

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年8月4日（11:15～13:55）

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（ 〃 ）
中村清次（審議委員）
亀崎英敏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（ 〃 ）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 櫻井 充 財務副大臣
内閣府 梅溪健児 政策統括官（経済財政運営担当）

（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	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	河西 慎

I. 開会、金融政策決定会合の日程変更の提案・承認

(11 時 15 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。初めに、政策委員会議長として、今回の決定会合の取り進め方について、提案をさせて頂く。このところ、海外経済の先行きに対する不確実性が大きいもとで、為替市場においては、ドル安・円高が進行しているほか、株価も不安定な動きとなっている。本日は、為替相場の過度な変動を抑制するための対応として、財務省が朝方から為替市場への介入を実施しているところである。こうした状況を踏まえると、日本銀行としても、我が国の金融経済情勢を点検したうえで、金融政策運営方針を速やかに決定、公表していくことが、為替・金融資本市場の安定を確保し、企業のマインドの下振れを防ぐ観点から重要だと思う。このため、本日と明日の二日間で行う予定であった会合の日程を変更し、ただ今より会合を開催して、本日中に会合を終了するよう議事を進めたいと思うが、如何か。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

皆様の賛同を頂いたので、本日中に終了するよう議事を進めさせて頂く。効率的な議事運営へ協力をお願いします。それでは、本日の議事進行を説明する。最初に金融経済情勢に関する執行部報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 7 月 11、12 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方々を紹介する。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは梅溪健

児政策統括官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后、公表までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅱ. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。先程述べた効率的な議事運営の観点から、執行部は前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をして頂きたい。調査統計局の報告は10分、それ以外の局の報告は5分と大変厳しいが、時間厳守でお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

それでは、金融調節、金融・為替市場からお願いします。

青木金融市場局長

金融調節の実績からご報告する。資料-1、2（参考計表）【追加】である。図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）だが、概ね0.07%台で落ち着いた推移を辿った。当座預金残高は、概ね28兆~30兆円だった。図表1-5が最近のオペ結果である。共通担保・金利入札オペは潤沢な資金供給を行うとの方針で運営し、1回を除き、全て札割れとなっている。その下の表は資産買入等の基金の状況である。一番上の共通担保資金供給は30兆円程度との残高目標に達しており、期落ちを同額ロールオーバーする形で運営した。国庫短期証券と国債だが、会合間にそれぞれ1,500億円、1,000億円買い入れた。また、社債買入れについては、本日午前中に1,500億円のオファーを行っている。この間、CP買入れは2回、計6,000

億円実施した。ETFについては、8月2日に241億円、8月3日に同じく241億円、また、J-REITについては、7月13日に30億円、8月3日に33億円の買入れをそれぞれ実施した。被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、7月20日に第3回のオファーを実施し、貸付残高は3,320億円となった。図表2-1に短期金利の推移を示している。オーバーナイト金利は0.07%台、レポレートも0.1%近傍と極めて低い水準で推移している。3か月物の短国レートは0.10%で推移している。図表2-3、CP発行残高であるが、黒い太線で示した今年の発行残高は前年を小幅に上回っている。発行レートのグラフをみると、電力銘柄を除けば、総じて低位横這いの動きとなっている。その電力も一部に発行レートがやや低下する銘柄がみられるなど、多少落ち着きを取り戻してきた感じである。

次に、ドル資金調達市場である。図表2-5、欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクが意識される中、ドルのLIBOR-OISスプレッドは幾分拡大している。もっとも、今のところ、ドル資金のアベイラビリティ自体が大きく低下している訳ではない。為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムについては、欧州金融機関のドル調達環境が悪化する中で、ユーロのドル転コストを中心に足許で拡大している。円投・ドル転のコストもやや上昇しているが、邦銀のドル資金繰りは安定しており、特段の支障は生じていないようである。

図表2-7(2)、細い実線が米国の長期金利である。米国景気の減速懸念が強まる中、足許では、年初来ボトムとなる2.6%程度にまで大きく低下している。一方、欧州では、点線のドイツ金利が年初来ボトムの水準まで大きく低下する一方、イタリアやスペインの国債利回りが警戒水準と目される6%を上回る水準まで上昇する姿となっている。太線で示した我が国の長期金利も明確に低下し、直近は0.995%と1%を割り込むに至っている。図表2-11、国内社債の利回りの対国債スプレッドである。総じて緩やかにタイト化している。起債環境も良好で、銀行、証券、電力を除く起債額は前年並みの水準で推移している。図表2-13、CDSプレミアム

をみると、点線で示した欧州では、債務問題への警戒感が再び強まる中でプレミアムが拡大している。米国は横這い、日本のプレミアムはやや縮小気味で推移している。

図表 2-14 が株価である。欧州は債務問題、米国は景気減速を背景に低下している。我が国の株価だが、欧米との対比でみると底堅く推移している。震災後の日本経済の順調な回復が好感されている点を指摘することができる。図表 2-16、REIT 指数の推移である。REIT 指数は公募増資に伴う需給悪化などを背景に弱含みで推移している。

最後に、図表 2-18、為替相場だが、本日朝方は 77 円 10~20 銭のレベルにあったが、介入を受けて、円は直後に 78 円 47 銭まで安くなった。その後は一進一退の展開で現在は 78 円 62 銭となっている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

宮尾委員

図表 2-12 の社債流通利回りの対国債スプレッドだが、A 格、BBB 格で下がっているが、電力を除くと、このシャドーの平均的なバンドに入るというような感じで理解して良いか。

青木金融市場局長

A 格は電力を除くと入ってくると思う。BBB 格はいわゆる消費者金融のせいで少し上がっている。外すとグレーに入るかどうか、今この場では分からない。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、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についてご報告申し上げます。席上にお配りしている資料－3（参考計表）【追加】をご覧頂きたい。世界経済全体としては、減速感を強めつつも、回復を続けているという評価である。まず、減速の状況について、図表4をご覧頂きたい。グローバルベースは、実線が生産、それから受注・在庫バランスが棒線であるが、生産は先進国、新興国ともに直近かなり減速感を強めている。これは、昨年半ばの減速局面と比べてもその角度はきついついということで、需要の伸びの鈍化がかなり大きく出ているということを物語っている。図表5、米国経済が今一番大きな関心を集めているが、特に個人消費の伸びが横這い圏内ということで、4～6月の実質成長率の低い伸びの一番の要因になっている。その減速した主因は、二点である。一つは、(2) でみられるようなガソリン価格上昇を主因に実質可処分所得の伸びが抑えられているということがある。もう一つは、サプライチェーンの障害で自動車店頭在庫が減少、販売インセンティブが削減ということで、(4) のような状況があった。ただ、この二つの要因については、足許はフェードアウトしている。ガソリン価格は、5月半ばから低下して、その後横這いの動きとなっている。(3) をみて頂いても、総合ベースのCPIは、直近前月比では、マイナスに転じている。そのため、実質可処分所得も6月以降プラスに転じていくということが見込める。さらに、自動車販売についても、生産面の障害は解消しつつあり、主要指標にあるが、7月は前月比で6%台と、昨日出た計数は回復に転じている。こうしたことから、米国の実質可処分所得の伸び率は、高まる可能性は今後高いとみている。緩和的な金融環境にも支えられて個人消費の伸びが次第に高まっていて、米国経済は、回復過程に復帰する可能性が高いとみている。もっとも、留意点としては、一つ目は、当面、雇用面の制約から成長率抑制作

用が強いこと、それからもう一つは、連邦政府の債務問題が意識される中で、消費者や企業が支出スタンスを慎重化するという留意点を抱えながらの成長パスとみて宜しいかと思う。図表 1 に戻って頂いて、ポイントのみご報告申し上げます。住宅の方は、相変わらず不調で、8. 住宅着工は低水準である。そういった中で、設備投資については、企業がキャッシュリッチということもあって、10. 資本財受注等の機械投資は増加を続けているという姿は変わらない。生産関連では、12. I S M は低下している。鉱工業生産として、7月にどの程度増加するかはまだ不確実性が高い状況だと思う。米国は、以上である。

ユーロエリアのポイントとしては、全体として緩やかな回復が続けているが、足許、輸出や生産の増勢が鈍化している。輸出関連については、これまで押し上げてきた輸出が世界経済の減速を映じて、PMI 等を見ても、増勢が鈍化している姿が窺われる。内需関連については、目立ったハードデータは公表されていないが、個人消費の増加テンポはコア諸国も含めて鈍化しているとみられる。そういった中で、生産は、ユーロエリアでは、目先、減速していく可能性が高い。図表 2-1、10. PMI は 50 近傍まで低下している。物価面については、7月は+2.5%と、6月の+2.7%から若干低下しているようにみえるが、これは昨年ギリシャ、スペインがVATを引き上げた裏が出ているということであるので、騰勢としては6月から7月は横這いとみて宜しいかと思う。次に、図表 2-2 の英国であるが、大きな動きはない。輸出は、増加基調を維持しているが、緊縮財政の影響から、内需の個人消費と住宅投資は減速、住宅価格については、軟調地合いを脱し切れないということである。

次に、図表 3-1、中国、インドである。中国、インドについては、好調を継続、今のところ変調の兆しはみられない。中国の生産は、3. PMI は 50 を幾分上回る水準であるが、これまでのハイペースからすれば、それほど悪い動きではないとみている。内需関連については、4. 小売売上、5. 固定資産投資は、いずれも高い伸びを続けている。内需は、全体として、堅調を持続している。マネー関係については、9. M2、10. 人民元貸出と、

流動性は引き続き過剰な水準であるので、人民銀行としては警戒を怠れない状況である。インドについては、高めの成長である。そういったインフレ圧力が強いもとで、PMI等が幾分低下している。経済に幾分の減速感が窺われる状況であるが、まだこれは警戒が怠れないということで、インド準銀は、ご承知のとおり、26日に市場予想を25bp上回る倍の50bpの利上げを実施した。

次に、図表3-2、NIEs・ASEANであるが、輸出の増勢鈍化もあって生産が足許減少している。内需は底堅く、景気の回復基調は続いている。そういった中で、(2)の輸出合成指数の増勢が鈍化している。これは、国別にみると、タイや台湾といったところが大きい。タイはサプライチェーン障害の影響、それから台湾はIT関連財の世界需要見通しの下振れもあって、やや大きめに減少している。韓国は、自動車は堅調であるが、IT関連は減少ということである。NIEs・ASEAN経済の輸出・生産については、サプライチェーン復旧というプラス方向の動きと先進国経済の減速によるIT関連財の減少というマイナスの動きが交錯している。ただし、グッドニュースとしては、在庫調整圧力はあまり高まっていないので、この先、世界全体が需要回復ということであれば、それは直ぐに生産・輸出の回復というように跳ねていくことは期待できると思う。

以上のように世界経済は足許減速している。特に、米国経済については、個人消費の減速がこれまでの想定より大きめとなっている。先行きについても、減速が長引くリスクは拭い去れないと思う。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

山口副総裁

米国については、先行き、景気回復が後ずれするリスクが払拭できないということだが、そういうリスクが特にこのところ高まってきているとい

う感じか。

大野国際局長

一番気になるのは、内需の中で、4～6月の個人消費が非常に弱かったということである。それに対して、これが7～9月から10～12月にどれだけ回復してくれるかが要点だと思う。我々は、物価が落ち着いてくれば、実質の可処分所得は、それなりに増加して、パラレルに大体以前想定した成長のパス、潜在成長率を少し上回るパスを行ってくれるとみているが、ご承知のとおり、その間で例えば貯蓄率が上がっている、消費性向が下がっている、消費者マインドが下がっている、こういう状況がある。この辺が今回の財政削減追加策であるとか、それから世界全体の——ギリシャ問題もあると思うが——消費マインドが悪化しないかどうか、これが長引くかどうかポイントになるのではないかとみている。

山口副総裁

リスクは高まっているということか。

大野国際局長

3か月位前から比べれば、個人消費が緩やかながらも着実に上昇し続けてくれるかについてのリスクは、高まっているとみている。

山口副総裁

ヨーロッパの不確実性については、どうみておけば良いか。

大野国際局長

ヨーロッパについては、実体経済面の不確実性はそれほど大きくはなっていないと思う。ただ、足許は予想どおり減速している。それは、絶好調であったドイツについても例外ではないと思う。実体経済については、それほどリスクはないのだが、欧州の場合は、いわゆるソブリンリスクの

問題が金融から実体経済にどう跳ね返ってくるのか、ここが要注意点であると思っている。

宮尾委員

米国の減速について、一点確認なのだが、実質GDPの統計が第1四半期に非常に下振れた。今年の成長率は、多分トータルでみて大幅に下振れるのではないかと思う。その点について、どのように考えておけば良いか。

