に残る政府・日銀のインターフェースであるこの決定会合において、以下、政府経済財政部局の現状認識、立場を少し丁寧にお伝えする。

景気の基調については、去る10月16日に鳩山内閣として初の月例経済報告を決定し、我が国の経済は持ち直しているものの自律性に乏しく、失業率が高水準にあるなど、依然として厳しい状況にあるとの判断を示したところである。私共のこうした見方は、本日ご議論になった展望レポートに示された姿と大きな相違はなく、日本銀行と政府の経済認識は概ね共有されていると考える。また、消費者物価はこのところ2%を超えるマイナスとなっている。昨年原油価格高騰の反動の要素はあるものの、生産活動が低い水準にある中で、展望レポートにも示されているようにこの先も物価下落が続く見込みであるが、これがデフレ期待として経済に定着していくことに懸念を感じている。新政権の経済財政運営については、10月26日の総理所信表明演説で述べている。経済の動向を注意深く見守りつつ、雇用情勢の一層の悪化や消費の腰折れ、地域経済や中小企業の資金繰りの厳しさなどの課題に対応して、日本経済を自律的な民需による回復軌

道に乗せるとともに、国際的な政策協調にも留意しつつ、持続的な成長を確保することは最も重要な課題である。23日には、貧困・困窮者、新卒者支援、未来の成長分野における雇用創造への本格的な取り組みなどを盛り込んだ緊急雇用対策を決定したところであり、この対策を迅速に実施していきたい。また、経済の動向や雇用の情勢について引き続き細心の注意を払い、その推移によっては政治主導で果敢に対応していく。すなわち、政府部内においては景気の二番底を避ける狙いから、二次補正の通常国会提出を検討している。二次補正を考える段階で、必要であれば雇用面での緊急的な対応について手当てすることも否定されないと考えている。このことは、本日の閣議後の会見で菅副総理からご発言をされたと認識している。なお、前回会合においてご指摘のあった補正予算の執行停止については、私共として精査しており、①基金事業の執行停止分が概ね22年度以降に支出される予定のものであったこと、②公共事業など効果の発現に時間のかかるものが含まれていること、③金融対策など直ちに実需に影響しないものが盛り込まれていることなどから、21年度経済に与える影響はそれほど大きくないと考えている。ご参考までであるが、当方の試算によると、平成21年度補正予算の執行停止が21年度のGDPに与える影響は、一定の前提のもとで試算すれば、 $-0.2\%$ 程度と見込まれている。22年度以降についても、補正予算の執行停止による政府支出減少の影響が続くと見込まれるが、執行停止によって得られた財源などを用いてマニフェストに掲げられた新たな政策を展開することから、景気へのプラス効果が現われると考えている。前回の会合、そして先程もご提案したように、日銀法第4条に規定する十分な意思疎通を具体化するため、今後日銀と政府の意見交換の場を設けていきたいと考えるが、その場でもこうした議論を行って参りたいと考えている。日本銀行におかれては、デフレのリスクにも十分留意しつつ、引き続き金融政策の面から景気を下支えされるよう期待する。その際、企業の経営環境や資金繰りが引き続き厳しい状況にある中、企業金融に目詰まりが生じないよう、市場の動向を丁寧に点検し、適切に対応されることを期待する。以上である。

白川議長

政府との意思疎通については日銀法に規定されており、従来も政府との間で十分な意思疎通を行ってきたが、これからも十分な意思疎通を行っていきたいと考えている。日本銀行の金融政策は、日本銀行法の規定に従って、最終的に日本銀行の政策委員会という場で判断し決定するものであるが、その前提として政府がどういうご認識にあるか、あるいは日本銀行がどういう認識にあるかという意味での擦り合わせを十分に行っていきたいと思っている。

他にご意見はないか。

#### V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

ないようであれば、次に金融市場調節方針の議案、各種時限措置の取扱いに関する議案、対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。各種時限措置の取扱いに関し、CP・社債の買入れについては、現在の期限どおりに措置を完了するだけであるため、基本要領等の改正は不要である。従って、本日は延長する措置について基本要領等の改正をお諮りすることになる。なお、これらの改正については共通する部分も多いため、「『資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則』等の一部改正等に関する件」として、一つの議案に纏めさせて頂く。なお、水野委員の議案は「『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件」という理解で宜しいか。

