

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年11月19日（14:00～16:38）

11月20日（9:00～12:09）

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	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（19日）
	武正公一	財務副大臣（20日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（19日、20日9:00～11:03）
	前原誠司	経済財政政策担当大臣（20日11:05～12:09）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏（20日）
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	橋 朋廣
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	川本卓司

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、二番目に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等に関する議案取り纏めと採決、最後に 10 月 30 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。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。その前に概況だが、国際金融資本市場では、9 月以降のテールリスク後退を背景としたセンチメント改善の流れは維持されているが、足許市場心理は幾分慎重化しているように窺われる。すなわち、米国の大統領・議会選挙を経て、連銀の緩和姿勢継続への安心感が広がった一方で、政治的には

ねじれ議会が続くことなどからフィスカルクリフを巡る紆余曲折も予想され、不透明感が意識されている。それから、経済指標については、米、中で予想比上振れとなるものがみられたが、欧州では景気減速を強く意識させる指標や経済見通しが相次ぎ、投資家心理を下押ししている。わが国に目を転じると、前回会合での決定内容については、基金増額の規模は概ね予想の範囲内との声が多く聞かれた。他方、リスク性資産の増額をポジティブに評価する声に加え、貸出増加を支援するための資金供給の仕組みや政府との共同文書については、金融緩和姿勢の強まりを示すものとの見方も多くなっている。こうしたもとで、先行きについては、12月FOMCでの追加緩和期待が強いこともあって、わが国でも金融政策を巡る思惑が醸成されやすい状況となっている。

それでは、図表2-2(2)のドルやユーロのLIBOR3か月物だが、テールリスク後退を受けた金融機関のカウンターパーティ・リスクの評価改善を背景に、対OISスプレッドが相応にタイトな水準となり低下基調にも一服感が窺われるが、いずれも調達環境は落ち着いている。邦銀の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)の米国の長期金利は低下し、足許はレンジの下限として意識されてきた1.6%をやや下回る水準となっている。これは連銀の緩和政策に批判的なロムニーの勝利に備えて、債券を買い控えていた投資家が選挙後に債券買いを行っていることなどが背景である。もっとも先行きについては、選挙結果が大方の予想どおりであったことから、引き続き1.6~1.8%台のレンジ相場を予想する向きが多く、差し当たり金利がさらに低下していく展開を見込む向きは多くない。この間、ドイツの長期金利だが、米国の長期金利の低下や欧州経済の悪化懸念、それから周縁国の情勢に対する警戒感を背景に低下している。次に、図表2-4(1)のわが国の10年債利回りだが、0.7%台の後半で揉み合いの動きを続けていたが、米国の長期金利低下が確認されたことを契機にこのところのレンジの下限であった0.7%台半ばを下回っている。先行きも追加緩和への期待が強い中で、年度計画対比買い遅れている投資家が金利目線を切り下げて買い進める動きをみせていることか

ら、需給のタイト感が意識されているが、この水準では高値警戒感も指摘されている。

次に、図表 2-6 (2) の短国の発行時の平均落札レートは、補完当預利用先の投資目線が維持されていることを背景に、引き続き 0.1% を大きく下回ることなく推移している。図表 2-8 (2) の CP 市場では、発行金利が総じて低位で安定的に推移している。高めの水準での発行がみられていた電機や電機関連のリース会社でも、業況不芳が目立つ一部を除いて総じて上昇の動きが一服している。図表 2-9 (2)、(3) で米欧の社債市場をみると、米国では、軟調な企業決算に加え、改めてフィスカルクリフが意識されたことがスプレッドを拡大させている。欧州では、経済情勢への懸念が強まっているが、ECB による OMT 決定以降のセンチメント改善を受けたスプレッドの縮小基調が続いている。図表 2-9 (1) の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が、業況不芳先では引き続き流通スプレッド拡大の動きがみられている。スプレッド拡大の動きは A 格を中心にみられているが、あくまでも業況不芳先に限られたもので、投資家のセンチメント悪化を通じた A 格全体への広がりには観察されていない。

図表 2-11 (2) の米国の株価であるが、第 3 四半期の企業決算が軟調であることに加えて、選挙の結果も売り材料視され、下落している。選挙結果自体は、概ね事前予想どおりで、株価下落も想定どおりとされたが、下落幅はやや大きめとなった。この背景については、フィスカルクリフが意識される中で、オバマ大統領が主張する富裕層へのキャピタルゲイン課税強化も嫌気され、やや大きめの利益確定売りがみられたことなどが指摘されている。もっとも市場では、短期筋が下値を拾う動きもみせるなど、パニック的な投げ売りが懸念される状況にはない。先行きについては、13,000 ドル中心のレンジ相場を見込む先が多い状況である。この間、(3) の欧州株価は、振れを伴いつつも弱めの経済指標もあって期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。(1) のわが国の株価は、米国の株価下落に加えて、直近の企業決算が市場予想を幾分下回る結果となっている

ことなどを受けて、日経平均が 8,000 円台半ばになるなど、軟調に推移する場面もみられたが、足許では為替の円安方向の動きもあって反発し、9,000 円台を付けており、期間を通じてみると上昇している。図表 2-13 の東証 R E I T 指数の推移をご覧頂くと、R E I T 指数は幾分下落する場面もみられたが、期間を通じてみると概ね横ばい圏での推移となっている。バリュエーション面からみた割安感が後退したことなどが、売り材料視されている一方、低金利環境下での配当利回りへの注目の高まりなどが、引き続きサポート材料となっている。

次に、為替だが、図表 2-14 (2) の名目実効為替レートを見ると、ユーロが欧州の景気減速懸念や周縁国情勢への不透明感の高まりから幾分下落している一方、ドルはリスク回避姿勢がやや高まるもとで小幅に上昇している。こうした中で、円については、振れを伴いつつも足許の円安加速の影響から前回会合時と比べ下落している。(1) のドル/円相場をみると、このところ振れが大きくなっているが、極く足許では円安の動きが加速している。米国大統領選挙以降は、米国金利の低下を受けて 79 円台半ばに値を戻す場面もあったが、極く足許にかけては先行きのわが国財政・金融政策を巡る思惑等から、急速に円安方向に振れ 81 円程度で推移している。ユーロ/ドル相場は、欧州経済や周縁国情勢への懸念の高まりを受けて下落している。図表 2-15 (2) のドル/円のリスク・リバーサルは、極く足許ではドルコール超幅が拡大している。ここでは 1 か月物のみをお示ししているが、最近では 1 年物など長めのタームのドルコール超幅の拡大が目立っている。米国経済の緩やかな改善や本邦貿易赤字の定着、本行の緩和姿勢の継続等の要因から長めのタームほど以前と比較して円安方向の期待が強まっている姿となっている。

ここで図表 1-1 の金融調節をご覧頂きたい。当座預金残高は 9 月 20 日の国債大量償還以降 40 兆円台の高水準で推移してきたが、10 月下旬以降資金需給が不足期に入っていることに加え、11 月 2 日に予定されていた地方交付税交付金の支払い 4.1 兆円が先送りとなったこともあって、足許は 36 兆円台に低下している。この交付税は本日支払われることになっ

たが、先行き 12 月中旬の年金定時払い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高は現状程度の水準で推移する見込みである。図表 1-2 で当座預金残高の推移を業態別にみると、短国レートが 0.1%を継続的に下回るなど短期の運用手段が限られているもとで、都銀が当座預金残高の目標を切り上げ 10 兆円を上回る水準に増加していったことが特徴である。短期金利の推移のグラフをみると、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。特にレポレートは当座預金付利金利である 0.10%が中心となっている。無担保コールレートは引き続き取引量が少ない中で、調達訓練等に影響されやすい状況が続いているが、地合いとしては落ち着いている。地方交付税交付金の支払い延期の際にも、1 か月物の固定金利オペ 1.6 兆円で厚めの資金供給を行ったこともあって市場への影響はほとんどみられなかった。図表 1-3 に新しい図表を入れている。資産買入等基金の残高は、年末時点の目標 65 兆円に対し、足許では 64.4 兆円となっている。このうち、既に年末時点の残高として確定しているのは約 56 兆円であり、あと 9 兆円残っているが、基金残高の積み上げは総じて順調に推移していて、目標達成が視野に入ってきた状況である。図表 1-4 のオペ結果をご覧頂くと、基金による固定金利オペは年末残高目標 25 兆円の達成にほぼ目途が付いたことを踏まえて、ペース配分を調整している。すなわち、従来は期落ち分を原則として全てロールオーバーしていたが、最近では短期金融市場の状況を踏まえ、金融機関の資金需要が乏しいと思われる場合にはロールオーバーを見送る扱いとしている。こうした運営のもとでも先程ご覧頂いたとおり、無担保コールレートやレポレートは落ち着いて推移している。もともとロールオーバーされることを前提に資金繰りを計画している証券会社等も多いため、約 2 週間振りのロールオーバーとなった 11 月 13 日オファー分、あるいは 15 日オファー分では、応札倍率が大きく上昇した。足許の年末越え残高は 23.0 兆円であって、あと 3 本のオファーを行って 12 月上旬には年末残高の目標額を確保する見通しである。短国買入れは、年末残高目標 9.5 兆円の達成に向けペースを加速し、毎週 9,000 億円での

買入れを3週間に亘って実施した。3か月物の短国の発行入札において証券会社が0.099%台で引き受けて、投資家に販売できなかった売れ残りをほぼ同じレートで基金に売却するという動きが定着しつつあることから、4~5倍の旺盛な応札がみられており、落札決定レートも0.099%で安定している。今後8,000億円の買入れを5回実施し、12月半ばには残高目標を達成する見通しである。

長国買入れについては、一回当たり7,000億円のペースに戻して2回実施したが、いずれも落札決定レート0.098%、落札平均レート0.099%となった。銀行による益出しや保有国債の年限長期化のための入れ替えニーズに基づく応札がみられたほか、11月14日オファー分では証券会社からの新発2年債の持ち込みが多くみられた。新発債の発行レートが0.10%を下回り、銀行等の投資家の需要が減少するもとの、証券会社が引き受け玉の在庫処分を行ったようである。長国買入れについて、今後どのようなオペ需要がみられ、これが落札レートにどのような影響を与えるかについて、注意してみていく必要があると思う。7,000億円の買入れをあと3回実施し、12月半ばには残高目標24兆円を達成できる見通しである。

次の社債買入れだが、これまで応札額と落札レートの低下傾向が続いてきたが、直近分ではいずれも幾分上昇した。もっとも個別銘柄の要因に依存する部分が大きく、全体として社債の需給がタイトな状況に変わりはない。12月入り後に1,500億円の買入れを1回行えば、残高目標2.9兆円を達成できる見通しである。この間、基金によるCP買入れだが、今月から1回当たりの買入額を3,000億円から4,000億円に増額し、月3回のペースで実施している。落札レートは幾分低下したものの、引き続き旺盛な応札がみられている。本日も実施しているが、これを含めてあと5回買入れを行い、12月半ば過ぎに残高目標2.1兆円を達成できる見通しだが、一社当たりの買入上限に抵触したり、あるいは残存期間が非常に短い銘柄の割合が大きくなって、買入残高が短期間に大きく減少するような場合にはスケジュールや金額を調整することも念頭に置いている。年末時点の残高については、ある程度幅を持ってみておく必要があると思う。

ETF、J-REITについては、前回会合以降、それぞれ1回の買入れを実施した。この結果、足許の買入残高はETFが、目標1兆6,000億円に対し1兆4,600億円、J-REITが目標の1,200億円に対し1,100億円となっており、いずれも年末時点の目標残高にかなり近づいている。実際の買入残高は今後の市場動向に依存することになるが、仮にこれから年末まで買入れが行えなかったとしても、その他の資産買入れにおいて若干ずつ余裕をもって達成することから、基金残高全体としての年末目標65兆円の達成の妨げにはならない計算である。

以上の結果、繰り返しになるが、11月16日時点の資産買入等の基金の残高は64.4兆円、このうち年末越え残高は55.8兆円となっている。米ドル資金供給オペについては、年末越え物を含め実質的な応札ゼロが続いている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

長期金利動向の見通しについてだが、今後の財政・金融政策、あるいは今般の解散総選挙等でマーケットの目線も若干変化があるように思える。それについての現状の金融市場局での見方と、それが今後の基金のオペにどのような影響を及ぼすのかという点についてはどうか。

青木金融市場局長

日本の長期金利がここから先反転して上がっていくかどうかについては、その可能性は小さいとみられていると思う。これは、都銀のポジションが、米国の大統領選などもあったので、一旦少し低めにしていたということと、それからあともう一つは、仮に今から金利が上がっていくと0.78%とかあるいは0.8%というようなレベルに達すると、地銀と一部政  
府系金融機関—— だが——が待ち構えており、相当買い遅れ



ているものだから 0.78%から 0.80%になってくるとどっと買いが出てくるということで、それを突き抜けて上がっていくことを考えている人はあまりいないと思う。それから、金利が下がっていく方はどうかという点については、これについても下がりにくいとみられていると思う。一つは、ヨーロッパのOMTなどもあってテールリスクが小さいということで、米国の長期金利自体が、景気もあるかもしれないが、下がりにくいということが一つあると思う。それから、日本のマーケット参加者の間では、VaRショックの経験もあるものだから高値警戒感が相応に強く、さらにどんどん下がっていく感じもあまりないというのが、今の長期金利の見方だと思う。

その中で、基金のオペの入り方がどうなるかということだが、確かに都銀の期末・期初の益出しが一巡してしまっているが、オペの入り方という点では、金利観というよりは証券会社の行動がクリティカルになるのだろうと思う。証券会社は2年債を0.098%とか0.099%で新発を買って、外人や年金にもう少し低い金利で売ろうとして、それで売れ残ったものを全部基金に流してくるという行動を取っているので、このフローが今後も続くということであれば、長国のオペについては、金利が極端に下がることなく、買えていくのではないかとみられていると思う。ただ、前回の2年債の発行入札の時に、その前は0.1%だったがその時は0.098%まで急に低下した。これは業者が投資家も0.1%割れを飲むだろう、いずれ飲まざるを得ないと思って、やや低い金利で仕込んだということがあるようであって、多少低下しにくいとは言いながら、少し下がっていくという流れが出てくる可能性はあるかもしれない。

#### 木内委員

付利の金利の引き下げについての期待が市場にあるのかどうかという点で、昨日、今日の動きをみる限りにおいては、ないのだろうと思うが、本格的にそういう期待が出てくると、オペに支障があったり、資産の買取りに支障が出てきたり、あるいは貸出支援策に支障が出てきたりとかとい

う点で非常に注目しているのだが、そういう期待があるのかということが一つ。

もう一つは、日米間で株の動きが著しく逆方向に向いており、比較的珍しいのではないかと思うが、長期金利についてはほぼ同じ方向を向いている。この乖離は本行の緩和期待によるものなのか。一方で緩和期待が強まる時は、長期金利に与える影響は少し複雑だとは思うが、10年債は下がる方向で、微小ではあるが例えば20年債は上がっている。緩和策が国債の買取りという期待があれば、需給面から、長期金利の中でも多少短めのところが下がりやすい一方、その効果が出てくるとイールドカーブが少しスティープ化するので、10年で下がり20年で上がるというようなことになるのかもしれない。それにしても効果が出てくるのは相当先であり、あまりこういう説明はできないのかもしれないが、この辺りについての市場関係者の見解があれば教えて頂きたい。

#### 青木金融市場局長

付利金利引き下げというようにスペシフィックかどうかは別として、追加緩和の期待が強まっているというところはここ数日の動きとしてはあると思う。みていると、特徴としては、外人比率の高いマーケットほど緩和期待が強いという感じがしている。一つは、債券先物、国債先物のマーケットが結構反応したと思うが、これは直近限月で年初来の高値となった。それから、それほど大きくないが、図表2-7(2)にユーロ円金先があるが、たったこれだけの幅ではあるが、直近を除けば全ゾーンに亘って少し低下している。この程度の表れ方ではあるが、多少そういう金利の先安観が出ているということはあると思う。あとは、もっと小さいものがちょこちょこあるが、株にせよ為替にせよ外人の多いところで結構動いていると思う。長期金利のところだが、特徴としては10年は然程動いていないと思うが、10年より手前、特に先物の7年、もう少し手前の5年辺りはどちらかと言うと金融緩和期待で少し金利が下がる一方で、20年、30年のゾーンというのは、どちらかと言うと、財政の心配の方があって少し上が

るという変化が起こっていると思う。従って、緩和期待だけではなくて、多少財政の心配も混ざって、短いところと長いところに分かれて影響が出ているというようにみえている。

木内委員

超長期は、外国人比率が少し高めだったと思うが、そこは財政の懸念というよりはデフレ脱却期待で上がっているのか。

青木金融市場局長

そうかもしれないが、一応マーケットの声としては、短い方は金融、長い方は財政というような整理をしているようである。

白川議長

他にご質問ないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価をご報告申し上げます。お手許の資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。海外経済の現状を一言で申し上げますと、減速感の強い状態が続いているということである。確かに中国などでは、5月以来の一連の景気浮揚策の効果が徐々に顕現化している。しかしながら、欧州債務問題は貿易チャンネルを通じて世界景気に伝播しているし、そのフィードバック効果は作動を続けている。また、典型的には財政の崖など、幾つかの不透明要因がグローバルレベルで企業活動を慎重化させている。その結果、現状では長引く世界経済の減速に歯止めがかかるとは至っていないという判断をしている。

図表 1 の製造業PMI からみていきたい。(1) のグローバルのPMIは、ここ数か月回復基調はみられてはいるが、水準としてはなお 50 を下回る低位である。もっとも、受注・在庫バランスの方はプラス圏に復帰するという明るい材料もあるが、製造業のマインドはグローバルに慎重であるという全体像に大きな変化はない。地域別にみると、ユーロエリアの弱さが図抜けており、目立っている。