大野国際局長

今年の成長率については、1～3月が-1.5%ポイント下方修正された。しかも、4～6月については、非常に低い伸びであるので、この発射台から考えた場合、2011年については、Fedもついこの間まで+3.1%とみていた。それが6月で+2.8%まで下げてきている。これでも、そこに到達することはかなりきついと思う。因みに、ブルーチップ見通しでは、少し前の時点ではあるが、大体+2.5%であった。これがどの位まで下がってくるかだが、恐らく+2%前後位までは次回は下がってくるのではないかと思う。従って、幅としては、大体+1.8～+2.4%ないし+2.5%というのが直近のGDPを踏まえたうえでの修正予測とみられている。

宮尾委員

それでは、潜在成長率も若干下回るということか。

大野国際局長

潜在成長率自体がひよっとしたら下がっているかもしれないという議論も、ちらほら出始めている。

亀崎委員

米国について、先行きも景気回復までの期間が長引くリスクがあるということだが、2009年の第2四半期に景気の底を打ってから、2年余りであ

る。雇用情勢の回復が遅いと言われているが、ITバブル崩壊後の底からの戻りよりも上で、むしろ今回の方が早い。だから、そこがそれよりもっと長くなるのかというところが、先程のリスクと関連して気になるのだが、それはどうみているか。

大野国際局長

雇用情勢の戻りについては、ITバブルの時からすると少し上かもしれないが、その他の景気回復局面からすると、やはり相当低いパスである。それからもう一つ、大企業等の人員のカットみたいな圧力も引き続き強いので、やはり雇用については非常に回復が遅いと思う。いわゆるジョブレスリカバリーの典型的な局面が続いているとみている。

白川議長

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

本日は追加資料をお配りしているが、事前にお配りした資料-4（参考計表）に沿ってご説明したいと思う。まず、図表5をご覧頂きたい。輸出入である。6月の計数が出ているが、実質輸出は5月増加の後、6月は前月比+8.6%と高い伸びとなっている。6月の水準は震災前の1、2月に近い水準まで回復した。一方、実質輸入は3か月連続の増加となったが、伸び率は低下している。これは、震災後大きく増えていた食料品や中間財の輸入が、ある程度落ち着いてきたためである。先々の輸出をどうみるかであるが、企業へのヒアリングによれば、10~12月にかけて、自動車を中心に震災で落ち込んだ海外市場でのシェア回復を企図して輸出を増加させる、

という方針を示す先が現時点では多い。ただ、先程、国際局からもご説明があったとおり、海外経済の不確実性は高まっており、為替円高の影響にも注意が必要かと思っている。その為替水準であるが図表 12 である。上が実質実効為替レートである。これは直近が7月の平均までしか入っていないが、足許の水準を申し上げると、このグラフでは105位まで上がっている。昨年の円高水準とほぼ同じ位の水準まで上がっている。歴史的には、然程円高ではないと言える訳であるが、企業心理へのマイナスの影響は小さくないと考えている。三つほど背景を申し上げる。第一に、企業はリーマン・ショック前の為替水準——円安の水準——で漸く競争力を維持できたという認識を持つ先が多いことに加えて、名目ベースでみればドル/円は70円台と経験のない水準である。今年度の想定レートは、短観では82円59銭であったが、これに比べても5円程度の円高になっている。第二に、震災から立ち直りかけた段階で企業業績の回復の足並みもなお確かでないということがある。第三に、震災後のサプライチェーン障害や電力不足という問題に円高が加わると、海外との競争条件がさらに悪化しかねないという懸念を持っているということもある。私共としては、足許の円高の動きのみによって、直ちに輸出に影響が出るとは考えにくいと思っているし、また震災後、輸入が増加し、国際商品市況も高値圏で推移する中では、所得面でのプラス効果は通常より強めに出る可能性もある。ただし、第一に、円高進行による企業心理の変化が設備投資や雇用の回復を阻害し、海外生産進出の加速に繋がるリスク、第二に、円高の背景に米欧経済の弱さがあるとすれば、双方の影響から輸出も早晩下振れていくリスクが一頃より幾分高まっているように窺われる。

続いて、国内需要であるが、まず企業部門については着実に回復している姿に変わりない。図表 23、24 の個人消費であるが、この点についても、例えば、図表 23 の耐久消費財、図表 24 の小売店販売（名目）でも、財は堅調である。一方で、図表 24 にあるとおり、サービス消費は旅行を中心に戻りが鈍いという傾向に大きな変化は出ていない。

続いて、図表 28、生産・出荷・在庫関連指標である。鉱工業生産は、5

月に続き、6月も前月比+3.9%と大幅に増加している。予測指数によれば、7月、8月も増加が続く見通しとなっている。6月は出荷もかなり増えた。問題は先行きがどうかであるが、私共の企業ヒアリングを踏まえると、季節調整の歪みを是正した実勢ベースでみて、7~9月には前期比一桁台後半の伸びとなるという感触を持っている。これで震災前の生産水準に戻る、あるいは若干上回るという見通しである。問題は10~12月以降どうなるかであるが、現時点での企業ヒアリングによる感触は、自動車を中心に、震災によって失われた国内外での販売を取り戻す観点から、10~12月にかけてさらに増加を企図している。彼等は「挽回生産」というような呼び方をしているが、現時点での感触では、前期比一桁台前半位の伸びを想定しているようである。ただし、生産動向は、供給体制が戻った後、海外を中心とした需要の展開に依存するため、相応のリスクがあると考えている。

次に、図表 32 で雇用関連指標であるが、基本的に雇用関連、労働需給関連については、求人倍率をみると少し改善の方向にあるし、失業率を労働力調査でみても、振れを伴いつつ横這いということで、震災後若干悪化していたが、これにも歯止めが掛かるということかと思う。賃金は若干弱めの推移ということかと思う。

最後に、物価についてご説明したいと思う。図表 36、C P I だけをご説明する。C P I（除く生鮮）の前年比は、全国で見ると6月は+0.4%と5月の+0.6%から若干低下している。これは食料品やエネルギーの振れによるものと認識している。一方で、東京C P I 総合の除く生鮮で見ると、6月の+0.1%から7月は+0.4%と伸び率を高めている。中身を精査すると、全国でも7月はまた伸び率を高める可能性が大きいとみている。先行きのC P I であるが、国内需給環境が緩やかに改善するもとの、当面は食料・エネルギー関連も相応のプラスに寄与することから、消費者物価（除く生鮮）でみて、前年比は+ゼロ%台半ばないし後半で推移すると考えている。ただし、8月に予定されている2010年基準への改定は、出てみないと分からないが、前月も申し上げたようにゼロ%台半ばないし後半

の下方改定が予想されている。このため、新基準ベースでみると、4～6月は旧基準で+0.5%であったので、若干のマイナスという可能性があるかと思う。7月以降については、若干のマイナスの領域を含めゼロ近傍で推移するというイメージを現時点では持っている。

以上を纏めると、実体経済については前月と同様、供給制約の緩和に伴って、着実に持ち直してきていると判断している。これまでのところ、少なくとも下振れている感じはない。また、先行きの景気については、年度後半に緩やかな回復経路に復していくというシナリオを維持することで、基本的には良いと考えている。しかし、為替が円高方向に不安定な動きとなっており、その背後に欧米経済の弱さがあるとすれば、景気の牽引役が期待される輸出の下振れリスクは幾分高まっているし、また企業心理の変化をも通じた国内投資や雇用の下振れリスクにも従来以上に注意が必要かと思っている。消費者物価についても、2005年基準でみれば小幅のプラスで推移するということである。ただ、先程申し上げたように、基準改定後、マイナスの領域を含めゼロ近傍ということであるし、円高等が進めば下振れの可能性にも注意が必要である。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

先程、10～12月に自動車メーカーを中心に「挽回生産」ということであつたが、今、海外需要の減速と円高の継続というリスクがあると思う。海外需要の減速について、ヒアリングでは何か大きな懸念はあるか。

前田調査統計局長

現時点で、懸念は持ちつつも、やはり奪われたシェアを取り返すということを優先して、まずは出したいという考えを持っている。であるから、懸念しつつも、基本は出していききたいということである。

白井委員

需要はあるということか。

前田調査統計局長

需要があることを前提に、である。海外については、在庫についても4～6月にかかなり低下したので、その補填もある。ただ、最悪のシナリオは、作って出すには出したが売れずに、年末にかけて逆に在庫が溜まってしまいうということもある。そうなると、来年以降、逆に輸出・生産を圧縮しなくてはいけないということがあるので、そこが気にすべきリスクかと考えている。

西村副総裁

一点だけ。個人消費である。確かに、供給側は比較的強い。サービスを除いて強いが、家計調査、それから消費状況の需要側の方はかなり弱いままである。少し心配しているのは、供給面では、物は取りやすいので比較的良いが、サービスは取れない。それが家計調査では、現在はサービスの方が多。そういうことを考えると、物だけで回復というのは少し言い過ぎかなという気もする。それについてはどうか。

前田調査統計局長

先程、供給側の統計でも、財は強いがサービスの戻りは鈍い、これは旅行などに典型的に表れている、そういう認識である。従って、個人消費については一部に弱い動きが続いている、ただ全体としてみれば持ち直しつつあるという判断である。家計調査については、一つはサンプルの問題かもしれないし、もう一つには、人々は物は買っているが、その分サービス支出を抑えている、この両方があると思う。全体では、今申し上げたような判断をしている。

山口副総裁

追加の参考計表において、特に説明すべきことはあるか。

前田調査統計局長

当初はご説明する予定ではあったが、それでは一点だけ申し上げる。図表2である。実は、事前の資料をお配りした後に、賃金の統計が出ている。名目賃金が6月は-0.8%とマイナスで、弱めであった。所定内、所定外については、労働時間が増えてきたことによって、マイナス幅が縮小となっている。しかし、特別給与は-2.0%と、夏のボーナスはどうやら少し弱そうかなという情報が追加的に入っている。これは中身をみると、大企業については結構強いが、中堅・中小が弱いということになっている。ただ、この点については、私共は、元々、震災後、企業収益がへこみ、中堅・中小については夏のボーナス位からその影響が出てくるとみていたので、大体その線に沿って動いていると思う。

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。

門間企画局長

事前にお配りしてある資料-5の参考計表で、具体的にご説明したいと思う。図表1、図表2は、前回会合以降、新しいデータは入っていないので省略する。図表3、金融市場におけるインフレ予想であるが、QSS調査の右端は6月末時点の調査が入っていて、若干低下しているが、月々の振れの範囲内であって、そうした振れを均してみれば、横這い圏内で推移しているということかと思う。レベル的には、長期の予想が引き続き+1%

を若干上回るところで推移している状況に変化はない。インプライド・フォワード・レートについても、足許、いずれも横這い圏内である。インフレ予想は、以上である。

図表 10、貸出金利である。貸出約定平均金利で、太い線が短期で細い線が長期であるが、ご覧のように、いずれも低下傾向を辿ってきた後、そのまま低水準で横這い圏内の動きとなっている。図表 11、C P 発行金利についても、格付け別に示してあるが、いずれも低水準、横這い圏内で推移している。先程、市場局からも説明があったが、電力の C P 発行レートについても、6 月は若干上昇したが、7 月は低下していて、電力も含めて C P の発行環境は総じて良好である。

次に、図表 14、社債について、フローの発行額を確認して頂く。7 月は、ご覧のように 5,510 億円となっていて、4~6 月の 4,328 億円よりも増えている。ただし、7 月も電力は依然として発行できていないので、電力債抜きで 5,510 億円というのは、比較的活発に発行がされていると言って良いと思う。因みに、過去の 7 月における、この 5,510 億円に対応する平均的な金額は、4,000 億円強である。また、今回 7 月については、B B B 格の発行についても、ご覧のように 640 億円と活発化してきている。前回会合で、6 月分について 2 銘柄で 200 億円と発行の裾野が広がってきていると申し上げたが、7 月はさらに発行が 4 銘柄、製造業を中心に広がってきている。なお、エクイティ・ファイナンスについても、まだ低調ではあるが若干動き始めているという状況である。

次に、図表 20、金融関連の D I である。企業からみた金融機関の貸出態度に関する D I であるが、前回会合以降、新しく出ている計数としては、日本公庫調査による中小企業の 7 月分が 28.4 となっている。単月の振れもあるかもしれないが、ややはっきりと改善している。次に、資金繰り D I であるが、これも 7 月のところをご覧頂くと、中小企業の日本公庫調べが -0.6、商工中金調べが -4.2 といずれも前月対比で改善している。生産活動の回復のほか、保証制度などセーフティネットの充実も影響していると聞かれている。しかしながら、商工中金調べの -4.2 は、震災前に比

