

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年10月4日（14:00～16:18）

10月5日（8:59～13:33）

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	木下康司	大臣官房総括審議官（4日）
	櫻井 充	財務副大臣（5日）
内閣府	梅溪健児	政策統括官（経済財政運営担当）（4日）
	和田隆志	内閣府大臣政務官（5日）

（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
企画局審議役	梅森 徹（5日）
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
企画局企画調整課長	千田英継（5日）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴
金融市場局市場調節課長	沼本奈美（5日 8:59～9:14）

I. 開会

(14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。本日の議事進行は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に、適格担保取扱基本要領の一部改正等に関する執行部説明と決定、二番目に、金融経済情勢に関する討議、三番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に、政府出席者のご発言、五番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に、8月30日及び9月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは、梅溪健児政策統括官である。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におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節及び金融・為替市場動向である。

外山金融市場局長

それでは、本日お手許にお配りした追加計表に即してご説明する。まず、金融調節の運営実績であるが、図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.086～0.113%と概ね誘導目標水準近傍で推移した。半期末である9月30日に0.113%となったが、これを除くと0.093%以下のレ

レンジで推移した。当座預金残高は 14~20 兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は、
で推移した。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、地銀の超過準備は一頃に比べて幾分減少しているが、外銀が際立って高水準の超過準備を保有している。本行の追加緩和観測で邦銀が円投姿勢を強めていることや、半期末前にはドル需給がタイト化したこと等から、為替スワップ市場が若干なりとも円転地合いに振れた機を捉え、潤沢に保有するドル資金と引換えに調達した円資金をそのまま超過準備に保有するケースが目立っている。この間、都銀は、

一部行が、日本振興銀行破綻以降、厚めの準備を積んでいるほかは、積み進捗が平準化されたベースでコントロールしてきている。図表 1-3、GCレポ・レート（スポネ物）をご覧頂くと、0.105~0.140%のレンジで推移した。資金偏在が起りやすい 21 日の国債償還や、30 日の半期末が意識されてレートが上昇する局面もみられたが、総じてみると、本行が潤沢な資金を供給していることから資金を取り急ぐ動きが、これら特定のモノ日を越えて持ち越される展開とはならなかった。一方、全体として資金が潤沢に供給されている中で、資金調達をぎりぎりのタイミングまで引きつけて行おうとするプラクティスも一部外証を中心に目立ち、半期末日にはGCレポ・レート（T+0物）が 0.2%を上回る事象も観察された。図表 1-4 で 9 月末における短期金融市場の動向をご覧頂くと、半期末ということで資金の出しが細る中、一部外証がやや纏まった金額の資金調達を残していたことから、無担保コールレート（オーバーナイト物）がやや高めの着地となったが、全体としては落ち着いて推移した。図表 1-5 と 1-6 で無担コール市場の残高推移をご覧頂くと、足許で一段と低下していることが確認できると思う。

図表 1-7、最近のオペ結果の推移をご覧頂くと、前回決定会合以降 8 月積み期最終日にかけては、それまでに積み相応に進捗していたことや、無担保コールレート（オーバーナイト物）やGCレポ・レートが落ち着いて推移していたことから、当預残高は 14~15 兆円台、準預残高（除くゆうちょ銀行）は
とするなど、積み期前半に比べるとやや絞り気

味の運営としていた。9月積み期以降は、21日の国債償還から半期末にかけて資金偏在が解消されにくい地合いが強まる時期に入ったことから、一転してやや緩めの運営スタンスとした。この間、17日には若干纏まった介入資金の支払いがあったが、やや短めの金利入札型共通担保オペをほぼ毎日オファーする運営は変えずに、市場の安心感醸成に努めた。この結果、金利入札型共通担保オペ残高は、9月初めの17兆円台からは低下したが、12兆円を割り込むことなく推移した。この結果、当預残高は9月末にかけて17~20兆円台、準預残高（除くゆうちょ銀行）は と高めの水準で推移した。なお、このように資金を潤沢に供給したことにより、レートが総じて安定して推移したため、この半期末は末初物の金利入札型共通担保オペ、国債買現先オペ、CP買現先オペはオファーしなかった。固定金利型共通担保オペのうち、3か月物は週2回のペースでオファーしているが、前回決定会合直前まで低下の一途を辿っていた応札倍率がやや持ち直し、5倍前後で推移していた。ただし、9月29日、10月1日に実施した直近のオファーでは、本行の追加緩和観測もあり、応札倍率はそれぞれ4.20倍、4.11倍にまで低下した。6か月物は、前回決定会合以降オファーしていない。米ドル資金供給オペは、9月7日にオファーしたが、応札はゼロであった。次回は明日オファーする予定である。なお、ECBが年内いっぱい1週間物のオファーを継続する可能性が高くなっており、本行の来月以降のオファーについては、そうした他中銀の動向も見定めつつ実施するか否かを最終的に判断していきたいと考えている。

次に、市場動向である。図表2-1、短期金利の推移であるが、ユーロ円レートは、ほとんど変化なく横這いで推移している。追加緩和期待が強まっているが、既に各レートとも誘導目標水準付近まで近づいており、横這いの推移となっている。図表2-2、ターム物レートの推移は、3か月物と6か月物を並べている。TIBORについては、6か月物は緩やかに低下したが、3か月物は8月下旬に追加緩和期待から低下した後、横這いの動きが続いている。一方、LIBORは、邦銀パネル行の提示レートが僅かな低下にとどまっているが、欧米行の提示レートがやや大きく低下した

ので、特に 3 か月物で確認できる程度の低下をみている。図表 2-3、C P 発行レートは、9 月末の発行額が前年に比べて大きく減少する中で、横這いしないし緩やかな低下が続いている。図表 2-4、為替スワップレート等の動きでは、ユーロの金利が大幅な変動をみている。これは 9 月 30 日に期日を迎えた 1 年物、6 か月物、3 か月物の L T R O が計 2,250 億ユーロあり、これの打ち返しがどうなるかということで市場は注目していたが、3 か月物と 6 日物のファイン・チューニング・オペを合わせて 1,334 億ユーロの応札にとどまった。この結果、超過準備が大幅に減少し、E O N I A、E O N I A スワップ、L I B O R といったレートが軒並み上昇をみている。このように応札が減少した理由を市中に聞いてみたところ、第一に、スペインやイタリアでレポ市場の改善が顕著に進行したこと、第二に、ストレス・テストの公表を挟んで、ユーロ建て資産の売却が相応に進展したこと等が理由に挙げられている。この結果、ユーロの L I B O R - O I S は、ほぼ円と同じ程度の水準まで低下している。図表 2-7、長期金利の推移であるが、前回の決定会合の直前から米国の経済指標が予想比上振れ、緩やかに上昇した後、9 月 21 日にあった F O M C で追加緩和期待が高まったことから、その後低下をみている。欧州の金利情勢もこれにほぼ沿った動きであるが、アイルランド及びポルトガルの財政状況に対する懸念からこういった国々のスプレッドが拡大してきている。我が国においても、レートが上昇した後、低下をみているという点では同じである。この間、材料とされているのは、代表選を受けて財政運営への安心感が高まったこと、9 月 15 日に実施した介入を受けて追加緩和期待が高まったことである。図表 2-8、イールド・カーブの動向では、米国もそうであるが、低下余地のある中期ゾーンを中心に金利が低下したことが確認できる。市場参加者が注目する債券利回り変動要因であるが、今回、短期金利や金融政策といったところが大幅に注目度がアップしている。一方、為替については、介入が実施されたということで、一旦は縮小している。図表 2-10、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、国内社債の動向で、B B B 格が大きく跳ねているところをご覧頂けるが、これは最初に大きく

跳ねたところは、銘柄の入替えがあったテクニカルな要因である。その後、やや角度が緩やかになりつつ、さらに上がっているのは、武富士の会社更生法申請が9月28日にあり、これ以降消費者金融銘柄がスプレッドを拡大し続けていることによるものである。全般的にみると、米国及び欧州ではスプレッドが緩やかに縮小をみている。特に金融セクターでは、9月12日にバーゼルⅢが合意をみたということで大きめの縮小をみたところである。日本においては、総じて横這いの動きである。先程申し上げた9月28日の武富士会社更生法申請の影響は、消費者金融銘柄等に限られる極めて限定的な動きである。この間、起債も高水準であり、投資家がマネーの行き場を求めて社債市場への関心を高めているとみている。CDSプレミアムの推移であるが、日米欧とも、インデックスが9月20日ないし21日に銘柄の入替えがあり、それによって若干の上昇をみているが、日本においては、消費者金融銘柄の上昇ということ以外はほぼこのインデックスの入替え要因で説明できる。

図表2-12、株式相場では、ほぼ堅調に動いてきている。特に米国においては、前回の決定会合の後、指標が予想比改善をみたことに加えて、FOMCを受けた追加緩和期待の高まりがあったこと、さらには個別に増配、自社株買いを行う企業が物色されたこと等と併せて、堅調な動きをしてきている。欧州の株価もほぼこれに沿って動いているが、アイルランド、ポルトガルの財政状況の懸念、ユーロの上昇といったことで、上昇のペースは鈍いものとなっている。日本については、上昇の後、為替動向や追加緩和期待等を材料に方向感のない動きを続けている。この間、主体別売買動向をご覧頂くと、株価が上昇していった9月13日週には、海外投資家が買越しに転じていたが、その後は再び及び腰になっている。

最後に、図表2-14、主要為替相場の推移であるが、ドル/円レートについては、9月15日に実施した介入により、一旦85円台後半まで戻したが、その後FOMC等があり、83円台まで再び下落した。ユーロ/ドルについては、欧州景気見通しの上方修正や、FOMCによる米国における追加緩和期待等で上昇をみた。この間、図表2-15に、主要通貨及びアジア

ア通貨の対ドル、対円の騰落率について、介入以降の動き、前回決定会合以降介入前日までの動きを並べた。アジア通貨を除く主要通貨をご覧頂くと、リスク回避姿勢の後退や米金利の低下により、対米ドルでの介入効果の多くが消失したようにも見受けられるが、他の主要通貨と円の動きを比べてみると、介入警戒感が残っていること等から上昇幅が小さくなっているようにもみて取れる。これは、後程申し上げる IMM のネットポジションの動きでも同じような傾向が確認できる。アジア通貨については、日本で介入が実施された際には、アジアでの介入競争を招くといった批判も一部あったが、対円の変化率は、介入を実施しているとみられている通貨の上昇幅の方がむしろ大きくなっており、結果的にはそのようなことにはなっていない。図表 2-16、通貨オプション、先物市場の動向で、IMM ネットポジションの推移をご覧頂くと、ここにはユーロ／ドルとドル／円の二つが載っており、ユーロ／ドルについては、足許のユーロ高を受けた動きであるが、ドル／円についても、ドル・プット超がやや拡大した動きとなっている。ただ、ドル／円をみると、この拡大幅はそれほど大きくない。一方、ドルと上場されている全通貨でみると、ドルをショートに振るポジションは、去年 11 月のドバイ・ショック以来の積み上がりということで、他通貨に対してドルをショートに振る動きがかなり大きくなってきている。円については、そうした動きがそれほど大きくない。次に、外為証拠金取引の動向であるが、介入を受け、一旦ポジションが手仕舞われたが、その後再び為替レートが戻ったことから、特に対ドルを中心として、逆張りのポジションが再び造成されつつある。

図表 2-18、エマージング、コモディティ市場の動向では、エマージング通貨、エマージング株価、コモディティ価格いずれも上昇をみた。特に、中東欧の通貨が大きく上昇しているが、これはユーロに連れた動きである。金、原油も伸びており、金は相変わらず、既往最高値を更新しつつ動いている。原油についても足許ドル安、中国の PMI が強かったことを材料に、大きく上昇したところである。

以上を纏めると、前回の決定会合以降、世界経済の先行きに対する悲観

的な見方が徐々に薄れ、先進国の株価が比較的堅調に推移する一方、米ドルが軟化する展開となったが、F O M C の公表文を受けて、米国で先行きの追加緩和観測が強まったこと等から、長期金利は低下傾向を辿っている。こうした流れを受けて、投資収益を維持しようとする投資家によるサーチ・フォア・イールドの動きも目立ってきており、エマージング市場やコモディティ市場への資金の流入が加速しているといったところかと思われる。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

介入政策の効果であるが、レート変化という意味では、思ったよりも大きな効果があったと思う。技術的なことかもしれないが、どうしてあのような大きな効果を持つことができたのか。投機家との対決があるであろうから、今後はそう上手くはいかないと思っているのか。あるいは、また色々工夫したら効果を持ち得ると思っているのか。

外山金融市場局長

特に後者については答えることは難しい。私共もこれをどう評価するかを自ら行うよりも、マーケットがどのように言っているかで評価したいと思っている。世上言われていることは、その前の日に民主党の代表選挙があつて、菅首相が再選されたことで介入警戒感がそれによって薄まるという状況の中で、介入に踏み切ったことがマーケットに対してかなりサプライズをもたらしたことが一番大きかったということである。それから介入の規模としても大きな金額であり、朝 10 時 30 分頃から日本時間の夜中の 11 時頃までかなり粘り強く継続的に実行したことが効果に寄与したのではないかと思っている。さらに、介入の手法としても、今回初めて E B S を使って実施したことで、これによるアナウンスメント効果もかなりあつ

たのではないかと思っている。今後、財務省の判断でまた行う可能性はあるが、もしやるとすれば極力効果の大きな局面を選んで実施することが大事だと思っている。

須田委員

先程おっしゃったとおり、やらないと思っていた時にやったことがやはり大きいとすると、あるかもしれないと人々が思っている中での効果的な実施はなかなか難しいだろうと思ったので、伺った。

外山金融市場局長

そのサプライズ効果は、やるかやらないかといったようなことに対しては勿論減殺されるが、タイミングによっては、その局面でやるかどうかということはあるかと思う。

須田委員

もう一つ、米株についてであるが、9月の上昇率は凄かった。これから先の見方として、株式のミューチュアルファンドから毎週毎週米国では資金が抜け出ているということがあり、また、金融機関のこれからの収益に関して、そうハッピーなシナリオが描けない中で、9月の米国の株の動きをどう評価して良いのか悩んでいる。

外山金融市場局長

これが継続的な動きとなるか否かは、少し慎重にみていかなければならないと思っている。最終的には、米国の景気がどう展開していくのかによると思うが、足許、企業の設備投資姿勢が慎重な中で、企業が潤沢なキャッシュを抱えていて、それが増配であるとか、自社株買いといった動きに繋がりが、そこが評価されて株が上昇してきていることによりかなり寄与していると思っている。従って、そういった動きが続くかどうかは、やはりベースとしての経済の体温が上がっていき、設備投資も行われ、それによって収

益が継続的に上昇していくという見通しが立つようになる必要があり、足許のキャッシュだけが一時的に積み上がったということだけではなかなかそこは難しいと思っている。今後、やがて来る第3四半期の企業収益等がそこを評価するうえで重要だろうとみている。

須田委員

もう一点だけ。外銀が、円転コストがマイナスで、かなり当預を積み上げていているという話だが、その量のイメージだが、量的緩和時代と比べて、より積極的だと思われるか、それとも過去と同じような形だと思うか。

外山金融市場局長

今回は、むしろリーマン・ショックの後に、外銀が日本におけるバランスシートをどんどん縮小しようとした中で、一時的かもしれないが、日銀当預にかなり積むという行動をみせたことが大きな特徴だろうと思う。元々、外銀の中には、国と日銀と合わせた枠というところもあるし、日銀に対する枠というところもあるが、いずれにせよ日銀に対するクレジットラインを持っているところが上限を画すということですずっと来ていた訳だが、日本に出てきているような有力な外銀は、足許かなり米ドル資金を潤沢に抱えているようであり、これをどの主要通貨で運用すると利得を上げられるかということを非常に注意深くみていて、タイミングを図って円転する。その際に、先程申し上げたクレジットラインの枠を一時的にリフトしてでもやっても良いという動きが、特に期末にかけては大きく目立った。これが今後期末を超えると、さすがにドルをそこまで潤沢に保有しなければいけないという動機も薄れて来ようかと思われるので、それが為替スワップ市場にどういう影響をもたらしていくのか、注意深くみていかなければならない。

中村委員

コールレートであるが、固定物金利等の資金が潤沢に供給されているこ

ともあり、0.092%となっているが、需給の関係が変わったのか、マーケットの目線等、最近何か変化があるのか、その辺はどうか。

外山金融市場局長

固定金利オペの応札倍率についてか。

中村委員

いや、無担保コールレートである。

外山金融市場局長

元々、3月に固定金利オペを10兆円から20兆円に積み上げて以降、コールレートが0.1%を大幅に下回りがちになってきた。外銀がどこまで積んでくれるかによるが、私共が供給している量が段々増えてきている中で、特に財政からお金が出るような時に我々が共通担保オペを打ちにくい時には、レポ・レートが上がり、それが多少コールレートに波及することもあったが、9月末にかけては、財政からお金が償還資金あるいは介入資金ということで出てきたが、そこは6月末にレポ・レートの上昇を招いたこともあり、毎日慎重に共通担保オペを打つという対応を採っている。先程申し上げたように、金利入札型の共通担保オペは12兆円より下回らせないような対応にしたので、レポ・レートも比較的落ち着いているし、コールレートもそれだけ潤沢に供給する中で、低下しがちだったと思う。ただ、極端な低下ということではなかったなので、そこは補完当預の0.1%もしっかりアンカーとして全体として効いていると思う。

須田委員

図表2-1の短期金利の推移で、ユーロ円と短国レートをみると、ほとんど動いていないが、1年物だけ少し上がって、少し下がることになっている。ここは何かあったのか。

外山金融市場局長

9月は償還日が21日にあるということで、集中的に国債の入札があった。その決済日を21日に合わせるような形で財政の資金の流出量を調節しようということが背景だが、そういった地合いの中で、レートが一旦上昇した。足許については、長期が全体として低下していく中で、1年物については波及を受けて若干低下している。ただ、全体としてみると、ほとんど横這いと表現しても差支えないと思っている。

白川議長

介入の効果について、対ドルでは消えているが、グラフをみると、対他通貨では残っている。効果が残るメカニズム——ロジック——として、考えられることはあるか。それともたまたまそうなっていることを残っていると表現したのか、残るメカニズムがあって残っているのか。

外山金融市場局長

介入の警戒感が大きいと思う。仮に介入がなかったら——どの通貨と比べるかもなかなか難しいが——、現在仕上がっているレート以上に対ドルでも恐らく円は強いレートを示現していたということだろうと思う。

白川議長

素直に考えると、介入というのは、凄く即物的な効果がある。その介入する通貨で一番効果が出てくるので、その通貨で残らなくて、他で残っているのはメカニズムとしてどういうことなのか。介入の警戒感は勿論あると思うのだが、一番効果が出てくるのは対ドルで出てくるのではないか。

外山金融市場局長

対ドルでも出ているということである。介入がなければ、恐らくもっと円高であったとすれば、対ドルでも出ている、ドルを軸に他の通貨との関係上、介入の効果は比較的残ったということが言えるのではないかと思う。

白川議長

残ったという事実は勿論分かる。ただ、それは——残るということに私は拘っているようだが——、介入する通貨とのペアの関係で残るというのは分かるが、他のところで残るというロジックは——勿論マーケットのことなので、それ以上詰めても仕方がないが——、たまたまこの数週間はそうであったとみるべきなのか、それとも何かそういうメカニズムがあって、その結果残っているのか。直感的にはなさそうな感じがするが、もしかしたらマーケット心理が影響しているのか。

外山金融市場局長

申し上げた間接的な影響を除いては、それぞれの通貨でドルに対して強くなったという理由があるのだが、対円で特にそのような取引あるいはポジションが持たれるといったようなことではむしろないと思うのだが……。

白川議長

答えの出しにくいことを聞いたかもしれない。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

次に、海外経済情勢に、移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の動向について、ご説明申し上げます。席上お配りした「海外経済・国際金融の現状評価」追加分の資料をご用意頂きたい。前回会合以降公表された指標をみると、世界経済全体としてみた場合は、減速しつつも回復を続けているということを確認できる内容であったとみている。

まず、米国からみたいと思う。図表 1、まず個人消費関連である。3. 実

質個人消費の8月は前月比で+0.2%、2. 実質可処分所得の方も同じ数字であるが、+0.2%とまずまずの結果となっている。4. 貯蓄率は、+5.8%とほぼ横這いの動きである。その他の個人消費関連指標をみると、5. 小売売上高の8月は+0.5%と増加している。均してみても緩やかな増加を続けている。7. 消費者コンフィデンスは、48.5とやや弱めの数字である。先行きの雇用や景気に対する見方の慎重化から、足許で低下している。均してみれば、横這い圏内の動きということである。次に、住宅関連をみる。8. 住宅着工は59.8万戸、住宅減税の期限切れから大幅に減少した後、足許増加に転じている。横這い程度と見込んでいた市場予想対比では上振れた格好ではあるが、依然、水準としては極めて低い状況に変わりない。ここにはないが、中古の販売計数をみても、住宅減税の期限切れで減少した後、足許増加はしているが、依然、極めて低いレベルにある。在庫率については、新築は横這い、中古は幾分低下したものの差し押さえ物件の流入から足許既往ピーク圏内で推移している。こうした需給環境のもとで、住宅価格について、9. ケース・シラーをみると横這い圏内の動きを続けている。次に、設備投資について、10. 非国防資本財受注の8月は+4.1%、均してみると小幅ながら増加となっている。設備投資は、景気後退期に先送りされた投資案件の実施などから大幅に増加した4~6月期よりは減速しているが、引き続き増加基調は維持しているとみている。次に、11. 貿易収支である。7月は、前月から赤字幅が縮小し、均してみると4~6月期から概ね横這いとなった。ご承知のように、米国では、5月、6月に輸入が大幅に増加し貿易赤字が急拡大した結果、第2四半期のGDP成長率に対する純輸出の寄与度が年率で-3.4%と大幅な押し下げ要因となった。その後、7月の貿易赤字は、実質ベースでも、4~6月期からほぼ横這いになっている。今後は、下期の成長率に対して、純輸出の面から第2四半期のような大幅な下押しが加わる可能性は低いと私共ではみている。次に、生産関連をみる。13. 鉱工業生産は引き続き幅広い項目で増加を続けている。また、12. 製造業のISM指数の9月分は54.4と、ほぼ市場予想並みの数字になった。次に、雇用関連については、ご承知のとおり、今週の金

曜日に9月の数字が公表予定である。今のところ、予測としては、民間の雇用者数は大体7万7,000人、8万人、その辺りというようになっている。ただ、この7~8万人であっても、失業率はむしろ今の9.6%から0.1%ポイント上昇して9.7%と、慎重な見方になっている。最後に、物価であるが、16. コアCPIは+0.9%ということで、このところ1%を割り込んだ水準で横這いの動きを続けている。米国経済の需給環境は、緩和した状況が続いているとみられる中で、デysinフレ圧力はかかり続けていると考えている。以上が米国である。

図表 2-1、ユーロエリアをみたいと思う。ユーロエリア経済は、これまでのユーロ安を背景に、ドイツなど主要国の輸出が牽引する形で、全体として緩やかな回復を続けてきていた。今月出た指標をみると、輸出や生産の面で、一頃と比べさすがに減速感がみられるようになってきている。まず、2. 輸出であるが、7月前月比で-0.6%、基調としては増加を続けているとみているが、減速感がみてとれる。地域別にみても、米国向け、アジア向けなど、いずれも伸びが鈍化している。世界経済全体の減速を受けた動きとみられる。また、3. 輸出受注のPMI、これは9月であるが、52.6ということで、依然50は上回っているが一頃と比べて低下している。先行き、欧州の輸出の減速傾向が続く兆しとみられる。次に、内需関連である。設備投資については、4. ドイツ国内投資財受注は振れを伴いつつも7月は-1.8%と弱めではあるが、四半期をみて頂くと、増加基調を維持できているとみている。個人消費については、7. 自動車販売は引き続き減少傾向にあるが、8. 消費者コンフィデンスは、均してみると緩やかな改善傾向にある。ユーロ圏の個人消費は、全体として極く緩やかではあるが、増加を続けているとみている。こうした需要動向のもとで、生産の動きをみると、9. 鉱工業生産の7月はゼロ%ということである。このところ、減速している姿が窺われている。輸出の増勢が鈍化していることを受けたものとみて良いと思う。10. 製造業のPMIは53.7と、こちらも50は上回っているが、幾分低下と、生産の減速感を裏付ける見方と言える。物価についてみると、12. CPIは、ヘッドラインで+1.6%から9月の+1.8%に

上昇しているが、一部の国におけるいわゆるVAT税率の引き上げ、財政再建策の効果といった部分がほとんどとみられる。コアの方でみると、1か月遅れであるが、+1%ジャストということで、ユーロについても緩和的な需給環境、あるいは賃金の伸び鈍化といったところで、こちらの方もデシインフレ圧力といったものが作用し続けているようにみられる。

次に、図表 2-2、英国を簡単にみたいと思う。1. GDPは改訂値である。+4.7%と小幅修正ではあるが、高い伸びといった姿に変わらない。もっとも、英国経済についても、ユーロエリアと同じく、足許で輸出と生産は一頃に比べて減速している。2. 輸出の7月は-0.9%ということであるし、3. 輸出受注PMIは、ここ数か月示唆していたように増勢は鈍化している。9月は49.3と50を割った。これは、約一年半振りの50割れである。6. 鉱工業生産は、均してみると伸び鈍化という動きである。4. 小売売上は持ち直しの動きを続けているが、先行きについては、緊縮財政を受けてコンフィデンスが幾分低下しているので、その影響が今後の個人消費に現れる懸念がある。この間、CPIは、やはりVATの税率引き上げ、それから既往のポンド安から、8月は+3.1%と、BOEのインフレ目標を上回るところで推移している。英国は以上である。

次に、新興国経済をみる。図表 3-1、中国については、幾分減速しつつも高めの成長を続けている姿に変わらない。2. 鉱工業生産は+13.9%と、政府の不動産取引抑制策の影響などから引き続き減速傾向にはあるが、+14%という数字は維持しているということである。それから、6. 輸出も、海外経済の減速から増勢が鈍化している。ただ、9月の3. 製造業PMIは53.8ということで、これは市場予想を上回る良い数字であった。他方、内需をみると好調である。4. 小売売上の8月は+18.4%と、堅調に推移している。5. 固定資産投資も、公共投資や不動産投資が減速しつつあるが、なお前年比+20%を超える高い伸びを維持している。全体として、中国経済は依然高めの成長を続けていると判断して良いと思う。次に、他のアジア諸国については、2. インドの生産が+10%を超える高い伸びを維持するなど、高めの成長を続けている姿に変わりはない。ただ、このところ、卸

売物価の前年比は、食料品の伸び鈍化などから、プラス幅を縮小させている。一時期と比べて、インドにおいては、インフレ懸念は幾分和らぎつつあると言って良いかと思う。次に、図表 3-2 の N I E s、A S E A N については、世界的な在庫投資の増勢鈍化、さらに I T 関連で液晶パネル、パソコンなどの減速から、輸出、それから生産の増勢が鈍化しているようである。もっとも、内需については、図表 3-3 に示しているが、引き続き堅調な姿を維持している。N I E s、A S E A N 経済についても、回復、拡大基調を続けているとみている。

地域別にざっとみてきたが、以上を若干総括的にコメントさせて頂くと、まず、米国については、前回会合時に 8 月の雇用統計が市場予想を上回ったことから、雇用・所得環境に関する悲観的な見方が幾分和らいだことを説明した。その後、公表された指標の多くも市場予想を上回ったことによつて、米国経済の先行き、目先に関する極端な悲観論、すなわち、下方のテール・リスクに対する懸念といったものは、後退したように窺われる。これまでも申し上げたとおり、米国経済は減速するが後退はしない、緩やかな回復を続けていくという標準シナリオに沿って動いていると判断している。ただし、同時にバランスシート問題という重石を抱える中であつて、上方には弾みにくく、下方には振れやすいという非対象的なリスク・バランスといったことが言えると思う。なお、経済の先行きの予測について、このところばらつきが非常に大きくなっているということが、一つの特徴点として挙げられるようである。2011 年の経済見通しをブルーチップでみると、直近 9 月は、平均は +2% 半ばであるが、下は +0.9%、上は +3.6% ということで、極めて幅が広がっている。因みに、7 月時点では、平均 +3% で、下は +2%、上は +4% と非常に均等な予想だったものが、やはり下方への下振れリスクを随分意識するようなばらつきといったところが、直近大きくなっている。次に、欧州については、これまで財政問題を抱えながらも、ユーロ安の影響でドイツを中心として、輸出や生産が堅調な増加を続けてきた。しかしながら、今回公表された指標は、ユーロエリアにおいても、世界経済の減速を受ける形で、輸出、生産双方が幾

分減速していることを示す内容であったと言えると思う。

最後に、アジアについては、中国は不動産取引抑制策の影響、それから輸出の増勢鈍化などから幾分減速をしている。しかしながら、個人消費の堅調さが続くもとで、全体としては、高めの成長を続けているし、こういった基調に変化の兆しは窺われないうって良いと思う。また、NIEs、ASEANについては、世界的な在庫投資の増勢鈍化などを受けて、こちらも輸出、生産の増勢が鈍化しているが、こちらの方も、中国と同様、内需の堅調さは維持され、全体としての回復基調は維持されているということである。最後に、図表7をご覧頂きたい。こうした中で、エマージング諸国に対する資本流入圧力を株式市況で少しだけチェックさせて頂きたいと思う。1.のインドネシア、フィリピン、アルゼンチン、トルコは、極く最近、株式市況の既往ピークを更新した。いずれも、先週9月29、30日にピークを更新した。2.タイ、マレーシア、インド、韓国は、リーマン・ショック以降の最高値は更新した。既往最高値ではないが、直近力強く値を上げている。新興国も先進国と同様に景気は減速していると申し上げたが、相対的なファンダメンタルズは、先進国に比べ良い訳である。そうした中で、エマージング諸国の株式市場、それから債券市場へ海外からの資金流入が続いている。バランスシート問題を抱えた先進国で低金利が続く中において、バランスシート問題を抱えていないとはいえ成長スピードが減速している新興国に対して、資金がいつまでどのような速度で流れ続けるのかを、その効果も含めて今後注意してみていきたいと考えている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の先行きの予測について、先程ブルーチップのフォーキャストのご紹介があった。それについてだが、9月は平均+2.5%と、7月に比べて非

常にばらつきがあったということだった。これの解釈なのだが、結局、人々の見方というか、先行きの見方が非常にばらついて、不確実性がより高まっている、それがまた企業行動や家計の行動をより萎縮させると言うか、慎重な支出活動に繋がって、より下押しの圧力になるというような解釈をして良いかどうか。

須田委員

それに絡んだ質問なのだが、これはそもそもいつの時点の、いつの予想なのか。要するに、8月は結構悪いデータが出て、その後良いデータが出ているから、一番低い時の分が反映されているかどうかを知りたい。いつ頃の調査なのか。

大野国際局長

+0.9~+3.6%という方の数字は、9月である。割と極度の悲観から少し良い数字が出始めてきた時である。それから、+2~+4%と申し上げたのは、7月であるので、まだ全体としてはかなり米国経済に対するオプティミスティックな見方というものが台頭していたというか、一般的だった状況である。それで、今、時間という概念でみた場合は、少しねじれた感じになっているような気がしている。すなわち、9月については、非常に悲観論が台頭したということで、その時と比べると、今月過去1か月の数字は、かなり良いものが多かったので、足許については、むしろ過度な悲観論から少しそれが収まりつつあるということで良いと思う。一方で、その過程において、米国の先行きについて、バランスシート調整の重石により、そういった米国経済の底力と言ったら良いか、あるいは言葉を使うことに少し気を付けなければいけないと思っているが、潜在成長率に近いような概念、その辺に対する自信がどうも薄らいでいるのではないかという気はしている。従って、ここでは、2011年の数字をお示しした訳であるが、恐らく2011年、2012年は、そういった米国の先行き数年に対する——経済の力に対する——弱気の見方が、これは平均というよりも、そういうこ

とを非常に心配される方が少しずつ増えてきている状況ではないかと思う。そういう風潮自体が、サイコロジカルなエフェクトであるとか、家計のマインドを通じて、あるいは企業マインドを通じて、多少ネガティブなフィードバック効果をもたらす懸念はやはりあるのではないかと思っている。

野田委員

先程の米国のデータの評価であるが、確かに市場評価との対比では、この1か月間良かったが、よくよくこの絶対値というか、数字をみると、傾向としてはやはり減速を裏付けるデータだと思う。何が言いたいかと言うと、7月辺りよりも市場の目線が下がってきた——悲観論が浸透した結果、先に目線が下がってきた——ので、実は8月に蓋を開けてみると、その悲観よりも良かったということだろうと思う。だから、目線が実際の減速傾向に段々調整されてきているという理解をしている。

大野国際局長

野田委員のご意見にほとんど同感である。一つだけ、少し留保を申し上げると、期待、市場の見方が割と振れている。1～3月位はむしろ過剰に楽観的になって、夏場にはそれが裏切られる形で極度に悲観的になり、それがまた今悲観を調整するパターンということなので、目線が切り下がっているという委員のご指摘には、全面的に同じ印象を持っている。ただ、ひょっとすると悲観過ぎる部分が少しまだ過剰に反応している可能性はなきにしもあらずという印象も同時に持っている。従って、それは数か月位、経済実態の動きと、市場の見方のそれに対するアジャストといったところをよくみていきたいと思っている。

