

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年10月27日（9:00～13:26）

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 藤田幸久 財務副大臣  
内閣府 大串博志 内閣府大臣政務官

（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	峯岸 誠
企画局企画役	川本卓司

## I. 開会

(9時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行をご説明する。最初に金融経済情勢についての執行部の報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポート基本的見解の取り纏めと採決、最後に10月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣である。内閣府からは大串博志大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后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。

## 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。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。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

それでは最初に、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

## 青木金融市場局長

はじめに、昨日から今日にかけてのマーケットの状況について、極く簡単にご報告申し上げます。まず、全体として、市場は落ち着いている。為替については、ユーロは、ギリシャ債のヘアカットの議論が行き詰まるといった見方が出て、一旦対ドルで 1.39 ミドルから 1.38 ミドルまで下げたが、その後、ユーロ首脳会議が混乱しないとの期待から、1.39 位に戻している。ドル/円はほぼ横這いである。米国耐久財受注の予想比上振れなどもあり、多少円安方向であるが、ほぼ横這いである。株であるが、米国株はEUサミットあるいはユーロサミットの素案のリーク、経済指標が一部良かったということで上昇して、1.4%上げている。欧州株は、ドイツ、フランス、スペインといったところが皆多少下がっているが、これはヘアカットの難航といったことが嫌気されたものである。素案のリークはまだこの時間帯はなかった。日経平均は今始まったところであるが、今のところ横這いで、落ち着いている。ユーロ首脳会議が中断しているという情報が流れて、多少弱めであるが、今のところ落ち着いている。債券は米債が、全体に株高で売られている。ヨーロッパ債は、ヘアカット難航という情報が流れた段階だったので、全体で金利が低下している。リスクオフ姿勢の強まりといったことである。

それでは、お手許の資料-1、2【追加】という資料に沿って、ご説明申し上げます。図表 1-1 である。金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利だが、0.080%前後で落ち着いた動きを続けている。当座預金残高の動きだが、前回会合以降 30 兆～34 兆円程度の水準で推移した。

図表 1-5、最近のオペ結果である。基金による共通担保資金供給をご覧頂きたい。3 か月物は全てロールオーバー物であるが、6 か月物は 14 日オファー分が新規オペである。これにより、6 か月物の残高は 12 兆円、目標の 15 兆円に一步近付いている。もっとも、応札倍率は 3 か月物に比べ低調であって、長めの資金に対する需要が引き続き弱いことが確認された。この間、期間の短い金利入札オペに対する需要は引き続き強く、応札

倍率は3～5倍台とやや高めになっている。もともと、落札レートは下限金利である0.10%から上がらず、資金を取り急ぐ動きはみられない。なお、定例の国債買入オペは、会合間に1兆2,800億円実施している。基金による資産買入れだが、国庫短期証券を2,000億円買い入れている。短国については、海外勢の買入れがペースダウンしていることなどを背景に、レートは若干強含んでおり、およそ2か月振りのオファーに漕ぎ着けたところである。1兆円近い応札があって、落札レートも市場実勢に近い0.106%と、結果は順調であった。国債買入だが、残存2年物を中心に1,500億円実施した。この間、社債であるが、1,500億円の買入れを行ったが、電力債の新規供給がなく、需給タイトな中で買入れへの応札は引き続き低調である。また、CPは会合間に6,000億円買い入れている。ETFとJ-REITだが、会合間にそれぞれ1回買い入れている。以上、基金による資産買入等の残高は39兆9,000億円余りとなっている。米ドル資金供給オペであるが、年末越え84日物を含め、応札はいずれもゼロだった。被災地オペだが、18日に6回目のオファーを行い、390億円の応札があった。

図表2-1、短期金利の推移をご覧頂きたい。短国需給のタイト感がやや緩んで、1年物の金利が若干強含んでいるが、短期市場は全体として落ち着いている。図表2-3、CP発行レートである。スプレッドは電力CPを含めて、低位で安定している。過去の平均と比べても、かなり薄い状態が続いている。図表2-4の(1)、ドル金利をご覧頂きたい。ドルLIBORはどのタームについても、夏場からの上昇傾向に変化はない。図表2-5、為替スワップによるドル調達コストの推移をみると、ユーロ投ドル転コストだが、欧州問題を巡る政策対応への期待から、一頃より若干低下したものの、なお高い水準にある。この間、円投ドル転コストも上昇は一般しているが、邦銀が年末越えのドル調達をやや強めていることもあって、3か月物のコストは横這いである。調達には問題が生じていない。

図表2-7、長期金利の推移をご覧頂きたい。米国金利は質への逃避に巻き戻しの動きがみられて、2%台前半に上昇している。また、ドイツ金

利も、米国と同様の動きである。一方、日本の長期金利だが、キャリー益の確保を狙った買いが入るということもあって、金利上昇幅は限定的で1%近傍の狭いレンジで推移している。図表 2-10、国内社債のスプレッドである。東電の格下げにより、B B B格が大きく上昇しているが、除く東電のスプレッドは横這い圏内で推移している。また、社債の発行環境も良好な状態を保っている。B B B銘柄の一部には若干荷もたれ感が台頭して、市場での消化にやや苦勞するケースも一部みられているが、市場では今のところ、こうした動きは一時的なものにとどまるという見方が多いようである。なお、図表はないが、サムライ債については、韓国銘柄等の起債があったが、発行レートが当初提示レンジの上限を超えるとか、あるいは短い発行年限への需要が強まるなど、投資家の慎重姿勢を反映した決着が目についた。

図表 2-13、株式相場の推移をご覧頂きたい。米欧株価であるが、欧州ソブリン問題への警戒感が多少後退していたほか、経済指標の予想比上振れもあり、幾分上昇している。本邦株価も、夏場以降、日本株の売越しを続けてきた海外投資家が買越しに転ずるという中で、足許上昇しており、日経平均は8,000円台後半に値を戻している。

図表 2-15、REIT指数だが、通貨選択型REIT投信の解約が続く中で、軟調地合いを脱し切れず、基調の弱さが目立っている。市場では、海外投資家や投資信託の売越しが目立つ一方、買越しサイドはほぼ銀行のみとなっており、銀行の買越額は日銀によるREIT買入額とほぼ同額になっている。

図表 2-17 (2)、名目実効為替レートである。リスク回避姿勢が後退する中で、米ドルが安くなる一方——ここには示していないが——、新興国や資源国通貨と共にユーロが上昇する展開になっている。また、ドルと同じく安全通貨とされる円については、一旦下落方向に進んだが、極く足許では、上昇に転じている。この間、(1)のドル/円相場だが、期末を越えてもなお本邦輸出企業の円買いオーダーが円高圧力となっている。その一方で、介入警戒感は根強く、また市場が注目する日米2年物金利差も、9月

下旬以降やや拡大していることから、一方向に傾く展開にはなりにくいようである。もっとも、直近では、やや円高方向に振れる場面もみられ、昨日26日の欧州時間に75円71銭の既往最高値をつけた。図表2-18の(2)、ドル/円のリスク・リバーサルをみても、これまでの円高警戒感が薄らぎ、モメンタムが円高方向と円安方向で釣り合う場面もみられたが、足許では、やや円高方向の期待が盛り返す形となっている。以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

なければ、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現状評価をご説明する。その前に、一昨日から今日にかけての一番のイベントであるEU首脳会議、ユーロ首脳会議であるが、今はまだ最終的な結論は出ていない。EUサミットの方は終わって、記者会見が行われたが、ユーロサミットの方は中断という形で夜中を迎えている。ポイントとしては、元々、三つの柱があった。一つ目は、ギリシャ債務のヘアカットの問題。二つ目は、EFSFの機能拡充とこれに絡んで、レバレッジを高めるとか、それからスペシャルビークルを使い、その中にIMFのお金あるいは域外のお金を入れるという案である。三つ目が、銀行に対する自己資本の増強であった。これに関して、EUサミットが終わった後に、三番目の銀行の自己資本の増強については、決まったという会見があった。来年の6月末までに、主要な欧州の銀行に対して、資本増強を図るということである。それから、欧州の銀行監督機構では、所要の自己資本の金額として一応1,060億ユーロという数字を別途発表している。従って、一番目と二番目については、具体的な策は出ない

で、三つ目の自己資本だけ出てきている。これに対する評価だが、現時点においては、ポジティブ・サプライズもネガティブ・サプライズも取り敢えずない。現在消化中ということである。従って、米国市場の引け辺りから、この自己資本の増強の話が出始めているが、米国市場自体がこうした全体の動きの全てを受止めている訳ではないということである。従って、アジア時間、それから欧州時間にかけて、どういう形で市場が反応するかどうかだと思う。現時点までのこの中身について、私共としては、100点満点で言えば、50点、55点とぎりぎりのところ、微妙なところではないかとみている。

それでは、海外経済の現状評価について、お手許の資料-3（参考資料）【追加】をご用意頂きたい。まず、最初に全体感である。先進国及び新興国経済をみると、7～9月のハードデータは、概ね先進国を中心に、市場予想をやや上回るものが多かった。第3四半期の成長率は、米欧経済ともに、前期比で見れば持ち直すことは予想できると思う。ただし、第3四半期にかけての回復は、サプライチェーン障害からの反動——日本のサプライチェーンである——等の一時的な要因が相応に作用していると言えると思う。それから、欧州ソブリン問題の悪化というリスクシナリオが徐々に顕在化していることからみて、足許、既に欧米の家計・企業のマインドは、悪化傾向を辿っている。従って、米欧経済の先行きについては、より慎重な見方をすることが適切と考えている。例えば、2012年の見通しで言えば、米国については伸び悩み、欧州については成長率低下は避けられないと思う。一方、新興国経済については、中国経済が引き続き堅調に推移している。ただし、中国についても輸出の増勢鈍化が幾分強まっている。それからもう一つ、以前から申し上げているが、韓国、台湾などNIEsにおいては、輸出の伸び鈍化がより顕著になっている点が注意すべき事項と考えている。

それでは、図表1、米国経済をみたいと思う。米国経済の足許のハードデータはそれほど悪くない。ただし、マインド指標の先行きを示すソフトデータが低迷を続けている。(1) 名目小売売上高をみると、7～9月の前

期比は+1.1%と堅調な結果となったが、物価上昇を考慮した実質ベースでみると、増加テンポは低めにとどまっている。また、(2) マインド面をみると、欧州ソブリン問題の深刻化を受けて、消費者コンフィデンスは低迷している。この間、(3) 鉱工業生産については、回復した。しかし、サプライチェーン障害の復旧に伴う戻り、それから猛暑による電力生産増など、一時的な嵩上げ要因で水増しされている。実際、(4) I S M製造業の生産は、改善と悪化の分岐点である 50 近傍で推移している。新規受注についても、50 を下回る水準である。(5) で所得環境を確認すると、雇用者数の増減、新規失業保険申請件数が示すとおり、雇用の改善テンポは緩慢である。雇用者所得の伸びが緩やかな状況に変わりはない。さらに、(6) 株価のボラティリティをみると、欧州ソブリン問題の影響から高止まっている。こうした雇用環境の緩慢な改善、それから金融市場の不安定な動きが個人消費の回復の重石となっている。

次に、図表 2、欧州経済を簡単にみたいと思う。欧州は、ソブリン問題の震源地である。家計のマインド、それから製造業の PMI など、先行きを占う経済指標は一貫して悪化している。欧州金融機関の貸出姿勢の厳格化が進む中で、金融面から実体経済への負の相乗効果が強まる見通しである。まず、(1) 民間の成長率見通しであるが、2012 年の成長率見通しは、直近まで期を追うごとに下方修正を続けている。主要コンポーネントをみると、(2) の域外輸出は、海外経済の減速から低迷している。また、新規輸出受注 PMI は——域内の貿易も対象となっているが——域内周縁国の弱さを映じて、はっきりと低下している。(3) 生産をみると、7~8 月実績であるが、4~6 月対比でそれなりに回復した。もっとも、これにも、これまで落ち込んでいた周縁国での一時的な反動増も寄与しているようである。私共としては、この動きは一時的なもののみの方が良いと判断している。先行指数である製造業の PMI の 10 月までの実績をみると、やはり先行き生産が低下することを示唆している。また、(4) 消費者コンフィデンスも、やはり低下を続けている。次に、欧州金融機関の資金調達環境と貸出姿勢を (5) と (6) でみたいと思う。これは、E C B の直近の



いわゆるバンク・レンディング・サーベイ——銀行貸出調査——である。2011年の第3四半期にかけて、金融機関の資金調達環境が急速に悪化している。資金制約の強まりなどから、(6)国別にみても、イタリア、フランスは、はっきりと企業向けの貸出の基準が厳格化している。先行き3か月先の見通しも悪化していることからみて、金融機関の貸出姿勢の厳格化はこれから一段と強まる可能性が高いとみられる。以上の点を踏まえると、欧州経済の先行きについては、相当慎重にみておく必要があるのではないかとみている。

次に、新興国の経済をみたいと思う。図表4-1、中国は高めの成長を続けているが、海外経済減速の影響が輸出面でやや強まっている。(1)中国の輸出をみると、欧州向けを中心に輸出の伸びが鈍化している。もっとも、内需は堅調である。(2)小売売上高は、実質でみると幾分減速しているが、高めの伸びを維持している。また、(3)成長のドライバーである固定資産投資も、高めの伸びを続けている。こうした中で、(4)物価情勢——CPI——は、食料品高の影響が足許剥落していることもあって、ピークアウトしつつあるが、コアの物価上昇圧力は根強く、引き続き高めの水準である。世界経済が減速する中であっても、中国经济にとっては、インフレ・リスクについてもまだ注意を怠れない状況が続いているとみている。次に、NIEs・ASEANである。NIEs・ASEANの輸出は引き続き減少している。先進国経済の減速を受けたIT関連財輸出の低迷が効いている。特に(6)台湾の新規輸出受注PMIが低下を続ける中で、鋳工業生産も弱めの動きとなっている。NIEs・ASEANは、ご承知のとおり、経済に占める輸出のウエイトが高い訳であるから、こうした輸出の減速は先行きの生産にも相応の影響を及ぼすとみている。次に、図表4-2、タイの情勢について、一言付言する。まだ事態が進行中であるので、現時点ではっきりとした評価を述べることはできないが、タイの当局の公表情報に基づくと、この第4四半期にかけて、自動車、IT関連を中心に、タイの生産・輸出が相応に下押しされる見通しが出ている。タイのGDPを、財務省は0.5%ポイント引き下げる、タイ中銀はもう少し大きめで1%

ポイント位引き下げる、こういう推計を出している。こうした状況の復旧や生産代替が進まない場合は、他のアジア新興国などにも一定の影響が及ぶ可能性がある。業種別にみると、ハードディスク・ドライブ、それから光学機械部品の世界生産ウエイトが高いので、こういったサプライチェーンネットワークに及ぼす影響を注意深くモニタリングしたいと考えている。

最後に、図表 5、新興国の金融市場、マネーフローの動きについて一言述べさせて頂きたい。(1) 新興国に対するグローバルな投資フローの動向である。投資家のリスク回避的な動きが幾分和らいだことから、資金流出の動きが一服している。ここでみると、ラ米、それからアジアでは、ほぼニュートラルなところまで戻している。東欧、中欧については、まだ流出が続いている。こうした状況を受けて、(2)、(3) で示すように、先進国の株価対比でみた新興国の株価、それから債券の累積リターンも持ち直している。最後に、(4) の新興国通貨も、アジア主要国やブラジル、ロシアなど反発の動きがみられる。前回ご説明したように、9月、10月の初めにかけて大幅な資金流出が生じたが、足許にかけての持ち直しは、こうした過度な金融市場の動きが一服したことを映じている。もっとも、欧州ソブリン問題を取り巻く情勢は依然として不透明感が強く、流動的である。投資家のリスク回避的な動きが、再び高まる可能性もなしとはしない。この点について、引き続き注意を怠れない状況が続くものとみている。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

今、米国の中で話に出なかったが、一昨日発表されたケース・シラー住宅価格指数が参考図表 1 にある。これだけをみると少し分かりにくいですが、米国経済の重石になっている住宅価格をずっと時系列的にみると、2006

年4月がピークである。それから、下がり続けてきて、2009年5月に10大都市平均、20大都市平均でほぼボトム——ピーク比-32.9%あるいは-31.8%——である。暫くこの辺で停滞していたので、止まったかと思った。ところが、一昨日発表のこの数字も含め、フェニックスとかタンパとか——ピーク比で価格下落の非常に大きいところ——がこの数か月下落が続いていて、しかも先程申し上げた2009年5月のボトムを突き抜けていっている。このほか、ピーク比で価格下落率があまり大きくないクリブランドとかダラスとか、直近でもピーク比-20%とか、-9%と、まだボトムを付けておらず、下落を続けている。また20大都市平均でも2009年5月のボトムを突き抜けて下落が続くとともに下落率の拡大に地域的な広がりが出てきている。これをみると、住宅価格がまだ下げ止まったのではないと思うが、どうか。また、そうなると個人消費とかに非常に関係してくるので重大な局面ではないかと思うが、どうか。

大野国際局長

今、亀崎委員がおっしゃったとおり、住宅の重石をどれだけ軽くできるかが、米国経済の本格的な回復の一番重要なポイントであると思う。これについて、おっしゃったとおり、やはり価格が底を打ったことがまだ確かめられていないこと自体が、家計の負担それから消費行動に対して、弱さとなって重石がかかり続けている。こういう状況が目に見えては改善していないと思う。

亀崎委員

もっと下がるという見方も結構出てきているような気がする。

大野国際局長

先程おっしゃったフェニックスであるとか、住宅価格が弱いところについては、まだもう少しこの下落傾向が続く。従って、ボトムの更新ということである。そこの懸念が小さくないと聞いている。

中曽理事

いつかの国際局の説明にもあったが、いわゆるフォークローゼラーの予備軍が結構沢山あるということである。つまり、リスケされる債権が相当まだ沢山ある。不良債権化する一步直前の在庫に相当するものが溜まっている。さらに言えば、最近言われているのは、モーゲージ・レンダーの融資基準が結構厳格化している。であるから、わりと健全な買い手でも、借換えが難しくなったと聞くので、そういう貸し手の融資基準の強化、厳格化といったものも要因の一つにあるのかもしれない。地域別にそれがどういように反映しているかは承知をしていないが。

中村委員

中国であるが、図表 4-1 の輸出、個人消費は高い伸びだが、インフレもあって実質ベースではここまでではないということであった。中国についても、輸出価格等がかなり上がっているという話もあるが、これは名目ベースであるな。

大野国際局長

そうである。

中村委員

中国、米国で言われているが、輸出価格の上昇は、どういう感じなのか。

大野国際局長

国内価格全般について上がっている。CPIで6%からなかなか下がってこない。勿論そういった中で、インプット価格——労賃等——が上がっているのので、輸出価格についても上昇のプレッシャーはある。上昇のプレッシャーはあるが、彼等も産業政策それから企業の戦略として、輸出価格の上げ幅については、多少言葉は良くないかもしれないが、抑えめで競