べてなお厳しい水準であるし、この先の景気の不透明感なども考え合わせると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がみられているというこれまでの認識を、今月のところは維持してもう少し様子を見るのが適切かと考えている。

次に、図表 25、マネタリーベースについては、7 月分の数字がこの資料の配付後に出ているので、数字を申し上げる。6 月の+17.0%に続く 7 月が+15.0%であり、若干伸び率が低下しているが、5 か月連続で二桁の伸びとなっている。

以上、今月はまだデータが十分に揃っていないタイミングということもあって、前回以降あまり情報がないが、実態的なヒアリング情報等を含め、前回以降、変化らしい変化は観測されていないと認識している。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。なければ次に移りたい。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、次に金融経済月報の概要をお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

A3 の比較表に基づいて、実体経済・物価についてのご説明をさせていただきます。実体経済・物価のパートでは、実体経済の各論の段落だけ幾つか表現を見直しているのですが、その部分をご説明させていただきます。まず、一行目だが、生産・輸出については「供給面の制約が和らぐ中で、増加を続けている」としている。先月時点では、生産は「このところ持ち直しの動きが明確になっている」、「輸出は増加に転じている」と変化を強調する書き方にしていたが、そうした状況が今月も続いたので「増加を続けている」とした次第である。

続いて、二つ目の文章だが、「設備投資は、被災した設備の修復もあって、総じて持ち直しており、個人消費は、一部で弱い動きが続いているが、全体としては持ち直しつつある」としている。先月までは、設備投資も個人消費も併せて、国内民間需要は「持ち直しつつある」としていたが、ただ設備投資については、復旧の動き、また先程議論もあったが、個人消費では外食や旅行のサービス商品の弱さなど、特徴的な動きも明らかになってきたので、両者を分けて書いた方が良いのではないかと思った次第である。

ここまで申し上げたうえでだが、こちらの資料の提出後、輸出・生産が「増加を続けている」としたように、これまでのところ、震災後の大きな落ち込みからしっかりと持ち直してきていることを、現状の総括判断の部分でも、もう少し強調しても良いのではないかと考えるに至っている。そこで、お手許では、「震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している」を、「着実に持ち直してきている」に変更させて頂ければと思っている。すなわち、冒頭表現のところだが、「わが国の経済をみると、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている」である。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融面について、まず、金融市況だが、前回会合時と比べて、円高ドル安、長期金利低下、株は概ね横這いである。そこで文案をみて頂くと、今月は円の対ドル相場に関する記述を変えているのみであるが、資料配付後、長期金利が低下したので、長期金利の記述についても変えたいと考えている。そこで、「この間」というところであるが、まず「この間」は削除して、その後、「前月と比べ、円の対ドル相場は上昇している一方、長期金利は低下している」とここで一旦切る。その後、「この間、株価は前月と概ね同じ水準となっている」とさせて頂きたいと考えている。金融環境については、前月から記述に変更はない。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

Ⅲ. 金融経済情勢および当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢及び当面の金融政策運営等に関する討議に入りたいと思う。本日は、金融経済情勢と政策運営方針とを合わせて1ラウンドで、お一人5分程度を目途に発言をお願いする。発言の順番は、森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、中村委員の順番である。それでは、森本委員からお願いする。

森本委員

まず、海外経済であるが、米国経済については、第2四半期のGDPの前期比年率が+1.3%と市場の想定より減速している。輸出や設備投資が堅調な一方、個人消費が前期比横這いとなったことが影響している。先行きもガソリン価格は低下しているが、雇用の改善に足踏み感があるもとで、バランスシート調整という重い課題を考えると、個人消費は抑制される可能性が高いとみている。鉱工業生産は減速しつつも増加基調を維持しているが、7月のISM製造業指数が悪化するなど、先行きは不透明感が増している。また、連邦債務の上限引き上げ問題はひとまず決着をみたが、歳出削減の具体策の決着まで予断を許さないし、実施段階では実体経済の下押し圧力となるため、景気の回復ペースは極めて緩やかなものになるとみている。

次に、欧州経済をみると、周縁国経済は低調な動きとなっているが、全体としては緩やかな回復を続けている。ソブリン問題は、大枠で合意したことで、差し迫っていた危機はひとまず回避された。ただし、合意後においても、周縁国の金利は高止まりしており、財政緊縮化の動きとも相俟って実体経済に与える影響を引き続き注視していく必要がある。

新興国経済は、物価上昇圧力を受けた金融引締めの影響などから幾分成

長テンポを減速させつつも、全体として堅調な内需を核として拡大が続いているが、成長と物価安定の両立には注意が必要である。

次に、こうしたもとでの国内経済であるが、サプライチェーンの復旧が前倒しで進捗するなど、震災による供給面の制約が和らぐもとで、持ち直しの動きが一段と確かなものとなっている。ただし、足許において下振れリスクが増している。すなわち、不安定な海外経済の動向から為替レートが歴史的な円高水準に振れており、これが企業マインドを冷え込ませ、立ち直りつつある輸出や企業収益に打撃を与え、実体経済を押し下げるリスクを大きく意識せざるを得ない状況となりつつある。また、欧米の財政緊縮化が海外経済の下振れに繋がる可能性についても注視していく必要がある。さらに、供給サイドでは、やや長い目でみた電力供給の不足やコスト増が円高等と相俟って海外シフトが加速し、経済を下押しするリスクにも注意が必要である。

需要項目別のコメントは割愛するが、一点、心配された個人消費は、消費者マインド改善のもと、全体として緩やかながら持ち直しに向かっているとみて良いと考えている。

次に、物価については、消費者物価指数（除く生鮮）は小幅のプラスで推移しているが、2010年基準への変更に伴い、若干のマイナスの可能性を含めゼロ近傍となる可能性がある。この基準改定が物価の実勢や人々の経済行動に影響を及ぼす訳ではないが、需給ギャップが縮小傾向にあることについて、適切なコミュニケーションを図っていく必要がある。

次に、金融市場をみると、短期、長期とも引き続き総じて落ち着いた動きとなっている。企業金融であるが、CP、社債市場とも電力銘柄を除き全体として緩和の動きが続いている。間接金融では、貸出金利は低水準で推移しており、貸出の前年割れ幅も縮小している。中小企業の資金繰りについても、震災直後に悪化した後、幾分改善する姿となっている。一方、為替市場であるが、前述のとおり、ここにきて急激に円高方向に振れ、株式市場にも影響を与えつつあり、回復段階にある我が国経済の大きな下押し圧力となることが懸念される。

こうしたもとでの金融政策運営である。我が国の金融環境は、緩和的な動きが続いており、金融経済情勢は、基本的には中間評価時の見通しに沿って展開している。ただ足許では、海外経済の減速や円高進行に伴う経済下押し圧力を強く意識せざるを得ない状況にあり、見通しを巡る不確実性の度合いは、強まってきていると言える。こうした点を踏まえ、まず、次回会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。先行きの金融政策運営については、私共は、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という三つの措置を通じて、最大限の貢献を粘り強く続けることが肝要と言ってきた。従って、今回、これまで述べたようなリスクに対し、こうした姿勢をより明確にしたうえで、金融緩和を一段と強力に推進することが必要だと考える。具体的には、臨時、異例の措置として昨年来導入してきた資産買入等の基金をインパクトある対策となるよう、例えば10兆円規模の思い切った拡充を図ることが重要だと思う。30兆円規模の固定金利オペは既に上限に達しているし、10兆円の資産買入れも7兆円弱と着実に実施され、一定の効果を発揮している。こうした現状を踏まえ、市場規模や本行の財務リスクにも十分配慮した効果的な方策を、執行部説明を聞いたうえで議論を行い、早急に決定し実施していくことが望ましいと思う。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

国際金融市場では、欧州のソブリン問題、米国の連邦債務上限問題とも一定の進展はあったものの、根本解決には程遠い弥縫策に過ぎないとみられていることや、世界の实体经济の回復基調は続いているものの各国・地域間の貿易の伸びが鈍化するなど減速感が明確化していることから、不安

定な動きが続いている。

こうした中、日本経済は、大震災後の落ち込みから持ち直しているが、先行きについては不安要素が山積している。目先の最大のリスクは円高である。円高は、火力発電用燃料等、原発事故関連での輸入増加が避けられない中、一定のメリットがあるのは事実であるが、日本は基本的には純輸出国であり、これまで多額の海外資産を積み上げてきたこともあり、デメリットの方を重視せねばならない。6月短観の想定為替レートは1ドル82円台であったが、より円高水準で推移している現在の為替相場が続けば、輸出や収益の減少を通じ、設備や雇用などにも悪影響が及びかねない。先日訪れた三重や愛知の経営者からも、一様に現在の為替水準に対する強い警戒感が表明された。今後の経営計画策定に当たっても、マインド面から相当大きな影響を及ぼすものと思う。このほか、海外経済の一段の減速リスク、原発停止による電力不足や電力コストの上昇、企業の海外シフトの高まりなどの懸念もあり、日本経済はまさに重大な局面にあると認識している。

物価であるが、今月半ばのCPIの基準改定により指数がやや大きく下方改定されるとの見方が強まっているが、前年比マイナス幅の縮小ないしはプラス幅の拡大というこれまでの方向性は変わらないと思われる。また、賃金や年金のCPIとの連動性も低下しており、これだけで国民の物価に対する見方が下振れるとも思えない。従って、現時点では、デフレ脱却に向けた動きが続いているとの判断を変える必要はないと考えている。ただし、現在の円高と絡ませて、デフレを強調するような報道が強まった場合には、2009年秋のデフレ宣言時のように、一定程度、国民のマインドに影響する可能性については留意しておく必要があるように思う。

そこで、本行の金融政策の運営についてであるが、まず、金融市場調節方針は、円高もあってデフレ脱却にはなお時間がかかり、金融面での不均衡の蓄積もみられないため、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%とすべきである。今後とも、こうした状況が続く限り、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維持し、

時間軸を揺るぎないものとしていくべきだと考える。

資産買入等の基金については、円高が実体経済や金融市場に負の影響を与えるリスクが高まる中、残高が 37 兆円を超えて 40 兆円の上限が近付いてきていることもあり、増額を検討すべきと思う。これまで、当基金による資産買入は、リスク・プレミアムの縮小や長短金利の低下などの効果を発揮してきたが、基金増額はさらなる効果をもたらすものとする。具体的には、マインド面へのインパクトも考慮してやや多めの 10 兆円程度の増額とし、また、経済全体へ広く効果を及ぼすため、固定金利オペ、長短国債、リスク性資産のそれぞれを偏りないよう増額するのが良いと思う。ただし、増額余地が限られている市場もあるため、各資産別の増額幅は執行部の意見を聞いて考えたいと思う。

本行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく旨コミットしている。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが重要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

初めに、足許の金融経済情勢については、展望レポートで示したシナリオに沿った動きとみており、私の見方に変更はない。もっとも、国際金融・為替市場において不安定な動きが続いており、我が国経済に与える影響は無視できないと思う。このため、先行きについては、景気の下振れリスクを強く意識している。以下では、国際金融市場、海外経済、我が国経済の動向について申し上げた後、当面の金融政策運営について、私の見解を申し上げる。

まず、国際金融市場の動向であるが、欧州財政問題については、前回会

合以降の動きをみると、7月15日に銀行ストレステストの結果発表、7月21日にユーロ圏首脳会議でギリシャ向け第2次支援と危機波及防止のための欧州金融安定基金——E F S F——の役割強化が決定され、一定の進展があった。このうち、銀行ストレステストは市場で審査内容が甘いと受止められ、銀行の財務基盤に対する懸念を払拭できなかったが、ギリシャ第2次支援とE F S Fの役割拡大は、予想以上の包括的な合意内容となり、一旦は市場の警戒感が弱まった。しかし、欧州財政問題には二つの大きなリスクが残っている。第一に、ギリシャの危機再発リスクである。今回の債務削減にどれだけの民間債権者が協力するのか不確実であるし、ギリシャは今後も厳しい改革を続けなければならないが、怠れば再び危機に陥る可能性がある。第二に、ギリシャ以外への危機波及リスクである。今回、EUは民間債権者の負担についてギリシャ限定で合意したが、アイルランドは2012年、ポルトガルは2013年に市場での国債発行を計画しており、市場調達が可能となれば、ギリシャと同様に民間負担による債務再編が余儀なくされる。また、E F S Fの残る貸出余力は2,500億ユーロほどの見込みで、スペイン、イタリアへの対応には不十分である。このため周縁国の国債利回りは高止まりしており、今後も国際金融・為替市場を不安定化する懸念は高いと思う。