須田委員

先程、私が期間を聞いたのは、あれは多分9月10日位であるな。その位までの評価だから、少しまだ弱いのかなという気はした。その現れ方と

して。

大野国際局長

中旬位が中心だと思う。一斉にということではないと思うが、過度な悲観を意識して回答された先は少なくないと思う。

亀崎委員

強弱色々な統計が出ている中で、先程、野田委員がおっしゃったように、このところレベルは低くても良いものが増えている。一方で、一貫して良くない傾向が出ている統計はC P Iである。これは、2008年、2009年、2010年と、ずっと下がってきている。米国には、かなり低いレベルである。コア指数をみると、この数か月は前年比+0.9%であるが、需給ギャップの動きからすると、これで下げ止まって反転していくのだろうか。ブルーチップなどをみていると、まだ前年比+0.7%まで下がるとみられている。他の統計は色々入り乱れているが、C P Iに関しては、ほぼ一貫して良くない数字が出てきており、FOMCもかなり注目している。このところは、少し他と違うと思っている。

大野国際局長

物価関連、特にC P I、あるいはコアP C Eの両方あると思うが、双方について、まだまだ今の需給環境からみれば、下押しの圧力が大きいというのは、我々もそうみているし、マーケットエコノミストの間でも、今の例えばC P Iのコアの+0.9%は、もう少し一段と下がってもおかしくないという見方の方が多いと思う。人によっては、+0.5%とか+0.6%とか、そういう数字を示される米国ウォッチャーもいるようである。

須田委員

米国で言うと、住宅価格は横這い圏内なのか。メモなどをみていると、これから後半は下がるかもしれないというのを結構みるが。それも含めて

横這い圏内とみているのか。

大野国際局長

そうである。半年位前は、底を打ったところだが問題はそこから上がるかどうか、と言っていた。同じ横這い圏内でも、この3か月位で、その横這いの意味するところが、ちょっとやそつとでは上がらない、場合によっては、それこそ差し押さえ物件の流入であるとか、需要自体がそんなに悪い訳ではないが、在庫であるとか、市場環境からみれば、横這いの中の弱含みが足許の状況ではないか、と思っている。

西村副総裁

少しマニアックな質問で申し訳ないが、亀崎委員がおっしゃったコアCPIは確かに下がってきているが、コアPCEの方は比較的岩盤に差しかかったような数字に見える。その差を何か言っている人はいるか。あまりいないか。

大野国際局長

その差を言っている人はあまりいないが、我々のチームで色々ウエイトとかをみたところ、私はまだPCEについても岩盤というか底を打ったところまで楽観していない。一つの大きい要因は、住宅価格と医療に対するウエイトが、PCEは医療のウエイトがかなり多い一方、住宅価格のウエイトが少ない。CPIは逆に住宅価格のウエイトが大きくて、医療価格が少ない。これがPCEの方で多少クッションの役目を果たしていることはあると思う。従って、今後の動きをみても、今の住宅価格の情勢、それから医療価格の情勢からすれば、より下がる可能性が強いのはCPIだということと言えるかと思う。

中曽理事

CPIとPCEの問題では必ずしもないのだが、米国の物価をみる時は

期待インフレ率をどうみるかが一つあるのではないかと思う。この点、多少気になるのは、米国のフォワード・レートなどが平行移動的に下がってきている。つまり、短いところが下がるのであれば、これは追加利下げである。しかし、先まで平行移動的に落ちてきているのは何を意味しているのかが、チェックポイントの一つかもしれない。これは、TIPSなどをみても、多少そういうところがない訳ではない。だから、期待インフレ率そのものが、アンカーされた状態でなくなっていくような場合だと、日本的な意味でのデフレ・スパイラル的な状況を懸念すべき状況になる兆しもあるという見方もできるかもしれない。

須田委員

1%を実際に切ってしまうと、期待インフレも落ち込んでいくというような——1%を基準にした——意見を耳にするが、そういう議論は何か聞かれたことがあるか。

大野国際局長

マジックナンバーの1%はあまり聞いたことはないが、やはり1%を割ると、0.であるから、それこそデフレの領域が非常に近くなるという意味での心理的な恐怖感が多いという部分はあるかと思う。

須田委員

2003年、2004年の時も、Fedは1%を凄く気にしていたような気がしたが、また最近そういう声が少し聞こえるので、少し気になっている。

大野国際局長

2002年位である。

西村副総裁

あれは上方バイアスの話と引っかけで言っているのか。あまり関係ない

か。

大野国際局長

当時はその議論が沢山あった。ただ、最近について、指標のバイアスの議論はあまり出てきていない。

須田委員

中国だが、中国の製造業のPMIが結構良かった。中国は減速しているが、どこまで減速するのかについては、もう下げ止まったというような主張をみるのだが、このPMIの良い数字は、どのように解釈すれば良いのか。

大野国際局長

PMIの数字が割と良かったのは、少し驚きである。内需についてはかなり健闘しているようだったと思うが、輸出についてはやはり世界全体の減速感という影響を当然受けざるを得ないし、それから短期的に言うと、10～12月位は、例のエネルギーに関する減産の効果も出ておかしくないと思っていた。目先の9月、10月、11月、12月は、少しブレーキがかかって全然おかしくない中で、このPMIの良い数字であったので、少しでき過ぎかなと思う。ただ、悪い数字ではないので、その一方で、力強いというか、エンカレッジだなど、そのようにみている。

須田委員

中国は、やはり政策対応が可能だということで、何か住宅を大量に作るという…。

大野国際局長

保証性住宅のことである。

須田委員

それを今年中に着工しろというようなことがあったらしいが、政策効果が少し落ちてきたら、そういうことが対応可能なので、PMIのようなところに現れてくるのかなという気もした。そういう対応力というか、少し減速してでも高い成長を維持しようという政策能力を、どのように評価しておけば良いか。

大野国際局長

政策能力自体については——政策能力というよりも政策余力と言っても良いかと思うが——、不動産投資についてもそうであるし、それから例えば金融政策、為替政策も人民銀行はやはり少し気にしている。物価でいって+3.5%を。しかしながら、中国共産党、あるいは政府全体としては、そこまでの過熱感という危機感はまだ共有されていないということであるから、いわゆる不動産に対する行政的な手法で何とかコントロールできているというのが、今の中国の当局の考え方だと思う。私共も、大体その枠内のところで上手くマネージができていて、バランスを大きく失しないもとで風速でみて+9~+10%の成長パスを維持できている、とっている。従って、これからもし予想外の減速、あるいは世界経済全体に対する影響を中国経済が下向きに受けた場合、例えば、財政に対する追加的な何がしかの支援策も可能であるし、また、逆に多少上振れた時には、金融政策も使っていないから、両面に対して彼らのいわゆる政策余力は残っているとみて良いかと思う。あまり、楽観視することは危険であるが。

中村委員

中国の住宅についてだが、色々な抑制策をやって、販売床面積等がかなり下がってきている。しかし、値段はやっと今横這いという状況である。二つあって、一つは、そこまで様々な政策を行っているにもかかわらず、なぜ抑制策の効果が出ていないのか、それから当局の住宅価格に対する目線であるが、これは要するに横這いというか、むしろ前年比下げるのでは

なく、上がらない程度まで持っていこうとしているのか、その辺はどうなのか。

大野国際局長

不動産、それから住宅価格、あるいは住宅のマーケットの潜在的需要は極めて強いということがあると思う。委員のおっしゃるとおりに、5月に相当厳しく締めた。取引量は、以前申し上げたとおりに、大都市で前月比半分になるとか。しかし、価格は若干のマイナスで精々というところである。それはなぜかは、やはり相当大きな需要があって、我慢していた業者、あるいは我慢していた需要者がもう我慢し切れなくなって、やはり買いに出てきているということである。だから、そういう凄く大規模な需要に対して政府がきつく締めたところで、それは価格をある程度抑える、ないしは若干マイナスにするところが限度という構造になっているのではないかとみている。

中村委員

足許の追加の引締め措置も、それをやらないと値段はもう横這いすら維持できないという、そういう状況であるか。

大野国際局長

そういう面があるかと思う。いつも抜かすの宝刀であるが、今また、固定資産税というか、不動産税みたいなものをちらちらと出しながら……。

中村委員

一部でそのテストをやっている。早めるなどという話が……。

大野国際局長

やっているという話がある。

白川議長

大野国際局長が一番最後に説明された図表7のグラフは興味深い。これは新興国も含めて、成長率自体の数字は高いが、しかし、足許の方向としては、幾分減速しているというのが国際局の判断だと思う。そういう新興国の実体経済に関する判断と株価の関係だが、このグラフで言わんとしているメッセージは、実体経済それ自体も減速しつつあるとは言え高水準であるが、しかしそれ以上に、先進国における金融緩和——あるいはさらなる金融緩和——によって、多少、金融相場的な色彩を今まで以上に帯び始めているということをお願いしたい感じか。

大野国際局長

そうである。実体経済面からして、ここにきてさらに株価が上がる要素はあまりないにもかかわらず、実体経済が減速する中で、株式市場が急激に上昇するという事は、相当程度、先進諸国からの資金の流入、就中、金融相場的な色彩が色濃く出てきているのではないかというインプリケーションでご報告させて頂いた。

野田委員

そういう意味では、少し前までは、例えば生産などとかなり平行である、この動きは。ただ、足許は、少し過熱しているという理解であるか。生産と輸出などのグラフと重ね合わせると多分、そんなにこれまでは過熱状態ではなかったという気がしている。既往ピークを生産、輸出が超えている新興国が多いから、そういう意味では、株価もそれなりに既往ピークを超えるのは自然なのかなとみていたが、今のご説明であると、足許は少しどうなのかというそういう理解で宜しいか。

大野国際局長

おっしゃるとおりで、今、もうバブルみたいなことになっているかと言うと、そういう判断ではない。例えば、PERは——多少国によって違う

が——、今のこの水準でもまだ10倍台である。多いところだと20倍近いところもあるが、今までのところはファンダメンタルズに大方沿った動きである。しかし、足許の急激な上昇は少しファンダメンタルズからみた領域を超えかけ始めている、そういう少し怖い予兆があるかもしれないという程度である。

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

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

今回は、事前の資料配付の後に多くの重要指標が公表されたので、本日の説明は、全て席上配付の資料－4 参考計表【追加】という資料に沿って行わせて頂く。図表1であるが、まず短観の業況判断を簡単におさらいしておく。(1)の製造業、(2)の非製造業、いずれも現状までは順調に前回予測比むしろ上振れて改善してきているが、先行きについては、比較的是っきりと悪化が予想されている。エコカー補助金効果の剥落、猛暑効果の剥落といった一時的な要因がかなり影響しているとみられるが、同時に新興国も含めて世界経済が減速してきていることや円高の影響なども反映されていると考えている。短観は以上である。

図表7の実質輸出であるが、(1)の太い線が実質輸出で、右端の7～8月分は、4～6月対比で+0.4%とプラスはプラスであるものの、横這い近くまで伸び率が低下してきている。4～6月が+9.5%と非常に高い伸びであったことの反動という面もあるし、8月単月で-4.2%と減少した中には特殊要因とみられる動きもあるが、基調的にみても輸出の増加ペースははっきりと緩やかになってきていると思う。図表8であるが、(1)の地域

別、第3四半期の列で7~8月の4~6月対比の数字を向け先別に確認していくと、米国向けは+4.7%と引き続き増加しているが、7月段階で恐らくでき過ぎだろうと申し上げていたように、8月単月では自動車を中心に大幅に減少している。次のEU向けは、+4.3%と引き続きしっかりしている。一方、東アジア向けが+1.9%とややはっきりと減速をしている。その内訳をみると、中国向けは+4.4%としっかりしていて、NIEs向け+0.5%、ASEAN向け+0.4%といった辺りがよりはっきりと減速している。NIEs向けについては、IT関連の調整の影響が出ているとみられる。ASEAN向けは、振れとみられる動きもあって、実勢よりも弱く出ている可能性が高いと思っている。さらに、その他向けの-4.8%は、円高で自動車の輸出が伸びなくなってきたことも影響しているが、それ以上に船舶の振れが相当効いている。因みに、その他向けの船舶だけで、7~8月の実質輸出全体を1%近く押し下げている。補足的に幾つか輸出関連の動きをみておく。図表9であるが、(2)のグラフ、太い折れ線グラフが米国の自動車販売台数であって、日系メーカーの分は棒グラフで示してあるが、白が日本からの輸出分、灰色が現地生産分である。ご覧のように、日系メーカーの販売はこのところ緩やかな減少トレンドにあるようにみえる。すなわち、市場全体に対して割り負け気味であって、それには円高が効いている可能性がある。その結果もあるが、(3)の在庫日数をみると、細い線の方が日系メーカーであるが、このところ上昇気味である。次に図表11である。(1)の7~8月に減少に転じてしまっていたその他地域向けの輸出であるが、(1)の財別内訳をみて頂くと、縦縞の部分がかかなり下に出ていて、これが資本財・部品であるが、この中に船舶が入っている。この船舶の部分が恐らく振れだろうと思われる。ただし、それ以外にも灰色の部分の自動車関連、これもこのところ増加から減少に転じていて、マイクロ情報でも、実際に円高によって特に中近東向け辺りで韓国勢等との競争が激しくなっているという話も聞かれているので、実態を伴っている動きも相応にあるとみている。ただし、それにしても変化がやや急であるので、やはり多少振れの部分はあるのではないかという感じで現在のところは

みている。減速の程度を見極めるには、もう少し様子を見る必要があるかもしれない。それから、図表 12 であるが、情報関連の輸出の動きは (1) のとおりであって、これも右端、7~8 月が前期比でゼロ%に近づいている。(2) の世界全体をご覧頂いても、若干線が込み入っているが、太い黒の実線が世界半導体出荷の実績であって、直近の 7 月分の 4~6 月対比はご覧のように若干マイナスになっている。パソコンの失速と、液晶テレビの在庫増加が基本的な背景である。ただし、細い実線が 5 月時点の見通しであったが、このように 5 月の時点においても 7~9 月は元々マイナスとなることが予想されていた。この後、8 月、9 月と実績のマイナス幅がもう少し拡大しても、まだ予想の範囲内ということではある。そして、この W S T S の予想では、調整は 7~9 月で一応大体終わって、10~12 月は再び前期比プラスに転じるということになっている。実際、マイクロ情報でも、パソコンが失速している一因としては、i P a d などタブレット型の P C が強いとか、スマートフォン等に需要が流れているという話も聞かれていて、I T 関連の需要が一様に悪化している訳ではない。それらを踏まえると、今起きている I T 関連の調整は、取り敢えず軽度なものとみておいて良いと思う。ただし、10~12 月に本当に持ち直しの動きがはっきりとしてくるかどうかについては、現段階では、マイクロ情報ではっきりと裏が取れている訳でもない。どちらかということ、今のところは年末に向けて不透明感が強いという声の方が多いような印象を受けるので、調整が多少長引く可能性も念頭に置きながら、注意してみていく必要があると思う。輸出関連は以上である。

設備投資関連である。図表 18 の (1)、4 本線があるうちの点線であるが、除く輸送機械ベースの資本財出荷が右端 7~8 月分まで入っているが、数字で申し上げると、4~6 月対比+2.0%と緩やかな増加を続けている。それから、次に、先行指標であるが、図表 19 (1) の機械受注、4 本ある線のうちの太い黒の線、除く携帯ベースでみて頂く。これは、右端がまだ 7 月分だけであるが、ご覧のように 4~6 月に一旦足踏みした後、7 月の 4~6 月対比は+5.4%と再び増加している。それから、(2) の建築着工も、

太い黒の線の民間合計でみて頂くと、4～6月に反動減となった後、こちらは右端が7～8月まで入っているが、4～6月対比で+11.3%と再び増加している。機械受注、建築着工ともに振れが大きい統計ではあるが、極く緩やかに持ち直しの方向にあるというこれまでの見方と整合する範囲の動きだと思っている。図表20の短観の年度計画についても、2010年度は小幅増加の蓋然性が高いということが改めて確認されたように思う。ただし、設備投資はまだ水準自体がかなり低くて、変化のスピードもご覧のように非常に緩やかである。また、目先の生産が一旦弱まる可能性が高い中で、設備投資も腰折れすることがないかどうか、もう少し見極める必要があるようにも思うので、設備投資については、「持ち直しに転じつつある」というこれまでの判断を据え置くことが適当と考えられる。

次に、個人消費である。まず図表23の(1)であるが、太い黒の線、家計調査の消費水準指数（除く住居等）は、右端が7～8月分となっているが、数字で申し上げると、4～6月対比で+2.1%である。4～6月が、恐らくは統計の振れもあって弱かったことの反動に加えて、猛暑効果で押し上げられている面もある。(2)の耐久消費財で、家電販売は右端が8月分であるが、テレビの堅調持続にエアコンの好調ということが加わって、8月はさらに増加している。一方、黒の線の乗用車であるが、エコカー補助が9月7日で切れたので、9月はご覧のように8月対比であつという間に激しく減少した。この後、10月はさらに減少して、2009年初め頃のリーマン・ショック後で一番悪かった頃の水準辺りまで低下する可能性を念頭に置いておく必要があると思っている。図表24であるが、(1)のコンビニは、右端の8月も、7月対比では若干減少したが、アイスクリームや飲料を中心に好調が持続している。この後、9月分は、たばこの駆け込み需要による大幅な増加が予想される。このほか、細い線のスーパー、太い線の百貨店とも、ご覧の8月まで横這い圏内の動きが続いている。ただし、マイクロ情報によると、9月の百貨店は、高額商品が引き続き不調の中、残暑により秋物が売れず、8月対比悪化したと聞かれている。それから(2)の旅行や外食については、一頃に比べて持ち直した水準で、横這い圏内で

推移している。以上、個人消費については前月までとほとんど状況は変わらず、7～9月は様々な一時的な要因によって押し上げられた半面、10～12月はその反動がほぼ確実に出そうである。因みに、図表25の消費者コンフィデンスであるが、幾つかの指標において弱めの動きがみられ始めている。典型的には、〈参考〉の景気ウォッチャー調査において、細い線の先行き判断がややはっきりと低下している。こうした下向きの動きは、基本的には一時的な好調要因の反動を予想しているとみて良いと思われるし、かつ、昨年末頃に比べても水準はなお高いので、個人消費が持ち直し基調にあるという判断とは矛盾しないと思っている。ただし、今後、海外経済の減速や円高の影響などを受けて、より基調的な意味でマインドが悪化していくというようなことがないかどうかについては、注意をしてみたい必要があると考えている。個人消費は以上である。

図表27であるが、(1)の住宅着工戸数、太い黒の線で全体をみて頂いて、右端の7～8月は年率80万戸と幾分増加している。依然としてかなり低い水準ではあるが、低金利などの政策効果もあり、方向としては、極く緩やかながら、持ち直し傾向にあるとみている。住宅は、簡単であるが以上である。

図表28、生産をご覧頂きたいと思う。鉱工業生産の8月速報は、ご覧のように前月比-0.3%となっていて、その前の7月分も確報で若干のマイナスへと下方修正になっているので、これで3か月連続の前月比減少となった。四半期ベースでも、7～8月の4～6月対比は-1.0%となっている。もっとも、例の季節調整の歪みを調整した実勢を試算すると、7～8月の4～6月対比は、今申し上げた-1.0%ではなくて+0.9%となる。また、先程7月が確報で下方修正になったと申し上げたが、これは主として振れが大きい医薬品によるものであって、生産の基調的な動きとはあまり関係がないように思われる。さらに、短観の業況判断でも、9月までの現状判断は、冒頭みて頂いたようにはっきりと改善していて、それとの関係でも、7～9月の生産は、方向としてはなお増加が続いていると判断する方が自然であるように思う。ただし、そういう実勢でも、増加

のペースが明確に鈍化してきていることは確実である。かつ、最近のマイクロ情報も合わせて評価すると、前月段階での我々の想定と比べても幾分下振れ気味で推移しているという印象がある。因みに、前月段階では、7～9月の生産は、実勢ベースで前期比+2%強になると想定していたが、現時点ではやはり実勢ベースで+1%台後半位でみている。その場合、公表統計ベースでは-1%位になるが、実際、脚注2に書いてあるように、9月の予測指数を利用すると、前期比-1.1%になっている。この前月からの見方を幾分下方修正した背景は、基本的には海外経済の減速の影響がIT関連を中心に予想以上に出てきているという点であって、パソコンや液晶パネル関連を中心に、電子部品・デバイスの生産が当初の予想よりも少し弱くなりそうである。その他、鉄鋼辺りもアジアにおける需給の引き緩みとか、高炉トラブル、これは供給面であるが、そういう影響もあって幾分下方修正をしている。その先、10～12月であるが、10月の予測指数がご覧のように前月比-2.9%とはっきりと減少している。実勢ベースでも、我々は既に前月の段階で、10～12月は2%程度減少すると想定していた。ただ、これも海外経済の減速、円高の影響から、自動車を中心に少し下振れそうであって、現時点では、10～12月の実勢ベースの生産は2%強の減少とみている。その場合の公表統計は、やはり10～12月も-1%位になる。もう一度、数字のイメージを纏めると、実勢ベースでは7～9月が1%台後半の増加、10～12月が2%強の減少、公表統計ベースでは7～9月、10～12月ともに1%程度の減少というイメージを現時点では想定している。すなわち、現状、実質的な確認ができるところまでにおいては、表面計数の動きにもかかわらず、生産はなお緩やかに増加を続けているが、実勢としても増加ペースは明確に鈍化してきている。かつ、先行き10～12月の生産が、実勢として一旦減少することは、蓋然性がかなり高まってきていると考えられる。以上のことが、今回の生産統計やマイクロ情報で確認された点である。現在の外部環境からすると、当面のリスクは依然として下振れ方向であって、10～12月の減少幅が今申し上げた想定よりもさらに拡大していくということがないかどうか注意が必要と考えている。生産は以

上である。

図表 32 に進んで頂いて、雇用関連である。〈職業安定業務統計〉の有効求人倍率については、8 月も 0.01 改善していて、0.54 倍となっている。毎月 0.01 のペース、四半期でご覧頂いても毎四半期 0.03 のペースでコンスタントに非常に緩やかに改善を続けている。それから、〈労働力調査〉の表であるが、雇用者数が 8 月の前年比は -0.0% になっている。このところ前年比はゼロ%近傍でほとんど動きがない。そして、同じく〈労働力調査〉の表であるが、完全失業率の 8 月は 5.1% になっている。まだ 5% 台での高止まりではあるが、こここのところ 7 月、8 月と連続で 0.1% ポイントずつ低下している。さらに、〈毎月勤労統計〉の表であるが、この資料には間に合っていないのだが、本日午前には 8 月の毎勤統計が出ているので、主な数字だけ申し上げておく。常用労働者数であるが、7 月前年比 +0.5% の後、8 月も +0.5% である。それから、名目賃金であるが、7 月前年比 +1.4% の後、8 月は 0.0% になっている。8 月は、特別給与が少しマイナスになって、その関係で全体の伸び率が低下して、ゼロまでになったということである。雇用環境も方向としては、緩やかに改善の方向であるが、そのテンポは非常に緩やかであると判断される。以上が雇用関連である。

次に、図表 39 に進んで頂いて、まず物価の関係である。(1) の国際商品指数は概ね横這い圏内で推移しているが、最近では幾分上向きの動きが出てきている。内訳としては、(2) の灰色線の銅が、中国の電力インフラ需要の増加などへの期待から強含んでいるほか、穀物も——細い線であるが——天候要因などを背景に上昇している。ただし、これら外貨建ての動きが、円高で一部打ち消されるので、日本の物価への影響はその分小さくなると予想される。それでは、それを踏まえて国内企業物価であるが、図表 43 の (2)、右側の 3 か月前比でみて頂いて、一番右端の 8 月分であるが、ご覧のように 2 か月連続のマイナスになっている。点々の為替・海外市況連動型を中心とした下落である。この後、9 月についても 3 か月前比で多少マイナスが残る可能性が高いとみている。ただし、その先について

は、先程ご覧頂いた国際商品市況の状況を踏まえると、円高が一段と進行しない限り、国内企業物価も段々下げ止まっていくということが展望できるように思われる。次に、消費者物価であるが、図表 46 である。(1) の太い実線が、除く生鮮の前年比で、右端の 8 月分は -1.0% と、これは事前の想定どおりであった。細い線の除く食料・エネルギーは -1.5% と、こちらも予想どおりであり、かつ、このところほとんど動いていない。これらを、高校授業料を除いたベースでご覧頂くと、図表 48 になるが、(1) の図表、太い線の除く生鮮は前年比 -0.5% 、除く食料・エネルギーベースで前年比 -0.7% となっている。このところの変化は非常に緩やかだが、基調的にみてマイナス幅は縮小傾向にあるとみられる。この後の予想を、図表 47 をみながら申し上げる。8 月の実績、食料・エネルギーの部分であるが、寄与度で $+0.06\%$ ポイントとなっているが、そこは当面あまり変わらないと考えられる。強いて言えば円高もあるので、ガソリンなど石油製品を中心にプラス幅が微妙に縮小していく方向かと思われる。一方、それ以外の部分、すなわち除く食料・エネルギーの部分についても、変化は非常にゆっくりである。東京の 9 月分ではマイナス幅が 0.1% ポイント縮小していたが、振れの大きい家賃や被服の影響もあるので、全国でそうなるかは分からない。このように、食料・エネルギーとそれ以外の部分がともにあまり変わらないとみられるので、全体で——除く生鮮であるが——9 月も -1.0% 辺りの蓋然性が一番高いとみている。その後、10 月は、たばこ税の引き上げが 0.3% ポイント近くプラスに効くので、 -0.7% 辺りまでマイナス幅が縮小していきだろうとみている。そして、来年 1~3 月位には、基調的な物価下落幅も若干縮小していきだろうと考えているので、除く生鮮で $-0.5\sim-0.6\%$ 、従って、高校授業料を除けばゼロ%に近いところまで、本年度中位にマイナス幅が縮小していくというイメージを現段階では展望をしている。そういうシナリオをベースラインにしながら、引き続き毎月の上振れ、下振れをチェックしていきたいと考えている。

以上、申し上げたことを簡単に纏めておきたいと思う。第一に、ハードデータで確認できる実績の部分までみれば、景気回復への動きは続いて

いるということである。すなわち、輸出・生産は、生産統計の歪みを補正して判断すれば、なお増加を続けているとみて良いと判断されるし、短観の業況判断も現状までは明確な改善が続いている。設備投資や雇用に関連する指標も、非常にゆっくりではあるが方向としては引き続き改善の方向にある。以上がポイントの一点目である。二点目は、そうした中であっても、景気回復への原動力と期待される輸出・生産の増加ペースがはっきりと鈍ってきているということである。すなわち、海外経済減速の影響に加えて、円高の影響も出始めている可能性があると考えている。そして、そういう中でエコカー補助が終了したため、三点目として、当面景気は一時的に弱い動きになると考えられる。この点は、生産予測指数、ミクロ情報、それから短観の業況判断の先行き、設備・雇用判断の先行きなどからはっきりと確認される。以上、現状までは景気は緩やかに回復しつつある、しかし輸出や生産の増加ペースははっきりと鈍ってきている、そして、この先は一旦弱めの局面を迎えそうであるという三つの点が、今月は比較的是っきりと確認されていると思う。はっきりと判断できないのは、一旦弱めの動きを経た後、どのタイミングでどの程度しっかりと自律的回復に向けた経路に復するかであって、その点は、現時点ではそれなりの幅を持ってみておかざるを得ないと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

雇用のところで、先程、緩やかに改善の方向という説明だったが、実際の数字もずっとそうきている。テンポは非常に緩やかであるが、こういう流れでこのところずっと改善は続いている。ただ、先程のご説明で、短観の先行きや鉱工業生産の下振れをみてみると、これまで緩やかに改善し続けた雇用周りも、これにつれて若干下がっていくとすると、当然、個人消費とか所得に繋がってくるであろう。こういう状況は一緒になって出てく

るということか。

門間調査統計局長

そうである。ただ、そこが一時的なものだけで終わるのか、それに加えて海外経済の減速とか円高とか、そういう要因も合わさって、もう少し弱さが続くイメージで消費者がマインドを悪化させてしまうのか、そこが恐らくポイントになると思う。

宮尾委員

設備投資のレベル感だが、先程の話で、水準はかなり低いという評価なのだが、まず足許の企業収益との対比でみて、このレベル自体が低いのかどうか。あと、少し視点は変わるが、円高の影響との絡みで、海外に工場を移転するなり、直接投資なりで出て行くことで、国内の設備投資が下押しされているなど、多分色々な面があると思う。その辺も含めて、今の設備投資のレベル感をどのように判断しているか。

門間調査統計局長

レベル感が低いと申し上げたが、元々そんなに高くないとみていたので、何かネガティブ・サプライズが起きているということではないことはまず申し上げておく。そのうえで、レベル感なのだが、とにかく 2008 年度、2009 年度に大きく落ちているから、そこから極く僅かに持ち直しつつあるという段階なので、当然レベルは低いということになる。かつ、企業収益との関係でみても、今のところまだ支出ベースである設備投資は非常に低い。一方で、金余り現象というのは、企業部門でも相当顕著になってきていると思う。ただ、では景気回復の初期の段階として今のような収益に対して設備投資があまり出てこないというのが極めて異常かということ、1990 年代以降、とりわけ 2000 年代以降の景気回復局面については、概して当初は企業収益が相当増えてもなかなか設備が上がってこないということが多かったので、今回だけ特別であると言うほど特別ではないと

思っている。そのうえで、では円高の影響はどうかのだが、ここはミクロで色々情報を聞いても、どこまでが円高の影響で、どこまでがそれ以外の影響なのかは非常に見極めにくいだが、これは、まずリーマン・ショックの後、今回のこの数か月の円高とは別に二つのことが起きている。一つは、要するにビジネスモデルを変えなければならないのではないか、新興国中心になるのではないか、という大きな構造変化の認識ということ。もう一つは、実はリーマン・ショックの直後にかなり円高になっていた訳で、その時に、企業はこれからはやはり海外拠点の方で相当やっていかなければならないのではないかという意識にかなり変わったこと。であるから、その時に一旦変わった意識が、その後も継続されていて、その延長線上で、様々な内外の分業構造の再構築をやっているという意味ではそのとおりののだが、何かそれで、この2、3か月の円高でもってさらに後押しされているかという、そこまではちょっと確認できないというのが正直なところである。

野田委員

今のお話に関連して、図表20のグラフなのだが、これは前回の回復期——2003年、2004年——、特に回復がある程度しっかりしてきた2004年辺りに比べると、角度が緩やか。この辺はどのようにみておくのか。同じ回復期でもこの差を。しかも、2003年、2004年の時も、それまでの落ち込みは相当あったと思うので、その辺の環境は少し比較しにくいのだが、少しやはり弱めが顕著というか、はっきりしているような気がしないではない。製造業大企業だけでみれば。

門間調査統計局長

素直に読むとそういうことになると思う。ただ、短観のサンプルも完璧ではないので、どこまで正確に比べられるかという問題があると思う。例えば、日本政策投資銀行などの調査でみると、2010年度がそれほど他の回復期に比べて極端に低いという感じでもないのですが、複数の調査でみると、

普通より少し低いかもしれないが、それなりに今年は回復するのではないかというイメージである。一方で、(3)、(4)の非製造業の方は、これは逆に短観のものは割と強いので、これはこれで短観が必ず正しいかどうかという問題がある。併せてみると、それほど大きくは変わらないのではないかという印象で取り敢えずはみている。

森本委員

図表8の実質輸出で、NIEs、ASEAN、その他向けをみると、船舶とかITの一時的な特殊要因もあって、今まで好調に伸びてきたものが大きく変化している。ところで、この特殊要因を除くと、水準的にはどの位の感じか。今までの半分位とか、何かアバウトなイメージでも構わない。中国はまずまずとみるとしても、この3先については結構ウエイトも高いので気になっているのだが。

門間調査統計局長

やはり、IT関連は結構波が大きいので、調整が短期間であっても、その短期間の間は結構スピードが落ちるということが起こりやすい。恐らく、NIEs辺りはそういうことが起きているのではないかという感じがする。一方で、ASEANの+0.4%というのは——これは船舶ではないのだが——、マイクロ情報で聞く限りにおいては、むしろ今ASEANは世界中で一番需要が堅調な部類に入る地域なので、ちょっとこの数字はここまで本当に減速しているのかという感じもしなくはない。マイクロ情報では、タイ向けとかインドネシア向けは、機械類とか、建機とか輸出は好調と聞かれているので、もう少しみる必要があると思っている。

須田委員

雇用についてだが、助成金も受けながらどの位のホーディングがあるのか定かではないが、いずれにしてもこれから生産がかなり落ち込んでいくといった時に、雇用の調整が起こるのか、それともやはりそれはそのまま

抱えていくのか、その見方はどのように。

門間調査統計局長

まず、レイバー・ホーディング的に言うと、生産性のトレンドからの乖離を1.7%位と試算しており、大体1%で60万人位なので、100万人位がざっくり言ってホーディングされているのではないかというイメージである。それは、今助成金を受けているのが、段々減ってはきたが110万人位まだ受けているので、大体そのイメージとも合うかなと思っている。そのうえで、10～12月にある程度明確に生産が減少した時に、雇用がぐっと落ちるのか、失業が増えるのかという話なのだが、基本的には10～12月の生産の落ち込みは自動車関連である。自動車についていうと、この落ち込みは元々分かっていたので、むしろこの7、8月の非常に忙しい時に相当無理して、残業、残業、休日出勤という状態でかなりフルに人々を使って、生産を何とかやりくりしていたのが実態である。であるから、起こることは、自動車産業の労働時間が10～12月は減る。ぱたっと減る。これが一番大きいことである。そのうえで、その背後に隠れているもう少しアンダーライニングな減速トレンド、すなわち、世界経済の減速とか、円高の影響がどの位効いてくるかが、最終的には雇用にも大きなファクターになってくるのではないかと思っている。そこで今、助成金については、まだ報道ベースであるが、やはり延長なり、少し制度を要件緩和するとか、そういったことも必要ではないかという議論も出てきているように聞いているので、それとの関係で、どれ位ダイレクトに雇用が減るインパクトが出てくるのかという辺りもみていかなければならないと思っている。ただし、とにかく自動車が一時的に落ちるが、1～3月以降、再び生産が回復に向かっていくという展望が、世界経済との関係においてできるかどうか恐らく一番大きなポイントになってくると思う。

