

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年10月30日（9:00～14:41）

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（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（審議委員）  
森本宜久（ 〃 ）  
白井さゆり（ 〃 ）  
石田浩二（ 〃 ）  
佐藤健裕（ 〃 ）  
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 武正公一 財務副大臣  
内閣府 松山健士 内閣府審議官（9:00～10:24）  
前原誠司 経済財政政策担当大臣（10:25～14:41）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
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	鎌田康一郎
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	菅野浩之
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	今久保圭

## 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。本日の議事進行は、最初に金融経済情勢についての執行部報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決、最後に10月4、5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。財務省からは武正公一副大臣である。内閣府からは最初に松山健士内閣府審議官、後程前原誠司経済財政政策担当大臣がご出席の予定である。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後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

金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。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

最初に、金融調節、金融・為替市場動向である。報告の時間は5分ということをお願いします。あと、海外経済情勢は5分、国内経済情勢報告は

10分、金融環境は5分で願います。それでは、願います。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】という資料に沿ってご説明する。その前に概況だが、最近の国際金融資本市場だが、9月の米欧中銀による政策決定を受けテールリスクが後退し、これを背景にセンチメントが幾分改善して、落ち着いた動きとなっている。ムーディーズによるスペインの格付け見直しは据え置きとなったほか、米国、中国の経済指標が予想に比べ堅調でサポート材料となった。もっともスペイン支援要請を巡る不透明感が払拭できないとか、世界経済の減速懸念が根強く意識されており、米国企業の業績下振れ懸念も強まるなど不安材料を抱えた状況が続いている。わが国だが、市場では世界経済の減速を背景にわが国景気の下振れリスクへの警戒感が強まる中で、追加緩和観測の報道が相次いだこともあって、金融政策を巡る思惑が高まっている。

まず、外貨資金市場である。図表2-2(2)にみられるようにドルやユーロの調達環境は落ち着いている。テールリスク後退を背景に金融機関のカウンターパーティ・リスクの評価が改善する中、米国のMMFなど出し手の資金放出姿勢が一頃に比べ積極化していることもあって、LIBORはドル、ユーロとも緩やかに低下している。図表2-3(1)、(2)あるいは(4)、(5)からも窺われるように、為替スワップあるいはベシススワップを使ったドル調達プレミアムも落ち着いている。こうしたもとの、邦銀による年末越え資金調達も順調との声が聞かれている。図表2-4(2)の長期金利のグラフをご覧頂くと、米国の長期金利は、米国経済指標の予想比上振れに加え、欧州情勢の警戒感が幾分後退したことなどから、9月半ば以来の1.8%台まで上昇する場面がみられている。この間、ドイツ長期金利も米国長期金利につられる形で幾分上昇している。スペインは、ここにはないが、支援要請に向けた動きがやや具体化しつつあるとの見方が強まるもとの、格下げを契機とした金利上昇リスクが当面後退したということもあって、長期金利は本年春頃の水準まで低下している。図表2-4(1)

はわが国の 10 年債利回りだが、米国長期金利につられる形で上下しながら狭いレンジでの動きとなっている。0.8%手前では、計画対比買い遅れている地銀等のニーズを背景とした押し目買いがみられる一方、0.7%台半ばに近づく場面では高値警戒感等を背景に売りが優勢となる状況である。図表 2-6 (2) をご覧頂くと、短国発行時の平均落札レートだが、引き続き 0.1%を大きく下回ることなく推移している。それから、図表 2-8 (2) は C P 発行レートの推移だが、C P 発行金利は総じて低位で安定的に推移している。電機の一部では、高めの水準での発行が続いているが、上昇の動きも概ね一巡して、幾分落ち着きを取り戻しつつあるようである。それから、図表 2-9 (2)、(3) はクレジット市場である。米国、ヨーロッパの社債市場は、リスク回避姿勢が幾分後退した状態が続いていることを受け、総じてスプレッドが縮小している。(1) は国内の社債市場だが、タイトな需給環境のもとで、全体として落ち着いた地合いが続いている。図表 2-11 (2)、(3) の米欧の株価をご覧頂きたい。米国では、世界経済の減速懸念の高まりやこれまで株価を牽引した I T 部門などの収益下振れ懸念を背景に軟調な動きとなっている。ヨーロッパでは、スペイン情勢に振らされながらやや弱めの動きとなっている。(1) はわが国の株価だが、米欧株価につれて下落する場面もみられたが、為替の円安方向への動きもあって 9,000 円台を回復する場面もみられるなど、期間を通じてみれば幾分上昇している。図表 2-13 の東証 R E I T 指数は上昇している。低金利下で配当利回りへの注目が高まっていることに加え、一部では日本銀行の買入に伴う相場上昇、さらには追加緩和を巡る思惑等が上昇要因として指摘されている。こうした一方、株式 P B R に相当する倍率が 1 倍程度となったことから、割安感からの買いが一服する可能性が上値を重くする要因として意識されている。図表 2-14 (2) の名目実効為替レートだが、ドルとユーロが横ばい圏内で推移する一方、円は下落している。(1) の為替相場の推移だが、こうした中でドル／円レートは、米国の経済指標の予想比上振れを受けた日米金利差の拡大のほか、ソフトバンクの米国企業買収に伴うドル買いを材料視する動き、追加緩和を巡る思惑の高まりも

あって、約4か月振りとなる80円台まで円安が進む場面がみられた。もっとも、急ピッチで下落してきたこともあってポジション調整の円買いが優勢となり、足許では79円台後半に戻している。

ここで、図表1-1の前回会合以降の当座預金残高をみると、9月下旬の国債大量償還以降、40兆円台の高水準で推移しており、10月15日の年金定時払いを受け17日には既往ピークの46兆円台に達した。先行きについては、12月中旬までは資金不足基調で推移することから、基金の積み上げを進めるもとでも当預残は幾分減少傾向で推移する見込みである。図表1-2の短期金利の推移をご覧頂きたい。このような潤沢な資金供給のもとで短期金利は総じて落ち着いた動きとなっている。最後に図表1-3のオペ結果をご覧頂くと、前回会合以降の特徴としては固定金利オペの応札が比較的安定していること、それから短国買入れ、長国買入れについては買入残高が増加するもとでもこれまでのところ落札レートに大きな変化は生じていないことが指摘できる。まず、基金による固定金利オペだが、期落ち見合いの8,000億円を4~5か月のタームでオファーする運営を行っており、この先11月には若干ペースダウンさせ、12月前半に残高目標に到達するというパスを描いている。足許の固定金利の応札状況だが、前回会合以降ほとんどのケースで札割れを回避している。その背景だが、まず都銀が当預残高の目標水準を引き上げつつあるもとで、以前より幾分厚めに固定オペで資金調達を行う動きが広がっていることが挙げられる。また、固定金利オペの年末越え残高目標の25兆円の達成が視野に入る中で、今後固定金利オペのオファーの頻度が低下するのではないかとの見方から、証券会社を中心にいわば駆け込み的に固定金利オペで調達を行う動きもみられる。さらに、地方交付税の支払抑制を受けて地銀からの応札もやや増加している。もっとも、当座預金残高が極めて高い水準で推移するもとで、資金需要が乏しい状況に変わりはなく、今後応札意欲がどのように変化するか注意してみていく必要がある。短期国債の買入れだが、年明け後償還の3か月物短国が増加してきたということ踏まえて、年末目標に向けて買入ペースを10月15日週から毎週8,000億円、そして今週から

は9,000億円に加速している。この先は、毎週概ね8,000億円ないし9,000億円のペースで実施していき、12月半ばに残高目標に到達することを展望している。落札レートはこれまでのところ0.099%ないし0.10%となっており、特に変化はみられない。短国については、3か月物だけでも毎週5.7兆円発行されているほか、セカンダリー市場の流動性も高いため、本行の買入レートが与えるインパクトは比較的小さいものと思われる。それから、国債買入れ、長期国債の買入れだが、前回会合後3回実施したが、都銀による期初の益出しニーズやポートフォリオの長期化に伴う入れ替え需要が見込まれたことから、そのうち2回は1回当たり8,000億円で、平均的なペースである7,000億円を幾分上回るペースで実施した。今後は月3回、毎回7,000億円のペースで実施し、12月半ばには、残高目標に到達することを目論んでいる。もっとも、長国については、短国と異なって買入対象国債の新規発行額が限られているため、安定的なオペ需要が見込み難いのが実情である。既に、期初の益出しが一巡したこともあって、落札レートは足許で若干低下しているが、先行き都銀のデュレーション長期化の動きが弱まったりすると、落札レートが大きく低下するような場面があるかもしれない。それからCPについては、安定的なオペ需要がみられているが、時として残存期間が非常に短い銘柄の割合が大きくなるため残高のコントロールが難しいという特徴がある。11月以降は1回当たりの買入額を3,000億円から4,000億円に引き上げたうえ月3回のペースで実施し、12月中旬には残高目標を達成することを計画しているが、年末時点の残高については、今後持ち込まれる銘柄の残存期間によってある程度の幅が生ずるとみておく必要がある。なお、CPの落札レートだが、期初で発行残高が少なめであることに加えて、発行レートも一頃に比べて落ち着き方向にあることを反映して幾分低下している。この間、社債買入れは、札割れには至っていないが回を追うごとに応札額が減少するとともに落札レートが低下しており、需給のタイト感が強まっている。買入残高は既に目標の2.9兆円に達しているが、年末までの償還を踏まえると11月、12月であと合計3,000億円の買入れが必要となる計算である。ETF、

J-REITについては、前回会合以降それぞれ1回、4回買入れを実施した。以上の結果、10月29日時点での資産等買入基金の残高は62.8兆円となった。前回会合時から概ね横ばいだが、このうち年末越え残高は40.5兆円から49.8兆円に大きく増加している。以上である。

白川議長

それでは、ご質問をどうぞ。

山口副総裁

固定金利オペの関係で、先程都銀の当預残高に対する目線が上がってきている、目標の当預残高が上がってきているという説明があったが、それは何が原因か。

青木金融市場局長

二つほど理由があると思う。一つは、ベーシックな理由だが、やはり短国利回りが0.10%と短期資金の運用レートが非常に低くなってしまい運用難ということで、やむを得ず0.1%の付利の当座預金に置くという動きが強まっているということが一つである。もう一つは、一部の銀行に限られる動きではあるが、自らの当座預金の目標額を日本のマクロの当座預金合計の何割というように置く銀行もある。直近では当預残は少し落ち気味だが、少し前と比べると上がってきている。それが理由で当座預金の残高が増えているという面もある。以上の二つだと思う。

山口副総裁

ということは、当預に積まずに、例えば短国などを買ってしまうと、短国のレートが下がってしまうことがあり得るとみているということか。

青木金融市場局長

大手都銀の場合、短国だけでなく、長国もそうだが、あまりに低レート

のオペ結果が出てくると、実際の市場レートも下がって行ってしまって自分の運用レートを殺していくということになるので、そういう意味でも積極応札するという動きである。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

ないようであれば、次に海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価についてご報告申し上げます。お手許にお配りした資料-3（参考計表）【追加】をご覧ください。前回会合以降、海外経済は減速感の強い状態が続いている。米国では、企業部門に弱めの動きがみられるが、基調としては、家計部門を中心に緩やかな回復が続いている。欧州では緩やかな景気後退が続いており、中国についても減速した状態がなお続いている。以下、前回会合以降公表された指標についてポイントを絞って整理する。

まず、図表1の製造業PMIだが、今回公表されたのは(3)ユーロエリアだけである。10月分の速報値は、引き続き50をはっきり下回る水準で推移しており、企業マインドの慎重化に歯止めがかかる兆しは依然窺われないということである。図表1はそれのみである。

図表2の米国経済だが、弱めの企業部門とやや強めの家計部門という最近のコントラストを確認するような指標が目立っている。(1)の7~9月のGDP成長率は、設備投資に弱めの動きがみられる一方で、家計セクターはしっかりしており、個人消費、住宅投資は堅調である。先行き不透明感が払拭されない中、(3)の資本財受注は減少しており、目先設備投資の増勢は鈍化した状態が続くとみている。一方、家計部門は、財政の壁の

動向がもたらす影響に注意を要するが、目先はそれなりにしっかりした姿が続く可能性が高いとみている。(5)の消費者コンフィデンスは、2007年9月以来の水準となっているし、クリスマス商戦についてもまずまず堅調との見通しが聞かれている。(6)の住宅着工件数も増加しており、住宅投資も緩やかに持ち直していくと考えている。図表3で、前回同様、米国金融市場の動向を整理している。(1)は実際にFRBが大量に購入するMBSの利回りであるが、これはQE3前の水準をなお20bp程度下回っている。それから、(3)BEIも以前の水準を20bp程上回っている。ただし、この二点を除けば、QE3直後にみられたQE2後の動きを彷彿とさせるような動き、すなわち株高、金利低下、為替安、商品高といった反応はほぼ打ち消されている。多くの金融商品の価格はQE3導入前と同水準に戻ってきているという状況である。

次に、図表4の欧州経済だが、(1)のPMIは、先程申し上げたとおり緩やかな景気後退が続く可能性を示唆している。(3)の域外輸出はプラスを維持、(4)の生産も輸出競争力の強いドイツは比較的しっかりしている。しかしながら、(5)の設備投資をみると、企業マインドが慎重化する中でドイツにおいてさえ投資財受注は減少しており、(6)の個人消費をみても、自動車販売がはっきりと減少するなどユーロエリアの内需はかなり厳しい状態が続いている。図表5の欧州の金融市場は、それほど大きな動きはない。神経質な地合いにはあるが、ECBのOMT導入効果から、一頃に比べて概ね緊張感は緩まっているという状態である。

図表6-1で新興国をチェックすると、(1)の中国の7~9月のGDP成長率は前年比で+7.4%と、前期の+7.8%から一段と減速している。(3)個人消費は、小売売上高は秋の連休が一日長かったこともあり、9月単月では伸びをやや高めている。もっとも、乗用車販売台数をみると、前年比でみてこれまで+8%程度の増加から9月には-2%と若干のマイナスに転じた。このほとんどの要因は日本車の販売である。4割程度落ち込んでいるということである。(4)をみても日系が大きくシェアを落としていることが確認できる。日本車志向の消費者も一定程度存在するので、他国製

品への完全な代替シフトが生じるかどうかは全般的には分からないが、結果として中国の国内販売自体がマイナスに転じるということであるので、中国自体にそれなりの影響は及ぼしていると解するのが適当だと思う。このことは、最近の日中関係が中国経済にも何がしかの影響を与えているということだと思う。現時点では、乗用車以外では日中関係の影響はそれほどはっきりと確認はできていない。一部に家電等にそういう動きがみられるというアネクドタルな情報はあるが、こうした動きが広範化することがないかどうか、先行き丹念にみていく必要があると思っている。次に(5)の固定資産投資だが、公共投資の前倒し方針を受けて、公共関連などのインフラ投資が増加している。こうした需要動向を受けて、(6)の鉄鋼などの市況も、中国においては一段の軟化には一旦歯止めがかかった形となっている。

次に、図表 6-2 の東アジア関係だが、(1)の中国の輸出入はなお弱めの動きが続いている。9月単月では伸び率を拡大しているが、輸入は弱い。

(2)のNIEs・ASEANの輸出についても、大きく減少してきた後、足許は韓国、台湾などで増加している。ただ、これにはiPhone5関連で一時的に増えた面もあるので、足許の数字は若干割り引いてみる必要があると思う。実際、企業マインドはなお慎重であり、(3)の資本財の輸入からみても、NIEs・ASEANの設備投資、製造業を中心に伸び悩むと見込まれる。各国の政策当局者も景気の先行きを慎重にみており、(5)の消費者物価情勢、(6)の政策金利でみられるように、多くの国で緩やかに金融緩和の方に舵を切っているという状況である。

以上、海外経済を改めて整理すると、減速感の強い状態に大きな変化は窺われないということである。米国の家計部門や中国の固定資産投資、それから東アジアの貿易関連など、前回の会合以降公表された指標で多少明るめの材料もみられるが、減速感に歯止めをかけるほどの力強さには欠けているということである。先行きについても慎重にみている。夏場以降、海外経済の減速感を強めてきた三つの不確実性、すなわち欧州債務問題、米国の財政の壁、中国をはじめとする新興国の政策対応の動向のいずれに

についても引き続き不透明感が強く、起業家や投資家が活動を慎重化させているといった基本的な構図には、変化はみられないということである。国際局からは以上である。

白川議長

それでは、ご質問をどうぞ。

木内委員

アメリカの第3四半期のGDPは、年率2%と数字はそこそこ良いが、政府支出がかなり増えている。特に国防費が増えている、今の財政環境から考えると、少し考えにくいことで、これは一時的な統計の歪みか何かではないかと思っているが、それについては如何か。

大野国際局長

直前の予想が大体1.8%で、それを若干上回る2.0%となったが、その上振れ分が木内委員がおっしゃったような国防関係の政府支出の増加であるという感じを持っている。政府支出の中身をみると国防であるが、資本財的なものではなく国防のメンテナンス関係というような周辺情報がある。ここからは推測になるが、米国の場合は9月のところでちょうど年度の替わりということなので、多少予算を消化したのかなという見方が有力である。ただし、他の内需をみると、年率換算で風速大体2.0%である。そうすると、米国の内需の実力としては大体2%程度の力は持っているのかなというように思っているので、国防などの政府支出によって多少嵩上げされている部分はあるが、その部分はそれほど大きくはないとみて良いのではないかと私共はみている。

木内委員

消費は2%位だが、例えば設備投資と輸出については、まだマイナス基調が暫く続く可能性があるということを考えると、政府支出の増加が一時

的な状況であれば、基調としては2%を下回っているのではないか。

大野国際局長

非常に微妙なところだと思う。純輸出のところについては、マイナスというはおっしゃるとおりである。これを先行きどうみるかというのは、一つのポイントだと思う。ただし、内需として設備投資と消費を合算した場合の風速は大体2%は維持している訳であるので、米国の内需の実力は2%内外であり、そこに純輸出をどうみるかが難しいところである。それから、財政の壁で政府支出がこれから先も引き続きプラス寄与というのは難しいと思うので、それを合わせたところで大体2%前後位のパスというところが中心ではないかという見方をしている。

白井委員

中国は減速が続いているが、9月などは前月に比べて良いデータが多かった。消費の方は、先程の説明にもあったように連休が長かったというような一時的な要因もあるかもしれないが、全体として消費や投資、輸出も前月に比べれば少し良くなっている。成長率も、下がってはいるが前月よりは少し上がっている。報道では、温家宝首相が10月17日に中国のファンダメンタルズが良好で安定に向かっているというわりと強気の発言をしていたが、今回の9月の動きは安定的というようにみれば良いのか、あるいは一時的なもののみれば良いのか。その辺はどう考えているか。

大野国際局長

非常に難しい判断だと思う。これまで5月、6月、7月、8月と、予想比かなり弱めの数字が続いていたが、9月については輸出が戻ってきており、消費についても少しプラス、固定資産投資はやっと出てきたかなということである。中国の景気減速からの回復の兆しとみられないことはない数字が出てきているということで、期待は非常に高まってきている訳だが、もう1、2か月、10月、11月の数字を確認する必要があるのではないかと

思っている。

#### 佐藤委員

アメリカの企業部門と家計部門のコントラストだが、企業部門は一応財政の崖を織り込んでマインドが慎重化してきて、実際にそれが設備投資等に表れており、家計部門については、それが十分にまだ織り込み切れていないという解釈だと思うが、果たしてその解釈が本当なのかどうかというところが一つ。それからもう一つは、家計部門は、大体どのタイミングで財政の崖の影響を受けることを織り込み始めるのか。先程、年末のクリスマスセールスも好調だろうといったような説明もあったが、その辺の見解を伺いたい。

#### 大野国際局長

企業については、相当程度、財政の崖の不透明性を強く意識してきている。特に先行きに対する不透明性が企業の支出行動、就中、設備投資に2、3か月前からその影響が出てきているということだと思う。家計の方は、私共の見方としては、給与の減税をどうするかといったところについて、勿論高所得者については、どちらの政権が勝つかによって分からない部分はあると思うが、大勢の米国国民にとっての税金なり社会保障等の動きは、情報をよく吟味すればそれほど大きな不透明性はないのではないかと思っている。ただ、企業活動や雇用環境を通じて将来の所得がどうなるかという部分の不透明性は残る。米国経済の全体に対する不透明性が個人や家計にとっても当然及ぶということはあるが、家計は、企業に比べて不透明性の織り込み具合が相対的に小さいのではないかとこのようにみている。

#### 石田委員

今の質問と関連するが、消費者コンフィデンスが強く、9月の個人消費も強めであった。貯蓄率が下がっているので、一部のエコノミストは消費

の先喰いだと言っているが、一方でモーゲージ金利が大きく下がっており、信用力に問題がない人は何度も借り換えを繰り返しているという。そうするとキャッシュ効果が随分出ているので、そういうものがこれに影響している可能性があるが、そういう分の可処分所得の増加みたいなものが、可処分所得の統計に早い時期には出てこないというようなことはあるか。

大野国際局長

十分あり得ると思う。ただ、昨日出たデータでは消費性向が相当下がっている。その部分について、石田委員がおっしゃったようなことや、最近多少株価は振れてはいるがウエルスエフェクトのようなものも消費性向の押し下げ要因として効いている可能性は少なくないと思う。もう少しデータの蓄積をみて、その辺をよく吟味していきたいと思う。

白川議長

他にないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

本日席上にお配りしている資料－4（参考計表）【追加】と【追加－2】、そして今お配りした鉱工業生産指数（2012／9月速報）でご説明する。

まず、追加資料の図表1の公共投資の公共工事請負金額——これは先行指標であるが——をご覧頂くと、7～9月は前期比で－0.1%と前期比横ばいになっている。9月がかなり大きく減少しているので振れかもしれないが、元々、年末、年初位からピークアウトしていく姿を想定していたので、それに沿った動きを示唆している可能性もあると思っている。

続いて、図表2の輸出入である。9月については、輸出が前月比－3.4%

とはっきり減少し、7～9月で-6.0%と9月頃にみていたよりもかなり下振れて着地した。輸入については、9月が前月比+6.7%となったが、中国からの新型スマートフォンの輸入開始による動きと考えている。図表4で輸出の地域別について若干コメントすると、第3四半期、7～9月はこれまでの傾向と大きな変化はない。気になる点を申し上げますと、地域別の「その他」が-9.7%とかなり大きな減少となっている。これには船舶の大幅減も寄与しているが、これら地域での景気減速や円高による競争力低下も影響している可能性があるため、これが基調的な動きにならないか注意しておく必要があると思う。図表6は出入国者数である。日中関係の影響であるが、指標面では中国からの旅行者、入国者数に表れている。図表6(2)は中国からの入国者数であるが、9月はかなり大きく減少しており、恐らく10月はさらに大きく減少するという事だと思ふ。輸出については9月時点ではまだ大きく出ていないと思うが、企業からのヒアリングによれば、10月以降自動車関連中心にはっきり目にみえる形で中国向けの輸出が減少するとみておく必要があるのではないかと思ふ。

そういう中で国内需要であるが、輸出がかなり弱く、日中関係の影響もこれから出てくるということであるので、図表7の企業マインドは、(1)製造業大企業では、10月のマインド指標はかなり慎重化の方向に振れている。(3)、(4)の非製造業については、大企業、中小企業ともにまだ底堅いと思うが、若干足踏み感がみられ始めているということになる。そのもとで、図表8の設備投資であるが、先行指標である機械受注をご覧頂くと、7～9月が前期比+0.9%とプラスではあるが、4～6月が-4.1%のマイナスということであるので、少し頭打ち感が出てきたと思う。中身は、製造業が4～6月-5.8%の後7～9月-1.3%と、どんどん大きく落ちていくという訳ではないが、輸出の弱さが製造業の設備投資の先行指標に表れ始めたということかと思ふ。先行指標について、建築着工はまだ増加が続いているので、全体として設備投資がどんどん下にいくという訳ではないと思うが、当面、製造業を中心に、減速ないし小幅減少となる可能性が相応にあるとみておいた方がよいと思う。