次に、米国債務上限引き上げ問題であるが、8月2日に法案が成立したものの、米国の中長期的な財政再建への懸念から格下げが予想されるほか、株価はやや弱含んで推移し、株価、為替の変動も大きくなっており、市場では神経質な展開となっている。この間、為替市場では投資家のリスク回避姿勢が強まっており、一時は震災直後の最高値1ドル76円25銭を窺う円高水準となった。今回の急速な円高は海外に端を発したドル安の結果であり、我が国経済のファンダメンタルズを考えると、それを越えた水準での円高の影響は無視できないと考えている。

海外経済の動向であるが、まず、米国経済については減速感が強まっている。実際、過半数を超える地域で回復ペースが鈍化している。第2四半期の実質GDP成長率も、前期比年率+1.3%と第1四半期を上回ったも

の、堅調な企業収益に支えられた設備投資の増加と輸入減速による純輸出の増加が寄与したもので、消費の伸びの鈍化は鮮明である。住宅市場は依然低迷していることもあり、家計は引き続き債務削減を続けていく必要があるので、大きな消費回復は望めない。一方、日本のサプライチェーン寸断の影響については、米国でも薄れつつあるが、内外の需要が減速気味の中、今年後半も企業収益、設備投資の堅調が続くのかやや懸念している。

新興国経済については、アジアでは金融引締めの効果と財政緩和政策の見直しで経済成長率はやや低下しているが、内需は堅調でインフレ圧力は続いている。中国は、今のところ消費と投資を中心にアジア最高の成長率を実現している。特に、固定資産投資前年比は1年以上に亘って+20%を超えており、金融引締めの影響は限定的である。鉱工業生産も6月は+15%と前月を上回って伸びている。もっとも、製造業PMIが低下を続けていることと、一連の金融引締めで中小企業の資金調達が困難になっているのは気がかりである。ただ、GDPギャップがタイト化している状況下、やや減速感があるものの中国経済のリバランスプロセスと捉えられなくもなく、現時点ではソフトランディングは可能だと判断している。

このように海外経済の減速感が強まる中で、我が国経済については、サプライチェーンの回復は順調に進んでおり、夏場の節電の影響は限定的なため持ち直しの動きは明確である。鉱工業生産は拡大しており、来月には震災前の水準を回復する見込みである。製造業のPMIも7月は堅調で、新規受注が5か月振りに増加している。他方で、新規輸出受注が減少しており、海外経済の減速が景気下振れリスクとして強まっているようである。この間、消費については回復基調が鮮明である。百貨店の売上高や小売業販売額は前年同月比プラスに転じているし、高級品や自動車の販売も伸びており、外国人観光客も緩やかに回復しつつあるようである。ただし、今後は節電関連消費や地デジ対応のテレビの駆け込み需要が剥落するので、消費の回復基調が続くのか慎重に見極めたいと思う。

先行きについては、緩やかな回復経路に復していく見通しであるが、中長期的な電力不足問題と構造改革の遅れに加えて、足許で進行している円

高の影響から景気が下振れるリスクを強く意識している。急速な円高は輸出企業の収益悪化等を通じて底堅く推移している株価が腰折れたり、震災後改善してきた企業マインドを冷え込ませ、生産・設備投資を落ち込ませる可能性が高い。また、震災後、海外に生産拠点をシフトする企業の動きがみられるが、円高がこの動きを助長しかねず、雇用情勢に悪影響を与える懸念もある。

なお、物価については、C P I（除く生鮮食品）の6月の前年比は、エネルギー価格の上昇が一服したことにより前月に比べて低下した。しかし今後は、G D Pギャップが縮小していくので、緩やかな上昇傾向を続けていくとみている。物価のリスクバランスについては、世界経済が減速しつつも拡大する局面の中、原油の需給バランスが今年後半からタイト化するとの予想もあり、コモディティ価格が再上昇する可能性から引き続き上振れリスクを意識している。

次に、当面の金融政策運営であるが、我が国の金融環境自体は、本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持と基金等による資産買入れの効果もあって、全体として緩和の状態が続いていると判断しているが、景気の下振れリスクが高まっているので、基金による資産買入れの増額などにより、現在の包括的な金融緩和政策を一段と強化すべきだと思う。

前回会合において、私は、金融政策上の追加対応の必要がある状況として、主に三つの状況が生じた時、あるいは生じる兆しが確認される状況を考えていると申し上げた。すなわち、第一の状況として、経済・物価に関する中心シナリオが大きく下方修正される可能性が高い場合あるいは下振れリスクが高まっている場合、第二の状況として、金融市場の機能が低下している場合や金融システムが不安定化している場合、第三の状況として、金融システムのさらなる機能向上あるいは活性化のために、新しい金融手法や市場の育成または発展を促進する場合を指摘した。現在の状況について、これを当てはめると、中心シナリオ自体に大きな変化はないが、電力供給不足が長期化する中、欧米経済の減速懸念と円高傾向の持続によって景気下振れリスクが強まったので、第一の状況である中心シナリオ

の下振れリスクが高まっている場合に該当すると判断している。中心シナリオに沿って景気回復が順調に進むよう促すためにも、今回、比較的大きな、例えば 10 兆円ほどの追加的な金融緩和を検討すべき時期にあると思う。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、金融経済情勢について述べたいと思う。本日は、時間制約が特に厳しいので、ポイントに絞ってお話ししたいと思う。この金融経済情勢絡みでは、ポイントは六つある。

一つは、我が国経済についてであるが、足許着実に持ち直してきており、先行きは緩やかな回復経路に復していくことが見込まれる——概ね前回会合の中間評価に沿った動き——という評価で良いと思っている。

二点目は、しかしこのようなシナリオを巡るリスクは、海外情勢を中心に、むしろこのところ高まってきているとみている。ざっと各国の状況をみても、米国では、当面の政府債務の上限問題については一定の決着をみたが、そのプロセスの中で、財政問題の本質的な解決、つまり財政の健全化を実現することの難しさが却って浮き彫りにされるといった皮肉な結果を招いている。また、景気については、最近発表された景気指標は概して弱く、先行きについての市場の懸念が強まっている。元々、米国景気については、今年の前半中、財政面から景気支援が続いているうちに、自律回復に向けた動きがある程度出てくることを期待していた訳であるが、どうやらこの期待は裏切られつつあるようにみえる。欧州については、ソブリンリスク問題の火の手がむしろじりじりと広がってきている。当該問題を巡って、関係者間で様々な議論がなされ一定の合意が実現すると、その後さらに次の問題がクローズアップされてくる、といったまさにギリシャ悲劇でもみるような状況になってきている。ギリシャからスペイ

ンやイタリアなどの欧州大国へのコンテージョンリスクが心配になっている。この間、欧州系金融機関の経営面に対する懸念も強まっている。欧州では、財政、金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が徐々に作動し始めているように思われる。

三点目は、国際金融資本市場の状況である。全般に、神経質な動きが続いており、ソブリンリスクを抱える国へのエクスポージャーの大きい欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクが意識される度合いが強まってきているようである。

四点目は、新興国・資源国経済についてであるが、金融引締めの影響もあって、成長スピードは概して減速しつつあるが、依然高めの成長を続けている。この先やや長い目でみての大幅なブーム・アンド・バーストのリスクが、さらに無視できなくなっているように思っている。

五点目は、以上のような海外経済情勢と、そうしたもとの生じている為替相場を含む金融資本市場の神経質な動きを眺めて、国内企業の先行きへのセンチメントが悪化しているということである。大震災による急激な落ち込みから漸く回復の目途がつきつつある状況下での不測の変化だけに、今後、企業の国内設備投資計画や雇用スタンスに、マイナスの影響が及ぶ可能性には注意を要すると思っている。

六点目、最後になるが、物価については、今月半ばに消費者物価の新基準による計数が発表される。新基準では、前年比の数字は相応の幅で下方改定される見込みであり、前年比マイナスの可能性を含めてゼロ近傍となる見方が少なくない。このこと自体は大筋予て予想していたことではあるが、デフレ克服まではなおそれなりの時間がかかることが改めて明らかになる訳である。企業や消費者の物価観、物価についての見方に何らかの影響が及ぶ可能性もあるように思っている。

次に、金融政策についてであるが、以上のような情勢認識に立つと、金融政策としては一段の金融緩和が必要になるということだろうと思う。その場合、政策金利については、実質的に既にゼロ金利となっており、これ以上の下げ余地はないと考えれば、資産買入等の基金の増額で対応すると

ということになる。具体的な対応の仕方を考えるに当たって、基本となる考え方をここで整理すると、次のような点になるかと思う。

まず一点目は、今回の追加緩和の目的は、景気の下振れリスクの高まりへの対応と、物価安定への道筋の確保ということになるだろうと思う。当面の種々のリスクを十分に視野に入れたうえで、中央銀行としての構えを対外的にしっかりと示していくことが重要ということである。

二点目は、政策の直接の狙いは、マーケットの動きからみて、リスクプレミアムへの働きかけという面も勿論あるが、主として長めのリスクフリー金利の低めへの誘導ということになるだろうかと思う。

三点目は、基金の増額幅についてであるが、我々の政策スタンスをしっかりと対外的に打ち出していくという趣旨からすると、従来の増額幅である5兆円を大きく上回る規模にする必要があると思っている。10兆円が一つの目安になるのではないかと思う。

四点目は、基金増額の内訳に関してであるが、長めの金利への働きかけという点での有効性、言い換えれば、市場の状況を勘案したうえで、2年程度までの金利に極力万遍なく働きかけていくという観点に立っての有効性と、大幅な基金増額を実現できるだけのオペレーションツールの多様性を確保していく必要がある。それから、日本銀行の財務の健全性などの点もしっかり踏まえて、検討する必要がある。長めのリスクフリー金利への働きかけを中心軸に置くとすれば、6か月物の固定金利オペと国債買入を中心に増額するということになるのではないかと思っている。増額を達成する時期としては、大幅な基金増額であれば、多少期間を長く取る必要があるだろうと思う。来年一杯ということにするのが良いのではないかと思っている。

最後に、先程も言ったことであるが、改めて次回会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持が適当と思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、経済・物価情勢判断から申し上げる。前回会合以降得られた経済指標を点検した結果、我が国経済は供給制約が和らぐ中で、全体として持ち直しの動きが続いているが、一方で海外経済や為替・金融資本市場などを中心に、先行きのリスクが高まっているとみられる。前回会合以降、特に重要と思われる変化点として、次の四点に絞って指摘したいと思う。まず、第一点は、米国経済の回復の鈍化である。第二点は、欧州ソブリン問題に関する波乱リスクの増大である。第三点は、急激な円高である。第四点は、デフレを脱却し物価安定を実現する時期が後ずれする可能性である。それでは順に申し上げる。

まず第一に、米国経済である。企業部門を起点とした緩やかな回復の基本メカニズムは途切れていないと判断しているが、先日公表されたGDP統計では、回復ペースは想定以上に鈍化しているということが示された。本年第1四半期の実質GDPは、年次改訂により従来の+1.9%から+0.4%へと大幅に引き下げられたほか、第2四半期の速報値は+1.3%と市場予想を大幅に下回った。これに伴い、今年前半の成長率は+0.8%程度と極めて低い水準となる。また、足許の連邦債務問題に伴う政府支出削減の影響やISM製造業・非製造業景況指数の悪化など、一段の景気減速を示唆する動きもみられる。先行きの景気回復のペースについては、徐々に上昇していくとみられるが、それでも今年の減速は不可避であり、現時点では、今年の実質GDPの成長率は、潜在成長率を下回る+2%程度、もしくは財政引締めの影響が追加されればそれをさらに下回る恐れもあるとみている。金融市場では、こうした一段の景気減速を織り込んで、長期金利が2.6%程度にまで低下しているほか、Fedによる利上げ時期の予想も2013年半ばまでと大きく後退している。

次に、第二点の欧州ソブリン問題である。ギリシャへの2次支援の枠組みが決定されるなど一定の進展がみられた一方で、その後、イタリアやスペイン等の国債金利が6%を超える水準まで上昇し、さらなる懸念が台頭

してきている。マーケットの懸念を払拭するには、現在合意された欧州金融安定基金の規模のさらなる拡充、つまりはEU各国のさらなる財政負担や財政統合へ向けた取組みが必要と考えられるが、それは、ギリシャ支援以上に高いハードルといえる。その意味で、欧州ソブリン問題はより大きな問題へ発展する新たなフェーズに差しかかっており、世界経済の波乱リスクがもう一段高まったと考えている。