競争力を維持しているという基本的なところは崩れてはいないと思う。

中村委員

海上荷動きをみていると、6月位からずっと北米向けはマイナスになっている。だから、値段的な上昇があるのかなという感じがしている。

大野国際局長

恐らく、価格競争力というよりも、米国もそうであるし、勿論、欧州にはそういう傾向が出ているが、現地の実体経済が停滞しているという需要の要因の方が遥かに大きいのが現状だと思う。

森本委員

一点宜しいか。米国のCPI——ヘッドライン——なのだが、国際商品市況の調整とともに、9月辺りから——需要期を過ぎてくると——もう少し下降するのかと思っていたが、依然高止まりである。家賃とか色々が高止まりということであれば、この状況が暫く続くのか。ガソリンも、WTIの推移に比べると、最終価格がなかなか高止まりして下がっていない。この辺の、先行きをどのような感じで捉えておられるか。私の感触では、ヘッドラインはもう少し下がっても良いのかなと思っていたのだが。

大野国際局長

全く同じ気持ちである。意外と下げ渋っているということだと思う。ヘッドラインでみて、前年比+3.9%である。要因の一つは、森本委員がおっしゃったガソリン価格がもう少し下がっても良いのかなと思う。ただ、ガロン当たりで、3.5ドルを切っているので、徐々にではあるがその部分は捌けたと思っている。それから、内訳をみると、もう一つ、今まで衣料が中国等の影響からずっとプラスに寄与していたが、これが落ち着き始めている。帰属家賃はまだ残っているが、恐らく大きな流れとしては、この+3.8%、+3.9%位がピークとみて良いのではないか。ただし、それが

どの位のペースでスローダウンというか、伸び率が低下していくかは、少しゆっくりのペースになるのではないかとみている。今の足許の需給ギャップからすれば、もう少し早いペースで+3%位の方向に向けて行ってもおかしくないが、どうもすんなりとは物価低下に繋がりそうもないという状況だと思っている。

#### 白井委員

中国の外貨準備が、9月末に前月に比べて608億ドル位減って、2010年5月位振りの減少だったということである。多くの説明は、ユーロが凄く下がったので、その評価損だということであった。先程も出たが、輸出の伸びは非常に落ちていて——輸入の伸びに比べて——、貿易黒字が凄く減少したので、それもあると思う。為替の評価損以外に、貿易収支とか、資本の動きなどがもし分かれば、教えて頂きたい。

#### 大野国際局長

詳しいところまでは分からないと申し上げたうえでだが、ユーロ安に伴う評価損——ドルでみた場合だが——はまずあると思う。これは根っこにある。恐らく、ここからは推察だが、今の全般的な状況において、9月においては、通常の前月よりも——資本流入も関係するが——介入の金額が少なかったことの一つの結果ではないかとみている。詳しいことは、少しよく分からないが。

#### 宮尾委員

米国だが、次回のFOMCがまた迫ってきている。最近、ボードメンバーの色々な発言等も目立ってきている。次回どのような動きが予想されるかについて、国際局で何かもしあれば教えて頂けないか。

#### 大野国際局長

それは、少しお答えする言葉を持ち合わせていない。ただ、この一週間

位で目立った動きで言えば、あるいは市場が反応したことで言えば、FOMCの主力メンバー——イエレンFRB副議長、あるいはダドリーニューヨーク連銀総裁——が色々な講演であったり、その後の質疑応答で、「QE3 みたいなものは排除しないのか」ということに対して、「必要に応じてやるべきことはやる」、あるいは「QE3 の可能性も排除しない」というような言い方を少し匂わせるような回答をされた。来週のことは、私は分からないが、恐らくそういった可能性も含めてFOMCで議論をするのではないかと思う。そういう動きを受けて、市場の中では、場合によっては追加的な緩和があるかもしれないという受止め方が少し先週から増えたという状況ではないかと思っている。

#### 中曽理事

欧州の資本増強に関する冒頭の大野国際局長の説明を若干補足する。今、出てきている資料に目を通して、二つほど補足する。1,060 億ユーロという数字だが、これは仮置きのようなものである。これは、6月時点のバランスシートに基づいた金額であるので、これは仮置きで、9月時点の数字でもう一回洗い直して、所要額を確定させる。いずれにしても9%というのは、これ自体がターゲットではない。2012年の半ばまでに達成するのは9%ではなくて、この所要自己資本——量的な目標——が2012年の半ばまでに達成しなければならないものである。であるから、比率ではなくて、資本増強額そのものがターゲットになっている。これは、恐らくデレバレッジの悪影響を回避する一つの工夫ではないかと思う。それからもう一つ、この資本増強に加えて、中長期銀行債務調達の公的保証を改めて導入するというアイデアが入ってきている。ただ、この公的保証については、2008年のリーマンの後にやったような個別国が独自にやる保証ではなくて、EUレベル——横断的な保証のスキーム——を考える必要があり、いずれにしても、資本それから調達の両面から欧州の銀行がクレジット・クラッシュに陥ることを何とか回避しようというスキームの工夫が施されているように解釈をした。

白井委員

それは、E F S F でやる増資とはまた別か。入る可能性はあるか。

中曽理事

違うと思う。詳細は「これからE C O F I Nで詰める」というように書いてある。

大野国際局長

三つある。一つ目は、自分で調達する。それから二つ目は、各国の資本増強スキームを使う。三つ目は、E F S F のスキームを使う。一番最後にくるのが一般的な解釈であるが、フランスとドイツの間でこの順序関係について微妙な意見の違いがあるということである。

白井委員

増資にはE F S F を使うとしても、中長期債に関する保証はE F S F の対象ではないということか。

大野国際局長

それは、まだ分からない。広義の保証というスキームの中の一つのメニューとしては勿論残っていると思う。

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

私から事前にお配りしている資料-4 の参考計表に沿ってご説明する。物価だけは今日追加的にお配りしたものである。

まず、公共投資であるが、図表 1、公共工事請負金額の 9 月分が出ている。前年比+3.3%、前月比+1.6%となっており、前月比でみると 8 月に続き 9 月も増加しているということで、公共投資は下げ止まり傾向にあるという判断で良いと思う。

図表 3、輸出入であるが、9 月の数字が出ている。実質輸出は前月比+3.5%ということで、7 月、8 月に伸びは鈍化していたが、再び伸び率を幾分高め、増加基調が維持されている。実質輸入については、4 月以降 5 か月連続で増加していたが、9 月は前月比-1.8%とマイナスに転じている。火力発電に伴う原燃料は 8 月までかなり増えていたが、9 月はその反動減が出たということである。この結果、7~9 月でみると、実質輸出が前期比+8.7%で、実質輸入が同+2.5%と、輸出の伸びが輸入の伸びを上回り、7~9 月については、外需はプラス寄与になるということである。輸出の内訳については、図表 5、9 月の前月比をご覧頂くと、地域別あるいは財別をみても区々である。景気の停滞が懸念されている EU については、8 月はマイナスになったが、9 月はプラスということで、今のところまだ貿易面にははっきりと影響が出ていないということである。この中で、少し弱いなというのがはっきり出始めているのが N I E s であり、8 月が前月比-3.3%、9 月が同-1.9%となっている。やはり情報関連の弱さがこの辺りに出ていると思う。財別についても区々であるが、消費財あるいは中間財が弱い一方、自動車については、9 月に再び伸びを高めている。世界景気の影響を受けやすいとみられる情報関連、資本財・部品は弱いと我々はみているが、9 月は再び増加する形になっており、今のところ、どんどん一方向にマイナスが広がる訳ではないということだと思う。当面の輸出については、一応緩やかな増加基調が維持されると現時点では判断している。

当面の新たなマイナス要因として、タイの大洪水がある。先程、大野国

際局長からもご説明があったが、資料の一番最後、参考図表をご覧頂きたい。タイへの日系企業の進出状況について纏めている。極く簡単にご説明すると、タイの日系の現地法人数は1,675社あるが、今のところ1/4を少し上回る450社位が浸水被害を受けたと報告されている。そのタイのウエイトであるが、(3)をご覧頂きたい。タイの現地法人の売上は7.9兆円と、日系メーカーの世界売上高に占める比率は3%強になっている。その中では、輸送機械や電気機械の売上高が大きく、特に輸送機械については世界売上高の5.8%をタイの現地法人が占める。あと、電気機械についても、一部の品目では多いということであり、ハードディスク・ドライブは4割位を占める。あるいはデジタル一眼レフも非常に多い。輸出であるが、日本の輸出入に占めるタイのウエイトは、大体3~4%である。未だタイの洪水は進行中であるので、日本企業も被害状況を全て把握できていないが、それなりに大きなものになるのではないかと考えている。そうなると、やはり業績については、クリスマス商戦向けの作り込みの時期ということもあるので、業種あるいは企業によってはかなり下押しに影響すると思う。日本の輸出や生産への影響であるが、恐らく11月にかけてある程度目にみえる形で下振れが発生するのではないかと。企業によっては、既に操業を一部停止するというような動きも出始めているので、11月にかけてその辺りの影響が出てくると思う。ただ一方で、タイの生産は、日本国内での生産を含めて、代替可能なものも多いとみられることや、機械設備の復旧需要も出てくる可能性もあることから、ある程度マイナスも相殺され、少し時間が経てばプラスに働く面もあると今のところ整理している。いずれにせよ、なかなかみえないものもあるので、注意してみていく必要があると考えている。

図表12、企業マインドであるが、10月の数字が出始めている。大企業については大体出ているが、シャドーのかかったところが前月に比べて悪化しているところである。これを見て頂いて分かる通り、10月については、若干ではあるがいずれも悪化している。原因としては、海外経済の減速、あるいは円高の影響が指摘されている。大きく下がっている訳では

ないので、底堅いと言えるが、企業マインドが少し慎重化の方向にある感じがする。非製造業について悪化しているのは、台風の影響もあるかと思う。今後については、タイの大洪水の影響も出てくるので、当面企業マインドは少し弱めに推移する可能性を念頭に置いておく必要があると考えている。

続いて、図表 14、設備投資関連指標である。機械受注であるが、前月比で 7 月が $-8.2\%$ とかなり大きな落ち込みであった反動もあって、8 月は $+11.0\%$ とかなり大きなプラスとなっている。この結果、7~8 月の 4~6 月対比は $+2.7\%$ と、設備投資の先行指標については今のところやはり増加基調が維持されている。図表 18、中小企業の設備投資計画が出ている。9 月の調査であり、ある程度円高の影響も織り込まれていると思う。日本政策金融公庫の今年度の設備投資計画調査であるが、 $+9.7\%$ と比較的しっかりした数字が出ている。過去の修正パターンであるが、この調査で修正されると、それから 1 年後の調査にかけてそれほど大きく変わらないというのが過去のパターンであるので、結果的には、それなりに堅調な設備投資となる可能性が高いと思う。

個人消費関連の指標について、図表 21、百貨店とスーパーの 9 月の数字が出ている。これは、前回申し上げたとおりに、台風の影響が出て、9 月の百貨店、スーパーの売上げが少し落ち込んだ。一方で、サービス消費であるが、震災後かなり回復が遅れていた旅行の取扱いについては、8 月の数字が出て、それなりに回復してきた、少し遅れてサービスは回復してきたということかと思う。消費者コンフィデンスであるが、図表 22、景気ウォッチャー調査については、これは戻りも早かったが、足許、若干反動となって少し弱い数字となっている。ただし、消費者に直接聞いた消費者態度指数、あるいは日経消費予測指数は改善傾向にあるということで、今のところ消費マインドは底堅いということかと思う。

最後に、物価についてご説明する。今日お配りした追加資料をご覧頂きたい。図表 30、二つの指標についてご説明する。国内企業物価であるが、9 月が前月比 $-0.1\%$ と若干低下した。3 か月前対比は $-0.3\%$ ということ

で、国際商品市況の下落の影響から弱含んでいる。今回はC P Iがないので、C S P Iについて若干申し上げたい。総平均（除く国際運輸）で見ると、前年比が8月の-0.4%から9月の-0.1%と、マイナス幅が0.3%ポイント縮小した。縮小の主因は一つは広告で、これは震災後落ちていたが、自動車中心に少し戻ってきたということである。もう一つは、土木建築サービスで、建築・土木についても少し需要が出てきたということではないかと思う。これらの統計については、平均価格を取っているもので、月々によって少し振れる。従って、この8月から9月にかけてのマイナス幅の縮小については、これが実力かどうかは割り引いてみておく必要があると思う。図表 36、企業向けサービス価格であるが、前年比の推移はリーマン・ショック後かなり大きく落ち込んだところから、去年の半ば位から少しずつマイナス幅を縮小してきている。これは基本的には、経済活動が緩やかではあるが改善して、企業活動も改善してきているということを反映した動きである。

以上を踏まえて、若干纏めさせて頂くと、実体経済については、前回会合の持ち直しを続けているという判断で良いのではないかと思う。現状、輸出の増加の基調が維持されているし、国内需要も堅調であるという判断で良いと思う。先行きについても、海外経済の減速が緩やかにとどまるという前提のもとで、復興需要等の顕在化の力が働き、緩やかな回復経路に復していくという見方で基本的には良いのではないかと考えている。一方、消費者物価であるが、当面マイナスの領域を含め、ゼロ近傍で推移するという前回の見通しで良いと思っている。やや長い目でみれば、需給改善がプラス幅を幾分拡大させていく方向に作用すればと考えている。3か月前からの比較では、実体経済面では、今年度上期は供給制約解消のペースが幾分速かったと言えらると思うが、海外経済の減速や円高の影響が下期に下振れに作用すると思えられる。年度ベースでは、この下期が下振れると来年度を中心に下振れ方向に影響するということかと思う。私からは、以上である。

白川議長

一点宜しいか。この夏場以降の日本経済と欧米経済の動きの比較であるが、先程の国際局の説明にもあったとおり、足許、欧米経済は減速している。それからハードデータ以上にマインドデータなどソフトデータがより悪くなっている。それと比べてみると、日本の経済について、先行き色々な問題を抱えているが、夏場以降も欧米対比良いようにはみえる。それは、勿論、復興からの回復過程という特殊要因があるから、相当程度はそれによるのであろうが、それに加えて何か要因があるのか。あるいは、そもそもそういう意味で、震災からの回復という要因を除くと欧米と差はないとみるのか。

前田調査統計局長

まず、今、白川議長がおっしゃったように、やはり震災からの復興、輸出についても海外在庫の復元と、ペントアップ需要があるということが基本的な背景だと思う。恐らく企業自身の努力もあるが——企業の経営体力が自己資本の充実等でショック・アブソーバー的に効いている中で——、やはり金融がそんなに混乱している訳ではないという辺りの不安は、欧米に比べれば大分小さいのではないかと思う。今回も、リーマン・ショックの時の経験、あるいは震災の時の経験も踏まえて、企業としてもかなり資金的なところについては万全を期しているし、金融機関から何かマイナスの影響力が出るという感じではない。その辺りが効いているのではないかなと思う。

白川議長

他に質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、次に金融環境に移りたいと思う。

## 門間企画局長

それでは、事前に配付させて頂いている資料-5の参考計表を使わせて頂きたい。まず、図表1、インフレ予想関連であるが、この頁で前回会合以降新しいデータが入っているのは、(2)の消費動向調査のみである。グラフの右端が9月分であり、僅かに低下しているが、振れの範囲とみて良いと思うし、レベルも+2.0%と依然として高めである。図表2、エコノミストのCPIの見通しが10月調査分まで伸びており、(2)の年度ベースでは2011年度、2012年度ともに-0.2%で前月と全く同じである。(3)コンセンサスフォーキャストは、1年に2回、4月と10月に調査されるが、今回10月分が出ており、グラフの右端は3本ともやや低下している。ただ、そのうち2本は前回上昇した反動と読めるので、基調に大きな変化はないと考えられる。因みに、6~10年後の平均の直近の数字は+1.0%ちょうどである。図表3、(1)は新しいデータは入っていない。(2)のインプライド・フォワード・レートについても、ここへきての変化は特にみられていない。因みに、3年後から10年後までの最近の水準は、大体+1.3%位になっている。以上、各種のインフレ予想については、足許のデータが若干低下しているものもあるが、振れを均して基調的にみれば、とりわけ中長期を中心に安定しているという認識で良いと思われる。

次に、図表8、資金調達コストである。新しいデータが入っているのはCPと社債で、一番右の10月の列、途中ラップであるが数字が入っている。どれも大体前月と同じような数字になっている。中には若干上がっているものもあるが、それは発行されている銘柄とか期間など中身が振れていることによるものであり、個別銘柄同士で見ると、上がっているものはない。こうした状況からみて、資金調達コストについては、緩やかに低下しているという前月までの判断を変える材料はないと判断している。

それから、図表14、ボリュームであるが、前回会合以降9月の数字が入っている。民間部門総資金調達は、9月の前年比が-0.9%と、前年比マイナス幅の縮小傾向が続いている。このうち、民間銀行の貸出残高をこ

覧頂くと、9月は前年比-0.0%と概ね前年並みになってきている。足許は、特に都銀等であるが、電力会社向けの運転資金とか、インアウトのM&A関連の資金が出ていると聞かれている。それから、CP・社債発行残高については、両者合わせて前年比+1.5%と小幅なプラスが続いている。CPだけをご覧頂くと、9月は若干マイナスになっているが、10月入り後の週次データによると、14日時点であるが、前年比+2.8%とプラスになっている。社債の発行額については、10月分についても5,000億円弱発行される予定であり、これは電力を除くベースでは、昨年とか一昨年の10月を上回る発行額である。起債銘柄もBBB格が5銘柄となる見込みのほか、起債初というデビュー銘柄が前月は製造業であったが、今月は建設でもみられるなど、バラエティが広がっている状況が続いている。このように発行環境は良好と判断できる。

次に、各種のDIである。図表21、日本銀行の四半期に1回の「主要銀行貸出動向のアンケート」である。(1)の季節調整をかけたベースのグラフであるが、資金需要を表しており、今回出た10月分は、企業向け全体で資金需要がちょうど増加・減少の境目のゼロとなっている。ヒストリカルにみて、決して悪い水準ではないが、かと言って、資金需要は今一つ盛り上がりはしていないということかと思う。一方、(2)の貸出運営スタンスをご覧頂くと、こちらは大企業向けから中小企業向けまではっきりとした積極化の動きが続いている。図表20、資金繰りDIの中で、中小企業（商工中金）の10月分が出ており、-2.8%ポイントである。1~3月が-2.6%ポイントであったので、震災前の状況にほぼ復したと言って良いと思う。実は、日本公庫も、10月分が本日午後、この会合が終わった頃に出るが、そこで改善が確認できれば、企業の資金繰り状況は、中小企業も含めて震災前に概ね戻るといった感じになるのではないかと思う。

以上、前回会合以降明らかになった指標をご紹介してきたが、これまでのトレンドに変化はなく、我が国の金融環境については、「中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさがなお窺われるものの、緩和の動きが続いている」という判断で良いと判断している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

中小企業の資金繰りについて、実際の数字は、かなり改善してきて、震災前まで戻ってきている。この図表 22 をみても、相当改善してきている。「一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる」という表現は、どの程度までいくと取れるのか。

門間企画局長

元々、2～3 か月前位から、かなり微妙になってきていて、いつそれを取ろうかとスタンバイしている。先程申し上げた今日の午後の数字がもし午前中に分かれば、今日、取っても良いかなという位の気持ちでいる。そこまで確認ができていないので、この後に確認して、指標が揃ったうえで総合判断をして、検討したいと考えている。

