

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年8月30日（9:00～12:06）

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）  
野田忠男（ 〃 ）  
中村清次（ 〃 ）  
亀崎英敏（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 池田元久 財務副大臣  
内閣府 平岡秀夫 内閣府副大臣

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
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。本日は、日銀法第 17 条第 3 項に基づき、政策委員会議長として臨時金融政策決定会合を招集した。我が国の景気は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を辿るとみられる。生鮮食品を除く消費者物価の前年比も、基調的にみると下落幅が縮小を続けており、先行きも縮小していくと考えられる。もっとも、この間、米国経済の先行きや為替相場、株価などには我が国経済に与える影響の観点から注意が必要な動きもみられている。こうした情勢を踏まえ、本日、金融政策決定会合を開催し、執行部から最近の金融市場動向、内外経済情勢に関する報告を受けたうえで、金融政策面での対応について検討することとした。本日の議事進行であるが、最初に最近の金融市場動向、内外経済情勢に関する執行部報告を行い、二番目に金融調節手段面での対応に関する執行部の説明、三番目に討議、四番目に政府出席者からのご発言、最後に議案取り纏めと採決という順番で行いたいと思う。政府出席者のご紹介である。財務省からは池田元久財務副大臣、内閣府からは平岡秀夫内閣府副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后公表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するので、宜しくお願いする。

## II. 金融市場動向、内外経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、本日の議論を行う前提として、前回決定会合以降の金融市場動向、内外経済情勢について、執行部から簡潔に報告をお願いします。各報

告ごとに質疑応答の時間を設ける。

## 1. 金融市場動向に関する報告（資料－1）

白川議長

最初に、金融市場動向からお願いします。

外山金融市場局長

それでは、お手許の最近の金融市場動向の【追加】に即して簡潔にご説明する。図表1の株式市場について、米国で8月10日のFOMCの声明文で景気回復のペースが鈍化していることが指摘されたこと、あるいは8月19日のフィラデルフィア連銀の景況感指数等で、予想比弱い経済指標が相次いだこと等を背景として、金融・素材・エネルギー関連を中心として下落してきている。欧州の株については、米株につれた動き、あるいはギリシャにおいて8月10日に財政赤字の削減テンポが鈍化していることが判明したこと、あるいはアイルランドで8月24日にソブリンの格下げがみられたことを背景として、下落した。日本株についても、こうした米欧株の軟化あるいは円高を背景として下落してきている。図表2の米国のVIX指数の推移であるが、申し上げたような景気減速懸念の高まりでやや上昇している。本邦の業種別株価の騰落率であるが、コモディティ価格の下落を映じて、素材・輸出関連を中心として下落幅が大きくなっている。上昇銘柄はディフェンシブになっている。

図表3、長期金利の推移であるが、米国と欧州で景気の減速懸念が強まった。Fedによる国債への再投資決定があり、これが追加緩和の期待を高めたということもある。さらに8月20日に Bundesbank のウーバー総裁が無制限の資金供給オペの継続の必要性を示唆したことも長期金利の低下に拍車を掛けている。この間、ギリシャ、アイルランドを中心にして財政赤字削減の可能性への懸念が強まり、スプレッドが上昇してきている。日本は米金利あるいは景気減速の可能性の強まり、さらに日本銀行による追加緩和の期待が高まったことにより、長期金利は低下をみている。

10年物の金利は、一時0.9%を割り込む場面もみられた。都銀の投資目安も0.80~1.10%へとさらに下落している。全体としてはブル・フラットであるが、2年ゾーンから中長期ゾーンにかけて幅広く低下をみている。なお、足許、長期金利がやや跳ねているところがあるが、これは先週の金曜日に民主党の代表選挙で、小沢元幹事長が出馬を表明されたことを材料として、益出しの機会を窺っていた都銀等が売却したことによるものである。さらに、米欧においては、バーナンキ議長のジャクソンホールでの講演があり、これが緩やかながらも景気拡大が続くと楽観的と受止められたこと、さらに国債買入増額が示唆されるのではないかとといった期待があったがこれが空振りに終わったことで、債券の売りに繋がった。図表4のFF金利先物レートの推移であるが、前回決定会合以降、段々と低下してきていたが、先週末にやや上昇した。米欧のブレイク・イーブン・インフレ率の推移をご覧頂くと、前回決定会合以降も下落のトレンドを辿ってきており、今年の前半と比べると、+1%ポイント近い下落になっている。やはりグローバルに中長期的な成長期待、インフレ期待が低下してきているので、フォワード・レート等をもみても、期先物が大きく下落しているというところに、こういう見方が反映されている。

図表5、主要為替相場の推移であるが、全体としてはドルと円が買われるリスク回避の動きであった。この間、ユーロは下落してきている。景気減速懸念、ブンデスバンクのウェーバー総裁の発言、さらに格付け会社の一部が、欧州の弱い成長と緊縮財政が一部ソブリン格付けに影響するだろうと述べたことが影響している。この間、ドル/円レートであるが、米金利の低下で金利差が縮小してきたため、円高基調が続いている。ただ、急激な動きではなく、例えばオーストラリアドル等他通貨との関係をもみても、5月の時と比べて今回のドルの動きは金利差で説明できる範囲内である。アジア通貨については、概ね堅調な動きを辿ってきている。図表6の対ドル相場、対円相場の騰落率であるが、前回決定会合以降の動きは対ドル・対円ともにシャドーで示している。円よりも強くなった通貨はスイスフラン、ブラジルレアルのみである。円が大きく上昇してきたことがお分かり



白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

対ドル相場についてであるが、8月6日から8月27日の推移は、ドルに対して、韓国ウォンやニュージーランドドルが弱くなっていて、むしろドル高ということであるか。その例外が、スイスフランと日本円であるな。8月の数字をみると、ドル安ではないということか。

外山金融市場局長

前の頁に名目実効為替レートの推移があり、その一番下の折れ線グラフがドルであるが、ドルは他通貨に対して高くなっている。

白川議長

今の点であるが、前回決定会合以降の動きについて、ドル安だという一般的な認識があるが、実際には今中村委員が質問され外山金融市場局長が答えられたように、むしろこの間は全般的にドル高になっている。相対的に、円とスイスフラン、8月6日以降だとブラジルリアルもそうであるが、この辺の通貨は買われているが、実際にはドル高が進んでいる。この間の為替市場の動きの中で、例えば、日米の政策スタンスの違い等にフォーカスした説明があるとは思いますが、スイスフラン、ブラジルリアル、日本円が上昇方向になった基本的な背景について、どのように考えているか説明して欲しい。

外山金融市場局長

ドルが全般的に買われてきたのは、グローバルなリスクオフの流れであるが、ドルのみならずスイスフラン、日本円についても避難通貨として買われてきたということである。ただ、その中で相対的なドルとの位置関係をみると、日本円については、図表7にもあるとおり、日米金利差で動く

ということが意識されている。スイスフランについても、一頃対ユーロで大規模な介入を行っていたが、それを打ち切ったという中で、買われやすくなっているという動きが続いているのだろうと思う。ブラジルリアルについては、材料はない。

#### 雨宮理事

一点補足すると、この間、日米の金融政策姿勢の違いが材料にされた時期もあったが、元々前回のFOMCの決定は緩和というよりは引締めを避けるという政策であった。このことは、今回のジャクソンホールでもバーナンキ議長自身が非常にクリアに言っている。一方、日本銀行は元々極めて緩和的な金融環境を維持すると明確に言っており、この間、追加的な緩和措置も行ってきたという訳である。従って、多分、そういった意味での彼我の金融緩和姿勢の違いは、若干誤解あるいはポジション・トークに基づいたものである。当初、そういう報道に基づいて少し相場が動いたのが、やや冷静さを取り戻すにつれて戻ってきたという面もある。そういう意味では、表面上の政策の差というよりは、外山金融市場局長が説明したようなもう少し大きな流れとして捉えることが適切ではないかと考えている。

#### 須田委員

ドル／円レートについて、前回会合以降、今日まであまり動いていない、大して変わらなかった。しかし、世の中で大きく騒いだのは、もっと大きく円高になるということの懸念であったのか、あるいは円高そのものに一種の恐怖症のようなものがあり、この水準でも大変なことであると意識されたのか——最近少しトーンが変わり、少し積極的に円高のメリットを活かしていくことが大事ではないかという議論も増えてきたが——、為替を巡ってなぜこれだけ人々が騒ぐようになったのか聞きたい。

#### 外山金融市場局長

図表5の名目実効為替レートの推移をご覧頂くと、実は前回の決定会合

の前も、米国で期待よりも弱い経済指標が出てドルが全般的に売られていたが、前回決定会合辺りを境として、景気の減速懸念がさらに強まったこともあって、そうした流れ自体が変わっていないにもかかわらず、逆に今回はリスク回避姿勢が強まり、ドルが買われてきたということがあった。従って、ドルが一旦下がって上昇した中では、ドルはそれほど大きく動いていないことになるが、残念ながら円については、専ら金利差が着目される展開となって円が買われ、さらに決定会合の後には、金利差に加えてリスクオフの流れも追加的に効いてきて、一方的に円だけが世界通貨の中で相対的に上がってきたということが背景の一つとしてあると思う。名目のドル／円で為替を評価するといったマインドが市場関係者あるいはマスコミ等の間でなかなか改まっていない中で、そのことが大きく取り上げられたことが、さらにマインドに影響を与えているということもあるかと思う。

#### 亀崎委員

マインドであるが、ここに示されているように、7月13日から8月6日はかなり円高が進んでいる。これには、リスク・テイク意欲が弱まり、円キャリートレードの巻き戻しなどといった背景があったと思うが、その後ほとんど変化がない。一方で、株価は欧米と連動して変化が大きい。8月10日の時点と比べると、日本株は550円位低下している。8月6日から今までの動きというよりも、それまでの円高の傾向が、株式市場のマインドを悪化させ、それが企業経営者とか、マーケット全体にかなり影響を与えているのではないかとみている。

#### 外山金融市場局長

そういうこともあると思う。

#### 宮尾委員

株の低迷について、追加の質問をしたい。株安がかなり急激に起こっている。その一つの理由として円高も騒がれているが、一方で米国なり欧州

なり世界各地域で株価が下がっていく中、リスク回避の動きが一巡して、それによって日本の株も下がっている。円高による株安と、世界的な景気低迷あるいはリスク回避を切り分けるのは少し難しいと思うが、特に日本の今回の株価動向についてどのように背景を考えたら良いか、もし追加的にあれば教えて頂きたい。

外山金融市場局長

基本的には、グローバルな景気減速の懸念であると思うが、日本株については、他の先進国の株式相場に比べてさらに弱くなっているのは、やはり円高を懸念しているのだろうと思う。これも先程のドル／円の話と同じであるが、為替が円高になると日本の景況感が悪くなるという、人々に深く刻まれている行動様式のようなものがあり、一部では為替が円高に振れると株を売却するというプログラムが組み込まれている動きもある。実際に、為替が動いた 1～2 分後に株が大きく動くという相関関係も看取されている。基本的には、景況感の後退であるが、日本株については追加的に作用しているということである。ただ、そのウエイトがどれだけかについては、ちょっと分からない。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

海外経済情勢の報告に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局からは海外経済動向についてご説明する。席上にお配りした海外経済・国際金融の現状評価をご覧頂きたい。本日は米国経済を中心にポイントを説明させて頂きたいと思うので、恐縮だが、7 頁の図表

からご覧頂きたい。前回決定会合当日の8月10日にFOMCが「目先の経済回復のペースは予想していたよりも緩やかになる」と声明を公表した。それ以降、米国では軟調な経済指標に市場が過敏に反応し、株価が下落、長期金利は低下を続けてきているという状況である。まず、GDPである。一番上のグラフで4~6月期の米国GDPをみると、これは2次推計値だが、前期比年率+1.6%となっており、1次推計値の+2.4%から0.8%ポイント下方修正された。このため、このグラフでみても、1~3月の+3.7%から+1.6%という形で減速が明確になっている。その要因としては、在庫投資の増勢が鈍化していること、それから輸入の大幅増加に伴う変則的な純輸出のマイナス寄与といったことが言われている。この間、内需——個人消費と設備投資などの最終需要——については大体1~3月とほぼ等速、+1.0%で成長しているという姿である。

次に、家計支出、所得関連である。図表5-1で小売売上高をみると、7月の4~6月対比では0.0%ということで、横這いの動きである。住宅関連については、図表5-2であるが、住宅減税の期限切れを受けて着工、販売ともに減少傾向を辿っている。特に、足許については中古販売の減少幅が大きくなっている。7月の4~6月対比では-31.2%となっている。図表5-3の雇用関連では、新規失業保険申請件数が8月14日週まで出ているが、市場予想を上回る50万人となっている。民間部門の雇用者数が再び減少するのではないかという懸念が広がっている。この間、図表5-4の鉱工業生産であるが、7月については4~6月に比べて+1.4%と増加にはなっている。生産の方は、減速傾向にはあるが、比較的しっかりとした内容となっている。ただ、市場は、こうした生産の増加というポジティブな指標には反応を示していない。軟調な家計支出、所得関連の指標を受けて、二番底の懸念が強まるのではないかというのが、市場の大方の見方である。私共に比べて、これまで相対的に楽観的であった民間の調査機関であるが、こちらの方は相次いで見通しを下方修正している。しかし、そういった中でも、再びGDP成長率がマイナスに陥るといったような、いわゆる二番底を実際に標準シナリオとして織り込む先は、今のところみられ

ていない。私共としては、米国経済については慎重な見通しを考えていたので、民間ほど大幅な下方修正は必要ないと思うが、足許のセンチメントの悪化を織り込む形で、2010年の見通しは幾分下方修正するのが妥当ではないかと考えている。ただし、減速しつつも緩やかな回復を続けるという見通しのフレームワークは、変える必要はないと思っている。計数的には、成長率見通しに多少の違いはあるが、減速すれど後退せずという見通しの大枠については、米国のFRB、民間調査機関、私共、いずれも同様であると言って良いかと思っている。