第三に、急激な円高についてである。今申し述べた米国の景気減速懸念、並びに米国・欧州の財政問題を背景に、ドル／円相場は70円台後半という極めて高い水準で推移している。これらの背景はいずれも簡単に解決するというよりもやや持続的とみられることから、現在の円高基調は今後も持続する可能性が相応に高いとみている。円高は、輸入コストの低下というメリットがあるが、一方で、国内生産を維持し経済の成長と雇用を支える意思のある輸出企業、あるいはものづくり企業にとっては、円高は大きな重石となる。それは、やや長い目でみた企業マインドの悪化と、成長期待の低下を招く恐れがあり、また産業空洞化と雇用の喪失をもたらす恐れがある。

最後に、デフレを脱却し物価安定を実現する時期が後ずれする可能性についてである。6月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、前月より0.2%ポイント低下し+0.4%となった。これは商品市況高による食料工業製品や石油製品への価格転嫁が弱まったためと考えられる。一方で、内閣府の経済財政白書によれば、8月予定のCPI基準改定により、0.7%ポイントあるいは0.8%ポイント程度の下方修正がされるという見通しが示されている。また、他の民間エコノミストの試算も同程度であるように窺われる。それらを合わせると、足許のCPIインフレ率は若干ながらマイナスに転じている可能性がある。また、10月には、これまで指数を押し上げていたたばこ税・傷害保険料要因が剥落すること、そして現在の円高が定着すれば輸入インフレ圧力がさらに抑制されることなどを考え合わせると、物価安定の実現までになお時間を要する状況であるというように示唆される。以上のような変化点は、いずれも我が国経済・物価見通し

を下振れさせる要因となる。これまでの決定会合で強調してきたとおり、景気については、私自身、足許までの回復のモメンタムが秋口以降も維持できるかどうかのポイントと考えてきたが、上記四つの点は、まさにこれからの回復のモメンタムにブレーキをかける動きといえる。

従って、金融政策判断であるが、政府が為替介入を実施したこのタイミングで、金融緩和を一段と強化し、規模としてもインパクトのある思い切ったアクションに踏み切るべきと判断する。追加緩和の具体的な内容としては、前回会合でも少し述べたとおり、資産買入等の基金の増額が適当と考えているが、一方で、その市場規模やリスク量などを勘案して、どのような具体案が可能かどうかについては、執行部の意見を聞きたいと思う。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

前回会合以降の金融経済情勢であるが、過去数回の会合で注意を喚起してきたリスクシナリオが残念ながら顕在化しつつあると思う。三つの大きな変化があったと考えている。第一に、米国経済で下振れリスクが目立って増加した。先週金曜のGDPベンチマーク改訂によって米国経済の現状に対する見方が一変したと思う。特に、GDPの7割を占めるPCEの成長寄与度が足許僅か0.07%ポイントしかない。2011年暦年後半は比較的高い成長が予想されていたが、逆にリセッションに陥る可能性すら出てきたと思っている。実際、直近はISM製造業、ミシガン・サーベイなど悪いデータが続出している。そのため、米国金融政策が昨夏同様にその方向性を変える可能性は小さくない。現在、FOMCの主流派は、エネルギー価格が落ち着いていることから、足許の米国流コアのインフレ傾向は短期的とみており、同時に雇用に重きを置くスタンスを取っている。従って、金融市場では、ネイキッドな緩和は予測されていないが、持って回った形

の、例えば、引締め延期の示唆などで政策スタンスを変更すると予想する向きが増えている。このため、基調的なドル安を現在さらに加速する形になっている。欧州でも、足許インフレの高まりとともに、経済活動のスローダウンが垣間みえている。ユーロ圏製造業PMI輸出受注は、7月は50を切っており、より広汎な製造業PMIでも7月は50.4に低下している。景気の減速は特に周縁国での財政再建の足かせとなり、それが金融市場にフィードバックする。それが再び景気の下押し要因となる負の相乗作用が働く懸念がある。加えて、EU首脳会議の予想以上の成果で欧州金融市場は小康状態にはあるものの、イタリア、スペインについては大きな変化はみられず、再びコンテージョンの起こる気配もみせており、ユーロも乱高下している。

第二に、こうした状況を反映して、対ドルや対ユーロを含め、円の名目実効レートが大きく上昇している。急激な円高が今後定着すると、震災後の回復、特に雇用面で大きな比重を占め、裾野の広い輸出産業に打撃は大きいと思う。そのため、企業マインドの委縮が懸念されている。

第三に、6月のCPIの予想比下振れから、消費者物価でエネルギー価格上昇以外の上昇モメンタムが途切れていることが確認された。これは、刈込平均が再びマイナス幅を拡大したことに符合する。8月12日に総務省統計局は新基準である2010年基準でCPI上昇率遡及結果を公表する。6月は新基準でみると、マイナス領域に沈み、ゼロ近傍と言うには些か苦しい $-0.3\sim-0.4\%$ になる可能性がある。7月は旧基準では $+0.6\sim+0.7\%$ 位であるので、新基準では恐らく -0.1% 位で、ゼロ近傍であるがマイナスである可能性は高いと思う。エネルギー価格上昇以外の上昇モメンタムが回復しない場合には、2011年度平均は新基準で高々ゼロ近傍、それもマイナス側のゼロ近傍ということになる可能性がかなりある。人々の短期の物価上昇期待は足許の公表物価上昇率に依存しがちであるということは、サーベイデータからよく知られている。公表物価上昇率が長く低迷すると、短期の物価期待の時間平均である中長期的な物価上昇率そのものに下振れの可能性が高まってくる。基準改定によって物価下落のセン

チメントが増幅される可能性には注意しなければならないと思う。

以上、不透明感が大きく高まった海外経済情勢から為替・金融市場が動揺し、それが我が国の企業マインドを萎縮させ、景気に大きな下振れのリスクを与えている。さらに物価情勢は、新基準でみて足許依然としてマイナス領域にある可能性が高く、物価安定の実現まで時間がかかり、その間に中長期的な物価上昇期待が下振れてしまうリスクは小さくない。従って、望ましいと思われる金融政策は、大きな下振れリスクに直面して萎縮しないように企業マインドに働きかけるとともに、長めの金利に働きかけ、金利経由のトランスミッションメカニズムを通じて、経済活動を活性化することである。包括緩和の資産買入等の基金はこの両者を包含している。従って、資産買入等の基金をできるだけ広汎に用いて、長めのリスクフリー金利の低下をもたらすことと、過度のリスクプレミアムが生じないようにすることが必要だと思う。日本銀行としての金融緩和スタンスをはっきりさせる観点から、増額の規模は十分に大きくするべきである。その意味で、既に上限に達しているが、需要のある6か月固定金利オペのさらなる拡充、それより長めの国庫短期証券、さらに長めの長期国債の買入を増額し、長めのリスクフリー金利の低下を促すのが望ましいと考える。各市場の実情に差があり、アービトラージは完全ではなく、プリファード・ハビタットの市場になっていることを勘案して、買入額を考えていく必要があると思う。さらには、投資家心理の委縮から過度のリスクプレミアムにならないように、リスク性資産すなわちCP等、社債等、ETF、J-REITの買入枠の増大も考慮する必要がある。ただし、ここでも市場の実情に合わせて、中央銀行として過度のリスクテイクにならないように細心の配慮が必要である。現状、リスクプレミアムは総じて落ち着いた状態にあることや、必要以上の介入で資源配分の大きな歪みをもたらさないように努める必要があることなどを考慮すると、増額の大部分は、リスク性資産ではなく、長めのリスクフリー金利の低下をもたらすための固定金利・ターム物のオペ、国庫短期証券、長期国債に割り当てるのが望ましいと考える。これらの点について、執行部に説明を求めたいと思う。

最後に、次回までの金融市場調節方針は、現状維持が望ましいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

まず、我が国経済の現状、足許までの状況については、前回会合での見方と基本的には変わらないと思っている。月次指標でも、生産・輸出はしっかりとしたペースで増加しているし、また、民間需要についても全体として持ち直しの動きが続いている。震災で生じた生産面の制約が解消し、我が国経済がこれまでのところ、順調な回復の過程を辿ってきていることが確認できていると思う。

問題は、今後の先行き、方向ということであるが、これまでの我々のシナリオは、海外経済の堅調な成長を前提として、復興需要が加わり、緩やかな成長経路に戻って行くというものであったと思う。今この前提となる海外経済の成長について、特に米国経済の成長ペースが鈍化してきているとみられる。これまでは、年前半は少し減速するも、年後半にかけて回復のスピードを上げていくとみていたが、先般の第1四半期GDP実績の大幅な下方修正、弱い第2四半期の速報値からも、米国自身が想定してきた成長のコースがかなり下振れているとみられる。また、最近発表された各種の指標についても、かなり弱いものが並んでおり、下期に大きく改善する兆候がみえない状況である。米国を中心に海外景気下振れのリスクが大きくなってきているものとみられる。これに加えて、足許でのドル安・ユーロ安の影響が我が国経済の先行きに大きなリスクとなってきている。これまでもドル安・ユーロ安の傾向はあったが、ドルについては、景気の一時的な減速が回復に向かい、債務上限問題が解消すれば、また、ユーロについてはギリシャの債務問題が決着し安定すれば、下押し圧力が減殺されるとみる向きが多かったと思う。ドルについては、債務上限問題に妥協がな

されたものの、引き続き格下げ問題がくすぶっているうえ、今後、財政は、長期的にはともかく、短期的には経済にとってマイナス影響は与えることはあれプラスの影響はなかなか難しいと思う。景気対策は、金融政策に大きく負担がかかってくる筋合いにある。その意味からも、現状の米国経済の状況を背景に今後ともドル安圧力は継続するものと予想せざるを得ない。

また、ユーロ圏の状況も、ユーロ安の大きな要因となったギリシャの債務問題は一定の落ち着をみたものの、本問題は欧州の金融機関の問題でもあり、民間部門のギリシャ債務問題解決に向けての負担が避けられなかったことから、その他の周縁国の問題に発展していく恐れが非常に強い。これら各国の国債の金利も、一旦は低下したものの、茲許かなりの上昇をみている次第である。それから、これらの国々は今後財政赤字削減の努力をするということになるが、短期的には税収の落ち込みを通じて、赤字拡大を招く恐れもあり、また利払い負担が借換えにより増加していくことが予想されるので、安定に向かうとしても時間を要し、引き続きユーロ安の地合いが続くものとみざるを得ない。

以上から、当面、円高への圧力が継続することが考えられる。これに対して、輸出価格へ転嫁するという点については、ドルリンクの度合いの強いアジア諸国、あるいはユーロをベースとするドイツとの競争を考えると非常に困難であり、今後、我が国の輸出、生産、企業収益へのマイナスの影響を否定する訳にはいかない。輸入価格のメリットを考えても、全体として企業マインド、経済活動への下押し圧力となる懸念が大きいものと思う。また、こういう海外景気の減速懸念を背景として、中長期的にも現状のドル安・ユーロ安の傾向が続くと、来年度以降の見通しが不透明となっている電力供給問題と併せて企業の生産の海外シフトを加速させる可能性も懸念するところである。震災により生産・輸出の落ち込んでいる間に、企業の海外での競争条件に、あるいは競争状況に変化が生じている可能性がある時期だけに、企業は競争環境の変化により敏感となっていると思う。

物価については、これまでのところ、需給バランスの改善が続くもとで、これまでの国際商品市況の上昇もあって、コアの消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移するというこれまでの見通しに沿った推移をしていくものとみられる。もっとも、国際商品市況の落ち着きや円高が継続していく場合には、物価がやや下向くことも考えられると思う。また、物価指数の改定がどのように受止められるかという点についても、今後、非常に注視していきたいと思っている。

次に、金融政策運営方針であるが、従来のシナリオ達成に対して、先程申し上げたようなリスクが大きくなっていることを踏まえ、ここで回復経路への復帰を確かなものとするために、しっかりとした金融的な下支えを行っていく必要があると思う。これまで各委員から意見があったが、同様の措置を取ることが適切と考えている。具体的には、基金の10兆円程度の増額が必要と考える。足許の無担保コールレート（オーバーナイト物）の目標レートについては、現状維持が適切と考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いする。

中村委員

内外の金融経済情勢については、多くの委員の方の説明と内容が重複するので省略させて頂きたいと思う。なお、国内経済の先行きについては、7月中間点検で確認されたメインシナリオを現時点で修正する必要はないと思っている。この間、リスクとしては以下の点には注意を要する。第一に、海外経済の動向である。欧米経済のリスク・バランスは下方にあり、米国経済は減速状態が長期化する可能性がある。また、新興国・資源国経済は、インフレの進行や経済の過熱といった上振れリスクのほか、その後の調整局面が長期化した場合の下振れリスクも考えられる。現行の基本シナリオは、我が国の生産の持ち直しとともに、堅調な海外需要のもと、輸