水野委員

結構である。

白川議長

それでは、まず執行部は、金融市場調節方針、「『資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則』等の一部改正等に関する件」、



「『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件」、対外公表文、以上の四つの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは読み上げさせて頂く。お手許にお配り申し上げたのは、今ご指示のあった四つの議案である。最初に順番だけ申し上げますと、一つ目が金融市場調節方針、二つ目が時限措置の取扱いに関する——延長に関する——議案、三つ目が水野委員案、最後が対外公表文の原案という四つである。

まず一つ目から読み上げさせて頂く。「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、0.1%前後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。

二つ目である。「『資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則』等の一部改正等に関する件。案件。最近の金融資本市場の情勢に鑑み、適切な金融調節の実施を通じて、金融市場の安定確保を図るとともに、企業金融の円滑化に資する観点から、下記の諸措置を講ずること。」「記」以下がそれぞれの規程の改正であるが、読み上げは省略させて頂いて、それぞれの内容について説明させて頂く。まず一つ目の「資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則」、これがABC特則の延長に関する件である。それから次の2番と3番の二つが補完当座預金制度の延長に関する規程であり、一つ目が「資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領」、二つ目がこれに基づく「日本銀行業務方法書中一部変更」の件である。4番が、これは社債の適格基準をBBB格まで緩和するものであって、「社債および企業に対する証書貸付債権の適格性判定等に関する特則」である。最後の二つ、5番と6番が企業金融支援特別

オペレーションの関係であって、5番が基本要領、6番がこの基本要領に基づく貸付先、オペ先の選定要領である。内容は、例えばそのすぐ裏側の別紙1であるが、これはABC P特則の来年末までの延長ということであって、この横線訂正があるとおり期日を変更している。別紙2以降も全て今申し上げた制度に関して、期限について横線訂正を凶っている。二つ目は以上である。

三つ目が、社債買入れオペの延長に関する水野委員案である。読み上げさせて頂く。「水野委員案。『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件。案件。最近の社債市場の情勢に鑑み、将来の不確実性に備えるバックストップとして社債買入れを平成22年3月末まで継続するため、下記の諸措置を講ずること。記。1.『社債買入基本要領』を別紙のとおり一部改正すること。2.その他の関連規程の改正については、別途決定すること。以上。」である。この裏側がこの1番であって、実際にこの社債買入基本要領についてはこのような記述の横線訂正を行うという案である。

最後が対外公表文の文案である。これは読み上げさせて頂く。「2009年10月30日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営と各種時限措置の取り扱いについて、以下のとおり決定した。1.当面の金融政策運営。当面、現在の低金利水準を維持するとともに、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を通じて、きわめて緩和的な金融環境を維持していく。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、以下のとおりとする（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0.1%前後で推移するよう促す。2.各種時限措置の取り扱い。日本銀行では、昨年秋以降、金融市場の極端な収縮に対応するため、CP・社債の買入れなど中央銀行として異例の対応を含め、各種の時限措置を導入した。最近のわが国の金融環境をみると、厳しさを残しつつも、CP・社債市場をはじめ改善の動きが広がっている。今後とも、金融市場の安定を確保し、それを通じて企業金融の円滑化を支援していく上では、金融市場の状況変化に即応した、最も効果的な金融調節手法を採用するこ

とが必要である。日本銀行は、こうした考え方に基づき、各種時限措置の取り扱いを以下のとおりとすることとした。(1) 企業金融支援特別オペ。企業金融支援特別オペについては、年度末に向け、金融市場の安定確保に万全を期すため、その実施期限を来年 3 月末まで延長した上で完了する。4 月以降は、より広範な担保を利用できる共通担保オペ等の金融調節手段を活用して潤沢な資金供給を行う態勢に移行する。」。裏返して頂いて、「(2) CP・社債買入れ。CP・社債買入れについては、CP・社債の発行環境が大幅に好転し、CP・社債市場の機能回復という所期の目的を達成したことを踏まえ、予定通り、本年 12 月末をもって措置を完了する。(3) 担保要件の緩和措置。民間企業債務およびABC Pの担保要件の緩和措置については、引き続き、企業金融の円滑化を支援する上で重要な役割を果たしていることを踏まえ、その実施期限を、来年 12 月末まで延長する。(4) 補完当座預金制度。補完当座預金制度は、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行いつつ、円滑な金融市場調節を実施する観点から、その実施期限を、当分の間延長する。以上。」である。