次に、米国の金融市場についてみたいと思う。図表6-1をご覧頂きたい。株価は、8月初めに比べ下落している。ただ、均してみると、4~6月の欧州信用不安の時と比べた場合には、非常に達観してみればではあるが、ほぼ横這い圏内の動きとみられないこともないと思う。先行きの不確実性について、(2)のオプション価格からみると、8月の初めから比べて、確かにボラティリティは増加しているが、やはり4~6月の欧州信用不安の時と比べた場合は、拡大している訳ではない。そうした中で、市場のセンチメントの悪化は、株価もあるが、より長期金利に反映されているという見方ができると思う。図表6-2の上段が長期金利である。長期金利は、4~5月の水準に比べて明確に低下している。中小企業も含む経済活動全体に対する悲観的な予想、あるいはマクロ経済全体の成長期待の低下が反映されているという見方も可能かと思う。また、長期金利の動きを、インフレ連動債と比較することで、市場の予想インフレ率の期間構成をみたのが下段である。本年上期に比べて、足許8月のイールド・カーブは概ね0.3%ポイントほど下方に平行シフトしている。すなわち、足許のコアのインフレの低下に引きずられる形で、長期のインフレ予想も下方シフトしているとみることができる。

以上、生産統計は比較的しっかりし、また民間調査機関も二番底を標準シナリオに織り込む先がないという中で、なぜここまで長期金利が低下しているかが難しい問題である。上手く説明できない部分もあるが、国債市場がオーバー・シュートしていずれ反転するのか、あるいは中長期の成長

期待やインフレ予想が継続的に低下して長期停滞メカニズムが作用し始めるのか、現時点では判断が難しいと思う。ただ、いずれにしてもこうしたセンチメントの悪化を背景とした米国の長期金利の急低下、これが足許の円高基調に繋がっているように窺われる。

他地域について一言だけ申し上げる。この間、欧州については、アイルランドの財政問題への懸念が再燃し、長期金利も低下していたが、経済指標自体は堅調な内容である。また、新興国については、世界的な在庫投資の増勢鈍化、財政面からの景気刺激策縮小の影響から、輸出や生産が減速している。もっとも、生産・所得・支出の好循環メカニズムが働くもとの、エマージング諸国では、内需は増勢を維持しており、全体として高めの成長を継続している。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

米国の指標については、先程、生産はそこそこという話であった。他の指標では、まあまあだったものでも思ったよりも下振れた部分が多かったと思うが、生産以外に我々のシナリオをサポートするようなものとしては何かあったのか。

大野国際局長

私共のシナリオをサポートするという意味では、バンピーということなので、大体の指標はそれほど驚くようなものではないと思う。特に良い方があるかと言われると、生産位しかないが、例えば、輸入が凄く増えてしまっただけはいるが、輸出もそれなりに増えているということ言えば、輸出についてはかなりしっくりいった感じである。ただし、輸入がどうしてこういう形で急増しているかについては、もう少し、1~2 か月みなければいけないかと思っている。バーナンキ議長も、多少イレギュラーなもの

が入っているかもしれないというようなコメントをされているところである。それから、雇用関係については、大体思ったとおりに良くないという感じだ。やはり非常にきついのが、家計周りの小売売上高が全くフラットになっているということである。思った以上にきついのが住宅周りで、住宅着工はここで54万6,000件であるが、販売統計の方は中古も新築も統計開始以降の最低ということなので、これはかなりきつく出てきているということではないかと思っている。物価面については、大体予想どおりという感じである。

須田委員

小売については、バック・トゥ・スクール・セールもあまり良くないのか。あるいは、クリスマス商戦もあまり良くないだろうという見通しなのか。

大野国際局長

これから先のことであるが、今のセンチメントからすると、先行きの家計周り、特に住宅、それから消費についても相当きつい。クリスマス商戦までの見通しはまだ少し時間があるので、単なる感触だけになるが、このままでいくと、消費の力強いプラスはなかなか見込みにくいという見方が大勢だと思う。

野田委員

今の説明は、前回の決定会合でほぼ議論されて、その後、さらにその議論を正当付けるものが幾つか出ているという理解で良いか。

大野国際局長

然り。ただ、追加的には、そのセンチメント自体が非常に悪くなっている。特に、先程も申し上げたが、エコノミストは、減速はするが回復は続くという見方である。ただ、マーケットの中ではかなり二番底というよう

なことが言われながら、長期債、特に国債が買われるという状況が生じていることが一つ。それから、ちょっとみてみたが、インターネットで二番底というのをチェックしてみると、日本語ではほとんど変わっていないが、英語の媒体の二番底に対する関心が、報道等で非常にこの1か月高まっているということはある。従って、ここでの議論の延長線上というのはおっしゃるとおりだが、マーケットを中心とした米国経済に対する見方が一段と慎重化しているということはあるし、それ自体が経済活動にフィードバックするといったところをやはり注意していくということだと思う。米国の長期債については、先行きに伴う不安からむしろ金利が低下している——買われている——ということである。

#### 亀崎委員

F R B 議長の 27 日のスピーチをみると、足許のデータについてはやはり弱くなっていると。ただし、2011 年にかけてはピックアップするだろうと。こここのところ——先行きは戻っていくだろうが、足許はちょっと弱いというところ——が、私は違ったかなと思っている。

#### 大野国際局長

私の印象としては、多少先行きに対して大丈夫だということを強調されたスピーチであったと、読んでそういう印象を受けた。

#### 白川議長

株は良いのだが、米国でダブル・ディップがあるとかないとかいう時のダブル・ディップの定義は、N B E R の景気循環の定義である。従って、機械的に決まっている訳ではないが、G D P の成長率が 2 四半期連続マイナスになるかどうかという定義でいくと、今のエコノミストの標準シナリオでは、ダブル・ディップの可能性はほとんどないと、そういう理解で良いか。

大野国際局長

然り。

須田委員

それについて何%という議論がよくされている。

大野国際局長

マーケットではそうである。それが、最近では5%とか10%だったものが、20%とか30%という声がちらほらみられている。

中村委員

先程の亀崎委員の質問に絡むのだが、8月10日のFOMCの声明文と27日のバーナンキ議長の講演と、内容的に微妙な違いもあるが、それはどのようにみれば良いか。経済の見方、理解というか、違いは。

大野国際局長

ニュアンスと言うか、ウエイトの置き方であって、大きな基本線自体がFOMCの声明と今回のバーナンキ議長の講演とで変わっているという感じはしない。ただ、今足許について、やはり悪いものが出ているということ、比較的丁寧に説明されたということは、一点ある。もう一点は、先行きについては、回復を維持できるというメッセージを強調されたという印象である。

中村委員

基本的なところは、27日の方が若干明るめという感じがしないでもなかったが、そうではないということであるな。

大野国際局長

然り。

野田委員

私もまだじっくり原文を読みこなしていないが、足許の下振れをはっきりさせたわりに、先行きについては条件が変わっていないという、その繋がりがまだ読み切れていない。皆さんがお読みになって、何かここだというものがあるのか。私自身は読み切れていないので。

大野国際局長

一つのキーワードは、「今年はちょっと厳しそうだ」ということである。元々、FOMCの見通しにおける米国経済のバンドは3.0～3.5%とかその前後で、恐らく下方修正はまずあるということだと思う。今回の場合は、「来年については成長が維持できる」ということを言っていて、特に2011年——来年——の成長を維持する条件は整っている、ここがやはりポイントではないかと思う。

野田委員

そのポイントの中身について、その繋がりがよく分からない。

白川議長

後から若干コメントするが、その感じだけ申し上げる。FRBの分析が正しいかどうかは別にして、スピーチで挙げていたのは、金融政策は非常に緩和的である、それから金融機関からのファイナンシャル・コンディションも緩和してきている、そういうことに照らして金融緩和による回復の条件は整っている、そういう論理立てで説明していた。ただ、そのこと自体の妥当性は、また別途議論しなければいけないだろうが。

亀崎委員

一か所こう言っているのは、「この数か月、自分達が予想していたよりもペースが弱くなってきている」と。ただ、先行きに対して、「特に70%

を占めるコンシューマー・スペンディングについては、ハウスホールドのバランスシートの調整が進んでいくであろう」ということだけは少し言っている。

#### 西村副総裁

二点ほどお聞きしたい。耐久財受注というか、資本財受注が-8%と、かなり大きな低下になったが——振れがあることは確かだが——、これに関しての将来の見通しを当局ではどういうようにお考えなのか。もう一つは、非農業部門の労働生産性もまたマイナスになっていて、これは逆に言えば、エンプロイメントの収縮による生産性の上昇がほぼ限界にきたととれなくもない。それについての当局の判断をお聞きしたい。

#### 大野国際局長

一番目の資本財受注であるが、現時点では7月の-8.0%は、振れの大きい一時的な要因の範囲内であるとみている。勿論、もう1~2か月みなければいけないと思っているが、設備投資が第2四半期から第3四半期にかけて大きく崩れる可能性は、むしろ少ないというのが私共の見方である。二番目の非農業部門の雇用者数であるが、生産性上昇のための条件としては、これはもうほとんど限界にきていると思っている。これ以上雇用を切る形で生産性を引き上げることには、もうのりしろはないと思う。

#### 中曽理事

今の実体経済などの動きも踏まえて、この間、海外の中央銀行と金融経済情勢についてはかなり意見交換をしているのだが、特徴的なことを一つだけ申し上げる。為替相場との関係もあるが、よく日本で言われているようなコンペティティブ・デバリュエーションというような話は、ほとんど彼等の間からは聞かれない。つまり、米国からみると、先程金融市場局からの話にもあったが、実効ベースでドルはむしろ高くなっている訳で、ここからドル切下げという意識を彼等が持っているということとは言えない。

ドルと円の関係について言うと、確かに円が高くなっているが、米国サイドからみると、これは今お話が色々あったようなファンダメンタルズの差で、足許はドルが売られて円が買われているようにみえるし、動き自体も彼等の目からすると、それほど不自然ではないのではないかという見方が多いようである。欧州については、ユーロ安傾向は、やはり財政赤字の問題、銀行システムの脆弱性、そして実体経済の弱さ、こういった面からみると、ユーロ安については、彼等からみれば、ある意味でこれもファンダメンタルズを反映しているとみているようである。いずれにしても、切下げ競争という意識は、彼等の中にはあまりないように窺えた。

白川議長

他にご質問はないか。

宮尾委員

一点、繰り返しになって恐縮だが、2011年以降の見通しについてである。民間調査機関の色々な見通しをみると、今年から来年にかけて米国の成長率をわりと引き下げているところがみられて、それに伴って米国の金融政策の出口——金利の上昇——に関し、2011年ではなくて2012年の半ば以降という見通しも出ているようである。そういう民間の調査機関の下方修正の動きはわりと説得力があるようにみえるが、一方で、先程から出ているバーナンキ議長が示した2011年の成長率はそれほど悲観的ではないと言うか、2011年は比較的また堅調に推移すると言っている。堅調に推移するということは、恐らくこれまでの見通しで言うと3%程度ということなのかと推察する。その違いがやや消化し切れていないというのが率直なところである。国際局でも今年は下方修正がある程度コンセンサスなのではないか、という気がするが、来年、再来年に向けて、あるいは出口の見通しとか、その辺りについてもう少し追加的に何かお考えがあれば教えて頂けないか。

大野国際局長

足許 2010 年について、下方修正は、レベルは違うが、私共も F e d もそれから民間も、0.2~0.5%ポイント位下げるという感じである。来年についてであるが、まだ私共と F e d と民間ではかなり差がある。特に、F e d については、6 月時点の大勢見通しは 3.5~4.2%である。私共から見れば、これは高いと思う。それから、民間は、ここは急激に下げてきて、2011 年については 6 月時点の 3.1%位から 2.8%位に下げてきている。私共の見方は、2011 年については大体 3%程度で、今まで皆の下限であった。2011 年については、今の状況が概ねバンピーという姿からすると、現時点において、少し前にみていた 2011 年の 3%程度というパスは変える必要はないかと思っている。しかし、先程申し上げた民間の方は、そこよりもう少し下げてきている。それから F e d は、今の 3.5~4.2%をどこまで落としてくるかという構図でみて頂いても良いのではないかと思います。

宮尾委員

やはり長期金利の動きとは若干のずれがあるということか。

大野国際局長

然り。

須田委員

勿論、米国も大事なのだが、エマージングや資源国の成長は、想定以上というか想定どおりというか、結構高い成長を続けてきているという認識で良いのか。

大野国際局長

然り。足許は、半年位前に私が思っていた以上にやはり強い。特に、N I E s、A S E A N、中国も多少そういう上振れということだと思う。ただ、全体に減速していくという流れについては、そういう方向で動いてい

るように思っている。そのサステナビリティについてどうかと言う意味では、前回、前々回とご議論頂いたITのサイクルみたいなものについては引き続き注意はしているが、ITバブルの時ほどのリスクはまだ抱え込んでいないということを前提として、相対的に力強い成長は暫く行けるのではないかという見方を変えていない。

野田委員

米欧、特に米国のこの減速懸念は、新興国経済の実体経済に対してというよりむしろ政策当局にどういう影響を与えるかが、今後の注目点だと思う。さらに、ビハインド・ザ・カーブと言われながらも政策転換してきたのを、また少し様子を見るかという動きも一方で出てくるかもしれない。これは上振れに繋がるのだろうが、そういうところは注目しておかなければいけないのではないかと思っている。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