野田委員

助成金が仮になくなった場合については、どんな見方をしておけば良い

か。

門間調査統計局長

勿論、一斉に切れる訳ではないので、ドラスティックに出てくるとは思わないが、ちょうどその時期が10～12月の非常に厳しい局面と重なるので、ある程度、例えば失業率が多少もう一回高まるとかという位のことは、頭の中に入れておかなければならないのではないかと考えている。

山口副総裁

技術的な点だが、消費者物価の実勢については、高校授業料無償化の影響を除きながらみてきた立場からすると、たばこ税の引き上げはどのように考えるのか。一つ一つ除いて実勢をみても、来年の4月になれば、例えば、高校授業料の無償化の影響も消えてしまうので、含めて考えるということもあり得る。その辺はどう考えるか。

門間調査統計局長

それは程度問題である。そこは、概念的には、高校授業料を除くのであるならば、たばこも除くべきであるというのが正しい。実は、それ以外にも、例えば自賠責保険であるとか、診療代とか、色々細かいものは沢山ある。一頃、ちょうど2006年位であったか、やはり極めて微妙な時期があって、色々なものを除いて、5品目除いて、6品目除いて、色々したのだが、きりが無いという面もある。これは、程度問題なので、たばこは先程申し上げたように0.3%ポイント位押し上げに効くので、そういうことを念頭に置いて数字をみるということで取り敢えず良いのではないかと考えているが、どうか。

山口副総裁

念頭に置いてということは、除かなくても良いということか。

門間調査統計局長

何か、グラフで1本、敢えて除く数字の線を足さなければならないというほどのものではないと思っている。

須田委員

この問題を考える時に、本来、授業料の場合は、消費者物価に反映させないという考え方もあり得る訳である。その他の場合、間接税だと、どの程度転嫁するかという問題があるので、なかなかそれを全部引いてしまうと、引き過ぎではないかという話もある。例えば、消費税を上げた時に、それを全部除くのはどうかという話があるが故に——私は今回の授業料は少し特別ではないかという気がしていて——、そのまま入っていて良いのではないかというスタンスでいる。

門間調査統計局長

そこまでも割り切れるかどうか。恐らく、ほとんど全部転嫁されるだろうし、現にほとんど転嫁されているようである。であるから、そこはやはり+0.3%ポイント位影響があるとみておくのが正しいと思うし、仮に若干転嫁が低くても+0.2%ポイント位はあるので、今のように微妙な数字の判断をしている時に、+0.2%ポイントは除いてみるべきではないかというご議論があるのは分かる。ただ、そういうことをやっていくと、やはりきりがないので、取り敢えず我々としては、今ある線種のみで図表は作っていきたいと思っている。

白川議長

今、須田委員がおっしゃったことで、そういう計算をして欲しいとか、あるいはそういう線を引っ張って欲しいということでは全くないのだが、過去2回消費税を導入したり税率を引き上げた時に関して、時系列をみていく場合に、消費税調整後というものがあるが、あの調整後という場合の調整は、どういう調整をやったのか。つまり、3%ないし、あるいは追加

的に2%引き上げた分をそのまま引いている訳ではなくて、何らかの転嫁に関する前提を置いたのだろうか。

門間調査統計局長

基本的には、100%転嫁に近い試算だったと思う。

須田委員

例えば投資財とか、消費税が賦課されない部分もある。だから、完全な転嫁といった場合、平均で何%かと言ったら、必ずしも表面上のそれではないということは計算されているのか。

門間調査統計局長

そうである。それは、勿論勘案してある。税率だけではなくて、非課税分とか、色々特別な控除分がある。そういうものを全部勘案したうえで理論値として繋いでいるというのが実態である。

白川議長

そうなのだな。分かった。

亀崎委員

グラフは書かなくても、例えば10月の数字が——良い数字が——出てきた時に、そこには+0.3%ポイントはこれで押し上げられているという注釈は付けられる訳であるか。

門間調査統計局長

勿論、付けられるが……。

亀崎委員

その説明がないと。片方だけは堂々と言いながら、片方は黙っていると、

これはやはり少し変な感じがする。

門間調査統計局長

−0.5%ポイントだから大きいかなと思って、こちらは…。

亀崎委員

いや、+0.3%ポイントは大きい。消費者物価はこの20年間の動きを平均すれば+0.6%程度であるから。

門間調査統計局長

それは、次回また考えてみたいと思う。

西村副総裁

たばこは前にもそういうようなケースが一杯あって、ただ高校授業料みたいなものは本当に非常に稀なケースしかないので、逆に言えば、ずらすということは意味がある。

亀崎委員

それは分かるが、わざわざ線を引っ張るのではなくて、今度数字が大きく変わる。その時に注釈位は付けないと。全く黙っているというやり方はないと思う。というのは、非常に小さな数字の世界だから。

山口副総裁

政府がどう対応をするのかということも絡む。

門間調査統計局長

それは、勿論反映される。

山口副総裁

そうではなくて、脚注にそういうことを書くかということだ。

門間調査統計局長

脚注にであるな。そうであるな。総務省の公表の仕方そのものの中に……。

山口副総裁

高校授業料の無償化については、公表の段階でも「高校授業料を除くと、これ位」とか、あるいは「高校授業料の寄与度はこれ位」というのを書いていた訳である。それと同じことを、今度のたばこ税について、総務省がするかどうか。

亀崎委員

それは、やはりそういう方向で話し合いをした方が私は良いと思う。非常に何と言うか、透明性のない話になってしまう。

白川議長

いずれにせよ、10月の数字が出てくるのは11月の最後の金曜日である。ということは、決定会合ベースでは12月以降であるから……。

門間調査統計局長

いや、11月になる。

白川議長

決定会合でみると……。

門間調査統計局長

東京のベースが出てきてしまう。11月の決定会合の時に。

白川議長

それはそうだが、少し取り敢えず時間があるから、その時までを考えることで良いと思う。高校授業料だけでなく、そう言い始めると沢山ある。ではどこまでやるか、では幾らで足切りするかということもあるから、いずれにせよその時になってから考えることにしよう。

宮尾委員

少しやや超越的な質問かもしれないが、先程の企業収益と設備投資の関係の質問に関連してだが、実体経済の面からみて今の株価の水準をどのように見たら良いかについて、何かコメントがあるか。

門間調査統計局長

株のことは、基本的にマーケットで決まっているので、私からは特にコメントはない。日本経済に対する見方が厳しいのではないかという感じは持っているが、厳しいことにも恐らく実態があるという部分もある。それ以上のコメントはちょっとできない。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

榎田企画局長

それでは、本日席上に配付させて頂いた「金融環境の現状評価」参考計表【追加】に基づいて、前回決定会合時以降公表されたデータを中心に説明したいと思う。最初に、図表 1、家計・企業のインフレ予想である。

(1) の生活意識に関するアンケート調査が出ている。グラフをご覧頂く

と、家計のインフレ予想は概ね横這いである。ただ、具体的な数値により回答を求める量的質問に対する回答——図表は中央値の推移を描いているが——を平均値でみると、若干それぞれ小幅低下の方向であった。右側の質的質問からの推計値、これは「上がる」とか「ほとんど変わらない」とか、それを推計値として直したベースであるが、これで見ると、この太実線のところ——今後1年間の予想インフレ率——、これが第2四半期の -0.2% から第3四半期は -0.3% と、今後1年間の予想インフレ率が幾分低下した格好になっている。あとの数値は変わっていない。(2)消費動向調査は、内閣府の調査であるが、 $\langle 1$ 年後の予想インフレ率 \rangle については概ね横這い、7月は $+0.9\%$ 、8月も $+0.9\%$ と横這いであった。

次は、エコノミストのインフレ予想、(1)のESPフォーキャスト調査である。9月調査をみると、太実線のグラフであるが、エコノミストのインフレ予想は、8月調査分から幾分低下したように窺われる。これを年度ベースで括ると、2010年度は -0.9% 、2011年度が -0.1% と、これ自体は概ね横這いであった。ただ、この四半期の推移をご覧頂くと、一番右が2012年の第1四半期であるが、これは8月調査では $+0.05\%$ であったが、今回の9月調査では -0.05% ということで、この四半期調査では、インフレ予想は幾分低下している。

続いて、図表5、資金調達コスト関連の指標に移る。まず、貸出金利の推移であるが、8月の貸出約定平均金利の新規のところをご覧頂くと、短期（除く交付税特会向け）の8月は 1.575% と、7月に比べて若干上昇している。要因は、貸出先要因ということで、比較的貸出金利の高い先が多かったということかと思う。その下の長期だが、長期については、7月が 1.263% 、8月は 1.247% と、引き続き緩やかではあるが貸出金利は低下傾向を辿っている。その結果として、総合（除く交付税特会向け）の7月は 1.329% と既往ボトムであったが、8月は先程の短期の約定金利が若干上がっていることを背景に、前月対比では幾分上昇した形になっている。中段のスプレッド貸出のスプレッドは、都銀等を中心とした計数であるが、8月は短期、長期とも幾分上昇である。都銀等のスプレッド重視の貸出姿

勢を反映した動きかと思う。下段のCPのスプレッドであるが、A-2格のところは銘柄要因によって月ごとに若干の振れはあるが、概ね8月から横這い推移であった。下の社債のスプレッドであるが、社債のスプレッドもAA格、A格については、スプレッドの厚い投資法人債の発行銘柄数等によって若干振れるが、そうした要因を除いた実勢では総じて横這い圏内の動きであった。社債の流通利回りの推移については、先程、外山金融市場局長からあったが、武富士の影響についても、一部消費者金融会社への若干の影響にとどまる——限定的な影響だ——といったことである。

次に、そうした貸出金利を含めた総資金調達コストであるが、図表6でご覧頂くと、月々多少振れるが、総資金調達コストは均してみれば緩やかな低下傾向が続いている。先月の7月の数字が既往ボトムであったので、当月は貸出約定平均金利短期が上がっている分若干上昇した格好になっている。

民間部門の資金調達について、図表11をご覧頂きたい。上段は民間部門の総資金調達である。8月の計数は資金需要の低迷を背景に、前年比マイナスが継続して、-2.6%であった。中段の〈民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高〉でご覧頂くと、8月の銀行貸出は運転資金、設備資金需要が後退を続けている中で、減少が継続ということで、前年比は-1.7%と横這いである。CP・社債の残高推移であるが、これについては社債発行残高の伸びが緩やかに低下していることに加えて、CPは引き続きマイナス推移であり、両者合わせた残高計は、8月は7月の-0.7%から幾分マイナス幅を拡大している。下段の〈国内公募社債、転換社債、株式の発行額〉であるが、9月の公募社債の発行額は、良好な発行環境が続いている中で、低格付先による発行が増加していることを映じて7,990億円と、8月を大幅に上回る発行額となっている。このうち、BBB格が9月は1,960億円と、発行額としてはこのベースで取れる2002年以降では単月でみて最も多い発行だということである。9月については、発行銘柄についても、BBB-格銘柄の発行もみられるなど、発行銘柄の広がりもみられたということで、BBB格社債も含めて、社債の発行環境は非常に良好

な状況が続いていると思う。その下の転換社債の発行額も、9月は2,361億円と多額に上っている。これはメーカーのM&A資金であったり、短期借入の返済資金等を転換社債の発行で調達するといった要因があったように聞いている。

続いて、企業金融関連指標である。中段の金融機関の貸出態度判断D Iの推移——9月短観の数字——をご覧頂くと、大企業、中小企業とも引き続き改善の動きが続いている。その下の日本公庫の中小企業の判断をみると、9月の計数自体は若干悪化する格好になっているが、月々の振れを均した7~9月の計数をご覧頂くと、企業からみた銀行の貸出態度は着実に緩和方向で推移してきていることが窺われる。下段は資金繰り判断D Iである。9月の短観結果をご覧頂くと、大企業、中小企業とも改善の動きが続いている。全規模ベースのD Iは、7~9月はゼロの水準で、2004年の第2四半期辺りまで資金繰り判断D Iの水準が改善してきている。同じくその下の日本公庫の中小企業の資金繰り判断D Iであるが、日本公庫の調査については、当月は幾分悪化方向で推移している。9月は単月でみて若干悪化方向に振れたほか、7~9月の数値も、4~6月まで順調に改善してきた動きが一旦止まった格好で出てきている。一つの要因として考え得るのは、日本公庫の調査の母集団は製造業の比率が非常に高いということがある。大体7割位が製造業である。短観は製造業比率は中小企業のうち36%位である。製造業の方が、輸出の減速や円高の影響等が、先行きに対する不安感等々を含めて、資金繰り判断D Iに影響を与えている可能性はあろうかと思う。その下は商工中金の中小企業の調査である。これは9月単月では若干小幅ながら悪化しているが、この7~9月、四半期ベースで見ると着実に改善しているということであった。

そのほか、計数が大きく動いていないものについては、当月はご説明していないが、以上を纏めると、T I B O Rや貸出金利等が、月々若干の振れはあるが、緩やかに低下傾向を続けるもとの、企業の資金調達コストは低下傾向が続いている。これを实体经济活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面があるとはいえ、企業収益との対

比ではその効果は強まりつつある状況が続いているかと思う。金融機関の貸出態度は改善しており、C P・社債市場でも良好な発行環境が引き続き続いている。民間部門の資金調達の間では、資金需要が後退した状態が続いていることから銀行貸出、C P残高は減少傾向が続いているが、この間、企業の資金繰りは総じてみれば改善の動きが続いているということで、我が国の金融環境は全体として緩和方向の動きが続いているというこれまでの動きに変化はないということかと思う。そういう中で、当月の一つの特徴点として、多少留意してみていく必要があると思われる点は、C P Iのマイナス幅の縮小とともに、これまで改善の動きをみてきた家計や企業の短期のインフレ予想の改善が、足許は足踏みないし若干の低下がみられることである。こうした動きが今後どうなっていくのか引き続きみていきたいと思っている。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

山口副総裁

銀行券についてだが、猛暑効果もあって前年比伸び率を少しずつ高めてきている。直近までの動きについてどんな評価をしているのか。

櫛田企画局長

単月単月で見ると、今年は子ども手当の支給であったり、夏場はおっしゃった猛暑効果で現金需要が高まるという色々な要素はあったが、引き続き伸びは高目というか、そこそこの伸びが続いているという印象は持っている。先行きについても、当面 1%位の伸びが続きそうな動きであり、そういう意味では経済自体の動きからみると、割とコンスタントな伸びが続いているという印象を持っている。

山口副総裁

猛暑効果による嵩上げ分が仮にあったとすると、それが剥落すれば銀行券の伸びも少し落ちていく可能性がある。一方で、郵貯の満期との関係で考えると、この秋から年末にかけて伸びが高まるという可能性もある。その辺がどう影響し合うのか、ということであろう。

雨宮理事

銀行券は、今までも、低金利のもとで返ってくる分が戻らないということで、ベースとしてはゼロからちょっとのプラスでずっと来ている。それに時々例えば特別給付金とか子ども手当とか、あるいは郵貯の問題だと大きく動くという、いわば特殊要因によって大きく動くというパターンを繰り返してきた訳である。今回、この先どうなるかの予想はややしにくいですが、今のところ郵貯要因で非常に大きく引き出すという話は出てきておらず、恐らくここ数か月は、今、櫛田企画局長から申し上げたとおり、子ども手当と猛暑に乗った分の1%強が前年比で少しずつ捌けていくという方向でみておけば良いのではないかと考えている。実際に資金需給の予測では、銀行券でどんどん1%より上を行くというよりは、12月頃に向けて段々縮まっていくという予想になっているように聞いている。

須田委員

これからインフレ予想について少し気をつけて、という話だったが、先程説明がなかったインプライド・フォワード・レートの動きをどう評価しておいたら良いか。

櫛田企画局長

インプライド・フォワード・レートについては、足許の動き自体をみると、総じて横這い圏内である。長期金利の動きに応じてフォワード・レートが動いている部分もあるが、短期はほぼ横這いで推移しているし、長期も今の水準は8月末と概ね同水準である。このところ長期金利の動きに応

じて多少動いているが、均せば横這い程度で、大きな変化があるという見方はしないで良いとみている。

雨宮理事

須田委員のご質問については、短期の足許は横這いだが、実際には2010年入り後、長期も短期も両方下がってきていて、この長い動きで言うと、どこまでが実質成長期待、景気期待で、どこまでが物価予想期待かに分けるのは非常に難しい。ただし、物価予想期待だけをみようと思うと、先程、櫛田企画局長がご説明したとおり、他のアンケート調査はこの間ほとんど動いていないので、多分この半年位動いてきたものは、専らインフレ期待の低下だと類推することは無理があるという気はする。他のものと併せて考えると、消費動向調査やエコノミストのアンケートで見え出した少し物価に関する弱い見方と併せてどうなるかをチェックしておくことになると思っている。

山口副総裁

インプライド・フォワード・レートからインフレ予想を読み取ることに、無理があるということにはならないのか。

雨宮理事

これをもってインフレ予想を読み取る時には、幾つかというか大きな前提がある。一つは、成長率の期待は——実質成長期待は——あまり動かないだろう、リスク・プレミアムもあまり動かないだろうと。そう考えるとインフレ期待が動いているという仮定があるのである。例えば、2004年から2006年は何となくそういう感じがみえた時であったが、恐らく今起きていることは、成長予想とリスク・プレミアムが相当大きく動いている可能性がある。そうすると、この変動の中からリスクと成長予想とインフレ期待を抽出することはどんどん難しくなる。そういう意味ではおっしゃるとおりだと思うが、ただ一方でインフレ期待を抽出する時に、ここ

だけじっとみて抽出しようと思っても無理なので、他のものと併せて、アンケートも下がった、インプライド・フォワード・レートも下がった、といった時には、相当インフレ期待の後退が働いているという推測はきくかもしれない。その位の頭でみておくしかないような気がする。ただ、ご案内のとおり、ここに以前書いてあったのは、TIPSである。TIPSが使いものにならなくなって、その中で、何とかならないかということでやり出した。因みに、TIPSは今は紹介していないが、当然のことながらこれは流動性が落ちっぱなしで、引き続き使えない状況は変わっていない。

白川議長

米国も全く同じ印象で、程度の差はあるが足許ひどくなっているという感じがする。ただ、さは然りながら、日本にはデータがなかなかないから——元々そういうものとして皆も聞いていると思うが——、これは急ぐ話ではないが、決定会合という場が良いかどうかは別として、インプライド・フォワード・レートの読み方について、先程、雨宮理事が言ったような前提について多少チェックするような、そういう分析をいくつかして頂きたい。そうすると、それを前提にしながら、話半分に聞くという訳では勿論ないが、ある程度ディスカウントしながら聞くと言うか、ディスカウントの仕方を各人なりに形成できると思うので、いつかお願いしたい。急ぎはしないが。

他にご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要について、報告をお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、実体経済・物価からご説明させて頂く。まず、現状・先行きの総括文をご覧頂きたい。現状だが、「わが国の景気は、現状、緩やかに

回復しつつある」、先行きについては、「先行きについては、景気は改善の動きが一時的に弱まるものの、その後は、緩やかに回復していくと考えられる」である。先月と比較すると、現状部分に「現状」、先行きについて「その後は」という言葉を加えただけである。ということで、基調判断自体はここで変化がある訳ではないが、今から10～12月に向かっていく中で、景気が一時的に弱まることを踏まえており、その時間的な経過をより強調した書き方にしてはどうかということで、今回、「現状」や「その後」という言葉を書き加えている。

現状の中の各論部分であるが、「企業収益や企業の業況感は引き続き改善しており」と書き足している。こちらは短観月ということもあり、先だつての短観を踏まえた表現の挿入である。先行きの各論部分だが、個人消費の部分にアンダーラインがあり、「一時的に弱めとなるが、その後、再び持ち直していく」。続いて、生産についても「一時的に弱めの動きとなったあと、増加していく」。これは先行きの総括判断と対を成すものであり、10～12月にかけて一旦弱まっていき、その後持ち直していただくということについて、時間の経過を意識した書き方になっている。物価については、細かい文言の修正を除くと、実績を踏まえたものである。C G P I が弱含みとなっている理由だが、「既往の国際商品市況の反落」に加えて「為替円高の影響」を書き加えている。物価の先行きのC G P I であるが、これも「既往の為替円高の影響が残ることから」という理由付けにしている。

以上、全体をご説明したうえでだが、こちらの資料を作成してから、生産統計など重要な統計が出ている。それから先程の門間調査統計局長のご説明等も踏まえると、「現状、緩やかに回復しつつある」というふうに、どちらかという、少なくとも今までは大丈夫ということを強調した書き方になっている冒頭表現について、回復の動きが弱まっていることをもう少し強調し、明示的に書く考え方もあるかもしれない。先程の門間調査統計局長の言葉を借りると、ポイント1として、少なくとも今までは回復している動きが続いていること、それに続きポイント2として、輸出・生産の増勢ペースが鈍化していることを、もう少し強調する書き方もあるかも

しれないということである。その場合は、各論の最初のところを、輸出・生産については「一頃に比べ増加ペースが鈍化しているが、増加を続けている」という部分を、「このところ増加ペースが鈍化している」といった形に書き換えることも考えられると思う。いずれにせよ、この部分はステートメントと重なるところであるので、明日のご議論を踏まえて、適宜修正させて頂きたいと考えている。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融面についてご説明させて頂く。第一段落はマーケットの動向である。まずターム物金利について、先月は「弱含んでいる」と記述させて頂いたが、その後、金利はほとんど変わっていないので、「横ばい圏内の動きとなっている」という記述で良いかと思っている。長期金利、為替、株価については、前月の会合時点の水準と比較して、長期金利は、先月の会合時点で 1.15%位であったので、今日の水準であれば「前月と比べ低下している」、為替は 83 円台の後半、株価は日経平均でみて 9,300 円程度であったので、前月の会合時点と「概ね同じ水準」と記述させて頂いている。これは、また明日のマーケットの動向次第で適宜修正させて頂ければと考えている。その他の金融環境の総括判断及び各論については、先程、櫛田企画局長よりご説明のあったとおり、先月と比べ大きな変化はないと判断しているので、月報の概要も修正していない。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。

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

(16 時 18 分中断、5 日 8 時 59 分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と決定、二番目に、金融・経済情勢に関する討議、三番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に、政府出席者からのご発言、五番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に、8月30日及び9月6、7日開催の決定会合の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。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは和田隆志大臣政務官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

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

白川議長

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

梅森企画局審議役

本日お諮りするのとは、適格担保の掛け目等について、年次のレビューを行い、「適格担保取扱基本要領」等の一部改正を行いたいというものである。1. 概要で、最初の棒であるが、掛け目の設定についての基本的な考え方を確認すると、「担保を換価処分して与信額の回収を図った際に、担保割れが極力発生しない水準に設定する」というものである。その次の棒であるが、なお今年クロスボーダー担保、BBB格の要件緩和社債、要件

緩和証貸の担保掛け目について、設定後1年を経過したことから初めて見直しの対象とすることとしたいと思う。

それでは2.であるが、担保掛け目等の検証の方法について確認させて頂きたいと思う。従来どおり、市場価格の有無で分けて行った。まず、(1)の市場価格を把握できる資産であるが、昨年までと同様、最近5年間の時価情報を用いていわゆるバックテストを行って、担保割れの頻度が1%程度となっているか否かを検証した。(注)のところにあるが、想定保有期間は14営業日としている。2頁に行って頂いて、二番目の棒であるが、不動産投資法人債については、時価情報の蓄積が進んだことから、今回から検証の対象とした。その下の棒であるが、そこに掲げた変動利付国債、物価連動国債、不動産投資法人債、要件緩和社債等の一部の残存期間については、十分な時価情報が存在しない区分があるので、こういう区分についてはバックテストによる検証に換えて、同じ残存期間の国債の担保掛け目からスプレッドを引く方式で掛け目を設定している。その下の棒であるが、残存期間30年超の国債及び同期間のストリップス国債については、十分な時価情報が存在しないため、昨年までと同様、リスク量——いわゆるVaR——を計測し、これをカバーする水準に担保掛け目を設定している。次に、(2)市場価格を把握できない資産についての検証方法であるが、昨年までと同様、直近5年間の金利データや信用リスク、流動性リスクのデータを使い、理論価格を算出し、その分布のうち、先行き1年間における信頼水準99%の最低理論価格を推計し、この価格への下落をカバーする水準を現行の担保掛け目と比較するという検証方法を採用している。その下の棒二本であるが、地公体向け証書貸付と不動産投資法人向け証書貸付債権については、今回が初めての検証である。

それでは、担保掛け目等に関する対応案である。まず、(1)適格担保の担保掛け目のうち、イ.債券である。表をご覧頂きたい。検証結果を踏まえ、シャドー一部分の掛け目の引き上げを行いたいと思う。上から三段目、一番右であるが、ストリップス国債については、VaRを利用して推計し、1%の引き上げをしたいと考えている。その下の段、物価連動国債につい

ては、バックテスト方式と国債の掛け目からのスプレッド方式の併用によって、全区間1%の引き上げを行いたいと考えている。二段飛んで頂いて要件緩和社債であるが、これについてもバックテスト方式と国債掛け目からのスプレッド方式の併用により、それぞれ短い方の区間からシャドーのところをみると、+1%、+6%、+11%、+13%というふうに引き上げたいと思っている。その下、不動産投資法人債についても、シャドーのところ、短い方から+1%、+2%、+7%、+9%の引き上げをそれぞれ行いたいと考えている。

5頁のロ. は、時価のないものに対する担保掛け目の検証である。証書貸付債権や手形であるが、これについては先程申し上げたように、最低理論価格を推計するという方式を採っている。表の直ぐ下の棒をご覧頂きたい。従来より残存期間3年以内は1%刻み、3年超は保守的にみて5%刻みで掛け目を設定している。それでは表をご覧頂きたい。薄いシャドーのところであるが、それぞれ+5%の掛け目引き上げを行いたいと思う。具体的には上の段から、政府あるいは政府保証付きの証貸、それぞれ長い方の3区間を+5%、その下、地公体の証貸債権については5~7年のところを+5%、企業向け証貸債権については3~5年のところを+5%、一段飛んで頂いて、不動産投資法人向け証書貸付債権については3~5年のところを+5%引き上げたいと考えている。他方、濃いシャドーのところであるが、要件緩和企業向け証貸債権については、最低理論価格への価格下落をカバーする掛け目水準が低下するという推計結果になったために、現行の担保掛け目をそれぞれ短い方から-2%、-4%、-5%、-10%、-10%と引き下げたいと考えている。

7頁をご覧頂きたい。次に、国債現先オペにおける担保掛け目等の見直しである。本件については、基本的には市場価格のある適格担保の掛け目と同様、データがあるところはバックテストで、ないところはVaRやスプレッド方式で検証している。ただし、日々値洗いを行うので、その下の(注)であるが、想定保有期間を5営業日としていて、このため従来より担保掛け目の刻み幅は0.1%と小さく刻んでいる。それではイ. の国債現

先オペにおけるマージン調整担保の担保掛け目のうち、①本行が担保を受入れる場合についてご説明する。薄いシャドーのところであるが、それぞれ引き上げを図りたいと思っている。国債の30年超のところを+0.6%、その下、変動利付国債については短い方からそれぞれ+0.5%ないし+0.6%の引き上げ、一番下の物価連動国債については短い方から+0.4%から+0.5%と続いて、30年超のところを+1.1%の引き上げとしたいと考えている。他方、濃いシャドーのところ、左上であるが、残存期間1年以下の国債については、現行の担保掛け目での担保割れ頻度が1%を上回るという結果になったために、-0.1%の引き下げを行うこととしたいと考えている。その下の表、②本行が担保を差入れる場合であるが、これについては①の受入れの時のヘアカット分を掛け目100%に乗っけるという形式で設定しているので、それぞれその分を乗付けたという変更になっている。

8頁に行って頂き、ロ.の国債現先オペおよび国債補完供給における時価売買価格比率であるが、これについては、買現先、売現先ともに担保掛け目の逆数を取るという設定をしているので、それぞれイ.の①、②を反映してお示したような案となっている。

9頁である。今回併せて、規程整備の観点からの技術的改正を行いたいと考えている。30頁、別紙5をご覧頂きたい。「適格外国債券担保取扱要領」については、米ドル資金供給オペの完了、それから企業金融支援特別オペの完了、米ドル資金供給オペの再導入を反映した技術的な改正が必要のため、別紙5のとおり改正を行いたいと考えている。9頁に戻って頂きたい。本件についてご決定頂ける場合には、3.の掛け目については所要の実務面での準備を進めたうえで、本年10月末までに実施したいと考えている。それから今申し上げた規程の技術的改正については、もしご決定頂ければ本日から実施させて頂きたいと思う。

最後に、議案を読み上げさせて頂く。19頁をご覧頂きたい。「『適格担保取扱基本要領』の一部改正等に関する件。案件。適格担保の担保価格等について、金融市場の情勢等を踏まえて行った定例の検証の結果に基づき、

本行資産の健全性および市場参加者の担保利用の効率性を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 『適格担保取扱基本要領』（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）を別紙1のとおり一部改正すること。2. 『国債の条件付売買基本要領』（平成14年9月18日付政委第109号別紙1.）を別紙2のとおり一部改正すること。3. 『補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領』（平成16年4月9日付政委第37号別紙1.）を別紙3のとおり一部改正すること。4. 『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』（平成20年12月2日付政委第117号別紙1.）を別紙4のとおり一部改正すること。5. 『適格外国債券担保取扱要領』（平成21年5月22日付政委第63号別紙1.）を別紙5のとおり一部改正すること。以上」。別紙はただ今ご説明した内容であるので、読み上げを省略させて頂く。私からは以上である。

白川議長

ご意見、ご質問をどうぞ。

年一回の定例のレビューで、方法論も去年と同じ、変更する格段の理由もない。それで去年と同じルールで計算すると、こういうふうになって、それをこういう形で適用したいというのが、説明の骨子だったと思うが、ご意見はないか。あまり質問がない性格の案件かもしれないが。それではないことを確認したうえで、採決に移りたいと思う。宜しく願います。

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

議決結果

賛成：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

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

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日金融政策決定会合終了後、執行部から適宜対外公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは次に、最近の金融経済情勢についての討議に入りたいと思う。一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番は、須田委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、森本委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員の順番である。それでは須田委員にお願いする。

須田委員

まず、総括判断であるが、統計の歪みや振れを考慮に入れると、現状、生産・輸出の増加が続いており、景気は緩やかに回復しつつある。海外経済についても、私が想定しているメインシナリオに概ね沿った展開となっている。ただ、ほぼ想定どおりとはいえ、海外経済の減速や円高の影響などを背景に、足許輸出・生産の減速がはっきりとしているし、今後、エコ

カー減税終了やたばこ増税に向けての駆け込み需要や猛暑効果などの反動がしっかりと出てくることが想定される。従って、総括判断も、今回、改善の動きが弱まっていると一歩進めておくことが適当だと思う。私は日本経済についても、今のところ依然として今年度は見通しどおりとみているが、来年度については、先行き不透明感や円高の影響などから、一時的な景気の足踏みが長引くことなどによる下振れリスクを意識している。今後展望レポートに向けて、円高の影響や一時的な景気の足踏みの持続期間など、しっかりとみていきたいと思っている。以下では、トップバッターであるので、少し長いかもしれないが、金融経済情勢についてやや包括的にみておきたいと思う。

世界経済については、全体として減速しつつも回復を続けているという前月と同じ判断に基本的に違和感はない。各国、各地域の総括判断も国際局の見方で良いと思う。まず、米国であるが、個人消費関連が市場予想を上回って増加しているほか、新車販売台数も引き続き堅調に推移している。失業保険の延長給付が再開され、所得も想定以上に伸びている。また、耐久財受注（除く輸送用機械）も減速しつつも増加している。こうした中、輸出は増加を続けており、足許の貿易収支は、輸入の反動減もあり、改善している。市場では、8月のFOMCをきっかけに、経済の先行きに対する慎重な見方が強まったが、9月以降の市場予想を上回る経済指標を受けて、経済に対する過度に悲観的な見方は後退したようだ。もっとも、米国経済の基本的な状況は変わっていないように思う。消費者コンフィデンスは、先行きの雇用や先行き景気に対する見方の慎重化から足許低下しているほか、住宅販売・着工も依然低水準であり、また住宅価格が下落する可能性も無視できず、消費や住宅市場を巡る不確定要素はまだ残っている。また、生産面でも、ISM製造業指数をみると、足許では生産や新規受注などを中心に悪化しており、先行きの生産の減速の兆候が窺われる状況である。また、雇用情勢も長期失業者の高止まりなど現時点では改善が捗々しくない。バランスシート調整圧力が依然として継続しているものの、政策余地が限られる中、これら要素が、米国経済や物価に対する私の慎重