続いて、図表 11 の個人消費である。朝方、家計調査が発表になったので、一つだけ数字を申し上げたいと思う。家計調査の中の消費水準指数(実質・除く住居等)が、前月比で8月+0.7%の後、9月が-3.1%であった。中身をみると、9月は残暑の影響で被服が弱かったことが家計調査にも表れている。ただ家計調査は元々振れやすい統計であり、諸雑費というところが相当大きく減っているのも、本当にここまで9月が大きく減ったかどうかは分からないが、いずれにせよ9月はあまり良くなかったということである。これを販売統計から確認すると、商業販売統計の小売業販売額(実質)は、9月の前月比が-1.4%と、百貨店等秋物衣料が不振であったことの影響でマイナスになっている。ただ同じく小売業販売額であるが、四半期でみると、4~6月が小幅マイナスの後、7~9月が小幅プラスということであり、消費についてはどんどん崩れているという訳ではないと思う。外食産業の売上高をご覧頂いても、4~6月がマイナスの後、7~9月がプラスと、底堅さを何とか維持しているというのが現状かと思う。ただ、図表 12 (3) のGDPの作り方に沿って作った消費包括指数、消費総合指数は、4~6月までは相当はっきりとした増加を続けてきたが、7~9月は横ばいあるいは若干の減少となっている。個人消費も、全体としてみれば年前半までに比べれば増勢は鈍化しているということだろうと思う。

続いて、図表 16 の物価をご覧頂きたい。まず、国内企業物価であるが、年央位から国際商品市況は上昇しているのも、8月、9月と前月比で若干上昇している。その結果、3か月前対比で9月が-0.1%とほぼ下げ止まってきており、大体想定に沿った動きと考えている。CPIは、全国CPI総合・除く生鮮食品で9月の前年比が-0.1%とマイナス幅が縮小している。東京をみると、10月が-0.4%と9月と変わらないので、恐らく全国も10月は-0.1%あるいは場合によってはゼロ%ということであろうと思っている。9月の全国が戻った理由は、一頃下がっていたエネルギー関連が多少戻ったことによるものである。

次に、【追加-2】の図表 2 の雇用関連指標であるが、有効求人倍率が9月 0.81 倍と8月に比べて若干低下している。新規求人倍率が、8月が 1.33

倍の後、9月1.24倍と比較的はっきりと低下している。新規求人倍率は5月が1.35倍で直近ピークを迎え、その後低下してきているので、有効求人倍率にも数か月のラグを伴って表れ始めたということだと思ふ。新規求人については、製造業が前年比-11.3%とかなりはっきり減少してきている。業種別には、輸送機械が大体前年比5割減位になっているので、その辺りが効いているということである。非製造業については、まだ+7.5%としっかりしているが、一頃に比べると少し勢いが鈍ってきたということであり、輸出、生産の減少の影響が労働需給にも限界的に表れ始めたということだと思ふ。失業率については、遅行指標ということもあり、9月も4.2%と大きく変わっていない。

最後に、生産について、簡単に説明したいと思ふ。鉱工業生産指数(2012/9月速報)をみて頂くと、生産の9月の前月比は-4.1%とかなり大きく減少した。中身をみると、輸送機械が-12%位減少しており、輸送機械を中心に大きく減少した。9月から国内販売が大きく減少し始めたこと、場合によっては、生産については中国関連の影響が出ている可能性——よく分からないが、下旬位から出ている可能性——もあると思ふが、いずれにせよ、事前にみていたよりも少し弱かった。10月にさらに少し下がり、11月にはプラスが見込まれている。11月のプラスは電子部品等で増えている。電子部品については、実は9月から増え始めており、10月、11月と少し増加していく。9月の在庫は前月比で-0.9%と減っているが、電子部品について在庫調整が進み始めている、新製品向けが出始めている可能性がある。とはいえ、全体としてみれば、四半期では7~9月が-4.2%、10~12月が11月までの数字で-3.8%となっており、調整ベースでも7~9月が-3%台前半位の減少、10~12月が-3%台後半の減少となっているので、思っていたよりも少し大きめの減少であると思ふ。

以上を踏まえ、最後に若干纏めさせて頂くと、实体经济の現状については、輸出、生産の弱さが目立ってきており、その影響が製造業を中心に設備投資あるいは労働需給にも及びつつあるように窺われる。景気自体が逆

回転を始めているというところまではっていないと思うが、こうした輸出の弱さなどを考えると、足許の景気は弱めの動きが増えていると判断しており、先行きについても当面こうした状態が続くのではないかと思う。消費者物価についてもゼロ近傍の動きが長引いており、景気も弱含んでいるだけに、当面ゼロないしは若干のマイナスで推移するというのではないかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

景気の下振れリスクが高まっているという感じがする。生産については、3 四半期連続でマイナスの可能性はかなり高まったということで、過去で言うと、2 四半期連続マイナスが景気後退に概ね対応するという事を考えると、3 期連続のマイナスはもはや景気後退の状態に近いのではないかと思う。GDPも第3 四半期はマイナスの可能性は高いように思うが、9 月分の数字などをみると、例えば消費あるいは輸出の落ち込み、それから公共投資が先行指標のベースでみるとかなり落ちてきているということも踏まえると、第4 四半期も小幅マイナスの可能性も十分ある。弱含みというよりは、景気後退の可能性が相応に高まってきたというように考えた方が妥当なのではないかと思うが、如何か。

前田調査統計局長

GDPについては、7～9 月は恐らくかなりの確率でマイナス、それも比較的はっきりしたマイナスではないかと思う。10～12 月については、まだ生産の予測指数位しか出ていないので、もう少しみないと分からないと思うが、私自身は横ばいないしは若干のマイナスではないかと思う。そういう状況を表現するには、弱含みで良いのではないかと考えている。景気後退かどうかということについては、基本的に一定のルールで行われる。

言うまでもないが、景気動向指数に基づいて行われる訳であるが、それからみると、C Iでは3月がピークになっている。ヒストリカルD Iという観点からみると、恐らく4月がピークになるのではないかと思う。これが後退と認定されるかどうかは、どの位続くかということであり、仮に12月頃まで弱ければ8~9か月位弱いことになり、過去最短の景気後退で9か月の時もあったので、年内続けば景気後退と認定される可能性はなくはないが、1~3月がどうなるかというところで判断されるのではないかと思っている。その上で、景気後退と弱含みという表現が相容れないかどうかと言うと、景気後退は最終的に振り返ってみて判断されるものであるもので、そのように判断される可能性はあるということである。今の景気自体を判断する際に、製造業ははっきり弱い、非製造業は今のところは何とか底堅さを維持しているということで、両方併せて弱含み位が良いのではないかと、一応考えているということである。

#### 木内委員

表現はともかく、輸出、生産の弱さから内需の弱さに波及してきている。

#### 前田調査統計局長

全体に波及しているかどうかと言うと、先程も申し上げた製造業分野における設備投資あるいは労働需給ということだと思う。設備投資については、中小企業に関する設備投資の実施割合とか計画をみるとまだ底堅さを維持している、あるいはその先行指標でも建築着工などはまだ底堅いということで、全体として、通常景気後退する時は、機械受注なども製造業分野で2割、3割位はどっと落ちていくので、そこまで激しい動きが出ている訳ではないので、取り敢えず、現時点ではどんどん下に転がり落ちるような動きが出ている訳ではなく、限界的に国内需要の一部に及んでいる。労働需給の一部であり、まだ雇用者数とか賃金にはっきり及んでいる訳ではないので、おっしゃるような判断をするには、もう少しデータを見た方が良いのではないかと、私自身は思っている。そこはご判断の問題である

ので、なかなか微妙なところではあると思うが、一応そのように考えている。

白川議長

他にないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

ないようであれば、金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

続いて金融環境である。事前にお配りしている資料-5(参考計表)の図表2のインフレ予想であるが、動いているところだけ申し上げると、(1)ESPフォーキャストをみて頂くと、直近の2012年10月調査が、若干ではあるが切り下がっている感じがみえるということである。ただ、年度の数字に直すと、(2)の9月調査、10月調査は、切り上げると同じ数字で今年度が-0.1%、来年度が+0.1%となっている。従って、それ以下のところの変化ということである。(3)コンセンサスフォーキャストで、少し長めのところをみて頂くと、6~10年後というところが若干下がっている感じがする。これも結構振れが大きいので、均してみれば1%を挟むところで動いているということかと思う。以上がエコノミストのインフレ予想である。

次に、図表8をご覧頂きたい。企業の直面する金融環境ということで金利、ボリューム、アベイラビリティいわゆる借りやすさの三点について申し上げる。まず図表8の金利であるが、資金調達コストは引き続き低水準で推移している。8月の貸出約定平均金利は、短期が0.902%、長期が0.989%といずれも1%を切る低水準になっている。CP・社債は10月の中間ラップが出ているが、CP発行レートが0.15%と前月の0.14%から若干上がっている。これは、大手電機メーカーのスプレッドが上がって

ることが影響している。社債発行レートが 0.47%と前月の 0.43%からほぼ横ばいである。こちらについても電機メーカー、それから電力について引き続き高めのスプレッドが出ているが、全体としてみるとスプレッドが拡大しているという状況ではない。因みに発行が止まっていた電力については、今回北海道電力が起債したので、これで東京電力以外は全て再開した形になっており、社債市場の状況は総じて良好ということであろうと思う。

続いてボリューム、量である。図表 14 頁の民間部門の資金調達をご覧頂きたい。民間部門全体の調達は 9 月 -0.2%と、8 月の -0.4%から改善している。改善している理由は、銀行・信金・外銀計であるので、貸出が増えているということである。民間銀行貸出残高をみて頂くと、9 月は +1.3%の増加である。個別にみると地銀が +3.3%と貸出の増加幅が拡大しているが、これは都内店と地元それぞれで増えており、都内店では首都圏の大企業向けに、地元では地元電力向け、それから特例公債法の関係で地公体向けが増えているということである。一方で都銀等は -0.4%であるが、こちらは海外業務に注力をしているということであるので海外では増えているという状況である。

次は、図表 20、図表 21 のアベイラビリティ、借りやすさの指標である。図表 21 は、金融機関側からみた資金需要がどうか、それから貸出運営スタンスがどうかというデータである。(1) は資金需要であるが、企業というところで一応プラスの領域で若干改善ということであり、資金需要は一応プラスの方向にあるということである。金融機関からみてそうであるということである。(2) は金融機関の貸出運営スタンスであるが、引き続き積極化の方向で横ばい圏内の動きということである。因みに「慎重」、「やや慎重」と答えた金融機関はゼロということがあるので、金融機関は貸出を増やしたいという状況にある。続いて図表 22 は、企業側からみてどうかということである。短観は出ていないので、(1) の日本公庫のデータをみて頂くと、これは中小企業であるが、企業からみた貸出態度はかなり高いレベルでさらに改善しているということであるので、企業からみても

金融機関の貸出態度は緩いということである。一方、企業の資金繰りの方は、レベルとしては高いが、例えば日本公庫の中小企業——昔の中小公庫——、あるいは小企業——昔の国民公庫——といったところは、レベルとしては比較的高いが、若干悪化の方向にある。以上がアベイラビリティであり、図表 23 の倒産では、9 月の倒産件数が 931 件、負債総額 1,746 億円ということで、引き続き 1,000 件以下、負債金額も小さく、倒産については現状落ち着いている。

最後に図表 25 のマネー関連指標であるが、マネタリーベースが 9 月の前年比が+9.0%ということで引き続き日本銀行からマネタリーベースは出ている。一方でマネースtockであるが、M2 の 8 月、9 月は変わらず+2.4%と、プラスの領域で横ばいということである。以上である。

白川議長

質問どうぞ。

白井委員

図表 21 (1) の資金需要判断 D I であるが、これは中堅企業が飛ばしてあるが、多分、中堅企業が一番需要が強かったと思う。ローン・サーベイをみていると、資金需要を増やした理由として、中堅の場合は金利低下、大企業の場合は金利低下と手許資金の積み増しということで、金利低下を結構意識しているように思うが、やはり金融緩和というのもあると思うが、そういうことの一つの影響なのかどうか。それから企業が資金需要を積極化させている理由として、大企業と中堅がどちらも成長分野の取り組み強化で医療やエネルギーなどそういう分野のことを一番に挙げているが、企業の側でも意識が少し変わってきているのか、その中で資金需要も出ているのか、その辺はどうみているか。

内田企画局長

資金需要については大きな流れとしては変わっていないが、例えば図表

14 をみて頂くと、貸出全体は 2011 年の前年比が -0.5% であったものが、9 月には +1.3% まできており、マイナスから段々とプラスの方向にきています。この背景としては、M&A や運転資金が比較的出ているということがある。その他に電力向けが増えているとか特殊要因もあるが、大きくいうとそのような前向きの資金も含めて出てきているということかと思う。前向きの資金が出てきていることに金利が影響しているかということ、勿論影響しているのだろうと思う。先程申し上げたように金融機関では 1% を切る金利が成立しているし、いつも申し上げていることであるが、図表 13 の企業の ROA と平均支払金利をみて頂くと、企業の ROA、つまり利益は引き続き高い水準にあり、一方で貸出約定平均金利、あるいは企業からみた支払金利は歴史的な低水準にある。お金を借りれば儲かる状況があるということは事実であるので、金融緩和が前向きな動きをもたらしているというのは事実だろうと思う。

白川議長

他にないか。

### 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る。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、説明をお願いします。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

それでは計数から申し上げる。「経済・物価情勢の展望（2012 年 10 月）〈案〉」の 18 頁をご覧頂きたい。参考というところで、委員から頂いた数字の集計である。中央値で申し上げると、実質 GDP は、2012 年度が

+1.5%、7月時点で+2.2%だったので下振れている。それから2013年度が+1.6%、7月時点が+1.7%だったが、この時点では消費税の駆け込みを織り込んでいなかったため、その点を今回織り込んだ上で0.1%ポイント下がっているため、幾分下振れているということかと思う。2014年度は、今の消費税の逆の動きが出るので+0.6%となっている。続いて国内企業物価指数は、2012年度が-1.1%、2013年度が+0.5%、2014年度は消費税を織り込まないベースで見ると+1.3%となっている。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2012年度が-0.1%、7月時点が+0.2%であるため、幾分下振れたということかと思う。それから2013年度が+0.4%、これは7月時点が+0.7%であったため、幾分下振れということかと思う。2014年度については、消費税を含めないベースで+0.8%となっている。以上が数字の説明である。

その数字を前提にして、お配りした以降の変化等も踏まえて、変更した点についてシャドーを付しているため、順に申し上げたい。まず5頁であるが、調査統計局からの説明にもあるように、一部、海外経済減速の影響が内需にも及び始めているということであるため、「内需にもその影響が一部及び始めている」という表現を追加している。続いて、7頁の上の方の成長率見通しであるが、今申し上げた7月中間評価との関係で2012年度は「下振れ」、2013年度は「幾分下振れ」という表現にしている。続いて、9頁は物価見通しであるが、国内企業物価については、今申し上げたような数字を、理由を付けて書いている。その下の「消費者物価の前年比は、」以下のところを申し上げますと、「消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に着実に近づいていくとみられる」という案にさせて頂いている。今回の見通しを中間評価時と比べると、先程申し上げたとおり、いずれも「幾分下振れ」という判断をさせて頂いている。

次に、政策のパートであるが、15頁の金融政策運営のところ、物価の判断のところ、先程と同じ表現を入れている。そのうえで、その下の経

済・物価についての総合評価について、「やや長い目でみれば、日本経済は、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」という評価をしているということである。続いて16頁の下の方だが、そのうえで金融政策運営ということだが、「わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰に向けて、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、適切な政策運営に努めていく」としている。「第1に」というところで、強力な金融緩和についての記述をしている。読み上げは省略させて頂く。続いて、「第2に」のところ、それによって成立した緩和的な金融環境を企業等に積極的に利用して頂いて、前向きな投資・支出活動を行って頂く。そのことによって景気、物価の好転を目指していくというところで、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割を果たしていく必要があるということを記述している。以上である。

白川議長

この後の議論が少し長くなるので、ここで5分間、休憩したい。

(10時09分中断、10時15分再開)

#### 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、金融経済情勢と展望レポートの評価、及び次回金融政策決定会合までの金融政策運営方針について、一人7分程度を目途に発言をお願いします。7分ということですのでよろしくをお願いします。発言の順番であるが、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、佐藤委員、木内委員、森本委員、白井委員、山口副総裁の順番である。それでは、宮尾委員からお願いします。

宮尾委員

それでは、経済・物価情勢の現状認識、展望レポート、金融政策の判断

の順番に申し上げたいと思う。まず、経済・物価情勢について、海外経済から極く手短かに述べさせて頂く。欧州経済であるが、緩やかな景気後退が続いている。欧州債務問題については、M o o d y ' s がスペインの格付けを投資適格に据え置いたことなどにより、市場のリスク回避姿勢はやや後退している。もともと、ギリシャの財政支援を巡る動きや、スペインの支援要請の有無、銀行監督一元化に向けた取り組みなどを巡って、不透明感はなお強いと思われる。実体経済についても、ユーロ圏PMIが一段と悪化、ドイツの企業景況感も6か月連続で低下するなど、コア国への一段の波及も進んでいるとみられる。先行きも、周縁国の緊縮財政は続くことなどから、全体として緩やかな後退が続くとみている。

続いて、米国経済であるが、緩やかな回復基調を続けている。家計部門では、個人消費、住宅投資、消費者コンフィデンスなどで着実な改善の動きがみられた。他方で、世界経済減速の強まりや財政の崖の懸念などから、企業マインドの慎重化は続いており、輸出、生産、設備投資などで増勢が鈍化している。これらの動きを総合して、7~9月の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%となった。先行きも、緩和的な金融環境などを背景に、緩やかな回復を続けるとみているが、財政の崖を巡る不確実性や今後の緊縮財政の影響には注意が怠れないとみている。

アジア新興国について、中国経済に関しては減速した状態が続いており、7~9月期の実質GDP成長率は、7四半期連続で低下、前年比+7.4%となった。足許9月単月の動きとしては、輸出、固定資産投資、個人消費などで改善がみられたものの、根強い在庫調整圧力などを踏まえると、成長率が明確に回復するにはまだ時間がかかるとみている。先行きは、景気刺激策の効果が徐々に顕現化し在庫調整も進展する姿を一応は想定しているが、新指導部の政策方針などと併せて不確実性が高いと認識している。

続いて、わが国経済である。わが国の景気は引き続き横ばい圏内にあるが、主として海外経済の影響を受け、弱めの動きが続いている。具体的には、まず第一に、実質輸出が5か月連続で前月比マイナスとなったこと、第二に、製造業を中心に企業マインドの悪化や企業収益の下方修正の動き

が目立ってきていること、第三に、機械受注が前月比マイナスとなり、4～6月期の前期比マイナスに続いて減速感が強まっていること、第四に、日中関係緊張の影響が自動車産業などにみられていることなどである。輸出、生産の悪化が継続しており、これまで堅調に推移してきた内需の一部にもその影響が及び始めてきている。先行きについては、日中関係の影響の広がりなども含めて、もう一段の下振れリスクにも警戒しなければならないと認識している。

物価動向については、9月のCPI（除く生鮮食品）の前年比が-0.1%となり、石油製品のプラス寄与などを受けて前月から0.2%ポイント改善した。もっとも、除く食料・エネルギーでは-0.6%と前月から-0.1%ポイント悪化しており、基調は弱含んでいるとみている。

わが国の金融環境については、企業の資金調達面では、引き続き緩和した状況にある。この間、為替市場、株式市場は前回会合時と比べやや円安、株高で推移している。インフレ予想については、後程展望レポートのリスクの箇所で述べたいと思う。

次に、展望レポートにおける経済・物価の中心見通しとリスク評価について申し上げる。わが国経済の2014年度までの中心見通しについて、執行部が取り纏めた展望レポートに、基本的に違和感はない。すなわち、わが国の景気は、当面、若干の悪化の可能性も含め、横ばい圏内で推移するとみられるが、その後は、国内需要が全体として底堅さを維持するとの想定のもと、海外経済が徐々に回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復しているとみている。このメカニズム自体に変わりはないが、より緩やかな海外経済の回復ペースを前提としたため、持続的成長経路に復する時期については、7月の中間評価時の想定よりも明確に後ずれするとみている。その結果、本年度の成長率は7月対比で明確に下振れるとみられる。また2013年度、2014年度については、消費増税に伴う駆け込み需要とその反動減を除いた基調でみて、ともに潜在成長率を上回る成長を続けると予想している。

消費者物価の動向については、中長期的な予想インフレ率が安定的に推

移すとの想定のもとで、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、2012年度はゼロ%近傍で横ばい、2013年度に小幅のプラスになった後、2014年度にはゼロ%台後半へ向かうとみている。従って、当面の中長期的な物価安定の目途である1%へ向けて物価は近づいていくとみている。

これらの見通しにかかるリスクとしては、特に以下の二点を中心に、景気・物価見通しとも下振れリスクをより強く意識している。第一に、海外経済の減速が深刻化あるいは長期化するリスクである。海外経済の箇所で見摘したように、欧州、米国、中国が抱えるリスクが顕在化し、海外経済がさらに下振れれば、わが国からの輸出が一段と縮小するほか、リスク回避の円高や株安がさらに進行する可能性が相応に高いとみている。これらは、企業収益や雇用・所得環境、マインドの悪化を通じて設備投資、個人消費といった内需を抑制する方向に作用するため、わが国の景気回復、デフレ脱却の歩みにとって重石となることが懸念される。第二に、マクロ的な需給バランスと物価上昇率との間の正の関係が弱まるリスクである。例えば、まず第一に、景気回復に伴い需給バランスが改善しても内外の競争激化などにより企業が想定どおりに価格を引き上げていかなければ、需給バランスに対する物価の感応度が低下することが考えられる。また、短期的な1年から2年先のインフレ予想が立ち上がらないという状態が今後も続くと、中長期的な予想インフレ率に収束していくスピードが遅れ、需給バランスの改善ほどには物価が上昇しないことになる。いずれも、マクロ的な需給バランスと物価上昇率との間にみられる緩やかな正の関係を弱める方向に作用するもので、物価見通しにかかる下振れリスクとして懸念される。なお、予想インフレ率に関しては、中長期的な予想物価上昇率自体が低下するリスクに関しても触れておきたいと思う。実際、エコノミストによるコンセンサスフォーキャストでは、足許の長期の6~10年先の予想物価上昇率がやや低下してきており、この点も物価の下振れリスクとして懸念材料とみている。

以上を踏まえて、金融政策に対する意見を申し上げる。今回の展望レポートで今申し上げたように示される見通しの中央値は、景気、物価とも、

7 月中間評価で示された中央値よりも下振れることになる。消費者物価上昇率は 2014 年度にかけて、当面の物価安定の目途である 1% へ向けて近づくとみられるが、現時点ではその達成は見通せていない。また、景気・物価見通しの中心シナリオには、下振れリスクがより強く懸念されるという状況である。