出も回復するというものであるが、海外経済の下振れリスクが高まっているように感じられる。第二に、我が国の中長期的な電力供給や電力コスト上昇の懸念である。こうした懸念が長期化すれば、企業の成長期待や家計のマインド面へのネガティブな影響を通じて、設備投資、雇用、個人消費に下押し圧力となり、回復ペースを後退させる可能性がある。第三に、リスク分散や最適生産拠点見直しに伴う、生産、研究開発、資材調達の海外シフトの進展である。国内での安定的な電力供給に対する懸念やこのところの70円台という為替円高水準は、こうした海外シフトをこれまで以上に加速させる可能性がある。

続いて、当面の金融政策運営についてであるが、現在の海外経済および我が国の経済動向は、基本シナリオに沿った動きとなっている。しかしながら、前段でもリスク要因として述べたとおり、先行きに関する不透明感が強まっており、海外の経済情勢を反映した昨今の為替、金融、資本市場の急激な変動とも相俟って、我が国企業の成長期待や消費者心理を萎縮させ、経済活動に悪影響を与える可能性が強まっている。我が国企業は大震災により大きく毀損したサプライチェーンを、現場の底力の発揮や、系列や競合関係を超えた支援体制などもあり、想定を上回るスピードで修復した。また、一時懸念された夏場の電力供給制約も様々な創意と工夫により乗り越える目途を立てた。このように、我が国企業は、漸く量産体制に漕ぎ着け、積極的な企業活動に踏み出す極めて重要な局面にあるだけに、この段階での下押しモメンタムの高まりは、想定以上に悪影響を与える可能性がある。また、8月に予定されている基準改定に伴い、消費者物価指数前年比の下方修正が想定されている。我が国経済は、需給ギャップの緩やかな縮小等に伴い、コア消費者物価指数前年比マイナス幅が徐々に縮小し、長年に亘ったデフレ状態にも漸く出口がみえつつある。しかしながら、そうした経済の実態とは無関係に、基準の変更に伴って、あたかも我が国の経済情勢のデフレ状態が再び強まり、景気が後退したようなムードが報道等を通じて醸成され、それが企業や消費者のマインドにマイナスの影響を及ぼす可能性も懸念される。こうした先行き不透明感を強めている幾つか

の要因により、震災の落ち込みから持ち直しかけていた企業マインドの出鼻が挫かれ、物価安定のもとでの持続可能な経済成長への復帰に向けた動きを阻害することとなりかねない。こうした事態が現実のものとなることを極力回避するために、中央銀行として、企業や個人のマインドを金融面から積極的に下支えする姿勢を示すことが肝要である。また、こうした重要なタイミングであることもあり、本行のデフレ脱却に向けた強い取組み姿勢を、行動を伴って改めて示すことは、強いメッセージになると思われる。

こうしたもと、既に他の委員の方からも提案されたが、金融緩和を一段と強力に推し進める観点から、現在の資産買入等の基金の枠 40 兆円を 10 兆円程度上積みすべきと考える。なお、資金の割り振りに当たっては、財政ファイナンスの変形との疑義や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配慮するとともに、本行財務の健全性や対象となる各金融市場の特殊性にも細心の注意を払わなければならない。

最後に、金融市場調節方針であるが、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

皆様のご協力を得て、自分自身が大体こういう時間配分だろうと思っていた時間にほぼ収まっている。恒例であるところで休憩を挟むのだが、もし皆さん宜しければ、このまま続けたいと思う。どうしてもトイレとかあつたら、遠慮なく言って頂きたい。宜しかったら、適当なタイミングでサンドイッチでも食べながら、続けたい。

まず、金融経済情勢について、私なりの言葉も使いながら、皆さんの意見を集約したいと思う。本日は、時間の関係で、自分自身の意見はあまり強く申し上げない。概ね皆さんの意見と一緒に、包含する形で最大公約数的に申し上げたいと思う。まず第一に、我が国の景気の現状だが、震

災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている。第二点として、先行きについても、生産活動が回復していくにつれ、輸出の増加や資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから緩やかな回復経路に復していくとみられている。第三に、物価面では、生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比は小幅のプラスでの推移を続けると考えられる。第四に、もっとも、こうした見通しを巡る不確実性は高く、このところ景気の下振れリスクにより留意すべき情勢になっている。第五に、そうした下振れリスクということでみた場合、海外経済について、米国では債務上限問題が決着をみた後も、市場では財政健全化を巡る懸念は払拭されておらず、最近では、景気の先行きに関する見方も慎重化してきているように思う。六番目に、欧州周縁国のソブリンリスク問題は、全体としてみれば依然として緊張した状態が続いている。七番目に、新興国・資源国については、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。八番目に、こうした海外情勢やそれらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、我が国の企業マインド、ひいては経済活動全般にマイナスの影響を与える可能性がある。九番目に、物価面では、今後予定されている消費者物価指数の基準改定に伴い、同指数の前年比が下方改定される可能性が高い。この点については、年初来、決定会合後の公表文でも触れている点だが、改めて新しい指数でみた場合に、物価安定が実現するには、なお時間がかかるということが確認されるだろうということである。以上、取り敢えず、九つに要点を絞ったが、こうした集約の仕方に付け加えることがもしあったら、どうぞおっしゃって頂きたい。

特にないようであれば、今度はこうした金融経済情勢の判断を踏まえて、金融政策運営である。同様に、最大公約数の意見を集約すると、まず、調節方針については、全ての委員がこれまでの調節方針を維持することが適当という意見で一致していた。そのうえで、先程申し上げた景気・物価情勢を踏まえ、資産買入れ等の基金を増額し、金融緩和を一段と強化する必要があるということでも一致していたと思う。予て、この決定会合で、私も含めどの政策委員会メンバーもそうであるし、公表文にも謳っていたこと

であるが、経済・物価情勢を注意深く点検して、必要と判断する場合には、中央銀行として適切な措置を取る用意があるということを明らかにしていた。まさに、今がそのタイミングであるというように思う。

基金の増額を行う場合、幾つかのポイントが示された。第一は、基金の増額の規模については、我々のスタンスを示すために、はっきりとした我々のスタンスを示すに至る金額、具体的には 10 兆円程度が適当だということだったと思う。第二に、資産買入れを行うに当たっては、買入対象となる金融資産の市場規模や、あるいは本行の財務の健全性を考慮する必要があるということである。第三に、今回の場合には、震災直後に追加緩和を行った時のように市場におけるリスク回避姿勢が著しく強まっているという状況とは異なるために、リスク性資産に特段のウエイトを置くことなく、固定金利オペの拡大や幅広い資産の買入れを通じて長めの金利の引き下げやリスクプレミアムの縮小をさらに促すこととしてはどうかという意見であったと思う。この点について、これからまた議論をしたい訳だが、今申し上げたような意見を踏まえて、仮に基金を増額とした場合に、具体的にどのような案が考えられるのか、執行部から説明をしてもらおうと思う。この執行部の説明の後に、技術的な論点について質疑応答の時間を取り、そのうえで政策論について議論を深めたいと思う。どうぞ、願います。

梅森企画局審議役

それでは、委員方のご意見を踏まえて、10 兆円程度の増額、それからリスクプレミアム削減は勿論、長めの金利低下を幅広く促すことを狙った増額、そのうえで、市中現存額や本行財務の健全性を踏まえた案について、ご説明する。お配りした資料の 1 頁目では、資産の市中現存額からみた買入制約の程度を確認しておきたいと思っている。一番左に買入上限と既に買い入れた残高、真ん中に市中現存額、一番右側に追加的な買入可能額の試算をお示しした。上からみてみると、一番上の長国、それから二番目の短国については、十分な市中現存額があって、当面、量的な買入制約は意

識しなくて良いと考えられる。C P等であるが、試算上は0.5兆円程度の買入余力があるということになっている。しかし、既にオペでは相当買いくくなくなっていて、C Pの発行額が振れやすいということも勘案すると、安定的に残高を維持できる買入余力はかなり控えめにみておくことが適当だと考えている。社債等は、買入余力は2.4兆円程度となお相応のものがあると試算される。E T Fは現物価格との裁定で新規組成されるという商品の性格上、買入制約はないと考えている。J-R E I Tについては、格付要件を満たしている商品の残高から機械的に試算した買入余力は0.02兆円である。しかし、これらが最終的に本行の信用判定をパスするかどうかは分からないので、買入余力はさらに控えめにみておくべきだと考えている。以上のように、市場規模からみると、C P等とJ-R E I Tにかなり強い買入制約があるということである。

そのうえで、増額幅を10兆円程度として、幅広く長めの金利に働きかける観点からは、固定金利オペと資産買入れをそれぞれ5兆円程度増額することが考えられる。固定金利オペについては30兆円に既に達していて、3か月物と6か月物がある。やや長めの金利は相当程度低下しているが、6か月物のオペについては、なおオペ先から相応のニーズがあるので、これを増額することが考えられる。資産買入れの増額については、全体で5兆円程度ということであるが、まず大括りに長国、短国というリスクフリー資産と、それ以外のC P等、社債等、E T F、J-R E I Tのリスク性資産の割合については、基金を昨年10月に導入した時と同じバランス、すなわちリスクフリー資産が3.5兆円程度、リスク性資産の合計が1.5兆円程度とすることが考えられる。長国、短国の内訳については、ターム物がかなり低下していることを勘案すると、1年超の長国の方にやや厚めに配分して、長国が2.0兆円程度、短国が1.5兆円程度の増額とすることが考えられる。次に、C P以下のリスク性資産であるが、長めの金利とリスクプレミアムの双方に働きかけるC P等と社債等の買入れについては、導入時には、それぞれ0.5兆円程度、合わせて1兆円程度であった。今回も両者の合計は1兆円で良いと思う。しかしながら、C P等は買入制約が相

当強いため、増額は0.1兆円程度とし、残りの0.9兆円程度を社債等に配分することが適当と考えられる。リスクプレミアムに働きかけるETFとJ-REITについては、導入時には合計0.5兆円程度を配分していた。今回も合計額は0.5兆円程度で良いと思う。しかしながら、このうちJ-REITについては、先程申し上げたように、機械的に試算した結果でも0.02兆円程度しか買入余力がなく、しかもこれは信用判定実施前であるので、やや保守的にみて、半分の0.01兆円程度の増額にとどめることが適当と考えられる。0.5兆円程度の残額をETFに配分すれば、ETFの増額は0.49兆円ということになるが、半端な数字であるので、ETFの増額幅は0.5兆円程度ということにしてはどうかと考える。そうすると、細かい話ではあるが、ETFとJ-REITの増額の合計を足すと、0.51兆円程度で、今回の増額は全体として10.01兆円程度という話になる。端数の0.01兆円程度は、上限に付けられている「程度」で飲み込むということで良いのではないかと考えている。

二枚目の表には、それぞれリスク量も示している。足許6月末時点でのボラティリティを用いてリスク量を試算している。ただ今申し上げたような配分で10兆円程度の増額を行うと、基金全体のリスク量は0.8兆円程度まで増額する、現行の0.53兆円程度から約0.3兆円弱増加するということになる。本行のバランスシート全体のリスク量は5兆円まで上昇することとなる。自己資本はご承知のように5.7兆円であるので、自己資本の9割弱、約88%に相当し、自己資本のバッファも0.7兆円程度まで縮小することになる。基金の運営に当たっては、買入資産の信用リスク等のチェックやリスク集中排除などのリスク管理面の工夫をやっているため、本行財務の健全性は維持されていると考えられるが、かなりのリスクを取ることとなる。また、毎度申し上げているが、リスク量はボラティリティによりかなり大きく変動するので、バッファも相当な幅をもってしておくことが適当と考えている。そのうえで、買入れのペースであるが、相当な増額であるので、現在の基金は平成24年6月末を目途に買入れを進めることにしているが、資産の積み上げペースを半年程度延ばし、平成24

年末を目途とするということが適当と考えられる。なお、E T FとJ-R E I Tの増額には政府の認可が必要である。

そのうえで、以上申し上げたものを基本要領等に落とし込むと、お手許に配った付議文案になる。簡単にご説明する。付議文案として、「金融緩和を一段と強化し、これを通じて、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする観点から、下記の諸措置を講ずること」として、「記」の中身については、1. が基金とそれぞれの買入対象資産の上限である。2. はE T FとJ-R E I Tについて設定されている買入完了目途の変更である。3. はそれを受けた業務方法書の変更、4. はJ-R E I TとE T Fの増額について財務大臣及び金融庁長官に対して認可を申請する案である。その内容については、計数の変更であるので、読み上げは省略させて頂く。私からは、以上である。