な見通しをさらに下振れさせることにならないか、引き続き注意深く点検して行きたいと思っている。

次に、ユーロエリアであるが、前回と同様に全体として緩やかに回復しているが、足許、既往のユーロ安を背景に輸出を中心に好調なドイツと周辺諸国との格差は拡大気味のような。今後、周辺国が計画どおり財政再建の道筋をつけ、金融機関のバランスシート調整が進んでいくかどうか、世界経済が減速する中で、依然として気を抜けない状況が続くそう。

次に、アジアであるが、中国は引き続き高めの成長を続けている。輸出や生産は、海外経済の減速や不動産取引抑制策の影響などから、幾分減速している一方、個人消費は堅調に推移しており、固定資産投資も政府による保証性住宅の着工増加を受けて足許前年比プラス幅がやや拡大している。製造業PMI9月は予想を大幅に上回って改善したが、懸念していた政府によるエネルギー消費抑制策の影響は今のところ顕現化しておらず、生産が今後増加ペースを高める可能性も出てきた。また、NIEs、ASEANでは、輸出・生産が海外経済の減速やIT関連の調整もあって足許急ブレーキの感があり、着実に回復しているとまでは言えないが、内需がしっかりしているため、回復基調にあるとみている。

なお、懸念材料の一つであるIT関連財の調整であるが、パソコン等では調整局面入りしているとみている。ただ、過去のケースと比べると、調整が早く始まっているし、世界半導体出荷見通しからも比較的軽度の調整で済む可能性が高いとみているが、クリスマス商戦も控えているので今後の動向について注意してみたいと思う。

この間の内外金融市場の動向をみると、米国では、市場における経済への悲観的な見方が幾分後退し、米株、ジャンク債市場など、リスク性資産には持ち直し傾向がみられる。本邦株式市場では、米株上昇が下支えとなっているものの、為替相場の動向に左右されやすい状況が続いている。その為替相場については、ドル安とユーロ高が進み、円は市場介入によって円安となりその後少し戻す、など区々であるが、内外金利差や金融政策のスタンスの違いなどに反応しやすい地合いとなっている。長期金利につ

いては、足許低下しているが、アイルランドやポルトガルといった国の国債スプレッドが不安定な地合いとなっており、引き続き注意が怠れない。また、米株の9月の上昇についても、ファンダメンタルズに見合ったものなのか気になるところであり、今後とも株価・為替レートの動向には注意が必要である。なお、エマージング市場では、株価が急騰しているほか、国際商品市況も、非鉄や食料がこのところ強含んでいるが、一部にはバブルとの指摘もあり、我が国経済・物価への影響も含め、注意していく必要がある。なお、国内の短期金融市場やクレジット市場などは落ち着いている。社債発行については、B B B 一格にまで発行銘柄に広がりが見られた。金融環境については、短観結果を踏まえ、緩和方向の動きが続いているという判断で良いと思う。

さて、我が国の経済に目を転じると、全体感は最初に述べたとおりである。少し仔細にみると、実質輸出の8月は前月比大きめのマイナスとなったが、船舶という一時的な要因も含まれており、基調としては増加を続けている。8月の鉱工業生産は、輸出の鈍化を反映して予想よりもやや弱めの数字になったが、実勢ベースでは鈍化しつつも増加を続けている。また、9月短観でみると、企業収益は引き続き改善しており、設備投資も機械受注が増加したほか、建築着工床面積も均してみれば増加しているなど、強さはみられないものの、持ち直しに転じつつあると言える。個人消費関連では、8月の実質消費支出が、猛暑効果とエコカー補助金終了前の駆け込み需要もあり、前月に比べて増加した。住宅着工も、在庫や価格調整の進展から持ち直し傾向にある。こうした中、雇用・所得面では、有効求人倍率が4か月連続で上昇したほか、失業率も低下するなど、緩やかな改善が続いている。

このように、足許までの経済については、ほぼ想定どおりとみている。問題は年度後半以降である。短観の業況判断や景気ウォッチャー調査などから海外経済減速や円高など先行き不透明感が企業や消費者心理に悪影響を与えていることが窺われる。個人消費は、駆け込み需要が想定以上に強くその反動も想定よりも強めに出る可能性がある。実際、9月の乗用車

新車登録台数は、エコカー補助金終了の反動から、前期比で-31.4%と大幅な減少となっている。こうしたもとの、年度後半の生産については、ミクロ調査では、耐久消費財などを中心に、実勢ベースで10~12月ははっきりとしたマイナスになる見込みである。それにIT関連財の調整が加わるとより大きな落ち込みになる可能性がある。現時点では、企業収益が改善基調で雇用・所得環境も引き続き改善が見込まれる状況であるので、その後は消費も再び持ち直し、生産も緩やかながら増加していくとみているが、これまでも述べてきたように、その時期については不透明感が高いということだと思う。

最後に、リスク要因であるが、政策対応余力がある中で、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れリスクがある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や高い不確実性といった下振れ要因が指摘できる。今のところ海外経済については、依然としてリスクはほぼバランスしていると、私はみている。他方、国内経済についての一時的な下振れを巡るリスクについては、生活意識に関するアンケート調査にあるように、今後現状よりも低い成長しか見込めないとする見方がかなり増えているところまでマインドの悪化が広がっていることや、円高を巡る先行き不透明感をも考慮に入れると、経済の一時的な弱まりが長引くリスクが高まっているように思われる。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上振れリスクがあるものの、中長期的な予想物価上昇率の下振れリスクが気になっている。

すなわち、先進各国では、需給ギャップがなかなか縮まらない状況下、間接税の影響を除いたコア・インフレは低下傾向にある中で、市場の中には、ディスインフレあるいはデフレ懸念を囁く向きもあり、こうしたことから期待インフレが低下した場合には、物価の回復がさらに後ずれする可能性が高まる。低下するインフレはインフレ期待を低下させるという見方は、先日のダドリーNY連銀総裁の講演でも指摘されていた。日本でも物価下落が続く中、その動きが特に1年程度のインフレ予想に影響を与えているように思う。エコノミストの短期的なインフレ予想も、四半期ベース

で幾分低下している。インフレ予想がこれまでの物価の動きとアンカーとなるべき数値のどちらにより引っ張られるのか判断が非常に難しいが、インフレーション・ターゲティングを採用している英国でさえ、実績値にインフレが引っ張られるリスクを懸念していることなどから、物価の実績に引っ張られる程度はこれまで考えていたよりも大きいのではないかという認識を私は強めている。従って、現時点では、実体経済の下振れリスクもあって、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする蓋然性が高まっているのではとみている。この点については、次回の展望レポートに向けて分析を深めていきたいと思っているが、現在のこのような認識は、私が予てから主張していた、下振れリスクの蓋然性がある程度高まってきた時には積極果敢に効果が見込める政策を発動すべき、という考え方を実行に移す時期が近付いてきているように思う。後半のパートでは、どのような対応があり得るのか、考えてきたことについて述べていきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、野田委員にお願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等は、我が国経済が引き続き緩やかに回復しつつあることを示すものであった。その中であって、輸出と生産の増勢の鈍化がはっきりとしてきた。増勢鈍化のペースは、これまでの見通しから大きく外れるものではないが、やや下振れているというふうには受止めている。すなわち、足許の増勢鈍化は、予て予想していた、まず一つに、世界的に在庫の復元が一巡していること、それから、新興国経済が緩和政策の調整等もあって改善の速度を幾分減速しつつあることを反映したものである、というこれまでの見方に加えて、為替円高の影響が既に何がしかは及んでいるのではないかと考えられる。

先行きについても、これまでの中心的な見通しとしてのピクチャーの全面的な描き直しを迫るものはなかった。すなわち、各種政策効果や猛暑効果の反動もあって、経済の拡大の動きは一時的にはっきりとした形で足踏むものの、海外経済の回復のモメンタムが途切れないう前提のもとで、我が国経済も基調としては緩やかな回復を維持するとみている。もっとも、9月短観では、先行きの業況感は悪化する見通しとなった。方向感としては予て予想したとおりであるが、先程申し上げた、一時的な足踏みというものを裏付けるものでもあった。ただ、悪化幅については、製造業を中心に足許の改善幅を上回るものとなっており、政策効果などの単なる反動にとどまらず、このところの為替円高や海外経済の減速も色濃く投影されたものと受止めている。この点は、後程少し詳しく触れるが、内需の自律的回復にはなおはっきりした展望が持てないという中で、中心的な見通しに対して下振れリスクを従来にも増して強く意識させるものであった。

以下、少し詳しくみていく。まず、海外経済であるが、海外経済は回復を続けている。もっとも、4~6月期の高い成長に比べると、インドなど一部の国を除いて、全般にその増勢は鈍化している。米国経済は、緩やかな回復を続けているものの、回復のテンポは鈍化している。前回会合直前の幾つかのデータの事前予想比の上振れから、それまでの過度の警戒感の後退したようであるが、その後明らかになったデータは、景気減速懸念を払拭するには、概して力強さに欠けるものであった。家計部門では、実質個人消費、小売売上高とも、極く緩やかな増加基調を維持している姿を示した。消費者コンフィデンスの将来指数は、コンファレンス・ボード、ミシガン大学ともにはっきりと低下している。4~6月、7~9月の変化をみると、前者が78.2から68.3、後者が68.4から62.0となっている。これは家計の慎重な支出行動が続くということを示唆している。住宅関連データは、引き続き低迷の域を脱していない。企業部門では、設備投資の先行指標である非国防資本財受注(除く航空機)が、8月単月では前月比+4.1%とやや高めの伸びとなったものの、7~8月を均してみると4~6月対比+0.4%にとどまり、増勢は大きく鈍化した。生産は、8月も増加を続け

ているが、9月の製造業のISM指数は、先行性のある新規受注が低下を続けており、先行きの生産の減速を示唆した。

ユーロ圏については、国ごとのばらつきを伴いつつも、ドイツを中心に、全体としては緩やかに回復している。4~6月期のGDPは年率+3.9%と上振れたが、中味をみると内需が思いのほか好調であったということも判明した。もっとも、前回会合直前に発表されたECBスタッフの経済見通しでは、7~9月以降のパスはほとんど変わっておらず、慎重な見通しとなっている。

中国経済については、輸出の伸びの鈍化や国内の不動産取引抑制策もあって生産が足許まで緩やかに減速している。もっとも、個人消費は所得水準の向上などを受け、また、固定資産投資は公営住宅の着工加速などもあり、ともになお高めの増加を続けている。また製造業PMIが2か月連続して前月比上昇した。季節調整前の数字ではあるが、生産の減速には歯止めが掛かり、再び増勢に向かう可能性が出てきたということを示唆している。

NIEs、ASEAN経済は、輸出や生産の増勢がやや鈍化しているが、個人消費や設備投資が増加基調を辿っており、着実に回復を続けている姿に変化はない。なお、液晶パネルなどIT関連財で在庫調整が発生していることから、特にNIEsでは輸出・生産の鈍化が生じている。現時点では、この調整は軽度なものととどまるという大方の見方に与するが、引き続きIT関連財の動きには注意が怠れない。

次に、我が国経済であるが、総括的には冒頭に述べたとおりである。ここではコンポーネントについて若干敷衍したいと思う。まず、4~6月期の実質GDP成長率をみると、2次速報において上方修正されたが、予想どおり設備投資の上方修正が主な要因である。これにより、モメンタムの強さはともかくとして設備投資が持ち直し方向に転じていたことが改めて確認された。9月短観による今年度の設備投資計画や7月の機械受注でも持ち直しの動きが先行きも途切れることなく続く可能性が高いという見方をサポートするものであった。もっとも、短観で同時に確認された企

業収益のしっかりした回復に比べると持ち直しに力強さがなく、下振れリスクに対するのりしろという点では心許なさが残った。

個人消費については、8月の実質家計支出や商業販売統計は堅調な伸びを維持したが、9月の新車登録台数の前年比増減率は、前月までの2桁台の増加から一転してマイナスに転じた。先行きについて、エコカー補助や猛暑効果などの反動により一時的に大きく落ち込むことは避けられないが、反動の程度については極めて不確実なことから、暫くは個人消費の実勢を判断することが難しくなる。アネクドータルな情報も含めて今後注意深くみていく必要がある。

次に、この消費の実勢を見極めるうえでも重要な雇用・所得環境についてであるが、8月の完全失業率は高めの水準ながら、2か月連続で低下し、また8月の毎勤統計を踏まえても、雇用・所得環境の判断は、「引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる」という判断で変わらない。

以上の需要動向を映じた生産であるが、8月の鉱工業生産指数は、前月比-0.3%となった。7月の計数も下方修正され3か月連続のマイナスとなっている。季節調整の歪みから、ここでも実勢が捉えにくくなっているが、増勢は明確に鈍化しているものと受止めている。

物価について述べる。8月のCPIをみると、高校授業料無償化の影響を除くベースでみたコアCPI、それから10%刈り込み平均の前年比の下落率はともに縮小した。需給バランスが徐々に改善し、下落幅が縮小していくという基調はこれまでのところ崩れていないと判断している。

最後に、先行きの見通しにかかるリスクについて二点だけ触れる。第一は、米国経済を中心とした海外経済の下振れを強く意識をせざるを得ないということである。特に米国経済については、減速懸念自体が解消している訳ではなく、期待が下に振れやすい状況にある。仮に景気の減速を示唆する指標の発表が続く場合、それが仮に景気後退を示唆するようなものではないとしても、8月にみられたような過度な悲観論が再び台頭するリスクがある。輸出の圧迫という直接的な影響は言うに及ばず、金融市場の不

安定化、なかでも我が国経済に半ばビルトインされたドルの減価による負の増幅メカニズムを通じる影響は、引き続き最大級の警戒を要するとみている。もう一つは、物価にまつわるリスクである。実体経済の下振れに応じて物価も下振れるというリスクを意識していることは言うまでもないが、ここでは物価固有の問題について一言述べる。企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が、物価をアンカーするという事自体は議論の余地はあまりないように思えるが、そのアンカーする力——それはデフレ傾向が続いている現情勢のもとでは、安定的にプラスの予想物価上昇率へ収斂する力といっても良いと思うが——の大きさについては極めて不確実性が大きいということは見逃せない。次回会合での展望レポートにおける物価見通しの策定には、この点の不確実性にも強い意識をもって十分な検討を重ねていきたいと考えている。

金融環境については、後程述べたい。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁にお願いします。

西村副総裁

前回会合時、データの方向性は、先行き下振れリスクの増加という段階を超え、メインシナリオの下振れを示唆しつつあると申し上げた。その後の動きは、残念ながらこの見立てに沿っていると思う。端的に申し上げると、現在の政策を前提とした場合、次の三点となる。第一に、実体経済の先行き標準見通しは実質GDP成長率等下振れの傾向にあり、物価の先行き標準見通しも、物価安定の理解に比べかなり低い水準にとどまる蓋然性が高いという点である。第二に、特に米国経済を中心として世界経済に来年にかけ大きな不確実性があり、加えて最近の円高・株安が企業や家計のマインドに影響を与え、見通しのさらなる下振れリスクが高まっている。第三に、この結果、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰が後ずれする可能性も高まっている。

米国経済のこの数か月の推移をみると、一時のダブル・ディップ懸念を惹起するような弱い指標からは持ち直したものの、従来比回復のテンポが著しく遅く、今後も高失業率と低経済活動が続く蓋然性が高いと考えられている。先週の住宅市場関連データをみても住宅価格は良く言って底這いあるいは若干の下落、新築住宅着工には目立った回復の兆しはない。自動車販売も落ち込みからは回復したが、景気牽引の力はない。従来、米国の景気回復は、モーゲージ金利の低下から住宅市場の回復、消費者ローン金利低下から自動車等の消費需要の回復、それに設備投資が加わる形の回復が主だったものである。しかし、今般の景気回復では家計のバランスシート調整から住宅、そして消費の回復が弱いということがある。ただ対照的に、賃金に下方圧力がかかる中、人員削減で労働生産性が上昇し、その結果企業収益が回復したことから、株式市場は堅調である。しかし、こうした労働生産性上昇の持続性には疑問があり、実際、足許ではその伸びがマイナスに転じている。前回も申し上げたが、これは潜在成長率の下方シフトへ連なる可能性も否定できない。加えて、今後、地方政府の財政問題が地方の雇用に影響を及ぼす可能性、中小銀行を巡る状況から中小企業向け融資へのブレーキがさらに続く可能性などがある。米国経済については、従来から慎重な見方をしてきた訳であるが、その慎重な見方から出発しても、今年末から来年にかけて標準見通しで弱め、そしてリスクは下方側に高いと判断せざるを得ない。

欧州と中国に関しては、短く述べる。欧州経済も足許は輸出の好調に支えられたドイツに牽引されているが、周辺国への過度の懸念が薄らぐ中で、ユーロ安是正の動きがみられ、このまま外需に依存した形でユーロ圏の回復が進むとは考えにくいと思う。これに対し、前回会合以降の推移からみても新興国は足許の強さを維持しているが、米欧経済にかなりの下押しが顕在化すると、その影響を受ける可能性は否定できない。従って、今年末から来年にかけては相応の不確実性があると考えられる。

国際金融資本市場も円買いが進行しやすいという地合いに変化はない。経済状況の良いアジアの主要通貨が当局の介入によって管理され、かつ、

それと裏腹に流動性が著しく劣るために、円に調整圧力が集中しがちである。加えて、米国金融政策見通しの思惑からドル金利の低下が目立ち、金利差に着目する取引も目立つ。

こうした中、日本経済の状況は、足許の強さと先行き見通しの弱さの対比が際立っている。短観の結果は、業況判断D Iで足許大きく改善した後、先行き大きく下落という結果であった。設備投資計画の推移等をみると、従来の回復期にほぼ沿った、あるいは若干弱め程度の動きであり、足許の雇用人員判断D Iも総じて過剰幅が縮小している。GDP2次速報も予想どおり上方修正された。しかしながら、先行きに対する不安は依然として大きいと言える。短観だけではなく、様々なセンチメント指標でそれが明確になっている。景気ウォッチャー調査の先行き指標の大きな低下が目立っているが、消費者態度指数、そして生活意識調査などにも同様の傾向が現れている点には注意する必要があると思う。特に円高傾向が定着すると、輸出企業のセンチメントの急速な悪化の蓋然性が高まってくる。

前回会合にて説明した下振れの兆しはその後も大きくなりつつある。輸出にさすがに息切れ感が出ており、加えて、エコカー等の消費刺激政策の効果の反動が9月新車登録台数等に出ている。因みに、販売現場の受注動向では、この登録台数以上にインパクトが大きく、10月以降の実績への不安が高まっている。猛暑効果も9月に入ると息切れし、たばこ増税前の駆け込み等の剥落から、10月以降の消費水準がどうなるか、不確実性が高いと言わざるを得ない。以上を総合すると、10～12月期下振れの懸念が増加し、その後の推移にも大きな不確実性があると言わざるを得ない。

物価について詳しくみると、2005年基準で消費者物価指数の先行き見通しは、経済活動下振れに伴う下振れを、たばこ等一過性の制度的要因による上振れで相殺し、見通しは若干の下振れにとどまっている。しかし、2005年基準消費者物価指数は、来年8月以降に発表され基準となる2010年基準の指数に比べてかなり過大評価されている可能性が高いということも事実である。従って新基準に基づく物価の先行きの見通しは、「物価安定の理解」で言う物価安定の状況からかなり下方に乖離していると言わざる

るを得ないというのが、現在の状況であると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員にお願いします。

中村委員

前回の会合以降、世界経済に対する見方を大きく変えるような指標の公表はなく、足許の経済動向については、減速しつつも回復しており、先行きについても、減速感を伴いつつも回復基調が続くと想定される。この間、米国経済に対する過度に悲観的な見方は幾分和らぎ、リスク回避姿勢が緩和され、エマージング諸国や資源国の通貨、株式等のリスク性資産が総じて堅調に推移する中、ドル安が進行するという展開となった。しかしながら、先行きの米国経済の減速懸念は根強く、F e d の追加緩和策への期待から長期金利は低水準の動きとなっており、円の対米ドルレートは1ドル83円台まで買い進まれて、欧州のソブリン問題等もあり国際金融市場は引き続き不安定な動きが続いている。

続いて、世界経済についてである。まず米国であるが、8月の米国経済指標をみると、小売売上高や個人消費支出は緩やかながら底固く推移しており、本年9月に向けた新学期商戦は前年を3%程度上回るまずまずの仕上がりであったとの見方を全米小売業協会は示している。設備投資も増加基調を示しており、生産も前年を僅かに上回る水準ながら増加傾向を維持している。一方、家計が多岐に亘るバランスシート調整を抱えている中であって、住宅市場では差押え物件や在庫水準が高止まっており、住宅着工も引き続き低迷、自動車販売も歴史的にみて極めて低い水準で推移している。オバマ政権による追加景気刺激策については、今後、議会での審議を待たねばならず、景気下支え効果は当面期待できないだけに、雇用情勢の回復の遅れに伴う個人消費の腰折れや、住宅市場低迷の長期化、さらには世界経済の回復ペースの鈍化に伴う輸出の減少といった、米国経済の下振れリスクには、引き続き注意が必要である。

ユーロ圏経済は、アイルランドやギリシャ等の周辺国がマイナス成長を続けるなど、域内での格差の拡大を伴いつつも、ドイツなどの経済規模の大きな国の経済成長に支えられ、全体では緩やかに持ち直している。今後については、欧州ソブリン問題の再燃、財政再建着手に伴う景気下支え効果の減退、欧州金融システムの脆弱性の顕現化などのユーロ圏経済の景気下押し要因が懸念される。

中国経済については、足許で公表された指標をみると、既往の不動産取引抑制策等が奏効し、マネーサプライや人民元建て貸出が減少傾向にあるほか、固定資産投資の伸び率も鈍化傾向にある。8月の電力生産量も、前年比伸び率は+13.4%まで低下しており、3か月連続横這いの動きとなっている。一方、個人消費や生産関連の指標は前年を大きく上回るなど、引き続き拡大基調にあり、中国経済は増勢を鈍化させつつも高めの経済成長を続けているようだ。この間、住宅価格は天井感がみられるものの、引き続き高い水準にとどまっている。このため、中国政府は、不動産税を一部の都市で試験的に導入する措置の実施時期を早めたり、住宅購入者に対する融資条件の追加引締めに着手したようだ。また、本年末までのエネルギー消費削減目標の達成に本格的に取り組むため、生産設備の強制的な一時閉鎖措置の導入も伝えられている。後者については、エネルギー効率の悪い設備が本来の対象であるが、実際には一律適用となり、エネルギー効率の良い新設の工場も閉鎖対象となるなど、運用面での問題点を指摘する声もあるようだ。これらの一連の施策が中国経済を過度に押し下げたり、抑制策が所期の目的を達成できず、中国経済が過熱するリスクなどにも注意が必要である。

続いて、我が国経済についてであるが、国内経済については、足許の動きをみると、輸出や生産は、減速感がある海外経済を背景に、増加基調を維持しつつもペースダウンがみられる。個人消費は、エコカー補助金の終了に伴う駆け込み需要や猛暑効果もあり、底固く推移している。設備投資も、機械受注が2か月連続でプラスとなり、徐々に持ち直しに転じつつある。しかしながら、9月短観の生産・営業用設備判断DIでは、足許並び

に先行きともに過剰と回答する企業の割合が多く、国内での設備投資は慎重姿勢を維持すると考えられる。そうした傾向を、足許の為替円高の長期化が加速させる可能性については、国内経済への影響等を含め、見守っていかなければならない。また、9月短観では、足許の業況感は、売上や収益の上振れを背景に、総じて改善していることが確認された。一方、先行きの業況感については、エコカー補助金の終了に伴う自動車関連産業の生産や消費の大幅な落ち込み、猛暑効果の反動、円高に伴う輸出関連産業の業績悪化、米国経済をはじめとする海外経済の減速懸念等により、大幅に悪化している。

さらに、米国経済の回復ペースが捗々しくないほか、中国をはじめとする新興国でも、政策面からの成長増勢スピードの抑制を強める動きが台頭するなど、海外経済のダウンサイド・リスクも高まっている。ドル/円レートが企業の平均的な想定レートを上回る円高状態が定着した場合、マインド面の悪化とともに、9月短観で示された売上・収益計画や設備投資計画が下方修正され、回復のペースが想定以上に減速する可能性や回復の後ずれには注意が必要である。このように、我が国経済は、一時的な落ち込みはあるものの、その後は新興国を中心とした海外経済に支えられて、総じて緩やかな回復基調を維持するとの基本シナリオ自体を変更するまでには至っていないが、下振れ懸念が強まっているようである。

雇用環境については、8月の失業率や有効求人倍率は前月比では僅かに改善したが、弱い地合いであることに変わりはない。9月短観でも確認されたとおり、雇用面での過剰感は依然として強く、雇用の回復ペースは非常に緩やかな状態が続くと思われる。

最後に、物価についてであるが、物価動向については、8月の国内企業物価が国際商品市況の影響等を受けて3か月前比の伸び率が弱い動きとなり、高校授業料無償化の影響を除いた消費者物価（除く生鮮食品）は、前月並みのマイナス圏の横這いの動きとなっている。こうした中、消費者物価の前年比は需給バランスが緩やかに改善することなどから、マイナス幅を縮小していくと思われる。しかしながら、円高に伴う下押し圧力の強

まりや、来年 8 月に予定されている 2010 年基準改定の影響については留意しなければならない。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

我が国の景気判断であるが、大きくは政策効果の剥落等から改善の動きが一時的に弱まるものの、その後は輸出の増加等に支えられ、緩やかに回復していくものと考えている。ただ、その一時的な弱まりがどの程度なのか、ここにきて生産・輸出等不透明感が増してきていると感じている。9 月短観の業況判断は足許まで改善しているが、ほぼ全ての業種が先行き不安を訴えていることなどを踏まえると、下振れリスクを強く意識しなければならない状況に至っているように思われる。

それでは、まず海外情勢である。回復テンポが鈍化していた米国経済であるが、最近の指標では市場予想を上回るものもみられ、株価も予想より強めの経済指標に反応して回復基調にある。減速の程度は過度に悲観的に振れた一頃ほどではなくなっていると言えるし、さらにブレーキがかかっている状況にはみえない。個人消費、住宅投資、設備投資の民間内需は、ともに緩やかではあるが上向きのベクトルを保っている。しかし、政策効果が減衰し、雇用環境の改善も依然鈍いもとで、バランスシート調整の重石は外れず、経済の回復は引き続き脆弱なものにとどまるとみられる。消費者信頼感指数の悪化なども勘案すると、不確実性は増しており、下振れリスクに対する注意は怠れないし、オバマ政権の追加経済対策や年末に期限を迎えるブッシュ減税の行方も慎重にみていく必要がある。

欧州経済については、皆様と同じであるので、省略させて頂く。続いて、新興国経済については、基本的に巡航速度での成長に向かって着実な歩みを進めていると考えて良いと思っている。中国では、小売売上高、固定資産投資といった内需関連指標が高めの伸びを続けている状況であるし、そ

こうした内需の堅調振りは韓国、台湾、タイなどでも窺われる。ただ、先進国経済の減速や在庫積み増しの終了などから、各国の輸出や生産が明確に減速してきているのも事実であるし、中国では年末までのエネルギー消費抑制の影響も考えられる。先進国経済が多少厳しくても、新興国経済は大丈夫だといった認識を持ち続けていて良いかどうかは十分に注意していきたいと思っている。

こうした中、我が国の経済であるが、エコカー補助の終了、猛暑効果の反動、不安定な為替市場等の影響から、目先回復ペースは鈍化するものと思われるが、その後は、海外経済の改善を前提に、輸出・生産が増加基調を辿り、緩やかに回復していくものとみている。しかし、これまで触れてきた海外経済の減速、為替円高、株安等が、企業や消費者のマインドを冷やかかねないという下振れリスクに対しては、より強い注意が必要な状況と思われる。まず実質輸出であるが、足許では増加幅が大幅に縮小している。中国向けは高めの伸びを示しており、米国向けやEU向けも+4%台の増加幅を維持しているが、NIEs、ASEANやその他の国・地域向けの減少が影響しているためである。地域ごとに一時的な振れはあり、不透明感があるが、海外経済が全体として緩やかに回復することを前提とすれば、やや長い目でみて輸出の底堅さは持続し、我が国経済を支えていくとみられる。次に、設備投資であるが、7月の機械受注、9月短観のいずれからも、緩やかながらも持ち直しつつあることが確かめられた。企業収益は改善しているし、国内投資案件も相応に積み上がっているが、為替市場や株式市場の不安定な動きが心理的な足枷となる可能性は依然あるし、9月短観では、先行き「過剰」超幅が僅かながら拡大するとの予測になっているので、動向を注視したいと思う。雇用・所得環境に関しては、9月短観における雇用人員判断が改善したほか、8月の失業率、有効求人倍率もまた一歩改善した。しかし、改めてその水準をみれば厳しいと言わざるを得ない。このため、ここまで駆け込み需要や猛暑効果に支えられた個人消費であるが、先行きしっかりとした足取りで回復基調を辿るかどうか、なお不透明感が残る。目先は、反動減の度合いを見極めながら、徐々に持ち

直しの動きとなっている住宅投資と併せて注視していく必要があると思う。こうした中、生産はやや長い目でみれば増加基調を辿ると見込まれるが、輸出の鈍化等によりここにきてやや弱めの動きとなっているし、影響の大きいエコカー補助終了の反動の程度や広がり、今後注意深くウォッチしていく必要がある。この点、9月短観における業況判断や製商品需給判断の先行きにかけての悪化幅は全般的に大きなものであったし、とりわけ反動減が直撃する自動車の業況判断をみると、中小企業における先行き予想の変化幅は-52%ポイントと非常に悲観的なものとなっており、反動減の波及は相当な規模になりかねないことを示唆していると思う。

最後に、消費者物価指数については、前年割れ幅が徐々に縮小するとの見通しに変わりはない。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

本日は6番目で、他の委員から既に各国の詳細の話があったので、各国については触れない。世界経済は、リーマン・ショックで大きく落ち込んだ後、これまで回復基調が続いてきた。ショックから2年が経った現在は、各国が危機対応で導入した財政政策の効果が薄れ始め、民間企業の在庫復元の動きも一巡したため、減速しつつあるが、こうしたこれまでの推移は我々の見通しどおりである。問題はここから先である。今後は、各国とも国内民間最終需要が次第に強まって、自律的な回復過程に乗るとというのがメインシナリオであるが、本当にそのシナリオどおりとなるのか、視界はまだ晴れていない。先進国経済には下振れ方向、新興国・資源国には上下双方向のリスクがあり、全体として下振れ方向のリスクが大きい状況である。特に米国や欧州の一部諸国のように、今回住宅バブルや投資バブルを経験した国は、バランスシート調整下にあり、そもそも下振れリスクが高い状況にある。そうした中、ここへ来て回復の遅さを認識した意外感が今

後の各国経済主体の行動を萎縮させ、実際に経済を下押しするリスクも高まっているとみている。バブル後の長期停滞を経験した日本人にとって回復の遅さは織り込み済みのことであるが、経験のないこれらの国のリスクはここへ来て高まっているように思う。

そこで、我が国経済であるが、日本経済は坂道を転げ落ちるかのようなリーマン・ショックによる悪化の後、海外経済の回復とエコ関連施策の効果によって持ち直し、足許では緩やかに回復しつつあると言えるところまで来ている。先週公表された9月短観をはじめ、家計・雇用関連、住宅・設備関連など多くの指標は、こうした動きが続いていることを示すものである。物価情勢をみても、8月のCPI（除く生鮮食品）の前年比マイナス幅は縮小し、毎回言及している価格上昇品目数マイナス価格下落品目数も、6月以降3か月連続でマイナス幅が縮小している。しかし一方で、輸出や生産の増勢は鈍化している。そして、短観や生活意識アンケート調査の先行き見通しはやや大きく悪化している。その背景には、これまでの想定どおり、海外経済の減速やエコカー補助金の終了があるものと思われる。実際、9月の自動車販売は前年比マイナスとなった。自動車販売の前年比マイナスは、14か月振りのことである。こうした影響は大きく、経済全体に広く及ぶとみられるため、これから年末にかけて、景気は一旦足踏み状態になるものと思われる。その後は、海外経済の回復基調の継続を前提とすれば、日本経済も再び回復軌道に戻るものと思われる。しかし、これまで輸出拡大を支えてきた海外経済の下振れの可能性が高まりつつあり、これが現実のものとなった場合の影響が懸念される。また、鉱工業生産の予測が大きく下振れる中、エコカー補助金終了の影響の大きさは従来想定範囲内で収まるのか否か。ここまで進行するとは想定していなかった円高の影響はどの程度か。こうした点については大変不透明であると言わざるを得ず、下振れリスクが高まっていると思っている。そして、デフレ脱却の時期が後ずれする可能性も強まってきたと考える。総括すると、世界経済、そして日本経済は、今のところこれまでの見通しどおりに推移してきた。しかし、先行きの不透明感、中でも下振れリスクが高まってきてい

る。日本経済は、従来見通しのとおり、目先の足踏み状態の後、緩やかな回復軌道に戻るのか、あるいは自律的回復軌道への到達までに想定以上の時間がかかってしまうのか、大きな岐路に立たされているものと考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

7番目の発言ということでもあり、簡潔に発言したい。

まず、米国経済であるが、足許減速している。先行きに向けては引き続き、不確実性の高い状況である。最近の講演でバーナンキ議長は、様々な政策対応にもかかわらず、景気回復の強さや失業率の低下が十分でないと述べている。バランスシート調整の重石を抱える中で、景気回復の足取りが重く、かつ先行きへの不透明感が強いという認識だと思う。