白川議長

今の議案、特に一番最後の公表文について、ご意見はあるか。

水野委員

私、水野委員案というのを下させて頂いて、極く極く繰り返しにならない程度に、簡単に説明して宜しいか。

白川議長

どうぞ。

水野委員

では申し上げます。企業のキャッシュフローの回復力が乏しいため、社債の発行体と投資家の双方が外部格付けの引き下げを懸念している。社債買

入オペは、本行の財務の健全性を損なわないように制度設計され、将来の不確実性に備えるバック・ストップとして導入された面もある。また、CP買入オペとは異なり、社債買入オペは社債市場に特段歪みをもたらしていない。利用頻度が乏しいことは導入当初からある程度想定されていたことであり、停止理由として説得力が弱いと思う。従って、社債買入オペを来年3月まで延長することを提案したいと思う。以上である。

白川議長

ご意見をどうぞお願いします。

雨宮企画局長

公表文案の技術的な補足である。水野委員がご反対ということであれば、最後の公表文の各種時限措置の取扱いに注2とあるが、ここで委員ご反対の旨を脚注で示させて頂くということになる。

白川議長

公表文案についてのご意見は、他にはないか。

亀崎委員

企業金融支援特別オペに関して、「来年3月末まで延長した上で完了する」と、その後の(3)担保要件の緩和措置では「実施期限を、来年12月まで延長する」と、ここに表現の違いをみる訳である。先程のお話では、停止しても状況が変わった場合はいつでも躊躇なく対応するということがあったな。その点を素直に考えてみると、通常は状況の変化に対応して措置を決めていくものなのであって、来年1~3月の状況などを考えた場合に、かなり先のことをこのように「完了する」と言い切ることはどうか。他の文章と比べると少し感じるのであるが、その点はどうか。

白川議長

ご意見は。

水野委員

企業金融支援特別オペの話であるな。

亀崎委員

然り。

水野委員

私も、敢えて3月で終わるということを言わなくても、また3か月後に見直すということを決めているので、それの方がいいのではないかという意見である。

中村委員

4月以降は、共通担保オペで代替するということであるな。だから、今の緩和環境を維持するということの意思表示にはなるのではないか。

水野委員

そこは、私は必ずしも完全には代替できないのではないかという考え方である。それから平仄の問題である。今年末、来年末、それから来年3月末と色々あって、その説明はなかなか難しい。白川議長にやって頂くしかないのだが。

須田委員

この中の議論では、一応は、3月で止めるという方向が強かったのだと思う。

水野委員

それなら結構である。後で意見表明するので。

野田委員

私も、一回だけ延長という表現を通じて、先程は完了を前提に意見表明をした。これも私が先程申し上げたように、事態が想定以上に、極端に悪くなれば、やはり躊躇せず我々は判断をしなければいけない訳で、それはそれで、そこをどう言うかというのは先程も議論が済んでいるので繰り返さない。ただ、その認識は皆で共有されたという前提でこの文章を読むと、完了するという文言がついていても、それは許容できると思う。一旦やったものは絶対変えないのだということなのであれば、ここはもっと議論しなくてはいけないと思うが。

白川議長

前回の延長の時も、公表文として延長ということを書いたのであるが、——最初の延長と2回目の延長とでは大分違うが——、要するに、その時点で延長するかしないかを検討するということを記者会見で言って、最初はそういう形で実施した訳である。今回も、延長するけれども、その次に延長するかしないかはまた検討するというと、前回と状況は全く同じになってしまう。そうすると、その後どういう態勢になるのかという不確実性を我々自身が作ってしまうことになる。そういう意味で、今回は共通担保オペでしっかりやっていくというメッセージを送っていく方が、むしろ不確実性が低下して、かつ年度末対策もしっかりできると思う。そのうえで、先々何があるか勿論分からないので、その時には——これはどういう場合でもそうでこれに限った話ではないが——果敢な措置を実施していく。これは中央銀行として当然であり、もし必要があれば、記者の質問内容如何ではあるが、できるだけ誤解のないように、その姿勢を明らかにしたいと思っている。