図表 2 で米国経済を確認したいと思う。前回会合以降に公表された主要経済指標からは、引き続き弱めの企業部門、やや強めの家計部門という最近のコントラストが続いている。まず、企業部門についてみると、(1) のISM指数は、先程の図表 1 にもあったことであるが、製造業が低めの水準であり、(2) の輸出・生産の増勢も鈍化している。こうした中で、(3) の資本財受注も弱めの動きである。一方、家計部門は引き続きしっかりしている。(1) に戻って頂くと、ISMでも非製造業の方は高めの水準を維持しているが、個人消費を中心とする内需が緩やかに回復していることが背景にある。その大本を支えているのは、雇用・所得環境の緩やかな改善が続いていることだと思う。(4) の非農業部門雇用者数は、前月まで上方修正され月平均でこのところ数か月 17 万~18 万人程度の増加ペースが維持できているし、失業率も基調として低下が続いている。こうしたもとの、(5) の消費者コンフィデンスをみると、2007 年 7 月のパリバ・ショック以前の水準を回復している。また (6) にあるように、自動車販売は増加基調で推移しているし、住宅価格に底入れ感が窺われることとも相俟って住宅着工についても持ち直しの動きが確認できる。このように、9 月、10 月の月次指標は、米国経済が家計部門を中心に緩やかな回復基調を続けていることを示している。もっとも、前回会合以降、米国経済を巡って二つの気掛かりな材料がある。そのために不透明感が強まっているということだと思う。一点目は、大統領・議会選挙後の動向である。選挙結果を受けて、改めてグリッドロックが続くようになったということである。これは、事前予想どおりではあるが、財政の崖が近づく中で、改めて崖を回避することがちゃんとできるのかどうかについて、懸念が強まっているというこ

とだと思う。二つ目は、ハリケーン・サンディの影響である。サンディによる資本ストックの被害は300億～500億ドル程度と、ハリケーンの被害としてはかなり大規模になる。歴代で3位とか4位ということなので、元々台風の規模はカテゴリー1という小さなものだったが、影響は存外大きかったということである。この影響だが、まず経済面では、10月の小売と生産の指標は下振れる可能性が高いという見方が一般的である。ただ、ある程度均した場合は影響は小幅にとどまるのではないかと、フローの経済に対する影響は小幅にとどまるとの見方が大勢である。しかしながら、ニューヨーク中心部の復旧が迅速に進むのかについて不透明感もあるので、これから本格化する消費や観光面など影響が長引くリスクについても、注意していく必要があると思う。

次に図表4のユーロエリア経済である。まず(1)の7～9月のGDP成長率が出たが、前期比で-0.2%と昨年の10～12月から4期連続のマイナス成長となっている。また、PMIをみる限り、10～12月についてもマイナス成長となる可能性は極めて高いと思う。需要項目別にみると、(2)の域外向けの輸出が伸び悩んでいるほか、内需についても引き続き弱さが目立っている。企業マインドが慎重な中で、(4)の投資財受注の減少も続いている。(5)家計マインドは、コア国を含めて悪化をしてくれている。(6)の自動車販売などの個人消費にも弱めの動きがみられる。先行きについてみると、2013年に入ってもこうした状況がはっきりと改善するとは見込みにくいと私共はみている。欧州債務問題が急激に悪化して経済が大きく収縮するいわゆるテールリスクは、一頃に比べて低下していると言って良いと思うが、財政・金融・実体経済の三者の間での負の相乗作用が周縁国を中心に着実に作動を続けているし、その影響は域内向け輸出の減少、それから企業マインドの悪化を介してコア国にも及んでいるということだと思う。

図表5で、米国とユーロ圏の貸出市場について、いつもと違う計表だが確認させて頂いた。米国とユーロを比べると、対照的な動きである。ともに、中央銀行は異例の金融緩和策を打ち出して、市場の安定化を進めてい

る。しかしながら、まず(1)の貸出市場をみると、ユーロ圏ではじわじわとマイナス幅が拡大し、他方米国では、伸び率こそ頭打ち感があるが、はっきりとした増加が続いている。(2)、(3)で関連図表を掲げているが、一つには経済情勢の差に起因した資金需要の違いがあり、さらに資金の出し手である金融機関の与信スタンスの差も投影されていると思う。金融環境は、欧州と米国でかなり違った状況になっているということである。

次に、図表7で新興国経済をみたいと思う。まず中国経済の状況であるが、個別指標をみる前に中国経済の総括判断について一言申し上げれば、中国の10月の指標は、9月に続きまですまの内容であるが、減速した状態が続いているとの判断を据え置いている。長い目でみれば、一頃の高い成長対比で減速した状態にあると考えている訳だが、表現の議論は脇に置いても、やや気掛かりな材料がまだ二点残っていることが判断の背景である。一つ目は、輸出である。季節調整済みの前月比でみると、10月はマイナスであった。前年比では+10%近くであったが、季調済前月比ではまだマイナスである。8月、9月の増加には勇気付けられたが、それには例のiPhone5の要因も相当影響していたと考えられるので、この輸出の動きについてはもう1~2か月みる必要がある。二つ目は、生産である。今月の内訳をみると、鉄鋼、その他の素材の増加がやや目立ってきている。これも心強い訳だが、インフラ投資に動意が出始めたという説明は可能だが、在庫調整の動きがまだ終わっていない。この課題が残っているので、増産について、先行きに対しては不安が色濃く残っている。この二つである。それから中国についてもう一つ、党大会を経た新体制について付言したいと思う。ご承知のとおり、各種報道をみると、事前の予想に反して、いわゆる胡錦濤派が少ないと解説がなされている。人事を巡る様々な駆け引きが繰り広げられたことは恐らく確かなことだと思う。真相はなかなか分からないが、この先をみると、結局3月の全人代まで様々なポストで新たな人事が決まってくる。問題は、こうしたやや不安的にもみえる船出が経済政策にどのような影響をもたらすかということだと思う。様子見ということになれば、機動的な対応への不安が残る。今までの胡錦濤、温家宝

体制はそうしたバランス重視だったが、積極的な政策対応が採られる可能性も一部に取り沙汰されている。これは、短期的には経済にプラスだが、中長期的な経済の安定的なシフトダウンについて、ひょっとすると新たな課題を持ち続けるということかもしれない。いずれにせよ、4兆元という過去の副作用の繰り返しを避けるべく、バランスの取れた成長に向けて、新体制の政権安定度、それから経済政策などには注意深くフォローしていく必要があると考えている。

次に、図表 7-2 で N I E s ・ A S E A N 経済の動向をみたいと思う。

(1) の輸出については、月次データでは韓国、台湾とも 8 月、9 月と増加した後、10 月は再び減少という形である。前回の会合でも申し上げたと思うが、8 月、9 月の輸出増加には i P h o n e 5 向け部材の出荷といった特殊要因が相応に寄与している。四半期データでもご確認頂けるように、韓国、台湾をはじめとする東アジアの貿易動向は、なお弱めの動きが続いている。このように輸出が弱く企業マインドも慎重化しているもとでは、

(3) の設備投資の関連指標である資本財輸入も弱めの動きとなっている。家計部門については、(4) の消費者コンフィデンスをみると、外需依存度の高い韓国では慎重化、インドネシアなど A S E A N の一部の国ではなお良好と、区々となっている。こうした差異は、グローバルな製造業部門の調整の影響を受けやすい N I E s 、それから少し違う A S E A N は相対的に影響が軽微といった点で、違いが出てきているのだと思う。

以上、海外経済を改めて整理すると、米国では緩やかな回復基調が続くとみられるが、当面は財政の崖を巡る動向について特に注意していく必要がある。欧州では、景気の緩やかな後退が続いており、先行きも厳しい状況が不可避と想定される。中国については、景気刺激策もあって、次第に経済の安定化を探っていく局面を迎えるようにみえる。もっとも、中国を含む新興国経済が成長率を高めていくためには、世界景気を取り巻く幾つかの不透明要因が払拭され、グローバルに貿易活動が回復していくことが不可欠の条件とみている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表 7-1 の中国だが、説明があったように鉄鋼業の生産が増えているが、鉄鋼業界は慢性的に供給過剰で在庫調整もやっけて、鉄鋼業協会では一緒になって生産を減らしているという状況だと聞いている。その中で増えたというのは、協会の参加者ではないところで起きているのか。業界挙げて生産を減らして調整をしているという話を聞いている中で、なぜこういうことが起きているのか、もし分かれば教えて欲しい。

もう一つは、(2) の中国の輸入である。輸入は凄く弱いが、加工貿易以外の通常輸入のところはかなり弱く、マイナス幅が拡大していると聞いているので、内需は結構弱いのかなと思っている。このところは、輸出と輸入を加工貿易と加工貿易以外で分けて、何かパターンが読み取れるか、もし分かれば教えて頂きたい。

最後に、米国が9月以降にMBSを中心にQE3を開始し、以前ほどではないが、一部の新興諸国に資本が流入し始めているということである。目立つところでは香港だが、相当介入しているからその影響かなとも思うし、あと最近では韓国などにも流入していると聞く。このように香港や韓国に相当資金が入っているのは、QE3の結果起きていることなのか、それともそれ以外の要因か、分かれば教えて頂きたい。

大野国際局長

一つ目の中国の鉄鋼業だが、業界を挙げてというところが多分クエスチョンだと思う。中国の場合は、何らかの形で皆でやらなくてはならないと言いながらも、仮に広義の業界と言っても日本のように強いたががある訳ではないので、その中でそこから踏み出していくような人達もいて、足並みが揃っていないことが一番の原因だと思う。従って、業界と業界の外という考え方より、もう少し非常にアバウトな業界の中で統一が取れてい



ないというようにお考え頂いた方が宜しいかと思う。

それから二番目の中国の輸入だが、おっしゃるとおり、単月でみると加工と加工以外で、加工以外の部門が弱いということはあるが、内需自体がそんなに弱いということは多分ないと思う。一つあり得るのは、やはり国内品のウエイトが徐々に高まっており、いわゆる輸入代替の動きが緩やかながら着実に進行しているというのが一つ目である。二つ目は、加工のところ、いわゆるサプライチェーンのところと鉄鋼等のインフラについては、相当弱いという傾向は強く維持されていると思う。そこについては、在庫調整が相当遅いことが効いているという、二つの要因があると思う。

三つ目のエマージング諸国とQE3との関係だが、QE3については、当初言われていたドル安、エマージング諸国に対する資金フロー、米国の株高、商品市況のそのいずれも当初言われたような効果は今発現されていないということだと思う。それは、FRBが意図したとか意図しないとかということではない。動き始めているかもしれないということであると、極く一部のエマージング諸国について、資金の先駆け的な動きが垣間みられるということである。明確にみえているのは二点。一つは、白井委員がおっしゃった香港の不動産のところである。もう一つは、トルコについてもそういう動きがみられている。韓国については、一部の当局者が心配し始めているという声は聞くこともあるが、それほど大きな動きにはなっていない。そういう意味で、世界的な緩和が、今リスクオンでもリスクオフでもないところにきているのだが、ヒントとしては、例えばエマージングなどの起債がドル建てのものは増えている。そうすると、為替リスクを負わないような部分について、少し動意がみられるかもしれないということである。つまり、香港の場合はドルペッグなので、為替リスクを負わないで資金が出ていくので、そういった動きが、今後世界経済の体温が上がり始めた時にどのような動きをするかということ、注意してみていく必要があるということ、白井委員ご指摘のとおりだと思う。

## 佐藤委員

中国についてだが、先程の報告では、基調判断として、減速した状態が続いているということであったと思う。ただその一方で、PMI等をみると2か月連続で持ち直していたり、参与会では8月で最悪期を脱したのではないかという説明もあつたりということで、一時期に比べると少し持ち直しているかなという気もする。そこで判断を据え置くというのは、例えば先程鉄鋼の話もあつたが、鉄鋼の在庫などをみると在庫過剰感がなかなか払拭できないとか、あるいは鋼材の市況も良くないとか、そういったところがあるのかどうかを第一点。

それから、少し聞き違いかもしれないが、先程、中国の新体制が積極的な経済政策を採る可能性があるとおっしゃったと思うが、マクロ政策、財政・金融政策で大きく舵を切る可能性はほとんどないというのが、コンセンサス、共通の認識だと思うが、その辺り何か特別な根拠があつておっしゃられているのか。

## 大野国際局長

一つ目は、佐藤委員のおっしゃるとおりである。需要面、輸出面等、多少ウィッシュフルシンキングで言えば、最悪期は後ろにいったという見方で良いと思うが、その後のいわゆる復調、上昇については、特に生産・在庫面での課題をこなしていかなければならないので、楽観はできないのではないかというのは、佐藤委員のお考えと全く同感である。

二つ目だが、これは、そういう意見も一部にあると申し上げたつもりである。一番大きいのは、新しい常務委員七名の中で当初言われていた共青团出身の二人が落ちて、上海閥が入ったということである。この辺の背景、実態はよく分からないので、今後北京事務所等を通じてフォローしていきたいと思うが、極めて重要な常務委員七名のメンバーの構成が、バランスを重視した胡錦濤、温家宝の系列の人達が二名減って、むしろ江沢民、あるいは上海閥と言われる流れを汲んだ方が二人入っているということは、元々の成長重視路線の声が事前の予想よりも強くなる可能性が多いとい

う見方が、一部のチャイナウォッチャーの間で囁かれているということである。従って、全体がどのようになるかは、3月に向けてしっかりみていく必要があると思う。

#### 森本委員

中国の固定資産投資は少しずつ増えていると思うが、その資金手当てに絡んで、10月は人民元融資などが少し落ちたが、社債などを含めた社会融資総量としては増加しているというような話があった。前に、融資平台の資金手当てで色々心配だという話だったが、融資平台などの債券発行とかその辺もあまり問題なく進んでおり、これからもあまり心配ないというようにみているか。

#### 大野国際局長

とても重要なポイントだと思う。融資平台については、元々透明性があまりしっかりしていない中で、融資平台を巡るレガシーアセットの問題があり、今まで4兆元のところがしっかり上手く運営されているのかどうかは、かなりクエスチョンが付くと思う。それは、結局資産価格が落ちてきた場合に、急激に不良債権化する可能性があるので、今は大丈夫だと思うが、今後の市況次第では、決して楽観できないと思う。従って、融資平台については引き続き注意が必要である。それから、資金調達面で足許どうなっているかを申し上げると、これは非常に微妙だということだと思う。銀行の融資は少し今落ち着いている。資料-3（参考計表）の図表3-1を見ると、人民元貸出の伸び率は前年比で9月の+16.3%から10月+15.9%と、ここも少し頭打ちから伸び率は若干鈍化している。もう一つ、今年の初めから定期的に人民銀行が出している社会融資総量という概念がある。これは、オフバランスも含めた話だが、その中で、増加が続いているカテゴリーが三つある。一つは、森本委員がおっしゃった、社債の発行が凄く出ているということ。もう一つは、カテゴリーでは信託という部分だが、表現が少し難しいが、一般の個人投資家等の資金を集めて運用するという

ことで、多少投信的なイメージだが、ここはやはり増えている。三つ目は、社債と少しダブる部分もあるが、外貨建ての債券の発行が増えている。従って、銀行貸出のところはかなり抑えられているが、こういったその他の資金調達で、ディシプリンが効いてこのままいくかどうかは多少注意してみていく必要があると思っている。そういう意味では、それも含んだ社会融資総量の動きが、非常に有益な物差しであるとみている。

#### 白井委員

その融資平台のことだが、前の4兆元の財政拡大策の時に地方政府が融資平台を使って借りたいが、聞くところでは、その償還の半分为年内で、半分为また来年末と言われている。それを考えると多分プラットフォームを通して債券発行というのは少し難しい感じもしており、その償還が難しいのではないかと聞いている。前のように、いわゆる土地の開発による収益が凄く少ないものだから、返済できるのかという懸念も出ているが、その辺は何か聞いているか。

#### 大野国際局長

融資平台については、中国の当局と、私もそうであるし中曽理事等色々なレベルで意見交換をしている。彼らの言い方からすると、融資平台の潜在的な問題点はよく分かっている、従って新しく融資平台、プラットフォームを通じた資金の流れについては相当慎重にやっているし、色々なストレステストもやっており、ストレステストの中には資産価格の下落も返済・償還のパターンも含めてみているが、彼らはそこはマネージャブルであると言っている。現段階では彼等がしっかりとみているのではないかと思うが、先程申し上げたように、融資平台の色々な運用管理については、必ずしもしっかりみえない部分があるので、そういったアネクドタルな話も含めて注意深くみていきたいと思う。

木内委員

中国の話ばかりだが三つある。一つは、今のファンディングの話で、銀行の貸出が思ったほどは伸びず、一方でシャドバンキングでファイナンスされている。この背景として、例えば、銀行が政府から要請を受けてもあまり積極的に貸し出さないという、一種のクレジットクランチのようなものがあるのではないか。前回のリーマン・ショック後の対応で不良債権化し——表面的には、不良債権比率は低いが実質的にはもう少し高いかもしれない——、金利自由化を今年から進めている結果、利鞘がかなり減っているということで、シャドバンキングが出てくる背景として、通常伝統的な銀行の貸出に何か支障があるということはないのか。そうであれば、それは少し長い目でみて、中国経済の足枷にならないのかということが一つである。

二つ目は、中国経済で財と労働市場の需給で、少し食い違いがあるのではないか。アネクドタルな話で言うと、労働市場は依然としてタイトで賃金も上がっているが、財になると設備過剰があったり物価が着実に落ちてきている。そこにもし格差があるとするとどのような帰結になるのか。成長率は落ちてきているので、単位労働コストが上がって、企業収益が落ちてきている。ではそれが価格に転嫁されていって、ここからインフレ圧力が高まっていくのか。そうであれば、またそれはそれで問題だと思う。景気減速下で、まだ十分に景気が持ち直さない中でインフレ・リスクが出てくるとすると、政策を縛る形になってしまう。あるいは、過去長い目でみると、多分企業の取り分が凄く増えて、ある意味搾取というか、つまり労働分配率がかなり長期間下がっていたのではないか。そうであれば、足許の労働需給がタイトな中での財市場の緩和があるとすると、もしかすると、インフレではなく、かなり長い期間企業収益がスクイズされる可能性もある。私はどちらかと言うと後者ではないかと思う。ただ、それはそれでまた中国経済にとっての問題であったり、株式市場が非常に低迷するきっかけになったりという気がするが、その辺は長い目でみてどのようにお考えか。

それから、三番目は為替だが、大統領選挙前に人民元の上昇を容認あるいは主導していたと言われていたが、大統領選挙が終わっても依然として人民元が強い。これは何らかの政策意図なのか、純粹に市場実勢を反映しているのか。