白川議長

他にご質問はないか。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

それでは、これから金融経済情勢及び当面の金融政策運営の討議に入りたいと思う。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]



## 門間企画局長

それでは、文章の前にまず数字からご説明したいと思う。16 頁に参考 1 として、見通しの計数がある。まず、実質 GDP であるが、2011 年度の大勢見通しはレンジが+0.2~+0.4%、中央値が+0.3%である。前回 7 月の中央値+0.4%に対して、0.1%ポイントの下方修正である。2012 年度はレンジが+2.0~+2.4%で、中央値が+2.2%、ここは前回の+2.9%から中央値がかなり下方修正となっている。それから、2013 年度であるが、+1.2~+1.5%で中央値が+1.5%である。国内企業物価指数は、中央値だけ申し上げると、2011 年度から+1.8%、+0.2%、+0.8%という見通しとなっている。消費者物価指数であるが、2011 年度はレンジが 0.0~0.0%で中央値が 0.0%、2012 年度が 0.0~+0.1%であり、中央値が 0.0%である。いずれも前回の+0.7%からかなり大きめの下方修正であるが、ここは、(注 3)にあるように、見通しの修正は基本的には基準年の変更の影響である。それから 2013 年度であるが、レンジが+0.4~+0.6%で中央値+0.5%というのが今回の見通し——最終年度の C P I の見通し——である。

なお、今回初めて付いた注として(注 4)であるが、連鎖指数でみた場合の仮定の 2013 年頃の前年比は、これよりは若干低くなっている可能性があるということ、今回初めてこういう形で明記している。リスク・バランス・チャートであるが、白い方が前会で、灰色シャドーが今回の分布である。実質 GDP であるが、2011 年度は前回に比べて少し真ん中に収斂している。概ね左右対称である。消費者物価については、もっと収斂しており、これも概ね左右対称とみて良いと思う。2012 年度については、GDP は前回よりも左にずれ、幾分左に偏った分布になっている。それから、C P I についても左側へずれているが、こちらは概ね左右対称と言って良いと思う。2013 年度については、今回が初めてだが、GDP も C P I も先のことであるので、いずれも少し平べったくなっており、山が低いという分布になっているが、GDP の方は少し左に偏っていて、C P I の方は概ね左右対称という感じになっている。以上を頭に入れて頂き、それ

では、文章の説明に入らせて頂く。

まず、1頁であるが、「1. はじめに」があり、「2. 国際金融資本市場および海外経済」から書いている。国際金融資本市場では、本年夏以降、緊張が高まったということで、1頁目は主に欧州ソブリン問題について記述をしている。2頁目であるが、そうしたもとの、グローバルな投資家のリスク回避姿勢が強まっているということを書き添えており、株価をはじめとして、円の為替レートまで様々な金融資産の価格が変化をしているという状況を書いている。その次のパラグラフは以上を踏まえた海外経済の動きであり、「本年春以降、先進国を中心に、成長ペースが鈍化している」という認識である。米国については、家計の過剰債務や住宅市場の調整が長引いている、欧州経済はソブリン問題、多くの新興国・資源国ではインフレ圧力が十分沈静化していない、それぞれの問題を指摘している。それから、海外経済の先行きに関する中心的な見通しであるが、当面は、「先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていく」という中心見通しである。ただし、こうした見通しについては、「経済にきわめて大きな影響を及ぼしかねない金融市場のショックは、回避されることを前提にしている」ということで、これに敢えて言及しているということは、暗にテールリスクは存在していることを認識しているということを書き添えている。

それから、「3. わが国の金融環境」であるが、「日本銀行が強力に金融緩和を推進する中、緩和の動きが続いている」というのが基本認識である。以下、市場金利それから4頁で企業の資金調達コストは緩やかに低下をしている、CP・社債発行環境は良好ということを書き添えている。それから、国際金融資本市場が不安定な中にあり、我が国の金融環境が安定している理由を4つ纏めてある。第一に、我が国の金融機関が問題諸国の国債等をあまり持っていない、第二に、金融機関がリスク全体についても自己資本との対比でみて抑制している、それから第三に、企業も手許資金を厚めにしており、第四に、日本銀行の金融緩和、というように四点整理している。今後についても、我が国の金融環境は緩和の動きが続くということを書き添えている。

ており、そこに日本の金融システムが相応の頑健さを有しているということにも言及している。しかしながら、そうした日本の金融環境も海外の展開と無縁ではあり得ないということで、国際金融資本市場が一段と不安定化する場合のリスクについて言及している。なお、この辺りの記述は、10月18日に先に公表した金融システムレポートを意識して、脚注3にその点をリファーしている。このように金融システムレポートへの意識を明確にしたのは、今回からである。

それから、「4. わが国の経済・物価の中心的な見通し」であるが、まず、経済情勢である。6頁目、最初は、震災から現状までを簡単に記述しており、見通しは6頁の下のパラグラフからであるが、「供給面の制約がほぼ解消された現在では、需要面の動向が重要性を増してきている」ということで、「先行きを展望すると、わが国経済は、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。すなわち、2011年度下期は、輸出や生産を中心に、海外経済減速や円高の影響を受けるとみられる一方、資本ストック等の復元に向けた復興需要が、公共投資、民間設備投資、住宅投資、さらには耐久消費財の消費といった様々な面で、徐々に顕在化してくると考えられる。2012年度は、復興需要が年度を通じて寄与することに加え、海外経済の成長率が緩やかに高まり、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムが働くため、比較的高い成長率となることが予想される。2013年度については、復興需要の押し上げ寄与が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では鈍化するものの、新興国・資源国を中心とする堅調な海外需要のもとで、潜在成長率を上回る成長が続く」、そういう中心シナリオである。7月との比較であるが、海外経済の減速や円高の影響から、7月に比べると幾分下振れるという判断をしている。これまで下振れリスクとして認識してきたものが、一部顕在化しているということ、ある意味では言っている。それから、その後は企業部門について詳しく書いているが、8頁の中で、企業部門の中では、海外シ

フトについて、「急速に進む場合には国内の設備投資や雇用への影響などについて注意が必要である」という厳しい認識を示したうえで、「基本的には、海外投資と国内投資が、補完し合いながら増加していく動きが予想される」というのが中心見通しである。それから、家計部門が書いてあるが、そこは省略する。物価情勢である。先行きの物価であるが、マクロ的な需給バランスは景気が緩やかな回復のもとで徐々に改善していくということである。中長期的な予想物価上昇率についても、これまでのところ、大きな変化はみられず、見通し期間においても、安定的に推移するという前提である。国際商品市況については、長い目でみれば、緩やかな上昇傾向を辿るという前提であり、以上の環境を前提に、国内企業物価指数の前年比は、「マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇を続けると見込まれる」ということである。消費者物価については、「当面、ゼロ%近傍で推移したあと、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていく」というのが現在の表現である。以上が中心的な見通しである。

以下、「5. 上振れ要因・下振れ要因」であり、経済に関して、四つ整理している。第一に、欧州ソブリン問題を中心とする国際金融資本市場を巡る動向である。それから第二に、海外経済の動向に関する不確実性である。いずれも下振れシナリオを詳しく書いているが、様々な問題への取組みが進められる結果として、投資家のリスク回避姿勢や世界経済を巡る不透明感、不確実性が後退するという上振れの方向の可能性にも言及している。それから、三番目のリスク要因であるが、復興需要に関する不確実性、四番目については、企業や家計の中長期的な成長期待に対する不確実性というように、四点リスクを整理してある。12 頁、物価情勢に移る。物価については、上振れ、下振れについて、まず景気に対応した上振れ、下振れがあるということに加え、物価固有の要因として、第一に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率、それから、輸入物価の動向ということで、固有の論点を二点整理している。以上、経済・物価のリスク要因である。

最後に、「6. 金融政策運営」である。いつものように二つの柱で点検を行うというフレームワークを示したうえで、第1の柱であるが、「わが国経済は、当面、海外経済減速や円高の影響を受けるものの、見通し期間を通じてみれば、新興国・資源国を中心に海外経済が高めの成長を維持するとみられることや、震災復興関連の需要が徐々に顕現化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」ということである。それから、14頁、消費者物価については、「当面はゼロ%近傍で推移するが、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていく」ということである。総合的に評価して、「日本経済は、「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情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる」、これが総合評価である。それから、第2の柱であるが、これはリスク要因として、景気については、米国のバランスシート調整、欧州のソブリン問題、それから新興国・資源国の物価安定と成長が両立するかという問題といった海外情勢の不確実性や、それに端を発する為替・金融資本市場の動向といった点を挙げている。それから、最近の金融政策及び考え方を整理したうえで、15頁、先行きの金融政策運営について、二つの柱による点検を踏まえ、「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、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、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」という基本的な考え方を述べている。最後のパラグラフについては、中長期的な成長期待の低下、あるいは対GDP比で先進国中最大の政府債務といった金融政策だけでは解決できない問題にも触れて、日本経済の問題点を指摘し、様々な経済主体が中長期的な持続的な成長力の強化に向けて、「それぞれの役割に即した取組みを続けていくことが重要である」と結んでいる。以上である。

白川議長

これについて、ご質問はあるか。

#### IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、ないようであれば、これから討議に入りたいと思う。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、及び次回決定会合までの金融政策運営方針について、一つのラウンドで一人7分程度を目途にご発言をお願いする。本日の発言の順番であるが、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員の順である。それでは、山口副総裁からお願いする。

山口副総裁

トップバッターであるので、少し時間が長くなるかもしれないが、予めご容赦頂きたい。まず、前回会合以降の金融経済情勢であるが、基本的な認識を変えなければならないような動きはなかったと思っている。国際金融資本市場では、欧州ソブリン問題を巡るEU当局者の対応や発言などによって、楽観、悲観が交錯することはあっても、市場全般の極めて不安定な地合いに変化はないということだった。海外経済についてみると、全体としては、緩やかながらも回復を続けていると認識している。米国は、発表される指標に多少の強弱はあるにせよ、回復の足取りは基本的に鈍い。欧州については、ソブリン問題に端を発する財政、金融、実体間の負の相乗作用が作動し、景気減速がはっきりしてきている。新興国・資源国については、金融引締めもあって、成長スピードは減速してきているが、総じてみれば、依然として高めの成長を続けている。一方、国内経済であるが、回復ペースは緩やかになっているが、持ち直しの動きを続けている。実質輸出は、7月、8月と小幅増加にとどまった後、9月はしっかりと増加した。ただし、ITセクターでは、外需の減速が明確になってきている。

また、この先、タイでの洪水の影響がどう現れるかにも注意が怠れない。

次に、展望レポートに関してである。執行部案における、我が国の経済・物価の中心적인見通し、上振れ・下振れ要因、金融政策運営については、大筋のところ違和感はない。ただ、敢えて、「大筋のところ」と限定を付けたことに関しては、それなりに理由がある。やや議論のための議論という感じもない訳ではないが、幾つか理由を挙げておきたいと思う。第一に、展望レポートの全体感としては、予定調和的な記述になっている点が今回は特に気になった。先程、門間企画局長から説明のあった部分、特に「4. わが国の経済・物価の中心적인見通し」の中の6頁をもう一度読んでみると、「先行きを展望すると、わが国経済は、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」という部分が気になった点の一つである。もう一つは、これもまた先程、門間企画局長から説明のあったところであるが、「6. 金融政策運営」の中の14頁の「経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、「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情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる」という部分である。これらについて私としては、やや予定調和的だという感じを持った。言い方を換えると、ロジックとしては、勿論しっかりあるとはいえ、やや楽観的に過ぎないかということである。やや楽観的に過ぎないかと考えたことについて、理由は、三つほどある。一つは、2012年度までの見通しについては、7月の中間評価に比べれば、海外経済の減速や円高の影響を織り込んで、現に下振れさせている。もう一つは、そのこともあって、2013年度まで見通しても、いわゆるデフレ克服が十分展望できないということである。そして、三つ目は、欧州ソブリン問題に端を発する国際金融資本市場の動揺とその実体面への影響の可能性といった大きなリスク要因を抱えていること、である。そうした点を考え合わせると、展望レポートの執行部案が妥当かどうかということとは、

記述の問題ではなく、何らかの政策変更を前提とするかどうか依存しているようにも思える。言い方を換えると、執行部案は、結果的に、何らかの政策変更を既に前提としていると言えなくもないと受止めている。いずれにせよ、「大筋のところ違和感はない」と述べた趣旨は、以上のようなことである。

次いで、展望レポートに関連して、中心シナリオを巡るリスク要因として強く意識している点を整理しておきたいと思う。勿論、展望レポートの記述と重なる部分が少なくない。最初に、欧州ソブリン問題についてであるが、EU首脳会議、あるいはユーロ圏首脳会議については、まだ私自身十分消化できていないし、ユーロ圏首脳会議の方は、中断中ということでもあるので、それは念頭に置かずに議論させて頂きたいと思う。ソブリン問題を抜本的に解決するとなると、そのためには当事国が対外競争力の向上、それから金融機関のバランスシートの修復といったプロセスを通じて、財政の持続可能性を回復させていく以外に途はないと思っている。この途は、多分長い時間と厳しい構造調整を当事国に強いるものである。従って、マーケットは、今後とも、様々なイベントやショックに応じて、不安定な状態を繰り返し、そのことが世界経済やひいては我が国経済にマイナスの影響を及ぼし続ける可能性は決して小さくないと思っている。それから、ソブリン問題に関連してもう一点付け加えておきたい点がある。それは、テールリスク、つまりカタストロフの可能性についてである。ソブリン問題がこの先カタストロフに至る可能性は決して高くないが、ゼロではないと思う。勿論、今回の展望レポートでも、そのニュアンスを多少出しているが、展望レポートの性格上カタストロフをリスク要因として明示的に記述することは難しい。そもそもカタストロフは、それがどのような形で現れるのか、また、どのような環境条件のもとで発生するのか、事前に想定することが難しく、それだけに一定の論理の枠組みの中に上手く落とし込むことも困難だと思う。しかし、我々としては、危機管理の観点からも、カタストロフの可能性を常に考えておく必要があると思っている。それから、二つ目のリスク要因としてお話ししておきたいのは、企業や家計の中



長期的な成長期待が下振れるリスクである。我が国経済は、元々、成長率の趨勢的な低下が続いてきた訳であるが、そうした中で、3年前のリーマン・ショック、そしてこの春の大震災と相次いで大きなショックに見舞われた。しかも、直近では、震災後の大きな落ち込みから立ち直ろうとしていた矢先に、欧州ソブリン問題、電力の供給制約、さらには大幅な円高と追い打ちをかけられ続けている訳である。こうした状況のもとにあるだけに、経済主体の中長期的な成長期待の低下には、これまでも増して注意が必要になっていると認識している。リスク・ファクターの三つ目として、これは上振れ要因であるが、日本の金融機関の健全性、あるいは金融システムの頑健性、そしてその裏腹としての企業の財務体質の健全性が、欧米対比維持されていることを忘れてはならないと思っている。これらが、我が国経済の相対的な強みとして今後発揮されるとすれば、上振れ要因として顕在化する可能性も小さくないと思っている。

以上が、展望レポートに関してであるが、最後に、当面の金融政策運営についてである。先程、先行きの経済・物価のパスは7月の中間評価対比下振れていること、それと関連して、2013年度まで見通しても、我々の言う物価の安定を実現できる展望がなお明確には拓けないこと、そして国際金融資本市場の不安定といったリスク要因もあること、などを述べた。また、我々は、8月初の決定会合で、様々な不確実要因を幅広く念頭に置いたうえで、金融緩和の強化を図った訳である。そうした不確実要因の一部は、景気の下振れという形で実現してしまっている。これらの点を考慮に入れると、この際、何らか追加の緩和措置を講じ、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にすることを検討すべきではないかと思う。具体的な政策の中身としては、次のようなことが考えられるのではないかと思っている。

第一に、政策金利についてであるが、引き下げることとは適当ではないと思っている。短期金融市場の市場機能は、これまでのところ辛うじて維持されている訳であり、さらなる政策金利の引き下げによって、これを一段と悪化ないし低下させてしまうことは回避したい。第二に、そうなっ

ると、考えられる政策対応としては、資産買入等の基金の増額ということになる。そして、第三に、その資産買入等の基金の増額の規模についてであるが、5兆円が適当と思う。我々は、8月初に基金を10兆円増額し、現在そのもとで着実に買入れを進めるとともに、その効果を注意深く見守ってきているところであり、こうした我々の構えまで踏まえれば、5兆円が丁度良いのではないかと思っている。第四に、買入れ対象の資産についてであるが、勿論、幅広い資産を買い入れることも選択肢となり得ない訳ではないが、企業の資金調達が基本的に円滑に行われていることを考慮すると、今回は、リスク性資産を対象とせず、専ら長期国債を買入れ対象として、これを通じて長めのリスク・フリー金利、つまりは企業の資金調達のベースとなる金利に働きかけていくことが適当ではないかと思っている。五番目に、買入れの期限であるが、これまで同様、2012年末とすることで良いのではないかと思っている。

以上が、政策の具体的な中身として私自身考えている点である。なお、次回決定会合までの調節方針としては、先程述べたことと関連するが、現状維持が適当であると思っている。当面の政策対応については、以上のとおりである。ただ、一点付け加えておきたいのは、欧州ソブリン問題にかかるテールリスクについては——繰り返しになるが——常に念頭に置いておく必要がある。万一の際には、金融政策の果敢な対応のみならず、金融システム面での対応も併せ必要となる点、改めて皆さんと認識を共有しておきたいと思う。

最後の最後に蛇足となるが、今回、金融緩和をさらに強化することとすれば、展望レポートの執行部案について、先程あれこれ申しあげたが、極く技術的な修正は多分必要になるとは思うが、基本的な部分については違和感はない。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、経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。前回決定会合以降、現状認識については、基本的には変更ない。米国経済については、引き続き住宅市場の低迷、失業の長期化という大きな重石を抱えつつ、極めて緩慢な回復を続けていると思う。企業収益や小売売上高など堅調な指標もみられる一方で、家計のコンフィデンスはより一段と慎重化しており、今後も、欧州金融不安など追加的なショックに脆弱な状態が続くというようにみている。

次に、欧州経済であるが、長期化するソブリン債務問題と金融不安を背景に、横這い圏内の動きを続けていると思う。特に足許では、大国フランスへの影響までもが懸念され始め、それが対独スプレッドの上昇、貸出基準の厳格化、消費者コンフィデンスの悪化などに窺われている。昨日の欧州首脳会議では、三つの柱のうち、金融機関の資本増強に関しては合意されたが、残る二つの点、つまり欧州安定化基金の規模拡大、そしてギリシャの債務リストラへの民間関与の強化に関しては、未だ協議が継続している状況である。こういった形で一定の前進はみられているが、問題解決までの道のりはまだまだ遠く、根本的な問題、つまりギリシャのクレジット・イベントは本当に避けられるのか、リングフェンスは本当に可能なのか、あるいは独仏といった大国以外のユーロ諸国が成長ストーリーをどうやって描くのかといった、根本的な問題がまだ未解決のままである状況で、今後も、先行きの不透明感が極めて強い状況が続くと予想している。