須田委員

その点に関して、何かがあった時にまた同じことを再開するというのではなくて、その時に一番きちんと対応した策を考えて打つということが重要だと思う。

白川議長

そういう意味では、私なりに文章をみてみると、1頁の大きな2.であるが、この本文の下から4行目に「金融市場の状況の変化に即応した」とある。この「変化に即応した」というのは過去の変化を指しているが、しかし、今後も金融市場の状況の変化に即応して、何が最も効果的なのかということを考えるのは、中央銀行のそもそもの仕事であるという感じがする。

他に、この文案についてご意見はないか。ないということで取り纏めて宜しいか。それでは最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「『資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則』等の一部改正等に関する件」、次に「『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件」、最後に対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府出席者は一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

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

次に、『資産担保コマーシャル・ペーパー等の適格性判定に関する特則』等の一部改正等に関する件の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

次に、水野委員の提出された、「『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件」の採決をお願いする。

[水野委員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：水野審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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。水野委員提出分である。賛成 1、反対 7、反対多数である。

白川議長

本件については、本日金融政策決定会合終了後、執行部から対外公表することとする。事務局は、金融市場調節方針、各種時限措置の延長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。

雨宮企画局長

確認であるが、水野委員は、公表文の注の部分で、社債買入れについて本年 12 月末で完了することに反対したという記述を入れることで宜しいか。

水野委員

然り。それと、まだ他に反対するところがある。公表文の企業金融支援特別オペのところの表現について。

雨宮企画局長

そうすると…。

水野委員

3 月末のところ…。

須田委員

そこだけではないのか。

水野委員

文案を。申し訳ないが。

雨宮企画局長

企業金融支援特別オペについて来年 3 月末で完了することに反対ということの良いか。

水野委員

結構である。時間をかけてしまって申し訳ない。

白川議長

読み上げをお願いします。

雨宮企画局長

それでは、水野委員のご反対は二つあるが、お手許の（注1）、（注2）とあったバージョンで申し上げると、まず（注1）の方の、金融市場調節方針は賛成全員、反対なしということになる。（注2）であるが、「水野委員は、企業金融支援特別オペについて来年3月末で完了すること、および社債買入れについて本年12月末で完了することに反対した。」。それで宜しいか。

水野委員

結構である。

雨宮企画局長

それでは、これで議案を作らせて頂く。

白川議長

分かった。出来上がったら報告して頂きたい。

雨宮企画局長

少し時間を頂きたい。

水野委員

申し訳ない。

白川議長

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

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

本対外公表文は、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表の準備を始めて頂きたい。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

採決の結果であるが、水野委員の提出された「『社債買入基本要領』の一部改正等に関する件」、これについては賛成 1、反対 7 ということであった。あとは全て、全員一致で賛成である。

## VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決の方に移る訳であるが、まず委員方には、成長率やインフレ率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の変更なしに丸をつけ、封筒に入れて提出をして頂きたい。

雨宮企画局長

集計が終わった。ご報告申し上げます。計数の変更なしである。

白川議長

了解した。それでは、基本的見解の取り纏めに入りたいと思う。執行部は、展望レポートにおける先行きの金融政策運営方針に関する案を配付して頂きたい。

雨宮企画局長

今、お配りしたのは、展望レポートの基本的見解の一番最後のところの1頁ということであって、第一の柱と第二の柱の点検の後の金融政策運営の基本方針を記述した部分である。先程来の委員会のご議論を踏まえ、二点、極めて緩和的な金融環境の維持ということをしっかり書くということと、持続的成長経路への復帰を粘り強く支援していくということをきちんと書くという二点で書かせて頂いている。

山口副総裁

10頁のところか。

雨宮企画局長

10頁である。このパラグラフを読み上げさせて頂く。「以上の2つの柱による点検を踏まえ、金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融