#### 大野国際局長

三つ目から、お答えする。人民元については、おっしゃるとおり、3か月位、先週までずっと元高が続いていた。直近は少しだけ元安が進んでいる。一般に言われていたのは、一番は、大統領選挙前にやはり中国問題であまり叩かれないようにという、米国に対する政治的な配慮があったと言われていたが、恐らく確かではないかと思う。大統領選が終わったのになぜ戻らないかということについては、これは私の個人的な見解だが、ご承知のとおり、議会における為替操作国の認定は年二回であって、もう一回ここから年内にかけて山場があるので、そこは引き続き注意して良いのではないかと思う。もう一つ、巷で一部に言われていることで、これもそうかなと思っているのは、先程申し上げた中国の政権内での色々な微妙な動きというものがあるので、あまり大きなスイッチチェンジができなくなっている可能性があるのではないかという仮説である。つまり党大会の前にこれまで行った元高政策のインストラクションを消せない可能性がある。つまり、新しいことは今の不安的な新政権下ではやりにくいということで、誰もそこに触れないということがひょっとしたら多少影響を及ぼしているかもしれない。ただいずれにせよ、そうであれば両方とも向こう 1~2 か月位で山を越えるので、恐らく元高は多少一服感が出て、年越えから来年初にかけて動きが鈍るという可能性が大きいのではないかと思う。

それから一番目の部分で、銀行については、恐らく昨年の中半位まで相当締めていたと思う。これは銀監会も人民銀行も相当程度貸出について口煩く言っていたということがある。それが、昨年の8月位から少し緩めてきているが、今回の緩め方が、いつもは中国の当局は非常に明確に言うのに、今回の場合は、ある銀行には言って他の銀行には言わないとか、いわ

ゆるコンフリクティング・シグナルみたいな形で出てきている。銀行の方もその前に相当引締められていたので、やはり少しおっかなびっくりで貸出に臨んでいるのではないかということがあると思う。もう一つ、木内委員がおっしゃった利鞘が減っているからではないかという点は、私はそれはないと思う。元々の利鞘はべらぼうに高かったが、それが前回夏に倍率という形で、貸出と預金の大きな利鞘を部分的に一割程度圧縮させたので、そのプライスのところはほとんど関係ないのではないかと思っている。従って、クレジットクランチ的なのということは、それは少ないと思うが、そういった中でいわゆるシャドバンキングというか、ノンバンクの方に結果的に滲み出しているということ自体については、潜在的なリスクとしてよく注意をする必要があると思っている。

#### 早川理事

二番目は私が引き取る。以前に申し上げたかもしれないが、今中国経済をみると、労働市場をみるのか、財あるいは資本なり設備をみるかによって、ずいぶん景色が違う。これは、木内委員ご指摘のとおりだと思う。それはずいぶん前から、中国に関しては投資の所得に占める比率、 $I/Y$ 比率が非常に高く、インバランスだとずっと言われてきた訳だが、それでもついこの間までは、中国は農村から都市部への無制限労働供給の状態にあったために、投資を沢山やってもいずれ労働がついてくるので、結果的にはずっと所得が増えて回っていくという状態であった。ところが、どうやらたまたま例の4兆元対策の前後で、恐らく中国の無制限労働供給の状態が終わった、すなわちルイスの転換点を過ぎた。従って、4兆元の対策を打った結果何が起こったかと言うと、設備は凄く増えたが、それに見合った労働はついてこないし、従って所得も増えない、購買力も増えないという状態が起こっている。だから労働は不足していてご指摘のとおり賃金は上がっている。一方で、設備過剰でそれによって生産過剰、在庫過剰が起こっていて、ご承知のように商品価格などは下がっている。ご指摘のとおりである。言ってみれば、これは白川議長が時々使われる日本と中国

の I / Y 比率を比べたグラフをご覧になると一番分かりやすいが、日本の場合も高度成長期は I / Y 比率が凄く高かったが、労働市場が完全雇用に近い段階で日本の I / Y 比率は下がっていく訳である。それに対して中国は、まさに完全雇用にはほぼ達しようとするところに、4 兆元をやって I / Y 比率が一段と上がっているということが起こっていて、そのことが現在の中国の様々な問題に繋がっている。だから、確かに景気は悪いが、これを刺激しようとする時に、従来の中国のやり方は投資を増やすことだったが、今投資を増やすと益々インバランスがひどくなるので、簡単にはできない。要するに、消費を直接刺激するような政策手段があれば、多分それが一番望ましいのだろうが、彼等はそういう政策手段をあまり持っていないので困っているというのが、多分中国の実態だろうと思う。そういう状態が長続きすると、木内委員がおっしゃるように、プロフィットスクイズみたいなことがあちこちで起こるかもしれない——例えば素材業界などでは既に起こっていると思うが——ということだと思う。

木内委員

中国のネットセービングは、こういう環境だと、投資との見合いによるだろうが、やはりネットセービングが今まで増えてきたものが…。

早川理事

その辺はちゃんとした統計があるかどうか分からないが、常識的に考えれば、例えば素材産業などは、今はひょっとすると赤字の企業が増えているので、ネットセービングズというように考えると、それは多分従来と比べると落ちているのだろう。そこは正確なデータはないが。

白井委員

国営企業と民間企業とではまた違うと思う。貯蓄の半分が企業貯蓄で 20% あるが、それは国営企業が中心だと思う。配当をほとんど払わないし。



大野国際局長

明日ご議論して頂けると思うが、分配率でみた場合に、労働分配率が非常に低い状況が続く、企業の——政府というより企業であるが——取り分が非常に大きい中で、それがまた生産設備の増強に向かっていた。このバランスがぎりぎりのところまできているということだと思う。従って、目指すべき道は、もう少し労働分配率を上げる、所得と雇用を増やすというところに、上手く分配政策が回れば良いのだが、なかなか解決策が見出せないところに、中国の抱えるかなり大きな問題点があるのではないかと考えている。

西村副総裁

一点、全然違う話に戻して、図表 8 (5) のファンダ資金フローをみると、株式はかなり水準を上げてきているようにみえるが、これは足許でもこの状態が続いているのかどうかということがまず一点。それから、債券の方もフローがそれなりにある状況が続いているが、このかなりの部分はドル建てか、それとも現地通貨建てか。現地通貨建てがかなり増えているという話も聞くが、何か情報があればお願いします。それは安定性に相当な影響があると思う。

大野国際局長

まず株式については、脚注にもお示ししているが、11月14日までである。その後のエマージング諸国の株式のプライスをみると、多分これは一時的に上がっているだけで、相当程度下がってきているのではないかと考えている。結局、過去1か月位あるいは前回のMPM以降のプライスをみると、エマージング諸国の統合インデックスもかなりマイナスであるし、ほとんど株式の方に入り続けているということはない。それから、債券については、むしろ為替リスクを負わないようなドル建ての部分が、ここ数週間から1か月については強めであると、アネクドータルには聞いている。いずれにしろ、株式に比べれば、これを見て頂いてもお分かりのように、

新興国の債券については緩やかながら着実な流入傾向は保たれていると思っている。

#### 宮尾委員

米国経済の生産が、足許急激に落ち込んでいる。一部ハリケーン・サンディの影響があるので読みにくいと思うが、民間のレポートなどをみていて少し気になったのは、自動車・自動車部品の生産指数がどうも3か月連続前期比マイナスで落ちている。勿論、自動車販売はある程度高い水準で凸凹しているが、自動車はそんなに在庫を持たない業種だろうから、少し在庫調整みたいなものが始まっているのではないかという懸念がある。なぜこんなことを聞くかと言うと、かねがね疑問であったのだが、家計のマインドがずっと強い点である。これだけフィスカルクリフが言われているのだから、耐久財消費の最たるものである自動車の生産調整があったり、販売が下押しされても不思議ではないと思う。その辺も含めて、消費者コンフィデンスの動向とも絡むのかもしれないが、消費者コンフィデンスは足許は強いという話だが、日次データの方ではストンと落ちていたりするので、この足許の動きは気にならないではないと思うのだがどうか。

#### 大野国際局長

まず自動車だが、自動車の生産自体は10月については寄与度ベースで-0.3%ポイントだが、8月、9月はプラスを維持しているし、四半期ベースでは第3四半期が+0.3%、第4四半期が10月のみであるが0.0%位である。従って、自動車の生産自体がそんなに急ブレーキがかかっているという感じは、まだないと思う。販売はわりと好調である。在庫はそれほど多くは持たないかもしれないが、わりと足りているという話も出るので、米国について、多少在庫のミニ調整位のものがあってもおかしくはないかと思うが、むしろ自動車は、米国国内においては比較的堅調持続とみて良いのではないかと考えている。それから、サンディの影響が出ているので、生産全体——鉱工業生産はFedが発表している——で言えば前期比

で-0.4%であったが、サンディがなければほぼ横ばいではないかという  
ようなことをF e dが言っていた。参考図表1の13.の鉱工業生産にある  
とおり、生産は-0.4%だが、このマイナスはサンディ要因でほとんど説  
明できるのではないかというのが作成元のF e dの評価である。生産自体  
がそれほどマイナスに振れているというよりは、実態ベースでは横ばい圏  
内の動きと考えて頂いて宜しいのではないかと思う。

白川議長

今回時間の関係で言及されなかった図表3のQE3後の米国の金融市場  
について、マーケットはQEだけでなく色々なことが起きているのでQE  
の影響だけをシングルアウトできないが、ただQE2あるいはツイストオ  
ペ、QE3の後の反応をみると、今回は為替も株価も商品市況も、通常と  
は逆方向に動いている。過去3回を比較してみると、よく言われているよ  
うに、効果——効果がどの程度あるかという議論自体もあるが、もしある  
とすると——についても、何か非常に小さくなってきているようにも思う  
が、その後QE3についてどのような議論が行われているのか。前回報告  
があったが、その後もし目立った議論があれば願います。

大野国際局長

議論ということ言えば、むしろ今白川議長に全部整理して頂いてし  
まったが、効果か副作用かという裏腹な部分はあるが、株式のアペタイト  
に対する影響が、今はほとんど消えてしまっている。ドル安という間接的  
な効果も、むしろ逆に振れている。それから副作用で言えば、全体的な国  
際商品高であるとか、エマージング諸国に対する影響もほとんど窺われて  
いないので、米国国内のマインド面等に対する影響は勿論あると思うが、  
ここに示した(1)～(6)までの物差しでみるような目にみえる効果はほ  
とんど窺われていないということが、大勢的な見方になりつつあるのでは  
ないかと思う。その中で一つだけ例外があると思うのは、(3)の期待イン  
フレ率である。これは前回この場でも話があったが、BEIが少し高止

まっていることと、あの時確か西村副総裁から需給の要因はないのかというご質問があつて、その後も確認したがそれほど大きな需給面の効果はないので、BEI自体の高止まりについて、先行きについて心配するマーケット関係者が少しはいるということだと思う。今のところは非常に限定的であるが、世界経済全体の体温が上がってきた場合に、こういった効果が俄かに勢いを増すということは、可能性として良くみておいた方が良いと思つている。

白川議長

他にあるか。大野国際局長は、今回が決定会合最後の報告である。ここで報告されるのは確か3年4か月であつた。ご苦労様であつた。

ここで5分程度休憩する。

(15時19分中断、15時25分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

白川議長

それでは再開し、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

資料-4の参考計表に沿つてご説明させて頂く。先月末の前回会合以降、ハードデータという点では、GDPを除き主なものはないが、マインド指標やミクロ情報あるいは当日公表されたデータの追加的な解釈などを踏まえてご説明したいと思う。

まず、GDPであるが、図表1(2)の需要項目別の動向をご覧頂くと、7~9月は前期比-0.9%、年率-3.5%と大きく減少した。4~6月については、これまでは+0.2%であつたが+0.1%と若干下方修正されている。ただ、原計数ではむしろ若干の上振れであり、7~9月が弱かつたために季節要素が修正され、前期比が均されたことによるものである。7~9月

については、純輸出の寄与が $-0.7\%$ とかなり大きかったが、内需についても $-0.2\%$ と若干ながらマイナスに転じている。定性的には、外需が落ち込み内需も鈍化と言っていたので、その想定に概ね沿った動きではあるが、定量的には8月までの計数をベースに1か月ほど前に私共がみていた姿に比べると、弱い数字という感じがする。この下振れは、輸出のほか内需でも生じている。その主因は設備投資で、寄与度で $-0.4\%$ 、前期比では $-3\%$ の減少であるが、これは製造業における投資の一部先送りという基調的な動きと、一部項目の振れといった一時的要因とが重なったものと考えている。私共が手許で計算している先行指標による推計値などに比べても弱いので、これが本当に基調かどうか少し疑問がない訳でもないが、基調判断には法人季報を含めもう少しデータの蓄積を待ちたいと思う。一方消費については、元々小幅減少を見込んでいた訳であるが、それに比べても7~9月は若干弱めであったという感じがする。7~9月の減少にはエコカー補助金の終了に伴う反動減が早めに出たことのほか、節電に伴う光熱費の減少、残暑による9月の秋物衣料の不振といった一時的な要因も影響していると考えている。従って、7~9月の消費の減少については、現時点では、所得形成を通じたものとは言い切れないと思っている。いずれにせよ、GDPの動きをしっかりと判断するためには、12月に公表される2011年度の確報、あるいは法人季報、それを踏まえた2次QEの公表を待った方が良いと思っている。ただ、仮に7~9月のGDPが上方修正されたとしても、これから申し上げるが、10月以降の景気展開について、ハードデータではまだ確認されていないが、マインド指標や企業ヒアリングによれば、日中関係の悪化の影響も思っていたよりも強いということもあり、輸出、生産のはっきりとした減少は続いているという感じがするし、内需への波及もやや強めに出ている感がある。このため、現時点でははっきりしたことは言えないが、展望レポートにおける想定に比べて、年内の景気展開は下振れて推移する可能性が多少なりとも高まっているとみておいた方が良いでしょう。以上がGDPである。

次に、図表3の公共投資であるが、先行指標になる公共工事請負金額の

10月の数字が出ているので申し上げておくと、前月比で9月の-13.5%の後、10月は+18.5%と大幅に増加した。7~9月の対4~6月比は-0.1%と横ばいであったが、10月の対7~9月比は+6.7%とかなりの増加になった。中身をみてみると、大型案件が集中したようであり、一時的な動きの可能性が高いと思う。先行きの公共投資については、これまでどおり当面は増加を続けるものの、徐々に増勢が鈍化していくという見方で良いと考えている。

輸出入は、前回ご説明したとおりであるが、10月について若干コメントしておきたいと思う。図表5は、まだ10月の数字が出ておらず明後日の公表になる。上中旬の数字——これは必ずしも当てにはならないが——、あるいは企業ヒアリングによると、10月は7~9月対比ではっきり減少しているという感じがする。これも当然確認していかなければならない訳であるが、企業ヒアリングの感じでは、日中関係の悪化により中国における自動車販売の半減が続いているということで、その影響が完成品、関連部品、鉄鋼など広範に出ているという声が多いようである。元々、基調的な海外需要が弱いだけに、追い討ちをかけた形となっている。ただ一方で、中国市場での自動車販売について、マイクロヒアリングでは、10月初にかけて大きく落ち込んだ後、緊張が多少和らいでいるということもあり、極く緩やかながら持ち直す兆しもあるといった情報も聞こえている。予断は禁物であるが、日中関係の悪化に伴う輸出への影響という点からは、来年初にかけて極く緩やかながら和らいでいくと一応期待することも可能だと思う。一方輸入であるが、9月に前月比+6.6%と大きく増えた訳であるが、10月はかなりの反動減となっている模様である。9月が増えた理由として、前月は新型スマートフォンの輸入開始といったことを申し上げたが、その後色々調べると、燃料がかなり増えている。これは10月からの環境税の導入によって駆け込み輸入があったということのようであるので、10月はその反動が出ている模様である。9月の経常収支が1,400億円の赤字と、1996年の本系列での統計開始以来小幅ながら赤字になった訳であるが、これにはそういった一時的な輸入の増加が影響していたと思う。

勿論、10月以降輸出次第という面もあるが、輸入面からは10月の経常収支は改善するであろうというように思っている。いずれにせよ、明後日の指標を待ちたいと思っている。

続いて、国内について申し上げたい。図表16の企業マインドは月次の指標であり、大体10月まで、一部で11月まで数字が入っているが、(1) 製造業・大企業、(2) 製造業・中小企業のグラフにあるように、10月以降の動きとして製造業で慎重化の動きがはっきりしてきている。(3)、(4) は非製造業であるが、卸売りなど製造業関連を中心に、少し慎重化の動きが出てきたということである。右下の景気ウォッチャー調査も11月にかけて少し下がってきているが、なぜ悪化してきているかということを知ると、非製造業を含めて日中関係の影響を指摘する声が急速に増えた感じがする。このほか、ここには載せていないが、このところ中間決算が公表されているので、その特徴を申し上げておきたいと思う。まず第一に、製造業の収益は電気機械、鉄鋼、紙パルプなどを中心に下振れが目立っている。年度通期では、製造業はなお小幅の増益を見込んでいるようであるが、下期の増益を前提としたものであり、今後さらに下方修正する可能性が高まっているように思う。第二に、非製造業の収益は、商社、家電、一部の外食を除くと、今のところ下方修正は限定的といった感じがする。第三に、全体としての設備投資計画の修正状況については、中間決算での公表ベースでは、製造業で幾分下振れているという程度であるので、場合によっては、12月の短観も下方修正がさほど起きない可能性もあるかもしれない。ただ、ヒアリングで聞いたり、後程ご説明する先行指標をみる限り、製造業での投資先送りは着実に広がる方向にあると感じている。その設備投資関連指標を図表17でご覧頂くと、9月の機械受注が出ているが、その結果7~9月の機械受注は前期比-1.1%と、4~6月の-4.1%に続いて小幅ながら減少となった。中身を見ると、製造業が4~6月に続いて7~9月もはっきりとした減少、10~12月の見通しについても減少が続くということになっている。一方で、非製造業については1~3月以降の数字がここにあるが、横ばいないしは若干の増加ということで、10~12月も大幅な

増加が見込まれている。建築着工についても、非製造業を中心にしっかりとした増加が続いているということも併せて考えると、今のところ非製造業では底堅さが続いているとみて良いと思う。ただ、輸出、生産の減少を背景に製造業の弱さが徐々にはっきりしてきているので、設備投資全体では当面は横ばいないし幾分減少するとみておいた方が良いでしょう。