このような状況のもとで、わが国経済が持続的成長経路へ復していくメカニズムをしっかりと確保し、その軌道を確実に歩んでいくためには、金融緩和を一段と強化し、先月に引き続いて思い切った措置を講じることが必要と考える。具体案としては、大きく分けて二つほどオプションがあるかと思う。一つ目は、資産買入等の基金の一段の増額である。二つ目は、金融緩和の波及経路の第二段階、つまり経済や物価への波及への働きかけをさらに強める何らかの新しい資金供給の枠組みの検討ができないか、という点である。それぞれについて、いくつか論点を提示して、取り敢えず自分の意見を申し述べたいと思う。まず、一つ目の基金増額については、規模、対象資産、買入期間、そして買入ペースが具体的な論点となるかと思う。先月、国債を対象に 10 兆円規模の増額を行っており、今回増額すれば 2 か月連続となる。今回は、先に述べた情勢判断に鑑み、思い切った規模とともに、前回は見送ったリスク性資産を含めることが適切と考える。具体案については、各資産の増額余地やリスク量などについて、改めて執行部の意見を聞いたうえで判断したいと思う。二つ目の新しい資金供給の枠組みについては、前回会合で何人かの委員の方が指摘された点でもあるが、現在の緩和的な金融環境を活かして、企業や家計の前向きな資金需要を促すことはできないか、そのために金融機関の一層の行動を後押しするような工夫の余地はないか、といった問題意識であり、この点についても、その後、執行部の方で何か検討が進んだものがあれば説明を聞きたいと思う。

以上申し上げたうえで、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適切と考える。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、先進国に加え新興国の経済減速が顕在化し、さらに長期に続いた円高傾向のもとで、輸出、鉱工業生産が減少、加えて最近の日中関係の影響が現れている。細かいことは、先程宮尾委員がおっしゃったことと全く同じなので繰り返さないが、外需の弱さは従来底堅く推移してきた内需に影響を及ぼし、景気は弱含んでいる。前々回、従来見通しに比べ経済活動や物価の動きが半年程度後ずれするリスクに対処するために追加緩和に踏み切ったが、足許の向かい風は予想を超える強さである。さらに大きく後ずれし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道そのものを踏み外してしまうリスクも否定できない。このリスクを回避するために、現在、金融緩和を一段と強化する緊急の必要があると考えている。ただ、現在の枠組みのもとで追加的な金融緩和の効果が従来ほど大きくないということも否定できない事実である。従って、新しい政策ミックスを十分に練る必要があると考えている。現在の資産購入政策の基本は、金融市場で金融緩和状態を作り、それが貸出に滲み出すのを促すという二段階論に基づいている訳である。まず、金融市場で市場性の高い残存期間の短い国債を購入することで、イールドカーブの長めの部分を玉突き形で低下させる。次に、それによって銀行の貸出金利を下げ、設備投資や消費を刺激しようとするものである。従って、そもそも長めの金利を下げるのは中間目標でしかない。最終目標は、企業の前向きの設備投資需要や家計の消費、住宅購入需要、さらには最近の国際化の流れの中、海外需要の取り込みという実体を伴う銀行貸出の増加である。そうであるならば、持続的成長経路に復する軌道そのものを踏み外してしまうリスクがあるという現在の状況では、第一に、間接的ではなく直接的に、しかも第二に、大胆に金融緩和の究極の目的である銀行貸出の増加を促すことが緊急に必要であると考えている。このために、銀行にインセンティブを与えるこ

とは、資源配分の歪みというコストが生じる可能性はあるが、現在の状況ではベネフィットの方が優ると考えている。具体的には、預金取扱機関を対象に、端的に言えば無差別、無制限の対民間貸出増加支援という仕組みを考えたいと考えている。取引先金融機関の貸出増加額のうち、対民間であれば無差別で、円貨建ても外貨建ても無差別で、当該機関が希望する全額を資金供給する。そして、その資金供給の総額には上限を設けず、無制限とするということである。貸付金利はできるだけ低利の長期の固定金利とすることが望ましく、実施金利としては、これは緊急であるので一年程度というのが望ましいと考えている。この仕組み、ファシリティであるが、これは金融市場をバイパスして行う直接的な金融緩和といえる。そして、その規模は直接的に追加的な金融緩和の度合いを示す一つの指標とも考えられる。そこで、同じく貸出に対する支援の形になっている成長基盤強化を支援するための資金供給と併せて、例えば貸出支援基金というような名前にするのが、意図が分かりやすいのではないかと考えている。ただ、成長基盤強化を支援するための資金供給は、結果として金融緩和の効果をもたらすが、意図は単なる金融緩和にとどまらず、金融システムの働きを向上させるための呼び水としての役割を果たすのが主要な目的である。従って、成長基盤強化を支援するための資金供給が、今考えている貸出増加を支援するための資金供給に吸収されるということではなく、両立し、相互に補完的な関係であると考えている。また、現在の状況では、この無差別、無制限貸出支援という直接的金融緩和に加え、従来どおりの間接的な金融緩和である資産買入等の基金の増額も必要であると考えている。確かに、追加的な効果が減少しているという可能性は否定できない。しかし、日本銀行の強い姿勢を示すということも勘案すれば、ベネフィットの方がコストを上回っていると判断できると思う。さらに、無差別、無制限の貸出支援という新しい金融緩和とのシナジー効果を考えるならば、前回のようリスクフリー金利に焦点を当てるだけではなくて、リスクプレミアムへの働きかけも入れて考えるのが望ましいと考える。リスク資産買入れについては、過度の不安心理を取り除くのが主要な目的であると考えている

が、国際金融市場は落ち着きをみせているものの、まだ神経質な展開であり、現在の買入期限 2012 年 12 月末後についても過度の不安心理が十分に払拭されているとは言いがたいと考えている。そこで、内容であるが、長期国債を 5 兆円程度、国庫短期証券を 5 兆円程度、リスク資産として E T F を 0.5 兆円程度、その他従来からの買入れリスク資産をリスク量を勘案しながら幅広く買入れ、合計で資産買入等の基金を 80 兆円程度から 91 兆円程度に 11 兆円増額し、2013 年 12 月までに増額を完了するという形にするのが望ましいと考えている。この長期国債、国庫短期証券の買入ペースについては、ある程度スムーズな買入ペースとなるように考える必要があると考えている。

次に、次回金融政策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、展望レポートである。現在の金融経済情勢から、無差別、無制限貸出支援という大胆な直接的な金融緩和、そしてそれと対になるこの資産買入等基金の増額が緊急であるというように説明した。私は、この政策変更がなされ、それが所定の効果を果たすという前提のもとで、今回の展望レポートの見通しを提出している。そして、この政策変更がなされ、それが所定の効果を果たすという前提のもとで、展望レポートの基本的見解にある見通しについては違和感を持っていないということを申し添える。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

まず経済・物価情勢であるが、海外経済は全体として低迷している。米国経済が何とか緩やかながら成長を継続しているものの、ユーロ圏経済はマイナス成長となっている。この欧州の不調が貿易のチャネルを通じて中国経済の大きなブレーキになり、N I E s 諸国をはじめ世界貿易量の伸び

を強く圧迫しているものである。この結果、各国の製造業のマインド、活動をおしなべて悪化させている状況である。これにより、持ち直しつつあったわが国経済も、輸出にブレーキがかかり生産も減速に転じ、弱含みとなってきている。この間の事情は展望レポート案に詳記されているとおりに思う。今後については、わが国経済はここ暫く停滞、横ばいの後、海外経済の回復につれて再び回復軌道に復していくものとみている。また物価についても、これまで想定していたなだらかに上昇していく経路が、足許の景気減速により一旦足踏みし、その後景気の回復につれて次第に上昇をはじめ、消費税の影響を除くベースで 2014 年度には 1%台後半に達するものとみており、展望レポートの経済・物価についての中心的見通しについては適当なものと考えている。

現時点でみて最もあり得べきシナリオとしては以上のとおりであるが、ダウンサイドリスクについて色々とクローズアップされているので、私からはアップサイドリスクについて触れさせて頂く。米国経済については、バランスシート調整の圧力、財政緊縮の影響、世界経済低迷による輸出の減速等から、来年も 2%程度の成長しか見込まれていない。しかしながら、住宅部門の回復が加速し、消費者心理の一層の改善が企業部門に波及し、雇用増に繋がるサイクルが動き出す可能性が十分あると思う。住宅部門の回復の足取りの重さについては、ネガティブエクイティに代表されるバランスシート調整圧力が言われているが、現状、金融機関の住宅ローン審査基準の厳しさが、最大の障害になっていると思っている。G S Eによるプットバックと呼ばれる不良案件買戻請求権の大量行使が、金融機関の取上基準や手続きを極めて厳しくしているものである。そこで、G S Eを監督する連邦住宅金融局は来年 1 月よりプットバックの緩和措置を決定している。また、金融機関サイドにおいてもイールドカーブフラット化による利鞘縮小のもと、新規ローン取り上げ増強の必要性が増している。このような状況のもとで、住宅ローンの取り組みが増えれば住宅価格の上昇に繋がり、住宅保有者に資産効果をもたらすとともに、既存ローンの低利での借り換えを促進し、可処分所得を増加させることになる。今後、フィス

カルクリフへの対応が一定の合理的なものにとどまる限り、財政面からの一定の負の影響はあっても、将来の不確実性が除去されたもとで、個人消費の拡大が起きれば、滞っていた企業活動の活発化が期待され、消費、投資、雇用のプラスのサイクルが回り始める可能性が大いにあると思う。こうして米国の成長が加速すれば、中国をはじめ海外経済への波及効果も大きく、わが国の経済・物価への影響も極めて好ましいものとなる可能性があるものとみている。少々長くなったが、ダウンサイドリスクが色々とみえる中で、敢えてアップサイドに触れさせて頂いた。

次に、金融政策である。金融政策については、4月展望レポートで2014年度以降物価が1%に遠からず達する可能性が高いとして、これを確実にするよう運営してきたものである。しかしながら、先程から話があるように、これまで想定してきた経済・物価の回復経路の下振れが不可避となり、9月の会合において10兆円の基金の増枠を実施したところである。今回展望レポートの景気・物価情勢を踏まえ、物価安定のもとでの持続的成長経路にしっかりと復していくよう、9月の政策緩和をさらに補充、拡充して十分な対応をしていく必要があるものと考えている。そういう観点から、まず基金であるが、10兆円程度の積み増しをする必要があると考えている。金額が大きいことから短国、長国を中心とし、その他リスク性資産も12月末までに現在の枠の上限に達することから、1月以降も積み増し効果を出すために増枠することが適当と考える。細目の決定については、執行部において市場の制約等も勘案した叩き台を提示して頂きたいと思う。

包括緩和については、累次に亘る基金の増枠を経て、金融市場に極めて緩和的な状態をもたらしている。しかしながら、前回会合でも言及があったように、この緩和的状況、緩和の効果が経済活動に直結する、貸出なり借入なりの量的な面に十分に反映されてきているとは言い難い状況にある。私も、ここで政策的に銀行貸出の増加に直接的に働きかける施策の導入が必要であると考えている。なお、貸出の増加については、非居住者向けの円貨資金の増加が円高対策にも資するものであり、特に望ましいと考える。この観点から、外国銀行の在日支店も含め使いやすい仕組みを是非考える

必要があると思う。またやや細かくなるが、ETFの買入方法のこれまでのパターンについては市場が既に慣れてきているので、今後、金額的にも制約があるかと思うところから、より効果を出すべく新しい買入手法を考える時期になっているのではないかと考える。

最後になるが、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、従来方針を継続するというところで結構と思う。以上である。

白川議長

それでは、佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合後約3週間が経過した時点での世界経済動向については、減速感の強い状態が続いているという執行部の基調判断に沿うものと判断する。先行きについては、世界経済を取り巻く幾つかの不透明要因が徐々に払拭されていくにつれて次第に成長率を高めていくという回復のメカニズム自体に違和感はない。ただ、下振れリスクが顕現化して一時的にせよ減速感がさらに強まるリスクがあると考え。理由は以下の三点である。第一に、米国の財政の崖の前後での経済情勢の不確実性が高いことである。すなわち、給与税減税やブッシュ減税の一部は大統領選の結果如何にかかわらず2012年限りで打ち切りとなる可能性があり、その場合には家計の可処分所得の減少から個人消費等に影響し、乗数効果次第では2013年前半の成長率は執行部の想定より大きく低下する可能性があるということである。第二に、中国である。中国の指導部交代後の経済政策スタンスやこれまで打たれた政策の効果発現の仕方に引き続き不確実性が高いと思われる。すなわち、大型の景気刺激策への期待とは裏腹に中国当局は経済の構造調整に配慮した政策スタンスを採っており、新たな財政刺激策も財源面で裏付けに乏しいと思われる。第三に、欧州発の世界貿易の停滞傾向に依然歯止めがかかっていないことである。すなわち、中国、日本をはじめとする東アジアで輸出の減退がまず先鋭的に現れた訳であるが、直近で

は米国の輸出も弱含んでいるということである。こういった海外経済動向や日本の輸出・生産関連指標を念頭に置き、国内経済の現状については、弱含みという執行部の基調判断に同意する。景気動向指数の一致指数は4月以降5か月連続で低下し、9月は比較的大幅な落ち込みを示す可能性が高いということからすると、後から振り返ってみると、足許は景気後退と認定されて然るべきという局面にある。先行きについては、横ばい圏内という執行部の判断よりは若干慎重にみている。国内経済は、海外経済の減速から輸出、生産の減少を起点とした緩やかな後退局面にあり、製造業の弱さがこれまで底堅かった内需に波及して全体として坂を転がり落ちるかどうかの微妙な局面にあると思われる。また、ここにきて日中間の問題による輸出、生産の一段の下押しリスクが顕在化しているということで、これが弱りかけた景気にダメを押す懸念が現実化しつつあるということである。

以上の景気認識を踏まえたうえで、展望レポートの執行部案についてコメントする。まず、景気見通しについて、私は執行部の中心的なシナリオよりもやや慎重にみている。すなわち、米国の財政の崖、中国政府の経済政策スタンス、欧州発の世界貿易の停滞などの影響から、海外経済の回復時期やペースをやや慎重にみているということである。こうした海外情勢を受けた国内経済情勢についても、製造業を中心に外需の下振れが企業収益に影響し、これまで経済を下支えしてきた公共投資が減衰していく中で、政策効果による個人消費の増勢も鈍化するということで、内需についてもやや弱めの想定としている。ただし、これらの点については、執行部案では下振れリスクがかなり厚めに記述されているということで、想定している経済のメカニズム自体に大きな差はないということから、執行部案に著しい違和感はない。

一方、物価見通しについては、執行部が示した回復メカニズムに疑義があり、同意し難い。すなわち、マクロ的な需給バランスが改善基調を続ける中で、消費者物価の下落圧力が徐々に弱まっていくという想定自体に強い違和感はない。ただし、マクロの需給バランスと消費者物価の関係につ

いては、執行部の示す中心的なシナリオよりも慎重にみているということで、両者の相関関係については依然として緩やかなものにとどまっているとみている。この点、展望レポートの中心的な見通しでは、中国からの安値輸入品の増加が最近は目立っていないこと、企業の製品やサービスの差別化の動きが強まっていることなどを挙げて、マクロ的な需給バランスに対する物価の感応度が最近になって回復していることを前提としている。もともと、執行部案にも記述されているように、マクロ的な需給バランスと物価の関係を示すフィリップス曲線の推計は幅をもってみる必要があるということのほか、期間を区切って手許で様々な推計を試みても、フィリップス曲線の傾きが最近になって回復しているという見方にはやはり違和感がある。また、スーパーでの値下げ強化の動きやコンビニでの低価格のプライベートブランド販売の動きの拡大など、最近のアネクドタルな情報も踏まえると、需給バランスと物価との関係がさほど回復しているようには見受けられない。本源的には、マクロ的な需給バランスの改善と同等かそれ以上に、雇用や賃金・所得環境の改善が物価に及ぼす影響がより重要ではないかと考えている。リーマン・ショック後に名目雇用者報酬は10兆円超減少した訳であるが、足許まで底ばい状態にあり、単位労働コストはここ2四半期は前期比でも前年比でもはっきりと減少している。このように、家計の予算制約が大きく変化しない中で、物価が雇用・所得環境とあたかも独立して上昇していくかのような想定はやや不自然にみえるということである。

最後に、政策について意見を申し上げる。これまで縷々申し述べたとおり、私は執行部の示す中心的なシナリオよりも、特に物価の先行きを慎重にみており、わが国経済が物価安定のもとでの持続的な回復軌道への復帰を果たすうえで、やはり一段の金融緩和が必要と考えている。名目ゼロ金利の制約下で一段の金融緩和を図る、すなわち期待インフレ率に働きかけて実質金利を引き下げるという手段を改めて整理すると、第一にバランスシート政策、第二に信用緩和、第三にガイダンス政策、それから第四に——これは金融政策の領域をややはみ出すが——自国通貨安政策、の四点とい

うように思う。加えて、先程からあるように、銀行貸出に直接作用するような政策がこれらの政策効果を補強する可能性が考えられる。第一のバランスシート政策については、信用力、市場規模、流動性の観点から大規模な資産買入れの手段として中央銀行が取り得るのは、やはり国債買入れだと思う。9月の会合で長国、短国合計10兆円の資産買入増額を決定してまだ間もない訳であるが、足許の日本経済は先程申し上げたように坂を転げ落ちるかどうかの瀬戸際であり、この際、思い切ってさらに10兆円程度の増額を行い、本行の強い緩和姿勢を示すことが望ましいのではないかとと思う。フローの観点からは、長期国債の買入ペースが、年内は月当たり約2.1兆円であるのに対し、現状では来年前半の買入ペースは月当たり約1兆円、来年後半が約1.6兆円と今年との対比ではペースダウンする予定になっている。今回ストックのさらなる積み上げを宣言することで、フローも増やせるということであり、来年以降の基金積み上げのペース鈍化を懸念する市場の声にも一定の配慮を示せると思う。仮に10兆円として、それを長期国債と短期国債でどのように割り振るかについては、執行部の考え方を聞きたい。二番目の信用緩和であるが、リスク性資産の買入れについては、現状では年内で買入れが終了し、償還のある資産については来年以降、残高維持のための買入れを継続する扱いとなっている訳であるが、これも物価安定のもとでの持続的な回復に向けた本行の強い姿勢を内外に示す観点から、上限を引き上げることが望ましいと思う。各資産の上限の引き上げ幅については、市場規模や流動性のほか、本行の取り得るリスク量を勘案する必要があるため、執行部の意見を聞きたいと思う。一方で、本行の取り得るリスク量を潜在的に大幅に上回るリスク性資産の買入れを行うという選択肢も全くあり得ない訳ではないが、仮に望ましくない方向に市場が動いた場合に、本行の自己資本を毀損することで、国庫納付金の減少という形で広義の財政支出に繋がる可能性がある。この点については、政府がこれをどのように考えるかという問題提起はしておきたいと思う。なお、本行のこのようなリスク性資産の買入れは主要国中銀の間では類をみないものであるにもかかわらず、このような異例の政策を行って

ることが必ずしも内外に周知されていない憾みがある。本行の側からより積極的な政策広報の努力が必要ではないかというようにも思う。三番目のガイダンス政策に関してであるが、本行のデフレ脱却に向けた強い姿勢を示すために、現状、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまでとしている現行の政策継続期間について、より強力なコミットメントとすること、具体的には、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それを安定的に達成したと判断できるまで現行の政策スタンスにコミットするのが良いのではないかと考える。もとより、消費者物価統計には採用品目の変更や基準改定に伴う不確実性があり、仮に本行が1%を安定的に達成したと判断しても、そうした判断が絶対でないことは承知している。しかし、そうした不確実性については、例えば消費者物価の基調をみる際に、ラスパイレス連鎖指数等から多面的に捕捉することで相当程度補えるものと考え。また、このような強いコミットメントについては、先行きの政策を不必要に縛る惧れがあるといった懸念があることも承知している。これに対しては、本行が前々から述べているように、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題がないかどうかを確認していく」と、従来どおりの付帯条件を付けることで、本行の政策の自由度が不必要に制約される惧れも減じることができるのではないかと考える。最後に、自国通貨安政策、すなわち円安誘導ということであるが、直接的な為替操作は勿論日銀法で本行に認められた権限を逸脱するということは承知している。しかし、現状のように、本行は法律上為替操作を目的とした為替の売買はできず、政府で検討すべき問題であるとするだけでは、円高是正を切実に求める産業界に対して心に響くメッセージにはならないのではないかと考える。重要なのは、政府と本行が一体となって円の過大評価是正に取り組むという姿勢を内外に示すことであり、それがひいては市場のインフレ期待に働きかけることにも資するであろう。私からは以上である。

白川議長

それでは、木内委員をお願いします。

木内委員

まず、金融経済情勢だが、前回の決定会合以降、海外では、米国、中国を中心に経済安定化の兆しを示す指標も散見された。しかし国内経済はそれとは対照的で、下方リスクが一段と強まる方向にあると考える。

米国では、住宅市場の緩やかな回復が続いていることに加え、個人消費の持ち直し傾向が9月分の小売売上高統計などで確認された。雇用・所得環境は依然として脆弱だが、住宅市場の回復と、金融緩和期待に支えられた株価上昇が消費者心理及び個人消費を刺激している。こうした家計部門の比較的安定した経済環境は、年末近くまで続くことが予想される。しかし米国経済の先行きは、依然楽観を許さない。以下の二点に注意したいと思う。第一に、リーマン・ショックがもたらした統計の歪みによって、足許の経済指標は実勢よりもやや強めに出ている可能性が考えられる。第二に、本年末の減税措置失効の影響である。各種減税措置が一気に失効して、それに来年初めの歳出強制削減が重なることで、経済に深刻な打撃を与えるいわゆるフィスカルクリフ、財政の崖は依然としてテールリスクの位置付けであると思う。しかしながら、給与支払税など一部の減税措置はいずれにせよ失効する可能性が高く、それが経済活動を抑制するいわゆるフィスカルドラッグは実現可能性の高いリスクである。その場合、直接的な打撃を受けるのは企業ではなく家計だが、足許の消費者心理の改善傾向をみると、家計がそうしたリスクを十分に認識していないようにも感じられ、それが年明け以降の米国経済の大きな潜在的な下方リスクになっていると思う。

ユーロ圏については、ECBの政策に対する期待から、金融市場は落ち着いた状態が続いている。周縁国の国債利回りも総じて低下傾向を辿っている。しかし、これらがユーロ圏の経済情勢を直ぐに好転させることは期待できない。10月の製造業PMIは、ユーロ圏のマイナス成長傾向がさ

らに強まっている可能性を示唆している。他方、金融市場の落ち着きが当局の危機感の低下に繋がり、政策対応のスピードを遅らせているという点が、引き続き懸念される。政策面で注目されるのは、財政リスクと銀行リスクの連動を切り離す新機軸とされたESMによる銀行への直接資本注入の実施が、どんどんと先送りされているという点である。ECBのOMT実施により、国債価格の下落が金融システムの安定を大きく損なうリスクは減じられるかもしれない。しかし、長引く経済の低迷、不動産市場の調整などを背景に、伝統的な不良債権問題が強まるリスクはなお相当にあり、これはスペインに限らず欧州で多くの国が抱える潜在的なリスクだと思う。

中国では9月の各種経済指標にやや安定化の兆しがみられた。実質GDP成長率は、7～9月期の前年比7.4%を底に、10～12月期には幾分持ち直す可能性が出てきたというようにも思う。しかし、資産価格、物価の上昇を警戒しつつ、政府は景気対策で慎重な姿勢をなお崩さないと思うし、政権移行に伴う不確実性も当面は払拭されないといった点から、経済の持ち直しはあるとしてもかなり緩慢にしか進まないと考えている。