中国をはじめとするアジア新興国については、これまでの金融引締めや先進国経済の減速の影響などから、成長テンポを幾分鈍化させている。もともと、内需は依然として旺盛であり、今後も高めの成長を維持するとみている。焦点は、引き続き成長と物価安定をいかに両立させるかという点にあると考えている。

一方、我が国経済であるが、震災からの立ち直りの段階から、緩やかな持続的成長経路へと移行していく大事な局面にあることに変わりはない。足許までは持ち直しの動きが続いており、生産・輸出は緩やかに増加し、

在庫復元を急ぐ自動車関連もフル生産を継続している。設備投資や個人消費も全体として堅調である。一方で、先行きに対する不確実性は海外経済の減速、円高基調などを背景に一段と高まっており、これまで改善を続けてきた企業・家計のコンフィデンスも頭打ちとなっている。先行きに対する強い不透明感は、先日の支店長会議の報告でも目立ったと理解している。また、未だ浸水が続くタイの洪水についても、我が国の生産・輸出、あるいは企業収益などにどの程度影響が及ぶのか、気になるところである。

こうした中で、我が国の金融環境であるが、企業の資金調達面では引き続き緩和の動きが続いており、資金調達コスト、CP・社債の発行環境、貸出量、あるいは資金繰りなど、いずれも改善の動きが確認できる。一方で、より広く金融環境を捉えると——我が国の株価、あるいは為替レートまで含めて考える訳であるが——、現下の市場動向を背景に、株安、円高の強い圧力に晒されていると考えている。また、インフレ予想の面でも、家計、エコノミスト、市場それぞれの調査結果において、やや弱い動きがみられるところが気になっている。6～10年先といった長期のインフレ予想は+1%程度でアンカーされているとまだ考えて良いかと思うが、より手前の例えば1～3年先といった短中期ゾーンではインフレ予想が弱含む動きもみられている。こういった動きは、同じゾーンの実質金利を上昇させる要因になる。我が国において、短中期の実質金利に上昇圧力がかかるということは、マイナスの実質金利がさらに低下傾向を示している米国などとは逆の動きであり、日米の実質金利格差が拡大する結果、現下の円高、あるいは株安の圧力をより強めることにもなりかねない。これは、我が国の金融環境を引締めるという動きであり、これまでみられてきた企業の資金調達面における緩和の動きが相殺されることが懸念される。以上が現状認識である。

続いて、展望レポート、経済・物価の見通しについて申し上げる。我が国経済の2013年度までの中心的な見通しについて、執行部が取り纏めた展望レポートについて基本的に違和感はない。すなわち、我が国経済は、当面、海外経済の減速や円高の影響を受け、その後は海外経済の成長率が

再び高まることや、震災関連の復興の需要が徐々に顕現化していくことを想定する。それらを通じて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。また、欧州信用不安についても、経済に大きな影響を及ぼすようなテールリスクは回避されることを前提としているということである。また、消費者物価（除く生鮮食品）の動向については、2012年度までゼロ%近傍で推移するが、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するという想定のもとで、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善などを反映して、2013年度にかけて小幅のプラスになるというようにみている。

これらの中心見通しにかかるリスクとしては、特に以下の三点を中心に、下振れリスクをより強く意識している。第一は、海外経済のさらなる減速である。欧州では、債務問題の深刻化に伴い、金融部門や実体経済への悪影響がみられ始めており、米国経済の持続的な減速懸念とも相俟って、海外需要が一段と減少するリスクがある。それは我が国の輸出・生産を起点とした回復経路を下振れさせることになる。第二に、円高基調が定着する、あるいはそれがさらに強まるリスクについてである。欧米経済の減速が持続することになれば、それに伴って現在の円高基調は今後も継続する可能性が高いとみている。また、欧州信用不安がより大きなグローバル・ショックとなって、円高がさらに進行する可能性についても、相応にみておく必要がある。さらに、先の金融環境でも述べたとおり、我が国の短中期ゾーンの実質金利が今後も高止まる、あるいは上昇するといったことになれば、それも円高圧力として作用する可能性がある。円高には、勿論、より安く輸入品を購入できるというメリットがある一方で、輸出企業の競争力や収益を悪化させ、中小下請け企業にも幅広く影響を及ぼすなど、トータルでみて、我が国経済の回復にとって大きな重石となると考える。また、円高の定着が一因となって、基幹工場や研究開発拠点の流出などに繋がれば、深刻な産業空洞化をもたらすことになり、我が国の成長期待を低下させる懸念にも注意が必要である。第三に、デフレ脱却、ゼロ金利解除の時期が後ずれして、ゼロ金利がより長く続くことの予想が強まるもとで、人々のデフレ予想が自己実現的に強まるリスクを懸念している。人々の短中期の

インフレ期待に関しては、先程申し上げたように、もし仮になかなか高まらず、デフレ予想が強まるということになると、企業や家計の前向きな支出行動や改革努力を先送りする方向に作用するほか、政府の税財政構造改革なども先送りされかねない点を懸念している。これらはいずれも我が国の成長期待を下振れさせる要因になる。その結果、インフレ期待の低下、デフレ予想の強まりが成長期待を低下させ、それがさらにデフレ見通しを強めるといった、デフレと低成長が双方向的に強め合う、デフレと低成長の罟とも言うべき状況に陥るリスクがある。

なお、物価見通しに関するリスクに関して、一点補足すると、現在見通しに用いている消費者物価指数は固定基準年指数であり、過去の基準年に支出ウエイトを固定することで発生する上方バイアスが毎年少しずつ蓄積されていくという可能性には留意しなければならない。その結果、毎年ウエイトを更新する連鎖指数で見れば、物価見通しは、特に 2013 年にかけて、今よりも若干下振れる可能性がある。

以上申し上げたうえで、金融政策に対する意見を申し上げる。以上の現状認識と先行きの中心見通し、リスク・バランスの評価を踏まえて申し上げたいと思う。今回の展望レポートで国民に示される見通しの中央値は、景気、物価とも、7月の中間評価で示された中央値よりも下振れすることになる。また、現時点での委員の中央値を前提として、それとの対比で個人のメインシナリオを申し上げれば、特に物価について、より低い見通しを持っており、そういったことからリスク・バランスの評価についても、下振れリスクをより強く意識している。すなわち、海外経済の減速、円高、デフレ予想の長期化といったこれまで懸念されてきたリスク要因がさらに強まり、人々のインフレ予想や成長期待が低下することなどを通じて、景気・物価見通しがさらに下振れするリスクが高まってきているように判断している。そういった厳しい情勢判断に鑑みて、政策判断としては、8月に引き続いて、インパクトのある思い切った形で、もう一段の追加緩和を行うことが適切ではないかと考えている。具体的には、資産買入等の基金を 10 兆円程度増額することが適切ではないか、そして、対象とする資

産は 2 年ゾーンを中心とする長期国債とすることが良いのではないかと考えている。

まず、対象資産に関してであるが、なぜ長期国債のみに限定したのかであるが、私なりに我々が抱えている資産のリスク量、あるいはこれまでの市場での需給の状況、あるいは追加購入の余地、また効果波及の追求可能性といった観点から検討した結果、現在の包括緩和の枠組みにおける長期国債、つまり残存 2 年を中心とする長期国債を対象として考えるのが適当であると考えた。特に、2 年物国債は安全資産であり、また市場規模も大きく、金利の低下余地も相対的にまだ残されている。また、ドル／円レートを通じた効果波及経路も期待できると考えている。

次に、増額の規模に関してであるが、なぜ思い切った 10 兆円にするのかである。8 月の追加緩和で 10 兆円を増額した訳であるが、その際は米国の減速懸念やあるいは米国債の格下げリスク、あるいは為替・金融資本市場の不確実性といった、先行きの下振れリスクを相当強く意識して、相当思い切った形で金融緩和の強化を行った。その効果自体は、円高のさらなる進行や、景気・物価への悪影響を未然に防いだという意味で、リスク・バランスで言えば、下振れリスクを相応に抑制する効果を果たしてきていると考えている。しかし、先程申し上げたような形で、その後、人々の先行きに対する不透明感はさらに拡大しており、中心見通しを修正したもともども、下振れリスクはさらに高まってきていると認識している。8 月に引き続いて、10 兆円という相当思い切った政策行動を続けることは、デフレの早期脱却に向けた強い姿勢を改めて示し、人々の成長期待やインフレ予想が下振れるというリスクを抑制することを通じて、物価安定のもとでの持続的成長への移行をより確かなものとすることができると判断した次第である。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

## 西村副総裁

前回会合以降の金融経済情勢は、達観すれば、欧州ソブリン問題を巡るイベントと、それに振り回される国際金融市場のリスクオン、リスクオフの振れの大きな反応にまた振り回される展開になっていると思う。

ギリシャ債務問題解決の困難さが広く認識され、それが周縁国から始まって大国のスペイン、イタリア、フランスへと不安心理が高まっている。さらに、この金融不安が欧州銀行の資産圧縮に繋がり、実体経済に悪影響を及ぼすことが懸念され、実際にその兆しが既にドイツを除く国で出始めている。実物経済の公表データは足許急降下している訳ではない。しかし、企業、消費者ともセンチメント指数の弱さが特徴的で、今後、実体データがセンチメント指数に鞘寄せされる形で経済活動を下押しすることが心配されている。現在、ギリシャ債務問題の解決の努力は、英語で言えば、キッキング・ザ・キャン・ダウン・ザ・ロードという形であるが、先送りをしながら、市場の過剰反応を避け、秩序だったリングフェンシングをしつつ、ギリシャのソブリン債務を減免し、リスク資産化したギリシャ及びその他の国債を多量に保有する銀行の資本強化を図る、という極めてナローパスを歩んでいると思う。しかし、無秩序なコンテージョンが起こるリスクも、残念ながらテールリスクとはもはや言えないレベルに達していると思っている。この点では、山口副総裁と全く同じ考えである。このため相対的に安全と考えられている円に上昇圧力がかかりがちになっている。

米国経済は、足許 1、2 か月をみると実は底割れリスクはかなり後退している。ただ、本来ゆっくり変化するはずの月次 GDP の推計をみても、大きくマイナスに振れる月があるかと思えば、逆に次の月には大きくプラスに振れるというように、このところ実体経済も振れが大きく、不確実性は高いと言わざるを得ない。加えて、米国金融市場は欧州金融市場と密接に繋がっており、欧州金融市場の混乱は米国金融市場の大きなリスク・ファクターである。また実物経済の面でも欧州経済の停滞は脆弱な米国経済の回復へのボディーブローになるとみられている。そのため、政策



担当者の一部からは、強い下振れ懸念が表明されている。特に、米国流コアインフレが8月までは年率換算3%近い伸びだったものが、単月であるが、9月には年率換算0.6%程度と下がったこともあり、さらなる緩和期待効果がまた出つつあると思う。この緩和期待が強まると円に対する上昇圧力が増大する。

次に、新興国経済であるが、ここ1、2か月、欧州債務問題の影響が懸念され、新興国からの資金流出の兆しや、新興国実物経済での、特にIT関連輸出需要への悪影響が目立ってきている。典型的には、前回会合で言及したように、中国経済のハードランディングの可能性であるが、足許はHSBC製造業PMIが予想比良かったことなどから、見方にやや落ち着きがみられる。しかし私が比較的信頼がおけると考えている税收、発電量、輸入の推移は、年央から過去のトレンドからはっきり下方にずれたまま弱さが続いている。その点で、注意が必要であると考えている。また、新興国需要と密接に関連する原油や銅といった国際商品市況は、新興国経済成長の度合いを巡る小さなニュースにも大きく反応し、ボラティリティが高まっている。

国内の経済・物価情勢をみると、既に述べた理由で円高傾向が続いており、特に世界市場での競合企業の母国通貨対比での円高傾向が一段と強く、それが今後も持続する惧れがある。そのため製品価格を値上げできない輸出企業を中心として、収益の下振れリスクは解消せず、それが日本の雇用・所得に波及する惧れも広がっている。このため、復興需要が今後見込まれるにもかかわらず、企業マインドの萎縮がさらに進み、企業の中長期的な成長期待を低下させる可能性は消えていない。そのため、今後も需要が思ったほど伸びず、物価についても、「中長期的な物価安定の理解」のレベルに達するのが以前の想定に比べて後ずれする蓋然性が高まっている。従って、8月4日の思い切った政策変更に加え、この時点で資産買入等の基金の増額の形で追加的な金融緩和をすべきであると判断している。どのような追加緩和が望ましいかについて、以下のように考えている。

欧米市場では過度の不安心理の高まりから、リスクオン、リスクオフの

差が極端になり、ボラティリティが高く、リスク・プレミアムも上昇している。これに比べると、我が国の金融資本市場では、過度の不安心理が醸成されることを防ぐ従前のリスク資産買入れプログラムの効果もあって、リスク・プレミアムの上昇は抑えられている。従って、追加緩和としては、長めのリスク・フリー金利に働きかけ、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し、ひいては物価上昇のモメンタムを回復するルートに重点を置くべきであると考えている。これは、伝統的な金融政策の自然な拡張であり、固定金利オペ等の施策の基本にあった考え方である。このように、長めのリスク・フリー金利の低下を促し、それによって経済活動の活性化と、デフレ脱却のモメンタムを強める、ということを確認するために、資産買入等の基金をさらに5兆円増額し、5兆円全てを現在の残存期間1、2年の長期国債買入プログラムの増額に充てるべきであると考えている。もう一度確認すると、資産買入等の基金の増額による追加緩和は5兆円として、すべて長期国債の買入れ増加に充てるということである。次に、次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持が適当であると考えている。

最後に、展望レポートについて申し上げたいと思う。政策委員の見通し計数であるが、私は政策変更なしを前提に、私の見通し計数を提出していた。そして、この政策変更なしを前提とした見通しに基づくと、展望レポートの基本的見解の現在の執行部案は、メカニズムの説明としても楽観的に過ぎ、賛成できないと思っている。しかしながら、今回の決定会合で、今述べた私の案に近い形での追加緩和で合意できるならば、今回以降も必要に応じて適時適切な措置を講じていくことを前提として、この展望レポートの基本的見解の執行部案は、ぎりぎり妥当な線であると考えている。これからの討議の帰趨をみて、私の最終的な見通し計数を提出したいと思う。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、足許の金融経済情勢だが、前回会合にて申し上げたものから基本的には変わっていない。簡単に申し上げると、海外については、米国では、生産など一部指標に強いものがみられる一方で、マインド関連、住宅関連の指標についてはかなり弱いものが出ていて、区々の状況である。全体をみると、緩やかながらも成長を続けているものとみている。新興国については一部陰りがみられるものの、内需は総じて堅調であると思われ、全体としては引き続き高めの成長を続けているものと考え。問題のユーロエリアについては、周縁国のソブリン問題のほか、これに起因する金融システム不安、財政赤字削減問題が引き続き強い下押し圧力となっていて、これらを背景とした企業・個人のマインド悪化も加わって、ほぼ横這い圏内の動きとなっているとみている。

我が国については、引き続き全体として回復の動きを続けているものの、海外経済の状況、円高の継続等を背景に、企業マインドに一部陰りが感じられるものも出てきている。また、物価についても前回申し上げたとおり、当面はゼロ近傍での推移となると思う。このような状況のもと、問題は我が国経済の先行きをどう見通すのかということになるが、震災による供給面からの問題がほぼ解消された現在、需要面の動向が先行きを定めることになるが、需要面については外需の動向がキーになると思う。

ここで、展望レポート案について申し上げますと、中心の見通しについて「当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まる」ことを前提としている。私も基本的にはその方向かとも思うが、やはり海外経済の成長率が再び高まるという部分のリスクが、程度あるいはタイミング等も含めて、相当にあると思う。展望レポートの案でも挙げられている下振れ要因について、まず、第一の欧州ソブリン問題の帰趨、そして二番の海外経済の動向に関する不確実性については、今後、非常に注意してみていく必要があると思う。ちょっと細かくなるが、若干述べると、特に欧州ソブリン問題は、時間をかなりかけながら徐々に

対応が取られてきていて、今後も平坦な道のりではないと思うが、さらに時間をかけてやがては収束に向かっていくものと考えている。しかし、収束の過程で種々の個別の問題がより前面に出てくると思う。例えば、現在、欧州銀行の資産圧縮がみられるが、ギリシャ問題へのリングフェンス構築が進むにつれて、民間銀行の債務のカット率を 21%から 50%以上へ引き上げる、あるいは 9%の資本比率目標を設定する、未達の場合は資本注入する、というような話が出ているが、民間銀行ではさらにこれから自己努力での目標クリアのため、あるいは資本注入を受けても注入額をなるべく少なくするため、あるいは将来受けた資金を早期返済ができるようにするため、今後さらに一層の資産圧縮に向かうことになる。言われているように、資本注入の際に国内貸出目標が付けられたりすると、海外資産の圧縮に一層圧力がかかるような方向になる。そういう行動のこれからの波及効果についても、肌理細かな注意が必要だと思っているので、念のために申し上げます。

以上を踏まえて、金融政策運営について申し上げますと、8月に景気の下振れリスクに幅広く対応するように考え、10兆円の基金増額を行ったが、その際にみていた海外経済に起因するリスクの一部については、ここで足許から顕現化してきている状況と考える。今回の見通し作業では、これにより、GDP、物価の見通しを引き下げることとした。それでも、我が国経済は厳しい状況を経てきたが、物価については新ベースでみても、ゼロ近傍にまで戻ってきているという言い方もできる。また、GDPについても、漸く来年度に+2%台前半、再来年度についても+1%台半ばの成長が見込まれる段階にあると思う。私は、ここまできた現時点が、我が国の将来の成長過程への復帰のためには大変重要な時期であると思う。しかしながら、先程申し上げたとおり、下振れリスク自体は引き続きかなり大きく存在するとみられて、物価の安定について目途が立つまでの時間軸もかなり長くなっていると考え。以上を勘案すると、現状は、下方リスクに対して手厚く対応すべきタイミングと考えて、金融の一段の緩和が必要と判断する。具体的には、基金の 5 兆円程度の増枠が必要と考える。対象とし

ては、社債・CPについては、緩和の浸透状況、マーケット規模等考えると、今回は見合わせて、期近のベンチマーク・レートのリスク・フリー・レート的一段の押し下げを見込み、1～2年物国債の買入りに集中するのが良いのではないかと考えている。細かな点については執行部に色々考えて頂きたいと思う。

なお、次回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」という現状の方針を維持することが適当であると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、先進国の成長ペースの鈍化が顕著となったが、新興諸国の底堅い成長を背景に、全体としては緩やかな回復傾向が続いている。我が国経済も、生産・輸出が増加、消費も底堅く推移するなど、持ち直しの動きが続いている。一方、国際金融市場では、欧州債務危機の深刻化や、欧米経済の不確実性の高まりに伴い、リスク性資産価格の下落が続いた。この間、安全通貨としての円の選好は根強く、円は歴史的な高値圏で推移している。こうした、為替円高に伴う、我が国企業の業績や企業マインドの悪化が懸念される。