続いて、個人消費について図表 20 をご覧頂きたい。追加的な指標としては 10 月の新車登録台数であるが、エコカー補助金切れの影響から 9 月に続いて前月比で減少している。ただ、減少幅については少し小幅になってきており、現時点でのメーカーの思惑としては、年末にかけて新車投入効果もあって下げ止まりないし幾分持ち直すとみている模様である。旅行取扱額の 9 月も入っているが、9 月は前年比 $-4.9\%$ 、前月比 $-5.4\%$ と、中国、韓国向けの落ち込みを主因に減少している。旅行会社へのヒアリングによると、年末の旅行予約が日並びの良さもあって、内外とも堅調という見方であるので、旅行について今のところ大きく崩れていくとみる必要はないのではないかと思う。先程、GDP の個人消費について前期比を申し上げたが、図表 21 (3) はレベル感を示す GDP 民間最終消費支出、消費包括指数、消費総合指数である。これをみると、年前半にかけて急速に駆け上がった後、高めの水準を維持しながらも幾分反動減という姿である。当面は、生産がはっきりと減少し、所得形成も幾分弱まるので、方向としては弱めの動きとみておいた方が良いでしょう。この点に関連して、図表 24 の消費者コンフィデンスをご覧頂きたい。10 月まで入っているが、消費者態度指数あるいは不安度指数いずれも頭打ちとなってきた。当然、前回の景気の減速・後退局面の 2007 年と比べればまだ底堅いという感じではあるが、少し頭打ち感が出てきたということである。地域別に消費者態度指数をみると、東海や九州といったところで少し悪化が目立っている。自動車などの生産減少の影響を受けている可能性があると思われる。このところ、ムードということかもしれないが、消費関連企業からも秋口以降の消費マインドの弱まりを懸念する声がじわじわ増えている感じがする。



図表 25 は住宅関連である。新設住宅着工戸数については、9 月は 86.6 万戸と前月に比べ若干下がっているが、関連メーカーへのヒアリングによれば、一戸建て、マンションとも今後持ち直していく、しっかりしているという指摘が多いように思う。また、住宅購入に関する色々なアンケートをみても改善が続いている。従って、住宅については、判断を変える必要がないと思っている。また、ここには書いていないが、不動産全般、オフィス関連についても関連企業からは底入れ感が出ているといった声も聞かれている。

次に図表 27 の鉱工業生産であるが、生産統計は前回会合の当日にヘッドラインだけ申し上げた。印象としては想定より弱めであるということを書き上げたと思うが、その後の企業情報も踏まえると、どうやら 10~12 月もはっきりとした減少になる可能性が高いと思う。これは、公表ベースで 7~9 月が -4.2% となっており、公表ベースの予測指数系列でみると 10~12 月も -3% 台であるが、調整ベースでみると、今のところ企業ヒアリングを踏まえると、7~9 月、10~12 月とも -3% 台と聞いている。1 か月前の想定に比べ 10~12 月がかなり弱めということになる訳であるが、三つほど理由を指摘したいと思う。第一に、日中関係の悪化の影響。これは出るとは思っていたが、思ったより大きいということである。第二に、外需の基調的な弱さの影響。これも思っていたより強めであるということである。例えば、素材を中心にアジア市場の需給悪化の影響がかなり強い。アジア向けの輸出が減少しているだけでなく、アジアからの輸入も思ったより増えているということあり、両面から国内の生産に影響を及ぼしているという声が増えている。また、今、世界的に設備投資が全般的に抑制気味という感じがあるが、日本企業はこの辺りが強いところであるので、影響が強めに出ている可能性もあるかと思う。第三に、輸出、生産が思ったより大きく落ち込みそうだとということで、国内の製造業の機械投資も弱まり始めているということも指摘され始めている。ただ一方で、下げ止まりの可能性を示唆する情報を二つほど挙げておくと、一つ目は、電子部品について在庫調整が進み始めて多少なりとも持ち直しがみえ始めている

ということがある。第二に、自動車について、中国の問題にしろエコカー補助金の反動にしろ一時的要因ということとも考えられるので、その剥落に伴って、年末頃から生産持ち直しをメーカーでは想定しているという点があるので指摘しておきたい。

続いて雇用であるが、図表 31 の毎月勤労統計についてコメントしたい。これはまだ速報段階であるので、確報の数字も申し上げながらご説明する。雇用者数については 9 月が前年比+0.6%、確報も+0.6%であったので変わっておらず、小幅の増加が続いておりここは変化はない。名目賃金の方は、9 月が速報で 0.0%となっているがこれが確報で前年比-0.5%となり、所定内給与が-0.4%、所定外給与が+0.1%、特別給与が+1.6%となっている。この結果、7~9 月については名目賃金が-0.6%とあるがこれが-0.7%となり、所定内について-0.2%が-0.4%となっている。このように、所定外が下がってはきているが、所定内についてもじわっと弱めになる兆しが出てきているということである。中身をみると、パートを中心に労働時間が減っており、所定内の労働時間が減っているということであるので、製造業の生産活動の減少の影響がじわっと及び始めたものと理解している。この点は 10~12 月にもう少しははっきりしていくのではないかと思われる。

最後に物価について、二点だけ申し上げておきたい。図表 34 の国内企業物価であるが、10 月が出ており、前月比では-0.1%だが、3 か月前対比では+0.3%と小幅のプラスになってきた。これは既往の国際商品市況の持ち直しを反映したものであり、下げ止まってきたということである。ただ一方で、先行きは、足許市況の上昇は一服しており、鉄鋼などで国内需給も緩んでいるということであるので、ここからは上がっていくというよりも当面横ばい圏内とみておいた方が良いと思う。CPI については、前回申し上げたとおりであるが、東京の動きなどから占うと、10 月については全国の除く生鮮食品でみて、恐らく-0.1%ないしは場合によってはゼロということではないかと思っている。

以上を踏まえて纏めさせて頂くと、実体経済については前回会合以降

ハードデータは限られているので、ヘッドラインの判断を大きく変える必要はないと思っているが、この10～12月の景気が思ったより少し弱いことを示す情報が増えているように思われる。先程も申し上げたとおり、10～12月も輸出、生産がどうやらはっきり減少する可能性が多少なりとも高まってきているし、内需についても非製造業の設備投資といった底堅い部分はあるとはいえ、輸出を基点とした循環的な弱さがこれまでの想定以上に及ぶ可能性が一応考えられるということである。足許の経済活動の弱まりの主な背景を三つほど申し上げると、第一に欧州、中国など海外経済全体の減速が多少のラグを伴いつつ影響しているということ、第二に日中関係がマインド面を含め下押しに影響しているということ、第三に元々想定していたが、エコカー補助金切れによる反動が生産面中心に表れているということ、こういった要因が重なったためというように思う。このうち、第二と第三は今後多少和らいでいくとみられることや、第一の点についても中国経済の減速もとまる兆候がみられるとすれば、来年初にかけて輸出、生産が下げ止まる、あるいは幾分持ち直すということも考えられるように思われる。しかし、いずれの減速要因も不確実性が大きいということであるし、また夏以降の輸出、生産の減少の影響が暫くは内需にも波及すると考えられることから、来年初にかけて経済全体が明確に下げ止まるかどうかについては、現時点では慎重にみておいた方が良いと思う。消費者物価についても、景気の弱さも踏まえると、当面はゼロないしは若干のマイナスで推移する見通しということかと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

消費であるが、最初の説明で、今のところは所得形成の影響が出ているかはまだ分からないということか。

前田調査統計局長

7～9月についてはそうである。

白井委員

これから出てくるかもしれないという話か。

前田調査統計局長

出始めている可能性はある。

白井委員

総合的なデータをみると消費が結構マイナスである。

前田調査統計局長

包括指数のことか。

白井委員

そうである。四半期でみても全体的に悪い。全体的に消費が少し弱くなっている感じがするが、その一因として、消費税のことがよく言われるが、その辺はどうなのか。

もう一つは、稼働率についてだが、製造業の稼働率が急激に落ちている。多分自動車とかだと思うが、相当落ちているようである。この落ち込みが、GDPギャップが拡大している背景かとも思うが、こういうのも影響して設備投資が先送りされているのか、あるいは修正になっているのか、その辺が影響しているということか。

前田調査統計局長

後者の点については、稼働率に代表されるように、製造業において輸出、生産が落ち、設備が緩み始めており、加えて先々の海外経済等に関する不透明感ということも重なって、先送りされ・・・。

白井委員

設備投資はいずれ戻ってくるとみているのか。

前田調査統計局長

先行きについては、海外がある程度持ち直す、国内のエコカー補助金の反動減もどこかでは終息していくとなれば生産活動全体が持ち直していくので、そうなれば、稼働率も上がり、製造業の設備投資も固まっていくと考えるのが適切かと思っている。いずれにせよ、現時点でははっきりしたことは言えないが、一応経済全体のシナリオということからいくと、海外について、やはり先々戻っていくということが前提になっているので、それがみえてきた時点というように思う。

一点目は、消費は、元々1～3月、4～6月まで出来過ぎであり、反動減で年内は多少なりとも下がるということを申し上げていたので、その範囲内ではある訳であるが、それより少し弱いというのは、所得形成が弱くなってくる、あるいはなりつつあるということが原因だと一応考えている。ただし、消費関連企業からは消費税増税が決まったことを指摘するような声が聞かれるのも事実であるし、夏場以降消費税の話にしても、電力会社の値上げの話にしても、家計のマインドにどちらかというともマイナスの材料が増えているので、これ自体が消費に影響していないとも言い切れない。ただ、本当に実際の消費に影響しているかどうかというと、なかなか証明しがたいので、一応気にしておくという程度かと思う。景気ウォッチャーなどをみると、一時期消費税というキーワードが増えたが、足許下がったりもしているので、本当に消費にそれほど大きく影響しているかどうかというと、正直何とも言えないと思う。

佐藤委員

生産動向が足許非常に良くないということは分かるが、当面の関心事は持ち直しのタイミングである。生産がいつ持ち直しに転じていくかは、景

気全体が持ち直しに転じていくタイミングをみていく上でも非常に重要になってくると思うが、その点で前田調査統計局長からご指摘あった下げ止まりのサイン、兆候ということであると、電子部品で在庫調整が進展してきているとか、あるいは自動車で一部に増産の動き——実際 10 月、11 月の予測指数をみると、車の生産は少し持ち直すような形になっており、年明け以降ニューモデルが導入されるので、増産されるのではないかとといったような話もある——がある。こういった持ち直しのサインをどの程度強めにみておけば良いのか。要は 1~3 月期に景気が下げ止まりから持ち直しに転じていくかどうかというところである。

#### 前田調査統計局長

生産については、私自身、思ったよりも足許相当大きく下がっているという感じがある。それは、先程も申し上げたように、日中関係の影響のようなものが思ったよりは強く効いているという感じがする。その自動車について申し上げますと、先々少し持ち直してくると考えている一つの背景は、足許の大きな落ち込みの反動のようなもの——エコカー補助金のこともそうである——が出ることで、仮に年末年初にかけて自動車が持ち直したとしても、それが基調的な戻りなのか、一時的な戻りなのかは現時点でははっきり言えないと思う。基調的に戻るためには、海外経済全体がそれなりにしっかりしていくということになるので、私自身、中国における過剰在庫なども考えると、そういう意味で日本からみた海外需要がしっかり戻っていくというのは、少し時間がかかるのではないかと考えている。繰り返しになるが、年末年初にかけて少し生産が戻ったとしても、それが本当かどうかはもう少し時間をかけてみる必要があると思う。ただ一方で言えることは、足許は凄く悪いが、このままどんどん悪くなるかということとそうでもなさそうな感じがするというとも言えると思う。最終的には海外経済がどうなるかというところが重要だと思うので、今のところは慎重にみておいた方が良くと思う。

木内委員

今の話と関連するが、一つは設備投資で、足許の生産の減少幅が相当効いており——これがずっと続くとは思っていないが——、例えば、電子部品とか自動車の一時的な要因が剥落して少し戻ってくるとしても、生産の予測調査に表われたように、一般機械の部分がその後足を引っ張ってしまう可能性もあるのではないか。つまり、日本のビジネスサイクルは、設備投資がかなり重要な役割を担うので、そこが本格的に調整してきた場合には、多少海外の状況が改善していてもなかなか戻らず、少し深い調整になってしまうという微妙なところではないかという気がする。そういうことで、設備投資は関心を持っているが、機械受注の予測調査で10～12月がプラスに出てきている。ただ、月次で見ると、時によってはかなり大きなマイナスのゲタを履いているので、そうはならないだろうなと思っているのと、あと、非製造業が強く出てきた、確か、前期比12%・・・。

前田調査統計局長

14%位である。

木内委員

14%か。足許は、製造業は弱く、非製造業は比較的弱くないというのは普通だと思うが、製造業が大きく調整する中で、非製造業が強く戻るとするのは、これはなかなか起こりそうもない気がする。予測調査の精度とか何か特殊要因があるのかを疑ったが、それについてお考えがあったら教えて頂きたい。

もう一つは、輸出のところで国際局から説明があったように、9月はアジア全体で輸出が結構戻ったが、10月にまた落ちてしまっているが、これはiPhone5の影響であった。ところが、日本だけ9月の輸出が非常に落ちており、これは多少のタイミングのずれというものもあるのかもしれないが、日本でもその恩恵はあったと思う。その恩恵があるにもかかわらず、日本は8月も9月も非常に弱いということを見ると、もしかする

と10月の落ち込みはそこも合わせるとかなり大きくなっていくのではないかと思います。つまり、足許の8月、9月自体にも多少プラスの影響があって、それは他の国との比較でいうと、10月は反動減がしやすいということであった場合には、10月の輸出は基調の弱さと特殊要因の剥落が重なるのであれば、かなり弱く出てきてしまうのではないかという懸念があるが、如何か。

前田調査統計局長

かなりかどうかは分からないが、冒頭申し上げたように、10月の輸出については、われわれとしては減少するであろうと思っている。通関については月々かなり振れるので、9月について日本の輸出が減ったが、おっしゃるように情報関連については9月は少しは増えた。

木内委員

しかし、中国向けが減っている。

前田調査統計局長

9月は自動車関連が米国における在庫復元の一巡の影響などもあって一時的に大きく減ったとか、あるいは資本財部品の中で少し振れの大きいものがあったりして下がっている面があるので、そういう振れもあるので、10月ががくんと落ちるかどうかというところは、もう少しみないと——明後日に発表されるが——分からないと思う。10月は7~9月対比で減るであろうとは思っているので、大きさについては明後日ご覧頂ければと思う。

設備投資については、おっしゃるとおりである。私も、輸出・生産が仮に1~3月に多少戻ったとしても、内需にはラグをもって波及するので、そこはせめぎあいになると思っている。その一つの要素は設備投資であると思っている。この機械受注であるが、これもなかなか解釈が難しいが、非製造業は前期比+14%増えているということである。これほど増える訳



はないであろうと私も思っているが、一方で非製造業の修正率が意外と安定している。過去の修正率をみると時々振れることはあるが、ここ1年位は凄く安定しているので、かつ、何が増えているかというところ、電気・通信機械で、中身について具体的に聞いている訳ではないが、例えば、場合によっては大口で何か予定されているとか、あるいは携帯電話の基地局に関連するようなものが予定されているということがあれば、製造業の生産とは関係のないところで増えるので、大きく増えることもあり得、完全否定することもできないと思っている。従って、下方修正されるであろうとは思っているが、ある程度増えるということもあって、それは前々から申し上げているように、色々な意味で独立的な設備投資を支える要因があるということかと思う。ただそう申し上げても、製造業の部分が段々弱まっていくので、全体としてみれば設備投資はそれほど増えるという感じではないと思う。

#### 西村副総裁

家計消費に関して、家計調査で、二世帯と勤労世帯の差が結構出てきているような気がする。手許にないから分からないが、もし生産、所得の循環が続くとすると、勤労世帯の方により強く出るように思うが、みている限りでは、勤労世帯は元々強くもなかったが弱くもなっていないように思うので、その意味ではまだそこには出ていないように思う。もし、これに関連し何か考えがあれば教えて頂きたい。

#### 前田調査統計局長

まず、家計調査については、色々振れがあり中身をみればみるほど分からなくなってくるという傾向があるということをもっと申し上げた上で、家計調査は9月までしか出ていないが、9月までの段階で、景気の悪さの影響が消費に出ているかどうかは分からないと思う。もし、家計調査が正しいとしたら、そういう見方がサポートされるかもしれないが、繰り返しになるが、家計調査はそういう性格のものなので、もう少しデータの蓄積を

待って均してみる必要があると思っている。

白川議長

図表 27 の全産業活動指数で一点質問がある。従来は、全産業活動指数は、実質GDPとの関係が割合深いと言われることが多かったように思うが、このところ両者の関係はどうか。ここには過去3四半期の数字があるが、どのような評価か。仮に、従来、両者の動きが比較的近似しているということであった場合、過去3四半期の前期比がマイナスであるということ、あるいは足許のマイナスはGDPほど大きくないとか、この辺について精緻な分析はできないとは思いますが、どのように考えればよいのか。

前田調査統計局長

ここにはないが、前年比のグラフを並べてみるとこの1年間もそれほど違う動きはしていない。そういうことからいくと、この全産業活動指数は、それぞれの生産なり第3次産業なりの季節調整値を合成したものなので、季節調整の違いなどが影響している可能性があるということがある。それと、もう一つ指摘しておくとする、全産業活動指数はどちらかという数量指数で、GDPは付加価値の指数なので、高付加価値化のトレンドがあるので、GDPの方が若干高めになる傾向がある。ただ、7～9月については、全産業とGDPの前年比の数字がほとんど変わらないので、過去の両者の乖離に比べると7～9月は全産業がやや強い、GDPがやや弱いという感じがある。ただこれも傾向であり、四半期四半期で必ずどちらが大きいかということではないので、必ずしも7～9月のGDPがおかしいとまでは言えないが、そういうことだと思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは次に金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