国内経済について、前回決定会合後に発表された指標の中で最も重要なのは、大幅に下振れた9月の輸出、そして本日発表された9月の生産統計だと思う。実質輸出は、前月比-3.4%と震災直後以来の大きな落ち込みとなり、7～9月平均でみると前期比-6.0%とリーマン・ショック直後以来の最大の落ち込みを記録している。先程少し指摘したが、海外経済が今後やや安定を取り戻すとしても、それが日本の輸出の持ち直しに繋がるまでにはなお時間がかかるし、さらに今までの輸出の悪化が生産調整、そしてそれを通じて内需の抑制へと波及する流れも、直ぐには止まらないと思う。さらに、赤字公債法案成立の遅れに伴う政府の歳出抑制傾向や日中関係の影響など、日本独自の要因も景気の下振れリスクを高めている。その結果、海外の主要国と比べて国内経済の弱さがやや際立つ局面が暫く続くのではないかと思う。前回の決定会合でも指摘したが、国内経済が既に春先にマイルドな景気後退に陥っていた可能性は相応にあり、そのことが

後に確認される可能性も高まってきているというように思う。7～9 月期の実質GDP成長率は前期比マイナス、10～12 月期もほぼ横ばい、場合によっては小幅マイナスと予想している。また生産統計は、10～12 月期まで3 四半期連続の減少となる可能性が高いと思う。過去の経験に照らすと、鉱工業生産の2 四半期連続減少が、景気後退にほぼ対応するということである。さらに、政府の景気局面判断で重要な役割を果たす景気動向指数で、8月のC I一致指数は3 か月移動平均値で後退の判定となる3 か月連続の低下を記録したし、先行指数も4 か月連続の低下となった。

次に、展望レポートについてだが、今回の展望レポートで記述された成長見通し、物価見通しのメインのシナリオについては、下方のリスクが大きいのではないかというように感じている。4月の展望レポート公表時から最も大きく変化したのは、中国を中心とする新興国経済への評価ではないかと思う。先進国経済のみならず新興国経済もいわゆるバブルの後遺症を抱え、潜在成長率が低下した可能性が広く認識され始めたように思う。中国の場合は、余剰人口の減少という成長の制約もこれに加わる。こうした環境下で実力以上に成長率引き上げを目指せば経済の歪みがさらに広がるといったことを、中国政府も十分に認識していると思う。このような新興国の経済あるいは政策姿勢の変化が、2014 年度にかけての経済見通しのメインシナリオには十分に反映されていないようにも感じる。さらに、新興国での設備あるいは労働の過剰や中期的な成長率期待の低下を背景とする設備投資需要の減退は、日本の例をみるまでもなく、長期間、物価の上昇抑制効果を生じさせると考える。新興国の高成長が、資源価格を中心に継続的な世界的な物価上昇を生じさせるといった従来から一般的であった見方も、今後再検討される必要があると思う。他方、先進国では、厳しい財政環境のもとで景気低迷期にもかかわらず財政緊縮姿勢が維持される反面、金融緩和策への依存度が過度に高まり、中央銀行による国債購入が広く実施される、あるいは検討されているといった点が、今回の経済低迷下での政策対応の大きな特徴となっている。こうした政策の組合せは、国債のイールドカーブ全体を強力に押し下げ、欧米諸国で過度なサー

チ・フォー・イールドの投資行動を促す素地になっている。中国では新たな不均衡発生を回避する慎重な政策が模索されているのとは対照的に、先進国では政策面から金融の不均衡累積が促されている可能性があり、これを将来の国際金融市場の動揺と景気の下振れリスクとしてしっかりと認識しておく必要があると思う。展望レポートについては、この後でもう一回申し上げたいと思う。

最後に金融政策運営方針だが、前回の会合以降、国内経済の下振れリスクがさらに強まったという点を踏まえると、今回は積極的な緩和措置を果敢に講じることが必要と考える。既に述べたように、国内経済は横ばい圏内の動きの中で、さらに下振れリスクが高まり景気後退に陥った可能性も相応にあると思う。景気の下向きの動きが今後一層強まる、加速するといった事態を避けるためにも、このタイミングで追加緩和措置の実施が必要だと考える。まずは、現在の枠組みの中で最大限の効果が期待できる措置を講じるのが妥当だと思うが、その際には包括緩和策のいわば真髄ともいえる複数の政策パッケージとするのが良いと考える。具体的には、既に他の委員の方が指摘された点だが、第一に、2013 年末までの国債の購入目標を 10 兆円増額するといった点、第二は、2013 年末を期限として E T F を中心にリスク性資産の購入目標を総額 1 兆円増額する点、それから三番目は、従来とは少し違った政策だが、これも多くの委員が指摘されている新たな銀行貸出支援策、この三点に賛成する。ただ、銀行の貸出支援策については、現行の成長基盤強化のための融資制度との関係を明確にして、成長基盤強化の支援策の意義を損なったりダイリュートしてしまうことがないように十分配慮した説明をしていくことも必要かと思う。また今回ではないが、今後先行きについては、国債購入対象の年限を延長して、追加的に金利低下を通じた経済の刺激効果を高める工夫も検討すべきではないかというように考える。

もう一度、展望レポートに話を戻すが、基本的見解の執行部案については、二つの点で表現を改めるのが妥当ではないかと考えている。第一は、2014 年度の物価見通しについて、原案では 1%に着実に近づいていくとい

うように表現されている。しかし、各委員の見通しのリスク分散をみると、中央値の+0.8%から下に大きく広がりを見せているといった点も踏まえると、果たしてこの表現でこうした不確実性を十分反映しているのか、やや疑問である。少なくとも着実にといった表現は削除するのが妥当ではないかと考える。第二は、展望レポートの中での金融政策運営方針の個所である。「消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して、それが見通せるようになるまで」といった表現を、「1%に達するまで」に修正することが妥当ではないかと考えている。「見通せる」といった表現は、従来から非常に曖昧であると指摘されており、これがデフレ克服に向けた本行の姿勢に疑問を生じさせている面が少なからずあるのではないかと考えている。さらに今回の展望レポートで示した 2014 年度までのインフレ率の中央値と、2014 年度以降遠からず 1%という本行が従来示してきた見通しの間にずれが生じている。2014 年度以降遠からず 1%という見方が、金融市場の一部ではコミットメントとして重く受け止められてきたという経緯も考え併せると、今回は文言の修正を通じてデフレ克服に向けた本行の強い意思を改めて示すことが必要だと考える。また、それをしなければ政策への信認が低下し、経済・物価にも悪影響を及ぼす可能性があると考ええる。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持とすることが妥当と考える。以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いする。

森本委員

前回会合時以降のわが国経済は、横ばい圏内ながらも幾分弱含みとなっていると考えている。

まず、海外経済だが、欧州経済については、極めて重要だが、皆様の認識と特に変わらないので割愛させて頂く。次に米国経済については、7~9月期のGDP成長率は、前期に比べてやや加速するなど、緩やかな回復が

続いている。企業部門では、このところの企業決算や設備投資関連指標等で弱さが窺われるが、家計部門では、雇用情勢が緩やかに改善するもとで個人消費が底堅く推移しているほか、住宅関係も持ち直しの動きが続いている。先行きも、外需の停滞や財政の崖を意識した支出抑制の影響は残るが、緩和的な金融環境のもとで緩やかな回復が続くとみられる。

中国経済については、7～9月期のGDP成長率は幾分鈍化した。輸出は、欧州情勢を受け弱めの動きが続き重石となるが、9月の経済指標からは、固定資産投資や小売上等多くの指標が緩やかながらも改善し、景気刺激策の効果が徐々に現われつつあることが窺われる。在庫調整圧力は根強く、電力消費量も低水準にとどまるなど生産の増勢は依然鈍化した状態が続いているが、物価安定のもと慎重姿勢ながらも社会融資規模が拡大するなど金融環境も少しずつ改善する中で、先行き、政策効果の顕現化につれて、年末から年明けにかけて減速した状態を脱していくと考えている。NIEs・ASEAN経済は、欧州や中国経済の影響を受けた生産・輸出の鈍化が、企業マインドの慎重化や設備投資の増勢鈍化に繋がり、持ち直しの動きを緩やかにしている。先行きは、ASEANを主体に個人消費を中心とした内需が底堅く推移するもと、次第に輸出の増勢が回復していくことで、徐々に成長ペースを取り戻していくとみている。

こうしたもとで、わが国経済をみると、内需は総じて底堅く推移しているが、輸出や鉱工業生産は足許弱めの動きとなっており、横ばい圏内ながらも幾分弱含みとなっていると認識している。先行きも、当面はやや弱めの横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が全体として底堅さを維持するもとで、米国や新興国経済を起点として海外経済が徐々に減速した状態を脱していくとみられることから、年明け以降、緩やかな回復経路に復していくと考えている。やや子細にみると、内需では、足許、防災やエネルギー関連の投資を含めた広い意味での復興需要に支えられ、全体として底堅さを維持している。ただ、堅調に推移してきた個人消費でも、自動車販売が減少するなど小売業販売が減速し、消費支出全体でみても増勢に一服感がみられ、やや気掛かりな点が増えている。先行指標では公共

工事請負額の頭打ちや製造業を中心とした機械受注の伸び悩みなど、内需の押し上げに力強さを欠く状況がみられる。こうしたもとで、輸出は5か月連続で減少しており、日中関係悪化に伴う輸出への影響が今後自動車以外でも懸念されることも踏まえると、景気全体としては当面横ばい圏内にとどまると考えている。ただ先行きについては、不確実性はあるが、中心シナリオとしては、海外経済が徐々に減速した状態を脱していくにつれて、輸出や鉱工業生産が改善し、緩やかな回復経路に復していくものと考えている。

次に物価だが、国際商品市況は、足許では幾分調整しているが、原油や穀物価格を中心になお高めの水準で推移している。こうしたもと、企業物価指数はマイナス幅を縮小している。生鮮食品を除く消費者物価指数は、足許、石油製品価格や電力料金の上昇からマイナス幅をやや縮小しているが、需給ギャップの改善が緩やかにとどまるもとで、当面は前年比ゼロ%近傍で推移すると考えられる。ただ、以前に比べて需給と物価の感応度はやや低下しているものの、アンケート調査等から企業は製品やサービスの差別化を志向していることが窺われることから、先行きは、需給ギャップの改善につれ、また家計等の中長期的なインフレ予想は引き続き安定的なことを映じて、徐々にプラスに転じていくものとみている。

次に展望レポートだが、基本的に執行部案に違和感はない。新たに見通し年度となった2014年度の経済成長見通しは、海外経済がしっかりとした成長を取り戻すことに加えて、緩和的な金融環境による景気刺激効果も高まっていくとみられるが、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動もあって、年度を通してみればゼロ%台半ばをやや上回る前年比プラスになると考えている。消費者物価については、前回見通しより幾分下振れるものの、当面の物価安定の目途に向けて、着実な上昇傾向を辿っていくとの想定は妥当なものと考えている。

また、経済情勢と物価情勢について上振れ、下振れのリスクが挙げられているが、どちらかと言えば経済情勢の下振れリスクの方を意識しておいた方が良いと考えている。実体経済下押しのリスク要因として、とりわけ

中国や欧州経済等海外経済の動向と企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性に、目配りが重要だと考えている。欧州情勢に伴うリスクは勿論、中国経済においても、様々な構造問題に直面している中で経済減速がさらに長期化する場合やこのところの対中関係悪化の影響にも十分な注意が必要である。また、企業や家計の中長期的な成長期待は見通し期間終盤にかけて緩やかながら上昇していく想定としている。取り組みは進められているが、潜在需要の掘り起こしや規制改革など成長力強化を通じて、雇用・所得から生産への前向きな循環に繋げていくことができるかについてはなお不確実性があり、また電力需給面についても、中長期的な成長期待に影響を与えないか十分な注意が必要だと考えている。物価情勢についても、これらの実体経済面のリスク要因が顕現化する場合には、需給バランスも含めて相応の影響が及ぶことに注意が必要である。

次にわが国の金融環境だが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、長短金利とも極めて低水準に推移するなど、引き続き緩和した状態となっている。この間、為替市場、株式市場は、海外経済指標や金融政策への思惑などを受けて上下に変動しているが、前回会合以降をみると、為替は円安方向で推移し、株価は期間を通じてみれば幾分上昇している。

以上の経済、物価情勢や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だと思う。

先行きの金融政策運営については、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、デフレ脱却に向けた適切な取り組みを全力で進めていくことが肝要だと考えている。現在、包括的な金融緩和策を通じて、強力な金融緩和を進行中であり、その効果は、企業や家計の資金調達コストの低下といった形で確実に現れている。しかしながら、わが国経済は、このところの海外経済の減速の強まりを背景に足許は弱含みとなっており、日中関係悪化による影響等下振れのリスク要因も懸念されるところである。先行きの景気回復への軌道を踏み外さないよう、9月には先行的に思い切って10兆円の基金増額に踏み切り、金融緩和を強化したところだ

が、その後の内外情勢の推移を踏まえ、当面の物価安定の目途達成への方向性を安定させ確かなものとするためにも、ここでもう一押し金融面から強力な挺入れが必要かつ有効だと思う。金融緩和を一段と強力に推進するためには、現段階で基金をさらに増額し、長めの市場金利の低下と各種リスクプレミアムの縮小を促し、市場や企業、家計のマインドに働きかけることが有意義であると考えている。具体的には、短期国債と長期国債について、イールドカーブへの影響にも配慮しバランスを考えながら総額 10 兆円程度増額するとともに、リスク性資産買入額を一定量増額してはどうかと考えている。なおこの場合、市場の制約や本行の財務の健全性維持の観点は極めて重要であり、執行部から追加買入れの余地等について確認のうえ判断することが必要だと思う。そのうえで、既存の買入枠における買入ペースも踏まえて、円滑な買入れを着実に遂行し、政策効果を最大限にする時間軸を設定し、2013 年末の時点で 90 兆円をやや上回る残額とすることをコミットすることが適当だと思う。

加えて、これまで精力的に取り組んできた成長支援資金供給は、金融機関による成長分野への貸出の呼び水としての効果を発揮しているが、わが国全体としてみると緩和的な金融環境が必ずしも活かし切れず、企業等への積極的な貸出に十分には繋がっていない側面があると思う。前回会合時にも意見があったが、そうした現状を踏まえ、企業や家計への貸出が実際に増加し、国全体として成長力が強化され、経済が活性化していくよう、金融機関の活動を直接的に後押しする実効性のある新たな枠組みを導入することが必要ではないかと思う。既に西村副総裁から一例として無差別、無制限の新たな貸出支援スキームの制度イメージの提案があったが、私もそうした考えに共鳴する。この点については、執行部においてどのような具体的な枠組みが考えられるか、対応案を示して頂きたいと思っている。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

2014年度までの経済・物価情勢の見通しをお示しする前に、7月の中間評価時点と現在のわが国経済を取り巻く環境の違いとして三点指摘する。第一点は、欧州債務問題、米国の財政の崖、中国の景気減速長期化を主因に海外経済の見通しが大きく下振れていることに加えて、9月下旬以降は日中関係の緊張の高まりによって輸出や日本を訪れる訪問客の減少等の影響が顕在化していることである。第二点は、その一方で、欧米の金融・債券市場が落ち着いていることや米国の経済指標が予想対比良好なものが増えていること。第三点は、原油価格をはじめコモディティ価格が下振れており、その分物価見通しの下方修正が必要となる点である。

これらの変化を踏まえたわが国の実質GDP成長率の見通しは、2012年度は7月中間評価と比較して大きく引き下げている。その理由は、消費税増税の効果を織り込んだことのほか、海外経済の想定以上の回復の遅れによって輸出と鉱工業生産が当面下落基調を続ける可能性が高くなっていること、並びに現時点では比較的堅調な設備投資や個人消費についても一部で弱さを示す兆しが出ているからである。具体的には、設備投資は計画に沿って持ち直しの動きがみられるが、企業の収益見通しの下方修正が多いこと、製造業の稼働率が下落していることによる設備投資過剰感が高まっていると思われること、企業マインドが悪化していることなどから、一部の製造業企業で計画先送りの話も聞かれるようになっている。実際に足許の機械受注統計は前月比大きく下落していることから、今後設備投資が幾分慎重化する可能性を織り込んでいる。個人消費については、これまで底堅く推移してきたが、エコカー補助金終了に伴い自動車販売が減少しているほか、足許では小売業販売額に弱さがみられており、今後消費が多少弱含む可能性を考慮している。2013年度については、米国では財政の崖の緩和措置が2013年早々に取られ、中国経済については、足許では投資、消費、輸出いずれも安定化の兆しがみられる中で、雇用と所得の増加に支えられて緩やかに回復へ向かうという想定のもとで、2013年半ば

以降に海外経済が回復に転じるとみている。また、消費税率引き上げによる駆け込み需要が予想される一方で、公共投資が減少する点を踏まえて、2013年度の成長率は2012年度を少し下回るが、それでもゼロ%台半ばの潜在成長率を超える経済成長率を予想している。2014年度は海外経済の回復基調が鮮明になる一方で、消費税率引き上げによる反動減もあるため潜在成長率並みの成長率を実現するとみている。

わが国の物価見通しについては、財・サービスの需給ギャップが大きいことから、当面はゼロ%近傍で推移すると思う。しかし、景気回復とともに需給ギャップは次第に改善していくと考えられるので、半年から1年程のラグを伴いながらCPIも緩やかに上昇していくとみている。また、世界経済が回復すればコモディティ価格も上昇しCPIの押し上げ要因になると思われる。この他、家計当たりの平均購入単価が幅広い財で上昇しており、品質や機能が良ければある程度高額商品でも購入する傾向が強まっている可能性があり、そうした傾向がやがてはCPIに反映されていく——無論、ヘドニック法による品質調整分だけ価格上昇は抑制されるが——と見込まれることである。以上を踏まえると、中長期の期待インフレ率が現状を維持するとの前提のもとで、CPI上昇率は1%に向けて上昇していくとみている。

ここで、景気回復後のより中長期的な話を一言付け加えると、中長期的な視点では、労働市場面からも賃金上昇が販売価格に次第に転嫁されていく可能性に注目している。現在、雇用者数は女性を中心に増加基調にある中で、市場が拡大している医療、福祉、介護分野の新規有効求人倍率がリーマン・ショック前の水準を超えており、パートの時給も上昇傾向にあり、日銀短観では非製造業の雇用人員判断DIは既に不足超となっていることから、将来的に景気が回復していけば賃金が増加する可能性を示唆している。そのうえ、人口動態の変化が労働供給側に及ぼす影響も無視できない。例えば、失業率は概ね改善傾向にあるが、男女共通の改善要因として、生産年齢人口の減少と高齢化による非労働力人口の増加といった労働供給量の減少が寄与していることが分析からも確認できている。しかも団塊

世代が今年から 65 歳を迎えていることもあり、景気回復とともに次第に労働需給が逼迫していく可能性を指摘しておきたいと思う。

以上の中心の見通しに対するリスク・バランスだが、経済成長については規制緩和、成長力強化策などの対策が打たれなければ下振れリスクが大きいと判断する。具体的には、欧州では、財政緊縮策の継続と外需の弱さで 2013 年の成長率が予想対比下振れてマイナス成長が継続し、米国では、財政の崖を巡る議会对立が長引き大幅な増税・歳出削減が現実化し、中国では、景気減速と日中問題長期化等によって、わが国の輸出や鉱工業生産の低迷が長期化する可能性がある。また、国内では、被災地での復興プロジェクトの遅れや消費税増税による消費の減退が過去の事例と比べて大きくなること、すなわち財政乗数が大きくなっている可能性があることで設備・住宅投資や消費を下押しする可能性がある。なお、物価見通しに対するリスク・バランスについても下振れるリスクが高いと判断している。その理由は、企業の価格設定行動は過去の物価動向に左右されやすく、またマーケットシェアを失う恐れから世間相場を重視する傾向があり、財・サービスの需給ギャップが改善したとしても、自社の販売価格の引き上げに慎重さを維持する可能性があるからである。また、商品購入単価が上昇したとしても消費量の減少で相殺される場合には、企業の販売価格の引き上げは限定的となるだろう。いずれにしても、物価上昇率は、景気回復とともに上昇していくとしても、上昇ペースが想定より緩やかになる可能性を意識している。

次に、金融政策運営についてだが、9 月会合で景気見通しを下方修正したことを踏まえて金融緩和を強化したが、現在はその時点よりも景気見通しが悪化していることと経済・物価見通しの下振れリスクが大きいことから、今回も一段の金融緩和が必要と判断する。具体的な緩和手段と規模については、9 月会合と同じく資産買入等基金を通じた 10 兆円程度の国債買入れが妥当だと考えている。国債を金融緩和の中心に据える理由は、国債は安全資産として幅広いリスク性資産価格のベンチマークとなっていくことや投資家の裁定行動に基づき貸出金利や幅広いリスク性資産価格

に万遍なく影響を及ぼすことで、特定の市場に働きかけることが生み出す価格形成の歪みを抑制する可能性があるからである。また、円高についても、ドル／円相場は日米間の中期ゾーンの金利差に連動する傾向がみられることから、本行による中期ゾーンまでの国債買入れによる金利下押し圧力が、間接的に為替の急激な円高を抑える方向に今後も寄与していくと思う。買入国債の内訳については、前回同様に短期国債を 5 兆円、残存期間 1～3 年の長期国債を 5 兆円とするのが適切だと思う。全て長期国債とすることも考えられるが、現在は短期国債の応札が順調であること、今後の状況をみながら短期国債の買入れを長期国債の買入れに転換できることなどから、現段階では控えめにするのが適切と判断する。

リスク性資産の購入については、目的はリスクプレミアムの引き下げにある訳だが、他方で、特定市場への介入による価格形成の歪みの問題、日銀法第 5 条に基づく財務健全性を維持する義務、広い意味での国民負担への影響、国庫納付金等の影響を考慮すると大量購入は難しい点を踏まえる必要がある。また、資産価格の下支えにより投資家の損失を本行がリスクをとって埋め合わせていると認識されると、補助金政策と誤解されかねない点には注意を要する。以上の点を勘案したうえで、2013 年以降はリスク性資産の追加購入予定がないことや企業マインドが悪化している現状を考えると、一定の限度内での CP、社債、ETF、REIT の購入は可能だと思う。

最後に、金融市場調節方針については、現状維持が適切と判断する。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

ラストバッターなので簡単に済ませたいと思っているが、色々考えるとお話ししたいことも結構あり、少し時間を使ってしまってもいいが、

ご容赦頂きたい。

まず、内外の金融経済情勢だが、9月の政策変更時点での経済・物価見通しからの変化ということに焦点を当てながら、お話ししたいと思う。私は、9月の追加緩和については、海外需要の弱さを織り込んだうえで、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという軌道を踏み外さないように、10兆円の基金増額という大胆な金融緩和に踏み切ったというように理解している。しかしながら、その後の景気展開を踏まえたうえで、2014年度までの経済・物価情勢を展望すると、当時の私のシナリオと比較して、現時点での経済・物価見通しはやや下振れていると認めざるを得ないと思っている。また、見通しにかかる不確実性も高まっていると判断している。これらの背景は大きく四つあると思っている。

一つは、海外経済の減速感が強まったことである。欧州債務問題の悪影響は、勿論9月の段階でも織り込んでいたが、貿易や企業マインドのルートを通じて、東アジア諸国を含めて多くの国で減速の度合いが強まった点は、想定を超えるものであったとみている。わが国の7~9月の実質輸出もはっきりと減少しており、輸出や生産面を中心に、想定よりも大きな負のインパクトがみられている。製造業の新規求人数や所定外労働時間の弱めの動きも懸念材料である。