欧州や新興国を含めた海外経済全体としても減速ははっきりしてきているし、この先の不確実性は高いと言って良いように思っている。

次に、国内経済であるが、海外経済の減速などから、輸出や生産の伸びはかなり緩やかなものになっている。こうした輸出や生産の減速は元々想定していたところであるが、そのタイミングは想定に比べるとやや早いという感じがある。またその度合いもやや大きめという印象を持っている。先行きであるが、猛暑効果や自動車の駆け込み需要といった押し上げ要因の剥落に加えて、海外経済の減速、為替円高の影響もあり、当面、景気回復のテンポはかなり鈍化する可能性が高いとみられる。詳しくは次回会合の展望レポートで確認していくこととなるが、以上のような景気展開を踏まえると、見通し期間中における成長率は下振れて推移することが予想される。

物価については、C P Iの前年比下落幅は縮小傾向を維持している。先行きも徐々に下落幅が縮小していく姿が一応見込まれている。ただし、そ

の縮小ペースは、景気の見通しが下振れる分、鈍化するとみられる。経済・物価見通しを巡るリスクであるが、米国経済を中心に、不確実性が強い状況が続くとみられるだけに、景気がさらに下振れるリスクにはなお注意が必要だと思っている。物価面では、景気の下振れなど実体経済活動の動きが及ぼす影響に注意が必要だと認識している。今程述べたような情勢を踏まえると、物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は後ずれする可能性が強まっていると思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回決定会合以降に公表された経済指標をみると、米国経済に関しては、一時期の過度な悲観論は後退してきているが、回復ペースに関する基本的な見方を変えるような改善の動きはみられておらず、やや長期の低成長に陥るというリスクは引き続き高い状態にあると考えている。9月短観において、我が国企業の足許の景況感は、駆け込み需要や猛暑効果等の短期的な影響で改善が確認されたが、その一方で、短観や生活意識に関するアンケート調査にみられるように、先行きの景況感は悪化している。また、市場では米国の追加緩和を織り込む動きがみられており、それを受けた持続的な円高基調や軟調な株価動向といった懸念材料が、引き続き我が国経済の企業収益やマインドに対する重石となっているという状況かと思う。これまで以上に円高が持続すれば、純輸出や企業収益、株価や物価に対する下押し圧力が継続することとなり、やや長い目でみて我が国の景気・物価見通しが下振れるリスクが一段と高まってきていると判断される。

それでは、各国経済の状況であるが、私もできるだけ簡潔に申し上げる。米国経済は、緩やかな回復基調が続いているとの認識のもと、やや長期の低成長に陥るリスクが引き続き高い状態にある。個人消費関連では小売売上高の緩やかな増加が続いているが、消費者コンフィデンスは9月のコン

ファレンス・ボード指数が 50 を割るなど弱めに推移している。設備投資に関しても、足許その増加幅が縮小している。住宅投資についても、新築・中古住宅販売とも非常に低い水準で推移しており、住宅価格についても同様の動きである。生産面では、ISM製造業指数が低下し、内訳をみると雇用、新規受注、受注残など足許と先行きを示す項目で悪化した。雇用・所得面では、新規失業保険申請件数は引き続き 40 万人台後半で高止まりするなど、所得環境の改善も非常に緩やかな動きにとどまっている。物価については、コアCPIは、引き続き前年比+1%を下回る水準で推移し、コア・ベースのPCEデフレーターも+1.4%と比較的低い水準が続いている。

その米国経済に関する先行きについてであるが、メインシナリオである 3%前後の成長率を達成できるかどうかの問題であり、現在、下方修正する方向で検討している。足許の減速の動きに関しては、二番底にまで陥ることはないとみているが、この間の経済指標は依然景気回復の遅れと脆弱性を示唆しており、来年以降、2%台後半とされる潜在成長率を上回って成長する姿をなかなか描き切れない状態にある。また、これまで米国経済の強みとされてきた技術革新を生み出す力、生産性上昇率の高さについても、先程西村副総裁からご指摘があったように私自身もやや悲観的な見方をしている。これまでの労働生産性の推移をみると、金融危機以前からやや長期的かつ構造的な低成長に陥るリスクを実は抱えてきているようにも窺われる。米国長期金利は、再び 10 年国債で 2.5%前後という水準まで低下してきており、こうした動きは足許の金融緩和期待だけでなく、やや長期の低成長というリスクを織り込み始めている可能性がある。

欧州経済については、皆様と同様の総括判断である。一点だけ付け加えると、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル等の国債の対ドイツ国債スプレッドはピーク並みの水準で高止まりしており、財政のリファイナンスなど今後の影響については注意を怠れないと考えている。

また、アジアを中心とした新興国経済についても、皆さんと基本的に同様である。中国経済あるいはインド経済、NIEs・ASEAN経済に関

して、輸出の伸びが鈍化してきているが、内需関連は、個人消費、設備投資とも高めの伸びを維持しており、総じてみれば、堅調な回復拡大基調を辿っていると判断している。

一方、我が国経済であるが、足許において、緩やかな回復基調を維持しているものと判断している。輸出に関しては、増加を続けてはいるものの、東アジアなど新興国向けを中心に鈍化している。実勢ベースでみた生産も、そうした動きを背景に、緩やかに鈍化してきている。また、内需関連では、設備投資について、大企業設備投資計画は水準としては低いものの、前年比で増加する計画が製造業を中心に示されており、緩やかな持ち直し基調を維持しているとみている。個人消費は、猛暑効果や販売促進策を背景に回復基調にあるが、先行きはそれら短期的効果が剥落することもあり、減速していくものとみられる。雇用・所得環境については、依然厳しさは残るものの、有効求人倍率や失業率の改善が小幅ながら続いており、緩やかな改善を続けている。物価についても、消費者物価指数は、コア・ベースでみて引き続き前年比マイナス幅の緩やかな縮小傾向を維持しているとみている。

我が国経済の先行きについて、基本シナリオとしては、アジアの新興国向けを中心とする輸出の減速、駆け込み需要の反動や猛暑効果の剥落等による消費の鈍化などから、年度後半にかけては回復力が弱まるとみているが、その後は中国をはじめとする新興国経済の高成長を背景とした輸出の拡大、及び企業収益の改善を起点とした設備投資や個人消費の回復などを通じて自律的な回復過程を緩やかながらも歩んでいくという姿を一応メインシナリオとして維持している。ただし、こうしたメインシナリオの修正を余儀なくされる下振れリスクとしては、先程申し上げたとおり、米国経済がやや長い目でみた低成長に陥るリスクが高まっているという点を改めて指摘したいと思う。このリスクが顕在化する場合には、世界経済全体の見通しも下振れし、実体経済からみると、輸出の減少などの形で我が国経済に波及してくる。またリスク回避の志向がより高まりやすくなり、持続的な円高、株安へと繋がり、企業の設備投資や新規事業に対する意欲

あるいは家計の消費意欲が抑制されて、成長率がより下振れて推移する可能性がある。こうした景気下振れの影響は、新興国経済が持つ成長力の力強さによって、一部軽減される可能性はある。また、為替円高の影響については、潜在的なメリットも考えられるため、バランス良くみることも重要である。そう申し上げたうえで、先程申し上げた下振れリスクが顕現化した時の我が国の景気・物価見通しへの負のインパクトは相応に大きいという可能性に注意しなくてはならないと考えている。特に、これまでリーマン・ショック後の激しい落ち込みに立ち向かい、懸命なコスト削減努力を続けてきた企業にとっては、その影響は大変厳しいものになると予想している。足許の円高基調がもう一段進む、あるいは長期化する場合には、既に相当経営体質をスリム化した後だけに、企業はよりドラスティックに生産拠点の海外シフトや国内での雇用調整あるいは賃金調整といったコスト削減を強いられることになり、企業マインドのさらなる萎縮に繋がる懸念される。その場合には、成長率の見通しは少なからず下振れし、持続的成長経路に復する時期も相応に遅れるものとする。以上である。

白川議長

この第一ラウンドを聞いていると、景気の現状については、これまでの議論、展望レポートの見通しにおける想定線——若干弱いかもしれないが——にほぼ沿っている。しかし、今日の議論を聞きながら一番印象的だったのは、足許よりはこの先のリスクについての言及が非常に多かったということである。これは10月末の展望レポートの議論を一部先取りした形で、色々なリスクに関する議論がなされたということである。皆さんの意見を聞いて、私自身もそうであるが、あまり大きな意見の違いはないように感じられた。従って、今日は個別の項目について取り纏めるということはせずに、全体的なところを中心に幾つかポイントを申し上げたいと思う。

まず、景気の現状について、前回我々は「緩やかに回復しつつある」と表現したが——文章はこの後議論するので、それはさておき——、皆さん

の感じ方、見方を総合すると、「緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっている」ことを多くの方が認識している。すなわち、改善はしているが、その改善の動きが弱まっていることが、現状面での大きなポイントであったと受止めた。

景気の先行きについては、この夏は猛暑の効果があつたほか、各種の需要刺激策の結果、最後に駆け込みの需要があつたが、この後、この駆け込み分や猛暑効果が剥落するので、景気の緩という意味から言うと、その影響から景気の改善テンポが鈍化している状況が暫く続くということだと思ふ。その後の姿は、不確定要因はあるが、緩やかな回復経路に復していくということを一応の基本シナリオにしていると受止めた。そう考える基本的な理由は、新興国を中心とする世界経済の回復傾向が続いていくという前提条件があるのだが、これが満たされるのであれば、日本の経済についても、やがてはまた緩やかな回復経路に復していくと受止めた。そうなると、これから申し上げるリスク要因にもまた絡んでくるが、ポイントは世界経済全体がどうなっていくのかである。景気の先行きについては今申し上げたような評価であつたと受止めた。10月末の展望レポートで、この先の見通しを出すのだが、7月の中間評価で示した見通しとの比較では——さらにまた中間評価の中間評価になるかもしれないが——、成長率は下振れて推移する可能性が高い——その程度については、これから10月末に議論するが——という方向感であつたと受止めた。先々のリスク要因については、勿論上振れも下振れもあるのだが、我々がこのところ下振れリスク、下振れ要因をより注意していく必要があるということ、ここ何回かの決定会合で情報発信しており、今日の会合では、そうした下振れリスクへの言及が、前回の会合と比べても増えていると受止めた。8月の時点では米国経済の先行きについて極端に悲観的な見通しが広がっていたので、それとの対比でみると若干慎重な見方が後退しているとも言えるが、大きな流れでみると、下振れリスクを意識した方が良いと感じた。ただ、経済については、常に不確実性に満ちているので、一方で下振れ要因

と同時に上振れ要因の可能性も頭のどこかで意識しておく必要があると多くの方が感じていると思う。上振れ要因として、我々は従来から新興国・資源国の経済の強まりを挙げているが、新興国・資源国という目でみると、昨日も少し議論となったが、多くの国で株価が既往ピークを更新する、あるいは既往ピークではないが、リーマン破綻以降のピークを更新している、そうした国も既往ピークまでもう一步というところまで来ているということも一方の事実である。そういう意味で全体としては、下振れリスクの方に力点をかけてみていく訳であるが、上振れ、下振れ要因としては、こうしたことがあると受止めた。

物価であるが、物価の現状、先行きについては、従来のこの場での議論に比べて特に大きな変化があったという訳ではないが、ただこれまでの流れとの比較でいくと、今日の野田委員の言葉を借りると、アンカーの力あるいは中長期的な予想物価上昇率が現在の物価を規定していくという力に対して、少し注意してみていく必要がある。そういう意味で、この面に関する言及が比較的多かったと受止めた。いずれにしても、経済全体、景気全体の下振れリスクの方に注意した方が良いという判断だとすれば、それは物価についても言えるので、景気の下振れ等实体经济活動の動きが物価面に影響を与える可能性に注意が必要であるというのが大方の意見であったと思う。

以上を踏まえると——これはまた展望レポートで詳しく点検するが——、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性が強まっている。この後ずれする時期がどの程度かは、次回検討するのだが、そうした判断であったと受止めたし、私自身もそう思っている。取り敢えず私の纏めは以上である。

須田委員

一言宜しいか。リスク・バランスに関して、私は海外経済については、依然としてほぼバランスしているという言い方をしている。その理由としては幾つかあって、一つは、米国経済については——やはり日本のことを

参考にしているということはあるのだが——、人口が増加する国である、ある意味若い部分を持っているということ、それから、今、農産物価格が上がっているので、農家の所得が増えていて、そこの持っている基本的な経済力もあるということ、それから、確かに米国自身は下振れリスクを意識しているが、全体でみた時にはやはりエマージングの強さといった、ここではよくみていないラ米の強さということも、やはり意識している。エマージングのウエイトが、ここ数年で先進国の経済のウエイトよりも高くなるという指摘もあったが、全体の有効需要に占めるエマージングのウエイトが高まっていくことを考えると、全体としてみた時に、やはり少し米国、先進国のウエイトを大きく見過ぎている、少し行き過ぎではないかという意識もあって、私はほぼバランスしているという立場である。また、私自身のメインシナリオは少し消費を弱めているので、それ対比、現実の米国の消費は少し足許が強いのだが、元々もっと弱くシナリオを置いているので、そういうこともあってバランスしていると思っている。

それから、今日の宮尾委員とか西村副総裁の米国の生産性の議論を聞いていて、私は、そういうように生産性が下がっているということについては、短期的な要因はあるが、長い目でみたらどうなるかは、なかなか難しいと思う。そういう時に、ジョブレス・リカバリーとの関係をどう考えるのだろうか。生産性が低ければ、生産が増えたら雇用が増えていくはずである。そこは、やはりジョブレス・リカバリーだということを意識しながら、それでも生産性が落ちていくと考えるのか。米国の成長力と日本のそれを比べて、それでも米国が落ちると言うのなら——金融の問題はあるかもしれないが——、日本の生産性はどう考えるのだろうか。上手く整合的に私に説明して頂けると有難い。潜在成長力、労働も含めた考え方については、どのようにみておられるのか。

宮尾委員

分かった。米国の労働生産性、あるいはその背後にある全要素生産性であるとか、あるいは資本設備の伸びをどうみていくかである。先行きをど

うみるかは、なかなか確定的なことを言うのは難しいと思うが、私がこれまで、あるいは先日の徳島でも申し上げてきたのは、やはり少しデータを虚心坦懐にみると、過去 4、5 年——リーマン・ショック——前から労働生産性が非常に落ちている。それ以前の I T バブル前後の 2000 年代前半は非常に高かったが、2000 年代後半は労働生産性が 2% から 1% 前後位で推移していて——あまり望ましいシナリオではないが——、何か力強さが感じられないと思っている。それが 2009 年の一時的な回復を経て、今度はもう少し順調に生産性が高まっていくのか、あるいはまた構造的に下振れていくのか。その際に、雇用との関係で私が考えているのは、やはりこれだけ構造的に失業が高止まりして、長期化していくと、人的資本というか、より長い目でみた全要素生産性の部分に、やはり何がしかの影響を及ぼしていくのではないかとということが一番懸念している。そういう見方をしている人は割とみられるので、そういう意味で、須田委員がおっしゃるように、若い経済でもあるし、人口も増えているので、プラスの面も勿論あるのだが、一方でやはり今回の失業が非常に長期化していることが先行きの生産性動向に与える影響をやや懸念しているという状況である。

白川議長

一言宜しいか。米国の長期的な生産性の動向については非常に大事な問題である。展望レポートでまた十分に議論しようと思うので、極く手短にお願ひする。

西村副総裁

では、一点だけ。ちょうどバブルの直前に日本の生産性が上がったのと同じようなことが、実は 1995 年から 2005 年にかけての米国に起こった可能性が高いと私は思っている。従って、剥げる部分が出てくる。それがまず第一点。それと裏腹の形で自然失業率が恐らく高くなってきているのだろうということ。この二つから考えると、付加価値を生み出すという意味での成長率は、やはり低くなっていくというのは、それほど不思議な話で

はないと思う。

野田委員

我々、日本が経験してきたこと——経済学的、マクロ経済の分析とかを離れて——から言っても、ある程度は下がっているだろうというのはある。要するに、2007年以前に戻るかということ、戻りにくいという意味では、おっしゃるとおりだと思う。とはいえ、どこまで本当にその辺が戻らないのかは、少しまだ不確実である。ただ、いずれにしても時間がかかるということについては、ここの皆さんで共有していると思う。その中身が本当にどうなのかは、ぜひその辺をもう少し究明していきたいと思う。

白川議長

先程、野田委員がおっしゃったと思うが、我々自身はバランスシート調整の厳しさは十分認識している訳であるが、それを認識していない経済のもとでこういうことが起きた場合に、バランスシート調整の厳しさに驚くことによって、それ自身がネガティブな影響を及ぼすというのが、我々からするとサプライズに相当するのかなという気がする。

亀崎委員

失われた10年になるのか、失われた5年で終わるのかという問題である。

野田委員

1990年代から、私などは随分慌てた。それと同じことが今、欧米で現れていると思えば、非常に分かりやすい話である。私の経験から言って。

白川議長

先程、須田委員が先進国だけに偏ってリスクを判断しては、もしかして間違えるかもしれないという趣旨の話をされた。自分自身、最近、オース

トラリアとかカナダとか、あのような経済がなぜ相対的に強いのだろうかということに割合興味があって、幾つか読んだりしていたのだが、改めて、交易条件が彼等にとって有利に働いていることがやはり色々な形で影響している。それは勿論、短期的には出てこないのだが、そういう意味で、色々なメカニズムが作用していることを認識しながら、しかしそうは言っても、当面の政策運営としては、下振れリスクに注意をしてみた方が良いというのが、この場の受止め方だったと思う。他にご意見はないか。

野田委員

先程の話でもう一点。先進国が世界経済に占めるウエイトは、確かに米国を中心に落ちているが、やはり何と云っても米国は基軸通貨を持っている国であるから、単なる実物経済の波及ルートということに限らず、金融市場だとか、あるいは世界全体のマインドに与える影響はやはり過小評価はしない方が良いのではないかという感じは持っている。

須田委員

マーケットについてはそのとおりだと思っているが、そのマーケットについても、中国の力は段々強くなっているという気はしている。

白川議長

他にご意見はないか。今時間が10時26分である。それでは、10時30分に再開したいと思うので宜しくお願いする。

(10時26分中断、10時31分再開)

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、当面の金融政策運営等に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人

5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は、先程と同様である。それでは、須田委員からお願いします。

須田委員

バーナンキFRB議長は、8月のジャクソンホールでの講演で、追加緩和に向けた政策手段として長期債券の追加購入、二番目に時間軸の強化、三番目に超過準備に対する付利の引き下げ、四番目に中期のインフレ目標の引き上げ、についてプロコンを示している。以下、これらを念頭に置きながら、私の考え方を整理してみたいと思う。

まず、オーバーナイト金利が実質ゼロとなって以降、このボードとしては、金利面ではやや長めの金利のさらなる低下を促すことに重心を置くことにし、固定金利オペ3か月物を昨年12月に導入した。ただし、その後金利が十分に低下し、下げ余地が小さくなってきたとの判断のもと、私はオペの供給量の追加的な増加や、新たに6か月物の固定金利オペの導入といった固定金利オペの拡充策については、メリットよりもコストの方が大きいとして反対してきた。今後の政策の考え方としては、一つは、もっと長い金利に働きかけることが考えられるが、短期国債金利はやや過熱気味であり、下げ余地がなくなっているし、もっと長い金利でも2年債金利は現時点で0.125%となっている。10年債金利も0.935%と1%割れする中で、これまでよりも長い金利に働きかける政策であっても、金利低下余地が小さいこと、金融機関の収益機会を奪い、却って金融緩和効果を阻害する恐れがあること、債券バブルのリスクを高めることなどから、現在のような金利環境のもとでは、金利のより一層の低下に働きかける政策、つまり、バーナンキ議長の最初の選択肢に含まれる長期金利低下のための長期国債購入のような政策を採ることは望ましくないと考えている。長期国債購入増の場合、以上の要因に加え、銀行券上限ルールの歯止めをなくすような形で見直したという議論を生じさせると、マネタイゼーションとの見方が出て、却って長期金利に悪影響が及ぶ恐れがある。国民が納得するような中長期的な財政再建についての道筋がみえない中では、特にその可能

性が高まる。

以上のような考えから、今後採るべき政策は、これまで私が指摘してきたように、リスク・プレミアムに働きかける政策だと考えている。別の言い方をすると、国内では現在リスクを取る主体が限られているため、リスク性資産の需給が低調であることが、潤沢な資金供給が活用されない理由の一つと考えられ、リスク・プレミアムが高止まりしているリスク資産を日本銀行が購入することで、それを呼び水としてリスク資産に対する需要、供給が増え、お金の巡りが良くなることを期待できるのでは、と考えている。また米英中央銀行は大量の長期国債を購入することを通じて長期金利を下げ、それだけでなくその他のリスク資産価格への波及効果も期待しているようであるが、金融機関がバランスシート調整下であって、株式よりも債券へ目が向いている時に、日本の経験からなかなかそのような波及効果は期待できないということだと思う。勿論FOMCメンバーの間でも意見に相違がみられているように、大量長期債券購入による実体経済・物価への効果については不確実性が高いと言える。ダドリーNY連銀総裁は5,000億ドルの国債購入効果は大きいとみているが、ブルーチップによると、1兆ドルの買入れであっても3/4の人がGDP成長に対して効果は僅かしかない、ないしは全くないとみている。日本においては、効果が分からない政策を採りながら、そういった効果を期待していくというような時間的な余裕はなく、それからの染み出し効果であるリスク資産の価格に直接働きかけるという意味で、米英よりももう一步先に進んだ政策を採る必要があると考えている。その理解が進めば、長期国債買入競争のような不毛な議論に取り込まれなくても済む。なお、多様な資産を購入する方が全体としてのリスク量が減ると考えられるので、そうすることが望ましいと思っているが、私が常々候補として懐に入れていたものは株式の購入であり、一体それ以外どのような資産購入があり得るのか、できれば後で執行部の意見を聞けたらと思う。当然のことながら、このような資産の購入は信用リスクの負担など財政政策の分野に踏み込むことになるので、時限的である必要があると考えている。

また、今後も固定金利オペ残高が増加することが予想される中で、介入資金の不胎化、非不胎化についての不毛な論争に対して、大人の対応ということで、取り敢えず当座預金残高を積み増していると理解しているが、今後もっと資産を購入するとするなら、金融調節の負担が増し、コールレートは振れやすくなるので、政策誘導金利を厳密に0.1%に維持するのがますます難しくなる。元々私としては、0.05~0.14%の範囲内であれば四捨五入してディレクティブが維持されている、ないしは一時的な振れであれば、それは元々許容しているということであるが、今後この0.1%という誘導金利から乖離する可能性が高まると思う。それに対してディレクティブ違反でないかというような声が市場から出る前に、以上のような振れを許容しているということと政策金利、ないしは金融調節上誘導の努力目標は0.1%であるということを伝えていくことが必要であると考えている。このような方法として言葉で説明することでも良いと思っているが、より分かりやすいという観点からは誘導目標金利をレンジで示すのも一案だと考えている。

さて、バーナンキ議長の指摘に戻って、第二の時間軸についてであるが、コミュニケーション上、常に中央銀行の意図を分かりやすく説明する努力を続ける必要があるということは言うまでもないが、それを強化することは望ましいとは思っていない。それは長期に亘って低金利が持続するという予想をより一層強め、バブル発生の一因となりかねないし、機動的な政策運営を阻害しかねない。経済・物価情勢に応じてマーケットは実質ゼロ金利解除時期をかなり後ずれさせているが、この期間を延ばすという意味で、これ以上の時間軸強化は必要ないと考えている。

三番目の付利金利の低下については、バーナンキ議長の言うように、コール市場の流動性をさらに低いものにし、市場参加者の退出を招きかねないことに加え、金融機関の収益の低下を通じて却って緩和効果が阻害される可能性があるので望ましくないと思っている。現在の0.1%が下限だと考える。

最後に、四番目の議論に関連して、「物価安定の理解」の数値を上げる

ことについては、先に指摘した時間軸をもっと長くしてしまうことの問題点、政策手段が十分でない中で中央銀行の信認を失いかねないこと、変更の理由について納得のいく説明がないと将来のインフレについての不確実性を高める可能性があることなどから、何らかの意図をもってそれを操作することには反対である。

最後になったが、物価見通しの下振れリスクに対しては、その原因に対して、第一に、中長期的な取組みと、第二に、短中期的な取組み——景気循環的な取組みといっても良いと思うが——を意識して、政策運営を行う必要があると思う。以上では、主として後者の観点から緩和策を考えてきたが、前者の政策も重要である。前者の取組みとしては、サプライサイドに働きかける施策、すなわち成長基盤強化促進に向けた取組みが王道であることは言うまでもない。以前から申し上げていることであるが、日本が中長期に亘って持続的な物価下落に陥った背景には、成長力の趨勢的な低下とそれに伴う成長期待の低迷がある。少子高齢化、人口減少のもとでそれを克服することは至難の業であり、持続的な物価下落から脱却するためには、オール・ジャパンで日本の将来について危機感を共有し、それぞれが生産性上昇に向けて努力することが必要である。こうした状況のもと、日本銀行は成長基盤強化支援資金供給を開始することで問題提起をしたが、こうした取組みを今後とも継続、強化していくべきだと思っている。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

まず、金融環境から述べたいと思う。企業を取り巻く金融環境は、間接金融からみると、民間銀行貸出は、企業の外部資金需要がさらに後退している中で、引き続き前年を下回っている。直接金融市場では、2007年9月以来となるBBB一格銘柄の発行がみられるなど良好な発行環境が続

いている。9月短観でも、企業の資金繰りの改善が確認されたほか、CP発行環境DIも引き続き大幅な「楽である」超を維持している。このように、我が国の金融環境は緩和方向の動きが続いている。この間、短期金融市場に目を向けると、銀行貸出のベース・レートとなる3か月物TIBORは、前回会合以降横這いとなっている。

8月30日に決定した固定金利オペの増額——6か月物への期間延長も含むが——については、これまで1回のオペ実行にとどまっているとはいえ、決定後の6か月物TIBORの低下幅は極めて小幅にとどまっている。昨年12月以降の、やや長めの金利低下を促す政策の追加緩和効果は、予め想定されていたとはいえ、今や極めて限定的であるということが判明した。

この間、米国をみると、前回9月21日のFOMCでは、政策声明で景気判断を引き下げると同時に、追加的な金融緩和措置を講じる用意があると発表した。その後のマーケットは次回FOMC、11月2、3日に予定されているが、ここでの追加緩和決定を織り込みつつある。すなわち、米国国債金利が政策の影響が及びやすい中期ゾーンを中心に低下し、日米金利差の縮小傾向が続く中で、為替にはドル安円高方向の力として働き、日本株の株価の上値を抑える一つの大きな要因となっている。これが、9月の短観や生活意識に関するアンケート調査の結果で既に示されている企業や家計のマインド悪化、これにさらに拍車を掛けているという可能性も高いと思われる。

先行きの経済・物価情勢については、次回会合の展望レポートで改めて詳しく点検することになるが、現時点ではっきり言えることは、このように8月30日の臨時会合での追加緩和を決定した背景であるところの、下振れリスクの高まりというものは、その後1か月を経過した現在、和らがないどころかさらに高まったと言わざるを得ないということである。

以上、前回の追加緩和政策の波及効果の評価と我が国経済・物価情勢を巡る下振れリスクの高まり等を考えると、今後一步も二歩も踏み込んだ強力な金融緩和政策の追加が必要な局面に差しかかっているものと判断せざるを得ない。

私は、先般9月15日の山口県金融経済懇談会において、必要と判断される政策手段に関して、政策を選択するに当たっては、現在実施中の政策の拡充も含め、彼我の経験とそこから得られた知見を十分に踏まえつつ、経済の見通しの状況に照らしてそれぞれの政策の効果がどうかということ測る必要があり、さらに政策の効果やコストなどの副作用は、経済、金融の状況はもとより、財政や制度面の違いや変化によって、異なった形で生じ得るものであることから、絶えず今日的な観点から点検されなければならない、と述べた。この観点から述べると、この際追加すべき金融政策は、これまで我々が既に採用、実施してきた政策を総ざらいしたうえで、さらに新味のあるものを加えていくということが重要なポイントであると考えている。

そのように申し上げたうえで、追加政策を考えるに当たっての論点を大括りに三つ挙げてみたいと思う。一つは、先程も述べたように、これまでの固定金利オペの拡充による短期金融市場におけるやや長めの金利低下の余地が既に限界に達しつつあることから、緩和余地がまだ残っていると考えられる未開発領域、つまり短期金融市場の埒というものを超えて、もう少し長めの金利やあるいはデット物以外の金融資産などのリスク・プレミアムに働きかける術はないものかどうか。二つ目は、これまで採用してきた単一政策の積み上げではなく、政策効果を高める狙いから、ある種包括的な政策として幾つかの政策を束ねる形で金融緩和を打出すことができるかどうか。三つ目は、ゼロ金利制約というものが続くもとで、様々な政策の効果を発揮させるためには、市場の将来に対する期待形成に働きかけることも重要である。本行は既に事実上の時間軸政策を採っているとの評価は存在しているようであるが、より明確な形で実質的なゼロ金利政策の時間軸に関するコミットメントを表明し、政策セットの中に加えるということは極めて重要であるというように、私は考えている。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、後程の討議における議論を踏まえて、最終判断することとしたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

経済・物価情勢の討議で述べたとおり、このままでは物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰がかなり後ずれする可能性が高いと思う。この状況は日本銀行の責務からみて、容認することはできない。従って、金融緩和を一段と強力に推進することが必要であると考えている。

この点から、まず現在の実質ゼロ金利政策をさらに強力に推し進める必要があると考えている。この点で、次回までの金融政策運営方針としては、金利誘導目標としての無担保コールレート（オーバーナイト物）を現在の「0.1%前後で推移するよう促す」という形から「0～0.1%程度で推移するよう促す」というように、0～0.1%のレンジを示す形にすることが望ましいと思っている。

しかしながら、伝統的な金融政策であるオーバーナイト金利の操作による金融緩和は、名目金利のゼロ制約に直面していることも事実である。そして、国内金融市場は、今月の月報表現にあるように緩和度合いが強いにもかかわらず、実体経済に影響を及ぼすような活況には至っていない。このことは見過ごすことはできないと思っている。特に金融資本市場全体にリスクテイクの姿勢がみられないというのは重大なことだと思っている。しかもセンチメント指標をみると、さらなる萎縮が進む兆候もみられている。この状況は極めて深刻な状況であると言わざるを得ない。従って、オーバーナイト金利がゼロ制約に直面し、低下余地がなくなったもとでは、追加的な緩和余地が残っているとみられる新たな領域に、金融緩和手段を拡張し、金融市場の活性化を図る方策を考えなければならないと思う。

具体的には、オーバーナイトを超える長めの市場金利の全般的な低下、そして各種リスク・プレミアムの縮小を誘導する仕組みを考える必要があると思う。特に、金融資本市場で表面上緩和度合いが強いにもかかわらず、

活況がみられないという現在の状況は、投資家に過度のリスク回避姿勢が傾向的に生じている可能性を示唆しており、こうした過度のリスク・プレミアムは円滑な経済活動を阻害していると考えられる。現行固定金利オペは、こうした方向の金融措置であるが、オーバーナイト金利よりもやや長めの金利を対象とする限定的なものであった。従って、その効果も残念ながら限定的なものにとどまってしまっている。今必要なのは、より広範に、長めの市場金利、各種リスク・プレミアムに働きかける仕組みであると考ええる。その究極の目的は、金融資本市場全般に様々な形で働きかけることで、借り手の借入れコストを下げることである。つまり、借入れコストの構成要素である長めのリスク・フリー金利とリスク・プレミアムの双方を低めに誘導するということが重要になってくる。さらにはそれを通じて、借り手の資金アベイラビリティを高め、広げることが必要なのだと思う。

そう考えると、臨時、異例の措置ではあるが、こうした緩和領域の拡張を推進するために多様な金融資産を幅広く購入する仕組み、プログラム、言い換えれば基金とでも名付けられるようなものを導入するのが適当ではないかと考えている。ただし、もしこのような新しい仕組みを導入する場合には、これは従来にない金融政策の新たな操作手段、ツールと言えるので、日本銀行のバランスシート上にある従前の項目とは別途分別して管理する必要があると思っている。そして、従来からの無担保コールレートの誘導目標に加えて、この仕組みによるいわば基金のようなものの規模や内容を、主要な金融政策の手段と位置付けるというのが必要なのではないかと考えている。

以上は個人的な粗々な私見なので、仮に買入れを行うとした場合、対象となり得る金融商品のリストアップ、その市場規模、金利、価格動向などについての情報を執行部から説明して欲しいと思う。その際に、こうした提案をする自分に対する自戒を含めて注意しなければならない決定的に重要な点を言及したいと思う。多様な金融資産を幅広く購入し、長めのリスク・フリー金利を下げ、リスク・プレミアムを縮小するということの重大な意味である。これは伝統的な短期金融市場——マネー・マーケッ

ト——に働きかける金融政策を超えて、企業金融——コーポレート・ファイナンス——、消費者金融——コンシューマー・ファイナンス——、そして公的金融——パブリック・ファイナンス——の領域、つまり資金市場——ファイナンシャル・マーケット——に直接働きかけるということであり、これは財政政策——フィスカル・ポリシー——の領域に入るということである。それは中央銀行が資源配分に介入するということのみならず、直接に中央銀行がリスクを取るということである。多様な金融資産を購入するということは、同時に当該資産の損失発生リスクを中央銀行である日本銀行が負うということの意味する。それは国庫納付金が減少するという意味で国民に負担が及ぶ訳である。従って、その意味は非常に重いものであることは十分認識しなければならないし、国民に対して説明責任を果たしていかなければならないと考えている。しかしながら、私は現在の状況の深刻さには、こうした臨時、異例の措置を中央銀行として日本銀行が採らなければならない重大性、緊急性があると判断している。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