それでは事前にお配りした資料-5（参考計表）をご覧頂きたい。図表1は家計・企業のインフレ予想であるが、新しい数字が出ているのは（2）消費動向調査で、これは横ばいで変わっていない。図表2はエコノミストのインフレ予想であるが、（1）のESPフォーキャスト調査〈四半期〉をみて頂くと、足許を中心に若干下がっているが、下がっている傾向が続いているということだろうと思う。（2）の年度をみて頂くと、今まで小数点第一位で出していたので、9月、10月、11月とこれを小数点第一位にすると-0.1%、それから2013年度は+0.1%で変わらないが、細かくみると-0.06%から-0.11%へ、+0.14%から+0.10%へと若干下がっている傾向が続いている。細かい動きであるが、6月以降、下がっている傾向が続いているということだろうと思っている。これは9月からの動きという意味では、それほど大きな動きではない小数点第二位以下の動きではあるが、一方で図表3をみて頂くと、市場のインフレ予想の長いところが若干下がっている感じに見えるというところが気になるところである。（1）の2年先から10年後までの8年間の平均値だが、直近10月の数字が+0.89%である。一番高いところの4月が+1.07%であるので、半年で0.2%ポイント位下がっている絵になっている。大きく言えば+1%を挟んだ動きということも言えるし、市場がみている長いところのインフレ率に若干低下傾向があるということかもしれないので、今後注意してみていきたいと思う。先月申し上げた図表2（3）のコンセンサスフォーキャストの長いところでも、6年以上のところをみて頂くと若干下がっている。そういうことも併せて考えると、今後この辺の動きは注意してみていきたいと思っている。以上がインフレ予想である。

図表4から政策金利水準と実体経済の関係であるが、これは第3四半期のGDP、9月のCPIが出たが、大きな絵は変わっておらず、中立的ということかと思う。普段あまり使っていないHPフィルタの方の数字がリバイスされた訳であるが、図表4（1）をみて頂くと実質GDPのトレンド成長率が第3四半期で+0.3%、それから実質コールレート（総合除

く生鮮食品)が+0.3%ということであるので、ちょうど同じ数字になっている。図表5の生産関数アプローチは変わっていない。テイラー・ルールの方は普通は図表7の方を使っているが、図表6の方がリバイスされており、これによると第2四半期のテイラー・ルールの数字が、除く生鮮で+0.5%であったものが第3四半期が-0.3%と下がっている。これはCPIが下がったほか、需給ギャップもプラスであるがプラス幅が若干縮小していることによるものである。図表7の生産関数アプローチの方は新しい数字が入っていない。

以下、図表8から企業の直面する金融環境ということで申し上げるが、全体として緩和した状態には変わりはない。ただ、一方で、業況不芳先で若干厳しめの動きがあるということが、金利、ボリュームその他のところで表れてきているということであるので、そのようにお聞き頂ければと思う。まず、図表8であるが、貸出約定平均金利は出ていない。CPの発行レートを8月からみて頂くと、0.14%で変わっていない。前回会合の時はこの最後のところは0.15%という暫定値を申し上げたが、結果としては0.14%で変わってないということになった。それから社債発行レートも0.57%、0.43%、0.47%ということであるので、多少の入り繰りはあるが、変わっていないということである。これをどう考えるかということであるが、業況があまり良くないと言われている電機、一部素材、化学や鉄鋼などではあまり発行がされていない、あるいは見送られているということがある。つまり発行されていないので、こういったところに影響していないということだろうと思う。それから社債についても11月は、電力債は個人向けが2銘柄発行されたのみである。それから後程申し上げるが、BBB格は1件しか発行されていないということであるので、業況不芳銘柄があまり発行されていないので当然のことながら発行レートにはあまり影響していないということだろうと思う。ただ、それによってもボリュームが減っている訳ではないので、全体としての状況が変わっているという判断はできないだろうと思っている。

続いて図表14のボリュームの方を申し上げる。民間部門の資金調達の

ボリュームであるが、民間部門総資金調達をみて頂くと、9月、10月と変わらず前年比 $-0.2\%$ とゼロ近傍の推移が続いている。貸出をみて頂くと8月、9月、10月は $+1.1\%$ 、 $+1.2\%$ 、 $+1.1\%$ と変わっていない。これまで順調にプラス幅を拡大していたが、ここへきてプラス幅は横ばい、プラス圏内での横ばいという動きになっている。ただ、10月については、たまたま電力向けが一服していた等の動きによるものということであり、今後大型のM&A案件等も控えているので、貸出については引き続きプラス基調で推移すると考えている。次にCP・社債だが、10月 $-0.4\%$ とほぼゼロ近傍で変わってない。CPがプラス、社債が若干のマイナスということである。CPで9月に少し大きな数字が出ているのはノンバンクの一時的な発行によるものであるので、傾向が変わっているということではないと聞いている。社債の発行は、10月は5,760億円で、昨年が4,900億円であったので、比較的高めの水準が続いている。ただ、BBB格は70億円とこれ1件だけであり、11月に入って新しいBBB銘柄が発行されていないので、そういう意味ではあまり調子の良くない業況不芳のところは出していない、ただ全体の数字はそこそこできているというような状況にあるというように思う。因みにこれだけ企業のキャッシュインが減ってきている、下振れてきているということであれば、ある種後ろ向きの資金需要が出てきても良さそうなものであるが、今のところ、そういう声は聞かれていない。後程申し上げる法人預金の取り崩しのような動きが若干あるので、そういった辺りに出てきている可能性はあるというようには思うが、これは後程申し上げる。図表16の企業向け貸出の業種別、四半期というところで、新しい数字が出ているので申し上げると、製造業は6月末が前年比 $+0.6\%$ であったが、9月末は $-0.7\%$ とマイナスに落ち込んでいる。一方で非製造業は、6月末は $-0.0\%$ であるが、9月末は $+0.5\%$ とプラスになっている。製造業の需資があまり強くない一方で非製造業が強いという傾向は实体经济と同じだろうと思う。因みに、非製造業では電力の他にノンバンク、不動産等が出ていると聞いている。以上がボリュームである。

アベイラビリティは図表22であるが、普段示しているものでは新し

い数字は一つも出ていない。商工会議所のL O B O調査の資金繰りの数字が出ているので申し上げますと、8月が-11.2%ポイント、9月が-14.3%ポイント、10月が-15.9%ポイントと若干悪化している。ただ、2000年以降の平均が-27.9%ポイントであるので平均をかなり上回るレベルでの若干の悪化であり、この傾向は(1)、(2)の表をみて頂くとほぼ同じ傾向があると思う。日本公庫の中小企業の方でみて頂くと、金融機関の貸出態度の方は「緩い」というところでほぼ横ばいか若干改善の方向にあるということであるが、(2)の企業の資金繰りの方は極めて高いレベルにあるが、足許若干悪化方向にある。このように高水準での若干の悪化ということで同じ傾向がみて取れる。これも全体は良い訳であるが、業況が良くないところを中心に自分の資金繰りとしては若干悪い方向に動いているということだろうと思う。図表23は企業倒産関連指標で、数字だけ申し上げますと、10月は1,035件、負債金額も2,394億円ということで、極めて低水準のまま推移している。

最後にマネー関連指標である。図表25のマネタリーベースをみて頂くと、10月は前年比+10.8%と引き続きプラスで推移した。日本銀行券発行高も+2.6%と引き続き高めの伸びを続けている。マネーストックは、M2でみると、9月から10月にかけて+2.4%から+2.3%とほぼ横ばいであるが、若干の悪化というかプラス幅の縮小である。落ちているのは預金通貨のところは+3.7%から+3.3%、就中、法人預金が+3.4%から+2.3%と落ちており、先程申し上げたように若干なりとも法人の中で預金を取り崩してキャッシュインの不足に充てているという先があるということかと思う。

以上色々申し上げたので、資料-5の「金融環境の現状評価」をみながら若干纏めさせて頂ければと思う。まずインフレ予想のところは、今後大きな動きになるかどうかまだ分からないが、長めの部分で若干低下していることが気になるということだろうと思う。それから3.資金調達コスト、4.資金調達量、5.アベイラビリティのところであるが、企業の直面する金融環境は、大きく言えば全体の緩和環境は変わっていない訳であるが、

業況不芳先で若干厳しめの動きがみられるということであると思う。まず3. については、貸出、C P・社債発行金利とも大きく変わっておらず低水準にあるが、一部業況不芳先で発行の見合わせがみられるということである。それからボリューム面であるが、その発行見合わせにもかかわらず、貸出はプラスで推移しており、社債の発行も全体としては量が多いが、例えばB B B格の発行は極めて少なくなっているということである。5. のアベイラビリティでみると図表 22 のところにあるとおり、貸出態度は緩いが、企業の資金繰りは極めて高い水準ながら若干の悪化がみられるということである。最後にマネーのところでは、法人預金の取り崩しが——大きな動きかどうかはまだ単月なので分からないが——みられており、アネクドータルにもそういう話も聞かれるので、それによってキャッシュインの不足を補っている先があるかもしれないということである。以上のように、全体としての金融環境には影響はないというもとで業況不芳先について若干厳しめの動きがあるということであろうと思う。以上である。

白川議長

質問どうぞ。

石田委員

全体的な金融環境として、業況不芳先について一部の若干厳しい動きがある。確かに電機や鉄鋼、化学等のそういう先があるが、ことに電機は裾野が大変広いので、確かにC Pや社債などボリュームでみた銀行借入などには影響ないと思うが、その一部の分野に過剰にストレスが溜まっているような気がする。それが倒産などにははっきり出ていないとしても、これから注意していかなければならないと思うが、そういうところをみようと思ったら、どのようなものをみたら良いのか。

内田企画局長

一つはこういう場では申し上げにくいですが、個別にみていくことはわりと

重要なポイントになってきており、電機と言ってもかなり業況によって差がある。

石田委員

上の方は分かる、本体は。そこからずっとこういうこの辺をみておかないとまずい。

内田企画局長

まず、小さいところについては金融機関からの情報が一番重要になる。家電のウエイトが低く電機の中では比較的業況が良い先で、今パイプラインに乗っている発行を取り敢えず見合わせているが、これは高い社債金利が付くことを望んでいないということである。これが発行されるかどうかによって電機業界全体の問題かどうかというのが、市場では話題になっている。そういった個別のものを含めてみていくということが必要になってきている局面ではないかと思う。

門間理事

おっしゃったのは中小企業も含めてという意味か。

石田委員

そうだ。

門間理事

中小企業全体を捉えるのはなかなか難しいが、先程内田企画局長から説明した各種のD Iがある。これは景気をビビッドに反映する。ここには資金繰り、貸出態度だけを取っているが、業況判断や業種別もあるので、これらをみていくとある程度分かるというのが一つと、あとはマイクロ情報、金融機関からのものも含めて吸い上げていくということであると思う。



石田委員

その分が特にあまり言われていないのは、まだそれほど大きな問題になっていないという判断か。

門間理事

足許若干悪い方向への変化はあるが、水準的に問題にするようなレベルではないということかと思う。

山口副総裁

企業間信用は今どうなっているのか。そういうタイト化が起きてくる、あるいは全面的なタイト化ではないにしても大企業を中心にして厳しい状況になるとしわ寄せは中小企業や零細企業に当然及んでくる訳で、そうなってくると企業間信用に変化は出やすいような気がするが、今どのような状況とみているのか。

門間理事

典型的にはリーマン・ショックの後のように大企業自身の資金繰りが苦しくなって下請けや取引先に対する条件を厳しくしていくということが一番懸念される訳であるが、それは足許起こっていないと思う。勿論われわれはリアルタイムでつぶさにみている訳ではないのでその辺は少し気を付けていくが、今そういう話が自然体で色々なヒアリングで入ってくるという感じではないというように思っている。

山口副総裁

心配し過ぎという感じはするが、この数か月、振り返ってみると業況不芳であると言われる業種の数が少しずつ広がってきている。しかも何らかの因果の糸で繋がっているような格好で広がってきている。それは業種という横糸でみればそうであるし、一つの業種の中の縦糸で見るともう少しまた別の見え方もしてくるのかもしれない。全体としてわれわれの金融環

境に対する評価を今変える必要は勿論ないが、先程石田委員が言われたように、相当注意してみていく必要があるという感じがしている。

内田企画局長

現状では、少なくとも間接金融の部分については、今業況不芳と言われているものを含めて少なくとも大企業については問題なく借りられているので、おっしゃったようなところが広がっているということは現時点では大きくはないと思うが、ただ細かいところをみていかないと分からない話であるので、引き続き注意してみていきたい。

西村副総裁

インフレ予想のところで、先程おっしゃったとおりであると思うが、長い時系列でみるとトレンドラインはかなり下のようになってしまうが、これをどのように解釈するかというのは難しい。債券市場でこれに関して何か議論があったら教えて欲しい。

内田企画局長

ゆっくり下がってきているので、何か具体的にというのはいらない。前回は申し上げたが、特に市場、あるいはエコノミストに聞く長いところの予想は、長いところに行くほど振れというか、辻褄が合わないものが多くなっている。例えば先程少しメンションしたコンセンサスフォーキャストで今回+1.2%から+0.8%に大きく落ちているが、その直前の期の数字からとんでもなく落ちており、明らかに辻褄が合っていない。2017年であったと思うが、+0.3%か+0.4%か、とにかくもの凄く低い数字が出ている。景況感を表しているんだろうとは思いますが、何か具体的にこういう理由で下げているというほど大きな動きでないので、むしろ少し注意深くみていきたいと思うし、話があればまたご報告したいと思う。

#### 木内委員

二つのチャートに共通しているが、非常に長いところの期待インフレ率が下がって、1~3年後のところが上がっている。1~3年後はリーマン・ショックで落ちてそこから正常化してきているということなのかもしれないが、比較的近い将来のインフレ期待が正常化する一方、長いところの期待が下がっている。

#### 内田企画局長

レベルが低いので十分織り込んでいるような感じはしないが、近いところについては消費税が影響している可能性が高いと思う。

#### 門間理事

念のため申し上げておくと、インプライド・フォワード・レートの方は、これは実質の期待も入っているのでトレンドが下がっているからといって期待インフレ率の低下とは限らないということがある。それからQSSの方は非常に緩やかな変化であるので、トレンドが低下しているとみるかどうか微妙ではある。先程の消費税の影響を除くとやはり足許の短期の影響は結構受けることは受ける。2008年のところで短期がわっと上がるとそこで一旦長期の方も上がるということもあるので、必ずしも非常に教科書的な合理的期待だけで決まっているものでもなく、短期の変動にも左右されるので、このまま足許の消費者物価が全然上がっていかないとその後この長期の方も下がってくるという可能性があるというところは、少し気にしながらみていくということではないかと思う。

#### 佐藤委員

4月がピークでそこからだらだらと下がっている感じがするが、先程の調査統計局の報告では年央位から大手スーパーで値下げの動きが広がってきているというような動きがあるので、それと関係があるのではないか。

門間理事

スーパーの動きだけかどうか分からないが、実態として消費者物価の実績のピークが春先であったので、その意味で先程申し上げたように足許の動きを多少投影して中長期の答えが出てきているという可能性は結構高いように思う。

内田企画局長

E S Pでいうと6月のところがピークであるが、ちょうどその辺りからC P Iの実績値が下がってきているので、そういう影響だろうと思う。

白井委員

Q S Sではリーマン・ショック以降に長期は下がっている。統計的には、より長期のインフレ期待が、短期のインフレ期待や実際のインフレに影響するということが結構はっきり出ている。とはいうものの、今おっしゃったように足許の例えばリーマン・ショック以降の景気後退があると、逆に長期のインフレにも影響しているかもしれない。

門間理事

逆に言うとも短期がもの凄く下がった訳である。そのわりにはこの時は結構アンカーされていたという印象を受ける。

白井委員

若干かもしれない。

門間理事

先程私が申し上げたことの逆になるが、短期が暫く弱くても意外と1%程度でアンカーされるかもしれないので、その辺が今度どちらに出るか、よくみていく局面であると思っている。

白川議長

話題は変わるが、図表 17 の社債の発行額のところであるが、アメリカにおける議論では、QEによってタームプレミアムを潰す、場合によってはマイナスになっている、その結果、長期で出して短期を返済するという借り換えの動きがずいぶん大規模に広がっている。日本の場合、社債の発行額自体は今比較的高水準であるとは思いますが、そういうアメリカで起きているような長短の切り替えというような動きは、アメリカと同じように日本の状況をみるとどのように評価できるのだろうか。

門間理事

日本は元々金融環境がずっとアメリカよりも緩和的であり、社債プレミアムもずっと前から潰れていたもので、その意味でむしろ短期から長期への切り替えはむしろ昨年位だろうか、1年位前には結構起きたのではないかと思うが、逆にここに来て先程申し上げたように業況不芳先を中心に取敢えず短期で回すといったようなことが行われているので、むしろそこは極く短期でみるとアメリカと逆の動きが起きている。

白川議長

その部分は。

門間理事

アメリカ的な動きは既に日本ではある程度起きてしまったということと、あともう一つはアメリカで今言われているハイ・イールド債でも買うという search for yield みたいな力は、そこまではそもそも日本では出てきていないのではないかという感じがする。多少REITなどにそういう傾向があるかもしれないが、社債に関して言うと search for yield の動きは強くはないというように感じられるということである。

白川議長

分かった。他にあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

鎌田調査統計局経済調査課長

それではお手許に、金融経済月報「概要」の差し替えがあるので、これを用いてご説明申し上げます。まず実体経済の現状だが、総論については、前月は「横ばい圏内の動き」としていたが、今月は展望レポートと同じ表現で「弱含み」としている。各論だが、海外経済については変更がある。今回は「海外経済の減速した状態が続いている」となっているが、差し替え前は、「減速した状態が強まっている」としていた。ただ、足許、展望レポートの時点と比べて、特に減速が強まっているというような状況ではないが、ただし引き続き減速した状態にあるということなので、今月は「減速した状態が続いている」と修正させて頂いた。続いて、輸出と鉱工業生産であるが、前月の「弱めとなっている」という表現から、今月は展望レポートと同様に、「減少している」としている。次に設備投資だが、前月の「緩やかな増加基調にある」という表現に、今月は「海外経済減速の影響などから製造業に弱めの動きがみられている」という表現を付け加えている。なお、前月までの「企業収益が総じて改善するもとで」という表現は削除している。次に個人消費であるが、前月の「底堅く推移している」という表現に、「足もとでは、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減がみられている」という表現を追加している。また前月までの「雇用環境が改善傾向にある」という表現は削除している。

次に実体経済の先行きであるが、総論としては、前月は「当面横ばい圏内の動きにとどまる」としていたが、今月はどちらかと言えば、弱めのニュアンスを示すために、「弱めに推移する」としている。国内需要について