次に国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、資料－4「経済活動の現状評価」参考計表でご説明する。まず図表1である。4～6月の1次QEであるが、(2)需要項目別の動向にあるように+0.1%まで大幅に減速している。ただし、鉱工業生産、全産業活動指数、短観、4～6月の好決算などと、このGDPはあまり整合的ではなく、GDP統計が弱く出過ぎているという可能性が高いと思っている。取り敢えずは9月10日公表予定の2次QEでどのようなになるか注目したいと思っている。それでは、景気の実態そのものがどうなのかという

ことで、鉱工業生産が明日出るのだが、以下、本日時点で分かっている指標をご紹介します。

図表 2、輸出である。実質輸出は、7月が前月比+2.4%であった。四半期ベースでは、4~6月の+9.5%という非常に強い数字から、7月の4~6月対比は+2.5%へと減速している。減速は減速だが、増加自体は続いている。全体として、急ブレーキがかかっているというほどではなくて、想定範囲内の減速というイメージである。

次に、設備投資関連である。機械受注であるが、6月分が出ている。除く船舶・電力・携帯電話ベースで6月の前月比が+6.1%であったが、5月に大きく落ち込んだ割には戻りが小さく、四半期ベースでは4~6月の前期比は-0.1%と、ほぼ横這いにとどまっている。設備投資の回復力の弱さを改めて印象づける数字ではあるが、引き続き持ち直しつつあるという判断で良いと思っている。

図表 4、個人消費である。家計調査の消費水準指数（実質・除く住居等）の7月の前月比が+0.8%、四半期ベースでは7月は4~6月対比で+1.9%と、かなりリバウンドしている。一番下の行、外食も出ている。これも7月が前月比+4.2%、4~6月対比で+2.7%と、足許は良い数字が出てきている。家計調査も外食も、いずれも猛暑の効果で押し上げられている面があると聞いている。百貨店等については、正式な7月分の数字は明日出るが、協会ベースでは7月は総じて悪くはない結果であった。ただし、ミクロ情報では、高額商品については低調であって、株安の影響があるのではないかという声が聞かれている。なお、乗用車については、8月分が明後日出るが、ミクロ情報では相当の駆け込み需要が出ていると聞かれている。

図表 5、雇用関連である。有効求人倍率は7月が0.53倍と、緩やかな持ち直しが続いている。労働力調査であるが、中程の雇用者数も7月は前年比が+0.1%と、これまでのマイナスから若干ではあるがプラスになった。振れが大きい指標であるから、引き続きゼロ近傍で推移という位に評価している。完全失業率は、6月まで4か月連続で上昇したが、7月は5.2%

へと低下している。毎勤統計は明日である。

最後に、図表6、物価関連である。全国CPI総合であるが、除く生鮮食品で7月は-1.1%と、マイナス幅が0.1%ポイント拡大をしている。同じボックスの一番下——点線の上——だが、除く食料・エネルギー・高校授業料では-0.7%で、これは前月と同じ数字である。なお、同じベースの東京の数字が図表全体が一番下に出ている。8月分まで入っていて、ご覧のとおり、-1.0%で全く動かない状態が続いている。物価については、いずれも想定範囲内であって、基調的にみればマイナス幅は緩やかな縮小傾向にあると判断をしている。ただし、大手小売の円高還元セールや牛丼の値下げ競争なども聞かれているので、引き続き細心の注意を払ってみたいと思っている。

以上、取り敢えず現在利用可能な情報をご紹介したが、前回会合以降のハード・エビデンスは、ノイズの大きいGDPが弱かったことを除けば、全般に決して悪くはなかった。想定範囲内の動きである。むしろ、足許は猛暑効果や乗用車の駆け込み需要で、個人消費が意外に強めになるという可能性も出てきている。しかし他方で、マイクロ情報等では海外経済の先行き不透明感や円高の影響を懸念する声が、前回会合時点よりもさらに幾分強まっているという印象を受けている。また、秋以降の個人消費は、猛暑効果や駆け込み需要の反動は覚悟せざるを得ない。ちょうどそのタイミングで、海外経済の一段の減速や円高株安の影響が強まるような場合には、景気回復の動きにかなりの足踏み感が出る可能性がある。標準シナリオについて、現時点で下方修正すべきかどうかというのは微妙であるが、特に年末辺りまでの下振れリスクというのは、前回会合時点よりも若干強まっていると私はみている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

技術的なことを申し訳ないが、1次QEでノイズの影響があるということであるが、それがなければ結構強いというような。結構ではなく少しはかもしれないが。

門間調査統計局長

それはほとんどトートロジカルな話であって、全般に整合的ではないということを行っているに過ぎない。色々な統計と照らし合わせても、やはり+0.1%というのは少し弱過ぎるという印象がある。まず明らかなのは、個人消費については先程の家計調査で4~6月が-2.4%という数字であったので、これは前から申し上げているように振れが相当あると思われるし、在庫は今回の数字自体が明らかにおかしいとまでは言えないが、元々ここはかなり1次QEは腰だめ的な試算であるので、2次QEをみなければそもそも分からないというものである。実際に、鉱工業生産が、1~3月が実勢ベースで+4%位だったところから4~6月は+3%位に減速、全産業活動指数も1~3月の+1.4%から4~6月が+0.8%であるので、減速は減速だがそれほど急激に減速している訳ではない。従って、GDP統計は他の統計と少しずれているという感じがあるということである。

白川議長

ご質問はないか。

今、内外の経済・金融情勢について執行部からの報告があったが、昨日の夕方までジャクソンホールのコファランスに行っていた。時間もあまりないので、手短に金融政策決定会合との関係で若干私自身の感想を申し上げたいと思う。先程、金融市場局長と国際局長が報告したことと基本的にはトーンは変わっていないので、その部分については省略し、私のもう少し大きめの感想を申し上げる。

今回のコファランス自体は、中央銀行の関係者、エコノミスト、学者が集まる年に一回の会合であるが、会議のテーマは「Macroeconomic

Challenges: the Decade Ahead」なので、足許というか、先行き 10 年ということである。従って、その会議の中で足許の話を沢山したという訳ではないが、専らバーナンキ議長の講演あるいはそれを巡って場外でバーナンキ議長の講演をどう思うかとか、そういう色々な意見交換をしたり、あるいは私自身も様々な中央銀行関係者と意見交換をした。誰がどう言ったということは申し上げないが、私自身の感想として三、四点申し上げたいと思う。一つは、先程も少し議論になっていたが、日銀の前回の会合以降、あるいは前回の F O M C 以降と言ってもほぼ同じであるが、その間に発表された米国のデータについては、G D P にしても雇用にしても消費にしても住宅にしても、弱いデータが多かったということは皆ほぼ一致した受止め方であった。その意味で、足許について、あるいは少し先について慎重な見方が以前に比べて増えてきているということだと思う。バーナンキ議長が講演に使った言葉では、「the pace of recovery in output and employment has slowed somewhat」と言っており、「somewhat」とそう強い言葉は使っていないが、足許幾分減速しているということを言っている。問題は先行きであるが、米国の当事者の説明では、こうした足許の弱いデータにもかかわらず、2011 年の成長の回復の基盤の条件は変わらない、整っているということであった。中央銀行関係者と議論したところ、どの人も、確かに足許が弱くなっている、そういう意味では先行きについて慎重になっているということを言っていた。一方で、先程来議論になっているとおり、市場参加者やエコノミストの見方はやや過度に慎重になっているという受止め方をされていて、ヒステリアとかヒステリックという言葉をよく使っていた。そういう意味で、弱くなっているのは事実だし先行きについて自分達は十分慎重にみているが、それにしてもちょっと今の議論は行き過ぎているのではないか。その辺の力点の置き方で、ある人はより慎重方向に、ある人はより楽観方向に、色々なスペクトラムがある訳だが、それ自体は彼等はそうみているということであって、勿論我々自身が今後どう判断していくかということが問われる訳である。それが、取り敢えず結論的な話というか、私の感想である。いずれにしても、今までの執行部

からの報告や、あるいはこれに関する質疑を踏まえると、米国経済を中心に先行きを巡る不確実性がこれまで以上に高まっており、為替相場や株価が不安定な動きを続けるもとで、日本銀行としては我が国の経済・物価見通しの下振れリスクにより注意していくことが必要ではないかと思われる。この場合、金融政策面では固定金利オペ——昨年 12 月に導入しその後金額を増やしたこの固定金利オペ——を拡充したうえで、このオペを通じた資金供給を大幅に拡大し、これにより市場金利全般の低下を促すことで、金融緩和を一段と強化していくということが考えられると思う。

そこで、執行部から固定金利オペの拡充策として、具体的にどのような対応が考えられるかを説明して頂きたい。説明の後、この件に関する質疑応答の時間を設け、そのうえで、全般についての自由討議をしたいと思う。

### Ⅲ. 金融調節手段面での対応に関する執行部説明

榎田企画局長

それでは、席上に配付させて頂いた金融経済情勢の動向を踏まえた金融調節手段面での対応に関する検討のポイント【追加】という資料をお開き頂きたい。具体的に拡充策についてご説明する前に、今、白川議長からあったようにこれまで固定金利オペ導入以降の市場金利の動向等を確認しておきたいと思う。1. (1) の市場金利等の動向であるが、この日付は、新型オペ導入——これは昨年 12 月 1 日に最初に 10 兆円導入した訳であるが——の直前の 11 月 30 日、新型オペ拡充前の 3 月 16 日——10 兆円から 20 兆円に増やした直前のタイミング——、それと 8 月の前回決定会合の初日、その後、色々な議論の中で金融緩和期待が膨らんできた直近までと、こういう時期に、それぞれの短国レート、国債利回り、G C レポ・レート、T I B O R、新規約定平均金利が、どのように推移してきたかをみたものである。これをご覧頂くと、固定金利オペは、長めの金利のさらなる引き下げにこれまでかなり効果を発揮してきたように思う。これは、例えば、短国レートをご覧頂くと、3 か月物、6 か月物、1 年物、それぞれ (b) - (a)、(c) - (b) と、この固定金利オペの導入及びその拡充に伴って金利が低

下してきている。また、最近も若干金融緩和期待とともに、まださらに若干低下しているということである。これは、GCレポ・レート、あるいはTIBOR、新規約定平均金利等も同じような動きである。(2)は、OISカーブであり、これは一定期間のオーバーナイトレートの平均がどう推移しているかであるが、このカーブをご覧頂いても期を追って下方にシフトしてきている姿が窺われると思う。続いて、(3)のグラフであるが、これは金利入札型共通担保オペの落札レートの、最高落札レートと最低落札レートの乖離幅の推移をみたものである。シャドーについては、企業金融支援特別オペの残高と昨年12月に導入した固定金利オペ残高の合計で、それぞれ3か月物の残高にシャドーを付している。固定金利オペ導入後、この残高が増えていく過程で、この最高落札レートと最低落札レートの乖離幅は徐々に縮小してきていることがご覧頂けるかと思う。これは、低利かつ潤沢な資金供給に伴って、市場参加者の資金調達面での安心感がある程度醸成されてきていることが、この乖離幅の縮小の推移でもって窺われるということかと思う。以上みてきた固定金利オペの効果等を踏まえて、それでは拡充策としてどのようなことが考えられるかであるが、2.に「期間6か月の固定金利オペの導入について」と書いてある。市場金利全般の低下を促して、金融緩和を一段と強化していくために、固定金利方式の共通担保資金供給オペについて、期間6か月物を新たに導入したうえで、同オペを通じて資金供給を大幅に拡大するということがどうか、ここでお示した案である。この場合、この6か月物を新たに導入することによって期待される効果は何かであるが、これは、TIBORを含めたやや長めの金利、これらを含めた市場金利全般のさらなる低下、これは例えばCP金利であったり、社債金利みたいなものも含めた市場金利全般のさらなる低下が期待し得るということ、それと、それに伴って貸出約定平均金利などの企業の借入金利の低下であるとか、それを通じた企業マインドへの好影響といったことも期待できるように思われる。一方、これを導入した場合の副作用についてどう考えるかであるが、このオペの導入に伴って、金利入札オペの実施余地がやや低下する。こういったことが考えられるので、

オーバーナイト金利のコントロールという面では若干難しくなる面もあるといったことが、副作用と言えれば副作用というように考え得るところである。それで、このオペについては、当面の運用としては、月1~2回、1回当たり8,000億円前後の資金供給をオファーするといった運用を考えてはどうかということで、ここでは記述している。この意味合いであるが、この6か月物オペは初めて導入するオペである。従って、最初から機械的に全てやるということよりも、今申し上げた調節負担などもみながら、最初は例えば月1回、8,000億円程度でスタートして、概ね1年程度の間10兆円程度に残高を積み上げる、こういったある程度調節面でも余裕を持った対応をしながら、実際の調節運営に当たっていくということが考えられるところである。この辺りを、本日も議論して頂いて、そういうことで良いということになった場合に、対外的にどのように公表するかは、別紙に書いている。「固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの運用について」ということで、「日本銀行では、本日の政策委員会・金融政策決定会合において示された方針を踏まえ、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの運用について、これまでの期間3か月の資金供給に加え、期間6か月の資金供給を開始することとしました」と。そして、1.として「期間3か月の資金供給」、これは今実施しているものであるが、オファー頻度は週2回、資金供給額は1回当たり8,000億円程度。2.として「期間6か月の資金供給」ということで、オファー頻度は月1~2回、資金供給額は1回当たり8,000億円程度。最後に、「当オペの最終的な資金供給規模は30兆円程度となります」ということで、新たに6か月物を導入して、その6か月物の供給額としては、10兆円程度を想定し、総額30兆円の資金供給を固定金利オペで行う。こういう公表をしてはどうかということである。私からの説明は、以上である。