白川議長

それでは、今の執行部の説明について、まず技術的な論点についてご質問をお願いします。

白井委員

国庫短期証券について、3兆円から4.5兆円に1.5兆円増やすということであるが、今、需要が凄く過熱していて、入札でも最高利回りが0.1%を下回ったという状況の中で、オファーをするタイミングをそういう環境で遅らせるとか、そういう感じで考えているか。

梅森企画局審議役

これは、実際のオペ運用であるので、金融市場局長がマーケットをみながら適切に判断している。先程、固定金利オペのところからやや長めの金利のところへ金利低下を推し進める点では、現在、短国の買入れは6か月超の物を中心にやっているが、長国へブリッジするところとして、やはり短国は買っておくべきであろうと考えている。

雨宮理事

市場地合いは結構変動している。今、白井委員がご指摘になったとおり、この前0.1%を下回る時もあったが、それもまた今戻っている。

白井委員

3日にはまた下回った。

雨宮理事

出たり入ったりであるが、いずれにせよ元々お決め頂いた買入れの進め方というのは、最終的な目途、上限額をお決め頂いて、それを目指して買い進めるものだが、進め方については、市場の情勢等々を踏まえながら、全く機械的ということではなく、市場に混乱を与えずに、一方で、リスクプレミアムと長期金利に働きかけるという目的をどうやって上手く実行できるかという、有効性の観点から判断させて頂いている。従って、市場が過熱する時でも、機械的に進めるということはないよう、ご心配頂かないように努めたいと考えている。

白川議長

これは確認だが、リスク量を計算する場合、通常のVaRで、信頼区間は99.幾らであったか。

千田企画局企画調整課長

99%である。

白川議長

99%で計算しているということだが、VaRの計算はいつもそうであるが、今回のリーマン・ショックでも示されたように、分布がどうかは別に、残り1%の世界は皆同じだというような仮定をしても、実際の損失

は勿論違う。そういう意味では、ここで言うリスク量は、そういう一定の前提に立った計算であり、本当のテールリスクを含めたリスク量は、これでは上手く把握できないという認識だと思うが、それで宜しいか。

梅森企画局審議役

そうである。

白川議長

この件に関する技術的な質問は他にないか。もしないようであれば、取り敢えず執行部説明は終わって、自由討議に入りたいと思う。先程、調節方針については皆さん一致していたので、この基金の買入れについて、これをどのように位置付けていくのか、あるいはそれぞれの配分等について、皆さんの方から追加的なご意見をお願いします。

宮尾委員

それでは手短に。今の執行部のご説明で、私自身全く異存ない。基本的な考えは、包括緩和導入当初のような国債を中心として様々な資産を買っていくという構成になっていて、これは前回私自身が若干指摘したような案に沿うものでもある。それに加えて、固定金利オペの残高を拡大して、バランスシートの規模という面でも非常にインパクトのある政策を実施するということになっているので、私は適切であると考えている。

森本委員

固定金利オペと資産買入のバランスもこんなところで私も良いのではないかと思っている。特に、固定金利オペが上限に達している中で、今の応札倍率を色々みていると、結構ニーズが強いという6か月物の直近も3.6倍位あるし、そういった意味で、この6か月物のニーズが高いところに重点的に配分するということが良いのではないかと思っている。資産買入についても、CPを買い入れている中で、市場規模自身は相当大きいので

だが、いわゆる個別の制約のところでは実際結構運用が難しいという話を聞くので、控え目に設定したこういう水準で良いのではないかと思っている。そういった意味で、全般的に私も異論はない。

白井委員

私も異論はない。特に、リスク性資産が 1.5 兆円、長期と短期で 3.5 兆円と今回はより安全な資産を中心に買い入れるということで、それは同意する。日本銀行は、他の中央銀行と比べてももうかなり踏み込んで様々なリスク性資産を買っているし、財務基盤は非常に重要なので、そういうリスクについての配慮が非常に必要だと思う。もう一つは、今回は震災直後とは違って、株価が比較的堅調だということもあるし、先程、白川議長からもお話があったように、今回の原因はリスク回避的なものが非常に強いというよりも、海外の減速とか海外経済からの円高要因ということもあるので、むしろよりリスクフリーな長期・短期国債の方を重視すべきだと思う。

白川議長

他にないか。そうすると、基金の増額の内訳については、こうした執行部の説明で皆さん妥当であるという意見だと総括させて頂く。

政策運営上の論点について、調節方針及び買入基金以外の点で、少し補足的に発言されたいことがあれば、どうぞおっしゃって頂きたい。私自身が時間配分は考えているので、もし本当に厳しくなればまた申し上げるが。

中村委員

今回の金融緩和については、海外経済に関するリスクがこのところ高まっているほか、先程若干発言したとおり、C P I の改定の問題も重要な論点である。C P I の改定値は 8 月に必ず公表されるのだが、これを今回の金融緩和とどのようにリンクさせて、どのようなメッセージを市場に対して発するかという点が非常に大切である。今回の緩和は、タイミングと

しては非常に良いし、また、日銀としてはデフレに対して積極・果敢に戦っていくのだという姿勢を示すことができる。得てしてデフレだから経済が悪いとか、そういう言い方をされるので、そうではないと。今回せっかくの機会だから、このデフレについては、きちんこのような形で金融を緩和し、取り組んでいくという強い姿勢をみせてはどうか。

白川議長

今の点は本当に大事だと思っている。基準改定それ自体が人々の行動を変えるかどうか。勿論、若干のニュアンスの差はあるとは思いますが、基準改定それ自体で人々の行動が変わる訳ではないだろうと思う。これが第一点である。二つ目に、新しい基準——物価指数の色々なバイアス、ラスパイレスのバイアス等々調整した新しい基準——でみて物価上昇の現状が示される訳であるが、その数字に照らしてみても、我々が「中長期的な物価安定の理解」で考える物価安定、これを実現するにはまだ時間がかかるということに改めて確認することになるだろうということである。三つ目は、方向として需給ギャップが縮小する中で、物価の下落率が縮小、あるいは上昇の方向に向かうというように、方向性それ自体はしっかりデフレ脱却の方向に向かっているということだと思う。敢えて四番目を言えば、これは日本銀行だけではないが、新基準が発表された後のコミュニケーション如何で、報道も含めてコミュニケーションが悪いと、それ自体が二次的な効果を生んでしまうということになるので、それは避けなければいけない。少なくとも、日本銀行サイドからそういうことになっては勿論いけないし、願わくば、世の中全体としてこれ自体を独立の要素として取り入れるような扱いが無いという形が非常に大事だと思う。いずれにせよ、今日の決定会合後の記者会見では、その点を十分に意識して発言をしたいと思う。

山口副総裁

一点宜しいか。今回、追加緩和という形で政策を行う場合に、何をどのように視野に収めたのかということをはっきりさせておく必要があると

思う。足許は円高が進んでいる。従って、それが企業マインドなり場合によっては消費者マインドなりに影響を与えて、実体的にも景気を下押しリスクがある。それに対して、我々として果敢に手を打っていくというのは一つの判断である。また、海外経済については、来週9日にはFOMCで議論が行われるということもあるし、8月の終わりにはジャクソンホールでバーナンキ議長がまた何かを語るかもしれない。我々自身として米国景気について漠然と下振れリスクを意識しているだけではなく、そういったリスクをより重く受止めているということが重要なことではないか。

もう一点は、欧州の情勢である。ソブリンリスク問題の解決は難しい。やはり財政問題から金融システム問題に波及し、それが実体経済に及んでいくという、負の相乗過程は不可避だという認識を持っておく必要がある。そういう中で、欧州景気の先行きについても、弱めに展開する可能性を頭に置いておく必要があるのではないかという気がしている。

物価については、先程、白川議長が整理されたようなことなのだが、いづれにしてもそういう内外についての景気観と物価観を我々なりに頭の中に収めたうえで政策だという位置付けが必要だと思っている。

石田委員

今おっしゃったように、そういうことがあるから、ユーロなりドルの弱い傾向が続きそうだという判断になるのだろうと思う。

亀崎委員

為替目的に金融政策をやっているのではない訳だし、スイス国民銀行が通貨高の阻止のため利下げをしたが、あれは置かれた状況が違う。我々の場合は、今、山口副総裁がおっしゃったように、まず、日本の先行きの景気の下振れリスクが凄く大きくなっている。海外経済の改善がちゃんと続いた時に初めて日本経済もそこにキャッチアップしていくということだと思う。欧米をはじめ新興国経済がかなり下振れてきたというところに、日本経済の先行きの下振れリスクが大きくなったので、そこを支えていこ

うということだと私は理解している。

白川議長

我々自身は、海外経済について、欧州についても、米国についても、そのバランスシート調整の影響を予てより重くみている。我々自身はそういう経済観に立って見通しを立てて、積極的な政策をやっている。マーケットとの関係でみると、実際に欧米の景気が良くなかった時に、もう一回そこでさらに追加的なアクションをといる、そういう議論が往々にして起きやすい訳だが、我々自身はかなり先々の色々なことを考慮して、日本の経済の回復をより確かなものにしていくという、そういうスタンスだろうと思う。そういう意味で、色々なことを視野に収めているということをしつかり示していく必要があると思う。あと、今の日本経済が直面している問題の中で、大きな問題は、予てより急速な高齢化のもとでの成長力の低下ということがあるし、震災後は復旧・復興という新たな課題が加わっている訳で、これについては政府と民間の双方の色々な取組みが必要である。それがないと、成長力が回復できる感じにはならないので、そのことも併せて言うていく必要がある。これは勿論日本銀行がしっかりやるということをやったうえで話であるが、そのこともバランス良く情報発信していきたい。

他にないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。櫻井充財務副大臣お願いする。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、このところ上向きの動きがみられるが、東日本大震災の影響により依然として厳しい状況にある。また、電力供給の制約や原子力災害、原油高の影響に加え、海外経済の減速や金融資本市場の動向等により、景気が下振れするリスクには引き続き注意が必要である。特に、足許の円高の進行による企業収益やマインドに対する悪影響を強く懸念している。

最近の為替市場では、一方向に偏った円高の動きがみられるが、日本経済が震災から漸く復興に向かいつつある中、こうした動きは経済・金融の安定に悪影響を及ぼしかねない。このような考え方から、先程、為替介入を実施した。引き続き今後の為替市場の動向を注視していく。

また、先般、当面の復旧対策に万全を期すための経費を計上した平成23年度第2次補正予算が成立した。政府としては、本補正予算を着実に執行し、一刻も早い復旧・復興の実現に努めていく。さらに、7月29日には、「東日本大震災からの復興の基本方針」を決定した。今後、被災地自治体における復興計画策定の進捗状況も踏まえつつ、「基本方針」に基づく具体的な復興事業の内容を確認していく作業を関係省庁間で早急に進めていき、本格的な復興予算を編成していく。

本日、資産買入等の基金の増額について提案されたことは、現下の経済・金融情勢の変化に適切にかつ迅速に対応されたものと、政府として評価させて頂きたいと思う。大震災の影響等により依然として厳しい我が国の経済状況を踏まえると、今後のマクロ経済運営には細心の注意を払う必要があると考えている。日本銀行におかれては、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、今後とも内外経済の動向や金融資本市場の動向等を踏まえ、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府の梅溪健児政策統括官をお願いします。

梅溪内閣府政策統括官

我が国の景気は、サプライチェーンの着実な復旧や消費者マインドの持ち直しなど、このところ上向きの動きがみられる。先行きも、生産活動の回復に伴い、海外経済の緩やかな回復等を背景に、景気が持ち直していくことが期待される。ただし、海外経済の悪化懸念、欧米諸国の金融リスクの高まり、このところの急速な円高の進行など、景気の下振れリスクが存

在することには十分留意が必要である。

物価については、コアCPI上昇率は、エネルギー価格の上昇などを背景に3か月連続のプラスとなっている。ただし、今月のCPI基準改定により、下方修正の可能性があることには留意が必要である。また、エネルギー価格やその他特殊要因を除いた物価の基調については下落が続いているなど、我が国経済は依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、供給制約やエネルギー価格などの高騰によるコスト上昇圧力が实体经济に与える影響については、十分注意していく必要がある。

政府としては、我が国経済の震災からの早期立ち直りのため、23年度第1次及び第2次補正予算を迅速に執行していくとともに、先月末に決定した「東日本大震災からの復興の基本方針」に基づき、大震災からの復興に向けて全力で取り組んでいく。また、電力制約に対し、需給両面からの万全の対応を図るとともに、新たな成長を実現する取組みを強化し、日本経済の潜在的な成長力の回復に努めていく。さらに、財政に対する市場の信認を確保するため、「社会保障・税一体改革成案」に示された取組み等を着実に進めていく。

ただ今ご提案のあった資産買入れ等の基金の増額については、現下の景気下振れリスクに鑑み、時宜に適ったものと評価する。日本銀行におかれては、引き続き被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施頂くとともに、デフレからの脱却を実現するため、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を支えよう願います。以上である。