続いて、海外経済についてであるが、米国経済は減速しつつも緩やかな回復が続いている。前回決定会合以降の指標は、個人消費や企業決算等の実体面が底堅く推移している一方、欧州債務危機の影響等もあって、マインド面では弱い動きとなっている。先行きについては、金融緩和策継続のもと、堅調な企業業績等を映じた設備投資、新興諸国向け輸出、低水準ながら底堅い個人消費等を中心に緩やかに持ち直していくと思われる。ただし、家計のバランスシート調整が重石となっており、住宅や雇用環境の低迷が続く中、政策対応余地が限られていることも相俟って、回復ペースは

緩やかなものになると思われる。こうしたもと、米国経済は不確実性が強く、リスクは下方に振れやすくなっている。

ユーロ圏経済は、欧州債務危機が急速に深刻化していることの影響等により、実体、マインド両面で減速している。先行きについては、市場の納得が得られる抜本的な解決策が実行に移されるまでの間は、市場や金融システムを通じた下押し圧力が続くと思われる。域内諸国に対する財政再建への圧力が強まる中、域内経済の回復ペースは緩慢なものにとどまると思われ、リスク・バランスは下方にあるとみている。

中国経済は、2011年7～9月期の実質GDP前年比は、高めの水準ながらも成長ペースは小幅に低下、一方、インフレ率は前年比+6%を上回る高めの水準で推移している。先行きについても、当面は、来年の国家指導部の交代を円滑に進めるためにも、インフレや不動産バブルの抑制に注力しつつ、全体としては、高めの成長を維持するとみている。

NIEs・ASEAN、インド等のアジア新興諸国の経済は、内需を中心に堅調に推移している。まだ、域内の多くの国では、インフレ圧力が高い状況が続いており、引締め的な金融政策スタンスが継続されている。先行きについては、こうした政策対応は奏功し、高めの成長を続ける可能性が高いと思う。

国内経済についてだが、国内経済は持ち直しの動きが続いている。国内での供給制約がほぼ解消し、実質輸出は、自動車関連製品を中心に増加傾向を辿り、レベルとしては震災前の水準を上回っている。来年以降の回復については、公共工事請負額が増加傾向にあるなど、震災復興関連需要にも動意がみられるが、全体としては、外需の動向や復興需要の実際の進捗に依存する部分が大きく、慎重に推移を見守る必要がある。この間、足許の企業マインドの動きをみると、既往の為替円高の影響等もあり、改善ペースが一服している。なお、タイで発生した洪水による被害は拡大しており、我が国経済に対する影響について、今後注意を要する。

続いて展望レポートについて述べるべきであるが、その前に金融政策に絡むので、金融緩和の強化について述べたいと思う。上述のとおり、世界

経済は全体としては回復を続けると思われるが、欧米経済の成長の減速を背景に、我が国経済の回復テンポも緩やかとなる可能性が強くなっている。先行きの経済見通しは、7月の中間レビューとの比較では下振れしており、物価の見通しも、基準改定が主因とはいえ、デフレ脱却の時期が2013年度以降に後ずれする見通しとしている。さらに、欧州ソブリン問題は、ギリシャを中心とした一部周縁国の債務問題から、EUのガバナンスを含むユーロ圏・EU全体を巻き込む欧州危機に事態が拡散している。このため、金融市場や金融システムも不安定な状況が続いており、市場のリスク回避姿勢の強まりに伴う為替円高の長期化や、先行きの不確実性の高まりも懸念され、緩やかな改善傾向にあった企業の成長期待や消費者のマインドを下押しするリスクが一段と強まっている。こうした状況下では、企業や消費者マインドが萎縮し、我が国経済が、物価安定のもとでの持続可能な成長経路に復する動きが遅れることにもなりかねない。8月には10兆円の基金の増額という思い切った金融緩和策を実施し、緩和的な金融環境が続いているが、その後の海外経済を中心とする経済環境の悪化や、以下のような背景に対応するため、一段の金融緩和のための追加緩和の導入により、マインド面の改善や景気の下支えを支援する必要がある。

まず第一に、我が国の多くの企業は、東日本大震災の被害による様々な供給制約要因に全力を挙げて対処し、ここにきて漸く量産体制に移行でき、失った内外の市場シェアの挽回に挑戦している段階である。従って、この局面での海外経済の減速や震災以降の為替円高傾向は、輸出企業を中心に、採算の悪化要因となり、企業マインドの下押し圧力となっている。また、今般の震災に伴う環境の変化を、これまで先送りしてきた様々な経営改革を一気に進めるための奇貨と前向きに受止め、新たな事業展開や新製品の開拓に取り組む企業があるほか、昨今の為替円高を積極的に活用したM&Aや新興市場需要の取り込みの動きに積極化している先も少なくない。こうした取組みを積極化させている企業の成長期待をディスカレッジすることがないよう、マインド面からの支援も必要だと思う。

二つ目として、消費者物価指数（除く生鮮）の前年比は、7月以降、小

幅ながらプラスの領域で推移しているが、先行きは、ゼロ近傍で推移し、2013年の後半にかけて小幅のプラスになると想定している。本行は、「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するまで、実質的なゼロ金利政策を継続するとの方針をコミットし、デフレ克服に向けた強い姿勢を表明している。従って、デフレ脱却の見通しの後ずれに対しては、デフレ脱却の促進を目指し、金融緩和の追加策を打ち出し、具体的な行動を取ることで、本行の方針の浸透を図るタイミングと思われる。

続いて、具体的な緩和策についてだが、現在の資産買入等の基金の枠50兆円を、5兆円程度上積みし、2年債等の中期国債を中心に購入することとしてはと考える。なおその際、国債の購入は、本行の積極的な金融緩和のための資金供給オペレーションを円滑に行うためであり、そうした政策意図を対外的に十分説明し、財政ファイナンスの変形との疑義を招くことがないように細心の注意を払わなければならない。また購入対象を中期国債としたのは、本行のバランスシートの健全性に配慮するとともに、現在購入対象としているCP、社債、国庫短期証券はいずれも需給タイトな状況であるためである。また、リスク性商品であるJ-REIT、ETFについては、市場参加者から、市場におけるリスク回避姿勢が強い中、市場では日銀の買いのみが目立ち、当該基金の趣旨である呼び水効果が減じているとの指摘や、本行のオペレーションによる、直接的な価格上昇効果に期待する声も一部に出始めているようである。こうした市場の期待や催促が大きくなるにつれ、本来の目的に沿った効果が減衰し、市場の価格形成機能の阻害要因ともなりかねず、リスク性資産の追加購入は、現時点では見合わせるべきだと考える。

続いて、展望レポートについてだが、執行部案の基本的見解で示された標準シナリオや、上振れ要因、下振れ要因については、私の見解と大きな乖離はないが、下振れリスクに対する警戒感には、一部に違いがあるようである。しかしながら、前段で申し上げた追加緩和策の導入が実施されれば、齟齬はほぼ埋めることができるように思われる。



最後に、金融市場調節方針について述べる。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することが適当だと思う。私からは、以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

景気判断としては、基本的に、前回会合時から特に変更はないが、欧州ソブリン問題に伴う下振れリスクについて、より注意が必要な状況となっている。まず、海外情勢だが、現下の最大の課題である欧州ソブリン問題への対応では、ユーロを守るとの強い意志のもと、首脳会合の場で、一定の進展がみられているが、未だ最終合意には至っていない。現時点では、銀行の資本増強について合意がみられたが、基金の機能強化、債務削減策については、各国内での難しい問題を抱える中、懸命の調整が行われている。いずれにしても、根源の問題に加え、具体的対応段階での実現性になかなか見通しがたい面があるなど、金融システムの安定性や実体経済への影響について、市場の不安を完全に払拭するには時間が必要だと感じている。自己資本の増強や、未だ合意には至っていないが、ヘアカット率を高めること等に伴う資金面の対応では、調達コストの上昇が避けられないとみられるほか、E F S F の機能拡充策についても現実的には様々な課題があり、迅速、確実な実施に向けては困難を伴う。こうしたもとで、銀行の株価も下落し、資金調達環境も一段と厳しさを増している。E C B が行った 10 月の「ユーロ圏銀行貸出調査」でも貸出姿勢の厳格化が強く示唆されるなど、今後は、銀行による貸出抑制や資産圧縮の動きが本格化することで、実体経済を下押しし、財政と金融システム、実体経済の関係が悪循環に陥っていくことが懸念される。ハードデータをみると、7~9 月期は横這い圏内の推移となっているが、製造業 PMI 等、マインド面の悪化に歯止

めが掛からず、負の連鎖が強まっていく可能性には、十分な注意が必要である。

次に、米国経済については、足許、消費や企業活動に関わるハードデータは比較的堅調だが、長引く住宅問題や改善が緩慢な雇用環境にフィスカル・ドラッグ懸念等が加わって、企業や消費者のマインド悪化が続き、先行き極く緩やかな回復にとどまると見込まれる。国際金融資本市場の緊張の高まりや、今後の歳出削減等が下振れリスクとしてあり、引き続き实体经济への影響を注視していく必要がある。

新興国・資源国経済では、中国の7～9月期のGDPは、引き続き高成長が続いていることを示した。ここにきて、輸出の伸びはやや鈍化しているものの、旺盛な内需を背景に、工業生産高や固定資産投資、小売売上高は高い水準での伸びを維持するなど、中国経済の前向きな循環は当面続くものとみている。その他の新興国・資源国では、NIEs・ASEANの一部で、IT関連財輸出などで先進国経済の減速の影響もみられるが、内需は引き続き底堅く推移している。ただ、インフレ圧力は沈静化していないし、リスク回避の動きから海外資金も流出するなど、物価安定と成長を両立させていくことができるかどうか注意が必要である。さらに、タイにおける洪水の影響など、今後の動向も注視していく必要がある。

次に、こうしたもとでの国内経済だが、緩やかな回復基調が維持されるとの基本的な見方に変わりはない。輸出や生産は、海外経済の減速や円高の影響を受けるとみられるが、海外在庫復元の動きや新興国・資源国の需要を背景に、増加基調が続くとみている。個人消費も、8月の旅行取扱高も震災以降初めて前年を上回るなど、緩やかな回復基調が続いている。こうした中、国際金融資本市場の動向は緊張が続いており、円高・株安を通じて、实体经济を下振れさせるリスクが高まってきている。海外M&Aなど円高メリット活用といった前向きな動きもみられるが、短期的には輸出面等、負の影響がより強く懸念される。また、タイの洪水によるサプライチェーンや本邦企業収益への影響について、今後精査が必要である。電力需給についても引き続き留意が必要な状況である。

物価についてみると、国際商品市況は一頃に比して軟調に推移し、企業物価は弱含んでいる。ただ、やや長い目でみれば、新興国の成長に伴って国際商品市況は緩やかに上昇していくものとみられ、マクロ的な需給バランスが改善するもとの、企業物価は、緩やかに上昇していくものとみている。また、消費者物価（除く生鮮）についても、そうした中で、当面は前年比ゼロ近傍で推移するものの、先行き緩やかながら上昇していくと見込んでいる。

次に、展望レポートだが、基本シナリオについての執行部案に違和感はない。経済成長見通しは、海外経済の減速や為替円高の影響等から、7月の中間評価時点と比べて若干下振れるとみている。個別には省略するが、新たな見通し年度の2013年度は、復興需要の押し上げ寄与が減衰することから、回復ペースが緩やかになるとみており、新興国を中心とした海外需要を起点とした前向きな環境が続く、潜在成長率を上回る成長が続くという見通しで良いと思う。物価面では、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を根拠とした、企業物価、消費者物価の見通しは妥当なものだと思う。

展望レポートでは、経済情勢、物価情勢について、上振れ、下振れ双方のリスクが挙げられているが、現段階では、下振れリスクをより強く意識しておいた方が良く考えている。とりわけ、欧州ソブリン問題の帰趨など、国際金融資本市場を巡る動向の不確実性は極めて高く、海外経済停滞の長期化に加えて、円高・株価低迷が企業や家計のマインドを冷やすこととなれば、我が国経済が緩やかな回復経路に復するうえでの障害となる。また、国内においては、復興需要の規模や本格化するタイミング、原子力発電所の再稼働見通しについて、なお不確定な要素が大きいように思う。

次に、我が国の金融環境だが、国際金融資本市場の緊張が高まる中であっても、本行が強力な金融緩和を推進する中で、緩和的な状態が続いている。金融市場では、無担保コールレートやターム物金利、長期金利等は、引き続き低い水準で総じて落ち着いた動きとなっている。企業金融も、C/P・社債市場をはじめ、全体としては緩和の動きが続いている。一方、為

替市場では、対ドルで既往最高値をつけるなど、高水準の円高が継続している。また、株式市場も海外情勢に連動して、不安定な推移となっている。円高、株安による企業マインドおよび収益の悪化は、自律的な回復に向かう我が国経済にとって大きなリスク要因であり、その影響には引き続き十分に注意する必要がある。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営だが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当と思う。先行きの金融政策運営については、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着実に粘り強く続けることが肝要である。現在は、8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めており、その効果は、足許極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。ただ、ここにきて前述のとおり先行きのリスクが増大し、マインド面にも大きな影響を与えつつある。やや繰り返しになるが、欧州ソブリン問題が、金融システムにも波及して実体経済を下押しする負の連鎖が起き始め、海外経済の動向が一段と不透明になり、かつ長期化が懸念される。さらに為替円高と相俟って、先行きの我が国経済・物価の下振れリスクは大きくなっている。こうした現状認識を踏まえると、金融緩和を一段と強力に推進し、金融経済環境を下支えするとともに、強力なメッセージによりマインド面に働きかけ、我が国経済の自律的な回復を後押しすることが必要なタイミングではないかと考えている。効果を発揮してきた資産買入等の基金について、今回は対象を絞り、長期国債の買入残高の総額を思い切って5兆円程度増額し、一層潤沢な資金供給を行いつつ、長めの金利にさらに低下圧力をかけていくことが適当と考えている。市場規模等に配慮した執行部の考え方も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考えている。以上である。

白川議長

亀崎委員 願います。

## 亀崎委員

まず、国際金融資本市場と内外の実体経済の情勢について述べる。欧州ソブリン問題に端を発する警戒感、欧州域内にとどまらず、欧州以外の金融・株式・為替市場などにも広がっている。この間、イタリア、スペインの格付けが引き下げられたほか、フランスの格付け見直しの動きがみられるなど、財政規律に関する市場の見方は厳しくなる一方である。目下、対応策についての様々な議論が続けられているが、ユーロの抱える構造問題に起因するだけに、根源的な解決には相当な時間を要する。一方、取り敢えず暫定的な解決策を求めるにしても、市場の不透明感を払拭するためには速いスピードと十分な規模を伴った具体策の実行が求められるだけに、これまでの経過をみても、その実現は容易ではない。この問題が及ぼす影響を含め、引き続き重大な関心をもって注視していきたいと思う。

一方、世界経済は、引き続き緩やかな回復を続けていくと考えられる。当面、先進国を中心に成長が減速した状況は続くが、その後は新興国・資源国の高めの成長に支えられて、世界経済全体としても緩やかに成長を高めていくとみている。ただし、これは欧州周縁国の危機が回避され、米国の中長期的な財政再建への道筋が示されることによって、世界の金融市場の安定性が増し、ボラティリティが小さいことが前提条件である。

各国・地域別に述べていく。まず、米国は、回復を続けており、先行きもゆっくりとしたペースでの回復基調が続くとみている。もっとも、企業・家計のバランスシート問題が重石となっているほか、雇用市場の回復にはなお時間を要すると見込まれる。ケース・シラー住宅価格指数は、10大都市平均および20大都市平均では、2006年4月にピークを記録した後、下落傾向に入った。そして、この指数が2009年5月にボトムを示したかとみていたところ、一昨日発表された8月の20大都市平均の指数ではピーク比で-32.0%と、2009年5月の-31.8%を上回る下落率となった。また、このところフェニックス、タンパといったピーク比で下落率が高い都市だけでなく、クリーブランドやダラスといった比較的これまで下落率の

低かった都市でも下落率が拡大してきており、住宅価格の下落に広がりが出てきている。こうした中、オバマ政権も住宅ローンの借り換え促進策を打ち出すなど対応策を打ち出してはいるものの、この先住宅市場の調整が一段と長引かないか注視する必要があると考える。これらの影響を受けた消費支出は抑制されるため、回復のペースは緩やかになるとみている。

ユーロエリアは、今暫くは財政に対する懸念が、金融機関の貸出姿勢の厳格化、貸出金利の上昇を通じて、実体経済に悪影響を与え、それが再び財政や金融に影響を与えるという、財政・金融・実体経済の負の相乗作用が働き、当面横這い圏内の動きが続くとみている。

中国の拡大テンポは幾分緩やかになってはいるが、固定資産投資が高い伸びを続けており、全体として高めの成長を継続している。すなわち、第3四半期の成長率は、前年同期比+9.1%と、昨年第3四半期から5四半期連続で+9%台の成長率となり、高成長を維持していることを示した。消費者物価は引き続き高水準であり、過熱感が残っている。先行きのメインシナリオとしては、政策当局が未だ沈静化していないインフレ圧力を抑えることにより、家計の実質所得の増大が個人消費の下支え要因となるため、高めの成長を続けていく公算が高いと考える。ただし、当面、物価安定と成長の両立という難しい手綱捌きが政策当局に求められる状況が続くとみている。

N I E s ・ A S E A Nは、輸出の増勢が鈍化してきているが、内需を中心に回復基調を辿っている。先行きはインフレ圧力が低下する中で、高めの成長を維持するものと考え。こうした中、タイの洪水については、その被害の全体像が今のところ見えにくい状況であるが、自動車・電機製品を中心に、日本企業の主要生産基地の一つであるだけに、日本経済へ与える影響を注視する必要がある。また、先進国経済の減速に伴うIT関連財の輸出動向にも注意が必要である。

次に、日本経済であるが、既に実勢ベースでは、生産水準が震災前まで回復している。さくらレポートの景気判断は、供給制約の解消などから全国9地域のうち5地域で改善方向となった。このように供給面での制約が

解消しつつある中、今後のポイントは実需が戻ってくるかどうかである。支店長会議でも、海外経済の減速や円高が生産活動に与える影響を指摘する声も複数聞かれた。海外需要の不透明感は、海外での製商品需給判断DIの悪化や、海外からの機械受注の減少基調にも現れている。国内でも、子ども手当の見直しや復興財源のための臨時増税の実施により、可処分所得や購買力の低下を通じて、個人消費が下振れることが予想される。復興需要が本格化するのも来年度以降と考えられる。このように、復興需要と輸出・生産を起点に、緩やかに内需の持ち直しが続くというメインシナリオは維持されるが、それがはっきりしてくるのは2012年度以降となると考える。なお、電力供給については、不確実性が残る。この夏は節電対応などにより乗り切ったが、定期点検などで停止している原発の再稼働を巡る混乱が電力不足に繋がり、企業の生産活動にインパクトを与えないか注意深く見守る必要がある。