は、前月の「底堅さを維持し」という表現に、今月は展望レポートと同様に、「全体としてみれば」という表現を付け加えている。次に各論だが、輸出と鉱工業生産の当面の動きについて、前月は「弱めに推移する」としていたが、今月は「減少を続ける」と若干ではあるが下方改訂している。またこれに合わせて、その後の輸出と鉱工業生産の動きを、前月の「緩やかに増加していく」という表現から、今月は「持ち直しに転じていく」という表現に変更している。続いて、公共投資であるが、前月の「引き続き、公共投資は増加し」から、今月は「公共投資は、伸びを鈍化させつつも当面は増加を続け」としているが、これはこれまでの想定に沿った形で下方改訂するということである。企業収益については、前月は「改善を続ける」としていたが、今月は「改善傾向を維持する」と若干弱めた表現にしている。続いて個人消費であるが、差し替え前は、「当面は横ばい圏内の動きにとどまると考えられるが」という文言であったが、ここは分かりにくいというようなお話もあるので少し修正し、修正後は「当面は乗用車購入の反動減などから弱めの動きとなるものの」というように変更させて頂いている。そのうえで前月と比較させて頂きたいと思う。前月は「当面エコカー補助金の終了に伴う乗用車購入の反動減が見込まれるものの、雇用環境の改善傾向が維持されるもとで、引き続き底堅く推移する」としていたが、まず「引き続き底堅く推移する」という表現を「基調的には底堅く推移していく」と変更して、当面の個人消費について、若干弱めのニュアンスをもたせ、前月までの「雇用環境の改善傾向」という表現を削除している。以上が実体経済である。

続いて物価である。まず物価の現状であるが、国内企業物価は前月の「下落している」から、今月は「下げ止まっている」と上方改訂している。これに合わせる形で、前月の「国際商品市況の反落などから」という表現を、今月は「国際商品市況の動きを反映して」と変更している。消費者物価は、現状、先行きとも前月からの変更はない。

神山企画局政策企画課長

金融は二か所下線を引いている。まず金融市況であるが、ドル／円レートが2円以上円安となっているので、「円の対ドル相場は前月と比べ下落しているが、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」としている。それから、銀行貸出残高の前年比は、このところ1%強で横ばいとなっているので、先月は「プラス幅が幾分拡大している」としていたが、今日は「プラスで推移している」としている。以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

佐藤委員

明日議論することなのかもしれないが、やや違和感があるなと思ったのが、設備投資の現状判断のところである。「緩やかな増加基調にある」ということだが、QEで設備投資があれだけ大きく落ち込んだ直後の判断として、果して「緩やかな増加基調にある」というように言って良いのかどうか。明日議論するのもかもしれないが、問題提起だけ。

白川議長

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

(16時38分中断、20日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に金融・経済情勢に関する討議、二番目に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等に関する議案取り



纏めと採決、最後に 10 月 30 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がご出席である。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である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢について一人 5 分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日の発言の順番だが、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、宮尾委員の順番である。

それでは、西村副総裁からお願いします。

西村副総裁

前回会合以降の経済データはハード、ソフトとも残念ながら前回会合予想の下限を這う、あるいは若干下押しする展開となっている。今後は、来年、米国の回復と中国の底堅さを起点とした持ち直しを見込んでいるが、不確実性は高いと思う。国際金融資本市場は達観すれば神経質な地合いが続いている。9 月以降市場参加者のテールリスク懸念が後退した流れは現在も概ね維持されている。しかし、足許欧州では、スペイン、ギリシャ国内情勢の不安が続き欧州債務問題を巡る不透明感は晴れていない。米国の 11 月 6 日の大統領・議会選挙で共和党が下院でほぼ現状維持、民主党は上院で予想外に議席を伸ばし、見方によってはねじれの構図は深まった。選挙後の双方の協調的レトリックにもかかわらず財政の崖を巡る不確実

性が強く意識され、株価は昨日は若干戻したが低迷している。

欧州経済は、ユーロ崩壊というテールリスクは一旦遠退いたが、緩やかな収縮というダウンサイド・リスクが現実のものとなっており、今後も停滞が長引く心配がある。7～9月のGDPは4四半期連続のマイナスとなり景気後退が鮮明である。停滞はコア国に及び唯一底堅かったドイツで前期比年率+0.2%の成長にとどまったほか、周縁国では財政・金融・実体経済の負の相乗作用が回転し底を探る状況となっている。ユーロエリアの7～9月期の失業率は11.5%と、4～6月期の11.3%からさらに悪化した。今後は、欧州政治統合の意思という求心力が、足許の経済悪化と財政負担増から生じる遠心力に勝るかどうかということである。従って、常にテールリスクをはらみながら muddling through の形になる蓋然性が高いと考えている。

米国経済だが、財政の崖が大きな重石となっているほかは、足許は他の先進国経済と比べると比較的底堅いと考えている。まずこの点を説明した後、一点気掛かりな点として、景気循環のモメンタムが落ちている可能性を指摘したいと思う。民主・共和両党は選挙後財政の崖回避に向けて歩み寄る兆しをみせているが、善戦した民主党側に強硬論が強く協議において妥協のハードルを上げており、共和党が折れない限り合意は容易ではないと考えている。年明け後に財政の崖を落ちるダウンサイド・リスクは引き続き大きいと思う。ハリケーン・サンディは当初の予想を上回る大規模な被害をもたらしたが、成長率への影響については小幅にとどまっている。この二つを除くと、足許の経済状況は企業部門の弱めの動きを家計部門が埋める形で緩やかな回復を続けている。C i t i のサプライズインデックスをみても夏場以降の上昇は今のところ維持され、足許の実体経済が予想比改善基調にあることを裏付けている。新車販売台数もハリケーンの影響を除けば高水準横ばい、住宅市場でも、住宅着工や昨日出たエグジスティングホームなどをみても持ち直しの動きが続いている。しかし、足許、景気循環の山から下降局面に入るリスクを示唆する三つの動きに注意したいと思っている。これは、まだ確実ではないので、単なる兆しということ

だが、第一に住宅価格でケース・シラー指数が前月比伸び率が5月をピークに7月、8月と低下しており、市況の回復が腰折れる可能性というのは否定できない。第二に雇用だが、2009年の半ばから回復してきたジョブオープニングス、求人に一服感がみられる。10月ISMの雇用指数が若干低下した。毎月の振れが大きいものの、この求人、ジョブオープニングスはこの十年間はトータルペイロールズに約半年先行しており、ジョブオープニングスの減少が明確になってほぼ半年で景気後退に陥っているので、今後の動きは要注意であると考えている。第三に株価の低迷である。3か月移動平均を取ってみるとS&P500とそれからISM製造業の生産指数やプライベートペイロールズの相関はこのところ高くなっている。企業部門については、輸出、生産が伸び悩み、設備投資も財政の崖を巡る先行き不透明感の表れとみているが、先行指標である非国防資本財受注（除く航空機）が7～9月に前期比-6.4%となるなど弱いということは否定できない。加えて、先週発表の新規失業保険申請件数が、ハリケーンの影響があったとはいえ、市場予想を超えて大幅に増加した。このように景気の底入れから三年余を経過し米国経済のモメンタムが弱まってきている可能性は否定できない。シェールガス等の明るい話題はあるものの、特に雇用環境が順調に改善しない可能性というところは十分に注意する必要があると思っている。

中国経済は、輸出・固定資産投資の減速を主因に、全体としては減速した状態が続いているが、極く足許10月指標は輸入・税収・発電量が季節調整済前月比で大幅に増加、また固定資産投資や小売売上高が前年比増加幅を拡大し、減速に歯止めがかかる兆しが出ている。しかし、主要な輸出先である欧州の停滞や再び騰勢を強める住宅市場への対処——この点は重要な点だと思っているが、住宅市場の価格は上がってきている——の必要性を考えると、公式発表の数字は別として実態が減速を脱していくかどうか不透明である。また、日本との関係では、日中関係悪化を受けて日系自動車の販売が9月、10月は前年比半減するという事など、素材、耐久消費財、資本財を中心に日系企業への影響は中国全体の減速以上に大き

いと思う。こうした投資関連部門ではいわゆる加速度原理が働き、生産の減速がより強い形で現れるうえ、日中関係の悪影響が直接に効いていると考えられる。

N I E s ・ A S E A N 経済は持ち直しつつあるものの、韓国・台湾の10月の輸出が前月比減少に転じるなど、企業部門を中心に弱いと思う。さらに地政学リスクがイランだけでなくハマスとイスラエルの間で緊張が高まるパレスチナにも生じている。今後中東情勢がさらに緊迫した場合には、原油・LNG価格の上昇を通じて、わが国の景気や物価に大きな影響を及ぼすリスクがある。

わが国経済は、足許海外経済減速に日中関係が加わり、製造業中心にはっきりとダウンサイドの動きになっている。従って、弱含みと判断を引き下げる月報表現に違和感はない。まず企業部門だが全般的な輸出減少を受け7~9月鉱工業生産は調整ベースで前期比-3.3%と4~6月の-0.9%に比べても減少幅が大きく拡大した。ヒアリング情報を加味すると10~12月も同程度減少の可能性があり、後退感が強いと思う。7~9月の製造業機械受注は前期比-3.2%と4~6月に続き減少し、設備投資を手控える動きが製造業で広がっている。さらに極く足許商工会議所10月LOBO調査、全産業DIが日本製品の不買や中国人観光客急減の影響で、前月から6.0ポイントも悪化しており、製造業のみならず非製造業でも企業マインドが慎重化している。家計部門をみるとエコカー補助金の終了に伴う自動車販売の減少を主因として個人消費は減少した。高額商品やスマホ等の堅調、コンビニ売上高の増加傾向などから自動車を除けばまだ概ね底堅いと考えているが、消費者態度指数や生活不安度指数の改善が山を越え悪化に転じ、企業部門悪化が個人消費に及び始めているようにもみえる。雇用面では、毎月勤労統計で、特に30人以上の事業所で常用雇用、総実労働時間等マイナス幅の拡大が目立ち、全産業に影響が出つつある。7~9月の実質GDPは、純輸出の大きな減少、個人消費、設備投資の減少から前期比年率-3.5%となった。ただ、GDPとの相関が高い景気ウォッチャー調査の7~9月レベルと比べると下げ幅がきつ過ぎるように思える。ただ

10 月は現状、先行きともに悪化し景気ウォッチャー調査の方が弱いGDP統計に鞘寄せされているようにもみえるので、今後の動きに十分注意する必要があると思っている。

物価については、10 月の国内企業物価が、既往の国際商品市況の持ち直しを反映して、3 か月前比+0.3%と本年 4 月以来の上昇となった。消費者物価は 10、11 月はゼロ近傍の維持、その後は-0.1%位が続き、来年 3 月に今年 3 月のテレビ銘柄変更によるマイナス幅縮小の裏が出て、若干深めのマイナスとなることが予想されていると考える。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

まずわが国についてだが、7~9 月 GDP は想定以上の落ち込みとなった。外需の落ち込みに加えて、エコカー補助金の終了等も背景に、製造業の時間外勤務の前年比マイナスや新規求人数の減少等にみられるように、製造業は足許も引き続き弱いものとみている。これが、これまで強めであった非製造業にも波及しつつある兆しをも否定できない。問題は、この落ち込みの度合いとその期間及びそこから脱出がどうなるかということである。

一方で、海外の状況は、引き続き後退局面にある欧州を除くと、中国等新興国に底打ちの兆しが出てきており、反転のモメンタムができつつあると思う。また、米国については住宅ローンに対する銀行の融資姿勢が徐々に正常化するにつれ住宅部門の回復が加速されて、経済の勢いが増してくるものとみている。私は来年の米国景気については若干強気にみているところである。しかしながら、今後、海外経済が徐々に回復していくとしても、従来通り海外の成長が本邦の輸出回復へストレートに繋がるのか、わが国の企業の競争力が低下していないのか、若干懸念されるところである。企業マインドの改善が遅れ、足許の落ち込みからの回復の過程が緩やかに

なればなるほど、現在目指している1%物価上昇への経路に悪影響を与え、遅らせることになりかねない。今後の回復経路を考えると、当面、第一次、第三次産業については、構造改革、規制緩和を通じる成長期待が早期に現実化することは見通しがたい状況である。やはり景気減速からの早期脱却のためには、これまでどおりということになるが、第二次産業、製造業における外需に牽引された景気回復に期待するほかないと思う。その際、海外景気の回復に際し外需を上手く取り込んでいくことに最も効果があるのは円安方向への為替相場の変化であり、これが企業マインド改善にも大変効くものと思っている。この点については、金融政策としてもそこのできる限り対応する必要があると考えており、次の金融政策についての発言の際に、詳しく申し上げる。

なお、足許の経済の状況は先程も申し上げたとおり、減速した状況にあるが、一つ注目すべき分野として、東京の商業用不動産市場について申し上げる。現状、東京の甲種一級物件については、需給が極めてタイトになってきており、国内外からの投資需要が増大する一方で、売り物がなかなか出てこない状況にある。そのため投資家の一部は東京の外へも目を向け始めているというようなことを聞いている。これまでも金融緩和のもとで不動産が先行して動き出し、次第に経済活動全般の活発化に繋がるケースが多く、経済が減速した状況のもとで、この話は明るい兆しであると思っている。この分野の火種が足許の景気減速によって消されないよう、この点からも景気減速からの早期脱却が今何よりも大事であると考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、佐藤委員お願いします。

佐藤委員

まず、海外経済の現状判断についてだが、昨日の執行部の報告どおりで良いと思う。それから先行きのシナリオに関しても昨日の執行部の説明ど

おりで良いと思うが、もとより持ち直しに転じていくというように手放しで楽観できる状況にはない訳であり、逆に下振れリスクが顕現化し一時的にせよさらに減速が強まるリスクが引き続き大きいということを念頭に置くべきというように考える。例えば、アメリカの財政の崖の前後での経済情勢の不確実性は引き続き高く、こうした不確実性の高まりは大統領選後の米株式市場動向に反映されている。慎重な企業マインドに対し、足許奇妙に楽観的な家計マインドは一種のパズルだが、財政の崖が現実のものと意識されることで家計マインドが目先慎重化するリスクもあると思う。実際、給与税減税は2012年限りで打ち切りとなる可能性があり、またオバマ大統領は高所得者への増税を示唆している。給与税減税打ち切り等のため、乗数効果次第で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ように思う。さらに、年明け後に債務上限問題が再度こじれば、ソブリン格付け引き下げということも意識され、これも資産市場の調整を通じて経済の下振れ要因となると思う。ただし、一部に上振れリスクがみえない訳でもないと思う。すなわち、財政の崖は既にみえているリスクであり、一般にポリシーメーカーは予測可能なリスクに対しては土壇場で対処するものである。仮に崖が暫定的にせよ先送りされ、段差程度にとどまるのであれば、足許緊縮財政懸念から企業が先送りしているとみられる設備投資については、ペントアップ需要が出てくる余地があるというようにも思う。

欧州に目を転じると、財政・金融・経済の負の相乗効果のもとで足許はコア国の生産・受注がはっきりと下振れしてきており、持ち直しの兆しが見受けられない。一方で、欧州発の世界貿易の停滞傾向には改善の兆しが見受けられ、中国をはじめ東アジアで輸出が持ち直したほか、アメリカの輸出も直近は持ち直している。欧州の景気後退が長引く中で、これら輸出の持ち直しが一過性のものにとどまらないかどうかは引き続き注意深くみていきたいと思う。

なお、中国について、新たな指導体制のもとで経済政策が積極スタンスに大きく変化する可能性は乏しいとみられる。春先以降の景気刺激策の効

果から足許は減速局面の最悪期を脱したとされるが、外交問題の帰趨を見極めにくい中で、仮に中国が減速局面を脱しても日本にその好影響が及びにくくなる可能性はあるかというように思う。

国内経済については、前回会合以降約3週間の指標を踏まえると、現状判断については弱含み、先行き判断についても当面弱めに推移する、という執行部の判断に概ね同意する。細かい点を挙げると、設備投資について、「緩やかな増加基調にある」という表現は、7～9月期の1次QEであれだけ弱い設備投資の数字が出た直後なのでやや違和感がある。一方、先行き判断については、前回の展望レポートの検討の際も当面横ばい圏内という執行部判断よりも若干慎重にみているというように申し上げたが、足許の指標をみると、やはり先行きは弱含みないしは弱めに推移という表現が適切であるというように考える。

景気は今年4月から後退局面との見方が次第に市場関係者の間でコンセンサスとなる中、今後のポイントは景気後退の長さや深度に移っていると思う。その点、輸出や生産が来年の1～3月期に下げ止まるかどうかは重要だが、調査統計局のマイクロヒアリングをベースとした報告では、自動車や電子部品・デバイスでは増産の計画も出始める一方、一般機械等は引き続き減産を見込む形となっており、全体として明確に底を打つとまでは言えないようである。加えて、1～3月期はアメリカにおいて崖を無事に通過できるかどうかという外部のリスク要因もある。このように考えると、1～3月期も緩やかな景気後退が続くというように保守的にみておく方が現時点では安全かと思う。ただし、季節調整の歪みの影響で1～3月期の経済指標は実勢以上に強めに出る傾向があるため、今後の景気の見込みは難しくなり判断も分かれやすくなると思う。個々の指標について予断を持たず丹念に点検していく姿勢が、従来にも増して重要になってくると思う。

最後に、物価については、7～9月期GDP1次速報で、需給ギャップの一段の悪化、それから名目雇用者報酬の低調な動きが続いていることが改めて示された。物価への影響だが、そもそも私は需給ギャップの変化に



よる物価への影響を控えめにみている。また、労働市場のギャップ、就中賃金を需給ギャップと並んで重視している。低迷を続ける賃金、ないしは雇用者所得のもとで物価だけが家計の予算制約と無関係に上がるということは想定しがたく、先行きの物価は本行の中心的な見通しを下振れる可能性が高いというように判断している。以上である。

白川議長

木内委員、お願いします。

木内委員

米国、中国を中心に海外経済の一部に改善の兆しがみられる一方、国内経済については下振れリスクがさらに高まる方向にあり、内外経済のコントラストが一段と強まってきたというように考えている。米国で当面最大の注目点となるのは、周知のとおり財政の崖への対応である。給与支払減税と特別失業給付の失効はかなりの確率で生じると思うが、議会予算局の最新の試算によると、それだけで来年のGDPを0.7%ポイント程度押し下げる。これに強制歳出削減の一部実施などが加わることによって、GDP成長率は1%ポイント程度押し下げられるという可能性は十分覚悟しておく必要があると思う。しかしこうしたリスクは、少なくとも表面的には、金融市場や家計部門のマインドに十分には織り込まれていないというようにみられる。他方で、企業は既に財政の崖を大いに警戒し設備投資を控えているというように言われている。このため、財政の崖と呼ばれるほどの大規模な緊縮財政でないのであれば、それを契機に設備投資が明確に回復に転じるという見方も一部にある。しかし、それは楽観的過ぎると思っている。足許での設備投資活動の低迷は、財政の崖に対する懸念だけではなくて、内外の中期的な需要見通しの悪化、あるいは足許での収益の悪化を反映している面があると思うので、長引く可能性が高いと考えている。家計部門については、10月の雇用統計で賃金上昇率の鈍化傾向が顕著であったように、個人消費の鍵を握る所得面での脆弱性はなお残っている。住宅市場はこのと