二つ目は、わが国の内需の力強さに陰りがみられていることである。これもある程度想定していたことではあったが、想定を上回ってやや弱めに推移しているようにみえる。例えば、公共投資は、7~9月の公共工事請負金額が横ばいとなるなど、先行きの増勢鈍化を窺わせている。個人消費も、エコカー補助金終了の影響もあって財の消費を中心に増勢の鈍化がみられている。

三つ目は、日中関係の悪化の影響が大きそうだということである。これまでのところ、ハードデータでは十分に確認できていないが、先般の支店長会議では、輸出や生産、そして観光需要の面で既に影響が出ているとの報告が多く聞かれたところである。今後こうした影響が徐々に各種経済指標に具体的に表れてくるのではないかとみている。

四つ目は、わが国の景気回復シナリオの米国への一極依存が高まっていることである。米国経済については、前回会合以降、雇用統計のほか、小売売上高や住宅着工、そしてGDP統計でも市場予想を上回っている。個人消費の緩やかな増加や住宅市場の持ち直しの兆しがみられるも、全体としては緩やかな回復基調を続けており、今後もそうした基調は維持されるのではないかと考えている。ただ、欧州経済が後退を続け、中国経済についてもなお不確実性が高いことを考えると、世界にあって米国経済だけが緩やかとはいえ回復を続けることにどの程度信を置いて良いのか、また、そうした米国経済の動向に強く依存したわが国経済の回復にどれだけ自信を持って良いのか、率直に言って懸念がない訳ではない。しかも、フィスカルクリフの問題が、既に企業の設備投資などに影を落としてきている点も気掛かりである。

以上申し上げたような点を考え併せると、わが国の景気・物価の回復シナリオの確からしさについてははっきり言って脆弱と言わざるを得ないように思う。

続いて、当面の金融政策運営について述べたいと思う。冒頭にお話ししたように、経済・物価見通しは、9月の会合時点と比べて下振れている。日本経済は、当面、踊り場で踏みとどまりその後回復に向かうのか、さらに下振れて景気後退に至ってしまうのか、また、その結果として消費者物価が当面の目途である1%に遠からず到達し得るのかどうか、こういった点で重要な岐路に立っているとみている。こうした認識から、私は、このタイミングで、金融緩和をさらに強化することが適当と考えている。これによって、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという軌道を踏み外さないよう、改めて万全を期していくべきだと認識している。具体的な政策の中身だが、短期、長期の国債に加えて、社債、CP、ETF、J-REITをバランスよく買い入れていくことが、金融資本市場に対して幅広く働きかけていく観点から重要だというように思う。基金の増額規模については、現在の枠のもとでも、この先20兆円近く積み上げていくことになる訳だが、さらに思い切った対応を図るという意味

で、10兆円規模の増額を行うこととしてはどうかと思う。勿論、CP、社債といったリスク性資産まで含めれば、10兆円を少し超える規模になるかと思っている。それから、現在の国債の利回りは、期先まで含めてフラット化している。われわれの政策コミットメント、すなわち時間軸はしっかりと効いているという状況だと認識している。このため今の段階でコミットメントを強化しても、追加的に得られる効果は乏しいというのが私の認識である。また、長期国債の買入れの比重を高める必要も今の段階ではないように思う。むしろ、こうした金利環境のもとで、長期国債を集中的に買入れていくことは、その必要性自体説明しにくいというえに、財政ファイナンスではないかとの懸念を強める惧れもある。この辺りへの注意は怠れないと思っている。従って、買入れ対象は長期国債だけに限定せず、短期の国債、長期の国債をそれぞれ5兆円程度ずつ増額するのが適当だと思っている。

その他のリスク性資産については、市場の状況やわれわれの買入余力などを踏まえると、買入れを増額するかどうか悩ましいところである。ただ、今年暮れにはリスク性資産の買入期限が到来することを考えると、買入枠を極く僅かでも増やし、市場に対しわれわれの姿勢を示していくことも必要ではないかと思っている。

前回会合でも申し上げたが、わが国経済の成長力低下の趨勢を踏まえると、われわれとしては、強力な金融緩和を推進していくことに加えて、如何にしてこの緩和的な金融環境を企業などに活用してもらうかが重要である。この点、企業向け貸出などの増加を図る金融機関に対して、日本銀行が低利かつ長期の資金供給を行うことによって、金融機関の貸出への取り組みの一層の積極化と、企業や家計の前向きな資金需要の増加、これらを引き出していくことが、当面考えられる新たな施策だと思っている。その際、われわれからの資金供給額については、上限を設けず、金融機関が増加させた貸出額の全額を対象とすることとしてはどうかというように思う。勿論、企業の活動がグローバル化していることを考えると、円建ての貸出だけでなく、外貨建ての貸出も対象とするということだろうと思う。

このような枠組みを採用するとすれば、金融機関の貸出増加額は、1年程度の期間のうちには15兆円を超えるものとなり、日本銀行の資金供給額もその程度の規模となるのではないかとみている。なお、こうした貸出増加の支援策を、これまで行ってきた成長基盤強化の支援策と合わせて、新しく貸出支援基金として纏めて、対外的にしっかりとアピールしていくことも、われわれの考え方とスタンスを明らかにするうえで非常に大切だと思っている。いずれにしても、詳細については、今後執行部にしっかりと詰めてもらいたいと思う。

以上述べたような一連の政策対応を図ることを前提に、執行部の展望レポート案に同意する。なお、私自身は、展望レポート案に示された経済・物価のシナリオについては、欧州債務問題の帰趨、中国経済の回復を巡る不確実性などを考えると、景気、物価いずれについてもリスク・バランスはなおダウンサイドに傾斜しているというようにみている。

視点は違うが、一点付け加えておきたいと思う。政府と日本銀行の関係についてである。先程述べたように、わが国経済が重要な岐路に立っていることを踏まえると、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な成長経路への復帰が極めて重要な課題であること、そしてその達成に向けて政府、日銀それぞれが果たすべき役割をしっかりと実行していくことを、政府と日本銀行が改めて確認するとともに対外的にもその点を明らかにしていくことは、この際非常に重要だと認識している。その結果として日本銀行の独立性に関し疑義が持たれることはあってはならない訳だが、それを回避しながら、両者で共有された認識を明確にすることは、政府と日本銀行それぞれの政策の効果を相乗的に高めることにも繋がると考えている。

最後に、当面の金融市場調節方針についてだが、現状維持が適当だと思っている。以上である。

白川議長

皆さん力がこもっていたので当初の7分×8人をかなりオーバーした。

討議のセッションを二つに分けて、まずは展望レポートを含めた金融経済情勢に関する討議を行い、その後で当面の金融政策運営に関する討議を行いたいと思う。

まず、金融経済情勢に関する議論である。皆さんの意見を私なりに集約したいと思う。今回は、毎回のステートメントと展望レポートの両方があり、両方をカバーするタイムスパンは若干異なるが、両方を意識しながら簡単に話をしてみたいと思う。まず、海外経済であるが、減速した状態が強まっているということであると思う。民間エコノミストのコンセンサスフォーキャスト等でみると、内外のエコノミストの見通しの下方修正は9月以降目立っている。改めて9月以降の動きは大きかったと思う。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているが、今後の市場の展開には十分注意していく必要があると思う。こうしたもとで、わが国の景気は輸出や鉱工業生産が減少し、これまでは堅調に推移してきた内需にもその影響が一部及び始めているということである。従って景気全体として弱含むということだろうと思う。消費者物価の前年比は概ねゼロ%となっている。金融環境をみると、CPや社債の発行環境が総じて良好な状態を続け、企業の資金調達コストも低い水準になるなど緩和した状態にある。経済の先行きであるが、当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが、国内需要が、全体としてみれば底堅さを維持し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて緩やかな回復経路に復していくというのが、これがメインのシナリオというように思う。消費者物価の前年比であるが、当面ゼロ%近傍で推移するとみられる。その後についてであるが、佐藤委員、木内委員からは、マクロ的な需給バランスの改善が物価上昇率を引き上げる効果というか力を控えめに評価すべきであるという意見もあった。しかし、大方はマクロ的な需給バランスの改善を反映し、緩やかな上昇に転じ、かつ、これから議論する金融緩和強化措置を行うということも加味した場合に、マクロ的な需給バランスの改善を反映して徐々に緩やかな上昇に転じ、2014年度には当面の中長期的な物価安定の目途である1%に着実に近づいていく

というのが大方の意見であったと受け止めた。経済・物価の見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は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。ただし、足許景気が弱含んでいることもあり不確実性は大きいというのが、皆さんの判断であったと思う。私自身もそのように思っている。

具体的なリスク要因については、展望レポートにも記述されているとおり、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、さらには日中関係の影響の広がりなどが挙げられる訳である。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも引き続き注意が必要であると思う。景気についても物価についても、皆さんの意見を聞いていると、どちらかという下振れリスクの方を意識しているということであると思う。先程石田委員からも話があったように、そういう状況のもとでも一応アップサイド・リスクがどのようなものがあるかということも、これも冷静な点検が必要であると思う。景気が強い時に上方リスクを言うことは簡単であり、景気が弱い時に下方リスクを言うことは非常に簡単なことであるが、そうではない時に今の動きとは逆のことも、想像をたくましくしていくということも必要であると思う。そういう意味では、例えば石田委員がおっしゃった米国の住宅底入れというものの持つ力をどのように評価するのかはポイントであると思う。それから私自身は政府が今取り組もうとしている成長力強化の取り組みが、もし本当に真剣になされそれが成果を生んでくると、これは大きなアップサイド・リスクというか、上振れ要因であるというように思う。そういう意味で、全体としては下振れ方向を意識するということであるが、上振れについても同時に意識する必要があると思う。

本日の会合の後の方で展望レポートの基本的見解について議論する訳であるが、展望レポートの記述、あるいはそれを発表していくということ考えた場合に、議長という立場での感想であるが、経済・物価の先行きあるいはそのメカニズムについて、委員間で意見の差はあって、多分9人それぞれ違っているということである。ただ、日本銀行という組織として

大勢をどのように判断しているのかということ、できるだけコンシステントに説明していくのがわれわれの義務である。そういう意味で、議長としては、委員間の意見の違いは違いとして認識し今後ともここで議論していきたいと思うが、しかし、最終的にこの場でどのようなアウトプットを出していくかということ意識して議論していきたいということ、まず申し上げたい。それからもう一つは、われわれ自身の見通しは、われわれ自身の政策が前提になっているということであり、単純にどのようになっているかではなく、政策がどのようになっているか——その場合の政策というのは、日本銀行の政策と政府の政策の両方がある——ということである。そういう意味で、われわれ自身は日本銀行の金融緩和、政府による様々な成長力強化を前提に考えている訳であり、それを前提として、どのような見通しをわれわれとして整合的に出していくのかということ考えながら議論していきたいと思う。

私がみるところ、景気については、メカニズムについての意見の差はあまりなかったという感じがしている。あるとすれば、先程私が言及した物価について若干の差はあるという感じはする。これもこれだけで議論してしまうと時間をどんどん使ってしまうので、先程佐藤委員と木内委員の方からは展望レポートの見方について違和感があるという趣旨の発言があった。そういう意味で、そうした違和感がある方についてまた別のご意見もあるかもしれない。できるだけ時間を効率的に使いたいと思うので、もし何か追加的に意見があればお願いしたい。

白井委員

佐藤委員と木内委員は、経済の減速感をシナリオの中に入れていいる。その理由は、GDPギャップが縮小したとしても、なかなか物価に反映されないという話だと思う。私も前から会合の場で言っているが、基本的には、企業の価格設定行動は非常に慎重であるとみており、今回はそれをリスク・バランスに入れた。つまり、物価がなかなか上がらない可能性は、下方のリスク・バランスに入れた。なぜそれをシナリオに入れなかったかと

言えば、白川議長が説明されたように、一つは9月に10兆円の金融緩和を行い、今回も10兆円の金融緩和を議論していく。それは限界的な効果になっている可能性もあるが、完全に否定できない効果もあると思う。つまり、金融政策の効果を入れたことが一点である。それから、今、政府が打ち立てている「日本再生戦略」に非常に期待しており、それを織り込んだ。もしそれがなければ、私は下振れリスクと申し上げた。金融政策と政府の政策が一体に進むという前提のもとで、私は、シナリオでは1%に近づいていくという見通しを立てた。

#### 森本委員

佐藤委員と木内委員がおっしゃるフィリップス曲線における需給ギャップとの感応度の低下については、色々なデータをみると確かにそのような面があると思う。ただ今回の展望レポートの参考計表の図表54をみると、需給ギャップが確実に解消してきており、物価が改善してきたことも事実である。物価は、このところ少し足踏み状況にあるが、これにはテレビの価格の低下が非常に激しかったという一部ミクロ的な要因もあろう。この辺は流石に底入れというか、低下傾向はもうあまりみられない。耐久消費財がこのところ低迷していた影響が大きかった。今後は、昨日の野田総理の話にもあったように、政府もこれから「日本再生戦略」に全力投球していくということである。われわれも、前々から成長力強化ということのできることをやってきたし、これからも全力投球していく。こうした状況のもとで、成長期待が徐々に向上していく背景を十分頭に入れなければならない。そういう意味で、私はこの展望レポートの表現について賛成したい。

#### 宮尾委員

私も、木内委員あるいは佐藤委員が言われた、需給バランスと物価との関係については控えめにみるべきとの点に関しては、白井委員と同様に、今回はリスクシナリオに入れた。両者の関係については、私自身も、これ

まで何度かこの場で論点として申し上げている。需給バランスが順調に回復しても、予想インフレが立ち上がらないのではないかという意味で、両者の関係が弱いというリスクがあると再三申し上げた。今回、それをメインシナリオに入れず、リスクシナリオとしたのは、2か月連続で非常に思い切った資産買入れを行うこと、同時に、別途検討する貸出を直接支援する、ポテンシャルとしては無制限になり得る極めて大幅な資金供給を行うこと、こういった政策効果を織り込むと、メインシナリオである基本的見解は維持でき、需給バランスと物価の関係を控えめにみる点についてはリスクシナリオに入れられるのではないかと考えた。

#### 木内委員

今の点について少し申し上げたい。先程の私の意見表明では、需給バランスと物価の関係については話をしてない。勿論、そのように思っているが、それは従来から申し上げてきた。今回は、むしろグローバルに物価が上がりにくくなっている点を指摘した。日本の長期的な物価の動向をみると、主要国との間の物価の較差は、比較的安定している。日本の物価を考えるうえでは、国内の要因を考えるだけでなくグローバルな見通しを踏まえたうえで、下振れリスクがあるとみている。

それから、もう一点は19頁の政策委員の見通しのリスク分布をみると、私の考えは別としても、中央値を中心にした形になっておらず、中央値よりもかなり下の方に振れている。やはり多くの委員は、中央値は0.8%とはいえ、下振れのリスクをより大きく考えているのではないか。これを踏まえると、「着実に1%に」という表現は妥当ではないのではないか。これは、私が物価をどう考えているかということよりも、展望レポートの表現が皆さんの見通しと必ずしも整合的ではないという点を申し上げた。この点を確認させて頂きたい。

#### 西村副総裁

今の最初の点については、非常に難しい話が二つある。世界的にコスト

の面では、実はインフレ傾向になってきている。それは、中国の賃金の上昇や新興国における色々な需要の増加からである。しかし、足許のところでは、明らかに中国には過剰設備があるので、これはマイナス傾向にくる。従って、どちらが最終的に——この1~2年のうちに——、主体になっていくかをみななければならない。その時、今、中国で起きていることは、完全なプロフィットスクイズであるので、これは何らかの形でどちらかに転換しなければならないが、政府、共産党中央委員会がどちらを取るかという、明らかに労働者の状況を良くしなければならないので、こちらの方にいくはずである。そうすると、最終的なところでは、何らかの形で中国政府を通じた設備の廃棄や何なりが起きて、インフレ的な傾向が出てくると考える方が、私は自然だと思う。それがいつになるかは分からないが、少なくともこの見通し期間のうちには、そのような傾向が出てくる可能性は高いと思う。これにはご意見が色々あると思うが、それが私の意見である。

白川議長

展望レポートについてはまた後から議論するが、経済・物価情勢を前提にしたうえでより重要な当面の金融政策運営に議論を移したいと思う。

まず、金融市場調節方針については現状維持で意見が一致した。そのうえで先程来の経済・物価情勢の現状、先行き見通し、あるいはリスク要因を考えると、金融緩和を一段と強力に推進することが必要であるということは、私も含めて皆さん意見が一致していると思う。振り返ってみると、9月に10兆円と前倒し的にかなり大幅な金融緩和を行ったが、その後の経済・物価情勢の変化は大きかったと思う。問題は、先程西村副総裁もおっしゃっていたが、これは日本に限らず、世界的に金融緩和政策の限界的な効果が逡減していく中でどのように金融政策面から緩和の力を引き出していくかということである。政府の成長力強化の取り組みも大いに期待しているが、日本銀行としても最大限の努力を続けていく必要があるということ。今日には色々な意見があった。要は物価安定のもとでの持続的成長経

路への復帰の軌道を踏み外さないようにするというので、三つあった。

まず、一つ目は、全委員から資産買入等の基金を増額することが適当であるということであった。多くの委員は、まず国債の買入れの増額、委員によってはリスク資産の買入れということにも言及された方もあるが、いずれにせよ、これについては技術的な点も含めて執行部からの報告を聞いて、そのうえで細目を決定したいというのが皆さんの意見であった。

二つ目は、貸出増加に関する問題であるが、多くの委員から既に金融環境が緩和した状態となっていることを踏まえると、金融機関の一段と積極的な行動や企業・家計の前向きな資金需要を促すことが必要であり、そのために日本銀行が行える手段として新たな資金供給の枠組みを設けることが考えられるという意見であった。詳細な意見を表明された方もいらっしゃるし、執行部の報告を聞いたうえで考えていこうという方もいらっしゃるが、一つのコンセプトとして、従来の金融緩和の第一段階、つまり金融環境を緩和的にするというだけでなく、第二段階、つまり実際にそれを企業・個人が使って借入れを行い、設備投資を行っていく、住宅投資を行っていくということを支援するというために、思い切った措置を考えられないかということであった。

それから三つ目の論点は、金利ガイダンスというかコミットメントというか、その文言に関する議論である。佐藤委員と木内委員からは、このガイダンスの文言の変更についての意見があった。具体的には、佐藤委員と木内委員で表現は少し違っていたが、例えば最初に意見表明された佐藤委員は、消費者物価の+1%が安定的に達成したと判断できるまでという意見であったし、木内委員も表現は違っていたが、それに近い趣旨だったと受け止めた。

この三つの論点があったが、議論を始める前に執行部から資産買入等の基金の増額について議論の前提となるリスク量や市場規模について、また新たな資金供給の枠組みのスキームの叩き台について説明をお願いする。説明の後に技術的な質疑応答の時間を設けて、そのうえで政策の議論をしたいと思う。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

2枚の紙を配っているが、まずは基金の買入れについて、1枚目の「「資産買入等の基金」の規模」の表をご覧頂ければと思う。これは現状を書いたものであり、来年12月末の80兆円というところに、それぞれの資産の買入目標額を書いている。上から順番に市場規模との関係及びリスク量との関係を口頭で申し上げたいと思う。まず長期国債とその下の国庫短期証券、短期国債であるが、これについては委員方のご議論の中で合わせて10兆円、それぞれ5兆円程度ずつがどうかというご意見が多かったと思うので、それをベースにお話しさせて頂く。まず市場規模との関係で買入れが可能かという点であるが、長期国債を34兆円買った後、どの位市場に残っているかということであるが、全体で約500兆円ということであるので、こちらについては買取りに問題がないと考えている。それから国庫短期証券についても約120兆円残るので、5兆円足してもこちらについてもストックとの関係で買入れには問題がないと考える。因みにフローの関係であるが、先程何人かの委員からご議論があったが、仮に長期国債を5兆円増額するということであるとこの後の買入れペースは、12月末までが2.1兆円——これは増額していないベースである——、今後6月末までが1.4兆円、12月末までが2兆円というペースになる。現状2兆円買い取るので、こちらも可能であるというように考えている。リスク量であるが、長期国債については1兆円当たり46億円というリスク量になる。従って今回例えば5兆円ということであると約230億円のリスク量になるというように考えられる。以上が長期国債及び国庫短期証券である。続いてリスク性資産の方であるが、二つに分けてCP、社債について先に申し上げる。CP、社債について具体的に言及はなかったが、市場規模との関係で若干制約があるということをもっと申し上げたいと思う。同じベースで2.1兆円増額した後にどの程度買入れ資産が残るかということであるが、CP

については0.7兆円、社債については3.5兆円であるが、全部買えるということではなく、ポートフォリオの中で出てこないものもあるのでそれなりに制約があると思って頂ければと思う。それから社債については、価格変動リスクとして計算すると大体買取り額の1/4位のリスク量になるとお考え頂ければと思う。例えば3,000億円買うということであれば750億円というイメージになる。そのことを念頭にご議論頂ければと思う。それからETFとREITの二つであるが、ETFについては市場規模との関係では制約はないというように考えている。新たにETFを組成することが可能であるので、これについて制約はない。一方で、J-REITの方は現状の制度のもとでは買入余地が極めて乏しくなっており、機械的な計算で400億円しか残っていない。これについても出てこないものを含めると、市場規模との関係では追加できるとしても100億円、200億円という形になろうかと思う。それからこの二つはリスク量が比較的大きいということも念頭に置く必要がある。ETFについては大体買い入れた価格の半分、1/2程度がリスク量になるということである。一部の委員から例えば5,000億円というご提案があったが、5,000億円であれば約2,500億円のリスク量を使うということになる。それからJ-REITについては元々買取りの余地があまりないが、大体買取り額の1/3位である。100億円として30億円ということになる。以上のようなリスク量及び市場規模との関係を考えて頂ければと思う。

続いて次の頁で、「貸出増加を支援するための資金供給（叩き台）」ということでお持ちしている。先程白川議長、あるいは何人かの委員の方々から、コンセプトとして貸出増加について全額、無制限に長期・低利の資金を出すということであった。その点については資料の最初の四点で具体化している。読ませて頂くと、「取引先金融機関の貸出増加額（本措置の開始時点からのネット貸出増加額）について、当該金融機関からの希望に応じて、その「全額」を日本銀行から資金供給する」、「本措置による資金供給の総額の上限は、設定せず、「無制限」とする」、三番目に金利であるが「貸付金利は、貸付実行時の誘導目標金利（現在は0.1%とする。）による

長期固定金利とする」、四番目にいつまで長期かということであるが、「貸付期間は、各取引先の希望に応じて、1年、2年または3年とし、最長4年までロールオーバー可能とする」。これは各取引先によってALM上のニーズがありそれが異なるということで、各取引先の希望に応じて選べることにしてはどうかということである。最長4年までロールオーバー可能ということで、こちらは成長基盤強化、資金供給と同じ年限にしている。以上が大きなコンセプトである。次の四点が、やや細かい制度設計である。順番に申し上げると、この措置をどれ位の期間実施するかということであるが、「本措置の開始後、1年程度の間、適宜の頻度で資金供給を行う」としてはどうかということである。二つ目にこの貸付の方法であるが、「資金供給の方式は、共通担保を担保とする貸付けとする」と、日本銀行の場合は担保付きになるので担保付きの貸出としている。三つ目は貸出をする対象であるが、「対象先は、預金取扱金融機関とする」と、貸出を増やしてもらうということであるので、預金取扱金融機関としてはどうかということである。最後に何をもって貸出の増加とするということであるが、「貸出増加額を算出する対象与信は、対民間(金融機関向けを除く)貸出とし、円貨建て・外貨建てを含む」としている。何人かの委員から言及があったとおり、企業のグローバル化を考えると円貨だけではなく外貨を含むとしてはどうかと考えている。一番下にこの措置の位置付けを書いてある。「本措置による資金供給と「成長基盤強化を支援するための資金供給」を合わせて、「貸出支援基金」とする」というようにしている。もしご決定頂ければ、成長基盤強化とこの新しいスキームは両方で補完的に使っていくということであるので、その二つを並列して一つの基金にするということではどうかと考えている。