環境を維持していく方針である。日本銀行としては、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくことを粘り強く支援していく考えである」。以上である。

白川議長

ご意見をどうぞお願いします。

水野委員

質問であるが、これはいわゆる見通し期間に亘ってそうだ、という理解であるか。ここでは特に断っていない。「金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく方針である」というのは、2011年度まで含めてであるか。あるいは、当分とか当面とか、どういうふうに解釈されることを期待して書かれたのかということは、シェアしておいた方がいいのではないか。

白川議長

これは、私が答えるということで良いか。今までの皆さんの議論、多数のご意見を踏まえると、今日もそうであるが、展望レポートの中で経済の情勢を点検している訳であり、この後も毎回毎回点検していく訳だが、まさにこの点検を踏まえ対応していくということである。勿論、点検の内容自体はこれからの経済の推移によって現実的には変わり得るものだが、そういう経済の点検を踏まえてやっていくということである。そういう意味では、期間をいついつまでというふう限定しているものではない。我々自身の金融政策の構えをしっかりと説明していくということである。

野田委員

少なくとも議論の中では 2011 年度の物価は水面上に出にくいということであり、現に見通しの数字がそうなっているな。こうした点検をした訳であるから、極めて緩和的な金融環境の維持は、当然最低でもそこまで、

つまりこの期間中は続くだろうと。さらに言えば、その先についてもどうかと言われれば、そういうこともあると、私はそういう理解をしている。

水野委員

私もそういう理解である。

雨宮企画局長

後ろでご議論を聞きながら書いていた方で申し上げますと、先程の公表文の方は当分という格好で、より先は短い。こちらの展望レポートは、基本方針であるので。いつまでということではなくて、基本的にはこの持続的成長経路への復帰という中で判断していくというつもりで書き換えた。

須田委員

ここは緩和的な金融環境ということであるから、その状況はその時の経済等によって変わっていくから、政策がどうこうということについては何も言っていない。

水野委員

そのとおりであるな。

雨宮企画局長

一点宜しいか。

白川議長

どうぞ。

雨宮企画局長

展望レポートの文章について、今、一点だけ修正をお諮りしたいと思う。お手許の資料の4頁である。短期的な反応のように思われるかもしれない

が、今日失業率が出て、あの数字をみて、確かにこの後雇用情勢は非常に厳しい状況が続くとは思われるのだが、4頁の上から2~3行目をご覧頂くと、1行目の「最近では」から読み上げると、「最近では、輸出・生産の増加を背景に、所定外労働時間が増加しているほか、新規求人倍率も下げ止まるなど、雇用指標の一部に変化がみられる。もともと、」この後であるが、「失業率の上昇など労働需給の緩和基調は、当面続くとみられるほか、」という記述があり、このままではこの後どんどん失業率が上がっていくという感じに読まれる。先程門間調査統計局長からご報告があったとおり、基調的な労働需給の緩和というのはここに書いてあるが、失業率の数字自身は行ったり来たりする可能性もあるので、特定の指標を取り上げてここで書く必要はないだろうと判断して、この「失業率の上昇など」という文言をむしろ落とさせて頂いて、労働需給の緩和基調ということだけ残すということをお諮りしたいと思う。

白川議長

今の点は、皆さん如何であるか。

野田委員

異議なし。

雨宮企画局長

それでは、原案はそれで修正させて頂く。

白川議長

他に展望レポートの文案についてご意見はないか。ないようであれば、採決に移りたいと思う。

[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

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 8、全員一致である。

白川議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は必要に応じ、執行部で修文したうえで、11 月 2 日月曜日の 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの取扱いとする。宜しく願います。展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収する。

### VII. 議事要旨（10 月 13～14 日開催分）の承認

白川議長

最後は、10 月 13 日、14 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。議事要旨の案については既に配付済みであるが、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決に移りたいと思う。

[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

須田審議委員

水野審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

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 8、全員一致である。

白川議長

この議事要旨は 11 月 5 日木曜日の 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、11 月 19 日、20 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、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は1時05分の予定である。

白川議長

解禁時刻が1時05分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時00分閉会)

以 上