まず、金融環境であるが、我が国の短期金融市場は、本行の潤沢な資金供給が続く中、緩和方向の動きが続いている。資金需要は、企業が潤沢な手元資金を確保していることもあり、引き続き弱く、多くの金融機関は運用難に陥っているほか、約定金利の引き下げ傾向が続いているようであり、9月短観の借入金利水準判断D Iも、2001年以来の低水準となっている。また、商工中金や日本公庫の調査では、中小企業の資金繰り判断D Iの改善傾向が示されているが、9月短観からも中小企業の企業金融環境が、総じて緩和的な状態が維持されていることが確認された。

続いて、金融政策運営に関してだが、前段でも述べたとおり、先行きの我が国経済は、エコカー補助金の終了や猛暑効果の反動に伴う生産や消費

の減少、円高に伴う輸出関連産業の業績悪化、米国経済をはじめとする海外経済の減速懸念等を背景に、一時的と想定していた景気調整局面が、想定以上に下押しとなる可能性もあり、自律的な成長経路への復帰がずれ込む懸念が高まっている。我が国経済はリーマン・ショック後の急激な落ち込みから脱し、V字型の回復から水平飛行への移行過程という極めて重要な局面にあるだけに、この時点での下押しのモメンタムが想定以上に増幅される可能性もある。従って、足許の下振れリスクに対しては、持続的な成長経路にできるだけ早期に復帰できるように、思い切った金融緩和強化策を打出す必要があると考える。しかしながら、極めて緩和的な金融環境のもとでの追加金融緩和の余地は限定的であり、複数の政策手段の組み合わせや、金融緩和余地のある多岐に亘る金融市場への働きかけが有効と考えられる。

なお、金融資産の買取りに関しては、いわゆる日銀券ルールに抵触したり、財政ファイナンスの変形との疑惑を招いたり、特定の企業に対する支援との誤解を招くことがないように、制度設計に際しては、細心の注意を払わなければならないことは言うまでもない。また、本行は実質ゼロ金利政策の採用、所要資金の潤沢な供給、固定金利の資金供給による長めの金利の引き下げ、成長基盤強化支援のための長期資金の供給等により、極めて緩和的な金融環境を維持しているが、本行の施策や基本的な取組み姿勢に対して、幅広い国民の理解が必ずしも得られていないように感じられる。また、日銀に対する理解や認識が浸透していないことが、時として日銀の金融政策決定が市場の催促や一部の圧力に振り回されているのではないかとの懸念や誤解を生むことにも繋がりがかねない。従って、今回、複数の政策手段の組み合わせによる新たな金融緩和策を策定するに当たっては、丁寧な説明抜きでも、政策自体からデフレから脱却し物価安定のもとでの持続的な成長経路に復するために、極めて緩和的な金融環境を維持し適時適切に政策対応を行う、との本行の意図や取組み姿勢が、素直に読み取れるような施策を可能な限り織り込むことも肝要だと思う。

続いて、金融市場調節方針であるが、実質ゼロ金利政策を既に採用して

いることを明確にするとともに、極めて緩和的な金融環境を拡充するために、金融市場調節方針は、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%のレンジ方式とし、補完当預金利は0.1%を維持することを提案する。すなわち、ゼロ金利も排除しないが、緩和的な金融環境を拡充するためには、短期金融市場の仲介機能を一層有効に活用する必要がある。レンジ方式の導入は、市場実勢に応じた金融調節のより弾力的で効率的な運用可能な拡充に繋がると考える。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

簡単に金融環境に触れながら申し上げる。国内の金融環境は、緩和方向の動きが続いている。短期金融市場では、資金調達に対する安心感が定着しており、金利も、3～6 か月程度のやや長めの金利を含め極めて低い水準で安定的に推移している。また9月短観では、企業金融も引き続き改善していることが確認できた。一方、為替市場であるが、為替介入に対する警戒感もあって、目下のところは円の急騰という事態にはなっていないが、欧米等の海外経済を巡る不透明感が根強いもとで、円に対する消去法的な買い圧力は弱まりにくい情勢である。こうした不安定な為替相場やその影響を受ける株式市場の動きが、今後も企業マインド、消費者マインドを冷やし続けることが懸念される。

我が国の経済の先行きに関しては、展望レポートでしっかり点検することになるが、7月の中間評価時点に比べると、その後の米国経済の減速や為替円高などから、経済の成長率は当時の想定をやや下回っていると考えられるのではないかと思っている。また、この先の景気についても、9月短観の業況判断・先行き予測に如実に表れているように、駆け込みの反動、依然燻る先進国経済の不透明感、為替市場・株式市場の不安定化に対する懸念などから、下振れリスクが一層高まっていると考えられる。こうした

ことは、とりもなおさず、我が国経済が本格的な自律的回復パスに復するタイミングが後ずれするリスクに晒されているということを意味していると思っている。

私共は、かねがね「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ために、中央銀行として粘り強く貢献する」と言ってきた。先程述べたようなリスクを考えると、今回はこうした姿勢をより明確化したうえで、具体的対応を検討し、打出していくタイミングであると思う。対応の主眼は、金融緩和を一段と強力に推進することであり、従来からの緩和政策、緩和姿勢をより明確にアピールするための施策も含めて手を打っていくべきであると考えている。そういう意味では、現在「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」としている金融市場調節方針についても、既に実質ゼロ金利政策を採っていることを明確化するとともに、金融調節の弾力性を確保するために、基本的には0.1%を意識しつつも、より柔軟な誘導目標を採っていくことが適当ではないかと思っている。

そのほかにどのような手が打てるかであるが、冒頭述べたとおり、金利はオーバーナイトからやや長めのターム物まで、これ以上の緩和は難しいというところまで低下しているので、伝統的な金融政策ということでは選択肢は極めて限られてきているのが実情である。また、単発での対応では所期の効果を上げることはなかなか困難であり、高まる下振れリスクに対抗することはできない。例えば、金融緩和の一段の強化に向けて、金融政策の対象をこれまでより長い期間の金利に広げることができないか、あるいは金融資産の買取り等により金融資本市場の安定化を促し、不安定な企業や個人のマインドに働きかけることはできないかといった点も念頭に、ここは、臨時異例の施策を排除せずに多様な可能性を検討することが重要であると考えている。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

前半パートでも述べたとおり、足許、景気の下振れリスクが高まり、デフレ脱却の時期が後ずれする可能性も否定できない、極めて重要な局面に差しかかっている状況においては、デフレ脱却への動きを加速させるためにも、中央銀行としてできることをプロアクティブに実施すべきと考える。

まず、金融市場調節の方針としては、現在0.1%としている無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標をさらに引き下げ、一段の金利低下を図るべきだと思う。足許、固定金利オペの効果もあって市場の資金は非常に潤沢であり、同レートは0.1%を下回る日が多くなっているが、0.1%を守るために潤沢な資金供給ができないという事態は避けるべきである。そうした意味でも、ここで明示的に0.1%を下回ることを許容する必要があると思う。一方、金利がゼロでないことが、部分的とはいえ市場機能の維持に役立っている面もあるため、補完当座預金金利や補完貸付金利は現状を維持すべきだと思う。そこで、誘導目標を例えば0~0.1%とレンジで示すのはどうであろうか。

また、無担保コールレート（オーバーナイト物）が0.1%を下回っている日が多い中で、これを引き下げても、現状追認にしかならないかもしれない。そこで、本施策の一定期間の維持をコミットし、長めの金利も併せて引き下げることを狙うべきだと思う。具体的な期間はデフレ脱却、すなわち「中長期的な物価安定の理解」の実現が展望できるまでとすべきである。ただ、金融政策が物価の安定にだけ固執することがバブルを生み出してきた古今東西の歴史に鑑み、資産価格なども複眼的にみながら政策運営を行っていく余地は残すべきだと思う。こうして無担保コールレート（オーバーナイト物）の低下余地を作れば、一段の資金供給余力が生まれるので、さらなる資金供給策を導入して一層の金利低下を促すことも検討すべきだと思う。本行は、これまでも金融市場へ潤沢な資金供給を行ってきたが、ここでさらなる強力な資金供給策を打出して広範囲の金利を一段と引き下げ、实体经济をサポートしていくことを考えるべきではないかと

考える。具体的なスキームの詳細については、執行部の意見を聞いて考えたいと思う。

このほか、成長基盤強化に資する資金供給についても、状況をみながら強化や拡充を考えても良いのではないかと思う。そもそも日本経済が 20 年来低迷しているこの根幹には、構造改革の遅れ、生産性の上昇がみられず成長力が高まっていないことにあるため、その意味で呼び水としての施策である成長基盤強化に資する資金供給には、目下、多数また広い分野に亘っての活用が始まっており、大変心強く思っている。この本施策については始まったばかりであるので、状況をみながら、いずれその強化や拡充を考えて良いと思っている。

なお、金融政策運営に当たっては、他国の金融政策動向にも十分注意を払っていくべきだと思う。新興国や資源国の金融政策は概ね引締め方向、先進国では、欧州はほぼニュートラル、米英は緩和方向にある。各国の政策は、それぞれ自国の景気・物価情勢に応じて方向性を打出すのが筋ではある。そうではあるが、最近の市場、特に為替市場は、各国の金融政策の相対比較で動いている面も強いということ意識しなければならないのではないかと思う。実際、日本の金融緩和政策が他の主要国対比で弱いとの誤解が円高を進行させている側面も否定できない中では、他国よりも強いトーンで緩和方向のメッセージを打出していくべきと考える。

加えて、敢えて申し上げますと、為替介入に関する不胎化、非不胎化にかかる的外れの議論を、本行が放置していることは如何かと考える。こうした誤解が一段の円高を押し止めている面もあるかもしれないが、この問題は本行の信認にも影響しかねない。従って、本行としては不胎化についての誤解を解き、正しい理解を浸透させる努力を続けるという王道を採るべきではないかと考える。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いする。

山口副総裁

まず、金融環境について一言。企業金融を含めて金融環境は、緩和方向の動きが続いている、という評価である。

次に、金融政策運営について述べたい。前のセッションで述べたような経済情勢認識を踏まえると、金融政策面から一段と緩和を推し進めることが必要ではないかと考えている。

先行きの経済・物価見通しについて、かなり慎重な見方に立つ以上、政策対応を考えるに当たっては、次の四点をまずは念頭に置く必要があると思う。第一に、単発の政策ではなく、できるだけ幅広い政策の動員を図る必要があること。第二に、それらの政策について、一つの政策体系としての纏まりが必要であること。第三に、そうした政策体系には、政策思想や政策目的に一貫性があるとともに、市場や国民からみでの分かりやすさも重要である。そして、できれば新しい発想が加味されていることが大事であること。四つ目は、政策としての拡張余地があること。これらを念頭に置きながら政策対応を考える必要があるという認識である。

以上を申し上げたうえで、長めの市場金利の低下と各種のリスク・プレミアム縮小という一つの政策目的のもとで、幾つかの政策をパッケージとして打出すことが重要だと考えている。私としては、実質ゼロ金利政策を採用していることの明確化、具体的には誘導目標金利を 0～0.1% という形のレンジで表すこと、それから、いわゆる時間軸の明確化、さらには、金融資産買入れ等のための基金の創設、といった三つの措置からなる包括的な緩和政策をイメージしている。既に委員方から幾つか意見が出されているので、私からは時間軸の明確化についてだけ、簡単にお話ししておきたいと思う。

時間軸の明確化については、二つの点が大事である。一つは、「中長期的な物価安定の理解」に基づくものであること。もう一つは、我々の金融政策運営の枠組み、特に第2の柱による点検との関係をしっかり踏まえたものであること、の二点である。こうした考え方に立つと、「『中長期的な物価安定の理解』に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判

断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく」といった表現を基本としたうえで、同時に、金融面での不均衡の蓄積などのリスク要因にはしっかり目を凝らしていくことをはっきりさせておく必要があると思う。こうした形で時間軸を明らかにすることによって、長めの市場金利の上昇を抑制する効果が期待でき、金融緩和を一段と強力に推進していくための一つの仕掛けにもなると思っている。また、「中長期的な物価安定の理解」と将来の金融政策運営の関係がより明確なものとなって、政策運営の考え方を対外的に分かりやすく説明することができるという効果も期待できるように思う。日本銀行の政策運営に対しては、目標が不明確であるとの批判が聞かれることがあるが、こうした批判に対しての答えにもなり得ると認識している。

なお、最後に、このような包括的な金融緩和政策は、リスク性資産の買入れを通じて各種プレミアムの縮小を促すという点で、信用緩和という側面を帯びていること、さらに、量の面では、資産買入れ等を有効に活用して潤沢な資金を供給していくことで、量的な拡大を伴う措置であるという面もあること、を付言しておきたいと思う。これらは、対外的な情報発信に当たって念頭に置いておくべき点であると理解している。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。我が国の金融環境は、緩和方向の動きが続いている。すなわち、資金市場をみると、これまでに実施された緩和策の効果が浸透し、低金利環境が継続している。この間、長期金利は、10年物国債金利で1%を下回る水準で推移している。金融機関の貸出態度は緩和方向にあり、企業の資金繰りも中小企業を含めて緩やかに改善している。そうした中で、金融機関による企業

向けの貸出金利については、9月短観でも低下傾向を続けていることが確認された。この間、一方、我が国の金融市場の動きをみると、9月15日に為替介入が実施され、それにより、一時、風速ではあるが、ドル／円が86円台を回復し、こうした動きを受けて、日経平均株価は同じく風速で9,700円台まで上昇したが、その後は再び円高基調となり、株価も9,000円台前半のレベルで軟調に推移している。しかしながら、こうしたこれまでの株価の動きは、やや日本経済の実態にそぐわない可能性があるものと私個人は考えている。すなわち、2010年度の企業収益計画でみると、9月短観における全規模全産業ベースで前年度比+24.6%の増益となっており、上場企業を対象とした民間調査では5割強の増益計画となっているなど企業収益が極めて好調であり、米国企業と比べても何ら遜色がない。利益水準でも、法人企業統計ベースの経常利益は、既にリーマン・ショック直前の2007年度から2008年度にかけての水準まで回復している。これらの点を踏まえると、確かに円高による先行きの収益悪化は懸念される状態ではあるが、リーマン・ショック直前の水準をまだ30%近く下回っている現在の株価水準というものは、過小に評価されている可能性が考えられる。

こうした金融市場環境並びに、先に述べた経済・物価見通しの下振れ懸念を踏まえると、より長期的な視点に立ち、かつ、新たな発想に基づく思い切った政策対応が必要な状況にあると考えている。今求められるのは、日本銀行が例え異例でもさらに強力な措置に踏み込み、デフレ克服に向けた強い決意を内外に示すこと、不確実性や円高・株安懸念で萎縮した人々のマインドを目覚めさせ、企業が「アニマル・スピリット」を発揮してリスクに果敢にチャレンジし、生産性の向上や、競争力強化に取り組んでいけるような環境を整備すること、それらを通じて新たな需要を創出し、持続的成長経路へ復する歩みをより確実にすること、要すれば、円高に動じない強い日本経済を作るためのさらなる一步を踏み出すということではないかと思う。

そのために、これまで推進してきた強力な金融緩和の取組みをさらに拡

充し明確化するとともに、異例の時限措置としてリスク性資産を含む多様な金融資産の買入れを検討してはどうかと考えている。その際に重要な検討事項としては、第一に、個別性を極力排除し、日本経済のリスクテイクを全体として幅広く促す、あるいは働きかけるという趣旨から、どのような金融資産が候補として考えられるのか、第二に、財政政策の領域に近い極めて異例の措置であるので、従来のオペレーションとは区別される新たな枠組みとして管理・運営できるかどうか、そして第三に、日本銀行の財務の健全性を確保しつつ、どの程度の規模の購入が可能かどうか、といった点が検討事項として考えられる。それらの点について執行部に検討をお願いしたいと申し上げるとともに、現時点で参考となる資料や回答があればぜひ聞かせて頂きたい。

また、このような新たな枠組みを創設して多様な金融資産を買い入れることになれば、オーバーナイト金利にはより低下圧力がかかり、金融市場調節方針についても柔軟性をより高めた方式が適切となってくる。従って、次回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、0～0.1%程度で推移するよう促す」というレンジ方針へと変更し、これまでの実質ゼロ金利の状況を明確化し、金融緩和の効果のさらなる浸透を図っていくことが適切であると考えている。併せて、補完当座預金への適用金利、固定金利方式・共通担保オペの金利、成長基盤強化のための資金供給の貸付金利は引き続き0.1%とすることが適切であると考えている。

さらに、物価安定のもとでの持続的成長経路に復することが極めて重要な課題であるという考えをさらに明確に示すために、この実質ゼロ金利の金融市場調節方針については、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまで継続していくということが重要であると考えている。またその際には、先行きの政策運営に対して予めコミットすることになるため、金融面での不均衡の蓄積に繋がることのないよう、過度なリスクテイクを招くことがないよう、点検を怠らないことも重要であると考えている。以上である。

白川議長

このラウンドでの議論をお聞きすると、一回一回の決定会合で議論して決定するようなテーマが、今日はもう幾つも出ているという感じがするので、これをどういう形でこれから議論していけば良いのか、少し悩むところはあるが、自分なりに議論を上手く整理しながらやっていきたいと思う。金融政策について、日本銀行は、これまで三つの柱に基づいて金融政策を運営していると言ってきた。一つは、強力な金融緩和を推進している、二つ目には、金融市場の安定確保に努力している、三番目に、成長基盤強化支援を行っている、この三つの柱で金融緩和政策を遂行しているとしていた。本日は、先程、第一ラウンドで議論したような経済・物価情勢を踏まえて、主として最初の金融緩和——今、強力な金融緩和をやっている訳だが——を一段と強力に推進することが必要だという意見、これはどの委員もそういう意見を述べたと思う。具体的にどういうことをやるかについてはニュアンスの差はあるが、しかし方向としてこの金融緩和を一段と強力に推進する必要があるということであったと思う。そのための方法として、また後から申し上げるが、金利誘導目標の変更あるいはいわゆる時間軸を明確化していくというご意見もあった。しかし、今回の最大のテーマは強力な金融緩和をやるために、今まで我々自身が踏み込んでない領域を考えてみようということであったと思う。これは、ある意味では我々自身が既に強力な金融緩和をやっているので、実はその金融緩和をやってその効果が出てくる、そういう領域自体がなかなかもうなくなっている。そこまで我々自身はやっている訳だが、しかしそういう中で、相対的に実効性のある金融緩和をやれる領域を探していこうと思うと、短期金利の低下がこれだけ限界になっているので、長めの市場金利の低下や、あるいは各種のリスク・プレミアムの縮小を促していくことが考えられるという意見が多く出されたところである。そのための手段として、何人かの委員からはリスク性金融資産の買入れが考えられるというご意見があった。また後から申し上げるが、そのためにこれを基金という形で纏めて行っていくとい

うアイデアも提示された。先程、金利誘導目標の変更について私が言及したが、こういう形で金融資産を買い入れる、あるいは潤沢に資金を供給していくということになると、それは当然オーバーナイト金利の一時的な振れも従来よりは大きくなっていく訳である。そのように考えると、金利誘導目標を、従来は0.1%程度としているが、これを0~0.1%程度として、振れを明示的に許容すると、資産買入れの目的、すなわち長めの市場金利の低下や各種のリスク・プレミアムの縮小を効果的に達成できるということになるし、それから我々自身が既にゼロ金利政策をやっている訳だが、そのことがより明確になるというご意見もあった。いずれにせよ、こうした検討をしていくために、特に資産の買入れについてはどういうことが考えられるのか、少し具体的、技術的に材料を執行部から提供して頂きたいという意見があったが、これはまた後から執行部に依頼しようと思う。それから、先程金融緩和政策の三つの柱の三番目として成長基盤強化支援を申し上げたが、これについても何人かの委員から言及があって、成長基盤強化についてはまだスタートしたばかりであるが、色々な取組みが始まっていて、これは我々として評価できる動きだと受止められる。ただ、これはまだ始まったばかりであるので、もう少しこれがどういう形で実行されていくのかをみながら、しかし将来の拡充の余地を排除せずに、そのことも考えておこうというご意見もあった。今、私は今日出た議論を幾つか紹介したが、この後、議論する時には、全てがリンクしているので、最後にもう一回立ち返った議論が必要だと思う。そこで、金利誘導目標、時間軸の明確化、それから多様な金融資産の買入れ、この三つに分けて議論をして、勿論連関はあるが、一応その三つを意識しながら議論していきたいと思う。議論を始める前に、執行部から、委員からご要望のあった資産の買入れについて、補足説明をお願いします。この説明の後に、技術的な論点についての質疑応答の時間を設け、そのうえで、先程申し上げた三つの論点に即して議論をしたいと思う。

櫛田企画局長

お手許にお配りさせて頂いたのは、今ご依頼のあった、資産を買い入れるとした場合に買入対象資産候補としてどういうものがあるのか、その候補になり得る資産の最近の価格推移、残高等がどうなっているのかを示したものである。

最初に、一枚目の紙であるが、資産を購入するということになると、国債あるいは民間企業債務を購入するということが考えられる。一番左の欄の対象資産をご覧頂くと、対象となり得るのは国債、CP・社債、資産担保証券、あるいは貸付債権、株式等である。このうち実際に買入対象として考え得るという観点からすると、それぞれの資産を買った時の効果波及の余地、また、購入となると、売買価格がきちっとあって公正な買入れ実施ができるかどうかという、買入れの公正性の観点、さらには先程も議論があったが、リスク資産になるので、日本銀行の自己資本との関係で、財務の健全性にどの程度影響を与えるかといった観点から検討することが必要だろうと思う。そういう観点から申し上げますと、一番左の欄でシャドーが付いているところは、これまで日本銀行が買入れた実績のあるものである。このうち、個別株については、金融政策という観点ではなく、金融システムの安定性という観点から、購入した実績があるということである。資産担保証券の公募ABSは、残高が今0.8兆円ということで、最近公募発行が極めて薄くて流動性が乏しい市場に残念ながらなっている。従って、公正な買入価格の設定が非常に難しい状況になっているので、これはなかなか購入に適する条件を満たしていないのではないかということになる。その下の貸付である。これは非常に残高が多いが、売買価格がなかなか設定しづらいという問題がある。従って、公正な買入価格の設定が難しいという意味で、やや難があるように思う。それと、株式の個別株であるが、今、日本銀行は財務の健全性からいった場合に、自己資本対比で既に多額の資産を保有している訳であるが、リスク量対比で自己資本を、こうした資産買入れに割り当てることができるのは、大雑把に言って約1兆円程度である。これは単純に色々な保有資産のリスク量を自己資本から

引いた額が大体1兆円だということである。そういう観点からすると、個別株の場合には、個別企業への資金配分の関与を薄めるという意味で、非常に幅広い株を多額に買うだけの資本がないと個別性が薄められないという問題があるかと思う。売買価格自体は非常に透明なものがあるが、自己資本との関係で、個別性をなくしながら買うには非常に難しい問題があるのが個別株だろうと思う。そういう観点から言うと、対象資産のうち、国債——ここでは国庫短期証券、長期国債——は十分買い入れる対象になり得る資産だということが言えると思う。CP、公募社債も大丈夫かと思う。その下のABCPも大丈夫かと思う。貸付のところは、なかなか売買価格の設定が難しいという意味で、これはちょっと難しいかと思う。株式のところでは、ETFは指数連動型上場投資信託であるが、これについては個別性がないということ、また、市場全体への波及も期待できるという点で、これは候補になり得る。あと、J-REITは不動産投資信託であるが、これも上場商品で売買価格の透明性が高く、市場全体に働きかけるという意味では候補になるということである。

今申し上げた国債、CP・社債、ABCP、それとETF、J-REITについて、今のマーケットの状況がどうなっているかを簡単にみたのが次の頁で、まず国債である。上段は、国債金利が今どういう状況になっているかであるが、1年、2年、3年、5年とあるが、短いところは、低下余地として、政策金利との関係では数bp程度ということかと思う。あと、実際に購入する場合に、期間別残存額がどうなっているかがこの表に書いてあるが、実は我が国の場合、銀行の貸出の平均的な期間は3年未満が8割強占めている。従って、長めの金利に影響を与えるという観点からすると、購入対象はここでいう1~2年辺りが中心になるかと思うが、1~2年でみると、市中現存額は今約68兆円弱程度あるという状況である。下の短期国債であるが、3か月以上12か月までで括ると29兆円位が対象になり得る。

続いて、CPである。CPについては格付別の最近の信用スプレッドが9月時点として書いてある。これをご覧頂くと、パリバ・ショック前の平

均的な信用スプレッド対比でも、かなりスプレッド自体は縮んだ状況にある。ただ、ボトムとの対比でみると、なお、これは銘柄による部分があるかもしれないが、低下余地が若干あるというのが価格の動向である。それと、CP発行残高は、合計の欄をご覧頂くと、現在の残高は約11兆円弱である。

次に、社債である。社債については、足許の流通スプレッドの推移——一番左の欄——をご覧頂くと、これもパリバ・ショック前の平均的なスプレッドと比較しても、かなり下がってきており、非常に環境としては良い状況になっている。そういう意味では、下げ余地が相対的に大きく残っているという訳ではないというのが客観的な評価かと思う。ただ、2000年以降のボトムとの対比でみると、なお低下余地はあるということかと思う。先程、銀行貸出は3年未満で大体80%強を占めていると申し上げたが、社債についても、平均的な残存期間はA格、BBB格辺りを中心にすると大体3年程度である。長めの金利に効果的に働きかけるという観点から社債を考えると、残存期間1~2年の残高は大体5.3兆円程度である。

続いて、ETFである。ETFには、TOPIXや日経平均等の指数に連動する指数連動型とそれ以外があるが、購入対象として考えるのはこのTOPIXあるいは日経平均等の指数に連動する指数連動型だろうと思う。これであれば、個別性がないということである。まず、この価格推移であるが、上段には、イールド・スプレッドとPBRを書いている。PBRは、ゼロ・ラインの上のところに書いてあるのがPBRであるが、非常に低水準で推移していることがお分かり頂けると思う。イールド・スプレッドは、長期金利から株式益利回りを差し引いたものであるが、パリバ前平均で点線を引いているが、これまでの平均的なイールド・スプレッドのラインから見ると、最近のところは過去の平均を大きく下回ってイールド・スプレッドが広がっているというのが、ETFの状況である。因みに、一番下のTOPIX連動型と日経225連動型ETFは、現在9銘柄あって、残高は2.3兆円というのが現在の状況である。

最後の頁は、REITである。これは不動産投資信託であるが、これを

ご覧頂くと、PBRは最近ゼロ近傍で非常に低水準で推移している。イー
ルド・スプレッドについても、リーマン・ショック後の大幅に低下した水
準から最近に至るまで、あまり回復せずに動いている。中段はREITの
時価総額であるが、当初のREIT時価総額は36社ベースで3兆円強で
あるが、買入れ対象という観点からみた場合のAA格以上でみると、これ
は10社で1兆6,000億円程度というのが残高である。ただ、REITに
ついては、これを購入する場合には、5%を超えると大量保有報告が必要
になるということから言うと、購入するにしても5%未満ということにな
る。そうすると、最大でも800億程度——単純計算で、1兆6,000億円×
5%——の額以内にとどめるということかと思う。以上が概略である。

雨宮理事

今、そういう訳で、先程のご議論を踏まえて、取り敢えず考えられるも
のを全部並べた。先程来のご議論の中で出ていた新しい考え方が、やや長
めの金利かむしろ長めの金利とリスク・プレミアムという大きな二つの領
域であると考えたと、これは後程のご議論のためにということであるが、
例えば国債についてはやや長めの金利の方に専ら働きかける手段である。
一方、ETFやJ-REITがリスク・プレミアムに専ら働きかける手段
であり、社債・CP辺りは両方の性格を持っているという、いわば二つの
集合でそれぞれ整理できるかという気がする。それが一点である。もう一
点は、仮にそういう格好で、長期国債の買入れを進めるのであれば、先程
若干ご指摘があった、これまでの銀行券の上限との関係をどう整理するか
がもう一つの論点になろうかと思う。

白川議長

政策論と技術論の区分がなかなか難しいが、取り敢えず今の説明に対す
る技術的なご質問があればお願いします。

西村副総裁

今、リスクと自己資本等を考慮しなければいけないという話をしていたが、そういうことを諸々考えて、買入れの目途はどの位か——これは最終的には我々が決める話ではあるが——、執行部として考えるとすれば大体どの位かをお聞きしたい。それから、買入れに時間がかかるし、株式等に関しては日本銀行法第 43 条で政府の認可が必要ということであるから、そういったことも考慮に入れると、どういう形で買入れ得るのか、いわゆるレファレンスとして、執行部の考えがあれば教えて頂きたい。

雨宮理事

自己資本あるいは資本健全性の観点でどう判断するかということと、具体的な買入方法に関する問題の二点かと思う。まず、自己資本健全性との関係で前提となる自己資本と取り得るリスク量の大雑把なイメージを申し上げる。日本銀行の自己資本は 5.7 兆円ある。それに対して、既に国債とか為替とか色々なリスクを持っているので、そのリスク量が既にある訳である。その取っているリスク量との対比でバッファがどの位あるかということ、これはリスク量の取り方次第であるが、非常に安全に見積もって 1 兆円で、リスク量を相関等々を考慮すると若干圧縮できるので、その圧縮したベースでみて 3 兆円なので、1~3 兆円位というのが基本である。そのうえで、どの程度の割り当てができるかということ、これは金融資産によって物凄く違って、1 兆で買えるものは、例えば社債であれば 20 兆、これは格付けによって全然異なるが、例えば A 格の格付けの社債でバーゼルⅡと同じ方法で買おうと思えば数十兆の社債が買える。一方で、株のような非常にリスクの高い資産になると、1 兆の資本で買えるのは 1.5 兆程度であるので、非常に差があることだけはまず頭に置いて頂きたいと思う。そのうえで、買える規模については、西村副総裁のご質問には両方から考えなければいけなくて、要するに市場規模との関係でどの程度有効な規模が必要か、それは自己資本との関係で健全性の観点からチェックするとどうなのかという、両方面から詰めていく必要があると思

う。その意味で、例えば短国の市場は 100 兆なので、100 兆に影響を与えようと思うと 1~2 兆というイメージがある。あるいは国債であれば、もし仮にその残存期間が短めのものを買うのであれば、例えば残存期間 2 年以下であれば、これも 100 兆のマーケットなので、1~2 兆のイメージがある。また、社債・CP の市場も、1~2 年のものを足せば大体 15~20 兆なので、その程度の規模が考えられる。一方で、ETF、J-REIT については、様々な、そもそもマーケットが小さいとか、先程企画局長から申し上げたような 5% ルールの制約や、さらに自己資本の制約等を考えると、さらに少ないというイメージである。従って、買える規模、あるいは市場残高からみた有効性からみると、数兆円というか、4~5 兆とか 5~6 兆というイメージが一つ出てくるかと思う。一方で、それが自己資本上どの程度食うかと言うと、今の国債のようなウエイトであると、大体資本量として食うのは 1 兆円弱——0.7 兆円とかその位——であるので、何とか健全性は維持しながら買える範囲はその位かというイメージがある。

それから、買い方であるが、多分買い方を考える時には、先程からご議論が出ていたような、そもそも公正性をどうするかということと、極めて異例な措置であるということをどう担保するかという、色々な点を考える必要がある。仮にリスク資産を買うのであれば、ちょうど今まで金融機関から株式を購入した時には、金融機関に外出しをしているので、ある種距離を置く、できるだけ公正な買い方をするという意味では、そのような信託を使うというのも一つの方法かとは思われる。ただ、いずれにせよこれは相当時間をかけて検討する項目になると思う。

櫛田企画局長

あと一点。先程、説明のところで、資料には記載しているが、ETF と J-REIT は政府の認可を得てやる仕事なので、その点端折って大変申し訳なかった。これは、政府の認可を得られればということである。

白川議長

この場合、日銀法の第43条か。

櫛田企画局長

43条である。

亀崎委員

長期国債の買入れの点を、従来持っている銀行券発行残高との兼ね合いとは違うのである、これは臨時で限定的な措置である、ルールをないがしろにしたのではない、これは全然別物である、ということをごどのように明示していくかは執行部として案は持っているか。

雨宮理事

亀崎委員がおっしゃったことは、幾つかの目的の認識と制度的な枠組みと、幾つかのアプローチが必要かと思うが、まずは委員会のご議論として、仮に国債をこれ以上買うのであれば、これは今までとは違い、銀行券と対応した長期保有資産ではないのである、ということをご、まずは目的を分割した時に明確にされるかどうかという論点の一つあるかと思う。目的を非常に明確に、あるいは目的と性格を分けたうえで、技術的にどうかと言われれば、これはむしろ先程の委員方のご議論にも出ていたが、一種の分別管理というか——これは基金という話であろうか——、何か管理会計上の分別管理という格好で、見える形で管理し、また公表もしていくという格好で管理する手法は可能かと思われる。

白川議長

今、亀崎委員がおっしゃった点は、仮に国債を買う時には非常に大事な論点なので、これは技術的な論点というか、我々自身が買うからにはどのようにこれを設計するのか、ここで議論する必要があると思う。