なお、これに伴い、実際に実施した場合の規模感であるが、山口副総裁からも言及があったが、今後やる訳であるので金融機関の貸出増加に向けた努力次第ということになるが、過去のデータだけ申し上げると、8月時点、直近の貸出について取引先金融機関のうち貸出が増加した先だけの増加額を合計すると約15兆円という数字になる。今後さらに貸出増加に向

けた努力が進めば、これよりも増えていく計算になり、比較的大きな規模の基金になるというように考えている。以上である。

白川議長

執行部の説明に対して、技術的なご質問があれば、どうぞ。

白井委員

確認であるが、成長基盤強化を支援するための資金供給は貸出実績をもって日銀が貸すが、今回の貸出増加支援も同じか。そうであれば、銀行は貸出実績があれば、成長基盤でも借入れできるし、同時に今回の新しいフレームワークでも借りられる、すなわち二重に借りられるということか。

内田企画局長

おっしゃるとおりである。成長基盤は個別の貸出に対して適用するもので、こちらは全体のネットの増加額に対して適用するものである。そのケースであれば、両方使うことができる。

宮尾委員

今回の資金供給は、低利で、ある種長期になり得る固定オペだと思う。現行の基金の6か月以内の固定オペとのバッティング、あるいはそちらへの影響はどのように考えているか。

内田企画局長

例えば、3年物の固定金利で借りることになると、その分は全体としての資金需要は満たされるので、固定オペに限らず資金需要を減らす方向、言葉を選ばずに言うと、札割れが起きやすくなると考えられる。ただ、現状の短期の固定オペについては先程申し上げた状況であるので、今のところ問題は起きないと思う。

宮尾委員

摩擦的な短期の資金ニーズということでいうと、引き続き現状の固定オペも需要があり得るということか。

内田企画局長

金額がどうかということは分からないが、少なくとも現状の固定オペを短期で取りたいというニーズはあるので、全くなくなってしまうことはないと思う。

石田委員

これをこれから実務的に色々決めていくとすると、最短でどの位できると考えているか。

門間理事

計数の取り方とか、実際にどのような資金需要があるかなど、結構、詰めるところがあるので、1か月と言われるとなかなか苦しいが、年内位にはというつもりでやらせて頂きたい。年内位に検討したうえで詳細なスキームを設定することができるのではないかと考えている。

石田委員

そうすると、「本措置の開始時点からのネット貸出増加額」と先に言っていると、案外と皆かなり抑えてしまうかもしれない。スタート時点は低い方が上がるから。技術的なことだが、その辺は少し考えて頂きたい。

内田企画局長

そのような考慮も必要だが、そもそもスタート時点の数字として、平残を使うか末残を使うかという技術的なところは、今回まだ詰めていない。それから、自己資本規制などもあるので、この制度だけのためにバランスシートを大きく動かす金融機関はそれほどはないと思う。そのように少し

良心的に考えている。

石田委員

それは、事務局が一番詳しいだろうから。

木内委員

このような叩き台、スキームで合意されれば、民間の金融機関に「どうですか」と意見を聞く期間があると思う。その時に、意見を聞いたうえで、この枠組でどこか修正され得る箇所として、今、思い付くところはあるか。

内田企画局長

微妙な差はあり得るかもしれないが、基本的にはないと思う。例えば、対象先に預金取扱金融機関を全て入れるのかというような議論はあるかもしれないが、その辺になると、やってみなければ分からない。微妙なところはあるかもしれないが、大枠としては、このとおりでほぼ問題なからうと思っている。

佐藤委員

先程の宮尾委員の質問と重なるが、これはやり方によっては非常にインパクトのある制度設計だと思う。とりわけ3年の固定資金を供給するところでは、市場的にも相当インパクトがあるのではないかと思う。一番気になるのは、資産買入等の基金との両立の可能性である。すなわち、これをやることによって、こちらの方に資金供給がシフトしてしまって肝心の資産買入れが危うくなってくる可能性、先程言われた札割れが多発する可能性が、とりわけ固定金利オペのところにはあると思う。

門間理事

これは、資産買入等の基金そのものの拡大によっても、これまでも起こってきたことである。どんどん資産を買入れていくと、どんどん資金を

供給していく訳であるので、資金余剰地合いが強まっていき、その意味で固定金利オペを中心とする資金調達ニーズの低下は当然起きる訳である。ただ、これまでもそういった様々なオペの入り方については、まず金融機関自身が色々と目線を変えてきて、少しずつビヘイビアが変わってきている。それから、日本銀行自身がこれまでも様々な工夫を凝らして資産買入れが円滑に進むようにやってきた。先々のことを考えると、勿論色々な心配はあるが、そこはその後の市場の状況や資産買入等の積上げの状況をみて、日本銀行として適切に対応していくことで十分対応可能であると考えている。

佐藤委員

やってみながら考えていくということか。

門間理事

これまでもそのようにしてきたし、このような大きな政策目標の中でやっていく訳であるので、今後の技術的な難しさを理由にオーバーライドするようなものでは恐らくない。そこは、大きな政策を達成するために、今後工夫していくということだと思う。

山口副総裁

先程、石田委員が聞かれたこととの関連で確認しておきたい。仮に、この件をやることになって、具体的な細目について白川議長から検討指示ということになった時に、検討の結果はいつ頃出ると考えたら良いか。次回の会合には間に合わないか。

内田企画局長

次々回かと思っている。金融機関の意見をかなり詳細に聞かないと、細かいところが詰めづらいところがある。われわれの作業というよりも、会話の過程で少し時間がかかると思う。

山口副総裁

頑張っ、何とかということは…。

西村副総裁

つまり、無益な駆け込みで、逆のことが起きてしまうのはまずいので、ということだな。

石田委員

良いものなら、早くやった方が良いということもある。

白川議長

そうは言っても、今日は10月末である。

門間理事

次回会合まで、事実上あと2週間強位しかない。これから、一から話を始めるので、正直申し上げて、この場で約束せよと言われても多少難しいと思う。

石田委員

あるいは、ここで決めるのは大綱で細目は執行部に委ねるという訳にはいかないのか。骨子を11月に決めて…。

門間理事

ただ、細目を決めるとなると、色々な決め事をここで決めなければならない。基本要領等もあるので、やはり決定会合マターになると思う。最大の努力をして、次々回辺りが可能で現実的なデッドラインではないかと考えている。

白川議長

先程の石田委員の懸念だが——私自身はそのようなビヘイビアがあるかなという点では、内田企画局長と同じような感覚を持っているが——、「開始後」が心配であれば、「基準時点後 1 年間」とかであれば基準時点自体がいつか分からなければ、その問題は確かに避けられる。「開始後」がこれからの「開始」だけだとその可能性は強いと思うが……。

石田委員

メガは文句を言わないと思う。しかし、小さいところが、「大きなものが落ちるのであれば、落としておけば良かった」とか。小さな話ではあるが。

西村副総裁

結構大きな話である。

内田企画局長

括弧内の「本措置の開始時点からのネット貸出増加額」を落としても、意味は分かると思うので、「ネット貸出増加額」と書いて、括弧を取る手はあるかもしれない。「取引金融機関のネット貸出増加額について」とだけしておいて、細かいことはこれからやりますということで。

白井委員

これからこの話を銀行にしていくと思うが、銀行のトップの方と話すと、よく「資金需要がない」と言われてしまう。私もずっとそう思ってきたが、実は、あるアンケート調査で中小企業が金融機関に望むサービスをみると、銀行に対して凄い不満がある。今、日本に必要なのは、中堅・中小企業を支援する金融サービスであるが、彼等が言うには、「最近の金融機関——地方銀行が多いが——は、担保か保証が付いているものには非常に積極的で、リスクを取らずに安全と思われる中小企業に資金供給している」と非

常に不満を持っている。だから、銀行に対してだけ言ってしまうと、私が頭取の方から聞いたように「資金需要がない」とか「良い企業が少ない」と言われてしまう。中小企業からみると、「非常に可能性があるのに、大ききだけでみている」とか、「保証だけでみていて、内容を理解する努力が足りない」という不満があるので、企業の思っている需要を持ちかける形で銀行に話をしていった方が良いと思う。非常に良いチャンスだと思う。私自身は強く支持したいと思う。

内田企画局長

1点だけ宜しいか。今、「ネット」と申し上げたが、今後の増加額だという趣旨をどこかに入れないといけない。修正は後ほど申し上げたい。「ネット」だけだと、もう既に増えているものに対して、という意味になるので、そこは少し注意を申し上げたい。

白川議長

それでは、自由討議に入るが、効率的に議論を行うため、資産買入等の基金の増額の件、貸出増加支援のための資金供給制度の導入の件、先程のコミットメントの文言の変更に関する佐藤委員、木内委員の議論の件、この順番で討議を行い、それぞれの段階で意見集約を行っていききたいと思う。

まず、資産買入等の基金の増額について、ご議論頂きたいと思う。先程のラウンドでの委員方のご意見は、二つに集約されると思う。一つは、長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、資産買入等の基金を10兆円程度の規模で増額するという事。それから、二つ目は、基金の増額に当たっては、国債だけではなくて、本行のリスク許容度あるいは市場規模等も考慮したうえで、リスク資産も増額の対象とするということであった。そのうえで、先程、執行部から説明があったが、皆様のご意見を聞かせて頂ければと思う。

## 宮尾委員

先程、明確に意見表明しなかった。先程の執行部の説明を受けて、私も、国債を中心に 10 兆円の増額、なおかつリスク性資産も 1 兆円程度含めるという案が適切だと考える。リスク性資産のうち、先程、説明があったように、CP、社債、REIT に関しては、増額余地が限られている点が若干気になるほか、それぞれのリスク性資産のリスクプレミアムの縮小余地が然程大きくないという懸念もあり、そのような点で若干留保がない訳ではないが、幅広くリスク性資産を含めてパッケージとして政策効果を追求するという包括緩和の狙いに沿うものと考えてるので、そういった形で増額することは適切だと思う。

## 森本委員

私も、先程、長国・短国の配分について申し上げなかったが、買入フロー等を考えると、バランス良く 5 兆円、5 兆円ということで結構だと思う。リスク性資産については、総額 1 兆円位で、木内委員がおっしゃったように、ETF 中心で、あとは社債等についても若干支援した方が良く、この辺に少し色を付けた形が良いと思う。それから、REIT についても少額でもやった方が良く思っている。

## 佐藤委員

先程、増額で 10 兆円、ただその内訳については、執行部の話を聞きたいと申し上げて、意見表明を控えた。結論としては、5 兆円、5 兆円という配分で、分かりやすさを含めて良いと思う。なぜ分かりやすさを含めてかと言うと、先程、フローの観点からということを上昇したが、年内の買入ペースは、フローで言うと、長国については毎月 2.1 兆円、5 兆円増額として 6 月までに 1.4 兆円、それから年後半が 2.0 兆円になる。年後半については概ね現行の買入ペースに匹敵することになるが、年前半については、買入ペースが少し落ちる形になることが気になるところではある。ただ、無理矢理買入ペースを揃えると、非常に半端な数字になってしまう

ので、この際、5兆円と割り切ってしまうて良いと思った。

白川議長

他にないか。意見を纏めてみると、まず、長期国債、短期国債をそれぞれ5兆円ずつ増額し、長期国債は来年1年間で均等に、短期国債は来年後半に買い入れる、これが第1点である。それから、第2点目は、リスク性資産の増額については、総額1兆円程度とし、C P 1,000億円、社債3,000億円、E T F 5,000億円、J - R E I Tが100億円とする。第3点目に、全体の増額完了時期は来年12月末とする、ということだったと思うが、それで宜しいか。

委員（全員）

結構である。

白川議長

基金の方については、以上で終わる。それでは次に、貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設である。先程、執行部から叩き台の説明があった。それを基にご議論頂きたい。先程、既に最初のラウンドで、これを設計する時の留意点が幾つかあった。私自身が一番重要だと思っているのは、木内委員の言葉を借りると、われわれが取り組んでいる成長基盤強化支援をダイリュートする、あるいはその重要性が低下するような感じにならないように、しっかり説明していく必要があるということであったが、これは非常に大事なポイントであると思う。先程、石田委員から、外銀の対非居住者円貸出という論点もあった。幾つかスペシフィックな論点もあったが、これからこのような方向で検討するとすれば、検討に当たって特にこの辺によく注意して欲しいということを中心にご議論頂ければと思う。それから、叩き台も対外的に発表するので、そのような観点からご意見を頂きたい。

## 山口副総裁

この段階でまだ議論していない点として、実施期間をどうするのか、それを前提にしてどの位の頻度で実施するかという点が残っている。いつからスタートするのも勿論あるが、通常、この段階で考えれば、年末を基準に取ってスタートさせることになると思う。貸出の増加の季節性を考えると、12月からスタートして12月エンドでやるのか、12月からスタートして翌々年の3月末までやるのかによって、金額がずいぶん変わってくると思う。ほんの3か月の差であるが、そこをどう考えるのか。この辺りは金融機関の希望も多分あると思うので、その点を執行部によく聞いてもらって、金融機関としてどのような期間設定が良いか検討してもらいたいと私自身は思っている。それから、頻度は四半期に一度やるのか、あるいは半年に一度にとどめるのか、これもやりようだとは思う。仮に、スタートを12月末にしてエンドを翌々年の3月末すると、半年ごとの頻度では実は少し計算が合わないことになる。そこをどのように調整するのも、もう一つ課題としてあると思う。

## 石田委員

もう一つ宜しいか。先程も少し言ったが、これをやると金融機関個々に貸金がネットで増えたかどうかははっきりしてくる。それは、「うちはなぜ負けているのか」というように、金融機関間の競争を煽る可能性がある。そういう意味からすると、山口副総裁がおっしゃられた、どのような期間を取るのかも大事であるが、過当競争について色々な話が出た時に、どのような説明をするのかを十分に考えておかなければならないと思う。政策目的として貸金を増やすことは重要なので、避けて通れないと思う。

## 山口副総裁

そのような意味では、円建てにしても外貨建てにしても両方を対象にし、貸付先としては居住者も非居住者も対象とするという形にしておけば、国内における、特に大都市周辺での貸出マーケットの過当競争を煽るとい

批判は取り敢えず避け得ると思う。

石田委員

ただ、表面的にみると、0.1%が出る。それよりもずっと高い資金コストの銀行にとっては、「それはダンピングではないか」ということになる点は、やはり注意しておいた方が良くと思う。

山口副総裁

成長基盤強化をスタートした時も、そういう意見は特に下位の業態からかなりあった。成長基盤強化という旗印は良いが、実際には低金利競争を煽ったのではないかという指摘がかなりあったことは事実である。ただ、成長基盤を強化することが大事だということが浸透していくにつれて、そのような声も少しずつ後退していったように思う。今回のこの枠組みについても、そういうことを頭に置きながら、やっていく必要があると思う。

白川議長

今、石田委員がおっしゃった点は、今日の記者会見で聞かれるかもしれない一つのポイントである。その時に、どのように答えるかを考えていた。日本銀行は金融政策を運営する組織であると同時に、一方で考査を行っている組織であり、金融機関の健全経営をみていく立場にある。政策上の判断として、貸出の増加を促して経済を活性化していくことは必要であると言ったうえで、後者の金融機関の経営の健全性という観点であるが、これについては、日本銀行は金融機関が希望すれば、全額無制限で供給する用意はあるということである。その希望に応じて全額である。彼等が希望するかどうかと言った場合、ALMという観点だけでみると、これは借りた方が得であろう。一方、信用リスクの管理という面でみると、借りた方が得かどうかは必ずしも分からない。そういう意味で、金融機関自身が最終的に与信リスクも含めてリスク管理を行ったうえで、彼等がプルーデントに判断し、そのうえで希望したものについては、全額出していくという説

明をしていくということかなと思う。石田委員がおっしゃたように、これは論点だと思う。

それでは、この点については、取り敢えず今言ったことでいくとして、あとまだ沢山の議論があるので、ここで5分だけ少し休憩したいと思う。

(12時25分中断、12時31分再開)

白川議長

再開する。三番目の論点であるコミットメントの文言に関する議論である。この問題に関しては、委員の意見が若干分かれている。多くの委員は、現時点では、コミットメントの文言の変更には慎重であったように思う。私自身は考え方を申し上げていなかったの、自分自身の考え方を併せて申し上げる。現在の市場金利の動向をみると、イールドカーブの中期ゾーンまで極めて低い金利水準になっており、日本銀行の金融緩和を継続していく姿勢に対して疑念が生じているとは考えられない。この先、コミットメントの文言の変更が効果を持ち得る局面になることも考えられるが、現在はまだそういう状況にはないと思う。いずれにせよ、また後から若干の議論はしたいと思う。

それから、今日の意見表明の中で明示的な話があった訳ではないが、増額完了後の基金の運営についても——時折記者会見で聞かれていつも答えているが——、この問題を考えていくうえでは、われわれ自身が大本のコミットメントをしっかり踏まえる必要がある。つまり、「消費者物価1%を目指して、強力に金融緩和を推進していく」というのがわれわれのコミットメントである。そうである以上、買入れを完了したら、直ぐに基金残高を取り崩していくという運営を考えている市場参加者はいないと思う。勿論、記者会見などで聞かれたら、「増額完了後の基金の運営も、1%を目指して強力に金融緩和を推進するという考え方に則して行う」という点を、改めて説明していきたい。これは当然のことである。これが先程の皆さんの意見と私の意見である。コミットメントについては、意見が分か

れているので、若干の議論をしてはどうかと思う。追加的なご意見があれば、どうぞお願いします。

#### 白井委員

確かに市場金利のユーロ円金利先物のフォワードカーブなどをみると、2014年12月まで金利が上がるとは誰も思っていない。そういうことを考えると、本来、時間軸効果は政策金利の予想を長期化することであるから、既に長期化しているところに、追加的にコミットメントの表現を変えたところでどれだけの影響があるのかという点が一つあると思う。コミットメントに関しては、以前から私も色々考えがあるが、今回はこれで良いと思う。また将来的に考えていきたいと思っている。

#### 石田委員

コミットメントの議論で、「日本のは弱い」、「期間が決まっている」、「米国の方が長い」とか色々言われている。FRBのやり方は、基本的には毎回決議しているのである。われわれのところは、ある意味で言うと、毎回決議しないで、決めたものを守るということだから、こちらの方がある面言えば、堅い面もある。そういうところを易しく説明していく必要がある。もう皆分かっていると思っはいるが、そうではない人も色々いる。例えば、米国のQE3でも、無制限と言いながら毎回続けていくことを決議している。われわれのところは、2013年12月末まで買うと言ったら、それはずっと買う訳である。こういうことや、あるいはECBはまだ買ってないというような話を説明していくことは必要だと思う。

#### 白川議長

説明は、私自身もしてはいる。ただ、私だけが突出して説明するというより、ボードメンバー全体でバランス良く説明していくことを考えていく必要があると思う。

## 宮尾委員

コミットメントについては、私も、どのようなオプションがあり得るか問題意識として持っている。特に具体的な問題意識として、現行のコミットメントは物価安定の目途の達成が展望できるまで強力な金融緩和を続けるということであるが、それでは展望できた後実際に達成するまでの間はどのようにするのか、その間の繋ぎの期間について何か有効なコミュニケーションがあり得ないのかという点を、自分自身の問題意識としてずっと持っていた。これについて、私自身、上手い案が見当らない。事前に将来のガイダンスを明確にするということと、将来のフレキシビリティを確保するというこの両者をどのように両立していくかといった点を含め、私自身、もう少し検討したいと思っている。大切なのは、白川議長が冒頭でおっしゃったように、やはり現行のコミットメントをまずしっかり説明していくことだと思う。1%の確実な達成を目指して強力な緩和を続けていくという大枠をしっかり説明していくことが、まず大切だと思う。

## 山口副総裁

皆さんがご承知のことを敢えて言うことになるが、われわれの中長期的な物価安定の目途は、あくまでも2%以下のプラスだということをはっきりと言ったうえで、当面1%を目途とするという言い方である。だから、1%が視野に入ってきた時に、われわれの中長期的な物価安定の目途として1%で良いのかどうかを、もう一度しっかり議論する必要があると思う。われわれは毎年この点を見直すとはっきり言っている訳であるから、そののところをしっかりと理解してもらうように、マーケットに常に発信していく努力が必要だと思っている。

## 白川議長

佐藤委員、木内委員は何かあるか。

佐藤委員

色々意見を伺ったが、1%に近づいてきた世界、あるいは1%を達成した世界において、その後どうなるのかである。ここについては、おっしゃるとおり、その段階でまた議論することになるだろうが、それまでの間、例えば、今回の展望レポートの案では、「着実に1%を目指していく」と言っている一方で、「1%を見通せるようになるまで金融緩和を続けていく」というコミットメントをしている。これが私にしてみると、ガイダンスとして凄く分かりにくい。将来的に、ガイダンスの混乱を招く恐れがあるように思う。

山口副総裁

それは、着実に1%に近づいていくという表現にしてしまうと、1%が見通せるようになっていく、ということになるのではないかとということか。

佐藤委員

そのようなガイダンスの混乱である。

山口副総裁

誤解されるということか。

佐藤委員

誤解される恐れがある。だから、その辺をクリアにするためには、「1%を見通せるようになるまで」よりは、もう少し数値基準的にはっきりと「1%を安定的に達成するまで」とした方が、恣意性がないということである。併せて本行の強い緩和スタンスを内外に強くアピールすることにもなると思う。

石田委員

私は、元々、このコミットメントができた趣旨は、金利を上げないため

のコミットメントだったと思う。だから、それはその目的のみに使うべきであって、あまり色々な意味を持たせると、政策の運営が非常に難しくなってくる。もし、疑義があるということであれば疑義を晴らすという点から、別途の方法を考えた方が良いという感じがする。

#### 西村副総裁

佐藤委員、木内委員が出されたものは、結構重いものがある。どういうことかと言うと、コミットメントの目的は、先程石田委員がおっしゃったように、基本的には金利に対するガイダンスである。その時に、コミットメントが効果的に効くためには、できるだけ簡単で、誰がみても明らかで、かつ後で紛れがあってはならない。ところが、今までのわれわれの経験——多分、F e dもこれからそういう経験をしようと思う——では、次第にこれがごちゃごちゃになっていく。そういうことで、結局のところ、コミットメントしたにもかかわらず、何をコミットしたのか分からなくなることが一番困る訳である。コミットメントが重要であることは、私も全くそのとおりであると思うし、そもそもそのようなことに関する色々な仕事をしたこともある。コミットメントの基本になるのは、最終的に、何をどのように明確に紛れのない形で、かつ将来に禍根を残さないようにきちんとコミットするかである。それは、かなり慎重に検討しなければならない。實際上、F e dでも、この形になるまでにずいぶん長く検討されていたが、それでも上手くいったとは思えない。そういったことなしに、どんどん継ぎ足しをしていくようなコミットメントはコミットメントにならないので、私は避けた方が良いと思う。そういう意味で、今の段階で何かを決めることは、私は時期尚早だと考えている。ただし、これは非常に重要な点で、これから重要になっていくので、これについては、やはり検討していく必要はあるとは思っている。