IV. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、及び以上に関する記述を含めた対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案と対外公表文の議案を用意して頂きたい。なお、「資産買入等の基金運営基

本要領」の一部改正等に関する議案の内容については、先程執行部から説明したとおりである。ここでは、それ以外の二つの議案について説明をお願いします。その後、これら三つの議案について討議を行いたいと思う。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

宜しいか。それでは、二つお手許に議案があると思う。まず、最初一枚紙の方である。議長案 1 件のみである。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

二枚紙の方が対外公表文である。読み上げさせて頂く。「2011年8月4日。日本銀行。金融緩和の強化について。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、資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度に10兆円増額し（注1）、金融緩和を強化することを決定した（全員一致または賛成○反対○）」。（注1）は、「増額の内容等については別紙参照」ということで、別紙が付いている。後程若干ご覧頂く。「2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した（全員一致または賛成○反対○）。3. わが国経済は、東日本大震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている」。前月は「持ち直している」ということであつたので、若干表現の変更がある。「先行きについても、生産活動が回復していくにつれ、輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくものとみられる」。この最後の「緩やかな回復経路に復していくものとみられる」というのは、前月までと同様である。次の4.が今回のご議論の一番重要なポイントのところになる。「しかしながら、こうした見通

しを巡る不確実性は高く、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている。海外経済をみると、米国においては、債務上限問題が決着をみた後も、市場では、財政健全化を巡る懸念は払拭されておらず、最近では景気の先行きに関する見方も慎重化している。欧州周縁国のソブリン・リスク問題は、全体としてみれば、依然として緊張した状態が続いている。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある。この間、物価面では、当月に予定されている基準改定に伴い、消費者物価の前年比が下方改定される可能性が高い。この表現は、前月までは脚注に入っていたので、今月は、ほぼ内容は同じであるが、本文に入れている。その後、「物価安定の実現までにはなお時間を要するとみられる。5. 日本銀行は、上記の景気・物価情勢を検討したうえで、金融緩和を一段と強化し、これを通じて、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする必要があると判断した。6. 日本経済は、急速な高齢化のもとでの成長力の強化という積年の課題に加え、震災からの復旧・復興という課題にも直面している。先行き、新たな発展の基盤を築くためには、民間、政府を含め各方面の積極的な取り組みが不可欠である。日本銀行としても、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、今後とも、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。以上」である。別紙であるが、先程からご議論頂いている「資産買入等の基金」の増額について、3列あって、「従来」すなわち現在の買入の上限額、今回お決め頂く「増額幅」、それから増額後の残高——上限額——について、それぞれの項目について記載している。2.として、一番最後のところに書いてあるが、買入をしていく最後のタイミングであるが、「2012年末を目途に増額を完了する」ということを記載している。私からは以上である。

森本委員

一点、細かいことだが、1.の「40兆円程度から50兆円程度に10兆円増額し」と書いてあるが、別紙でも「10兆円程度」になっているし、端数もあるので。「程度、程度」とうるさいが、やはり入れておいた方が、厳密性の意味で良いのではないかという気が少しするが、気にし過ぎであらうか。

石田委員

「程度」と「程度」の間だから、入れなくても良いのではないか。

森本委員

別紙の一番上にも「程度」と入れているので。

雨宮理事

別紙の「程度」を取るか。要するに、40兆円程度を10兆円増やすと50兆円程度になるということなので、別紙の真ん中の「程度」が……。

森本委員

これがなければ……。

西村副総裁

しかし、この内訳を全部足すと10兆円を超えてしまう。10.01兆円だから、正確に言うとやはり「程度」である。

森本委員

やはり正確な方が良いのではと思う。

門間企画局長

この冒頭の1.のパラグラフについて、そこまで表現の正確さにこだわ

る人がどの位いるかという、まさに定量的なご判断である。表の方は確かに、内訳が書いてあるので、なかなかこの「程度」を取るのは少し問題があるかという感じがする。1.のところは、日本銀行の大きな姿勢を示すパラグラフであることも踏まえたうえで、どうかということかと思う。

西村副総裁

私も入れた方が良くと思う。

白川議長

それでは、このパラグラフ 1.を「10兆円程度」ということにするか。これは皆さんの感覚の問題であるので、皆さんに……。

山口副総裁

森本委員の厳しい感覚で良いのではないか。

森本委員

確かに、表現上くどいのはよく分かるのだが。

白川議長

それでは、ここを「10兆円程度増額」としよう。私から宜しいか。別紙をみていて、別紙の内容自体はこれで良いのだが、この「従来」とか「増額後」という、この金額は何なのか、この図表上はつきりしないという感じがする。つまり、基本的にはこれは残高であるな。

門間企画局長

買入上限である。

白川議長

その上限という場合には、フローの上限なのか、ストックの上限なのか

分からない。そういう意味では、特に、これは日本の中では、この仕組みが理解されているが、これをまた英語にして出していく時に、「増額後」とか「従来」というのは残高であることがはっきりしないのではないか。

石田委員

これは、しかし一番上に「基金」と書いてあるから宜しいのではないか。

白川議長

ただ、そうなのだが、自分自身から実はもう一つコメントがある。日本国内であれば皆大体分かっているが、私の今までの経験でいくと、海外の人は理解があまりないという感じがする。そういう意味で、どうかなと思う。それから、もう一つは、基金の増額自体はこれで良いのだが、ただこれをみると、長期国債について買入れが増額後で4兆円だからずいぶん少ないという誤解を招く。従って、基金に何か脚注を振って、「本基金とは別の枠組みで、年間21.6兆円のペースで長期国債の買入れを行っている」ということを書いてはどうか。日本国内は良いのだが、海外は圧倒的にそういう誤解が多いので、書いた方が良いのではないかと思う。これ自体議案の対象になるので議案には書くが、時間を節約する関係で、文章だけ固めて読み上げて、もう一回配り直すことはやめるということではどうか。もし宜しければであるが。私の今までの経験でいくと、その種の誤解が如何に多いかということを感じている。

白井委員

同感である。

白川議長

長期国債の……。

雨宮理事

長期国債に（注）を打つ。

白川議長

長期国債を（注1）として、指数連動型上場投資信託と不動産投資信託を…。

門間企画局長

これらは同じ（注）なので、それぞれ（注2）とすれば良いと思う。

白川議長

そうであるな。それではそれらを（注2）にして、（注1）として「資産買入等の基金と別枠で」、「別枠で」というのは何か変であるか。「資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円ペースで長期国債の買入れを行っている」というのはどうか。

中村委員

「継続的に」であるか。

白川議長

ただ、これは将来どうするかであって、これまでは継続的であるが、できるだけ中立的な表現が良いと思っている。あまりそこに色んな物を込めない方が良いと思う。宜しいか。では、読み上げて頂けるか。

門間企画局長

主語に例えば「日本銀行は」とか付けた方が良くかもしれない。

白川議長

そうであるな。

門間企画局長

「日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円の長期国債の買入れを行っている」。

白川議長

どうであるか。

門間企画局長

もう一回読むか。

白川議長

お願いします。

門間企画局長

「日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円の長期国債の買入れを行っている」、これが（注 1）であって、長期国債のところに（注 1）が打たれる。宜しいか。

それから、最初にご指摘があった上の欄にどう書くかであるが、これは買入れと貸付けがあり、いずれにしても残高であるので、「残高上限」という言葉が入ると分かりやすくなるのではないかと思う。「従来」というところを、例えば「残高上限」としてその下に「(従来)」、一番右のところは「残高上限（増額後）」というようにしては如何か。

雨宮理事

これは感覚なのだが、実は「上限」という言葉が、そこまで買うぞというよりは、そこまでしか買わないぞという印象がないかというのが、若干気になる。これは感覚の問題なのだが、「上限」という表現をするかどうかというのは、委員方の言葉の感覚で別にそれで構わないというのであれ

ば良いのだが。

門間企画局長

「基金の規模」という言い方の方が良いかもしれない。

雨宮理事

私は「基金規模（残高）」で、従来とか……。

門間企画局長

「基金の残高規模」であるか。「残高規模」というのは変であるか。

白井委員

それは「総額」のところに書くのか。

雨宮理事

「従来」というところである。

門間企画局長

今、「従来」と書かれているところにどう書くかである。

白井委員

でも、それぞれがあるので、基金と言ってしまうとどうなのか。

門間企画局長

いずれにしても残高という概念が分かるような表現をしなければならない。

白井委員

「従来の残高」ではだめなのか。

石田委員

「総額」を「残高総額」とか。

門間企画局長

「従来の残高」、それで良いかと。あるいは「従来の規模」であるか。

白井委員

それでも良い。

門間企画局長

因みに、実は、これはもう英訳を始めている。英訳の方は、既に白川議長がご懸念を持っているような問題が生じないような書き振りになっている。英語の方は「Program size before the increase」となっている。従って、日本人には誤解される可能性がもしかしたらあるのかもしれないが、外国人には逆に誤解がないような、むしろ英訳の方が優れているということになっている。なので、この英訳の「Program size」に合わせるとむしろ日本語は「基金の規模」というニュアンスの言葉になると思う。

雨宮理事

基金の規模の総額なので、それで……。

山口副総裁

「基金の残高」ではだめなのか。

雨宮理事

「基金の残高」でも良いと思う。

白川議長

「基金の残高」にするか。

石田委員

それを「総額」のところに入れ替えるのか。

門間企画局長

いや、一番上の今「従来」と書かれている、この「従来」のところである。単に「従来」と「増額後」だけではなく、そもそもこれが何なのかを抜けているので、「基金の残高（従来）」、右が「基金の残高（増額後）」としては如何かと思う。宜しいか。

宮尾委員

もう一点、別のポイントで、6.の最後であるが、このパラグラフの終わり方が、いつも私達が慣れ親しんでいるフレーズというか、「今後とも先行きの経済・物価情勢を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には適切な措置を講じていく方針である」といういつものフレーズが今回抜け落ちているという点についてである。当然、今回も対応しているということなので、政策対応後だから落としたのかとも思うが、一方で、あまり深い意味なしに、常に我々は先行きの経済・物価情勢を点検して、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針であるというのも、多分事実であるのではないかと思う。これについて、先程、山口副総裁が今後色々なことも踏まえて、我々も色々なイベントも念頭に置きながらやっているのだというご指摘で、まさにそのとおりだと思うが、このフレーズを取った方が良いのか、それとも残しておく方が良いのか、私としては何か残しておいても良いかなど思ったりもする。あるいは、あまり強い意見ではないので、例えば、一般的な心構えとして、白川議長が記者会見等で、必要と判断される場合には常にやるのだということのリマインドして頂いても構わない。

山口副総裁

私の理解では、一般的な心構えをあそこに書いている訳ではない。

宮尾委員

そうであるか。

山口副総裁

景気の下振れリスクに対して注意を払う必要がある、従って、必要と考えれば適切な措置を講ずる、ということである。その景気の下振れリスクに対して注意を払う必要があるというフレーズがあるので…。

宮尾委員

あるので、ということか。

山口副総裁

そういうことである。適切な措置を講ずるというのは、あまりに一般論なので、それは書かないという約束事でやってきている。今回、仮にそれを書くと、やった後でもまだ下振れリスクが残っているのかということになってしまう。

門間企画局長

その点に関して、一点ご参考までに申し上げますと、3月14日、震災の直後に、まさに5兆円増額した時であるが、その時も、その意味では、実は最後にいつものフレーズが入っていて…。

山口副総裁

それは、局面が違うのである。

門間企画局長

であるので、局面が違うと理解するかどうかということである。

山口副総裁

理解するということである。

門間企画局長

3月14日の時は、そのように入っていたということをご参考までに申し上げたということである。

白川議長

記者の方は、これで打ち止めかと聞くので、今懸念されたことを払拭するために勿論そのフレーズは使うつもりである。必ず記者は聞いてくると思うので。

他にないか。それでは最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 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して頂きたい。

次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針に関する採決の結果と資産買入等の基金の増額に関する記述を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文の採決である。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。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]

全員一致であった。

V. 議事要旨（7月11、12日開催分）の承認

白川議長

最後に、7月11、12日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。なお、今回会合の日程を変更したことから、議事要旨の公表日も一日繰り上げ、9日の火曜日としたいと思う。この点も含め、議事要旨案についてご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

それでは、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁
中村審議委員
亀崎審議委員
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 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、9 日火曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VI. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、9 月 6、7 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は公表時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。公表予定時刻は 14 時である。

白川議長

公表時刻が 14 時となった。以上をもって閉会とするが、公表まで会議室から出ないように願います。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 55 分閉会)

以 上