山口副総裁

リスク・プレミアムの縮小を目的とするということだと思うが、ETFとREITについては、リスク・プレミアムをどう捉えるのか、説明して欲しい。

雨宮理事

リスク・プレミアムという意味では、ETFとREITを比べると、REITは金利というかキャップ・レートという概念がわりとクリアである。今の山口副総裁のご質問が、まず第一に、具体的にどうやって測るのか、それと、どう働きかけるのかを二つに分けて考えると、どうやって測るのか、見えるのか見えないのかという可視性では、恐らくREITはまだキャップ・レートがあるという意味で可視性があると思う。先程、幾つかご指摘があったが、REITの場合には、このイールド・スプレッドがリーマン・ショック以降非常に開いてしまっていて、なかなか戻っていない。そういう意味では、リスクテイク活動が一番縮小している部分が端的に現れているので、これに日本銀行が入ることによって、ある種の呼び水の的にリスク・プレミアムに働きかけるのは、それなりに見えやすい世界だろうし、そういう効果が認められると思う。それに対して、ETFの方は、これは要するに日本全体の株価ということであるので、この中で金利部分とか成長率部分とかリスク・プレミアム部分が予め見えている訳ではない。ただ、一応株価である以上、やはり収益の将来の期待をリスク・プレミアムと何らかの金利で割り引いたものと考えれば、この中にはリスク・プレミアムは確実に含まれているはずであるので、ここに働きかけることによって、ルートとしてはREITと同じような格好で働きかけることができると思う。ただし、働きかけるというのが、需給に直接働きかけて潰しに行くことを考えるのか、あるいは海のような大きなマーケットなので、日本銀行が入ることが呼び水になって、先程例えば宮尾委員からご指摘のあった一種のリスクテイク活動とか、投資資金の呼び水ということになって、全体として圧縮が進むということを考えるのか、この辺がご議論のポイント

かと思われる。

亀崎委員

呼び水としてということは、繰り返しはやらない訳だな。

雨宮理事

繰り返しとは。

亀崎委員

要するに、REITのマーケットは小さいが、ETFのバックにある株式市場は物凄く大きい。ETFを買ったりすることが一時的に呼び水となることはあるかもしれないが、ETFの奥の大きなマーケットを考えると、なかなか全体のリスク・プレミアムが下がらないこともあろう。そうすると、もっとまた呼び水というような、その辺はどのように考えているのか。呼び水というのは、一回やれば、といういわば為替介入みたいなものか。

雨宮理事

例えば、最近我々日本銀行がやっている呼び水を意識した政策は、それこそ成長基盤強化融資であるが、あれは別に——時限性はあるが——一回限りというよりも、日本銀行がある種恒常的に入ることによって、それを前提に投資家なり銀行なり企業の活動が変わることを期待してやっている訳である。従って、呼び水と言っても、一回で終わるということではないと思うが、ただ一方で、需給に直接働きかけてある種一定の価格を実現するまでやり続けるという話とは性格が違うかどうか、というのはご議論になるのではないかと思う。

須田委員

今回はリスク資産を買うということなので、自己資本制約はあまり強く意識したくないが、そこは頭に入れておく必要があると思うと、買える量

は小さいかもしれない。しかし、こういうところに出ていくことによって、A B C Pでもそうだったが、もっと組成しようという動きが出るとか、それから日本銀行が買うなら自分達も買おうとか、周りの人達の行動が変わってくる可能性は結構あるのではないかと思っている。だから、そういう意味では、私も呼び水という言い方で、こういうリスク資産を購入することについては望ましいのではないかと思っている。

宮尾委員

そのリスク性資産の買い方についてであるが、私なりに整理をすると、要するに外に出す、例えば信託みたいなものを考える、一回限りではなくある程度コンスタントに買っていくというような、そういうイメージで良いか。

雨宮理事

それはむしろ、先程ご議論にあったようなものを、例えばどのタイミングでいつまで政策としてやっていくのか、期限性をどうお考えになるかというご議論との関係だと思う。ある程度の期間で買っていきこうということであれば、多分その範囲内で、おっしゃるとおり一か月に一回か、二か月に一回かオファーをしていくことを考えるのだろうと思うが、全体として期限性をどのように設計されるかとの関係だと思う。

白川議長

他に技術的な質問はないか。

先程申し上げたとおり、全ては連関しているし、それから今回の金融緩和の強化は一個一個も然ることながら、全体をパッケージで包括的にやっていくことに意味があるということなので、本来はなかなか分けにくいという、委員によっては、この部分については賛成、この部分については反対ということが多分あり得ると思う。ただ、一応おおよそ先程の意見開陳で皆さんの感じは分かっているので、それを認識したうえで、取り敢えず議

長としては、議事進行を円滑に進めるために、最初に金利誘導目標についての議論に入りたいと思う。

先程、議論を詳しくは纏めなかったが、金利誘導目標について、例えば野田委員は後からまた皆さんの議論を聞いてからとおっしゃったし、全ての委員が全部言いつくした訳ではないかもしれないので、皆さん全員に言って欲しいということではないが、まだこの点について多少発言を留保された方がいたら、願います。

野田委員

「この議論をお聞きしたうえで後から」と申し上げたのは、政策そのものは0～0.1%といった誘導目標の変更自体が先にありきではないという気持ちが強かったからである。すなわち、これから検討される政策が、潤沢な資金を市場に供給することになって、その分だけオペレーションの弾力性が損なわれることは、結果として起こる訳なので、それは容認せざるを得ない。最後の結論として、そこは幅を持って政策誘導目標を設定した方が、潤沢な資金供給という本来の目的に照らして、その方が良いと判断すれば、それはそれで結構だと思う。ただ、最初から何となくゼロ金利のゼロをプレイアップするような政策ではないということを、私としては確認したかったという意味である。

須田委員

私もそうは言っていない。調節がなかなか厳しいというのをずっとみているし、そしてまたコール・マーケットが小さくなっていて、一部の参加者の状況によってはレートがかなり振れて、その指標性という意味でも、なかなか意味を持たなくなっている。そうした中で、振れるのは認めてあげたい。そしてその時には、私は口で言っても良いかと思っていたが、いちいち口で説明するよりは、皆さんがおっしゃるように0～0.1%という幅で示すことで良い。しかし、他方で補完当預金利は0.1%で、基本的には政策上決めている金利には変更がない——どれを政策金利と呼ぶかは

別にして——、それから金融調節上どこに目線を持つかについてはやはり0.1%だ、というように、どこを目指して良いか分からない形にするのではなく、そういう視線は持っているということが必要であって、そのうえで0~0.1%は結果として許容すれば良いと思っている。だから、先程の議論を聞いていて、こうすることで金利を下げようという議論になってしまうと——私自身は結果論の話をしているので——、ちょっと意味が違うという感じはしている。

野田委員

少なくとも、金利体系の出発点であるオーバーナイトは、我々はやはり0.1%というのが一つのベンチマークだという確認はしておきたい。ただ、結果としてそれが0.0幾つ、0.05%か0.06%かあるいはさらに0.04%になるのか分からないが、ある程度は許容しようという意味での幅ということであれば、私は賛成する。

須田委員

私も、野田委員と全く同じである。

野田委員

それと、もう少し生々しい話をすれば、仮にそういう決定を発表した時に、マスコミは日本銀行の利下げなどと言いかねない。生々しく言えば。そうではない。利下げと言えば広い意味では利下げかもしれないが、従来の意味での利下げでは決してない訳で、その懸念もあるということである。今この議論を踏まえてきちっとした説明が——勿論共有されればということであるが——必要であろうと思う。

亀崎委員

私は、その点は微妙に違う。私は、この状況の中で一層の金融緩和という時に、非常にはっきりしているのは金利であって、私はむしろ引き下げ

だと思っている、世の中に打出すのは。今は、0.1%を守ることによって、潤沢な資金供給ができないみたいな状況になっている。そういう状況であれば、逆にここは打出し方としては、金利の引き下げである。それ位、私はかなり大きな世の中に対するインパクトが必要であって、嫌々ながら…。

野田委員

嫌々ではない。

亀崎委員

テクニカル上、結果的にそうなるのではなくて、むしろ意識的に下げていくのだと。その代わり、0.1%という付利金利はしっかり守る、ゼロを排除するために。

野田委員

仮に、それが多数の意見であるとすれば、私はちょっと躊躇する。

白川議長

三人の方だけでなく、まだ言っていない方や、先程多くの方が意見表明されたと思うが、まだ言い足りていないという点があれば。そのうえで、一応私のみるところ今回の議論はこういう感じだという多少の整理をした方が良くと思った。

山口副総裁

これは黒白を付けるのは非常に難しいと思う。レンジで0~0.1%を示す訳である。それは利下げかと聞かれた場合、結果としては、今までの平均よりは下がる蓋然性が高い。従って、意図的に利下げをしたものではないが、結果として誘導目標金利の平均値が下がることは許容しているという意味では、消極的な利下げと言い得る。しかし、0.1%という補完当預

の金利は変えていない。ここを0.1%で固定しているところに、我々のスタンスがもう一つ明確に存在している。従って、我々が、今回0~0.1%に変えたことについての評価は、全体としてみてもらうということしかないと思う。一方的に利下げでないと言い切ると、そうは言ってもオーバーナイトの金利は平均値として下がるではないか、あるいはその下がる可能性を認めたのであろうという議論に対して、十分対抗できない。一方で、積極的に下げていくとしたら、なぜ0.1%の補完当預を下げなかったのかという話になってしまう。従って、やはり全体をみて考えてもらうしかないと思う。そういう意味では、やや曖昧になるが、レンジを採用した以上はそういうものであると割り切るべきではないかと思う。

亀崎委員

私もおっしゃったとおりだと思う。ただ、今どちらかということであったので、気持はと先程私は申し上げた。しかも、補完当座預金金利の他に、成長基盤も、それから固定金利オペも金利は0.1%である。そういう意味では、そのことを何と呼ぶか、政策金利と言うのか、基準金利と言うのか分からないが、それはおっしゃったとおりだと思う。ただ、どちらかと言えば、それを前面に打出して言う訳ではないが、実際にこの数字を出すということである。

白川議長

私がみるところ、皆さん——私も含めてであるが——自分の好きな言葉があって、多少その好きな言葉によって、その感覚の差が分かるところがあるのかもしれないが、私には大きな違いはあるようには思われない。自分のみるところ、こんな感じかと思うのは、まず日本銀行は今でも潤沢な資金供給を行っている結果、0.1%という誘導目標を下回る日があるのかなのかと言うと、今でもそれはある訳である。0.09%が付いたり、0.08%が付いたり、これは勿論毎日付いている訳ではないが、そういう日が現にある訳で、しかもそういう日が少しずつ増えているというのは、昨日の執

行部の報告にあったとおりである。この後議論する資産買入れもあるし、まだ実施していない固定金利オペの6か月物の追加分もあるし、さらに成長基盤強化もあるし、色々なものがある訳である。そういったものが加わると、量的な面でコールレートに下押し圧力がかかるということは、以前に比べると今後増えるのか減るのかと言うと、減ることは多分ないと思う。それで、我々自身が、資産買入れをこれからやっていこうということを考えた場合、それは要は長めの金利なりあるいはリスク・プレミアムの圧縮を図り、そのことによって何とか金融緩和効果を生み出していこうという大きな目的を遂行するためには、オーバーナイト金利の一時的な振れを容認した方が、その目的を達成しやすい。その結果としてオーバーナイト金利の振れが生まれてくる訳である。ただ、今度はオーバーナイト金利が極端に低下していく、つまり極限的にゼロに近付くと何が起こるのかと言うと、これは結局金融機関なりあるいは投資家の運用金利が下がってくる、つまり利鞘が下がってきて、結局信用仲介機能それ自体が低下する。つまり、貸出をするとか、あるいは社債に投資をするとか、そのインセンティブ自体がなくなってくる。我々自身がコールレートを下げてきたのは、金融緩和をやって景気刺激効果を上げようとするためだが、ある段階でむしろ副作用というかコストの方が大きくなって行って、ネットのゲインが下がって、そこから先は、やるとむしろ金融引締めになってしまうという領域に入ってしまう。そういう領域に我々は入ってはいけない。その領域が正確に幾らなのかは、勿論定量的に把握はできないが、日本銀行はこれまでの判断で、それは付利金利の0.1%が諸々考えて最適だ、ネットの効果が最大化する点だという理解だと思う。この点の理解は、中央銀行によって違って、例えばBOEは0.5%位で少し高めの水準が最適水準だと言っている。日本銀行は色々な経験から0.1%だと判断して、今日の議論を聞いてもこれを今変えた方が金融緩和効果が勝るという議論は多分なかったと思う。そういう意味で、この0.1%の当座預金の付利金利と、それから誘導目標として0~0.1%のオーバーナイトの誘導金利、このもとで金融緩和効果が最大限発揮されるという整理だろうというのが私の理解であ

る。多分、皆さんの議論もそうであったと思う。こういうふうに言うことによって、金融緩和効果は最大限実現するし、それから多分日本銀行の政策は分かりにくいという感じが一部残っていることも事実であるから、そこは実質ゼロ金利を現にやっているのである、やっているということがディレクティブのうえでも明確に出ている方が良いという整理かと思う。私はあまり表現能力がないので、実はもっと良い言葉があるかもしれないが、多分こういう感じが皆さんの最大公約数かと思った。

須田委員

一点だけ宜しいか。要するに、短期のオペをやったりする場合の執行部の目線は、どこにあると考えれば良いか。特に長めは結構淡々とやるということがあるかもしれないが、もっと短いオペをどこでやっていくかについては、ある程度機動的にやろうとした時に、これはどこでも良いということになるのかどうかなのだが。結果として振れるという話か、それともやはりどこかを意識しているという話か。これまでも、どこを目途にやれば良いのかと執行部に聞かれたこともあるので、そこが少し気になっている。

白川議長

おっしゃっている意味は感覚的には分かるのだが、目線というのはディレクティブとどのように違うのかなのだが。

須田委員

今までは、結果として振れる、つまり、一応0.1%は守ろうとした結果として、その時々でそれよりも低くなったりしている訳である。だから、0~0.1%とした時、0.1%を一応の目線とするのではなく、もっと量を出すことの方により重点が置かれているとみた方が良いのかということである。

白川議長

実際の調節の現場の方は雨宮理事から言ってもらって、そのうえでまた申し上げる。

雨宮理事

目線という意味では、今までも、例えば補完当預 0.1%という決定を頂いている中で、概ね 0.1 前後であるので、0.05%位でも概ねの中かもしれない訳で、幅はもっとあったかもしれないが、やはり委員会で決めて頂いている補完当預の 0.1%というはある種の引っ張り力としてある以上、それを基準に自ずとマーケットに対しても一種の引っ張り力になっているので、それを基準にしながらレンジの幅を考えていた訳である。その中で、いわば低下圧力が強まる中での幅を認めるというご議論の結果としての 0~0.1%と補完当預 0.1%であれば、目線としては、0.1%を中心にとどの程度下がれるか、その余地は多少広がったという調節に努めるというのが基本になるので、0~0.1%だから、いきなり明日から 0.02%だということではないと思っている。そういう意味では、あまり変わらない。ただし、こういう政策を進めていくうえで、低下圧力は許容させて頂いたうえで、順便な調節をさせて頂くというように理解する。

外山金融市場局長

テクニカルに申し上げると、マーケットがまずこの政策がもし公表された場合にどのようにその意味を解釈するか、どう反応するかというのは、これはやってみなければ分からないが、金利入札型の共通担保オペを打つ場合に、今でもそうであるが、もし仮に補完当預金利が 0.1%のままであれば、0.1%未満の札は全部はじくことになるので、日本銀行が供給する資金の金利は 0.1%を下回ることはないという扱いになるかと思う。そういったことを前提として、マーケットがそういうことが分かってくれば、段々目線というものが自ら定まっていくということではないかと思う。

白川議長

いずれにせよ、この後、毎回の決定会合でマーケットの状況について報告があり、いわゆるその目線という感覚は、皆がシェアする感覚でもあるのだが、それも含めてまた報告をして頂きたい。

山口副総裁

コール市場での取引量が減る結果として、あるいは減った場合に、公表されるレートが時としてゼロに近づく、そういう可能性は排除できないように思うが、そこはどうか。

外山金融市場局長

特に、現在はメガバンクがコール市場でかなりの量を調達していて、今でもそこが取る量が低下する場合にはレートが大きく振れるということが起こっている。なので、今後、量を段々供給するに従ってメガバンクの調達量がどの程度に収斂していくかということは、恐らく一つの鍵になるかと思っている。それによって、レートが下に行ったり上に行ったりすることは出てこようかと思う。メガバンク以外に取る顔触れがどういふところになるのか、そういったところのクレジット・リスクがどの程度に見込まれているのか、そういうところに対してどれだけ他の金融機関——出し手——がクレジット・ラインを持っているかということに左右されながら、振れやすい展開になっているということだろうと思う。

白川議長

そういう意味では、取引が全体に細ってくるので、コールレートの指標性がなくなっていった、たまたまこの日はこういうレートが付いてしまった、例えば信用度の低い人が取ってこの日はレートが高い、この日はそうではなかったということで、つまり、コールレート自体に指標性がなくなっていく。そのこと自体がまた問題ではあるが。

雨宮理事

多分、量を増やしていくとそういう世界に段々近付いていくだろうが、ある段階を踏んでいくのだと思う。最初、今の量より増えた段階では、要するに、最初はその金がどこに溜まるかで、金利のケースは大分変わってくる訳である。外銀に溜まるのか、証券に溜まるのか、あるいは投信に溜まってしまうのか。投信に溜まれば、わりと早くレートの低下圧力が溜まってしまうかもしれないが、外銀に溜まれば一応補完当預で運用してくるので、どの辺で溜まるかによって違う。それが、イベントとして起きるのは、いよいよメガバンクに溜まり出して、メガバンクが補完当預を使い出すと、そのマーケットの取引が急激に薄くなって、今言ったようなことが起きる。多分、段階を踏んで段々そういう世界になる。まだもう少し距離が——遠くはないが——あるという感じではないかと思う。

白川議長

メガバンクは、今でも付利預金に預金できる訳だが、しかしそれでもレートの低いコール市場に出しているというのは、これはよく報告しているように、ある種の美学、その美学の範囲には勿論、何というか経験値があるのかもしれないが、そういうことなのか。

外山金融市場局長

美学というのは、今でもメガバンクは0.080~0.085%位で調達をして、それをレポ市場で0.1%を上回る運用ができるのだと、そういうプライドみたいなものを持っている。実際に、メガであれば、それだけのバイイング・パワーを取りと出しの両方で、今のところは持っているので、最終日を待たずに着地してしまうこともこれまでもあったが、今のところは頑張っているということである。

白川議長

先程も私が申し上げたが、ゼロ金利の問題で、何かコール市場の取引の

規模というように議論が矮小化されるのが私自身は非常に嫌で、勿論それも一つの議論の仕方ではあるが、そういう矮小な話よりは、本質的な問題は、金融緩和効果がどこで一番最大化されるのか、それが一番の論点だろうと思う。勿論、コール市場は我々のこの世界でいくと大事な話であるが、我々自身が金融の緩和効果を上げたいという点で、どの水準が良いかということである。

取り敢えず、この部分の中締めをして、次に時間軸の明確化という言葉で表現した点についての議論に入りたいと思う。先程、多くの方が触れられたが、まだ十分に触れていないという方がいたようにも思うので、もしあれば願います。

西村副総裁

前回、私はこれについてはお話ししなかったのですが、私も「中長期的な物価安定の理解」というのを明確にして、そのもとで物価安定を日本銀行の政策委員会として展望できる情勢になったと判断するところまで、実質ゼロ金利のこの政策を続けていくという形の仕方が、やはり一番明確で分かりやすいと思う。それから、不均衡のことは勿論当然であるが。

須田委員

そういう言い方であれば、これは何か時間軸をより長く強化することよりも、明確化ということだと思っている。それは、私が先程言ったように、長くするのは色々コストがあると思っているが、やはり中央銀行としていつも自分達がやっていることをクリアに説明していくためには、改善努力を続けなければいけないので、これはまたそのための一歩だと思う。これについては、今後も考えていくことが望ましい。

野田委員

先程、山口副総裁は拡張性ということをおっしゃった。この拡張性というのは、色々な意味が込められているだろうと勝手に推測した。この時間

軸効果についても、我々の経済・物価情勢の見通し次第だと思う。見通しに依存することが大きいと思うので、未来永劫これで行くのだということではないということである。見通しが——考えたくないのだが——さらに悪化するようなことがあれば、ここの部分のさらなる明確化、コミットメントの強化ということもあり得べしということ、私としては留保しておきたいと思う。

中村委員

私は、現状でも、実態的には時間軸効果と世間では言っていると思うが、そういう意味では、できるだけ分かりやすくという意味で明確化した方が良く、今のルールにも賛成である。

森本委員

私も、今までやってきていることをより明確化し、強い気持ちでアピールしていくということで、賛成である。

白川議長

そういう意味では、時間軸の明確化については、皆さんの意見は収斂していると思う。「中長期的な物価安定の理解」に基づいて、物価の安定が展望できると日本銀行が判断するまで、この実質ゼロ金利政策を継続していくということ、対外的に明確化すべきだということだと思う。従来もこういう情報発信はしているが、より明確な情報発信になると思っている。その際に、これはどなたかも触れたが、改めて日本のバブルもそうであるし、今回のグローバルな金融危機もそうであるが、色々な原因が錯綜するので一個だけ特定できる訳ではないが、しかし低金利がずっと続くという期待なしにあれだけのバブルが起こることはやはりなかったと思う。あれだけのバブルがなぜ起きたかを考えた場合の一つの原因は、いわゆる物価が安定していると、それ自体は非常に望ましいことであるが、その結果、現在の低金利がずっと続くという政策情報発信を当局もしたし、市場参加

者もそういうふうに行動したということであり、大きな反省があったと思う。勿論メインは物価ということになるが、この金融面での不均衡をきちんと点検していくということ、単に言葉で言うだけではなく、我々自身の色々な分析なり情報発信もそれぞれ大事である。また、そのための道具自体も、また分析自体もまだ十分ではないと思うが、これは世界の中央銀行に共通する課題であり、取り組んでいく必要があると思っている。

須田委員

一点だけ少し質問がある。メインは物価と言ってしまうと、スタグフレーション的な時、要するに、物価は「物価安定の理解」を超えている、しかし実体経済はまだマイナスの影響が出ているというような状況ではどうか。我々は物価安定のもとでの持続的な成長パスが重要だと思っているし、私はやはり成長の方が究極的には大事だと思っている。これも良いのだが、ただ物価を強調し過ぎると少し……。

白川議長

今、私は端折ってメインと言ったが、日本銀行法の言葉に即して言った方が良かったのかもしれない。日本銀行法では、金融政策の使命を記述していて、そこでは物価の安定を書いて、物価の安定は何のためにあるのかということ、国民経済の健全な発展だということである。そういう意味で、勿論須田委員がおっしゃったことは法律上も包含していることであるが、ただ最初に成長がある訳ではない、あるいは雇用がある訳でもなくて、物価の安定がある。その物価の安定を、短期的な物価の安定と解してはいけないというのが我々の発信で、そういう意味では全てを物価の安定に翻訳し直すことができるのである。ただ、つまり物価の安定を中長期的な物価安定と定義すれば、勿論全てが物価安定に帰着するのだが、通常、物価安定を理解する時に向こう一年、二年の物価安定だけに皆が過度にフォーカスすると、結果として経済の不均衡をもたらすので、そういう意味で、須田委員がおっしゃったことと私が常々言っていることは多分同じである。

そういう理解で、金融面での不均衡の蓄積の検討が必要だということだと思ふ。

野田委員

多分、今の議論は、第1の柱のところで当然議論されるべきである。我々は、時間軸のプレイアップで「物価安定の理解」を今言っているが、実は我々の政策運営の枠組みとして、第1の柱、第2の柱のチェックを経てやるのだという、ここがまずある訳である。そこはやはりもう一回きちんと理解してもらわないといけないし、我々も当然のことながらそうすれば、今のような議論は、当然白川議長が説明したところに行きつくと思ふ。

白川議長

私自身は、この春以降、色々な講演の場で、今直前に議論したことはかなり繰り返し繰り返し言っていて、むしろ中央銀行の総裁の中では一番このことを強く言っている一人だろうと思ふ。ただ、先程の中村委員がおっしゃったような短期的な政策についてもそうだが、この点についての理解も十分ではないような気がする。これだけの経験をしたにもかかわらず、その教訓はすぐ忘れ去られるということも事実である。そういう意味で、日本銀行は、第1の柱、第2の柱というのは進化した枠組みだと言っている。これをどうやって盛り付けをしていくのかは、勿論我々の仕事であるが、枠組みとしては進化した枠組みだと思っている。

ここで時間軸の明確化という論点は中締めをして、次に、資産買入れ等の基金の創設である。ここについては、多くの方が意見を先程表明されたので、取り敢えず論点だけを整理した方が議論をしやすいかと思ふ。もし先程時間の関係もあり実は端折ったのだということがあったら、ご遠慮なくお願いします。

それでは、取り敢えず先程の議論を自分なりに整理してみると、改めて長めの市場金利の低下と各種のリスク・プレミアムの縮小を促していく手

段として、様々な資産を買い入れる、そのための基金を臨時に創設するということが、一つの有力な方法であると思う。これは、私自身は意見表明していないが、自分自身の意見も含めて言うと、そうした基金を臨時に創設することが一つの有力な手法であると思う。具体的な買入対象資産であるが、先程執行部の方から説明があった。これはまだまだ検討が必要な部分もあるが、しかしある程度どういう資産を購入するのかということを出さないと、一方的にマーケットでエクスペクテーションだけ広がってくるということもある。そういう意味で、多くの委員が言及されたように、長期国債や国庫短期証券——ただし須田委員については国債には否定的であったが——、CP、ABCP、社債、それからETF、REIT、これらを検討対象とするということかと受止めた。ただ、ETFとREITについては日銀法上の認可取得が必要になるので、今ここで決める訳ではないが、その認可が得られるのであれば、こうした商品も対象になり得るということかと思った。それから、期間であるが、何人かの委員は買入対象とする国債あるいは社債については、日本の企業に対する平均的な銀行の貸出金は概ね3年以下ということであるので、そうしたゾーンへの働きかけ、波及を考えると、残存期間1~2年程度とすることが適当という意見もあった。それから、もう一回我々がこういう議論をしている出発点を考えてみると、昨年12月に固定金利のオペを始めて、オーバーナイト金利から少し長めの金利の世界にも低下を促すという方向に一步踏み出した訳である。その後、この金額を増額し、それから8月末には6か月物のオペも導入した。これも、長めの金利の低下を促すという点では今回の措置と目的を同じくするものである。仮に基金を創設する場合にはこの基金の中に入れた方が、私自身は思想としても非常に明確になると思った。資産買入れの規模については、まだ十分な議論がないので、多少議論して頂きたいと思う。それから、先程亀崎委員から意見もあったし、何人かの委員も触れられたが、いわゆる銀行券ルール——私自身は銀行券ルールという言葉は使っていないが——との関係をどう考えるのかということである。これは多分、多少纏まって考えを説明しないとこの後の議論がなか

なか進みにくいかと思うので、自分自身はこの非常に重たい問題はどのように考えるのか、昨日ももう一回頭を整理した。まず、よく銀行券ルールという内輪のルールを設けるのは適当ではないという趣旨のコメントが時々聞かれる。しかし、おおよそどの中央銀行も資金を供給する、その資金供給オペレーションに当たって、基本的な考え方は勿論明らかにしている。日本銀行の場合、特にこの長期国債の買入れは資金供給に当たって主力の手段であるし、バランスシートの上でもこれは最大の資産項目になっているので、そういう資金供給オペレーションをやる時の基本的な考え方を明らかにすることは、金融政策運営の透明性を確保するうえで非常に大事である。それについて何もルールというか基本的な考え方なしに、行き当たりばったりでオペをやっているということは許されないもので、そういう意味で基本的な考え方を我々が自ら定めているということだと思う。現在、我々が買っている長期国債の買入れというのは、先程何人かの委員は触れたが、経済の成長に伴う銀行券需要の趨勢的な増加——俗に成長通貨と呼んでいるが——に対応して、市場に対し長期安定的な資金を供給するという目的で行っている。従って、その買入れた国債は基本的には安定的に保有することを想定している。つまり、国債は買っているが明日は売るということではなく、将来の経済の姿を想定しながら安定的に保有していくということをやっているのである。そうした考え方からすると、極く自然に長期国債の保有残高は、銀行券の保有残高を上限とするという考えになってくる。別にこれ自体特に変わった考え方ではなく、私の理解するところ、長期国債を買っている中央銀行は基本的にはこういう考え方でやっていて、日本銀行にユニークなものではないと思っている。こうした運営方式を採ることも併せて、日本銀行の国債買入れは財政ファイナンスを目的としたものではないという趣旨を明確化することによって、リスク・プレミアムの上昇を予防する効果も有しているのだと思う。これだけ日本の財政状況が悪い中で、日本銀行の国債買入れがマネタイゼーションを目的にしているというふうに投資家に思われると、そのことによって実態を離れて長期金利が上がる危険性も持っている。そういうことを未然に

防いでいくという効果もある。そういう意味で、従来から我々が採用しているこの基本的な考え方は、これは立派な考え方だと私は思うし、今日の議論を聞いても——これまでの議論もそうだが——、この考え方自体は何か放擲した方が良いという議論はなかったと思う。一方、今回長期国債を買い入れていこうということは、これはゾーンはどれ位かという議論はまたあるが、もう現にこれだけ短期金利の低下余地がほとんどない、極限的に金利が下がっている、その中で金融政策として緩和の効果は何とか出して欲しいという声もあり、我々自身も金融政策という手段でもって何とか出したい。そうすると、従来より長い期間の金利の世界に入っていくということになる。こういう長めの市場金利の低下を促すということは、将来に亘って経済・物価情勢の如何にかかわらず実施していくという措置では勿論ない訳であって、現在の経済の状況、つまり金利の低下余地がない、もう極限的になっているという状況を踏まえて行っていくのである。あくまでも、他の資産の買入れも含めて、それから先程議論した一連の政策も含めて、包括的な金融緩和政策の一環として導入する、臨時、異例の措置だということである。ただ、その臨時、異例ということの主観的に思っている、なかなか世の中にそれが理解されないと、臨時、異例であることがいつの間にか恒常化する危険性があるので、そのことを明確にするために、先程西村副総裁が基金という言葉が使われたが、あるいはプログラムという言葉も使われたが、日本銀行のバランスシート上も、いわば管理会計上、資産買入等の基金というのを設けて、これがはっきり世の中にみえるようにする。我々自身もみているし世の中もみえるというふうにして、その基金で分別管理したうえで、国債を保有する。これについては、先程の非常に重要な成長通貨に関するいわゆる銀行券ルールの対象とはしない。しかし、この別口勘定でしっかりと我々自身みていく、そういう基金を設けるといふことだと私は考える。買い入れる国債の期間を、仮に先程の日本の企業金融の実態に即して、これが3年以下、従って1~2年だというふうに考えると、買い入れる国債も残存期間が1~2年ということになるので、そうするとこれは1年ないし2年経つと満期を迎える、ある意

味ではそこで一つの節目を迎えるというものが組み込まれた設計である。勿論、それが必要であればそれをもう一回買い入れるということはある訳だが、しかしその都度その都度点検ができるという仕組みになる訳である。このように考えると、もし仮にこのようにやった場合、成長通貨に対応した現行の国債買入れと、それから長めの金利低下を促すために基金で区分経理した国債買入れ、この二つが併存する。今申し上げた、基金による買入れについて、その趣旨を明確に説明する勘定を設けるということであれば、銀行券ルールの対象としないという措置は適当である。銀行券ルールを適用する必要はないと、その場合には判断できるのではないかと思う。大事なことは、基本的な考え方をまずしっかり説明していく、それからその考え方を担保する仕組みをしっかりと作っていく、そのうえでそういう運営をしっかりとやっていくということだと思う。ただ、私はややしゃべり過ぎたような感じもする。この資産買入れについて、色々な論点があるがどうするか。先程西村副総裁が言いかけたが。

西村副総裁

資産の買入規模が私は非常に気になったもので。どの程度かであるが、やはり現状において、我々の責任のもとで取り得るリスク量が自己資本——これは見方によって色々あるにせよ——の範囲内であるということを見ると、かつ先程説明があった市場規模を考えると、長期国債、国庫短期証券の合計で——先程もあったが——3.5兆円位が目途かと。それからCP、ABCP、社債の合計で1兆円位かと。それで一年間で大体5兆円位を買い上げる位がリスク管理上の観点からみたら自然かという感じはする。ただ、これはいわば現状に対する対処であるから、私は、今の状況ではプログラムとか基金として考えた時に、この規模、内容で十分ではないか、最適ではないかと思っている。勿論、今言ったのはリスク管理を完全にきちきちまでやったということではないが、そういうことかと思う。特に、新しいリスク資産を買うということは、それなりに我々としては重いことなので、そういうことを考えると、ここら辺から出発するので

はないかと思っている。ただ、これは先程も申し上げたが、もし本当に状況がさらに悪化して、我々がリスク管理上自ら取り得るもの以上のものも取らなければいけないという状況に、もし本当になるとするならば、そのような場合には我々の範囲で取れるものと、それから国民負担ということを見ると、それはやはり財政とのリスク・シェアリングというところまで前提として考えなければいけない、そういう政策であるということは頭の中に入れておかなければいけないし、将来的にももしそういうことになった場合には、明確な形でコミュニケーションしていくという必要があるのだと考えている。