こうした見通しのもと、実質GDP成長率は、2011年度は復旧までのスピードは速かったとはいえ、年度前半の低い成長が響き、年度全体としては0%台前半の低成長となり、2012年度はプラスのゲタが生じて、成長も2%を超える程度まで加速すると見込まれる。その後、2013年度にかけて、緩やかに成長が拡大していくと思われる。この見通しを7月中間評価時点と比較すると、2011年度は横這いである一方、2012年度は海外経済の減速や円高の影響から下振れると考える。また、こうした見方については、先程述べたような、国際金融資本市場の緊張の高まりや海外経済の一層の減速そして電力不足によって、さらに下振れるリスクがあることには十分留意する必要がある。

次は、物価情勢である。まず、国際商品市況は、足許では世界経済の減速懸念などから弱含んでいるが、引き続き高値圏にあると言える。当面、こうした状況が続くが、その後、世界経済の成長の減速局面の終了に伴い、再び上昇圧力が高まっていくものと思われる。これを受けて、国内企業物価も、2012年度前半にかけて前年比伸び率が縮小するものの、その後、マクロ的な需給バランスの改善から再び緩やかに伸びを高めると考えて

いる。C P I（除く生鮮食品）は、2009年頃からのマイナス幅が縮小を続けてきたが、今後も、デジタル家電などを中心にデフレ圧力が強く、マイナスの可能性を含めて、ゼロ近傍で暫く推移するとみられる。その後、マクロ的な需給バランスの改善とともに消費者物価は上昇率を高めると考える。デフレ脱却に向けた方向性に大きな変化はないが、物価安定の実現までには、なお時間を要するとみられる。また、実体経済の減速懸念が強まる中、安定的な物価見通しへの収束には時間がかかると見込まれるため、2011年度と2012年度については下振れリスクの方を大きめにみている。以上、展望レポート対比では基本的なメカニズムについては異論はないが、G D P、C P Iとも下振れリスクの方をより意識している。

最後に、金融政策の運営方針についてである。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。この方針のもと、私は、これまで常に、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、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肝要だと考えてきた。現在、我が国の金融市場は、本行の包括的な金融緩和などの効果もあって、金利の面でも、資金のアベイラビリティの面でも、総じて落ち着いている。しかしながら、先程述べたように、今回の見通しでは、経済・物価ともに7月中間評価時対比で下振れる見通しとした。また、欧州ソブリン問題を巡る不透明感、海外経済の減速、そして根強い円高圧力は、震災から持ち直し途上にある日本経済を悪化させ、デフレ脱却を一段と遠のかせる下振れリスクもあるとみている。については、こうした下振れリスクを回避し、物価安定のもとでの持続的成長への道筋をより確実なものとするべく、資産買入等の基金をさらに5兆円程度増額することにより万全を期すべきだと考える。なお、増額余地が限られている市場もあることから、資産ごとの増額幅については執行部の説明を聞いたうえで判断したいと思う。

金融市場調節方針については、これまで述べたとおり、デフレからの脱却にはなお時間がかかるため、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、時間軸を揺らぎないものとしていくべきと考える。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、総括判断であるが、前回会合でも指摘したとおり、我が国の景気は持ち直しの動きを続けており、先行き緩やかな回復経路に復していくとみているが、欧州財政金融問題に起因する国際金融市場の不安定化と世界経済減速の二点を主因に、先行きの不確実性が高まっていると判断している。確かに、国際金融市場の不安定化については、EUにおけるEFSF拡充案の批准や包括策への期待が後押しして投資家のリスク回避姿勢が和らぎ、やや落ち着きを取り戻している。それはコモディティ価格と資源国・新興国通貨の下落の一服感や世界の株価の幾分の持ち直しからも明らかである。しかし、投資家のリスク回避姿勢のブレが日々大きい中で、安全通貨とされる円の上昇圧力は根強く、今月 26 日にはロンドン市場において対ドルで一時過去最高値の 75 円 71 銭まで上昇した。欧州問題の解決には時間を要することから、先行きについても国際金融市場の緊張状態が続いていくとみている。

次に、展望レポートについて、私の意見を申し上げる。執行部案の経済・物価の中心的な見通し、上振れ・下振れ要因について、全体として違和感はない。敢えて言えば、私自身は、我が国の相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な経済見通し自体をやや慎重にみている。以下、この点に関して、世界主要地域、我が国の経済・物価情勢、リスク・バランスについて、足許の状態も織り込みながら、それぞれ留意している点を申し上げる。

まず、米国経済については、現時点では鉱工業生産、小売売上高、非農業部門雇用者数、企業景況感など、前回会合時よりも景気回復を示す経済

指標が発表されており、我が国サプライチェーンの回復に伴い自動車の生産・販売も増えている。消費については、消費者センチメントが悪化しているが、今のところ原油価格下落による購買力改善によって、消費が押し上げられている。以上より、7～9月期の成長率は改善が見込まれる。しかし、米国経済の先行きについては、財政・金融政策の発動余地が限られる中、労働・住宅市場の低迷により当面は低い成長が続くとみている。また、最近では金融部門では利鞘の縮小、およびCDSプレミアム上昇などカウンターパーティ・リスクへの懸念等を受けて、資金調達コストが上昇する可能性も出ており、金融規制強化の動きも重なって、融資が抑制され景気を下振れさせるリスクがある。

欧州経済については、米国よりも状況は厳しく、今年後半は経済成長が減速すると予想している。財政再建が最重要視される中で、ユーロ圏域内の成長は外需に依存しているが、その外需が弱まる中で、ドイツの生産は売れ行きが好調な自動車産業を除けば減少している。先行きの景況感も急速に悪化しており、ドイツ連銀も向こう6か月の経済見通しは「一段と悪化した」との見解を示している。それに加え、金融部門については、フランス・英国などの大手金融機関の格下げが続き、資金調達コストはドル及び長期資金で上昇している。しかも、金融システム不安を払拭すべく、EUは各金融機関にまず自力で大幅な資本増強を要請することで合意しており、国際金融市場が不安定で資本増強が難しい中、資産投げ売りや融資抑制が生じれば、ドイツを含む欧州の実体経済に悪影響が及ぶリスクがある。域内全体で、今後も財政再建や金融規制強化も進められていくので、先行きについても高い成長は期待できないとみている。

新興諸国では、減速しつつも高い経済成長を続けているが、投資家のリスク回避姿勢が再び高まる場合には、新興国の金融市場から外国資本の流出が発生するリスクを抱えている。また、ラ米など欧州系金融機関の存在感が大きいところでは、欧州周縁国の投融資額と比べて、自己資本が少ない銀行を中心に、資産売却や融資抑制を行えば、新興諸国の実体経済に大きな影響が及ぶ可能性がある。一方、最近のコモディティ価格の落ち着き

によって幾分インフレ圧力が和らいでいるが、実質金利が低く金融不均衡が累積している国もあるので、成長との両立は引き続き難しい舵取りが要求されている。全体として、新興諸国は財政政策による景気対策の余地もあるので先行きについても減速しつつも高い成長を維持していくと判断しているが、国際資本フローの急激な変化がもたらすリスクには留意が必要である。

海外経済の減速懸念が強まる中、我が国経済については、今のところ緩やかな景気持ち直しの動きが続いている。生産や輸出が増えているほか、機械受注が増加しているなど設備投資も堅調だと思う。しかし、幾つか懸念材料も出ている。一つの懸念は、個人消費に関するもので、地デジ対応テレビの駆け込み需要の反動減もあって小売業を中心に鈍化しており、百貨店の売上高も高級品以外は低調である点がやや気になっている。もう一つの懸念は、前回会合時と比べて、円高の長期化や海外経済減速の我が国への影響が少しずつ顕在化しつつあるように思う。例えば、名目輸出額の伸びが自動車産業を除けば総じて低いし、輸出物価をみると、円ベースの下落幅が契約通貨ベースの下落幅を大きく上回っており、円高分を価格転嫁するよりも市場シェア確保のために円建て輸出物価を下げているようにみえる。また、円建て輸出物価は国内企業物価よりも低下していることから、輸出量が増えても輸出企業あまり儲からない構造になっていると思う。震災後の日本を訪問する外国人数の改善ペースも円高が影響してか緩慢になっている。先行きについては、速やかに復興需要が本格化すれば、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくと思う。なお、こうした先行き見通しのリスクについては、展望レポートで指摘されているとおりだと思うが、稼働中の原発の停止による電力不足が生産・消費に及ぼすリスクについては、今後、注意が必要だと思っている。

物価の見通しについては、CPI基準改定もあり、現在はゼロ%近傍のプラスで推移しているが、先行きについては、10月以降は、たばこ税と傷害保険料の押し上げ効果が剥落するので、ゼロ%近傍で推移するとみている。その後は、景気回復によりGDPギャップは縮小していく中で、コモディ

ティ価格も緩やかに上昇していくと思われるので、2013 年度にはプラスに転じると思う。とはいえ、「中長期的な物価安定の理解」に基づくインフレ率の中心値 1%に到達するにはまだ時間がかかるとみている。

以上が、中心シナリオやリスク要因に関連する留意点であるが、景気に関するリスク・バランスについては下振れの可能性の方が高いとみている。

最後に、金融政策運営について見解を申し上げる。我が国の金融環境については、本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持や、8 月には急速な円高や海外経済減速懸念を踏まえて資産買入等の基金による 10 兆円もの資産買い増しも行ったこともあり、かなり緩和的な状況が続いている。短期金融市場や国債市場は比較的落ち着いている。企業金融についても、CP や社債の発行環境は良好で、金融機関の貸出態度は積極的である。資金需要面ではこれまでのところ大企業中心に運転資金需要が増加する動きが中心であるが、今後は、復興需要とともに設備投資需要など経済活動が活発化する可能性が期待できる。この間の資金調達動向をみると、地銀による貸出は積極化しており、CP や社債の発行も増えている。こうした状況下で、企業の資金繰りは総じて改善した状態にある。しかし、既に指摘したように、国際経済環境を巡る不確実性は高く、特に円高の長期化や世界経済の予想以上の減速を主因に、景気回復シナリオ自体に変更はないが、7 月の中間評価時と比べ、我が国の景気見通しを幾分下方修正している。最近の輸出や非製造業部門の弱さ、企業景況感の幾分の悪化に加え、タイの洪水によって既に現地日系企業が大きな影響を受ける可能性があり、生産・輸出や企業業績が下方修正されるリスクも懸念される。このことから、我が国経済が緩やかな回復経路に復していくシナリオに対して、下振れリスクが一段と高まっているとみており、こうしたリスクに対応するために、「包括的な金融緩和政策」のさらなる強化が必要だと判断している。具体的には、基金等を使って長期国債の買入れを中心に 5 兆円ほど増額するのが適切だと思う。現在は 8 月の金融緩和を実施中で、残高もあと 10 兆円ほど残っている中での金融緩和であり、その効果を見極めつつある段階なので、5 兆円の増額が良いと思う。次回決定会合までの金融市場調節方針

については、現状維持、すなわち「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」が良いと思う。私からは、以上である。

白川議長

それでは、大分長くなったので、ここでコーヒブレイクを取りたいと思う。今11時36分だが、少しスケジュールがきついで、短い休息で恐縮だが、11時45分に再開したいと思う。

(11時37分中断、11時44分再開)

白川議長

それでは、議論を再開する。ここからは、討議のセッションを二つに分け、まず展望レポートを含めた経済情勢に関する議論を行い、その後で、金融政策運営方針に関する議論を行いたいと思う。

まず、金融経済情勢に関する議論である。今回は、展望レポートを議論する会合なので、そちらの方に時間を割きたいと思う。前回会合以降については、結論的には大きな変化はなかったと思う。我々自身の判断を変えるようなことはなかったということである。ただ、個別にみても、何がしかプラス方向だったのは、兎にも角にも欧州の7月の合意が各国において批准されたということで、少なくとも逆進していない、方向として前進しているというのは、プラス方向だろう。しかし、基本的な欧州の情勢が変わった訳では勿論ない。一方、新たにタイの洪水の問題が出てきている。いずれにせよ、足許の景気の判断について今変更を迫るというものではなかったと思う。

展望レポートについては、長いレポートであるし、これを一言で纏めるのはなかなか難しいが、取り敢えず展望レポートに何が書いてあったかということ私なりに集約し、それに対する皆さんの感じを総括したいと思う。

まず第一点は、我が国の経済は供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている、これが現状の評価である。二番目に、これは特に金融政策を考えていくうえで重要なポイントであるが、金融環境についての評価である。CP・社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いているということ、これが二つ目のポイントである。三番目に、我が国経済の先行きであるが、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していく姿が想定できる。四番目に、しかし、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するには、なお時間を要すると予想される。五番目に、リスク要因であるが、今申し上げた中心的な見通しを一応言ったうえで、下振れリスクとして、国際金融資本市場や海外経済の動向次第では経済・物価がさらに下振れるリスクにも注意が必要である。この五点位が、展望レポートに書いてあることだと思う。こうした展望レポートの記述に対する皆さんの感じであるが、一言で言うと、この文案よりもう少し弱いということ、特に下振れリスクをやはり意識しているということである。既に、8月に金融緩和を行った段階で、先々の下振れリスクを相当意識した訳だが、その下振れリスクの一部が既に中心的な見通しとして顕在化してきているし、さらに下振れリスクというものも意識する必要があるというのが、表現の仕方は違うが、大方の感想であったと思うし、私自身もそう思っている。この展望レポートのドラフトをどう作るか、またこの第一ラウンドの議論もそうだが、なかなか難しいと思っている。その難しさは三つ位ある。一つは、今回、経済見通しを決めるうえで最大の要因である欧州情勢について、不確実性が非常に大きいということである。この欧州情勢の展開如何ではずいぶん経済の姿は変わってくる。昨晚から今日にかけての欧州の首脳会議それ自体もまだ進行中であるし、その内容についても、さらに詳細が決まってくるのはもう少し後であるので、そもそも不確実性が大きいということに加えて、リーマン・ショックのようなタイプの危機が起きた場合には、経済の

姿は勿論全く変わってくる訳である。こういう欧州情勢を巡る不確実性をどう展望レポートの中に織り込んでいくのかが難しさの第一点だと思う。第二点は、これは最終的には解決可能だが、この見通しは我々自身の政策にも依存しているということで、今日皆さんはいずれも金融緩和の強化をサポートされていた。当然、金融緩和を強化した前と後では、見通しについても変わってくる。政策について、緩和強化をする前であれば、多少明るいかなという見通しも、政策変更後であればこれはこれでOKだと明示的に言われた方もいた。政策をどう考えるか、これが難しいというのが二つ目である。三つ目の難しさは、政策に責任を持つ中央銀行の見通しであるということである。展望レポートそれ自体は、2013年度までの見通しであるが、勿論、経済はそこで止まる訳ではないので、もっと先を人々はみている。その先も含めて考えた場合に、経済が、文学的に言うと、発散するような見通しは勿論書けない。最後に望ましい姿に収斂していくということを念頭に置きながら、取り敢えず期限を区切ってみてどういう姿を描くのかという話だと思う。この点は、FRBの長期の見通しでも、あるいはBOEのインフレーションレポートでも、最後は何らかの意味で望ましい姿に収斂していつている訳で、発散するというレポートは基本的にない。中央銀行として、現状を正確に認識するというのと、そのうえで、人々が過度な不安心理に陥らないようにするという、これは情報発信上大事なことだと思う。そういうことを考えると、我々自身のレポートでは、リスク要因というところで色々なものを読み込んでいる。その辺のリスク要因とそれから中心的な見通しのどちらの方に整理をするかという、この辺もまた難しさがあるのかなと思う。

いずれにせよ、細かいワーディングはまた最後に議論するが、総括としては、金融緩和を行うということを前提に、この展望レポートの基本的なストーリー、判断についてはこれで良いのではないかと思う。ただ、それはあくまでも金融緩和の強化が前提になっているということである。もう一つは、欧州情勢について、通常の意味での不確実性を超えて、リーマン・ショックのようなことが起きる場合、そのことをあまり多く記述できる訳

ではないが、しかし、そのこともしっかり意識しているということも、どこかに滲んでいた方が良いと思った。取り敢えず、私自身が感じたことは以上だが、何かご意見があれば遠慮なく言って頂きたい。

石田委員

私は、今おっしゃった金融緩和を行ったことを前提として、この文章ができていう理解が一番収まりが良いと思う。

白川議長

そうであるな。他には宜しいか。

それでは、金融政策運営について議論したいと思う。今、申し上げたとおり、私も含めて全委員が、展望レポートにおける経済・物価情勢の認識を踏まえると、資産買入等の基金の増額という形で、金融緩和の強化を図ることが適当であるという意見であった。増額の対象については、長期国債ということで意見が一致していたと思うが、その増額の幅については意見が若干異なった。宮尾委員については10兆円、何人かの委員は5兆円、また何人かの委員は執行部の説明を聞いたうえで最終的に判断したいということであったと思う。また、次回決定会合までの金融市場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ことで一致していた。政策運営それ自体についての議論はこの後行うが、資産買入等の基金の増額を図るという点においては一致していたので、執行部から、基金の買入対象となっている金融資産の市場の動向や、あるいは本行の買入れ余地、保有に伴う本行のリスクなどについて補足説明をお願いする。

[事務局より資料を配付]

門間企画局長

1頁目は、単純にこれまでの資産買入の増額、その過程を改めて認識を



共有するためのものである。一番下に合計欄があって、現時点では8月4日増額後の50兆円となっている。カッコ内がそれぞれの時点で増額した幅である。現在50兆円のうち、固定金利オペパートが35兆円、資産買入れパートが15兆円ということになっている。一番右側に、既に関入した残高、昨日時点での残高が書いてあって、50兆円の総額に対して39.9兆円、約40兆円のところまで実際に買入れている。その内訳として、それぞれの資産についての買入残高を書いているが、長期国債が本日の議論の中で出ていたが、現在上限が4兆円に対し残高1.9兆円ということで、約半分位残っている状況である。因みに、他の資産についても半分ないしそれに近いような、ないしは少し上回るようなところまで買入れているものが大半である。以上が1頁目である。

2頁目である。今度は、市場規模との関係でどの位まだ日本銀行が買っていけるのかという観点から整理をしてみた。この表の見方であるが、長期国債を例にとると、4.0兆円が現行の買入上限であって、丸カッコ内の1.6兆円というのが、先程1.9兆円という数字があったが、市場規模と時点を合わせるために、9月末の段階での買入残高ということで、1.6兆円というのがある。そこから4.0兆円までは三角カッコ内、約2.4兆円さらに買っていく必要がある、と現時点ではなっているということである。その2.4兆円買っていくのに対して、市場にどれだけ買っていく玉があるかということだが、このシャドーの部分の2年債の直近発行2銘柄は、この辺が現実には買えているのだが、買えるという意味においては69.7兆円、これは全体が対象になるので、約70兆円あるということで、この2.4兆円は簡単に買えてしまうし、本日の議論に出ていた5兆円とか10兆円というのも、これに比べると所詮小さな違いであって、70兆円なので、一番右側の追加的な買入可能額というところは、当面上限を意識する必要はないという意味で矢印のマークが入っている。その意味では、その次の国庫短期証券も取り敢えず当面は上限を意識する必要はないということである。CPや社債になると、CPだと2.1兆円の枠に対し1.5兆円買っているので残り0.6兆円、それに対して市場で買えるものが、発行体別の個