ころ上向いているが、長い視野でみると漸く下げ止まった程度というように捉えるのが正しいように思う。そもそも、米国の住宅投資がGDPに占める比率は、歴史的な平均値である5%程度に対して現在僅か2.5%程度にまで縮小していることを考えると、その持ち直しが景気全体を牽引する力は限定的と考えられる。

中国では、景気対策の奏功から9月、10月と2か月連続で主要な経済指標は予想比やや上振れた。実質GDP成長率は7~9月期の前年比+7.4%で底を打った可能性が高いと思う。しかし、持ち直しペースは依然として緩やかで、リーマン・ショック後のように中国経済が世界経済を牽引するには、なお明らかに力不足の状況である。さらに銀行が慎重な貸出姿勢を維持するとみられる中、地方政府による景気対策のファンディングは、個人マネーに支えられた信託や融資平台の社債発行などいわゆるシャドバンキングに依存する傾向を強めている。今後、不動産市場の低迷長期化を背景に、地方政府の財政状況が一段と厳しくなることも予想されるが、そうなる金融システム懸念、あるいはより広範囲な社会的な不安定化といったことを通じて、中国経済の中期的な下方リスクに繋がっていく可能性があるという点には注意を要すると思う。

欧州の経済情勢については、足許で大きな変化はみられていないが、リスクとしては、ギリシャ、スペイン、ポルトガルなど周縁国で、財政再建の遅れがより明らかになってきたということで、これは現在小康状態にある金融市場の不安定要因になるというリスクも考えられる。ギリシャの政府債務削減目標の修正の是非、あるいは財政再建目標延長の財源確保手段などを巡って、IMFとユーロ圏の間で意見対立が目立ってきた。スペイン、イタリアの金融市場がこのところ落ち着きを取り戻しつつあるということで、ギリシャ情勢の悪化がこうした周縁国の大国に波及するリスクを支援国側が従来程には警戒しなくなっているようにもみられる。これが、ギリシャ問題の解決を遅らせている面もあるというように思う。

国内経済についてだが、これまでの政策決定会合においても景気後退入りの可能性を何度も指摘してきたが、その蓋然性は一段と高まったとみて

いる。焦点はもはや景気後退か否かではなくて、軽微な景気後退にとどまるのか、あるいはより本格的な景気後退局面に入ったか、に移ったように思う。少なくとも短期的には、従来の想定よりも深い景気後退となる可能性が出てきた。7～9月期の実質GDP成長率は年率-3.5%と、大幅なマイナス成長になった。また7～9月期の鉱工業生産は、前期比4.2%のマイナスと年率二桁ペースの減少となった。10～12月期も恐らく年率二桁ペースの減少となる可能性が高いと思う。さらに、来年の1～3月期まで4四半期連続で減少となることも十分に考えられる。これら足許の景気の弱さが、より本格的な景気後退局面にあるという可能性を示唆しているように思う。7～9月期のGDPでは内需が6四半期振りにマイナスになり、内需の堅調が外需の悪化を補うということがもはや難しくなっているということを示した。あるいは復興関連の公共投資の拡大が、個人消費、あるいは設備投資など民間内需の悪化を補うこともできなくなっていることを示したと思う。さらにデフレ圧力を測る重要な指標である国内需要デフレーターは前年同期比-0.8%と、2四半期連続で下落幅を拡大させており、景気後退によってデフレ圧力が強まっている可能性が示唆されたというように思う。米国経済の安定の持続と中国経済の持ち直しに伴い、来年前半中に国内経済は輸出主導で後退局面を脱するという可能性をみている。しかし、他方で、中国経済の持ち直しの効果が米国の財政緊縮の効果で相殺されてしまうというリスクも、相応に残されていると思う。この間、国内経済の調整の深さ、あるいは期間を展望するうえでは、設備投資が鍵を握ると考えている。足許の機械受注統計は減少基調を続けており、これは企業の設備投資が様子見姿勢にあるということを示しているようにみえる。企業が年間の投資計画を本格的に下方修正に動くと、景気の調整はより深く、長くなる可能性が高まるということで、設備投資の動きに最も注目している。

最後に、海外経済の一部に改善の兆しがみられる一方で、輸出依存度の高いはずの国内経済の下方リスクが逆により強まっているようにみえるという背景を考えておく必要があると思う。勿論、海外経済の改善が日本

の輸出、そして国内の生産、内需の安定に繋がるまでにある程度の時間を要することは明らかだが、それ以外にも国内経済を抑制するような要因が多くあるという点も見逃せない。これは、日中関係の変化であり、エコカー補助制度の終了であり、特例公債法案可決の遅れであり、あるいは円高長期化などを背景にした電機産業での収益悪化、あるいは人員削減の可能性などである。このことから、日本経済の動きが海外経済の動きからやや乖離してより弱くみえるという局面が暫く続くことが考えられる。以上である。

白川議長

森本委員、お願いします。

森本委員

わが国経済は、弱含みの動きが続いていると認識している。まず、海外情勢である。欧州債務問題を背景とする国際金融資本市場の緊張は幾分和らいだ状態が続いているが、なお多くの課題が残されており、先行きの市場動向には引き続き十分な注意が必要である。こうしたもとで海外経済は減速が続いている。欧州実体経済については、周縁国を中心に財政と金融システム、実体経済の間の負の相乗作用が続くもとで、企業・家計のマインド悪化にも歯止めがかかっておらず、緩やかな後退が続いている。ユーロ圏の7～9月期の実質GDP成長率は2期連続のマイナスとなり、コア国の成長も鈍化している。こうした状況のもとで、欧州委員会の秋季見通しでは、成長率見通しが大きく下方修正され、2013年も+0.1%の低成長にとどまるとしている。構造改革の効果発現や不均衡の是正には時間を要するとみられることを踏まえると、欧州経済は、当面、緩やかな後退が続くと考えられる。

次に米国経済については、基調としては緩やかな回復が続いている。企業部門では設備投資の増勢鈍化が続くなど弱めの動きもみられるが、家計部門では雇用情勢が緩やかな改善傾向を示すもとマインド指標も好調で、

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、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が、大統領・議会選挙の結果を受けて財政の崖が改めて強く意識されており、解決に向けた協議が開始されたものの時間が限られることから、その帰趨にはこれまで以上の注意が必要である。

新興国・資源国経済をみると、中国経済は減速した状態が続いているが、底入れの兆しも窺われている。輸出の本格回復は難しく、在庫調整圧力の影響は残るが、個人消費や固定資産投資が緩やかながら改善するもとで、電力消費量の伸び率も減速傾向を脱しつつあるなど、生産活動にも改善がみられている。こうしたもとで製造業PMIは3か月振りに50を上回った。先行きも、在庫調整圧力が根強く、金融面からの対応も微調整レベルにとどまると思われることから成長ペースが大きく加速することはないと考えるが、5月以降に実施している政策の効果が発現しつつあり、年末から年明けにかけて減速した状態を徐々に脱していくと考えている。NI Es・ASEAN経済については、前回から特に変化はなく、徐々に成長ペースを取り戻していくものとみている。

次にこうしたもとでのわが国経済については、海外経済の減速が続くもとで、弱含みの動きとなっている。7~9月期の実質GDP成長率は、公共投資や住宅投資が引き続き増加したものの、外需の落ち込みが大きく、設備投資にも波及がみられ、個人消費もマイナス寄与となったことから、前期比年率-3.5%と大きめの減少となった。個人消費については、なお高めの水準を維持しているが、足許ではエコカー補助金の終了に伴う自動車販売の反動減がみられるなど、一頃に比べると弱めとなっており、マインド指標の改善も一服している。また、設備投資は、防災・エネルギー関連の投資もあって、建築着工は引き続き増加し、非製造業の機械受注も堅調を維持しているが、ここにきて資本財総供給は減少し、製造業の機械受注も弱めの動きとなっており、海外経済減速による影響が徐々に広がりつつある。さらに10月以降は日中関係の悪化を受けた輸出減少の要因も本格的に加わることで、鉱工業生産はミクロ情報等から判断すると10~12

月期も大きめの減少を続けるとみられる。こうした状況下で、足許では企業マインドも慎重化している。

先行きも、当面は弱めの動きが続くとみられるが、国内需要が全体としてなお底堅さを維持するもとで、海外経済が徐々に減速した状態を脱していくにつれ、輸出や生産が持ち直していくものとみられることから、年明け以降は緩やかな回復経路に復していくと考えている。ただ、復興関連の公共投資は当面増加した後、徐々にピークアウトしていくとみられるほか、海外経済が持ち直すタイミングについては、日中関係の影響をはじめ、なお不確実性が高いと考えられる。海外経済の減速がさらに長引くこととなれば、輸出、鉱工業生産の弱さを背景に設備投資を先送りする動きが広がりかねないほか、個人消費についても、企業収益の悪化や所定外給与の減少等を通じた雇用所得環境の悪化により下押し圧力がかかることとなる点には十分な注意が必要である。

最後に物価である。企業物価指数は、既往の国際商品市況の上昇を反映してマイナス幅を縮小している。先行きについては、このところ国際商品市況の上昇が一服していることを受けて、同程度の水準で推移するとみられる。そうしたもとで、生鮮食品を除く消費者物価は、当面、前年比ゼロ近傍で推移すると考えられるが、足許、需給ギャップのマイナス幅が拡大していることや、このところのスーパーの値下げの動き等を踏まえると、物価の下押し圧力がかかりやすい状況にある点に注意が必要である。先行きについては、景気回復や成長力強化、潜在需要掘り起こしの取り組み等による需給ギャップの改善や家計等の中長期的なインフレ予想を映じて、徐々にプラスに転じていくものとみている。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

前回会合以降の変化としては、世界経済の減速が続いていることを主因

に、わが国の景気減速が鮮明になったことが挙げられる。それは、7～9月期の実質成長率がマイナスとなり、しかも前期比年率で3.5%も落ち込んだことから明らかである。全体として製造業の不振が目立っており、輸出と鉱工業生産の落ち込みによって今年度の企業業績の下方修正が多く、稼働率の低下と企業マインドの悪化も追い重なって、設備投資の先送りの動きがみられる。労働市場でも製造業を中心に労働時間や新規求人数が減少している。一方、内需関連については民間部門を中心に建設工事受注額が伸びているが、個人消費ではエコカー減税の終了による自動車販売の減少に加え、実質消費支出にも弱さがみられる。以上より、執行部案の景気の現状判断である「弱含みとなっている」で良いと判断する。

景気の先行きについては、当面は日中問題長期化の影響もあって鉱工業生産と輸出の減少が続くと思われる。個人消費についても消費者マインドが雇用を中心に幾分悪化をしていることからやや弱めの動きを続けるもとので、選挙等の一連の政治日程が控えているため本格的な景気対策の実施時期や規模については不確実性が高いと判断している。従って、10～12月期の実質GDP成長率は7～9月期と同程度か幾分上回るマイナス幅となる可能性を意識している。しかし、2013年に入ると海外経済が減速から徐々に脱していくとの想定のもとで、少しずつ個人消費や設備投資も改善し、実質成長率は緩やかにプラスに転じていくとみている。全体として2012年度の実質成長率については、もう少し時間をかけて判断したいと思うが、10月展望レポートで示した予想より若干下振れる可能性が高いと感じている。物価の見通しについては、需給ギャップのマイナス幅が拡大していることもあり、当面はゼロ%近傍で推移すると予想している。

次に、これらの見通しに関するリスク要因について申し上げる。まず景気のリスク要因については下方に傾いていると判断しており、以下、四点申し上げる。第一に、足許の最大のテールリスクは欧州債務問題から米国の財政の崖に移っており、どの程度の規模になるのか注目が集まっている。米国ではハリケーン・サンディによって一時的な生産・雇用への打撃はあるものの、比較的堅調な消費、緩やかな雇用回復、住宅市場の緩やかな改

善、金融機関の貸出増加といった明るい材料が、生産・設備投資・輸出の減速を相殺することで、全体として緩やかな回復を続けている。また現在は2四半期連続で前年比減益が続いている一般事業法人の企業収益も、今後は改善が予想され、稼働率も高水準で推移していることから設備投資が活発化することが予想される。景気回復の継続には財政の崖の回避が不可欠で、現時点では暫定的合意がなされて回避ができるとの見方が大勢だが、交渉に時間がかかったり、大幅な財政引締めとなった場合には、企業・家計マインドが急速に悪化し、実体経済にマイナスの影響をもたらすリスクは否定できない。また、債務上限の引き上げについても議会交渉が円滑になされない場合には、金融市場を不安定化させる可能性もあるので、今後の動向を注視していく。

第二に、欧州債務問題が悪化するリスクについてである。ユーロ圏ではECBによるOMTの発表によって周縁国の資金流出状況に幾分改善がみられており、ターゲット2のもとでのクロスボーダーの資産・負債額が9月から縮小している。同地域の国債・金融市場も落ち着きを取り戻し、周縁国の金融機関の資金調達環境は改善している。しかし、ユーロ圏内の金融市場が分断されている状況は解消しておらず、金融政策のトランスミッション・メカニズムが十分機能する状況ではないようである。域内経済は2四半期連続マイナス成長となっており、アイルランドを除く周縁4か国については来年もマイナス成長が続く見通しの中、財政再建・構造改革が継続できるのか懸念が残る。スペインやギリシャの動向によっては国際金融為替市場が不安定化し、世界投資家のリスク回避姿勢が極度に高まる可能性があるため、欧州情勢には引き続き注目している。

第三に、中国経済が減速するリスクだが、9月から2か月連続で工業生産、輸出、固定資産投資、消費が改善を示しており、経済が安定化しつつあるように思われる。10～12月期の実質GDP成長率は幾分高まることが予想されるが、鉄鋼業等の素材産業での構造調整に時間がかかることや外需が然程強くないことから、再び景気減速に陥るリスクを意識している。また、日中貿易については中国による米国、他のアジア諸国との貿易が拮



大している中で減少しており、中国の景気回復がみられたとしても、その恩恵が日本企業に及びにくいリスクも意識している。

第四に、国内関連のリスク要因としては財政再建の行方に注目している。IMFが11月初めに発表したG20報告書の中では、わが国の財政について、消費税増税法案が成立しても、持続可能ではなく、金融機関が大量に国債を保有しているため、中期的には国債利回りの反転リスクや為替リスクが高まる恐れがあり、これらが顕在化すると債券市場で大規模で無秩序な価格修正が起きる可能性を警告している。現在は景気後退の局面にある中、一定程度の財政措置は必要かもしれないが、中期的な財政再建計画の策定と遂行は日本銀行が円滑な金融政策を推進するうえでも、物価安定のもとでの持続的な成長経路を確実にするうえでも不可欠だと思う。

最後に、物価のリスク要因についても、下振れ方向に傾いていると判断する。景気見通しや中長期的な期待成長率が改善しないと、雇用・所得の改善が見通せない家計が緩やかなデフレを選好することで、企業による販売価格の引き上げが難しい状況が続くリスクを意識している。こうした状況下ではインフレ期待はなかなか高まらないし、日本銀行の目指す当面1%のインフレ率が見通せる時期が遅れる可能性がある。この点、債券市場参加者やエコノミストの中長期インフレ予想が足許幾分低下していることが気になっており、この状況が継続すれば実際の物価変化率や短期のインフレ予想も下振れさせる可能性もあり、引き続き注視していく。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁、お願いする。

山口副総裁

前回会合から3週間しか経っておらず、展望レポートのシナリオを変えるだけの材料はなかったというように認識している。内外経済情勢に関する昨日の執行部の説明にも違和感はない。重要な論点については、委員方

が既に指摘しているので、私からは極く簡単にお話しするにとどめたいと思う。

まず、海外経済だが、米国や中国については、良い材料が幾つかみられている。しかし、両国の経済を巡っては大きな不確実性があり、なお楽観はできないと思っている。米国では、フィスカルクリフを乗り切ったとしても、フィスカラドラグは残るということである。長年の問題であった住宅バブルの調整には少しずつ目途がきつつあるように思うが、当面の財政問題を踏まえると、経済はなお盤石とは言いがたいというように思っている。中国経済については、減速局面の終了を示唆する兆しもみられる。ただ、中国経済が、高度成長から安定成長への移行期にあるとすると、この調整は容易ではないように思っている。海外経済の先行きだが、いずれかの時点で回復軌道に復していくというようにみている。しかし、前回会合でも言ったように、基本的には米国頼みのシナリオであり、それだけにリスクも大きいというように思っている。

次に、わが国経済についてだが、輸出・生産の減少を起点として、企業収益の悪化、設備投資の先送り、さらには雇用・所得面へのマイナスのインパクトといった形で、国内にも悪影響が及び始めているように見える。従って、景気は、当面弱めに推移するとみておくべきであろうと思っている。勿論、そうした局面を抜け出た後は、緩やかな回復経路に復していくとみているが、リスクは依然として下方にあると認識している。

最後に、物価については、今回特に述べることはない。私からは、以上である。

白川議長

宮尾委員、お願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観から申し上げる。海外経済は全体として減速した状態が続いているものの、米国経済、中国経済などでは底堅いもしくは安

安定化の動きも確認された。一方、わが国経済は弱含んできており、輸出・生産の減少とともに、内需が失速する可能性にも警戒すべき状況となってきた。以下ポイントを絞って申し上げる。

欧州経済だが、緩やかな景気後退が続いているとの認識に変わりはない。先般ドイツ、フランスへ出張し各方面で面談を行ってきたが、ユーロ圏経済の見通しについては、いわゆる muddle through シナリオで一致した見方が示されていた。また、銀行監督一元化と ECB への役割付与については、ブンデスバンク関係者を中心に慎重姿勢が際立っており、今後の大きな焦点の一つと感じた。なお、ドイツでは、南部のミュンヘンなど物づくり州において失業率は 2% と完全雇用に近い状況であるほか、フランクフルトなどでも不動産賃料が上昇しており、今後のバブルを警戒する声も聞かれた。ユーロ圏ではコア国への波及が懸念される訳だが、コア国の実態は、基本的にフローの経済指標でみるよりも底堅くレジリエントであるという印象を強く持った次第である。もともと、逆に言うと、底力があるだけに、当事者意識の醸成に時間がかかるという面があり、やはり今後の道のりは長くかかるというようにみられる。