#### 山口副総裁

佐藤委員がおっしゃりたいことを単純化して言うと、着実に1%に近づ

いていくといっても、必ずしも1%が視野に入ってきた状況ではないということがはっきりすれば、佐藤委員が考えておられることに対して、必要十分な答えになると私自身は思う。例えば、白川議長が記者会見などの場で、1%に着実に近づいていくと言ったとしても、それは1%を見通せるようになった状況ではないということを丁寧に説明していくことで、佐藤委員が持つておられる疑問は解決するのではないか。わざわざ、「当面1%になるまで」という新たな時間軸を持ち込まなくても、そのような形での対応で、市場の理解、世の中の理解は十分得られるのではないかと私は思う。

#### 佐藤委員

勿論、そのような説明努力は重要だと思う。ただ、実際にこれまでのところ、そういった形で対外的になされたかと言うと、少なくとも私が知る限りでは、これまでの展望レポートの書き振りである「着実に1%」と「1%を見通せるようになるまで」の違いが、明確に市場に情報発信されたとは思えない。それから、勿論、総裁会見等を通じたそういった情報発信は非常に重要な機会だと思うが、やはり最終的に残るのは、総裁会見録ではなくステートメントだと思う。そこの情報発信力は圧倒的に高いので、私としては最終的にはコミットメントの変更をステートメントとしてきちんと残すべきだと思っている。

#### 白川議長

他にご意見はあるか。コミットメントについて、自分自身の感想を申し上げたい。今まで時間軸のサンプルはあまり多くなく、例としては、日本銀行の時間軸——ゼロ金利時代と量的緩和時代の時間軸、それから今現在やっている時間軸——、それからF e dのI Tバブル崩壊後の時間軸と今やっている時間軸である。ワンサイクル全部終わったという意味では、日本銀行の過去のケースとF e dのI Tバブル崩壊後のケースの二つしかない。日本の経験でいくと、私自身は、時間軸政策が意味を持ったのは量

的緩和の末期、正確に言うと時間軸ではなくて、量的緩和が終わった後、日本銀行が非常に低い金利を継続するという姿勢を示していたことが、当時は円キャリートレードを引き起こした。そういう意味では、平時における時間軸が何か効果を発揮したという感じは、自分自身はほとんど持っていない。要は、現実にある特定の景気・物価情勢の中で、どういう金利水準で当面やっていくのかが問題になってくる。それは、直前に山口副総裁が言ったが、仮に日本銀行がCPI1%を見通せる状況になったと言った場合には、それは勿論問題になるが、今はわれわれ自身がそのようには判断していない訳であるから、時間軸が何か効果を発揮するとは思えない。

時間軸に意味を持たせる時に、悩ましいのは、誰からみても客観的な数字でやる場合には、全部そこに政策を縛り付ける訳である。そうすると、コミットメントした時からその後の展開について、基本的に新たな変化について対応できないことを自動的に意味している訳である。米国のITバブル崩壊後のコミットメントについて、勿論、あれが唯一の原因ではないが、あれも2000年代半ばの世界的な信用バブル、あるいは米国のバブルを生む一つの原因であったという議論も有力な議論としてある訳である。そのような反省のうえに、どのようなコミットメントが良いのかについて議論をしていて、これはコミットメント一般の有効性を否定する訳ではないが、しかしどのような形が良いのかについては、まだまだ議論すべき点が多いという感じがする。今、われわれ自身、消費者物価の1%を達成することに必死になっている訳で、実際に1%になっていくには、経済全体の体温が相当上がっていくことが必要である。その時に、われわれの頭の中の限られた知恵で考えていることではないことが起こるかもしれない。そういう意味で、完全に誰がみても確実に達成できたという時まで政策を縛ることが、本当にわれわれが最終的に目的としている経済の安定にとって良いのかどうかについても、これは何とも言えない。良いのかもしれないし、良くないのかもしれない。そういう問題は問題として十分認識したうえで、それは今日ここで決める話ではないという感じが私自身はしている。

## 佐藤委員

政策をガチガチに縛るというところだが、私は、ある程度縛ることが本行の緩和姿勢を強めることに繋がると思う。その一方で、本当にガチガチに縛るのかと言うと、前回の量的緩和の時の解除条件——数値基準による解除条件——は三基準あった。三つ目の基準は、結局は総合判断でみていこうということだった訳で、いわば第二の柱である。今回の場合も、私は、第二の柱は残していくべきであると申し上げた。金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検していくことを条件にするのであれば、たとえ、C P I の数値基準でガチガチに縛ったところで、最後は、やはり本行の何らかの判断を働かせる余地はあると思う。そういう意味で、私なりにバランスを取ったつもりである。

## 白川議長

問題は、コミットメントが効果を発揮する時は、われわれ自身が金融的不均衡について言っても、マーケットはそれを無視して機械的に「1%まではゼロ金利なんだ」と思って、その結果、「日本銀行自身はちゃんとオプションを持っている」と言っても、マーケットでは多分混乱が生じるだろう。そうかと言って、コミットメントのバーが低い方が良いという訳ではなく、多分最適な水準があるのだろうと思う。その水準を巡って今議論していて、われわれが色々考えた結果、従来は出していなかった1%という数字を出して、かつそれが見通せるかどうかについては、展望レポートできっちり判断する作業を丁寧にやっていくことにしている。そういう意味で、金融的不均衡の条項があるから全部縛っても大丈夫だというのは、われわれの論理としては勿論そうであるが、マーケットの観点からみると、そう上手くいくのかという感じがしている。ここは、繰り返しになるが、そういう問題があるということを十分に認識したうえで、これからも議論していくということではないかと私自身は思う。

## 山口副総裁

われわれの政策行動をどの程度縛るかは、注意深く議論する必要がある。必要以上に縛ってしまうと、長期債市場がどのような反応を示すか分からない。先程おっしゃられた量的緩和の時に、コミットメントの内容を具体化したのは2003年10月であった。あの時点では、景気もその前の年から上向きになり始めており、上向きになってから1年半位経ってからの話である。従って、さらに景気が良くなっていくかもしれないという状況の中で、ひょっとすると時間軸が短くなっていくということを頭に置いて、ブレークダウンを行った訳である。従って、現在金利が上向く状況になっているのかどうか——これは石田委員が言われたことと絡むが——の判断が非常に大きいと思う。上向く状況になっているのだとすれば、今の段階でそれが早過ぎると思えば、それを抑えるべく時間軸を強めに働かせるような表現は当然必要になってくる。ただ、私自身は冒頭の話の中で申し上げたが、今そのような状況にはないと思っている。そして、そのような状況にない中で、時間軸をより強めていくことの合理性ははっきりしないし、そうしたことを行うとマーケットがどのように反応するか分からないという気がしている。

## 佐藤委員

名目金利が上向いてないことは確かに事実である。2003年10月の時は物価が上向く兆候がみえていた。医療費とか米でゼロ%を超えそうになっていたのも、時間軸を入れようという事情だったと思う。今回、名目金利が上向いていないことは確かに当時と全然違うが、実質金利はどうかと言うと——実質金利を何で測るかはまた難しい問題であるが——、デフレ期待が非常に強固に蔓延している中で、実質金利はまだ高止まりしている。そのような中で、繰り返しになるが、日本銀行がきちっとしたコミットメントをすることによって、幾ばくかでもインフレ期待に働きかけることはできないかと思っている。

## 木内委員

コミットメントを強化したら政策効果が今の時点で高まるかどうかは確かに不透明だが、今のコミットメントを続ける中で効果が小さくなってしまいうリスクがあるのではないかと思う。今のコミットメントは、やはり非常に不透明で少し曖昧である。先行きの金利見通しにはっきりとは表れていないかもしれないが、1%に達する前に、金利を上げなくても資産の買入れを止めてしまう、あるいは場合によっては残高を小さくしてしまうという疑念が市場にあるのではないか。それは、過去のゼロ金利解除や量的緩和をみても、仕方なかったと思うがあれは拙速だったと思う人がいる。同じことを繰り返してしまわないかと思う人がいる時に、今の「見通せるまで」というのは、やや拙速に解除に向かってしまうリスクを少し残していると思う。さらに、なぜ今回かと言うと、やはり展望レポートの物価の見通しが、従来示したものとずれてきたということで、本当に1%をしっかりと目指す政策姿勢なのかどうかについて、多少なりとも疑問が出やすいタイミングで、コミットメントを強化するのは、勿論、リスクとリターンの両方のバランスを考えなければならないが、意味があるのではないかと思っている。

## 山口副総裁

提案されている今回の追加緩和策では、基金については11兆円程度の増額を行い、加えて金融機関の貸出をサポートするために金額無制限で日本銀行が資金を提供することも考えている。後者だけでもかなりの規模になる訳である。こういった非常に強い緩和姿勢を示す中で、日本銀行のコミットメントを強化しないと、日本銀行の緩和姿勢が疑われるということになるのであろうか。

## 木内委員

資産の買入れは、2013年末までである。そういう意味では、もう少し先までのコミットメントは…。

#### 山口副総裁

しかし、金利の動向をみる限り、日本銀行のコミットメントが疑われている兆候はみられない。言葉としてそうしたことを言う人はいるが、実際にマーケットで形成される金利をみていて、私自身はそのような兆候はないというように思っている。

#### 木内委員

金利には明確に出てないかもしれないが、政策変更は、金利だけではなく資産のコントロールもある。金融市場がそれを先行きどのような見通しでみているかは少し分からない。

#### 白川議長

政策は最後には金利に反映されるが、金利の集積である長期金利に全然出ていない時に、それとは別に日本銀行に対する政策の不信感があるというのは、私にはかなり理解しにくい議論である。

#### 山口副総裁

先程、佐藤委員も言われたが、もし何らかの誤解が生じやすいということであれば、それは白川議長が記者会見で語るなり、われわれが講演等できちっと語ることを続けることによって、誤解を解いていくことで十分ではないか。

#### 森本委員

もう言い尽されているので、私は控えていたが、先程、山口副総裁が言われたように、われわれとしては2%の範囲内で当面1%を目指して全力で金融緩和を続けていこうということで、今、取り組んでいる。その本気度については、実際にこのような金融行動で、はっきりエビデンスとしても示している訳である。経済情勢のもとで適宜見直していく中で、

コミットメントは行動で裏付けて、「確かに本気でやっているな」ということがはっきりしていれば、市場とのコミュニケーションはしっかり取れるのではないかと考えている。あまりやらないという状況であれば信認されないと思うが、強力に都度都度対応していっていることが大事なのではないかと私は思っている。

#### 白井委員

今のフレームワークを理解して頂くように、やっていることをしっかりコミュニケーションしていくことが、私も含めてまず最初だと思う。先程、佐藤委員がおっしゃっていたデフレ期待が蔓延しているというのは、少し違うと思う。色々な見方があると思うが、デフレ期待を皆が持っている訳ではないと思う。実質金利に関しては、人によって見方が違うと思うが、私は少し違う意見を持っている。基本的には、私も今回はこのままで良いと思う。

#### 白川議長

いずれにしても、これは海外の中央銀行をみても議論がずっと続いている訳である。別に、今日ここで議論の決着がつく訳でもないが、お互いどのような考え方であるかを認識したうえで、しかし、日本銀行の大勢の意見として、どのように考えているかを整合的に説明することは大事なことである。その意味では、この場の議論は、組織として一番良い決定なり判断を出すための作業である。従って、各人が自分はこれを言ったということではなく、最後にわれわれ自身がコレクティブに責任があるのは、日本銀行として、組織として、どうやって情報を出していくのかである。このために皆が知恵を出し、その作業を今行っているということを強く意識して、今後とも議論していきたいと思っている。

今、三つ目の論点について議論したが、これらの案件について議案として取り纏めたうえで、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。執行部には、基本要領の改正案の作成等採決に向けた準備を進めて頂

きたい。

次に展望レポートに移りたいと思う。金融経済情勢及び当面の金融政策運営の検討を踏まえて、次に展望レポートの基本的見解の取り纏めを行う。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付けて封筒に入れて頂きたい。

内田企画局長

ご報告する。変更はなしである。

白川議長

それでは見通し計数、分布の最終案が変更なしということで確定した。基本的見解の取り纏めを行いたいと思う。

内田企画局長

計数の変更はないが、一点だけ、先程の貸出増加との関係で記述の変更をしてある箇所をご議論頂ければと思う。16 頁の下から二つ目のパラグラフで「先行きの金融政策運営については、」というところであるが、その3行目に「復帰に向けて、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、適切な政策運営に努めていく」となっているところに、「成長基盤の強化および貸出増加の支援を通じて」という形で入れた方が宜しいかと思う。その後の「第2に、」のところにはその趣旨が既に盛り込まれているので、変更の必要はないと思うが、この柱というかその部分だけ変更してはどうかと思うが、如何か。

白川議長

如何か。

白井委員

貸出支援を入れるということか。

内田企画局長

そうだ。

白井委員

貸出支援の今回の新しい方針を入れるということか。

内田企画局長

入れるというご決定を頂くのであれば。

白井委員

1年間のトライアルであるが、良いと思う。

白川議長

もう一回、伝えてほしい。

内田企画局長

それでは文章を読むが、「先行きの金融政策運営については、前述の2つの柱による点検を踏まえ、わが国経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的成長経路の復帰に向けて、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化および貸出増加の支援を通じて、適切な政策運営に努めていく」。「および貸出増加」を足し、「の双方」の三文字を削るということである。

山口副総裁

「金融機関の」という文言を入れなくて大丈夫だろうか。あるいはもう少し手前のところで「成長基盤の強化および金融機関の貸出増加の支援」とした方が良いのだろうか。ただし、成長基盤強化も金融機関を支援して

いるのだが……。

内田企画局長

成長基盤はもう少し広い呼び水のようなところもある。「金融機関貸出の増加」でも良い。

白川議長

「金融機関貸出の増加」は少し紛らわしいので、「金融機関の貸出の増加」ではどうか。

門間理事

「の」が少し多くないか。「金融機関の貸出増加の支援」の方が良くないか。

内田企画局長

では、「および金融機関の貸出増加の支援を通じて」とさせて頂く。勿論 80 兆円という数字があるので、これは後程ご決定頂いたうえでそれに応じて直させて頂く。

白川議長

展望レポートについて、先程の物価に関する議論、それから直前の時間軸、勿論それ以外の論点もあるが、展望レポートの基本的見解について追加的な意見があればお願いします。

佐藤委員

先程の繰り返しになるが、改めて申し上げておきたい。物価のメカニズム、それから見通しの中心値も含めて、やはり違和感が強いと思っている。物価情勢については、マクロ的な需給バランスが改善基調を続ける中で、消費者物価の下落圧力が徐々に弱まっていくとの想定は良いが、1%に着

実に近づいていくことについては、メカニズムを含めて不確実性が高いと私自身は思う。理由は先程意見表明したとおりである。2000年代半ばの負の価格ショックをもたらした諸要因が後退し、物価が80年代以降の長期的なフィリップスカーブの曲線上に戻りつつあるという背景説明がメカニズムとしてどうしてもしっくりこない。もう一つ大きいのは、需給ギャップも大事であるが、恐らく需給ギャップと同等かあるいはそれ以上に重要なのは、労働力ギャップだと思っている。労働市場におけるギャップが解消せず肝心の賃金、所得環境が改善していかない中で、物価だけが上がっていくという想定には違和感がある。

#### 白井委員

マクロ的な需給バランスと資本ストックの稼働率、それから労働投入ギャップは関連している。だから、GDPギャップが縮小していく過程で労働力ギャップも縮小していくと思う。そうした過程の中で、長い目でみれば労働人口が減っている訳であるから、緩やかであるかもしれないが、賃金が上昇していく可能性があるとして申し上げた。労働投入ギャップとGDPギャップはほとんど関連していると思う。

#### 佐藤委員

確かに、需給ギャップが改善していく中で、労働力ギャップも改善していくという想定は自然だと思う。一方で、足許の労働力ギャップと物価の関係をみると、例えば、本日出た完全失業率は4.2%で、物価はゼロ%近辺である。では、過去に物価が1%近辺にあった時の完全失業率は幾らだったかと言うと、3%に近かった。これは構造的失業率を幾らでみるかという問題はあるが、ほとんど完全雇用に近い世界で、漸く1%が達成できていたという現実もある。そういう点では、雇用情勢、それから労働需給の結果としての賃金、就中、名目賃金の動向はやはり物価の先行きを考えるうえでとても重要だと思う。

## 白川議長

賃金の重要性は、私も全く同感である。何回か前のこの決定会合の席でも議論したが、物価を決めるものとして、需給ギャップと予想インフレ率、それから輸入コストに分けた時に、今、佐藤委員がおっしゃったのは予想インフレ率に属する部分が大いと感じる。予想インフレ率という場合は、エコノミストの言う予想インフレ率も勿論あるが、それだけだと上手く捉えられない。以前、私は、物価に関するノルムとか規範とかいう言葉で表現したが、賃金とか物価が上がってくる時に、それをある程度受け入れていく社会の雰囲気はやはり大きいと思う。それは何によって決まってくるのかというと、結局は最終的には需給バランスが改善することを通じてであって、突然それが出てくる訳ではない。もう一つは、個別に賃金や価格が上がってくる時に、特に公共セクターがそうだと思うが、そういうものを基本的にアクセプトしていくものがないと、物価が上がる面もなかなか生きてこない感じがする。そういうことを全部含めて予想インフレ率という言葉でキャプチャーできるものだろうかという感じがする。ただ、賃金の動きが大事だということは、同感である。

## 木内委員

向こう1年、1年半のうちに本当に急激なカーブで上がる形にならないと、2014年度の0.8%の中央値は出てこない。それは、過去と非連続的な何かを想定しないと、多分そういった数字は出てこない。それが一体何なのか、この文章はほとんど表していないと思う。

## 西村副総裁

それは、過去がその前の過去とそもそも非連続的に変わったということがある。だから、ある種の構造変化が続けて起こる訳であるから、過去の構造変化をどのように解釈するかである。過去の物価が1%の時は、完全失業率が3%近傍であったことは、確かにそうであるが、あの当時と今では労働市場の構造が全く違うし、企業の価格付け行動も違う。しかし、

今重要なことは、過去の情報に依存して将来をみていかなければならないということだ。それについて、色々な考え方があるのは正しいと思う。ただ、そのこのところを説明しないと、なかなか説得力がない。そもそも、それは最終的には経済理論で説明しないとならない。その辺についての説明力があるかどうかは極めて重要だと私は思う。

#### 白川議長

需給ギャップと物価の関係について、世界的な現象として感応度が下がってきていることがある訳で、これは皆さんも認識されていると思う。需給ギャップと物価は関係がないということをあまり強く言うと、金融政策を含めてマクロ経済政策として働きかけていくことは意味がないということになると思う。その関係を機械的に計算すると低下してきていることは事実であるが、われわれとしては、経済活動を刺激し物価を上げていくことを考えていく以上、ベースとしては需給ギャップのルートを前提にしないと、政策自体も意味がないという議論とほぼイコールになってくるような感じがする。

#### 木内委員

私も、勿論、需給ギャップはベースの一つとしては考えている。ただ、それは感応度の問題で、ここまで上がるためには急速なカーブを想定しなくてはならない。

#### 山口副総裁

ただ、そこは展望レポートの19頁のチャートをご覧頂ければお分かりのとおり、少なくとも中央値である白丸の推移を2012年、2013年、2014年と追っていく限りにおいては、何か大きなジャンプが発生しているということではないと思う。2014年については、先のことなので、分布にばらつきが出るのは当然である。自然さという点で言えば、私はここに不自然な動きが出ているとは思わない。

#### 木内委員

だとすると、2014 年度の見通しは非常に不確実性が高い訳である。分布もかなり下の方に広がっているということを考えると、「着実に 1%」という表現自体にどうしても少し違和感を感じてしまう。

#### 山口副総裁

2 年も先のことなので、不確実性が高まること自体自然だし、分布が広がることもこれは不可避である。広がらない方がむしろおかしい。木内委員が持っておられる物価観からして、着実に 1% に近づいていくとは思えないという議論だとすると、そういうこともあるかもしれない。この絵から木内委員のおっしゃることが合理的に引き出されることではないように思う。

#### 木内委員

二つある。まず、私自身は物価の見通し自体に慎重である。それから、チャートは皆さんの物価見通しとして尊重する。ただ、尊重したうえで、「着実に」という表現はどうなのかと、二段階で申し上げている。

#### 石田委員

「着実に」とあった方が、何か遠いような感じもする。それを取って、「近づいていく」と言うと、義務みたいな感じがする。ただ、この 19 頁の (2) の C P I のグラフをみると、2014 年度は分布はずれているが、大勢見通しの分布は +0.4 ~ +1.0 なのでその中心は 0.7% であり、中央値との差は 0.1% である。だから、0.1% がどの位大きいかということだと思いが、例えば、木内委員からおっしゃれば、急速に右上がりはおかしいということかもしれないが、幅を持って考えれば、2014 年の初頭と終わりをみれば、こういう考え方からすれば、1% を横切っているので「着実に」という言葉——私が書いた訳ではないが——が出てきているのかもしれない。

ない。

白川議長

色々な議論はあると思うが、粗方の論点は出尽くしたように思う。基本的見解については、後ほど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、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

ここで一点私から提案がある。日本銀行は政府との間で様々なレベルで日頃から密接な意見交換を行っている。私自身も総理との率直な意見交換を通じて、デフレ脱却に向けた政府と日本銀行の取り組みに関して十分な認識を共有してきた。そうしたやりとりの中でデフレ脱却に向けた取り組みに関して、これまで両方で共有している部分の認識を改めて対外的に明確な形で示してはどうかということになった。今回私がそのように考えた背景は、実は先程来の議論で大分尽くされているが、改めて整理するとこういうことになる。日本経済は急速な高齢化の進行を背景とした成長力の趨勢的な低下という問題に直面している。加えてここ数年はリーマン・ショック、東日本大震災、欧州債務問題など数々の試練、ショックに襲われてきた。その中で日本銀行も政府もデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するという極めて重要な課題を達成するため努力を続けているが、ここへきて海外経済の減速の強まりからわが国の景気は弱含みとなっている。日中関係の影響の広がりなど新たなリスク要因も出てきている。こうした厳しい情勢認識のもとでこの課題の達成に向けて、政府と日本銀行が最大の努力を行うことやそれぞれが果たすべき役割について両者が共有している認識、いわば共通理解をこの時点で改めて対外的に明確な形で示していくことが、それぞれの政策をより効果的なものとしていくうえで必要ではないかという考えに、政府、日本銀行とも至ったということである。具体的にどのような文章にするかは政府と日本銀行が事務ベースで作成した原案があるので、まず執行部からその原案について説明してもらいたいと思う。

内田企画局長

読み上げさせて頂く。「デフレ脱却に向けた取組について（案）。政府及び日本銀行は、我が国経済のデフレ脱却に向けて、当面、以下のとおり取り組む。1. 政府及び日本銀行は、我が国経済にとって、デフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題であるとの認識を共有しており、一体となってこの課題の達成に最大限の努力を行う。2. 日本銀行としては、上記1. の課題は、幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものであると認識しており、政府が成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。日本銀行としては、「中長期的な物価安定の目途」を消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。その際、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。日本銀行は、『経済・物価情勢の展望』（平成24年10月30日）において消費者物価の見通しを公表した。日本銀行としては、引き続き「1%」を目指して、強力に金融緩和を推進していく。今後の物価動向については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において定期的に報告する。また、日本銀行は、金融政策運営の考え方を市場にわかりやすく説明していく努力を続ける。3. 政府は、日本銀行に対して、上記2. の方針にしたがってデフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続することを強く期待する。政府は、デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠であると認識している。このため、政府としては、足下の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速すべく、平成24年10月17日の内閣総理大臣指示に基づき、経済対策を速やかに取りまとめる。また、政府は、「日本再生戦略」（平成24年7月31日閣議決定）に基づき、平成25年度までを念頭に、「モノ」