白川議長

本件に関して技術的な意味でのご質問の時間を設けたいと思う。どうぞ。

野田委員

確認であるが、現在やっている 3 か月物の資金供給については、ロール・オーバーで対応するという、そういう意味か。

櫛田企画局長

然り。

野田委員

それで、新たに別紙の 2. の 6 か月の資金供給を月 1 回、これは限界的な固定金利オペの増加部分になる、こういう理解であるな。

櫛田企画局長

然り。

野田委員

もう少しこのところをはっきり説明しないと、今のように補足的に説明しなければ分からないというのは、何かまどろっこしい。分かっている人は、分かるのだろうが。要は、3 か月物と 6 か月物が併存していく、出来上がりとしては、3 か月物が 20 兆円で、6 か月物が——いつの日にかというのが少しよく分からないが——10 兆円、併せて 30 兆円であると、こういう何かもう少し分かりやすい説明はないのか。

須田委員

そうであるな。1. の方は、これまでと同じということがもう少し伝わった方が良い。このままだと何か……。

櫛田企画局長

「これまでの期間 3 か月の資金供給に加え」ということで、一応記述したつもりではあったが……。

野田委員

新たに出てくるのは全て6か月で、3か月はロール・オーバーだということをはっきり言ってしまった方が良いのではないか。これで、皆さんがすっきり腑に落ちたのなら良いが。

亀崎委員

最後の「最終的な資金供給規模は30兆円程度になる」というところで何とか分かるが、私も、今回新たに打出すのは、従来の3か月物の20兆円規模に加えて6か月物で10兆円、と言った方が、やはり分かりやすい。よく読めばそういうことかもしれないが、打出し方としては、そのように出した方が、やはり印象も違うのではないかと思う。

野田委員

はっきり言って、6か月物として新しくやるのは2.だけなのだということを、むしろそこにスポットを当てても良い訳である。

白川議長

誤解があるのかと私が思ったのは、私の理解では、勿論この文章自体は技術的なものとして説明するのだが、今回の金融政策決定会合後、我々が発表するものについて……。

野田委員

それは、良く分かっている。

白川議長

それについては、効果的にメッセージを送った方が良いと思う。それは、全くそのとおりだと思う。そのうえで、もう少し分かりやすく説明して欲しいという今の野田委員の話は、私もそういうように理解している。亀崎

委員がおっしゃったことについては、実は、対外発表文の方でもう少し効果的にというように考えている。

亀崎委員

分かった。

山口副総裁

ステートメント全体の書き方に勿論依存するが、30兆円程度の内訳を書くことが、より明確にするための一つの方法としてあり得るかもしれない。20兆円は既に実現していて、それは3か月物である、今回のプラス10兆円は6か月物である、というような書き方もある。

野田委員

そうしないと、何となく全体が30兆円で、あとの中身は、その都度——誰が決めるかは別として——日本銀行が判断して決めるというように取られるのも良くないだろう。やはり、コミュニケーションとしては、その余地はない——そういう裁量を考えていない——のであれば、はっきり分かりやすく言った方が良いのではないか。逆に変な疑いを持たれるより——疑問を持たれるより——良いのではないか。

白川議長

この件自体について、皆さんが賛成かどうかまだ分からないが、最終的に皆さんがこういう方向でやろうという時には、今の議論を踏まえたうえで、発表文についても文案を考えて頂きたい。

須田委員

あと、「市場金利全般の低下を促す」というところに少し引っかかった。1.で、長いところの金利をチェックしているが、これには色々なものが入っている。これをもって金利が下がっているからこれはオペの結果であ

ると言い切ることはできないと思う。市場金利全般と言うと、かなり長いところまでの金利も低下を促す——10 年位までも説明の中にあっただので——というように書かれると、一体どういうイメージなのか。イールド・カーブ全体を潰すというのか。どういうようにこれを読めば良いのか。今までは、3 か月物まで——ターム物にまで——働きかけるといような、そういう書き方だったと思う。ここの意味合いは、どういうふうに読んだら良いのかを教えてください。

#### 櫛田企画局長

これまでの固定金利オペ——20 兆円——で、短期のところはそれなりに低下してきて、水準的にもそこそこのところまできている。そうは言っても、TIBOR レートであるとか、今低下を続けている新規約定平均金利であるとか、あるいは社債についても、例えば信用力の高いところではなくて、より信用力の低いところも金利的には下げ余地がある中で、このオペを通じて直接的にまだ下げ余地のある短期レートに働きかけることもあるが、量を供給する——6 か月物で 10 兆円供給する——ことによって、その効果が——間接効果も含めて——より広がっていくことを期待するという意味で、ここでは「市場金利全般」という言葉を使っている。勿論、国債の 10 年物をターゲットにして、そこもこの措置において下げようとか、そういう意味合いで使っている言葉ではないが、この「市場金利全般の低下」という言葉が非常に誤解を生みやすいということであれば、この言葉をどうするかを考えるということかなと思う。

#### 須田委員

一つには、期間 6 か月物固定金利オペを実施することについて、マーケットの人の中には時間軸的なことを言っている人がいるが、そういうことを意識しているのかなと最初に思った。それから、今の話だと、ポートフォリオ・リバランス効果みたいなことをおっしゃっているということになると、量の効果を意識されているのかなと。

## 櫛田企画局長

それだけをとということではない。ある種、潤沢に資金を供給する——6か月物の固定で低利で出す——ことの効果、これまで長めの金利も含めて低下してきている動きをさらに後押しするという意味合いである。貸出金利とかも含めて、短期を中心に市場金利が下がることによって、連携して下がっていく金利もあるので、そういったことも含めて、どう表現するかという観点の中で、「市場金利全般の低下」という言葉を使っている。ポートフォリオ・リバランスをここで意識してそういう言葉を使っているかと言うと、そこまで厳密に…。

## 須田委員

そうでもないし、時間軸でもない訳か。

## 雨宮理事

元々、例えば昨年この新型オペを始めた時も「やや長め」という言葉を使ったが、これは時間軸ではないということは説明をしながらやっている訳である。ここは、切り離して説明していくしかないと思う。もう一つは、元々、このオペの目的を入れた時、「やや長め」というふわっとした言い方をしたのも、ある種、須田委員が心配されているような、ある特定の金利のコントロールみたいなものというよりは、「全般」という言葉を使うかどうかはともかくとして、「市場金利全般の低下を促す」ことを目的としているためである。その中には、当時意識されていたことは、例えばTIBORなど色々なものがあるが、今、リスク・フリーのレートは相当イーールド・カーブが寝た中で、そうは言ってもまだ他のものは下げ余地がある訳なので、そうしたもの全般に働きかけるという意味で、むしろ、特定の時間軸効果ではないということ、特定の金利を対象にしているのではないということ、この二つの意味合いを込めてこういう言葉を使っているということである。

野田委員

そういう説明を頂いたうえで、なお分からないのは、3月の時も——12月もそうであるが——、「やや長めの金利の低下を促す」措置ということだった。そこと何が違うのか。

雨宮理事

「やや長めの金利」というのが、当初、かなりスペシフィックに一部のターム物金利のみにではないかと受け取られるリスクというか、可能性があったのに対して、今回は6か月と、より長くする訳なので、その働きかけの対象をより狭く取られないようにした方が適切ではないかという判断である。

野田委員

では、なぜそういうことを言うのかを——後で意見の中で申し上げようと思ったが、この場の議論の中でそういう話が出たので——敢えて申し上げると、先程、リスク・フリーの金利は良いところまで下がっているとおっしゃった。良いところというのはよく分からない。下がり過ぎているという意見も前回の議論であった訳であるから。そういうことからすると、全般に働きかけるという——今この時点で、我々としてそういう——言い方をすること自体がどうなのかと思う。全般と言うと、本当に全般なのであって、前回「やや長め」と言った訳だから、今度は「長め」で良い訳である。「やや」を取れば、それで済む話である。金利全般に働きかけるということを皆さんが共有するのであれば、それはそれで私は異存はないが、この時点で、前回の長期金利のリスク——主として金融機関の金利リスクコントロールのリスクであるが——のところは良いのかなという気が少しする。皆さんがそうなのだと言うのであれば、それで良いのだが、本当にそこまで考えてやるのかどうか。

白川議長

段々中身の議論になってきた。今の櫛田企画局長の説明は、一応、固定金利オペを拡充するとすれば、技術的にはこういうことが考えられるという話であった。しかし、そこにどういう思想を込めて、どのように運営していくのかについては、これは櫛田企画局長の立場で説明できる話ではない。それ自体は、我々自身がここでこれから議論する話であるため、その時の論点として今提起があったと理解しておき、技術的な意味でのご質問が出尽くした後、自由討議に入りたいと思う。

野田委員

その話が出たものだから、敢えて申し上げた。

白川議長

それは、勿論結構である。

亀崎委員

技術的な意味で、先程の副作用の話である。現在も大変ご苦労されていると思うが、さらにここで10兆円を加えると言った時に、政策金利の誘導について、非常に厳しくなってくる中で、例えば、これはしっかりやれるのだ、吸収オペをやらなくてもちゃんとやれるのだ、という一応の確信というか、その辺はもうやっていけると……。

白川議長

雨宮理事、どうぞ。

雨宮理事

お答えする。結論から申し上げますと、そのようにやっていくのが仕事なので、やっていくということであるが、二点付け加えさせて頂く。やはり技術的に固定部分のオペ供給額が増えると、入札部分が相対的に減ること

になる。ただし、これは、委員会からマンデートを頂いている低金利環境は維持しなさい、しかし市場は安定させなさいというもののうち、低金利環境の維持ということでは、固定金利のオペが大きくなることは意味がある訳である。一方で、そのコストとして、一種のファイン・チューニングはより難しくなるということである。これは、両方を追求していくことになるので、一方で固定金利の安定化効果を上手く使いながら、ファイン・チューニングでも、これまで以上に調節は意を用いつつ対応していくということに尽きる。そこで二点目であるが、このように固定金利部分というのは、このオペだけではなくて、長国の買入れもどんどん増えているので、長い目でみれば、いずれは吸収オペも併用しながらファイン・チューニングをやっていくという調節スタイルに必ず移行する訳である。従って、お答え申し上げますと、直ちにとということではないと思うが、いずれかの段階では、吸収オペも上手く活用しながらファイン・チューニングをやっていくということだろうと思っている。

白川議長

念のために、今、欧米は、日本銀行と同じように資金の大量供給を行っているが、彼等自身がどういうオペレーションをやっているかを少し併せて説明して欲しい。つまり、彼ら自身も、吸収オペと言うかどうかは別として、預金のファシリティを使って金融調節を行っている訳である。そういう意味で、日本銀行が何か特別なことをやっている訳ではない。

雨宮理事

白川議長がご説明されたとおりなのだが、調節のスタイルとして、資金供給オペと資金吸収オペの両方がある訳である。どの中央銀行も、それなりのやり方で、両方を活用している。特に、今のFedの調節は、むしろ預金という格好で吸収オペを物凄く多用しているという調節スタイルである。日本銀行も補完当預を使っているなので、元々ある種吸収オペも使いながら調節しているともいえる。いずれ、吸収オペについては、補完当預

だけではなく、売出手形という——これは元々日本銀行が世界に先駆けてずっと使ってきた手段であるが——、そうした両方の手段も使いながら調節をしていくということになるかと考えている。

#### 野田委員

今の雨宮理事のお話は、この場では通用するが、市場は必ずしもそうは受止めないということが、これまでの私の経験から言ってもある訳である。だから、吸収オペについては、相当慎重にやっていくということに尽きると思うし、そうであればやはりきちっと説明していかなければならない。売出手形などと言うと、過敏に反応する。であるから、そこに至るまでに、色々やはり醸成していかなければいけない。この場での説明としては納得できるが、市場とのコミュニケーションということでは、もしそうなうようなことであれば、やはりそれなりに、あとまだ他に何か手立てはないのかということだってあり得るな。

#### 白川議長

これは、執行部だけではなく、政策委員会メンバー全体が、市場機能の維持が大事だとか色々なことを言っているのは、まさにそういうことを日本銀行も含めて各中央銀行が大事なことと考えているからである。そういう情報発信を私達全体が丁寧にしていく必要がある。それを具体的にどうやるのかについては、勿論、局面局面で違ってくる訳である。そういう意味では、もしそういう必要があった時には、執行部だけではなく、我々全体が大きな議論を踏まえたうえでやっていく必要があると思う。

#### 雨宮理事

一点、付け加えさせて頂く。売出手形という手段自身は、頻度についてはこれまでも非常に高く使っていたものである。そのうえで、元々使える手段だと思っているが、野田委員のご指摘のとおり、ただこれを使う時は、こういう局面であるから非常に慎重な説明が必要である。実は、6か月物

オペを、機械的に半年で直ちに全部埋めるようにせずに、ある程度調節負担やマーケットの動向等々をみながら、少しずつ増やしていくという弾力的な対応を可能にしているのも、その辺も見極めたいという気持ちもある。

白川議長

他にご質問はないか。

野田委員

一点、後の議論の方が良いのか少しよく分からないが、2.の新たに導入する6か月物——10兆円程度ということなのだろうと思うが——を、今、雨宮理事が説明になった少し様子を見ながらやっていくということになると、期間的にはどの位になるのか。