別の買入限度額も勘案すると 1.2 兆円しかないので、従って、右側の追加的な買入可能額は残り 0.6 兆円ということで、今回の買入上限まで全部買ってしまった後は、さらに 0.6 兆円しか追加できないという状況である。同じように、社債についても 1.5 兆円位しか追加的に買入額を引き上げていく余地はないということである。そういう意味では、J-REITが一番きつくて、買入上限が 0.11 兆円だが、日本銀行が残り 0.06 兆円買っていくと、今の市場規模では個別銘柄の 5%制約を勘案した後の買入可能額は、追加的には 0.02 兆円しか残っていない。ここに数字が入っている CP、社債、とりわけ J-REIT は、市場規模からの制約がかなりきつくなっている、そういう三つの試算である。市場の状況ということで言うと、長期国債は今 1~2 年のところを買っているが、2 年金利が 0.14%なので、相当低いのだが、0.10%まで 0.04%位さらに押し下げる余地はあるということかと思う。それに対して、国庫短期証券——T-Bill——は、これも足許 0.1%に張り付いているので、ここは市場の状況からすると、ほとんどもう買い入れていく余地がないかもしれないということである。CP もかなりそれに近い。社債等は微妙だが、ここはむしろ信用リスクが反映されなくなることの副作用をどう考えるかという議論が、別途あり得ると思う。ETF、J-REIT についても、この辺はさらにリスク・プレミアムを引き下げていくという観点があると同時に、一方で、途中でご指摘があったが、やり過ぎることのモラルハザードをどう考えるかという論点もあるかと思う。この社債、ETF、J-REIT は、市場の状況との関係でいうと少し評価は微妙かと思う。

最後に、日本銀行が持てるリスクであるが、これから申し上げる数字は状況によって変わるので、幅を持って聞いて頂きたいが、現在、この買入上限まで全部 50 兆円買った場合、日本銀行のこの資産買入等の基金に関するリスク量は大体 8,000 億円位になる。それで、日本銀行が今の自己資本との関係で、さらに追加的に取れるリスクは大体 6,000 億円位残っているとご理解頂きたい。6,000 億円という余裕を一応前提にして、そういうオーダー感でこれから申し上げる数字を聞いて頂くと、例えば 2 年物の国

債は非常にリスクが小さいので、仮に2年国債を1兆円買った場合のリスク量は、大体40億円である。6,000億円に対して40億円なので、仮に10兆円買っても400億円ということで、まだオーダー的にかなり余裕があるということである。従って、2年国債は、先程申し上げた市場規模の観点、それから買入れによって金利をさらに下げる余地があるという観点、それから日本銀行のリスク量という観点、いずれからみても、今のところ全く制約を考える必要がないとご理解頂きたい。それから、国庫短期証券、CP、社債もそれほど大きなリスク量ではないが、例えば社債などでは信用スプレッドが変動するということもあるので、そのリスクを勘案すると、1兆円買うと大体150億円位のリスク量が増える感じである。ETFになると、1兆円買うと、5,000億円位リスク量が増えるので、先程の6,000億円という日本銀行の余裕に対して、これを1兆円買うと相当パンパンになってしまうので、資産によって喰うリスク量はかなり違うというのが、今の状況である。

纏めると、長国も2年物であれば市場規模、それから市場の状況、リスクという観点から、今のところ制約を考える必要はないということである。短期国債については、リスクは問題ないが、市場の規模や市場の状況といった観点からみて、あまり買える余地がないかもしれない。また、CPも同様である。社債は、リスクはまだ余裕があるが、市場規模や市場の状況から考えると、なかなか微妙なところに来ている。ETF、J-REIT——特にETF——は、リスクが結構大きいというのが最大のネックである。

白川議長

今の点に関して、技術的な意味でのご質問があれば、お願いします。

宮尾委員

もし、長国を5兆円ないし10兆円増やす場合に、毎月のオペは大体どの位のイメージになるのか。

門間企画局長

現在、1,500 億円で毎月買っている。それで、5 兆円にすると、大体毎月 5,000 億円位買っていく感じになる。残高を積み上げていくことになるので、多少デューが来てしまうと、その分も含めて買うので、5,000 億円超になる。残高を毎月 5,000 億円ずつ上げていくと、5 兆円を増額した買入残高に 2012 年末で到達する。10 兆円であれば、8,500 億円位毎月増やしていかなければならないという感じになる。

宮尾委員

そうすると、具体的には、オペの頻度を 2 回とか 3 回とかにするということか。あるいは、1 回でということか。

門間企画局長

何回でできるかは、金融市場局の対応で判断される事柄ではないかと考えている。

白川議長

5 兆円の場合には、月 5,000 億円の基金買入れ、別途、成長通貨オペが年間 21.6 兆円で月 1.8 兆円であるな。要するに、マーケットからみると、1.8 兆円プラス 0.5 兆円で、2.3 兆円という姿になる。

雨宮理事

片道の買入額としては相当の規模である。

門間企画局長

一点訂正させて頂きたい。先程、リスク量のところで、残りの買えるバッファが 6,000 億円と申し上げたが、そこは 1 兆 4,000 億円であった。そこは私の勘違いであった。1 兆 4,000 億円ある。ただし、いずれにしても、

ETFでは1兆円を2~3回やると、おしまいになってしまうということである。

白川議長

先程、門間企画局長が最初に言われていたが、一定の前提を置いて計算すると、当然変動する訳である。勿論、VaRを計算する観測期間にも依存するし、本当のストレスというか、先程、我々自身はテールリスクのことを意識したが、我々自身のリスク計算において、日本経済のテールリスクは、先程の計算には必ずしも入っていないということである。そういう意味で、その前提の中には実はテールリスクはカウントしていないという話だと理解したが、それで良いか。

門間企画局長

そうである。冒頭に、数字は今の状況で申し上げているので、その点をご留意頂きながら聞いて頂きたいと申し上げたのは、そういう点である。ただし、いずれにしても、2年債であれば、バッファーに対して相当リスクが小さいので、そこはあまり意識する必要はないと思う。

宮尾委員

確認だが、もし2年債を買う場合に、規模との関係だが、札割れ等はあまり気にしなくても良いということか。それとも、そこは状況によって全然異なるのか。

門間企画局長

勿論、将来のことはその時の状況次第だが、現状であれば2年債は十分買えると思う。

白川議長

他にご質問はないか。

## 雨宮理事

一点だけ、最後の点を補足しておくとして、札割れするかどうかは、結局、市場金利である種の「流動性の罠」的な、皆がこれ以上持ちたくないという金利にどこまで到達するかである。2年債は0.1%までそういう状況に到達しないのかどうかは、正直言うと分からない。現状であれば、札割れの心配はないとは思いますが、状況次第で変わり得る。少なくとも、TBのように0.1%まで絶対生じないかどうかは、人々がどういうプレミアムを要求するかによって変わるので、そこは多少余地があると考えておいた方が良いでしょう。現状では心配する必要はないと思う。

## 山口副総裁

5兆円増額した場合に、当座預金残高にはどういう影響が出るとみておけば良いか。

## 雨宮理事

当座預金残高は——毎回の決定会合でご報告申し上げているが——、大体30兆円前後で推移している。この30兆円もオペを工夫しつつ、大体この位でキープできているという状況である。一方で、普通の共通担保入札オペ等は札割れが起きているので、札割れが起きているというのは、言い換えれば、日本銀行がお金を供給しようとしても、もうこれ以上要らないという状況に段々近くなっている訳である。そういう中で、オペ手段をある程度工夫し、例えば共通担保オペの頻度等を工夫しながらこの程度ということなので、これも状況次第ではあるが、普通に考えると、5兆円買い増せばその分5兆円市場に出る訳だが、彼等がこの5兆円を要らないと思えば、他の短期オペの札が割れるという格好で——マイナスの格好で——反映されてくる訳である。従って、少なくとも5兆円買い増せば、その分がそのまま当座預金に積み上がるとは考えない方が良いでしょう。今のマーケットのじゃぶじゃぶ感というか、もう30兆円でも十分だという

感じを前提にすると、ここは分からないが、私の感覚としては、当預はこれ以上増えるのはむしろ難しい、これ以上国債オペを増やせば、その分他の短期オペの札割れという格好で、いわば穴を埋められる可能性の方が高いのではないかと思っている。

#### 白川議長

技術的な論点はまだ残ると思うので、少し経ってからでも結構である。先程、全員の方が金額について意見を言われた訳ではないし、金融緩和の強化をどういう形で進めるかとか、あるいはどういうロジックで進めるかということについて、さらにご意見を頂ければと思う。そのうえで、私自身また最後にサマリーをしたいと思う。どなたからでも結構である。

#### 宮尾委員

私が、10兆円が良いのではないかと申し上げているので、若干繰り返しになるが、恐らく、リスク要因ということで他の委員の皆様方と私のトーンで若干違う点が、デフレ脱却の時期の見通しがさらに後ずれすることにかかるリスクだと思う。見通しにおいて、デフレ脱却あるいは物価安定の理解に到達するには、なお時間がかかるということで、それがもたらす人々のデフレ予想への影響、あるいはインフレ期待への影響、またそれがさらに成長期待に波及していくというメカニズムを、恐らく他の委員の皆様方より強く懸念している。そういうインフレ期待や成長期待の下振れリスクをより強くサポートするには、8月に非常に思い切った政策を行った訳だが、それと敢えて同額の思い切った政策行動を続けることで、そのサポートに資するのではないかと考えた。勿論、インフレ期待あるいは成長期待というのは、他の要因によって構造的にも下振れする訳である。なかなかデフレが解消していかない、下押し圧力がある訳だが、しかし我々ができることは、やはり何らかの強力な追加緩和をすることで、インフレ期待なり成長期待にも効果を及ぼし得るというロジックはそれなりに存在していると思う。そこをさらに強化する、その効果をさらに強めるとい

うことを私自身期待して、10兆円が適切ではないかと考えた次第である。

#### 山口副総裁

宮尾委員は、デフレが自己実現的に実現していく、それが景気の後退を招きまたデフレを加速するという一方で、デフレ・スパイラルのリスクを——そういう言葉はお使いにはならなかったが——考えているように聞こえたが、それはそう考えて良いのか。

#### 宮尾委員

昔、失われた10年の時に言われていたようなデフレの悪循環——例えば-1%、-2%、-3%というようにどんどん悪化していく——といったスパイラルというよりも、マイルドなデフレがずっと続くといったリスクを考えている。元々、デフレなり成長期待に構造的な下押し圧力が続く中で、なかなかデフレ期待が改善しない、あるいはインフレ期待が高まらない、そういうリスクである。

#### 石田委員

これまでの数字をみると、今のゼロ近傍よりずっと悪い時期が続いていた。新ベースになって落ちたと言えども、ゼロ近傍である。ゼロ近傍については、色々な意見があると思うが、かつては量的緩和の基準でもあった。状況としては、私は先程も言ったが良くなっていると思う。その中で、若干色々な状況があって、いわゆる目標の1%に対する達成の時期は少し延びているが、その中で、失望感がそれほど出てくるのかやや疑問である。それよりも、今の状況を何とか改悪しないように持っていくことが、今は一番大切であるという意味からは、8月に前広にやった分の中で、リスクが一部顕現化しているが、また新たに出ていると認識できるのであれば、その分を補強するという意味で、私は5兆円と申し上げた訳である。



## 中村委員

私も、今回の金融緩和の動機の一つに、デフレ状態の継続というか、物価上昇の後ずれを挙げた。ただ、トレンドとしては、この幅が段々縮小して、時期は分からないが、やはりプラス方向である。その意味では、下を向いていないし、今回CPIの基準改定があったが、なければ+0.6~+0.7%である。ただ、我々はデフレ状態の解消の方向にコミットしている。従来から、中央銀行はインフレには関心があるが、デフレはあまり関心がないと言われている。そうではないのだ、やはりこういう状態になった時に、再度、我々としてはこれは好ましい状況だと思っていない、デフレについては中央銀行は許容しない、きちんと対応するのだというスタンスを改めて示しておく必要があるのではないかということ、私は今回強く感じた。そういう意味では、額的には5兆円で良いのではないかと思う。

## 白井委員

私も5兆円としたい。CPIの基準改定によってゼロ%近傍になったのは、GDPギャップが-4%位なので、その実態をより正確に反映したと考えた方が良いと思う。そこは、私はむしろ実勢をそのまま適切に反映したと捉えている。状況は、今、海外が非常に懸念されているし、それは少し出てきている。先程も申したように、買入れの残高がまだ10兆円あり、それを来年の末までやっている訳である。そこにまた5兆円を追加するという事で、先程お話があったように、月に2.2兆円は大変大きい。やはりその効果も今みつつあるので、それをみた方が良いということと、デフレと私達は言うのだが、家計はデフレと思っていないかもしれない。従って、ゼロ%近傍というところで、どれ位デフレかは人によって見方は違うと思う。少なくとも、中長期でみると、凄く低下しているとまでは言えないのではないかと思う。懸念は物凄く分かるので、今後もじっくりみていかなければならないと思うが、今のところは、この5兆円位の増額で少し様子を見ながら、また適宜判断するのが良いのではないかと思う。

## 白川議長

先程、宮尾委員が、他の委員との違いとして、日本経済の先行きについてリスクを自分の方が多くみているという趣旨の話があった。私自身は皆さんの話を聞いていると、それほどリスク認識で差があるとは思えない。皆さん、下振れリスクについて意識されている。多少違いがあると思うのは、資産買入等の基金での買入れの効果について、宮尾委員の方がより大きくみているのかなと思う。多分、リスク認識の差ではなくて、そちらの方の差ではないかと、私はお話を伺いながら勝手に感じた。

## 宮尾委員

それはあるかもしれない。資産買入れの効果は、このゼロ金利の中で、どういうルートで景気・物価に影響を及ぼし得るのかを、先だっの函館での私の講演でも自分なりに整理をした。通常の金融緩和の波及経路で基本的には語れると考えているが、平常時に期待されるような、例えば銀行貸出経路などのトランスミッションが上手く働かない——こういう非伝統的な世界、あるいは金利がゼロになるくらい景気・物価動向が非常に弱いもとで働かない——という可能性がある。そういう状況では、ロジックとしては恐らく生きているだろうが、実際の効果について、事前にしっかりと示すのは、なかなか難しいかもしれない。しかし、ロジックはやはり生きているだろうということで、インフレ期待や成長期待を下支えできるということであれば、先程の私のリスク認識と今の効果の両方を勘案して10兆円ということにした。

## 亀崎委員

前回8月の10兆円の緩和の時も、既に不確実性、海外経済の影響、それから消費者物価指数の基準改定も想定されていた。従って、かなり大きく10兆円の緩和をやった訳である。その10兆円はまだほとんど残っている。先程おっしゃったように、ある一定の効果はこの10兆円分の買入れを進めることで、発揮されてくるような状況である。今回、なぜ私が5兆

円としたかという、7月時点での不確実性からして、先々下振れはあり得るとは思っていたが、今回、シミュレーションをやってみたらGDPにしるCPIにしるやはりそうだった。そこで、10兆円がまだ効いている状況ではあるが、さらに展望レポートでの見通しを確かなものとするために、今まで見込んであった10兆円にさらに5兆円を足すというような、追加的な手段だと私は考えた。

宮尾委員

そのロジックは全く同じである。あとは、5兆円なのか10兆円なのかというところで、10兆円の方がより安心だろうということである。

白川議長

他にご意見がないようであれば、取り敢えず総括して、それについてまたご意見を頂ければと思う。

まず、先程も申し上げたが、今回、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するにはなお時間を要すると予想される。先々の政策運営についても、経済・物価の下振れリスクには引き続き注意を要するという情勢だと思う。現在は、8月に思い切った金融緩和措置を行い、そのもとで、リスク性資産を含めた金融資産の買入れを着実に進めている訳である。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にするためには、ここで買入基金をさらに増額し、一段と金融緩和を強化することが必要であると思う。増額の規模については、宮尾委員とその他の委員で、宮尾委員が10兆円、その他の委員が5兆円ということであるが、多数の意見ということで纏めると、8月に先々のリスクを相当前広に織り込んで対応するという観点から10兆円増額して、現在そのもとでまだ買入れを行っており、かなりの買入枠の残りがあるということである。これはこれでそれなりの効果があったということで、欧米の金融市場が今不安定な状況の中で、日本の金融環境は相対的には安定している。勿論、この包括緩和だけの効果ではないが、それも一役買っているということだと思う。今

の金融環境のもとで、企業の資金調達は基本的には円滑に行われているので、そういう現状を踏まえると、今回はリスク性資産の買入れということを行う必要はなく、単純に長期国債を買って、唯一のリスク・フリー金利を下げて、それが全体に染み渡っていくという意味での金融緩和効果を追求することが適当だと思う。勿論、これはリスク性資産の買入れを、今後もうやらないという訳ではない。買入れの余地は、先程、門間企画局長の話にもあったが、どのようにリスク量を考えるのかということに関係するが、今回のこの局面では長期国債が適当であると思う。その国債としては、従来と同じように、長期国債については、残存期間 1~2 年のゾーン、特に 2 年のゾーンについてはまだ金利の下げ余地も大きくはないが、あるかないかと言えば、まだある訳である。そこを追求していこうということである。これは、実際の日本の企業の借入期間を考えた場合、長期の貸出を平均から見ると、統計上、残存 3 年以下が多い。それから、為替との関係でみても、こうしたゾーンはそれなりの影響力があるということだと思う。それから、買入完了の目途については、2012 年末ということで、今回金額を上乗せしても時期をずらすことなく、2012 年末で固定して良いだろうということである。ということは、先程、門間企画局長から説明があったとおり、長期国債の買入れペースは、かなり増加するということである。こういった整理で宜しいか。

私自身、今まであまり意見を申し上げなかったが、この資産買入れの増額については、今申し上げたとおりだが、多くの方が触れられたように、情報発信ということが非常に大事だと思っている。この席でも、何度も申し上げていることだが、改めて今回こういう形で金融緩和の強化を行うので、自分なりに重要だと思う点を何点か申し上げたい。第一点は、当然のことだが、日本銀行として経済の現状について厳しく認識して、その下振れリスクについても十分に意識している。そういう姿勢のもとで、8月に思い切った金融緩和を行った後、さらに今回 5 兆円の増額を行うということである。我々としての問題意識をしっかりと伝えるということ、これが第一点である。第二点は、今回の措置ではないが、我々として欧州の金融情