「人」「お金」をダイナミックに動かすため、規制・制度改革、予算・財政投融资、税制など最適な政策手段を動員する。デフレ状況を含めた経済状況及び経済運営については、「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、定期的に点検を行う。平成24年10月30日。日本銀行総裁 白川 方明、内閣府特命担当大臣（経済財政政策担当）前原 誠司、財務大臣 城島 光力」以上である。

白川議長

まず、今の執行部の説明に対するご質問はあるか。そのうえで、こうした取り組みを改めて対外的に示していくことについて、ご議論頂きたい。

宮尾委員

今回このような形で、日本銀行と政府の双方の密接な意思疎通をベースに共同文書の原案を作成して、改めて国民に示すことは、非常に大事なことだと思う。冒頭、白川議長から説明があったとおり、非常に厳しい状況の中で、物価安定のもとで持続的成長経路に早期に確実に復帰していくことが極めて重要な課題であるという認識は、政府と日銀と双方でしっかりと共有されてきている。その認識を今回この機会に改めて示すことは、それぞれの取り組みをより効果的なものとするという意味でも、大変意義深いと思うので、議長提案に賛成したい。

白井委員

経済政策は、財政政策と構造改革と金融政策とがある。金融政策は、金融環境を緩和的にして活かして頂くのがベースなので、こういう形で出していくことに特に異論はない。

山口副総裁

私は、最初の発言で少し申し上げたが、政府と日本銀行がこういった文書を出すことについては、日本銀行の独立性との関係で問題が起きないか

どうかの観点が非常に重要だと思っている。そこについての配慮がないまま、政府と日本銀行が何らかの文書を取り交わしていくことになると、これは狙った効果が出るどころか、却ってマイナスさえ起きかねないと強く思っている。そのうえで、そうしたことが起きないように配慮を周到に施したうえでの文書であれば、マイナスの効果をミニマイズし、プラスの効果をしっかりと生んでいくと思う。そういった意味で、今回のこの文書について、私自身は賛成する。ただ、こういったものが一つの流れとなって、いつも政府と日本銀行が何らかの形で確認文書を取り交わしながらでないと、日本銀行の政策ができないということになってくると、これは非常に具合の悪いことだと思う。念のためであるが、この点はわれわれとしてもしっかり共有しておく必要がある。

#### 佐藤委員

非常に細かいことで、やや技術的な話ではあるが、先程のコミットメントの議論で、私は「消費者物価上昇率が1%を目指してそれが安定的に達成されるまで」と変えた方が良いのではないかと申し上げた。その主張からすると、これも変えなければならないということになるが、政府との連名でこういった文書を発出するという自体に関しては、特に反対するものではない。そういう点で、大筋で私としては賛成したいと思う。

#### 木内委員

私も同意見である。

#### 森本委員

私も、山口副総裁が言われたようなことを認識しながら、賛成したいと思う。

#### 白川議長

他にないか。提案理由は私が先程申し上げたとおりである。日本銀行と

して、1%を目指して強力な金融緩和政策を行っていくという姿勢は、これまでも明確であるが、改めて確認したいと思う。今回、このような形で文書を対外的に明らかにするという事は、政府の方も1%に向けてコミットしているということになる。1%については、日本銀行の仕事なんだというパーセプションがない訳ではないが、しかしこれは、政府自身が認識されているとおり、デフレからの脱却のためには成長力強化への取組みが不可欠であるという認識を示したものである。つまり、1%を達成するのは、政府と日本銀行が共にである。文書に書かれていることではあるが、政府と日本銀行がということ、改めて申し上げたいと思う。

それからもう一つ、先程、山口副総裁が言ったことと私自身も同じ思いがある。われわれ自身の目的は、経済を良い状況に持っていこうということである。中央銀行の独立性は、国会での長年の経験を経て、国会で審議されてできたものである。中央銀行が長い目でみて経済・物価の安定を図っていく、そのために必要な政策を中央銀行が行えるということについても疑念が生じると、ただでさえ日本の財政状況が非常に悪いので、むしろ逆効果ということも、理屈のうえでは考えられる。そういう意味で、政府におかれては、日本銀行の独立した判断を今後とも尊重していくことについて、疑念のないような情報発信を是非お願いしたいということをお願いしたいと思う。皆さんから色々なご意見を頂戴したが、こうした形で共通理解を政府と共に公表していくことについて、ご異議はなかったと受け止めさせて頂いた。

ここで、この案件について、政府出席者の方々からご意見があればご発言頂きたいと思う。

武正財務副大臣

ただ今ご提案のあった、デフレからの早期脱却に向けた政府・日銀の「共通理解」については、自分は城島財務大臣の代理として出席しているということもあり、政府部内で内容の確認や所要の調整を行ったうえで、採決前に、改めて意見を述べたいと考えている。

白川議長

それでは、議案が一通り纏まったところで、執行部は、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

先程、「着実に」というところで、木内委員のご意見は承ったが、「着実に」という文言があると、展望レポートの基本的見解には賛成できないということなのか、あるいはそういう意見をここで表明して——そのことは議事要旨、議事録には載る——、展望レポートについては賛成だということか。

木内委員

私は二点申し上げたので、その二点が修正されなければ反対である。

白川議長

分かった。

佐藤委員

宜しいか。私も展望レポート修正の議案を提出したいと思う。

白川議長

分かった。木内委員に確認だが、二点というのは、先程の「着実に」というところとコミットメントのところか。

木内委員

そうである。

内田企画局長

それでは読み上げさせて頂く。まず、「金融市場調節方針の決定に関する件」からである。議長案は、「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。

続いて、基金の増額の関係については、「「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」をご覧頂ければと思う。読み上げは省略させて頂くが、ポイントだけ申し上げる。記書きのところをみて頂くと、四つの規程等の変更をする。一つ目が、基金運営基本要領で、増額の修正をする。それからETFとJ-REITについて、特別な規程があるので、これを2. で変更をする。さらに、日本銀行の業務の基本を書いている業務方法書の変更が三点目である。四点目について、ETFとJ-REITについては、財務大臣と金融庁長官の認可が必要であるので、その認可申請書である。サブスタンスがあるのは一点目であるので、次の頁でご説明する。別紙1. で残高全体の上限の変更をしている。これは、資産買入れと固定オペを分けて書いているので、55兆円のところを66兆円とし、貸付の25兆円は変えないということで、合計すると91兆円になるということである。それから、利付国債以下のところについてご確認頂ければと思うが、利付国債について5兆円プラス、それから国庫短期証券について5兆円プラス、CP等について0.1兆円プラス、社債等について0.3兆円プラス、ETFについて0.5兆円プラス、J-REITについて100億円プラス、以上である。それが二点目である。三つ目、先程読み上げたので省略するが、「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することの決定である。

以上を踏まえて、展望レポートについて、先程変更させて頂いたものでご決定頂くということになる。それに関して、佐藤委員案が出ているので、読み上げは省略させて頂くが、議長案からの変更点のみを申し上げたいと思う。消費者物価前年比の「着実に」というところだが、「消費者物価の前年比は、当面ゼロ%近傍で推移した後、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、徐々に緩やかな上昇に転じ」の後を切って「ていくとみられ

る」とつなげることで、「着実に近づいていく」の文言を削っている。それから次の 6. のところも同様に、「着実に近づいていく」を削るということである。それからいわゆるコミットメントのところについて、「1%を目指して、それが見通せるようになるまで」の部分「1%を目指して、それを安定的に達成するまで」と変更するということである。

最後に以上を踏まえて、対外公表文案ということだが、こちらは読み上げさせて頂く。「2012年10月30日。日本銀行。金融緩和の強化について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、以下の決定を行った。(1) 資産買入等の基金の増額（全員一致／賛成○反対○）。長めの金利やリスク・プレミアムへのさらなる働きかけを通じて、企業や家計等の金融環境をより緩和的にするため、資産買入等の基金を80兆円程度から91兆円程度に11兆円程度増額する。増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下の通りとし、2013年12月末までに増額を完了する(注)」。注書きは認可についてである。全体像は別紙1である。「長期国債：5兆円程度。国庫短期証券：5兆円程度。CP等：0.1兆円程度。社債等：0.3兆円程度。指数連動型上場投資信託：0.5兆円程度。不動産投資信託：0.01兆円程度。(2) 貸出増加を支援するための資金供給の枠組みの創設（全員一致／賛成○反対○）。金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で資金供給する。資金供給の総額の上限は設定せず、無制限とする。議長は、執行部に対し、この新たな資金供給の枠組みについて具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示した（骨子素案は別紙2）。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／賛成○反対○）。3. 海外経済は、減速した状態が強まっている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢はやや後退した状態が続いているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。こ

うした状況のもとで、わが国の輸出や鉱工業生産は減少し、これまで堅調に推移してきた内需にもその影響が一部及び始めている。このため、景気は弱含みとなっている。この間、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。先行きについては、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響の広がりなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。金融・為替市場動向の景気・物価への影響にも、引き続き注意が必要である。4. 以上の景気・物価情勢を踏まえ、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさないようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。5. 日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、民間企業、金融機関等の幅広い経済主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。6. 政府と日本銀行は、この課題を達成するために、それぞれの役割を果たしていく必要がある。日本銀行は、上述の認識に立って、強力な金融緩和を推進していく。日本銀行としては、政府が「デフレからの脱却のためには、適切なマクロ経済政策運営に加え、デフレを生みやすい経済構造を変革することが不可欠である」との認識のもとで、日本経済の成長力強化の取組を強力に推進することを強く期待する。こうした両者の取組について、共有している認識を改めて明確に示すため、本日、政府とともに「デフレ脱却に向けた取組について」を公表することとした（別紙 3）。このことは、それぞれが行う政策をより効果的なものとしていくと考えている。以上」である。

別紙 1 はそれを数字として置いたものであって、一点ご確認頂く必要があるとすると、長期国債については来年一年間で均等に増やしていくということを前提に 6 月末の数字を置いている。それから別紙 2 であるが、先程ご議論のあった「取引先金融機関の貸出増加額（本措置の開始時点からのネット貸出増加額）」というところを、「取引先金融機関の貸出増加額

(基準時点からのネット貸出増加額)」と変更しているが、それ以外は叩き台のとおりである。

山口副総裁

「本措置の」もなくなるのだな。

内田企画局長

「開始」という言葉がなければ「本措置の」がなくても通じると思うので、そのようにしている。

そのうえで、参考として、貸出支援基金と成長基盤供給支援の関係が分かりづらいついかなということ、参考までにイメージを付けている。別紙3は変わらない。

以上であるが、冒頭二枚の紙について極く簡単に申し上げる。1.のうち、(1)はいつものとおりで、通常書くべきことを淡々と書いている。(2)については、この制度の趣旨について、「金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から」ということにしている。それから3.については、基本的に展望レポートと記述を合わせている。例えば、2頁目の2行目のところは「景気は弱含み」という表現にしている。それから先程来、ご議論があったので、リスク要因のところ、「日中関係の影響の広がり」という表現を入れている。4.以下については趣旨を書いたもので、先程のご議論を踏まえたものである。以上である。

白川議長

今の議案についてご意見はあるか。

宮尾委員

一点確認だが、別紙1の基金の規模の詳細のところの買入れのペースであるが、長期国債に関しては均等でというお話でこの数字のとおりだと思

う。他に少額を増額したCPや社債の増額のペースについては、私の理解では均等に増えていくというイメージを持っていたのだが、それで宜しいのか。もしそうだとすると、例えばCP等では、この記述では12年12月末の2.1兆円から13年6月末の2.2兆円となっているが、これは小数点第一位で丸めているからで正確には2.15兆円という理解で宜しいか。

内田企画局長

そういう理解で良いのだが、もしそこも正確にした方が良いということであれば、そこは2.15と書くということに…。

宮尾委員

説明すれば足りるかと思うが。ただ、これだけみると、最初の半年で全部積んでしまうのかというような…。

門間理事

確かに、この記述はそういう誤解を生む可能性があるなので、少し細かいが、小数点第二位まで書いた方が良いでしょうか。

内田企画局長

そうすると、REITはもう一位…。

門間理事

REITはそうになってしまう。このREITもこの半年で積んでしまうのかという感じにみえてしまう可能性があるなので、そのように読む人はいないとは思いますが、そういう可能性があるということを考えると、ここは0.125であるか。

宮尾委員

ただ、イメージとしては6月末を別に区切らずに、1年間なだらかにと

ということなので、これが別になくても良い、ない方がよりすっきりするかも一瞬思った。そこは他と平仄を合わせるために半年のラップも必要であれば、やはり 2.15 とか 3.05 とかにした方が誤解がないような気がする。

佐藤委員

償還のタイミング等で凄く不確実性があるので、あまりそこをがちがちにしてしまうのも変である。

白川議長

「数字は四捨五入している」と書くのでどうか。そうしないと全部細かい数字になってくるのではないか。

内田企画局長

それでは、そのようにレク等できちんと報告をするということ。

石田委員

ちょっと宜しいか。5 頁の（参考）「貸出支援基金」のイメージであるが、意味は分かるのだが、貸出支援基金は無制限なのに、ただ本当に借りるかどうか分からないので予想される資金供給額を「20 兆円 +  $\alpha$ 」としてしまうのが、何となく違和感がある。いいかという感じもあるが、中には借りない人がいるかもしれない。

山口副総裁

書かない方が良いということか。

石田委員

本当は、資金供給額上限が「20 兆円 +  $\alpha$ 」と予想されるということなのだが、「上限」の上に「無制限」と書いてあるのであまり書きたくない。

山口副総裁

結局、イメージとしては、今回 11 兆円基金で増額し、そのとおりになるかは別として貸出増加支援で 15 兆円出れば、総枠として 26 兆円の資金供給を行うということになる。

石田委員

別途であるな。こちらは、成長基盤が 5.5 兆円だから…。

山口副総裁

これは別の話である。今回は基本的に 26 兆円の資金供給を決めたのだということが分かれば、それが一番良い。そういう意味では、この足し算した数字は書かない方が良くもかもしれない。5 頁の（参考）「貸出支援基金」のイメージというところだが、ここが一番上の枠の中の「貸出支援基金」、「総枠：「無制限」、これはそのまま活かして、その下の「予想される資金供給額：「20 兆円 +  $\alpha$ 」」は、先程石田委員が言われたとおり、やや誤解を招く可能性があるので、この記述は落とす。右下の「貸出増加を支援するための資金供給＜新設＞」は残して、「総枠：「無制限」、で「直近データを当てはめた場合の単純計算：「15 兆円」、これは残しておく。そうすると、「（注）直近 8 月のデータによれば、取引先金融機関のうち貸出を増加させた先の貸出残高は、1 年前に比べて約 15 兆円増加」は（注）として残しておいて、「貸出がこれ以上のペースで増えれば、その分「+  $\alpha$ 」を消すのでどうか。

白川議長

記者会見で「+  $\alpha$ 」ということも言うので、ここからは確かに消しても良い。

門間理事

先程の別紙 1 は四捨五入しているという旨をここに記載した方が良い

か。単に説明するだけではなくて、これしかみない人もいるので。(注)に書き加えた方が良いということか。

宮尾委員

ただ、ETF、J-REITは買入れのペースがランダムになるので、それはそれで。ただ、標準的なイメージとしてはちょうど均等ペースということだと思うが。さらにややこしいことを言って申し訳ない。

西村副総裁

真ん中がなくて、矢印だけで良いのでは。

宮尾委員

それが一番良い。

内田企画局長

CP以下は…。

西村副総裁

別段、これに関して6月末に意味ある訳ではないので。

宮尾委員

上二つは前からあった。

山口副総裁

元々、何も決めてない。

宮尾委員

そのまま矢印でというのが、一番分かりやすい。

内田企画局長

6月末のCP以下四つのコラムを矢印にするということか。

佐藤委員

それで執行部がその都度足取りを報告をする時に困らないか。

門間理事

あくまでも2013年12月末を念頭に置いた足取りの報告をする。

森本委員

6月末の総額の78兆円というのも入らないということか。

内田企画局長

厳密にはそういうことになるが……。

石田委員

これこそは、78兆円程度なのだろう。そうすると、右の「程度」と少し違う「程度」なのだ。

内田企画局長

ただ、長国と短国を合わせても、それ位の増額になるので、そこは多分飲み込めると思う。

白川議長

それでは、6月末のCP、社債、ETF、REITについては矢印とし、全体は78兆円程度は残すこととしたい。時間がやや押しているので、3時までに終わりたいと思う。

内田企画局長

一点だけ。貸出支援基金については、このご決定をもって、全員一致であれば、全員一致ということにさせて頂く。特別に採っている訳ではないので、そのようにご了解頂きたい。

白川議長

それでは議案が一通り纏まったので、一旦ブ레이크を取ることにする。本案件については、後程、金融市場調節方針と併せて、採決を行いたいと思う。執行部は採決に向けた準備を進めて頂きたい。

(13時56分中断、14時01分再開)

白川議長

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。最初に前原誠司経済財政政策担当大臣、宜しく願います。

前原経済財政政策担当大臣

わが国の景気は、引き続き底堅さもみられるが、世界景気の減速等を背景として、このところ弱めの動きとなっている。先行きについては、当面は弱めの動きが続くと見込まれる。また、対外経済環境を巡る不確実性が高いと考えられ、高い警戒レベルで注視する必要がある。物価については、下落テンポが緩和しているものの、緩やかなデフレ状況にある。

先程あった文書のご提案については、デフレ脱却に向けた政府・日銀の決意と、両者一体となった取り組みを明確に示すものとして高く評価する。特に、デフレからの早期の脱却を政府・日銀共通の課題として確認し、連名の文書として、内外に明確な形で共同して表明、発表することは、これまでになかったことであり、10年以上に亘るわが国経済の課題であるデフレ脱却に向けた重要な一歩となるものと考えている。

この文書にあるとおり、日本経済の再生に道筋を付けることは、野田内

閣の取り組むべき現下の最大の課題である。景気下押しリスクに対応し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取り組みを加速するため、まずは、緊急性の高い施策について、先週 10 月 26 日金曜日、予備費の使用決定を行った。また、遅くとも 11 月中を目途に経済対策を策定することとしている。この中で、「日本再生戦略」の重点 3 分野、すなわちグリーン、ライフ、農林漁業の分野の施策の前倒しを行っていく。

本日ご議論があった展望レポートにおいては、消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は 1%に届いていない。これは、今後、さらなる努力が必要であることを示していると考え。政府において、「日本再生戦略」に基づき、デフレ脱却に向け、2013 年度までを念頭に政策手段を動員するとしていることを踏まえ、日本銀行においても、できる限り早期に「物価安定の目途」を実現するため、金融政策において最大限の努力をお願いします。

本日、ご提案のあった資産買入等の基金の増額については、時宜を得たものと考え。日本銀行におかれては、引き続き、デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続されるよう期待する。以上である。

白川議長

武正公一財務副大臣、宜しく願います。

武正財務副大臣

政府は、今月の月例経済報告において、わが国経済の基調判断を、「引き続き底堅さもみられるが、世界景気の減速等を背景として、このところ弱めの動きとなっている」とし、3 か月連続の下方修正を行った。先行きについては、欧州や中国等、対外経済環境を巡る不確実性が高く、こうした中で、世界景気のさらなる下振れや金融資本市場の変動等が、わが国の景気を下押しするリスクとなっているとみている。

このような現下の経済情勢を踏まえ、「景気が弱めの動きとなる中、景気下押しリスクに対応し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取

組みを加速していくことが喫緊の課題となっている」という認識のもと、先般 10 月 17 日、総理から経済対策の策定について指示があった。10 月 26 日には、経済対策の第一弾として、緊要性の高い施策について予備費の使用を閣議決定したところである。引き続き、政府としては、遅くとも来月中を目途として、経済対策の決定に向けた作業を進めていく。日本銀行におかれても、わが国経済の状況が厳しさを増していることに加え、景気の下押し圧力が強まっていることを踏まえ、機を逸することなく、適切な行動をとって頂くことが重要と考えている。

こうした状況において、今回、資産買入等の基金の 11 兆円の増額が提案されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置と評価している。他方、本日の展望レポートに関する議論でもあったとおり、消費者物価上昇率 1%に達する時期については、不確実性が大きい状況である。日銀におかれては、引き続き、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済・金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、当面目指すこととしている 1%の早期実現に向け、継続的かつ、積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。

最後に、デフレからの早期脱却に向けた「共通理解」について、財務大臣の代理として、一言申し上げる。デフレからの早期脱却は、政府によるマクロ経済政策及び構造改革と日銀の金融政策が相俟って、初めて実現されるものである。ご提案のとおり、デフレからの早期脱却を政府・日銀の共通課題として明示し、両者が一体となって最大限の努力を行うことを文書の形で共同発表することは、いわば、政府・日銀がスクラムを組んで、強力にデフレ脱却に取り組む決意を内外に宣言したものであり、デフレ脱却に向けた大きな一歩となると考えている。政府としては、ご提案を大いに歓迎するとともに、この「共通理解」に掲げた政府側の取り組みを着実に遂行していく所存である。以上である。

白川議長

これから採決に入る。申し訳ないが、一時退席をお願いする。

[14 時 07 分政府からの出席者退室]

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

まずは調節方針であるが、採決の結果は賛成 9、全員一致である。

白川議長

門間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、これをもって指示をする。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」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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

基本要領の一部改正である。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。次に、「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」に関する採決をお願いする。まずは、佐藤委員提出案からお願いする。

[佐藤委員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：佐藤審議委員

木内審議委員

反対：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

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

展望レポート（基本的見解）、佐藤委員提出案である。賛成 2、反対 7、反対多数である。賛成は、提出者の佐藤委員と木内委員である。

次は、議長提出案である。

[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

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：佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議長案である。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は佐藤委員と木内委員である。

白川議長

議長案の反対 2 名の方については、先程もう提案理由で言われているが追加であればどうぞ。

木内委員

一言だけ補足である。佐藤委員案は私が申し上げたことと全く同じという訳ではないのだが、ただ内容的にはかなり一致している部分もあるし、偶然私が指摘したポイント二点が重なっていた。議長案に反対して佐藤委員案も反対するということになる、メッセージとして非常に分かりにくいメッセージにもなるので、佐藤委員案に賛成することにした。

佐藤委員

私の方からは、まず物価の先行きに対する見通しが中心的な見通しに比べて慎重であるということが大きな違いである。ではどうすれば良いかということで、今回決定された金融緩和の強化、それに加えて一段のコミットメントの強化ということも図る必要があるのではないかと考えて、展望レポートには反対した。ただ、自分なりによく考えて出した重い結論、決断であるので、建設的に政策スタンスの改善に向けて自分なりに考えていきたいと思っている。

白川議長

記者会見では、展望レポートについて全員一致かどうかということ聞かれる前に、私の方から二人反対があったということについて言及するようにしようと思う。

それでは、この「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」については、本日 15 時 30 分に对外公表する。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、執行部において修文したうえ、明日 10 月 31 日水曜日の 14 時に公表する予定である。

次に、「デフレ脱却に向けた取組について」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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果である。賛成 9、全員一致である。

白川議長

对外公表文は、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。執行部は、以上の採決の結果を含めた对外公表文の議案を作成し、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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果は賛成 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開始して頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[14 時 22 分政府からの出席者入室]

展望レポートについては賛成 7、反対 2。あとの議案については全て全員一致であった。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頂く。

## VI. 議事要旨（10月4～5日開催分）の承認

白川議長

最後に、10月4、5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。お手許に配付された議事要旨案について、ご異議はないか。それでは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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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2日金曜日8時50分に対外公表する予定である。

## VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了した。次回は、11月19、20日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。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14時46分である。

白川議長

解禁時刻が14時46分となった。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願います。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(14時41分閉会)

以 上