白川議長

これは、勿論、この後……。

野田委員

融通無碍にやっていくというイメージなのか、そうは言っても、ある程度ここで言う月1～2回程度という……。

白川議長

これは、皆さんが……。

野田委員

1～2回というのは、微妙なのである。1回なのか、2回なのか。

白川議長

これは、皆さんのこれからの議論次第であるが、提案する立場から申し上げると、二つの要請があると思う。一つは、景気情勢についてどういう

判断をするか、その実態的な議論を行ったうえでではあるが、仮に下振れリスクに対応して何か措置を取った方が良いという時は、固定金利オペは最も自然だろうと思う。もう一つは、その時に、オペの金額を増やしていく、量を増やしていくということで、少し従来より長いものに働きかけるということになると、期間3か月ではなく、期間6か月だと思うが、6か月をいきなり市場の状況を見ずに打っていくと、今度は逆に、オーバーナイトの金利のコントロールをはじめとして、短期金融市場の安定をしっかりと確保していくという命題に、時として齟齬をきたすこともあり得る。これは、初めてのことであるし、かなり長い期間のオペを打っていくということだから、全く裁量的にやるものではないということ、これは一応、月1回ないし2回という目途ははっきりここで示して、そのうえでオペの日程を出していくのだろう。ただ、月1回がいいのか、2回がいいのかということは、これは必ずしも今全部決め切れない。やはり、実際にこの運営をやってみて分かるということである。そういう意味で、月1~2回、従って、1回当たり8,000億円であるから、もし月2回でやっていった場合には、勿論ハイペースで最終的な供給規模に到達するが、そのペースがどうなるかについては、市場の状況がある程度みながらやはりやっていく必要がある。それから毎回の決定会合で、前回以降どういう状況であったか、これもまた報告がある訳であるが、一応目途として、月1~2回というように示しておいた方が良いのではないかと思う。

野田委員

確かに、3か月と6か月の違いがあるのだということも、私自身今よくこなれていないので、皆さんがこなれていれば教えて頂きたいのだが、前回、3月に10兆円増やした時は、3か月以内位で到達したな。

雨宮理事

然り。

野田委員

それでいくと、さらに追加の 10 兆円については、確かにオペレーション——我々の金融調節——上の都合があるとは言いながら、これは、最長 1 年位かかることになるのか。月 1 回だとすると。

白川議長

もし、月 1 回でやった場合には、そうである。

野田委員

そういうように市場はみる。最長ということ。

白川議長

勿論、月 1 回ないし 2 回というのがあれば……。

野田委員

そうすると、前回、我々が 3 月に打った追加措置は、最初からほぼ明示して、2 か月から 3 か月で到達するなということが、予め市場に予見をさせられたコミュニケーションであった。今回、それが最長 1 年位かかる、速くても 6 か月位をかけてやるのだということ自体のその影響は、どういように理解するのか。

白川議長

金融調節の説明はなかなか理解しにくい面はあるが、丁寧に説明していく必要があると思う。ただ、環境的には、先程の雨宮理事の説明にあったが、長期国債オペで確実に残高が積み上がっていつている。それから、成長基盤融資も今回から始まって、根雪部分は明らかに増えてきている。その分、金利入札型のオペを実行し得る余地が相対的に小さくなってきている。そういう中で、期間の長いオペが入ってくる訳であるから、市場への影響、調節への影響については、点検しながらやっていく必要がある。今、

答えが分かっているならば、勿論何回というように決められる訳だが、そこまでなかなか読みにくい。そういう意味で、月 1～2 回というように、つまり何の目途も示さない訳ではなくて、回数としては、月 1～2 回とはっきり出しておくということだろうと思う。

野田委員

そういう説明になるのだろうと、私も今の話を聞いていると分かるのだが、市場というのは、そうは言ってもかなり視野が狭い。これまでの我々の追加緩和の措置と比べてどうなのか、あるいは今の環境と比べてどうなのかというようにみた場合、何か中央銀行は政策をもったいぶっている、折角やるのに出し惜しみしている、と取られはしないかという、そういう懸念である。

白川議長

そういう懸念でご質問になっていると理解している。その点も含めて、後から議論をした方が良くと思う。他にご質問はないか。

#### IV. 執行部提案等に関する討議

白川議長

それでは、これから自由討議に入りたいと思う。なお、8 月 10 日に決定した金融市場調節方針は、次回決定会合までの方針を定めている。このため、本日臨時の決定会合を開催することに伴い、改めて次回決定会合までの金融市場調節方針を決定する必要があり、後程その採決も行う。これについても併せてご意見を頂きたい。特に順番には指名しないので、ご自由にご発言をお願いします。

野田委員

ここ数か月の為替市場の動きは、達観して言えば、米国の景気後退懸念の高まりによるドルの減価傾向がその根底にある。日米金利差、それから

その派生として、日米両国のマクロ金融政策の差、それが必ずしも冷静な分析によるものであるかどうかは別として、それはともかく少なくとも市場では、金融政策の差が異常に強く意識されているとみている。円高自体は長期的にみれば、我が国経済全体にとって、必ずしもネガティブなものと考えている訳ではない。しかしながら、回復途上にあるとは言いながら、経済活動の水準はなお既往ピークには遠く、マクロ的な需給バランスの緩みが比較的大きく残っている中であって、現在のドル安が主要な競争相手であるアジアの新興国——N I E sの一部の国も該当するが——の通貨安に通じていることから、輸出の抑圧を通じて、短期的には我が国経済の下振れに繋がるリスクは高まっている。生産拠点の海外移転やビジネスモデルの転換や多様化が困難であり、また、今次金融危機で体力を相対的に大きく低下させた中小企業にはストレスは相対的に大きく、中小企業経営者のマインドに与える影響は小さくない。さは然りながら、先程来、執行部からの説明もあったが、これまでの我々のメインシナリオを変えるほどではないと考えている。また、我が国の株式市場をみると、名目の円高がすなわち日本経済に対するクリティカルなマイナス要因という、いわゆる擦り込みのようなものが市場参加者になされているかのようであり、株安がこのところいわば自己実現を続けていると言っても差し支えないかと思う。

本日、執行部の案にある固定金利オペの拡充については、その効果については3月の拡充の際にも私は指摘したように、限定的であると言わざるを得ないが、先程来述べているような観点から、この提案を実行することにより、予てから発信しているように、必要と判断される場合には行動し、市場参加者に日本銀行の政策意思を一段と明確にすることの意義は小さくないものと考えている。従って、執行部の提案を大筋として実施するという事に異存はない。ただ、先程来少し議論になりかけているが、本件はより長いターム物に働きかけることにより、執行部の説明では、市場金利全般の低下をそれなりに促すものであるが、一方で、それは短期金融市場の金利低下により、前回定例会合でも議論したように、長期金利の低下

モメンタムに働きかけることになるという点で、副作用を含んでいることを意識しておく必要がある。それからこれも先程議論になりかけているが、6か月物の固定金利オペの運用については、もう少し議論をしてみる必要があるのではないかと考えている次第である。以上である。

#### 中村委員

リスク回避が強まる中、7月の雇用統計や8月10日のFOMCの政策声明の発表以降、さらにはその後に明らかとなった様々な経済指標を受けて、市場では米国経済の先行きにつき、一段と減速するとの見方が強まるとともに、MBS償還資金の国債の再投資は一段の金融緩和に向けた動きと受止められているようである。また27日のバーナンキ議長のジャクソンホールでの講演内容も、2011年には景気が持ち直すとの見方を示しているが、景気回復の遅れが懸念される中、必要に応じてFRBが新たな金融緩和策を導入する用意があることを示唆している。一方で、欧州周辺国の問題についても、アイルランドの財政悪化等を受けて、ソブリン・リスクに対する懸念が再び取り沙汰され、ドイツ国債とのスプレッド拡大の動きがみられ、先行きの世界経済に対する下振れリスクが強まっている。そうした中、為替市場では、6月以降のドル安傾向は、足許では安全通貨として円、スイスフラン、ドルが選好される展開となっている。中でも、円については、主要国との金利差が縮小していることもあり、我が国第2四半期の実質GDP成長率の大幅下振れなども円買い材料視され、83円台まで買い進まれる局面もあった。またこのような情勢を受けて、世界株式市場は不安定な動きとなっており、主要国の債券価格も大きく上昇している。我が国経済は、海外経済の改善を起点に回復傾向を辿ると考えられるが、国内での景気刺激策効果の減衰や、リーマン・ショックによる急激な落ち込みの復元が一段落すること等より、今年の後半には一時的に足踏み状態に陥り、ひるみない自律的回復には繋がらない可能性も否定できない。先行きの不透明感が残る中、金融市場の不安定化に伴う企業の成長期待や消費者の購買意欲等に対するマインド面からの悪影響を取り除き、欧米経

済の下振れリスクが顕現化した場合の我が国経済に与える影響を軽減するために、この時点に前倒し的に一段の金融緩和策を施行することは、日本経済の回復にとって必要と判断する。従って、執行部提案の固定金利方式のオペレーションにつき、新たに6か月物を導入し、資金供給を拡大するとともに、長めの市場金利の低下を促し、一段と金融緩和を強化することに賛成する。なお、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、現状維持とすることが適当だと判断する。私からは以上である。

#### 森本委員

執行部の提案に賛成したいと思う。我が国の景気が緩やかに回復しつつあるとの基調判断については、変える必要はないと思っている。しかし、ここに来て、景気の下振れリスクへの留意の必要性が増しているのも事実であると思う。一つには、先程来色々議論があるが、米国経済の状況が挙げられると思う。足許、先行きとの繋がりなどについて色々議論があったところだが、景気刺激策により順調に回復してきた経済ではあるが、その効果が減衰する中で、先のFOMCでも「生産および雇用の回復ペースが減速している」と指摘するなど、不確実性が高まっているのも事実だと思う。

次に、こうした状況も背景となって、このところ急速に進む円高あるいは株式市場の不安定化等が、企業マインドや消費マインド等を冷え込ませ、实体经济活動に悪影響を及ぼすリスクを意識せざるを得ない状況になったという点がある。経団連や経産省の調査では、この円高が継続した場合、製造業収益への少なからぬ影響や輸出産業の中で生産の海外シフトの拡大・加速という企業行動を指摘しており、経済の自律回復に繋がる設備投資や雇用の拡大が阻害されることが懸念される場所である。

こうした状況のもとで、この際、新たにより少し長めの金利のさらなる低下を促し、現在の強力な金融緩和をより一段と浸透させ、金融面から景気回復を支援していくことが望ましいと考えている。発動についても、市場の動向をみながら効果的に実施していく必要があると思っており、そう

いう意味では、本日の執行部の提案は、その目的を達成するために効果的な手段であると思っている。以上である。

#### 亀崎委員

前回の決定会合以降の外部環境をみると、欧州も中国もN I E sの新興国もほぼ変わった状況はみられない。欧州では、ドイツや英国の4~6月のGDPについて、非常に強いのが出てきたりしている。ちょっと違うのは、やはり先程来の米国の足許弱い指標がかなり出てきていることである。先行きはリカバーの方向で行くが、足許、この下振れがあるというところが外部環境として違ってきているというように思う。一方、日本経済だが、これも前回会合以降の数字等をも、シナリオを変える状況ではないと思うが、足許の円高をどうみるかである。それから、それと一緒に株安ということである。円高については、私は、勿論、通貨はその国力を現すもので、実体経済とともに強くあるべきだと思っている。特に、今もしドルが360円ということになれば、原油とか鉄鉱石、原料炭、トウモロコシ、大豆など、皆輸入に原料を頼っている日本がやっていけないという状況を見ると、ロングランでみた場合に、為替は強くあるべきだと思う。そうは言っても、足許の状況はどうなのかと言うと、これは名目では1995年の超円高と言われた頃に迫る動きである。ただ、各企業は、その時々に関係を引き下げ努力とか技術革新とかによって国際競争力を維持し、そしてその結果対外競争力があるため、実質実効為替レートからみると、然程の円高ではないと言える。とは言っても、現在、企業経営者を見てみると、企業収益は良いが、先行きについてはなかなか不透明ということで、設備投資もすぐ一気にやろうということは言っていない。すなわち、設備投資計画や収益見通し、企業行動全般に亘るこの影響が懸念される状況だと思う。今、日本経済にとって最も重要なことは何なのかと言うと、需給ギャップの縮小、これが一番大きな問題だと思う。そのためには、6月に成長戦略が打出されたが、これはどれも力仕事のいる内容である。これをスピード感を持って、着実に早く実行していくこと、これが最も重要だと私は思う。

勿論、本行が行っている成長基盤強化に向けた資金供給策も今週中に内容が発表されるが、これも併せて重要だと思うが、その中で、先程から申し上げている市場や企業経営者のマインドがそれに至る中で、今目下非常に厳しい中にあるということを考えてみると、今日執行部から提案があった一層の金融緩和、市場金利の低下を促して、いわゆるより良い環境を醸成するという意味において、私はこの施策は実効があるものであると思うので、この執行部の提案に賛成する。

#### 須田委員

前回会合で市場との対話を間違うと、為替が政策変更を求める催促相場になったり、金融資本市場が為替の変動に呼応して政策変更を織り込むようなことになるリスクがあると述べたが、前回会合以降、対話の上手い下手に関わりなく、市場は昨年12月の時との類似性を意識し、同じようなパターンが成立するようにと、どんどん追加緩和を織り込み、また菅総理・白川総裁対談や臨時会合の催促をし、またその時期を巡って大騒ぎすることになってしまった。今回、臨時会合をすることは、もう一つ類似のパターンを積み上げることになり、今後もそのような動きを強めてしまうので、できることならば思考のパターン化を避けるべく、定例会合を待つて政策判断をすることが望ましいと思う。

ただ、12月の時と同様に、メディアが危機感を煽った結果、市場動向に加え、動かないとのレッテルを貼られた政府・日銀への不満などから、企業や家計のマインドが悪化し、冷静な議論ができなくなっている現在のような状況下、何らかのアクションを日本銀行が採ることが望ましいと言っているのであれば、定例会合が一週間後に迫っているとしても、政府の政策発表と歩調を合わせるために臨時会合を開催するのもやむを得ないということなのかもしれない。今次、市場が荒れた時に、直ぐマーケットから臨時会合で対応すべきとの声が聞こえてきたが、臨時会合開催のハードルをもっと上げて、それは異例の時でしかないと認識してもらうために、今後かなりの努力が必要となりそうである。