勢については、やはり一番恐れているのはテールリスクが実現するという事態である。こちらの方は、金融システムの安定をしっかりと維持することが中心になるので、いわゆる金融政策というよりは金融システム上の対策ということが、より重要になってくると思う。しかし、そうした場合でも、金融政策上も必要な時には必要なことをする。しかし、それはテールリスクということであって、少し意味合いが違ってくると思う。これが二点目である。それから三点目は、今回、長期国債の買入れだけを増やすということに伴って、これはまた色々な思惑を生んでいくことになるのだと思う。自分自身、いつも相反する二つの声を聞きながら、その辺の情報発信のバランスを取る必要を感じている。一つは、日本銀行は、現在のこの厳しい情勢に対応して多額の長期国債を積極的に買っているのだということのを正しく認識してもらう必要がある。目的は異なるが、成長通貨供給で年間 21.6 兆円のペースで国債を毎年買い続けている。FRBは昨年QE2を11月から始めてこの6月に終えて、それで一旦終わっている訳である。我々の方は、FRBのQE2に相当する、あるいはそれよりもGDP対比では大きな金額の国債を、昨年を買っているし今年も買っている。しかし、その事実はあまり認識されていない。話題になるのは、専ら買入基金の増加分についてのみである。しかし、マーケットへの影響からすると——我々自身の頭の中の整理は別だが——、マーケットからどれだけデュレーションリスクを取っているかという意味では、これは全く両者とも同じである。それだけ、現に大量の買入れを行っているのだということは、これは正当に言わないといけない。認識してもらう必要があると思う。しかし一方で、そのことを強調すると、これは段々マネタイゼーションの世界に入っていったのではないかというパーセプションもやはり生まれてくると思う。勿論、我々自身の頭の中の整理としては、成長通貨オペと基金買入では全く異なるし、それから両方ともマネタイゼーションではない。しかし、何も知らない人が、色々な経緯を知らずに、あるいは日本銀行の色々発表している文章を、単に経済の情勢と国債の買入金額だけを見ると、これは大変な金額の国債を買っているし、その買入金額が増え

ているということになっていく訳である。日本の財政の状況自体も悪い中  
中である。そうすると、日本銀行のレトリックは別にして、「そういう買  
入れをマネタイゼーションというのだ」という見方も増えてくる可能性は  
ある。両者は非常にナローパスだと思う。中央銀行が長い目でみて、経済  
の安定を達成していくうえで、両者のバランスを取っていくというのは非  
常に大事なことなので、その面でも情報発信にはやはり気を付ける必要が  
ある。細心の注意を払う必要があると思うし、我々自身の毎回毎回のアク  
ションについても、そのことを十分に意識した方が良いと思っている。そ  
れから、四点目は、この包括緩和のもとでの国債の買入れが、どのような  
形で経済に影響を与えていくのかという、そのメカニズムというか、トラ  
ンスミッション・メカニズム、あるいは効果についての説明の仕方である。  
中央銀行が自ら持っている政策手段を使って、金融環境に働きかけて、こ  
の金融環境が実体経済に影響を与えていくという、そういう論理構成だと思  
う。中央銀行が比較的影響を与えられるのは、金融環境の方である。金融  
環境の先については、様々な要因があって、金融政策だけで動かし得る  
訳ではないというのも現実であるし、今のように、ゼロ金利に直面してい  
るもとでは、特にそうだろうと思う。これは日本銀行に限らず、今、米国  
が直面している状況でもある。米国のように、長期金利がまだ2%で、下  
げ余地が日本に比べればまだあるというところでも、今、米国での議論を  
聞いていると、もう長期金利の下げ余地がほとんどない中で、果たしてQ  
E2にしてもあるいはQE3にしても、どの程度効果があるのだろうかとい  
う議論を、かなりの数のエコノミストがしている訳である。結局、金融  
政策の効果は、金利を通じて実現していく訳であるし、日本については既  
に金融面での量的制約があるという状況ではないので、そういう意味で、  
リアリスティックに考えた場合に、これだけで経済が持ち上がっていく訳  
ではないということでもある。これは、決して中央銀行が逃げるとい  
うことではなく、むしろこれだけの極めて緩和的な金融環境を最大限活用して  
ほしいということ、メッセージとして示していく必要がある。活用とい  
うことは、今取り組んでいる様々な成長戦略も含めて、自主的に成長力を

上げていく努力がない限り、この極めて緩和的な金融環境だけでは、なかなかデフレ脱却の展望が拓けていきにくいということである。そういう意味で、トランスミッション・メカニズム、あるいは効果についての定量的、定性的な言い方についても、これは注意をしなければいけないと思う。最後は、五点目である。先程、石田委員がおっしゃったことと同じであるが、時間はかかるが、日本の経済がデフレを脱却する方向に、方向としては向かっている点である。振り返ってみると、2年前の夏は消費者物価上昇率は旧基準で-2.4%で、それが基準は変わったが、新基準でも+0.1%ということで、大きな方向としてはやはり需給ギャップが小さくなってきて、その間、予想インフレ率もアンカーされているということである。そういう意味で、やはり政策運営上大事なことは、どういう方向に向かっているのかということについて、それをはっきり伝えていくことだと思う。なかなか情報発信は難しいが、即物的な意味での効果も然ることながら、やはりこうしたトータルの情報発信が大事だと思っている。

それでは、本件については、後程、金融市場調節方針等と併せて、採決を行いたいと思う。執行部は基本要領の改正案を作成するなど、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

大変お待たせしたが、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。藤田財務副大臣願います。

#### 藤田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。こうした中、急速に円高が進行し、その高止まり傾向がみられる。また、先週の金曜日の夜以降には、短時間に急激な変動が生じる局面がみられ、足許では史上最高値を更新するなど、一方に偏った動きが強まっている。さらには、欧州債務問題に対する懸念が再燃しており、これによる海外経済の停滞感の高まり等が、景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。

政府としては、現下の円高等による景気の下振れや産業空洞化リスクの

急激な高まりに対し、機を逸することなく、適切に政策対応していくことが極めて重要な課題であると考えている。こうした観点から、先般 10 月 21 日、一、中小企業金融のさらなる充実など円高による「痛み」の緩和、二、立地補助金の思い切った拡充など、リスクに負けない強靱な経済の構築、三、日本企業による海外企業の買収や資源確保など円高メリットの徹底活用、を柱とした「円高への総合的対応策」を閣議決定した。今後、この対応策に沿って、我が国経済を自律的な回復軌道に乗せ、東日本大震災からの本格的な復興に対する歩みを止めないよう、この対応策の実行に全力を挙げていく。

また、これに併せ、平成 23 年度第 3 次補正予算の概算を決定した。その中では、東日本大震災からの復興のために真に必要な施策を重点的に措置するとともに、「日本経済の再生なくして被災地域の真の復興はない」との認識のもと、最近の過度な円高の影響による産業の空洞化等への対応も盛り込んでいる。明日 10 月 28 日、国会に提出することとしており、今後、成立に向けて全力で取り組んでいく。

本日、さらなる金融緩和について提案されたことは、現下の厳しい経済状況を踏まえた適切な対応と評価する。政府としては、今後とも海外経済の動向や為替市場を含む金融資本市場の変動が我が国経済に与える影響等を踏まえながら、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

それでは内閣府の大串大臣政務官をお願いします。

大串内閣府大臣政務官

我が国の景気は、引き続き持ち直ししているものの、海外景気の回復の弱まりを反映して輸出が横這いとなり、生産の伸びが鈍化するなど、そのテンポは緩やかになっている。さらに、先行きについても、景気の持ち直し傾向が続くことが期待されるものの、欧州の財政問題を背景とした国際



金融情勢の不安定化、回復力の弱まっている海外景気の下振れ懸念や急速な円高の進行・高止まり等、我が国景気の重大な下振れリスクが存在することには十分な留意が必要である。また、タイの洪水被害の悪影響についても、十分な注意を払いつつ、見極めていく必要がある。

政府は、急速な円高の進行等による景気下振れリスクや産業空洞化リスクに先手を打って対処していくため、国費 2 兆円規模の「円高への総合的対応策」を、10 月 21 日に閣議決定した。今後は、本対応策の実行に必要な予算措置を含む第 3 次補正予算の速やかな成立に努めるとともに、本対応策が迅速に具体的な成果を挙げるよう、各府省副大臣等からなる景気対応検討チームによる P D C A に立脚した進捗管理を行っていきたいと考えている。日本銀行におかれても、ご協力を頂くようお願いしたいと思う。

本日、提案されている展望レポートにおいては、C P I 上昇率については当面はゼロ近傍、2013 年度までは小幅なプラスにとどまると見込まれている。これは、2%以下のプラスの領域にあり中心は 1%程度とする「中長期的な物価安定の理解」に比べ低いものである。「中長期的な物価安定の理解」は、2006 年に示されて以降、原油価格が高騰した 2008 年を除いて達成されていないという現実がある。現在、我が国経済が依然として緩やかなデフレ状況にある中で、円高とデフレの悪循環に陥ることがないように対処していくことが重要であり、デフレ脱却が政策課題であるという認識は、政府と日本銀行で以前から共有しているところである。

本日、ご提案のあった金融緩和の強化策については、時宜を踏まえたものと評価させて頂く。日本銀行におかれては、引き続き、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済を下支えするようお願いするところである。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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、「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、対外公表文の議案を用意して頂きたい。また、宮尾委員は議案を提出されると理解しているので、宮尾委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

今、準備しているが、宮尾委員の議案が配られてからご紹介する。今お配りしている宮尾委員の案と併せて、こちらからは全部で4件ご説明する。宮尾委員案、議長案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件、それと対外公表文ということで、その順番にご説明していく。

まず、最初に、宮尾委員案である。「資産買入等の基金」の増額に関する件。案件。1. 「資産買入等の基金運営基本要領」4. (1) に定める買入残高の総額の上限を10兆円程度増額し、増額の対象資産は4. (2) に定める利付国債とすること。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、議長案である。「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」。

続いて、資産買入等の増額についての基本要領の改正である。「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。案件。金融緩和を一段と強化し、これを通じて、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。記。1. 「資産買入等の基金運営基本要領」（平成22年10月28日付政委第92号別紙1.）を別紙1. のとおり一部改正すること。2. 「日本銀行業務方法書」（平成10年3月24日付政第29号別紙3）を別紙2. のとおり一部変更すること。以上」。改正の部分だけご紹介する。別紙1. が基本要領の改正

であって、買入残高の総額のところであるが、これは買入残高というのが資産買入れで、貸付残高が固定金利オペであるが、そのうちの買入残高の方を「15兆円程度」とあったものを「20兆円程度」と改める。その中身がその次の項目である。「イ、利付国債」のところ、これまで「4兆円程度」であったものを「9兆円程度」に改めるということである。同じように、別紙2.も、業務方法書であるが、これは漢数字になっているが、同じところを改めている。これは以上である。

最後に、「金融緩和の強化について」という対外公表文である。「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50兆円程度から55兆円程度に5兆円程度増額し、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○）」。下に（注1）がある。「資産買入等の基金の増額に当たっては、長期国債を対象とすることとした」。（注2）のところでは別紙があるが、後程ご覧頂く。「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. 日本経済は、供給面の制約が解消されてきている中で、持ち直しの動きが続いている。金融環境をみると、CPや社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いている。日本経済の先行きについては、当面、海外経済の減速や円高の影響を受けるものの、その後は海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。4. しかし、物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要すると予想されるうえ、国際金融資本市場や海外経済の動向次第で、経済・物価見通しがさらに下振れするリスクにも、注意が必要である。日本銀行は、8月に強化した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めているが、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ためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断した」。先程の3.のところは基本的には展望レポート

の記述どおりである。4. のところが金融緩和の理由であって、5. はその中身についての理由である。「5. その際、上記の金融環境のもとで企業の資金調達が基本的には円滑に行われている現状を踏まえ、資産買入等の基金を5兆円程度増額する対象は長期国債とし、それを通じて金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当と判断した。なお、日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、銀行券需要の趨勢的な残高に概ね見合うよう、安定的な資金供給を行うという観点から、現在、年間21.6兆円の長期国債を買入れている」ということを付け加えている。「6. 日本銀行は、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。こうした日本銀行の取り組みが、日本経済の中長期的な成長力の強化に結びつくためには、民間、政府を含め各方面が、緩和的な金融環境を活用しつつ、それぞれの役割に即した取り組みを続けていくことが重要と考えている。以上」である。右側に別紙があって、従来の規模50兆円程度を増額後の規模55兆円程度にするということである。今回、中身は国債だけであるので、そこしか数字が入っていないが、念のため全体像としての残高の内訳を記載している。また、（注）のところに、改めて別途21.6兆円買っているという情報発信と、2. のところで、増額の目途についてこれまで同様「2012年末を目途に増額を完了する」と記述している。私からは、以上である。

白川議長

ご意見はあるか。それでは、金融市場調節方針に関する採決をしたいと思う。政府出席者の方々はご退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

[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

調節方針である。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

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、宮尾委員提出の議案に関する採決をお願いする。

[宮尾委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：宮尾委員

反対：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

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

宮尾委員提出の議案である。採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

次に、議長提案の「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について、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

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：宮尾審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議長提案である。採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は宮尾委員である。

白川議長

反対理由の表明は、もう先程お伺いしているから宜しいか。

宮尾委員

結構である。

門間企画局長

これから対外公表文の採決をして頂くが、その前に今色々議決があったので、それを踏まえてどのように最終形とするかということについて、若干ご説明させて頂く。二枚目は変わらないが、一枚目の注のところに入る文言が多少あるので、今、それをお配りする。

全部で脚注が四つになっていて、このうち（注 3）は従来どおりであるが、（注 1）と（注 4）にただ今の議決の結果、（注 2）のところに「宮尾委員より、資産買入等の基金を 10 兆円程度増額し、60 兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された」と入れている。このバージョンで採決をするという段取りにしている。宜しいか。

石田委員

従来のケースは同じようにこうなっているのか。

門間企画局長

そうである。基本的には、どのような内容の議決がなされたかということについては、ある程度透明にしている。どこまで言えるかはケースバイケースであるが、ある程度、どういう議決について反対意見があり、何が否決されたかということについても、透明性を確保する観点からこの程度

のことを言うというのは、これまでのルールである。

山口副総裁

注の位置が気になる。(注1)は反対1が誰かのようにみえる。

門間企画局長

注が少し錯綜している。括弧の向こうと、こちらだけという、なかなか細かい注になっているが、これも前例踏襲になってしまうが、過去こういう例があってほぼそれと同じようにしている。

白川議長

直す必要はないが、全員一致の時の(注4)は、必要なのだろうか。全員一致と書いて、9名の委員をこう書くというのは、従来そうやってきたのだとは思いますが。今直すとまた時間もかかるので良いが、次回以降は、全員一致なら全員の名前を書く必要はないのではないか。ただでさえ注がぐちゃぐちゃしている。

石田委員

休んだ人がいたら、いけないのだろうか。出席者ということを勘案すれば。

門間企画局長

そこは、また次回までに検討させて頂く。そういうことで、今、採決の準備をしている。

中村委員

7名だった時代もあった。



山口副総裁

そうであるな。かつてはそういうこともあった。

石田委員

9名だったら良いとも言える。

山口副総裁

やはり全員一致はいらないか。出席者は議事要旨に出る訳だし。何か事情があったのだろう。

飯野政策委員会室長

準備ができた。

白川議長

それでは、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

対外公表文の採決の結果である。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]

議長提案の「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が賛成 8、反対 1 という形で採決された。あとの議案については全員一致である。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決である。まずは、委員方には、成長率や物価上昇率の見通し、及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸をつけて、封筒に入れて頂きたい。

門間企画局長

変更があるので、少しお待ち頂きたい。

お待たせした。今ご覧頂いているものは、朝のものから若干変わっているとところがあるが、大きくは変わっていない。これから申し上げる計数がそれぞれ朝のものから 0.1%ポイントずつ上方修正になっている。実質 GDP の 2012 年度のレンジの下限 +2.1% が 0.1%ポイント切り上がって

る。2013年度については、レンジの+1.3%、+1.6%、いずれも0.1%ポイント切り上がっている。国内企業物価指数については、2013年度のレンジの上限の+0.9%のみ0.1%ポイント切り上がっている。消費者物価指数については、2012年度のレンジの上限+0.2%が0.1%ポイント切り上がり、中央値の+0.1%も朝方の0.0%から0.1%ポイント切り上がっている。大勢見通しは以上で、下段の全員見通しも、ところどころ切り上がっているが、ここは説明を省略する。

展望レポートについては、これからご議論頂くが、こちらから一つご提案させて頂きたい点は、朝方お配りしたものの14頁に日本銀行の今後の金融政策運営スタンスを説明する前に、現状どうかということを書いている部分がある。そこに、朝方のドラフトでは、今お配りした三枚目に付いているが、「8月に一段と強化した金融緩和措置のもとで」という、現在やっていることを「8月に」と書いていたのだが、本日改めて金融緩和措置を強化したので、「8月こうで、本日こうだ」と書くのも変なので、ある種金融政策というのは累積的に効いてくるということも踏まえて、もう少し大きなピクチャーとして、新しい文章を書いている。「日本銀行は、昨年10月に導入した「包括的な金融緩和政策」のもとで、資産買入等の基金による金融資産の買入れ等を進めており、買入れ等の規模については、この間、累次にわたり大幅な増額を行ってきている」ということで、本日の増額もここで読ませるということで書いている。

白川議長

今の文章も含めて、また改めて極く僅かの数字の修正があったが、それを踏まえて、文章について何かご意見はあるか。

山口副総裁

確認だが、展望レポート中の10頁——朝配られたものだが——、消費者物価のところで、「マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間の後半にかけて小幅のプラスになっていく」とある。今回、中央値が

+0.5%であるが、これはこれで良いのかどうか。「ゼロ%台半ば」というように記述するのかどうか。

石田委員

「半ば」が宜しいのではないか。

山口副総裁

小幅のプラスより…。

白川議長

「ゼロ%台半ば」で。

門間企画局長

そうすると、「見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていく」ということで宜しいか。

白川議長

これは何か所かあったのではないか。

門間企画局長

箇所はこの10頁の2行目と、14頁の5行目、ここも「見通し期間の後半にかけてゼロ%台半ばになっていく」と、同じように修文させて頂く。

白川議長

今の所は皆さんそれで宜しいか。

門間企画局長

それから、こちらからまた非常に細かいことで一点申し訳ないが、13頁の下から3行目、「震災復興関連の需要が徐々に顕現化していく」と書

いているが、別のところで「顕在化」と書いていて、先程の対外公表文でも「顕在化」と書いているので、ここは「顕在化」とさせて頂きたいと思う。

白川議長

欧州の関係は、今日の決定を踏まえて、多分文章は変わらないと思うが、そういう目で読み返していないので、そこは大丈夫か。1頁の第2節の3行目、これは良いと思う。「機能拡充策が、ユーロ圏17か国により承認される」は大元の段階でディテールを言っている訳ではないので、これはこれで良いと思うが、そういう目でどこか引っかからないかどうか。

雨宮理事

多分引っかかるとすると、G20に言及している3頁のところだが、今日、欧州の決定があって、その場合どうするか考えたのだが、欧州は欧州で、ここはG20なので、要するに世界の各国・各地域の決意を代表しているという意味ではこれで良いかと考えた。

白川議長

了解した。その2か所で良いか。

雨宮理事

そこだけだったと思う。

白川議長

他にご意見はないか。

山口副総裁

これは我々の方から言うべきことでもないが、背景説明の方も先程の「ゼロ%台半ば」で良いな。

門間企画局長

それは合わせておく。

白川議長

それでは、「経済・物価情勢の展望」の基本的見解に関する採決をお願いする。

[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

展望レポートの採決の結果である。賛成9、全員一致である。

白川議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日15時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背

景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修文したうえで、明日 10 月 28 日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収させていただきます。

## VII. 議事要旨（10 月 6、7 日開催分）の承認

白川議長

それでは、10 月 6、7 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。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、議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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11月1日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、11月15、16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。  
それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は13時31分である。

白川議長

解禁時刻が13時31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26分閉会)

以 上