それで、ETFとJ-REITであるが、これは少し私にもよく分からないところがあって、その額は引き算で分かる差額である位かという印象である。これも含めて、今後もう少し明確に執行部で詰めて頂いて、それできちんと考えていくという趣旨のものだと思う。

野田委員

今の話に関連して二つ宜しいか。確かに、西村副総裁がおっしゃった入口と出口はそうなのだろうと思う、そのリスクについて。しかし、その途中というものがある。それは、山口副総裁がおっしゃったように、拡張性ということである。従って、その拡張性を議論していくことと、それから今どれだけやるのが有効なのかというのは、なかなかこれはまだ不透明である。この政策をするに当たって、少し不穏当ではあるが、やってみなければ分からないという部分もない訳ではない。勿論、一定の効果は今後きちんと測定しつつ、また検証しつつ進めていかなければいけないが、そういう意味からいくと、大変失礼だが、今、西村副総裁が出された数字は、誤解を招かずに言えば、ある種腰だめ的な数字でもあるので、今おっしゃったような数字を一つのメルクマールとして検討をスタートさせて頂くにしろ、私はどちらかと言うと、山口副総裁がいみじくもおっしゃった将来の拡張性の余地は残しておかなければいけないと思う。そこでもう一つ、我々としてよく考えておかなければいけないのは、そのリスクの許

容度がどれだけあるのかは、これはまた幅がある話である。それから、例えば政府、財政との切り分けで、そこに出ていく金額はどれだけなのかは、これも恐らく相当幅がある話であるから、ここについては取り敢えず新しく踏み出したというか、ある種平時ではないという認識のもとに踏み出している訳なので、そもそも今こういう措置をすること自体が平時ではないのだという発想は必要である。それと、やはり拡張性、それから我々が取り得るリスク量についても非常に幅があるし、そもそもリスクをみななければいけないのかどうかという議論も、最後は、中央銀行がどれだけの自己資本——リスク資本——を持っておかなければいけないかという議論に繋がるそもそもの話で、そういったことを議論の前提として踏まえて、今後はみていかなければいけないと思う。

西村副総裁

そのとおりである。

白川議長

色々な論点があるが、取り敢えずこの資産買入れの議論は、まず創設の狙いについては先程も質疑があったと思うので、論点としては、買入対象資産の話——勿論全てはリンクしているが——、それから買入れの規模について色々なことを考えたうえで、今日どういう形で世の中に対して情報発信していくのかということ、それから先程の銀行券ルールとの関係、この辺りが少なくとも論点としてあると思う。全てはリンクしているが、最初に具体的な買入対象資産、これは先程執行部の説明にもあったし、それから私自身も一応のプレファランスは申し上げた。須田委員は国債について否定的なご意見を言われたが、この買入資産について追加的にご意見があればお願いします。

野田委員

その前に共通認識をしておきたいのだが、この資産のメニューというか

品揃えは、今日の時点で発表するのだな。

白川議長

これ自体も論議の対象ではあるが、ただ発表……。

野田委員

そうすると、ここで例えばということを出すにしても、それはそれでまた独り歩きしてしまう。だから、ここでやはりメニュー——品揃え——については、かなり明確に意思決定をしておかないといけないな。それを前提に議論しなければいけない。

白川議長

そういう意味で、先程、私が例えばと言ったのは、この場では例えばであるが、世の中に出す時には例えばとは勿論言わない。その時には、明示的にこれこれをと。ただし、E T FとR E I Tについては認可が必要である。そうしないとこの一か月間独り歩きして、次の決定会合で大変なことになってしまうので、それは前提である。

野田委員

そういう観点で申し上げると、私の意見の中で、デット物以外ということを申し上げた。これは、エクイティ物ということを視野に入れている。そういう意味では、E T FとJ-R E I Tは適っている。先程、櫛田企画局長の説明の中で、個別性を避けることを何回もおっしゃった。その観点で申し上げると、J-R E I Tは、私の理解によれば、A A格の銘柄数も極めて限られているし、そのA A格を付与している大きな要素として、J-R E I Tファンドのスポンサーと言われる個別の企業の信用に依存している部分もかなりあると言われている。その理解が正しいとすると、先程おっしゃった個別性を避けるという点から、J-R E I Tそのものが適性をもっているのかどうかという意味で、やや疑問——ややは付けるか

どうかは別だが——がある。ただ、それを避けるために、信託方式でやる
とか、あるいはさは然りながら、高々800 億円であるという——5%であ
るとい——ことが、それを防止する理由付けとすれば、それは本末転倒
なのではないかという気がしないではない。逆にいえば、800 億円位であ
れば——限度を幾らにするかという先程の議論になるが——、数兆円ない
しそれ以上ということからすると、そこまでの疑問を持つ商品をちよろっ
とでも入れてみるのが果たして意味のあることなのかどうか。絶対に排除
しろと言うつもりは全くないが、そういう疑問を持っているという意見を
表明しておきたいと思う。

亀崎委員

800 億円は少ないが、時価総額全体が 3 兆円というところからみると、
E T F などよりも大きなインパクトはあると私は思う。

野田委員

波及するということであれば。波及効果という意味で。

亀崎委員

7 兆円から今は 3 兆円に下がってしまっている。

野田委員

時価総額であるな。

宮尾委員

私が意見表明の中で、リスク性資産をまず検討したらどうかと申し上げ
た根本的な趣旨というか目的は、萎縮しているマインドをできるだけ活性
化して、目覚めさせて、日本経済全体でもっと前向きなチャレンジをして
いく、そういうことを後押しするような手立てを我々が踏み込めないかと
考えた。そういう観点から言うと、日本経済全体を買うこの E T F は、非

常に趣旨に合致するし、また J-REIT も、個別性は、今、野田委員がおっしゃったように若干気にはなるが、しかし、銘柄自体も幅広い色々な物件がカバーされている訳なので、全体としてリスクテイクを後押しするという趣旨からすると、J-REIT も含めても良いかなと思う。あと、従来の国債、CP、ABCP 等は、これも含めることで、私のイメージとしては、やはりリスクを取ることで、これだけ大量に既に供給されているお金が動き出す、そこに働きかけるということが、今回、私の中で一番力点として置いているところである。そういう意味では、従来の長めの金利、従来の手段に関しても、それは拡充したら良いと思うが、より力点としてはリスク性資産、そこには大きなハードルがやはりある訳だが、そういう異例な措置ということを十分認識したうえで、きちんと分別管理をして、我々の財務の健全性もきちんと担保して、政府の認可も受けて、それで踏み込めるかどうかを考えたらどうかと思っている。

須田委員

私も、今、宮尾委員がおっしゃったことと同じで、先程も申し上げたように、お金が上手く回るようにということを言っている。元々、沢山の国債を買っても、その効果がどう染み出していくかがなかなか分からず、それがなかなか波及しないことを我々は経験していることもあって、リスク資産を直接買っていった方が早いと言うか、副作用を持たない形でそこに働きかけられることに意味があると思っている。

私は、今回、銀行券ルールとの関係で少し抜け道を作ると、そこから拡大していくという恐れ、ないしはそういう誤解を生んでしまうという面もあると思うし、特に、財政の規律が十分でないところで、そういうことを行った時、マネタイズが想定できれば、そういう認識が生まれれば、金利が高くなってしまう可能性もあると思う。現時点で、国債市場は少し過熱気味であって、ここで敢えて我々がもっと金利を下げるとか、バブル的なことを起こしていくのか。金利が高い状況だったら、私もここに働きかけることについてだめだとは思わないが、今は 10 年物も 0.94% だが、2 年

国債だって0.125%しかない。そこをもっと潰していくとすると、それは金融機関の収益を奪って、それがマイナスの効果をもたらすという面もあると私は思っている。この判断は時と場合によるが、今の状況では、私はこれを基金に入れることは、やはり反対したいと思っている。

中村委員

現在でも緩和的な金融環境にある訳だが、さらに進めるとすれば、こういう形で金融商品を直接買っていくことが適当だろうと思う。それから先程宮尾委員もおっしゃったが、こういうETFとかJ-REITは本来もっと育成してしかるべきで、育てるはずがまだ育っていないということは、前回社債を購入する時も、日銀が買うことによって呼び水というのはあって、その効果があったと思う。今回、金額は少ないかもしれないが、日銀が参加することによって、市場の活性化あるいは透明性をより発揮してくるとか育成するとかいうことにも繋がるということで、私は賛成する。それから、国債については、明確に対象となる期限を限定してやるのであれば、政策効果としてそれなりに意味があると思う。

亀崎委員

リスク性証券の買入れは、かつて市場が毀損した時にやったが、今回はそういう地合いではなく、要するに、金利引き下げを目的にやるということである。極めて異例の措置であるが、今非常に厳しい状況に差しかかっているからやる訳である。ということは、やはりあくまでも臨時的そして時限的なものであること、本行の健全性をしっかり確保すること、それから先程の銀行券の問題は分別管理であるということ、本当に世の中によく分かってもらうようなスキームをしっかりと検討して頂きたい。そこを非常によく分かるものにしないと、今までの考え方は何だったのかということになってしまうからである。もう一つは、REIT、ETFについては、効果がみえやすく、先程の呼び水という意味では、インパクトがあるかもしれない。しかし、なかなか効果が出ない時に、マーケットか

らどこまで際限なく要求が出てくるのか、そうした要求が出てきた時にどう対応するか等も含めて、執行部には検討して頂きたい。ということで、私は基本的には賛成である。

中村委員

それからもう一つ。規模の問題であるが、自己資本、リスクの問題等があるので、それらを配慮しながらやらなければいけないが、一方においては、最初の打出しがあまりに少額ではインパクトがない。少なくとも5兆円程度の金額を設定しないと、これが1兆円とかとなると非常にインパクトが薄い。そういう面も、配慮する必要があるのではないか。

山口副総裁

野田委員に少し伺って宜しいか。先程のREITの個別性の話であるが、スポンサー企業にまで遡っていけば、確かに個別性は強いのだが、形式的には証券化商品であって、しかも投資法人の発行しているものである。そういう形式をどう考えるのか。それから、CPとか社債——これは明らかに個別性が強い訳であるが——それを買うとした場合に、それとの関係はどう整理するのか。

野田委員

一言、分かりやすい話として、銘柄数が少ないということである。いわゆる特定少数に近い銘柄しかない。CP、社債はやはり不特定多数という表現が当たる位の銘柄数がある。個別性という意味でいくと、そういう理解をしているということである。それだけの話である。

山口副総裁

不動産という特定の業種に絡んでということになると、どうしてもそういうことが起きてしまう。

野田委員

個別性というのは、その中でさらに個別銘柄ということで、個別企業名という個別性がプレイアップされかねない危惧として、申し上げたのである。

森本委員

J－R E I Tについては、野田委員がおっしゃっている個別性とか資源配分の観点について、私も気になるが、これについては市場も非常に低迷しているし、宮尾委員が色々おっしゃったように、やはり活性化していくためのインパクトは大事だと思う。そういう中で、臨時、異例の措置ということで、私は覚悟を持ってやっていくことも良いのではないかと思う。ただ、リスク管理については徹底するという前提で賛成したいと思う。

野田委員

私も、本質的にそこで絶対だめだと言っている訳ではない。個別性という説明を櫛田企画局長もされているし、それであれば異例などというのは飛んでしまっているという意味も込めて、申し上げている。この際、個別性というのは、少し我々として目をつぶるのだという割り切りであれば、それは構わない。ただ、従来から我々は、異例の措置をやるにしても、マーケットに対してはニュートラルな姿勢をずっと保ってきた、言ってみれば一本筋がある訳で、今回さらに先の異例に突っ込むのであるという認識でこれをやるのであれば、私は最終的には異存を唱えるつもりはない。

須田委員

私自身、結構危機感があるので、これは本当に異例だと思う。異例だと思って我々がリスクを負担するといった時に、あまりに日本銀行のリスクの許容量が、これだけだから、これしかないということが出ていくと、せっかくリスクを取っていくことのプラスの効果が出てこない。私は、今回はまず呼び水として出ていくということが必要だと思うが、基金を拡張しよ

うとしたら、リスクの問題で結局国債を増やしていくしかないというふうになってしまうことは、すごく望ましくないと思っている。こうすることによってリスク資産の需要も供給も増えていくということで、よりそちらに関心を向ける、ないしは本当に問題が起きた時には、ある程度そこは、私自身は——ECBではないが——、将来のシニョレッジで返してもらうのも仕方ないという位の覚悟を持ったうえで、こういったところに出ていく必要があると思うし、それが効果をより大きくすると思う。結果的には、そういうことをやる必要がないことを期待したいが、その位の覚悟を持ったうえで、こういうところには出ていく必要があるのではないかという気がしている。

野田委員

エクイティ物に出ていくという意味では、全くそのとおりで、先程私が西村副総裁に対して申し上げたのも同じ気持ちである。だから、リスクをまず考えるのではなく、効果を考えようと言ったのはそういうことなのである。申し上げたいのは、個別性ということを我々はどういうふうにかかるといふことである。私が言っているのはそういうことで、須田委員のおっしゃっていることに私はほとんど賛成である。

山口副総裁

私自身は、ここまで我々が踏み込む以上は、野田委員がおっしゃっているような意味での個別性については、ある程度目をつぶっていく覚悟が必要だろうと思っている。

野田委員

一つの判断であるな。

西村副総裁

それから、我々がリスクを取るというのは、国民がリスクを取るという

ことであるということを、何度も何度も言っていかなければいけない。これがどうも理解されていないように見える。これがやはり一番大きな問題である。だから、我々は逆に言えば国民から付託されている、そういうものを我々はコントロールしている訳であるので、この点をはっきり分かって頂かないと、きちんと国民とコミュニケーションできないと、本当にこの問題は何か訳の分からないことになってしまう可能性がある。その辺は、白川議長宜しくお願いしたい。

白川議長

勿論、私は記者会見も含めて一番露出する機会が多いので、責任は重いと思っているが、私に限らずボードメンバー全体としてしっかり取り組んでいく必要があると思う。度々言うが、本当に金融政策として緩和効果を実現しようと思うと、もうそういう世界に入っていけないと、実は出てこない。その効果としてどれだけ大きいのか、これはやってみないと勿論分からないが、しかしそういう世界に入ってきているということである。我々自身がそういう世界に入っていけばいくほど、一つは、最終的にロスが発生する可能性が高まるが、それは最後我々自身がポケットから出す訳ではなくて、これは国民に対して負担をかける訳である。そういう器をたまたま我々日本銀行が預かっているという立場であるから、そういう政策を本当にどこまでやるのが良いのか、それから、そのロスがあった時に、それは個別企業とか個別の証券のデフォルトという形で発生して、その時には、今度は日本銀行による個別性というか、恣意性ということがまた批判の対象になってくる。日本銀行はそのパブリックな器を預かっているからこそ、今度はそこを批判される訳である。それを全部ひっくるめて財政政策の領域に入ってくる。本来であれば、こういう政策をもしやろうと思ったら、今はゼロ金利環境であるので、政府がやろうと思ったら直ちにできる政策ではある。ただ、色々考えた場合に、一方で、金融政策でどこまでできるのかを追究し、しかし一方で、日本銀行は政策を迅速に実行できる。その代わり我々自身は独立性のもとでアカウントビリティーがある。

そういう現有のバランスの中でどこまでやるのが、この民主主義社会の中で適切なのかという難しい選択だと思う。銀行券ルールについても、財務の健全性にしても、決して日本銀行の庭先をきれいにしようという議論ではなく、もっと本質的な論点であろうと思う。先立っての金融学会でも——金融学会という学者の集まる場で、日銀法を作る時に大変金融学会にはお世話になったということもあって——、私は、その民主主義社会における中央銀行の役割という今の点も結構話した。多分、直ちに理解されるとは思わないが、しかしこれはやはり言い続けていく必要があると思う。ただ、言い続けると、何かやりたくないのではないかという感じになって、これはまたいつもの問題になるのだが、しかし、しっかり取り組んでいきたいと思っている。

いずれにしても、この資産の買入れについては、大枠は今の議論である程度固まったと思う。しかし、これから本当に買入れる場合には、買入条件とか方法に関する実務的な検討が勿論不可欠である。基金の創設を検討していくこととする場合には、基金の骨子を本日対外的に示したうえで、具体的な検討を進めて、改めて金融政策決定会合に報告するように、執行部に対して議長から指示をするという形を採りたいと思う。

あと、本日議論した金利誘導目標のレンジの話、時間軸の明確化、それから資産買入れと基金の創設、この三つの措置についてはパッケージとして打出していくことが適当だという見解が示されたが、パッケージをどういう名前で表現するのかということである。あまり魅力的な名前がある訳ではないが、「包括的な金融緩和政策」という形で、これは包括的なのであると——後で、適宜パッケージと勿論言っても良いのだが——、その包括的ということを強調した言い方をしてはどうかと思う。つまり、今日の政策は何政策なのか、というふうに聞かれる。信用緩和とか量的緩和とか、またそうではなくても、色々先程山口副総裁が整理していたが、多分そういうことだろうと思う。ただ、既存の言葉ではなくて「包括的な金融緩和政策」と。信用緩和ではないのか、というと信用緩和の要素はあるし、この基金の規模は 35 兆円と、量は結構な金額になっており、勿論量

を増やしている。そういう要素は勿論あるのだが、最終的にこれを「包括的な金融緩和政策」という言葉で打出すというのは如何か。

西村副総裁

簡単に、「包括緩和」で良いのではないか。全部入っている。本当にてんこ盛りになる形で。

野田委員

因みに、これから英語に訳すのか。英語で言うと、「comprehensive」とかになるのか。

白川議長

「comprehensive」となるのか。

雨宮理事

「包括的」は「comprehensive」である。

白川議長

例えば、信用緩和という言葉も、最初に聞いた時には多少変な言葉だという感じがしたが、今では極く普通の言葉になっている。言葉というのは、そういうところがあるのかなとは思う。

この資産買入れの部分も含めて、金融政策に関する第二ラウンドの議論について、粗方議論は出たと思うが、まだ残っている点があれば願います。

野田委員

幾つか色々な意見があって、最終結論はこれから出るのであるだろうが、その前に申し上げておきたいのは、この議論の過程と内容を踏まえて、ちょっと外にも正確に今後伝えていく努力を、我々はしていかなければい

けないと思うので、敢えて申し上げます。

白川議長

私自身、記者会見は、通常であれば3時半であるが、取り敢えずこれだけ案件の多い決定会合であったので、いずれにせよ勿論ベストを尽くす。

以上のような整理で宜しければ、金利誘導目標の変更については、次回会合までの金融市場調節方針の議案として、お諮りをする。それから、政策パッケージの内容については、これを対外公表文に盛り込んだ形でお諮りをしたいと思う。

それでは、大変お待たせした。政府からの出席者の方々にご発言をお願いする。櫻井充財務副大臣願います。

櫻井財務副大臣

本日、初めて参加させて頂いて、こんなことを私が言って良いのかどうか分からないが、非常に感銘を受けた。

我が国の経済情勢をみると、外需や政策の下支え効果等により持ち直してきたものの、依然として厳しい状況にある。特に、新卒者・若年者の雇用状況は厳しく、また多くの地域で厳しい雇用情勢が続くなど、デフレ終結に向けた経済の基盤は未だ脆弱である。こうした中、円高や海外経済の減速懸念等が我が国景気の下振れリスクとなっている。

政府としては、現下の円高等、厳しい経済状況に対応し、デフレ脱却と景気回復に向けた動きを確かなものとするため、9月10日に閣議決定した「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を踏まえ、ステップ1の緊急的な対応に続き、9月27日の総理指示に基づき、ステップ2として22年度補正予算編成を含む経済対策の実施を検討している。

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、金融経済情勢に応じ、適切かつ機動的な金融政策運営を行って頂きたいと考えている。我が国経済の下振れリスクが高まる中、日本銀行の資金供給姿勢について、市場や国民の関心が高まっている

ところである。経済を金融面から下支えするためにも、一層潤沢な資金供給に努めて頂きたいと考えている。政府としても関係省庁間の連絡を密にしていきたいと考えているので、日本銀行におかれても、適時・適切な金融政策運営をお願いしたいと考えている。

さらに、日本銀行の政策が適切であったとしても、その意図や考え方が正確に伝わらない場合には、市場や国民に誤解を与えることになる。このため、金融政策の先行きの考え方について、適切にご説明頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、和田隆志内閣府大臣政務官、宜しく願います。

和田内閣府大臣政務官

同じく本日初めて参加させて頂く和田隆志である。私も櫻井副大臣と同様、先程来のご議論、感銘を覚えながらお伺いした。それを踏まえ、政府としてのお話をさせて頂きたいと思う。

政府は、現下の円高等厳しい経済情勢に対応し、デフレ脱却と景気の自律的回復に向けた道筋を確かなものとするため、9月10日に「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を閣議決定し、まずは緊急的な対応に取り組んでいる。さらに、22年度補正予算編成を含む経済対策の実施を検討するなど、鋭意政策努力を行っているところである。本日、日銀金融政策決定会合において、委員の先生方からご提案のあった包括的な金融緩和政策一連については、そうしたデフレ脱却と景気の自律的な回復に向けての政府の取組みと方向性を一にするものだと認識しており、日銀と政府の連携が取れた機動的な措置であると評価させて頂きたいところである。三番目に、日本銀行におかれては、引き続き政府と密接な情報交換・連携を保って頂き、適切かつ機動的な金融政策運営によって、早期のデフレ脱却という共通の目的を目指すとともに経済を下支えして頂くよう期待するところである。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は金融市場調節方針の議案と、先程整理した各措置の内容を含む対外公表文の議案を用意して頂きたい。金融市場調節方針の議案については、金利誘導目標の変更を議長案として提示したいと思う。この議長案が決定された場合、補完当座預金制度の適用金利等を0.1%とする諸規程の改正が必要となるので、執行部はそのための議案も用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

執行部は議案の説明をして頂きたい。

榎田企画局長

議長案を読み上げさせて頂く。最初に、「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し、公表後直ちに実施すること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」。続いて、「金融市場調節方針の決定に関する件」が変更されるもとの、この案件のところに書いてある三つの適用金利が変わる規程となっているので、これは先程補完当預の議論で出ていたが、同時にこうした金利も連動して変わるという…。

雨宮理事

変わらない…。

榎田企画局長

変えないという、議案になっている。「議長案。『共通担保資金供給オペ

レーション基本要領』等の特則に関する件。案件。当分の間、下記 1. ないし 3. の利率については、それぞれの規定にかかわらず、年 0.1% とすること。記。1. 『共通担保資金供給オペレーション基本要領』（平成 18 年 4 月 11 日付政委第 31 号別紙 1.）6. (1) ロ. に定める固定金利方式における貸付利率。2. 『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』（平成 22 年 6 月 15 日付政委第 51 号別紙 1.）6. (1) に定める貸付利率。3. 『資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領』（平成 20 年 10 月 31 日付政委第 101 号別紙 1.）4. (1) に定める適用利率。以上」。続いて、対外公表文である。「2010 年 10 月 5 日。日本銀行。『包括的な金融緩和政策』の実施について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進するため、以下の 3 つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することとした。(1) 金利誘導目標の変更（賛成○、反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1% 程度で推移するよう促す（注 2）」。(注 2) のところは、「補完当座預金制度の適用利率、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションの貸付利率および成長基盤強化を支援するための資金供給の貸付利率は、引き続き、0.1% である」としている。「(公表後直ちに実施)。(別添 1)。(2) 『中長期的な物価安定の理解』に基づく時間軸の明確化。日本銀行は、『中長期的な物価安定の理解』（注 3）」(注 3) は、「『消費者物価指数の前年比で 2% 以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は 1% 程度を中心と考えている。』」である。「に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件とする。(3) 資産買入等の基金の創設。国債、CP、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）など多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うため、臨時の措置として、バランスシート上に基金を創設することを検討する（別添 2）。このため、議長は、執行部に対し、資産買入等の基金の創設について具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう

指示した。2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響などを背景に、改善の動きが弱まっている。次回会合の展望レポートで詳しく点検することになるが、先行きは、需要刺激策の効果の減衰などから景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。7月中間評価で示した見通しと比べると、成長率は下振れて推移する可能性が高い。また、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクには、なお注意が必要である。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の下落幅は縮小傾向を維持しているものの、今後、景気の下振れなど実体経済活動の動きが物価面に影響を与える可能性には、注意が必要である。以上を踏まえると、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する時期は、後ずれする可能性が強まっている。3. このような情勢判断を踏まえ、日本銀行は、以下のとおり、金融緩和を一段と強力に推進することが必要と判断した。第1に、実質ゼロ金利政策を採用していることを明確化することとした。第2に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続するとともに、その際の判断基準が『中長期的な物価安定の理解』であることを確認した。第3に、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくこととした。こうした措置は、中央銀行にとって異例の措置であり、特に、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、異例性が強い。この点を明確にしたうえで、市場金利やリスク・プレミアムに幅広く働きかけるために、バランスシート上に基金を創設し、多様な金融資産の買入れ、およびこれと同じ目的を有する固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うことが適当と判断した。このうち、基金による長期国債の買入れは、現行の長期国債買入とは異なる目的のもとで、臨時の措置として行うものである。このため、基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債と区分のうえ、異なる取り扱いとする。4. 日本銀

行は、今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、中央銀行として、適切に政策対応を行っていく方針である。以上」。別添 1 は先程の「当面の金融政策運営について」であるので、読み上げは省略させて頂く。「(別添 2)。『資産買入等の基金』について。1. 買入対象資産等。資産買入れの対象としては、長期国債、国庫短期証券、コマーシャル・ペーパー (C P)、資産担保コマーシャル・ペーパー (A B C P)、社債、指数連動型上場投資信託 (E T F)、不動産投資信託 (J - R E I T) について検討する。資産買入れ以外の資金供給の方法としては、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行うことを検討する。指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日銀法上の認可取得を条件とする。2. 基金の規模。①基金の規模は、買入資産 (5 兆円程度) と、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション (30 兆円程度) を合わせ、35 兆円程度とすることを軸に検討する。②買入資産については、買入れの開始から 1 年後を目途に、残高が 5 兆円程度となるように買入れを進める。その際、長期国債および国庫短期証券は合計 3.5 兆円程度、C P、A B C P および社債は合計 1 兆円程度となるよう、買入れを進める。3. 買入条件等。①買入条件・方法は、長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、今後検討する。②買入れる長期国債、社債は残存期間 1~2 年程度を対象とする。以上」。

白川議長

ご意見をどうぞ。

野田委員

別添 2 の「基金の規模」の①と②であるが、①の方は総額で「軸に検討する」と言っていて、②のブレークダウンの方は「軸」がなくなっている。ここだけは確定であれば、5 兆円も「軸」ではないのではないかということにもなり兼ねないので、3.5 兆円だの、1 兆円だのというのもやはり「軸」なのであろう。「となるよう」と言っても、もう確定の数字であるな。「程

度」という言葉は入ってはいるが。上にも「程度」は入っているので、少しこれは整合性という意味で、これから検討をしていく、変更あり得べしということで「軸」という言葉が入っているとすると、検討の範囲内の話である。そういう感じを持った。

白川議長

良い案はあるか。

山口副総裁

どこに「軸に検討する」というのを入れるかである。

野田委員

ちょっと内訳だけが何かもう一つ、そうは言ってもと…。

須田委員

よく分からないが、これを「軸」としたのは、まだETFとかJ-REITがはっきりしないから、こういう書き振りになっているのか。

雨宮理事

引き算すれば、イメージは分かるのだが。ただ、取り敢えず市場調査などをやってみないと、分からない…。

山口副総裁

それと、認可が得られていない。

雨宮理事

勿論そうである。

梶田企画局長

そういう意味では、35兆円という数字が、むしろそちらを「軸」としている趣旨というのは……。

山口副総裁

私の方で言うのも変なのだが、「1年後を目途に、長期国債および国庫短期証券は合わせて3.5兆円程度、CP・ABC Pおよび社債は1兆円程度、その結果全体の残高は5兆円程度となるように買入れを進めることを軸に検討する」と、こんな趣旨の文章で一本に纏めてしまえばどうか。

白川議長

それが良い。

野田委員

最後に「軸」が全部にかかるようにするということだな。

白川議長

然り。

野田委員

それなら全然誤解がない。

山口副総裁

ここで少し気になったのだが、1.の「資産買入れ以外の資金供給の方法としては、」の後に、「行うことを検討する」とあるが、改めて検討する必要はないのではないか。

白川議長

なぜ「検討する」だったのか。「行う」だな。

野田委員

それしかないな。

白川議長

「資産買入等の基金」の先程の「軸」のところの文章を読み上げて頂きたい。

雨宮理事

では、②のところを読み上げる。「買入資産については、買入れの開始から1年後を目途に、」そこから下の行に行って「長期国債および国庫短期証券は合計3.5兆円程度、CP、ABCPおよび社債は合計1兆円程度、」そこで「合計残高」にするか。「合計残高」の後一番上に戻って、「合計残高が5兆円程度となるように買入れを進めることを軸に検討する」。

白川議長

了解した。

雨宮理事

宜しいか。あと、須田委員は反対を入れるということで宜しいか。

須田委員

然り。

楡田企画局長

一応、全体が検討ではあるが、今回…。

須田委員

然り。

雨宮理事

そうすると、やり方としては…。

櫛田企画局長

その場合、例えば「須田委員は本文中…」。

雨宮理事

(注) の場所を先に言った方が良い。

櫛田企画局長

(注) としては、1 頁めの (3) に対応するその下に、(注 4) と付して、「須田委員は、本文中、資産買入等の基金の創設を検討するに際し、買入対象資産として、国債を検討対象とすることについて、反対した」。こういった記述で宜しいか。

白川議長

この対外公表の本文について、他にご意見はないか。

野田委員

つまらない言葉の問題で、もうあまり言いたくはないのだが、今気が付いたので。2 頁の上から 5 行目では「推移する可能性が高い」と言っていて、一番最後は「後ずれする可能性が強まっている」と言っている。これは、それぞれ使い分けの意味があるのか。「高い」のか「強い」のかということだが。

雨宮理事

これは言葉のニュアンスで、微妙なのだが…。

野田委員

微妙に、使い分けたという…。

雨宮理事

ニュアンスとしては、上の方が強い。

野田委員

上の方が蓋然性に近い訳であるな。

雨宮理事

然り。というのは、先の方は相当の先行きであるので、恐らくご議論の中で、成長率下振れというのは、少なくとも一番下のものよりは蓋然性が強いというつもりで書いている。

野田委員

なるほど。

雨宮理事

ここは「高い」と「強い」で、実際に…。

野田委員

「高い」方が強い訳だな。

雨宮理事

明確に執行部でもそういう議論にはなった。

野田委員

議論になったのだな。そういう議論があって意図的に使っているのであれば、それでよしとしたい。

須田委員

後ずれする可能性が強まっているという、今の状態では可能性が高いかどうかは分からないということであるな、この文章では。

野田委員

また訳が分からなくなる。難しいことを言わないで欲しい。

雨宮理事

一点だけ宜しいか。最後の文章について、細かい話で恐縮だが、「合計」、「合計」、「合計」と続くので、国債云々は「合計」で、最後は「総計」にしてはどうかと思う。申し訳ない、細かい話で恐縮だが。それで宜しいか。

加藤企画局政策企画課長

配り直すか。もう宜しいか。

白川議長

配り直した方が良ければ、今配り直すが。

雨宮理事

読み直すか。宜しいか。

野田委員

もう一度読んで頂けるか。

白川議長

それではもう一度読んで頂きたい。

山口副総裁

須田委員の反対の記述について、(注)をどこに付けて、どういう文章にするのか、もう一度読んで頂けないか。

櫛田企画局長

読み上げる。須田委員の反対意見であるが、1頁目の(注3)の下に(注4)と入れる。「須田委員は、本文中…」

白川議長

その(注4)はどこに付くのか。

櫛田企画局長

「バランスシート上に基金を創設することを検討する」、ここに「(注4)」と振る。

野田委員

「別添2」の次か。

櫛田企画局長

「別添2」の直前である。

野田委員

直前であるな。

櫛田企画局長

そこに「(注4)」と振って、下の「(注3)」の下に「(注4)」を設けて、「須田委員は、本文中、資産買入等の基金の創設を検討するに際し、買入対象資産として、国債を検討対象とすることについて、反対した」と記述する。

それと、別添 2 の文章である。1. のところ、「資産買入れ以外の資金供給の方法としては、固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行う」。それと、「基金の規模」のところの②である。「買入資産については、買入れの開始から 1 年後を目途に、長期国債および国庫短期証券は合計 3.5 兆円程度、CP、ABCP および社債は合計 1 兆円程度、総計の残高が 5 兆円程度となるよう買入れを進めることを軸に検討する」。変更箇所は以上である。

白川議長

宜しいか。それでは、ようやく最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針を採決する。これが決定された場合、続いて「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』等の特則に関する件」の採決を行う。最後に、対外公表文を採決する。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご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

調節方針の方であるが、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。

それでは、「『共通担保資金供給オペレーション基本要領』等の特則に関する件」の採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、執行部から適宜対外公表することとする。

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

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

対外公表文である。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。それから、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]

申し訳なかった。三つの議案、全員一致であった。

VII. 議事要旨（8月30日及び9月6～7日開催分）の承認

白川議長

最後に、8月30日及び9月6、7日に開催された決定会合の議事要旨について一括してお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案について、ご異議はないか。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

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

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 8 日金曜日の 8 時 50 分に対外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、10 月 28 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 38 分である。

白川議長

解禁時刻が 1 時 38 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33分閉会)

以 上