さて、マーケットでは、欧州のストレステストの通過後、関心は米国経済・物価情勢の弱さにシフトしていたが、アイルランド問題の再燃が欧州問題を意識させたこともあって、リスク回避姿勢が高止まっている中、消去法として円が買い進められ、金利が低下し、株価も大きく値を下げた。マーケットの動きには今後も注視していく必要がある。このような市場動向が実体経済や物価情勢にどのような影響を与えるかをみていくには、マーケットの動きの程度や持続性について判断が必要であるし、タイムラグ構造も知る必要がある。それに加え、経済全体への影響をグローバル経済も考慮に入れてみていく必要があるので、その評価は簡単ではない。また、マーケットは足許過度に悲観論に陥っている可能性が高いとみているが、過度の程度の評価も必要となる。全体的な評価をするには、まだ時間と分析が足りないというのが正直なところである。

注目の米国経済については、FOMCの8月会合で、足許の景気認識は下方修正されたが、来年の回復は維持されている。しかるに、足許公表されたデータが、雇用・住宅関連や景況感指数など、予想よりもかなり悪かったこともあって、マーケットは成長見通しをどんどん下方修正している。前回会合でも申し上げたが、FOMCメンバーよりも米国の景気を慎重にみているので、今のところは、これまでの見方を私は変えていないが、不確実性が高いもとの、私のメインシナリオをもっと下げる必要があるかどうか、しっかりとデータをみて判断していきたいと思う。

なお、OECD諸国経済全体やエマージング・資源国の第2四半期までの成長はしっかりとしていたと言える。日本の第2四半期のQEは、数字としてはショックだったが、法人季報を待つ必要があるものの、今後上方修正との見方が多いようである。7月の日本の輸出や雇用関連指標、消費者物価もほぼ想定どおりの動きだった。

私の経済・物価についての先行きの見方は慎重であり、年度後半にかけて下振れリスクをかなり意識してきたが、今のところその見方に変わりはない。先行き不確実性が高く、全体としてのリスク・バランスについては評価できないのも前回述べたとおりである。このような経済・物価情勢に

対する認識のもとでは、金利政策、量的政策、質的政策どの面からも、現状維持が適当だと思う。そして次回展望レポートに向けて、しっかりとシナリオの蓋然性やリスク・バランスについて分析を深め、もしこれまでのシナリオを大きく変える必要があるという判断に至った時には、これまでも何度も述べてきたが、アグレッシブに行動する必要があると考えている。そして現時点では、その姿勢をしっかりと示しておくことが一番大事であると思っている。私としては、リスク・プレミアムに働きかける質的な緩和政策について、どのようなものが可能か、しっかりと考えていきたいと思う。また、成長基盤強化支援のための対策を採っていくのがここで非常に大事なことだとも考えている。

執行部からの提案について反対と言い切れるかどうかについては、非常に悩んでいる。固定金利オペ6か月物を10兆円増額することについては、メリットとデメリットがある。これは時と場合によって変化するが、既に固定金利オペ残高が20兆円となっている現在、市場機能という面でも、コール市場残高はかなり減っており、資金偏在ないしは資金の巡りの悪さは既に指摘されており、ターム物金利の低下は金融機関の収益悪化にも繋がっている。オーバーナイト金利も誘導目標の維持が難しくなりつつある。固定金利オペ残高を10兆円増加するが、円滑な調節をなるべく阻害しないように工夫して積み増しを行うということであるなら、既に金利の低下余地のない中で、それによるコスト増は微害と言えるかもしれない。他方、これによって短中期ゾーンの金利が僅かなりとも低位安定化する可能性があるし、資金調達における安心感が少しは高まるかもしれない。これらベネフィット増も微益ということだと思う。従って、これによって実体経済に目に見えるような効果は期待できない。またマーケットの反応も、市場の織り込まれ具合によるので定かではない。いずれにしても、これによってマーケットなどに大きな効果が期待できる訳ではない。

このように、固定金利オペを20兆円から10兆円増加することは、足許微害微益と評価しているが、私としては市場機能を維持し、お金の巡りを良くしたいという意識を強く持っているので、微害の方が大きいとみてい

る。なお、海外の投資家は量的緩和に関心があるので、このような量の拡大がより積極的に評価される可能性はあるとみているが、他方で、前回述べたように、金利の引き下げ余地のない中で、主要先進国間で量の拡大競争に繋がると、非常に低い金利が長く続くという期待のもとで、何らかのバブルの芽を生じさせる可能性がある。このように先行きのグローバル・バブルの発生に加担するリスクを考えると、長い目でみた場合でも、コストがメリットよりも上回ると考えている。

それでも、今回の措置に反対するかどうかもまだ非常に悩んでいるのは、前回会合以降のマーケットの動きと、その影響について悲観的な見方が大きく報道され、それに対して政府も日本銀行も対応しないという懸念を国民に植え付けてしまった可能性があるからである。政府と日本銀行が物価安定のもとでの持続的な成長に向けて、様々な努力をそれぞれの責任のもと分担して行い、それを示すべくアクションをほぼ同時に採ることは意義があるとみているからである。つまり、そうすることで過度の悲観論を取り去り、マーケットの動きについて冷静に評価することが可能となるのではないかと考えている。ここでアクションを採らないということは、コストが非常に大きいと思うが、皆さんの話を聞いていると、それが無いということであるならば、あとは全会一致であることの重要性をどの程度みれば良いのか——後の方の意見は分からないが——、私自身としてはその重要性をどの程度みれば良いのかというところである。私自身、今のところどうして良いか判断できない。最後、皆さんの話を聞いた後に最終的な決断をしたいと思う。

#### 宮尾委員

それでは、私の意見を申し上げる。今回の円高の動き、並びに我が国の株価動向の背景には、米国経済の先行き見通しに関する不確実性の高まり、すなわち下振れリスクの拡大、同時に米欧経済を中心とした世界的なリスク回避行動の強まりというものが根本要因としてあると考えられる。この間、米国について公表された経済指標は、フィラデルフィア連銀景況指数、

中古・新築住宅販売件数、耐久財受注、失業保険申請件数など、総じて米国の景気減速及び雇用の低迷が続くことを示唆する指標であり、FRBは景気判断を下方修正した。今月に入り、米国長期金利は2.5%前後の水準まで低下しており、インフレ連動国債から把握される予想金利も——10年物ベースであるが——1.5%程度水準まで低下している。これらの動きは、行き過ぎた悲観的な動きという解釈も成り立つが、一方で、私がこれまでの決定会合でもずっと懸念しているとおおり、期待成長の低下を背景として、景気低迷と雇用の低迷が持続し、デフインフレも長期化するという可能性が高まっているという解釈もやはり排除できないと考えている。このような状況のもとで、米国では、長期金利のさらなる低下を目指すなどの追加緩和の具体的な検討が始まっている。また、欧州の財政問題に対する懸念も根強く残っており、世界的なリスク回避と株価低迷の傾向が今後も続くという可能性は残る。

以上の動きを踏まえると、世界的なリスク回避傾向の継続とともに、米国長期金利低下を背景とした円高傾向や、株価低迷といった現象が持続することが懸念され、そういった状況は我が国の景気・物価の見通しに対する下振れリスクの高まりとなり、この点は、前回の会合時点よりも、この下振れリスクは拡大したというように考えている。以上のような私の方から、今回執行部が提案した、固定金利オペを拡充して金融緩和を一段と強化する措置を行うことは適当であると考えている。以上である。

#### 西村副総裁

前回8月10日会合で、金融情勢判断として、私は「まだハード・データがある訳ではないが、今後の変調の可能性を示唆する兆しのようなものもある。こうした兆しのようなものが今後広がっていくと、場合によっては日本の家計や企業の中長期的成長期待が思ったように伸びず、逆に再び下振れする可能性もある」と述べたが、その後の展開は、今のところ残念ながら、この見立てに近い展開となっている。

米国経済の下振れを示唆するデータだが、特に私が重要視しているのは

やはり雇用と、そして住宅市場なのだが、この二点で続いており、かつこれは振れが激しいものだから判断には気をつけなければならないが、耐久財受注のかなり大きな低下を通じて、生産の将来に対する不安を残すようなデータが続いている。こうした米国経済の先行きの不安からリスク回避の傾向が強まり、過去のキャリートレードの巻き返しも多分あるだろうと思うし、それから相対的に金融市場が安定している円への選好の高まりから、為替の円高傾向がなかなか反転しない状況が続いている。このため、円高傾向の定着が企業マインドに影響を及ぼすリスクも顕在化し始めているように思う。これはやはり実体経済の下振れリスクに繋がっていくのであろうと考えている。従って、次回9月会合を待たずに臨時会合を開き、執行部案のとおり固定金利オペを使った追加的金融緩和を行うことが緊急に必要であると考えている。

今回の措置は、端的に言えば、30兆円の供給という形になる。それから全般的な金利低下の誘導と、この二つの柱をとる形になると思う。前者の30兆円の供給ということからすれば、これは期間6か月の固定金利オペを10兆円を目途に新たに供給する。そして従来期間3か月の20兆円と併せて30兆円という流動性の量を拡大するということを明確にするということであるし、二番目の全般的な金利低下誘導というものは、期間を延ばした固定金利オペを導入することで、従来よりもさらに長めの短期金利を低めに誘導し、それから全般的な金利低下を促すということであると思う。この点について、さらに長めの短期金利というところで、あまりこういうことを言い始めると話が分かりにくくなると思うので、この全般的な金利低下という形の表現で良いのではないかと考えるが、基本は先程野田委員がおっしゃったように、さらに長めの短期金利を低めに誘導していく、ということである。この二点に集約されると思うので、この点をきちんと情報発信をしていくことが重要であると考えている。以上である。

山口副総裁

最後になったが、私からは経済情勢判断についての執行部の説明も踏ま

えて、金融経済情勢、金融政策運営、それから仮に今回執行部提案どおりに政策を手直しすることになった場合の対外説明上の留意点、この三点に関してお話ししたいと思う。

まず、金融経済情勢であるが、ポイントは四つあると思っている。最初に、焦点の米国経済であるが、前回会合以降、弱めの指標が目立ったことは事実である。雇用関連については、新規失業保険の申請者数が予想比増加した。住宅関連は新築、中古いずれも販売件数が記録的な低水準となったほか、着工件数も予想を下回った。また、耐久財受注も予想比下振れている。これらの指標やFOMCのステートメントなどを総合すると、米国経済については、先行きを巡っての不確実性が、これまでに比べれば高まっているという印象がある。二点目は、我が国の景気であるが、今年4～6月のGDPが予想比下振れた点は、正直言って気になるところである。ただし、在庫投資などは今後上方改訂される可能性も小さくないだけに、公表計数を額面どおり受止めるのも適当ではないと思っている。しかしながら、設備投資や個人消費の数字がやや弱めだったことも事実であり、国内民需の自律回復の動きについて言えば、私が想定したほどにはその芽が現れていなかったのかもしれない。加えて、先程、門間調査統計局長が言われた、ミクロ情報を踏まえると、当面下振れリスクを意識する必要があるといった指摘も頭に置いておく必要があると思う。三点目は、金融資本市場の動きであるが、内外ともに為替相場、株価、債券市場など全般に神経質かつ不安定な展開を続けている。四点目となるが、以上を総合すると、国内景気に関しては先行きも回復傾向を辿るとの中心シナリオをここで修正する必要はないが、下振れリスクに対してより目を向けるべき状況になってきているように認識している。

次に、政策運営であるが、二点述べておきたいと思う。まず一点目は、景気と物価についての中心シナリオとの関係では、当面の金融調節方針は現状維持で良いと考えている。問題は、国内景気に関して下振れリスクにより注目すべきであるという判断との関係である。景気は回復しつつあるとはいえ、そのペースは非常に緩やかである。また景気の水準も、依然と

して低い。これらを踏まえると、注目すべき下振れリスクに対しては、政策的にしっかり対応すべきではないかと思う。固定金利オペによる資金供給量を大幅に拡大するとともに、6か月物オペの新規導入も図って、量の大幅拡大を通じて市場金利全般の低下を促し、金融緩和の一段の強化を図っていくことが必要ではないかと思っている。具体的にオペの枠組みをどうするかについては、政策対応は最小の手直しで最大の効果を狙うことが基本であること、そして通常の金融調節への負担を極力小さくすべきであること、などを念頭に考えていくことが必要であろう。従って、執行部の提案どおり、3か月物については従来の20兆円を維持し、6か月物については新たにそれを導入して、10兆円の規模を目指すということで良いと思う。

最後に、こうした形で政策について手直しをするとした場合の対外説明上の留意点ということで、幾つか述べておきたい。今回は我々の政策運営を巡って様々なことが言われてきた。その主な点についてはこの際しっかりと説明していくことが、金融政策に対する信認を確保するうえで非常に重要である。ポイントになるのは三つだと思っている。まず、最近の為替相場の動きは、あくまでも米国経済の先行きに対する懸念の強まりが主因だということである。従って、日々の為替変動に目を奪われることなく、米国経済の先行きをきちんと見極めていくことが基本であるということである。こうした我々の考え方と構えを丁寧に説明していくことが何よりも重要である。二つ目は、今回の政策措置は、為替相場等の市場変動やその企業マインド面への影響に着目したものというよりは、あくまで米国経済そして我が国経済などの実体経済動向に着目しての政策措置であるということである。この点は、今回の政策対応のタイミングに関わるものであると同時に、我々の判断が政治から独立したものであることを明確にするうえでも重要だと思っている。三つ目は、今回の政策措置を含めて我々は様々な措置を果敢に講じてきている。しかしながら、こうした我々の対応姿勢に対する市場の理解は必ずしも十分でない。この機会に、我々がこれまで講じてきた政策措置についても、今一步踏み込んだ形で対外的に示

していく必要があるのではないかと思っている。私からは以上である。

白川議長

まず、景気の判断の方だが、今回の会合で本格的に点検をしていく必要があるが、今日皆さんのお話を聞く限りは、標準的なシナリオそれ自体を今ここで大きく変える必要があるということではないと思う。ただ、これから申し上げるような下振れリスクが出てくるので、下振れリスクを意識して政策を考えていくことが適切であると思う。その下振れリスクがこの先顕在化して、標準シナリオそれ自体を下方修正しないといけないという可能性も委員によっては意識されている。いずれにせよ、そうしたことも意識し、現在のこの局面では下振れリスクの方に注意をしながら政策運営をしていくということだと受止めた。

そういうふうに受止めた場合に、金融政策上は、そうしたことを意識して、言わば前倒し的に今回何らかのアクションを採った方が良いということであったと思う。前倒し的にアクションを採った時に、どういう手段があるのかということである。現在、日本銀行は非常に強力な金融緩和政策をやっているので、短期金利あるいはイールド・カーブ全体の水準にしても、あるいは形状にしても、世界で最も金利水準が低い。それだけに、追加的な緩和をするに当たり、非常に効果の出やすいものが既に買入れられている中で、どういう政策措置があり得るのかと、今、皆知恵を巡らせている。今回、バーナンキ議長のジャクソンホール講演でも、私自身、議長が挙げている三つの政策オプションないしは四つのオプションについて、我々自身の思考様式と非常に似ていると思った。つまり、それ自体を取ってみると、効果は効果としてそれなりにあるかもしれない、その一方で副作用があると。就中、我々自身が経験したことのない世界に入ってきているだけに、その効果と副作用を入念に点検して、そのうえで中央銀行として必要な政策措置を採っていくのだ、という構えはどの中央銀行も同じだと、改めて印象を強くした。それから、あまり日本の新聞では報道されていないが、議長自身が講演で言っていたのは、現在の米国の高い

失業率の問題をはじめとして、色々な構造的な問題に対して、金融政策だけで対応できる訳ではないと。しかし、そのうえで中央銀行としてできることを考えていくことは、中央銀行の責務だと。この思考様式も日本銀行の思考様式と全く同じだなと思った。そうした効果と副作用の点検をした結果、現在我々が採り得る追加的な手段として、先程執行部から説明のあった固定金利型オペを拡充していくという点について、結論については後でご意見を聞いてからということになるが、多くの方が賛成をされたと受止めた。私自身もそうである。このことの意味であるが、一つは、低下余地が少ないとはいえ、金利の低下を促していくということ、それが色々な市場金利全般に及んでいく効果である。それからもう一つは、中央銀行として現在の状況についてしっかり認識している、そして現在の景気の下振れリスクに対してしっかり取り組んでいる、ということを示していく、そういう姿勢をはっきり示すうえで意味があると判断をした。先程、少し議論になった幾つかの点について、多少これから議論をした方が良く思う。そのうえで、最終的にどう考えるかをまた議論したいと思う。一つは、これは表現とも絡むが、このオペは「市場金利全般の低下を促す」という形で表現した方が良いのか、あるいはもう少し別の言葉で表現した方が良いのか、ということである。共通していることは、ある特定の金利をターゲットに置いて、その金利をいわば叩いていくという、そういう意味での低下を促すということではないことである。例えば、長期国債の金利をターゲットに運用していく訳ではないということである。従来「やや長めの金利」と言った場合には、主として3か月を念頭に置くが、今回はそれよりも長い。短期金利の中の、より長めのさらに長いところということであるが、なかなかそういうこと言っても分かりにくいので、そういう意味で「市場金利全般」と言った訳である。ただ、確かにこれは一方で誤解を招きやすいということも、皆さん懸念されているところだと思う。そういうことを考えたうえで、分かりやすい言葉として何が良いのか、これはまた後から議論して頂く。私自身は、やや長めの短期金利の低下を促すことを通じて、景気回復を強力にサポートする金融緩和環境を強化していく、

そういうことだろうと思うが、それを短い言葉でどう表現するかということである。それからもう一つは、市場機能がこれで低下するのではないかということである。市場機能というか、中央銀行にとって一番大事なオーバーナイトの金利コントロール力、あるいは銀行間の資金のやりとりといった市場の機能が低下して、結局金融市場それ自体に悪影響が出てくると、最終的に何をやっているか分からなくなってくる。その面を、どういうふうに考えていくのかということである。実は、この点について、私は今回バーナンキ議長のスピーチを聞いてある意味で感慨に打たれた。ちょうどリーマン・ショックの後に短期金融市場の機能の話だとか、あるいは調節の話随分して、なかなか日本国内の理解を得られなかったという感じがするが、今回、バーナンキ議長がかなりの頁を割いてその重要性を説いていて、やはり言い続けるとどこかで理解が浸透するのだなという感じがした。従って、私自身、これは決して軽視できないと思った。ただそのうえで、先程申し上げた効果と副作用を考えた場合に、私は効果の方がこの局面では勝ると判断した。オファー頻度は月 1~2 回という形で、先程説明があった。いずれにせよ、はっきりしていることは、供給額 10 兆円を目指して運営していくこと、これは非常にはっきりしている。このことは明確に伝えないと、メッセージが曖昧になる。そのうえで、正確にどのような表現が良いのか、なかなか図りかねているということで、先程のような議論になった。この点についても、皆さんから追加的なご意見を頂ければと思う。それから、申し遅れたが、次回決定会合までの調節方針については現状維持と考えている。

野田委員

「市場金利全般」については、先程の森本委員のご発言を伺っていると、より少し長めの金利低下を促すということであったが、表現そのものの是非はともかく、多分正確なのだと思う。

## 宮尾委員

それについて、社債とかリスクのある証券にも幅広い低下を促すということが念頭にあるということであれば、文言で「全般」というよりも「市場金利の低下を幅広く促し」とか、何か「広い」というような文言でも良いのではないか。「全般」できちっと説明すれば良いかとも思うが、別の表現としてもし挙げるとすれば、「市場金利の低下を幅広く促し」というのはどうかと今頭をよぎった次第である。従って、強い意見ではないが、少し皆さんの感想を伺えればと思う。

## 山口副総裁

私自身は、あまり修辞学的なものに拘るのはどうかという感じがあるので、最後は皆さんの議論次第だと思っている。ただ、雨宮理事がおっしゃったある特定の市場金利を狙い撃ちしている訳ではないという感じをどうやって出すのかというのは、一つポイントだと思っている。その点は、西村副総裁も同様のことをおっしゃったが、「市場金利全般」という表現が良いのか、あるいは「長めの市場金利」という表現が良いのか、この辺りの選択の問題だと思っている。勿論、単に「市場金利の低下」ということでも良いのかもしれない。私自身はその三つについて強い考えがある訳ではなく、皆さんの意見を伺ってからとってはいるが、アピール力ということで言えば、「全般」という言葉にある種の迫力を感じてはいる。

## 野田委員

効果という側面だけを議論すればそういうことになるが、先程来申し上げているように、長期金利そのものがどんどん低下していくことが本当に良いことなのかという問題がある。そういうことからすると、その副作用には何がしか目を向けているということは、何らかの形で示す必要があると思う。そこは、その修辞だけでは所詮終わらない話なので、きちっと対応していく必要があると思う。

須田委員

私も、今、野田委員がおっしゃったように、金利はもうあまり働きかける余地はほとんどないうえに、またこれから先少し行き過ぎる場合があるといった時に、まだ金利の低下を促すことの持つ意味が少し気になった。30兆円に増やしたこの措置が本当に全般の金利低下を促すだけの効果があるのかと言われても、それもまたそう大きな効果を私自身は期待できないと思っているので…。

白川議長

それは、皆さん思っていることである。須田委員だけではない。

須田委員

従って、「金利の低下を促す」位の方がまだ良いのかなという気もする。

山口副総裁

多分、固定金利オペの効果に対する見方によって、違ってくるのではないか。現在のような金利水準のもとでは、金利低下を促すと言っても、その幅たるや非常に小さい訳だが、そうであったとしても多少なりとも生ずるかもしれない金利低下とそれが与える実体経済面へのプラス効果に期待してアクションを起こすのかどうかということだろう。アクションを起こすとした場合に、我々の施策をどのような効果があるものとして説明していくのかということだと思う。「市場金利」という言葉にどういう形容詞を付けるかは、それ自体大きな問題ではないと思う一方、何らかの副作用が気になるということだとすると、私自身は、あまり拘るところではないので、皆さんのご意見を聞いて決めたいと思う。

野田委員

しつこいようだが、短期金利と長期金利には波及経路が——皆さんには釈迦に説法だが——ある訳で、これを長短一緒にして「全般」とすること

については、先程来申し上げている観点からも、やや抵抗感がある。それに対して補足的な説明がきちっとできて、また機会があれば我々もそういうことを意識しながらやっていくということであれば、どうしてもだめだというつもりもないが、この際、余計なことを言われないうためには、従来の延長線上に少し変化を付けた位の表現の方が、個人的には望ましいと引き続き考えている。

白川議長

先程、山口副総裁がおっしゃったのは、長めの…。

山口副総裁

選択肢は三つあると思う。一つは——野田委員がおっしゃったことでもあるのだが——「長めの市場金利の低下」、もう一つは元々ある「市場金利全般の低下」、それから何も付けずに「市場金利の低下」もない訳ではない気がする。

白川議長

文章の方は最後にまた議論するが、正確なメッセージを伝えるということは、一見些細なことのように映るが、しかし非常に大事なことである。そういう意味では、こういう措置をやっていこうと皆さんの意思が固まったとすれば、できるだけ皆さん全体がカンファタブルな表現で、かつ誤解のないようなものが私は良いと思っている。また最終セッションでも議論するが、その間、考える必要がある。延々に考えるという話ではないが。

それから、6か月の固定金利オペの実際の運営について、先程野田委員から議論があり私も若干論点を取り上げたが、この点についてご意見はあるか。

須田委員

私は賛成、反対にかかわらず、この措置の効果について思ったのは、も

もう少し市場あるいは調節の状態をみながら進める方が、市場機能も維持されるのではないかとということである。既存の部分との差をもう少し分かりやすくして欲しいという気持ちはあるが、この調節については、最終的にはトータルで30兆円まで、つまり10兆円位を目途に追加を考えているということであって、到達する時期についてはもう少しフレキシブルである、というふうに出していくことが、市場機能もあるいは調節のことも我々が重視しているということを示すことにもなるので、私は月1~2回ということの良いのではないかと考えている。

野田委員

その場合は、今までの20兆円までやった状況と、それから今度トータルで30兆円までいくプロセスというのは、調節上はつきりと差があるということは、何らかの説明をしておいた方が良いでしょう。

白川議長

そうである。

野田委員

そこまでできれば良いのだが、そこは私自身もしっかりとは分からない。あるいは執行部の方から、もう少しその辺を具体的に、これだったらできるがこれだったらできないということがあれば良いのだが。まだそれはやってみなければ分からないという部分があるとすれば、3月に始めて5月位までに20兆円に達したプロセスと、今後20兆円から30兆円へ、すなわち10兆円オンさせるというところは、自ずから技術的にも金融調節上も違うということ、もう少しマーケットに分かるように言わないといけない。先程も申し上げたように、ただ今回何となく躊躇しているというか、出し惜しみしているというか、そのように取られないために、そうではない、10兆円にいくこと自体は明確なのである、という説明が必要だろうと思う。

## 白川議長

多分、今日これを決定して発表した後の記者会見で、どういうテンポで追加の 10 兆円が達成されるのかという質問が出てくると思うので、今出た議論を踏まえたうえで説明を試みたい。ただ、調節のテクニカルな部分については、説明をすればするほどまたややこしくて、却って混乱する面もあるが、プロに対してはきちんと説明する必要があると思うので、ベストを尽くしてみたいと思う。

## 森本委員

野田委員がおっしゃっている出し惜しみなどといった色々なイメージを払拭するために、当面の運用として月 1~2 回となっているが、場合によってはより強力に投入していくためにも、この発表文で月 1~2 回となっているところを、「原則として」としてはどうか。状況によっては積極的に動くかもしれないという、折角なので少しそういったニュアンスが出せればとも思うのだが。

## 中村委員

現実問題として 3 か月物でもあれだけ応募がある。そうすると、かなりの倍率があると思う。だから、それを出していく時は、余程きちんとしないと、出し惜しみとかそのように受取られかねない。

## 山口副総裁

3 か月物については、3 か月で当初予定した規模を実現した訳である。それとの連想で考えると、6 か月物であれば 6 か月というのが常識的のように思う。従って、それをさらに短縮することについては、調節との関係もあるが、そもそもそこまでする必要があるのかという感じもする。先程来、議論になっているところであるが、他の金融調節手段との関係を見ると、6 か月物をどんどん使っていくことは結構難しい。従って、1 回当

たりの金額 8,000 億円を前提に、最短の 6 か月と最長の 1 年との間で、マーケットの状況などをみながら対応するというのが、穏当のように思う。

白川議長

多くの方がコミュニケーションに関する論点を出された。これは毎回議論しているテーマではあるが、前回の決定会合以降の動きを踏まえた時に、コミュニケーション上大事な点を私自身も意識している。今回の追加金融緩和の措置については、景気の下振れリスクを我々自身が前回に比べて意識するようになってきて、その背後には、この間、前回会合以降に出た米国のデータがずいぶん弱かったということがある。そういう意味で景気の下振れリスクを我々自身が意識してきて、そのうえで前倒し的な対応を採るということだと思う。言い換えると、為替の短期的な動きに一つ一つ対応していくというものではない。これは常識ではあるが、一応そのことも——あまりむきになって言う話ではないが——適切に言っていく必要があると思っている。

また、日本銀行の金融緩和の姿勢が非常に後ろ向きなのではないかと言われることについては、多分、日本銀行自身の宣伝があまり派手ではないためかもしれないが、実態的には、日本銀行は十分に金融緩和をしていると思う。先程のジャクソンホールの講演とも関連するが、FOMCの今般の決定内容にしても、バーナンキ議長の講演にしても、結局言っていることは二つで、一つは足許についてで、引締めを回避する、つまりその意味で緩和維持ということであったと思う。もう一つは、先行きについてであって、これは日本銀行同様、下振れリスクということも意識し始めて、経済情勢が大幅に悪化した場合には、非伝統的な手段を通じて追加的な緩和をする用意があるということを言っていた。ただし、これは実際にはまだやった訳ではない。日本銀行の8月初会合の対応を考えると、これは現状の緩和を維持するということで、Fedの対応と全く同じである。先行きについても、発表文で「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。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。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考えである。」としており、これは対応するF e dの表現と少し言葉は違うがほとんど同じである。つまり、先行きについて、きっちりみて対応していこうということを言っている訳である。それから、非伝統的な手段として挙げられている国債についても、F e dは直近は買っていなかったものの、今度若干買うということである。これに対し、日本銀行による買入れはもう既に年間 21.6 兆円に達しており、非伝統的という言葉が良いかどうかは分からないが、仮にそれを非伝統的というならば、非伝統的政策である国債を日本銀行はF e d以上に買っているのである。もう既にやっているが故に、なかなか日本銀行が積極的だというイメージが生まれにくいということだと思う。従って、今、大変強力な金融緩和をやっているということも、きちんと言っていく必要がある。そのうえで、今回我々はさらに追加的な措置を採るということも、上手く言っていく必要があると思っている。

#### 亀崎委員

マーケットが受ける印象というのは、やはり分かりやすさである。すつと入ってくるという分かりやすさのインパクトが、私はかなり大きいと思う。従って、先程も申し上げたような発表文の運用であるが、少なくとも最後のところの 30 兆円について、最終的な規模は 3 か月物が 20 兆円、6 か月物が 10 兆円の 30 兆円程度ということであって、これだけ読むと——説明があれば良いのだが——、これはなぜそうなのかと。これは最終的な規模であり、皆はここに注目すると思う。これだけでは、最後になってちょっと書いてあるだけなので、そこのインパクトを少し考えると、発表の仕方があるのではないか。

#### 白川議長

他にご意見がないようであれば。

## 須田委員

私の考え方を申し上げます。今、白川議長の話も含めて皆さんの話において、今回の政策の位置付けを考えると、私自身は前回から年度後半にかけてずっと下振れリスクを意識して、そこはマイナス成長もあり得るということも意識しながらきている。そういう立場からすると、今回で下振れリスクが高まったという感覚はない。元々、私自身の金融政策の考え方は、漸進主義を採っている。漸進主義を採っていると大きく対応が遅れることがあるが、リスク・マネジメントのアプローチは採らない。下振れリスクでそれに対応してしまうと、それが杞憂であった時の問題もあるし、リスクに対応した後、実際にリスクが顕現化した時には、ダブルでまた政策を求められるということもあるので、私自身は、下振れリスクは少し顕現化したその時に初めて、ただしその時にはより積極的に動くということをずっと考えてきた。そういう立場からみると、やはり今回は違うということがあるので、全会一致ということにはならないことになるが、私は反対させて頂く。

## 白川議長

他にご質問はないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。池田財務副大臣お願いします。

## 池田財務副大臣

今般の提案は、現在検討を行っている政府の経済対策と連携し、現下の経済金融情勢の変化に応え迅速に対応されたものと、政府として評価している。日本銀行におかれては、デフレ克服が政府と日本銀行の共通の政策目標であるとの認識のもと、政府と緊密に連絡し、十分な意思疎通を図りながら、引き続き、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、平岡内閣府副大臣お願いします。

平岡内閣府副大臣

我が国の景気は、円高や海外経済の減速懸念等から、このところ下振れリスクが強まってきている。政府としては、このような経済情勢を踏まえ、「経済対策の基本方針」を早急に決定し、できる限り速やかに具体的な対策を取り纏めることとしている。本日もご提案のあった期間6か月の固定金利オペの導入については、機動的な措置であり、早期にデフレを脱却し景気の下押しリスクに対処するうえで重要と考える。日本銀行におかれては、引き続き政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営によって早期のデフレ脱却を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び金融市場調節方針の採決結果と固定金利オペの拡充について盛り込んだ対外公表文の取り纏めと採決を行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針と対外公表文の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

榎田企画局長

それでは、議長案のうち「金融市場調節方針の決定に関する件」について、まず案件を読み上げる。「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」、これが議長案である。

対外公表文である。題は「金融緩和の強化について」ということである。読み上げさせて頂く。「1. 日本銀行は、本日、臨時の政策委員会・金融政策決定会合を開催し、固定金利方式の共通担保資金供給オペレーションについて、期間6か月物を新たに導入したうえで、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大することとした。これにより、」ここの次の「市場金利全般」という文言をどうするかというのはご議論頂くが、ここでは「市場金利全般の低下を促し、金融緩和を一段と強化していくこととした」。この点については、先程、須田委員から反対という話があったので、そうだとするところに（注1）と打って、「須田委員は、本文中、固定金利オペに関し、期間6か月物を新たに導入したうえで、同オペを通じた資金供給を大幅に拡大することについて、反対した。」と欄外に（注1）という格好で記述することが考えられる。2. は、そうした措置を採る背景の経済認識である。

「2. わが国の景気は緩やかに回復しつつあり、先行きも回復傾向を辿るとみられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、基調的にみると下落幅が縮小を続けており、先行きも下落幅が縮小していくと考えられる」。これは、これまでの金融経済月報の表現と基本的に同じである。「この間、米国経済を中心に、先行きを巡る不確実性がこれまで以上に高まっており、為替相場や株価は不安定な動きを続けている。こうしたもとの、日本銀行としては、わが国の経済・物価見通しの下振れリスクに、より注意していくことが必要と判断した」。これが、1. の背景の認識の説明である。3. は、先程議案を読み上げさせて頂いた次回決定会合までの金融市場調節方針ということで、これが可決されると「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、『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』ことを決定した（全員一致または賛成○反対○）。」といった記述になる。「4. 日本銀行としては、今回の金融緩和措置が、政府の取り組みとも相俟って、日本経済の回復をより確かなものとするうえで、効果を発揮すると考えている」。これは、政府の取り組みとの関係を記述したものである。最後に、「5. 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極めて重要な課題であると認識している。こうした認識のもと、強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援を図ってきた。日本銀行としては、今後とも、中央銀行としての最大限の貢献を粘り強く続けていく方針である。以上」。これは、将来に向けての日本銀行の政策の構えを書いている従来のもので、今回はこの中で、こうした「物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であると認識」していることについて、これまで採ってきた政策をより具体的に三つに分けて、「強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援」という格好で記述させて頂いている。案件についての説明は以上である。

白川議長

先程議論した 30 兆円問題であるが、これをどうするかと言うと……。

雨宮理事

それは、今お配りする。

楡田企画局長

先程ご意見を頂いたが、30 兆円程度について内訳等が分かりにくいということであったので、うち期間 3 か月の資金供給規模は 20 兆円程度——これは現状どおり——、期間 6 か月の資金供給規模は 10 兆円程度が追加分と、こういう格好で 3 か月物と 6 か月物のそれぞれの額をここで明示するというところでどうか。

白川議長

ご意見をどうぞ。

まず一つ目のパラグラフの「市場金利全般」のところで先程の三案があるが、私自身も議長として強い拘りがある訳ではないが、皆さん自身はど

のような感じであるか。例えば、何人かの方は意見表明されたが。

野田委員

「市場金利全般」というと、これはある種——何回も繰り返しになって恐縮だが——リスク・フリーのかなり長いところの物まで、厳密に言えば入る訳である。そこまでの議論は、今日の段階ではできていないので、やはり「やや長め」と入れるか。

白川議長

「これにより、やや長めの市場金利の低下を促し」ということで皆さん如何か。

山口副総裁

「やや長め」であるか。

白川議長

先程、三つあると。

野田委員

若しくは、「やや」を取って「長め」とするか。

白川議長

そうであった。「長めの市場金利」という提案であった。

野田委員

これまでは「やや」が付いていた。

白川議長

「やや」が付いていた、間違いなく。

櫛田企画局長

3月の時には、「やや長め」としていた。

山口副総裁

どちらが良いだろうか。野田委員が拘っていらっしゃる長期の国債の金利への影響という感じが、「長め」と言うより強くなってしまわないだろうか。

雨宮理事

段々少しずつ延びている。確かに、3か月から6か月と延びるのだが、延びるのも何か特定の、それでは6か月物でいくのだと言うよりは、全体の市場金利に対する影響を強めるという雰囲気かと。

野田委員

そう説明すれば、私はそうであるということは言うかもしれないが、ざっと受止めた時に、やはりリスク・フリーの長いところについてどうするのかという話が引かかる。

山口副総裁

「全般」を取るだけというのはあり得るか。「市場金利の低下」だけということはあるか。

野田委員

あり得る。

中村委員

「全般」というのは少し強い感じがする。

白川議長

それでは、今発言されていない方もいるが、「市場金利の低下を促し」ということで「全般」を取るということで宜しいか。

榎田企画局長

「全般」を取るということであるな。

白川議長

他にご意見はあるか。

この固定金利方式の紙はどのような形で発表されるのか。今日は、まず調節方針があり、この公表文があり、それから…。

雨宮理事

これは執行部の文章として同時に発表する。

山口副総裁

修文が重なると執行部も大変だとは思いますが。

雨宮理事

私から言うのは非常に良くないのだが、この「現状通り」という言葉にあまり前向き感がなくて、何か良い言葉があれば…。

山口副総裁

1.で「期間 3 か月の資金供給」のところは「20 兆円程度の残高を維持し」と書き…。

雨宮理事

そこは「維持し」である。

山口副総裁

そういったことを1.に書き、2.のところにも、この残高は10兆円程度を目指して行うといったことを書いておく。その結果最終的な資金供給規模は全体で30兆円程度となるという書き方ではどうか。

櫛田企画局長

そうすると、今、「オファー頻度」、「資金供給額（1回あたり）」となっているところを、その下にポツを入れて、「資金供給規模は20兆円程度」と。

雨宮理事

多分、それを書くと一番下の2行で済んでいるので、もしやるとすれば最初の4行の勝負なので、3行目で「これまでの期間3か月の資金供給残高20兆円を確保したうえで、期間6か月の資金供給を10兆円を目途として開始することとしました。」とするか。

須田委員

そこに書いてあれば、下は文章はいらないということで良いか。

雨宮理事

あっても良いのではないか。邪魔ではないのではないか。

亀崎委員

物凄く分かりやすい。

山口副総裁

いずれにしても、事務的に対応する話であるな。

雨宮理事

然り。もし、そういう感じで……。

野田委員

「現状通り」と「追加分」というのをやめても良いのではないか。

白川議長

そうであるな。

野田委員

わざわざ書くことではない。

白川議長

書くことではないな。

山口副総裁

確かに。

野田委員

これは、二回目の説明のさらに三回目の説明になるな。

雨宮理事

それでは、それは取って、上の文章はお任せ頂きたい。ただし、申し訳ないが、後で公表までのいつもの時間帯が長くなることをご了解頂きたい。

白川議長

つまらない話だが、3 か月の資金供給の後の（下記 1）、（下記 2）というのは、こういうのは別になくても良いのではないか。要するに、ごちゃごちゃあるとそれだけ、それ自体インパクトが弱いし、みればすぐに分か

るので、そこまで几帳面に書く必要は私はないと思う。本当に基本メッセージに特化した書きの方が良いと思う。

雨宮理事

それでは、こういう線で対応させて頂く。

白川議長

他にご意見はないか。

それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者の方々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

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

まず「調節方針の決定に関する件」であるが、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

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

飯野政策委員会室長

準備ができた。

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

中村審議委員

亀崎審議委員

須田審議委員

野田審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。なお、先程執行部から説明のあった固定金利オペの運用方針についても、同時に公表するとともに、本日の記者会見において私からも説明することを考えている。

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]

調節方針と「金融緩和の強化について」という発表文は全員一致であった。ただし、「金融緩和の強化について」については、固定金利オペの部分について、先程の議論で須田委員が反対であるという事実を明記するという事になった。

平岡内閣府副大臣

須田委員が反対というのは書かれるのか。

白川議長

先程も説明があったように、いつも脚注に賛成、反対、また反対の場合は、こういう理由でこの部分について反対した、と書いている。

平岡内閣府副大臣

委員の名前が書かれるのか。

白川議長

然り。

須田委員

全員書いてある。

白川議長

非常に透明性の高い委員会をやっている。

平岡内閣府副大臣

下の賛成、反対のところに名前が載るのか。

白川議長

然り。

池田財務副大臣

市場金利の後の「全般」は取るのだな。

白川議長

然り。

池田財務副大臣

「長めの」もないのだな。

白川議長

「長めの」も取って「市場金利の低下」である。先程の議論のとおりで

ある。

最後に、議事要旨の承認、公表の扱いについてであるが、本日の臨時会合の議事要旨は、ご異論がなければ、10月4、5日の会合で承認したうえで公表することにしたいと思う。また、前回8月9、10日の議事要旨については、予定どおり9月6、7日の会合で承認のうえ公表することにしたいと思う。宜しいか。

## VI. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、9月6、7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。それでは事務局は公表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。報道解禁予定時刻は12時11分である。

白川議長

公表時刻が12時11分となった。以上をもって閉会とするが、公表まで会議室から出ないようお願いする。政府出席者の方におかれては、控室で公表をお待ち頂いても結構である。

(12時06分閉会)

以 上