次に、米国経済だが、ハリケーンの影響でデータが読みにくい面があるが、緩やかな回復基調にあるとの見方に変わりはない。前回会合以降、企業収益は冴えない一方で、雇用統計や消費者コンフィデンスは改善を続け、ISM 景況感指数も製造業、非製造業とも 50 を継続して上回るなど、底堅さが窺われる。財政の崖を巡るリスクについては、年内合意に向けた協議が続けられており、今後の行方を注目していきたいと思う。

続いて、中国経済だが、減速が続いているとの見方に変わりはないが、安定化の兆しもみられ始めている。すなわち、小売売上高、固定資産投資、工業生産、輸出などが 9 月、10 月と前年比伸び率を高めたほか、製造業 PMI も 10 月は 50 を上回った。社会融資総量も着実に増加している。もともと輸入は前年比でみて弱めの動きが続いているほか、在庫調整も長引いているとみられるため、成長率が明確に回復するにはなお時間がかかるとみている。

次に、わが国経済についてである。わが国経済は弱含みとなっている。7～9月期の実質GDPは、輸出や設備投資の鈍化を主因に前期比年率-3.5%と大幅なマイナスに転じた。労働時間、製造業稼働率も低下しており、足許需給ギャップは悪化している可能性が高いとみている。当面のポイントは、輸出・生産の減少の影響が、設備投資や個人消費にどの程度波及するかである。まず設備投資については、製造業での先送り傾向が顕著であり、全体でみても資本財総供給、機械受注、そしてGDP統計と、いずれも弱い動きとなっている。設備投資は振れの大きい統計であること、また非製造業については、電力、不動産向けなどで堅調な動きがみられることなどを考慮する必要があるが、全体としての下振れ傾向は明確であるように窺われる。企業マインドが総じて悪化していることなども踏まえると、これまでの増加基調という判断を維持できるかどうか、厳しい情勢に差しかかっていると感じている。この点は、強い留保条件が付くかと思うが、もし仮に今回判断を維持するのであれば、法人企業統計や来月の短観等を見て、最終的な判断を慎重にすべきかと思っている。一方、個人消費については、エコカー補助金の終了による影響があるものの、全体としては、なお堅調さを維持しているとみている。ただし労働時間や賃金が減少し、所得環境に悪化の兆しがみられることから、警戒感を強めてみていく必要がある。

先行きについてだが、輸出・生産は、日中関係の影響や外需の弱さを背景に、当面減少が続くものとみられる。先行きのやや明るい材料としては、電子部品関連の在庫調整が進んでいることが挙げられる。また、日中関係については、ミクロ情報によれば、自動車販売への影響は一時的との見方もあるようである。一方で、わが国にとっての外需の弱さは、引き続き重要な懸念材料である。まずアジアにおいて、素材や建設機械などで在庫調整が長引いており、外需の弱さがこの面から継続している。さらに、日本の強みであり主力の輸出部門である資本財・部品関係においても、世界的に製造業企業部門の減速が長期化し、グローバルな設備投資の抑制が続いており、輸出が弱含んでいる。この状況が今後も続けば、外需の下押し圧

力がさらに継続する、あるいは強まることが懸念される。これらを踏まえると、先行きの海外経済の成長率が徐々に回復していくとしても、企業部門のしっかりとした回復を伴わなければ、わが国の輸出・生産の戻り方が想定以上に弱くなるリスクについて、十分注意しておく必要があると考えている。

最後に物価動向だが、基調判断に変化はない。今申し上げたような景気情勢からすると、物価見通しについては、やはり下振れリスクに一段と注意すべきとみている。また、エコノミストや市場のインフレ予想をみると、短期的なインフレ予想に加えて中長期的な予想インフレ率まで徐々に低下し始めている点は、気掛かりな点と言える。以上である。

#### 白川議長

前回の会合から3週間であるし、前回展望レポートを議論した訳であるが、展望レポートを纏める際に各委員でニュアンスの差はあったが、そのようなレポートを纏めた訳である。各委員の微妙なニュアンスの違いを所与にしたうえで、展望レポートとの比較でいくと全体として展望レポートの判断を変えるものではない。ただ前回もそうであるが、下振れリスクの方に意識を置いて経済をみていく必要があるという点も、前回と議論は変わっていないというように思った。

海外経済についても各委員が述べたので、私の方から特に申し上げないが、11月の初めにG20の会合がありその場で受けた海外経済に関する議論の印象を一言申し上げたい。振り返ってみると、この8月、9月と一連の国際会議に出た時には、毎回、海外経済について弱くなっているという報告が相次いだ訳であるが、そうした感じが10月の会合で少し変わってきて11月の会合ではさらに悪化しているというトーンでの報告はなかったという感じがする。ただ、経済に大きな不確実性があることは共通しているし、この先の経済の回復パスが緩やかであるという点についても共通しているので、何か基本的な姿が変わった訳ではないが、悪化していくというトーンが11月の会合ではなくなってきたというように感じた。当面

の不確実性という意味では勿論様々あるが、これも国際会議での印象であるが、当面の不確実性という意味ではやはりフィスカルクリフに皆の関心が移っているというよう思うし、それから少し長い目でみた不確実性という意味では、中国経済が高度成長から中程度の成長へ上手くソフトランディングできるのかということに関する関心が確実に高まっているというのが私の印象であった。

国内景気であるが、この後少し議論をした方が良くと思うのは、この先の景気のイメージである。昨日執行部の方から示された案は当面弱めに推移するというイメージであり、当面弱いということについては皆共通していると思うが、これがいつ頃どの程度のテンポで回復をするのかということである。不確実性が大きいのでここで決定的なイメージを作ろうという訳ではないが、先程木内委員が景気後退については景気後退入りかどうかということが 이슈ではなく、それが軽微なものなのかあるいはより本格的なものなのかが 이슈であるという話をされたが、そうした程度の問題もそうであるし、それから具体的に回復していく時期のイメージである。前回会合で展望レポートを議論した時に皆さんのイメージを前提にしながら、もし記者会見で日本銀行としていつ頃回復するのか、そのイメージはどうかと聞かれた場合にどのように答えようか考えていたが結果的にその質問は出なかった。皆さんの最大公約数を取ると来年半ばという感じであると一応は考えていたが、その辺のイメージを議論する時に大事なことは、足許景気は弱含みであると評価をしている訳であるが、なぜ弱含みになっているのかということの評価がこの先行きの議論に関わってくる訳である。足許の弱さについて大きく分ければ、海外経済自体の弱さとそれが外需に表れているということが第一番目。それから二番目には、外需という意味では日本固有の要因として日中関係の問題。それから三つ目は、外需の弱さが内需に波及をしてくれていることである。こうしたことに照らして先行きをどのように評価するかということであるが、昨日前田調査統計局長の説明の中で、先行きを展望する場合、弱さのうち日中関係とエコカー補助金については、これはその性格としてはずっと続くものでは

なく、適切な言葉かどうかは分からないが一時的ということである。日中関係の悪化は確実に影響している訳であるが、悪化した度合いで横ばう場合には追加的なインパクトは出てこない。一方、海外経済についてはこの先どんどん悪化していくという訳ではなく、少しスタビライズしてくる感じがあるとなれば先行きの回復ということになってくる訳であるが、この辺りについては少し議論をした方が良いと思った。

先程の委員の発言の中で個別の論点として興味があったのは、一つは先行きの物価であるが、佐藤委員がおっしゃったように——前回もおっしゃっていたが——、賃金の動きが大事なのであろうということである。私自身もそのように思っているし、先般の講演でもそのことをかなり強調していたつもりであるが、賃金が上がっていくという状況をどのように作り出すのかという話になってくるが、その辺りについては関心があるということである。

石田委員からは日本の景気回復を考えていくうえで現実的にはやはり第二次産業、就中、輸出関連製造業ではないかという話があった。日本の景気回復を考えていくうえで、本当に何がドライバーになっていくのかということである。前回の量的緩和の時の回復過程を振り返ってみると、量的緩和の末期、あるいは量的緩和を解除した後、輸出が増加する形で経済を牽引したと思うが、当時と今回では若干の違いもあると思う。前は世界全体が信用バブルのもとで非常に力強く成長していたが、今回は世界経済全体が非常に弱々しい回復である。

それからもう一つはそのことの経緯でもあるが、内外金利差が拡大し、かつ日本銀行が低金利を継続するという約束をしていたので、それが円キャリートレードを生み円安になった。今回は金利差自体が非常に小さくなっていることもあり、そのルートはなかなか期待し難いようにも思うが、しかし外需の弱さは明らかに日本経済に影響しているので、外需が拡大するという形での景気回復が、実現すれば勿論良いと思うが、その現実可能性についてはどのように考えるのかということである。あとは関連して日本の輸出の弱さを考えていく時に、何が本質的な理由なのだろうかとかとい

うことである。勿論為替レートは一つの大きなファクターであるが、長い目でみて購買力平価が成立するとすると、物価の下落に対応した円高傾向それ自体は、価格競争力に対してはニュートラルであるので、これまでもデフレ傾向以上に円高が進むとか、あるいは逆に物価が上がっている時にそれ以上に円安になるとか、そういうオーバーシュート、アンダーシュートが競争力の変化に影響する訳であるが、そうした為替レートの要因なのか、あるいは非価格競争力の低下——これは石田委員も先程触れられていた——なのか。日本企業の輸出動向を考えていくうえで、為替要因、非価格競争力の問題はずっと考えている問題であり、興味を持っているテーマである。私からは以上である。

石田委員

購買力平価との関係で申し上げますと、今の日本が苦しいのは、今まで得意としていた工業製品の価格が、色々な生産技術の進歩とともに、発展途上国でもできるようになったために、各地の物価水準を離れて、テレビならテレビ、その他の易しい機械なら機械というように、例えば、価格がドルベースで一つになってしまったからではないかと思う。つまり、購買力平価とは関係ないところで価格が決まってしまう部分が、殊に輸出製品については多いのではないかと思う。

白川議長

そういう意味では、本質的な問題は、日本の企業が本当に競争力を持っているのかという、よりファンダメンタルな問題に帰着してくると思う。

石田委員

ただ、一方で、そのような企業はかなりの部分がタイや中国に出て、一生懸命作っている。そういう意味では、今の円高がどうのこうのという以前から、製造業の力は国内では失われてきていた。



白川議長

円高が競争力に対して短期的にマイナスに作用することは間違いない。私自身が気になっているのは、10年単位で日本と日本以上に通貨が上がっているスイスを比較した場合に、スイスは日本以上に輸出が増えている。それを考えてみると、10年単位でみた非価格競争力の低下はかなり覆いがたい事実である。これは、短期的に為替に対する対応をどう考えるかという話とは別であるが、日本経済が抱えている本質的な問題点は何かを考えた場合に、そのような印象を個人的に持っている。

白井委員

為替については、私も申し上げたいことがあるので、次のラウンドで話そうと思う。確かに、デジタル化して簡単に作れることもそうであるし、競争力がなくなったこともそうであるが、やはり非常に競争力のある企業の経営者と話をしても、為替——特に、ドル／円、ユーロ／円——については、相当効くと言っている。だから、競争力については色々な新興国諸国が入ってきている面はあるが、特に今のように外需が減っている中で、円高が持続していることがマインドや収益へ非常に重く効いていると思う。為替と株の相関関係を考えても、株を持っている金融機関にとっても、財務基盤に影響があるし、リスクテイクの関係もある。為替は、製造業だけでなく、幅広く日本の経済やマインドに影響していると感じる。だから何ができるかという話であるが、そこは金利差が非常に少ない中で難しいが、その限定的な中で何かできないかということである。恐らく石田委員もおっしゃるであろうし、私もセカンド・ラウンドで申し上げたいと思う。

白川議長

誤解のないように言うが、為替が影響してないとは、全く言っていない。勿論、為替は影響していると思う。そのうえで、10年単位でみた時に、日本経済の本質的な問題点は、輸出関連企業の競争力がなくなっているこ

とについて、円高だけなのかという問題提起をしているだけである。短期的な影響については、何ら違和感はない。

景気の先行きのイメージについて、まだ十分に言い足りてない方がいらっしゃったら、お願いしたい。

#### 木内委員

もし、景気の後退に入っているならば、景気の後退を脱するタイミングと回復は必ずしも同じではないと思う。確かに、足許のGDPや生産の落ち込みは少し異常な感じがする。それは、ご指摘のとおり、政策効果の剥落や日中関係など一時的な要因が大きいので、それほど長く続かないと思う。さらに輸出が少し持ち直してくれば、来年の第1四半期は難しいが、第2四半期位に生産もプラスになってきて、過去の例であれば、そこが景気の後退を脱するタイミングになると思う。ただ、そこから生産がもっと強くなり、現在下向き圧力が強い設備投資の持ち直しに繋がったり、雇用の持ち直しに繋がったりというところまでは結構時間がかかると思う。景気後退を脱するタイミングではなく、回復のタイミングという議論であれば、結構ずれ込むと思う。来年半ばというより、少なくとも後半位までみないと難しいと思う。ただ、これも輸出環境次第である。輸出が非常に強いということであれば、今申し上げたプロセスがもっと前倒しで起こると思うが、先程申し上げたように、例えば、中国が意外と持ち直したとしても、米国のフィスカルドラッグの影響を考えれば、相殺されてしまう部分もある。そう考えると、回復という言葉が使えるのは、少なくとも来年の後半ではないかというイメージを私は持っている。

#### 山口副総裁

設備投資については、どのようにみておいたら良いのだろうか。これまで、設備投資が強くなってきたのは、今まで抑制気味であったものについていよいよ実施せざるを得なくなってきたという面がかなりある。つまり、ある種自律的な形で設備投資需要が出てきているという評価をしてきた。

ただ、日中関係の問題が起き、その他の海外情勢も注意しなければならないという中で、多少先送りのムードが出ているにしても、日中関係の先行きあるいは米国のフィスカルクリフの問題がある程度みえてくれば、わりと滑らかに、設備投資が回復してくる可能性はあるのではないかと思う。

木内委員

その可能性もあるので、現時点で設備投資が減少に転じたとまでは言わなくて良いと思う。

山口副総裁

そのとおりである。

木内委員

今まで、思いの外輸出が弱い中で、設備投資が安定していたのは、やはりリーマン・ショック後に凄く落ちた水準の復元ということがあった。ただ、一方で、生産調整も長く続き、輸出環境も厳しくなった。設備投資の弱さが、日本だけでなく米国とか世界的に出ているのは、やはり世界的に需要見通しが落ちてきていることの反映だと思う。だから、日本についても、持ち直しの動きがあるとはいえ、ここまで輸出の低迷が長引き、元々、期待していた新興国に対して期待できなくなってきたということであれば、従来よりも少し落ちてくる可能性はあると思う。ただ、まだ完全にこの見極めができないのは、例えば、昨日も議論したが、機械受注でいうと、10～12月期が予想外のプラス——私はこれは少し怪しいと思うが——となっていたり、あるいは機械投資は少し弱くなってきているが、民間の建設投資は予想外に強くなっている。それから、前回の短観の年度計画が予想外に強かったことからすると、もう少しみる必要がある。特に、次の短観をみて判断しても良いと思う。短観をみたうえで、設備投資が一時的な先送りではなく、やはり弱くなっているのであれば、景気全般の判断も今の「弱含み」から少し下げる必要があると思う。私は、そこはセットだ

と考えている。

山口副総裁

そこは、そうだと思う。

森本委員

先程、日本の輸出の弱さは何に起因するかということで、為替の話も出ていた。企業家もよく言っているように、六重苦というか、法人税をはじめとして、労働規制やエネルギーを含めた問題が多重的に影響している。それにプラスして、石田委員がおっしゃったように、品質面でも均質化の中で日本の強みがなかなか発揮できていない。設備投資についても、外需が弱くなってきて、さらに日中問題のことがプラスされてきている。当然、防災面とかエネルギー関連は継続して行われると思うが、そのような状況であると、企業は不要不急の設備投資を先送りするのは間違いない。そういう意味でも、もう少し様子を見極めなければならない。更新投資を含めて、設備投資のニーズはあると思うので、基調をもう少し見極めなければならないと思う。

白川議長

私も設備投資の動きは気掛かりである。多分、その感じは皆さんも共通していると思う。一方で、先程、木内委員からもあったが、短観の設備投資計画自体はまだ今のところ強いし、そういう意味で、次の短観もみながら判断していくということだと思う。もう増加基調ではなく減少基調に転じたと判断することは、プリマチュアだと感じる。いずれにせよ、そこは注意してみていく必要があるということは、皆さんの一致した見方だと思う。

西村副総裁

全く同感であるが、一つ注意しなければならないのは、中長期的な動き

と短期的な動きがあることである。今のところ、明らかに中長期的な問題として、特に素材産業では全く投資をしてこなかったのも、単純に設備の問題だけではなく、ヒューマン・キャピタルにも物凄く大きな影響をもたらしている。これを何とかしなくてはならないことは皆分かっている訳である。しかし、これを短期の問題として、後ずれさせることは十分にあり得る。そういう意味で、短期では確かに弱いけど、長期的に企業が生き抜くためにはどうしてもやらなければならないので、どこかでは出てくると思う。それがどこかがなかなか分かりにくい訳ではあるが。

佐藤委員

短観をみて判断するということであるが、今度の短観は中間決算を踏まえた計数が出てくる。要は、前期の数字ということである。そういう意味では、実体経済に比べ、かなり遅行したものを後追いでみることになる。

白川議長

勿論、短観だけをみる訳ではない。

佐藤委員

勿論、短観だけではないが、GDPについてもそうである。実体経済の方が、それを先取りして動いている。短観等をみるということだと、少しバックワード・ルッキングになってしまう惧れがあると思う。

森本委員

短観については、中間期の決算をみて修正ということだと思うが、時期的に日中関係を相当強く意識した短観になると私は思う。

佐藤委員

時期的にはそうだが、ただ、経営計画にそれが実際に反映されているかどうかである。

#### 森本委員

日中関係は、確実に影響するから、当然経営計画には反映すると思う。

#### 石田委員

全くの感想であるが、6 か月前に今の状況を誰も想像していなかった。ある意味でいうと、6 か月で変わる度合いは可能性としてあまりにも大きい訳である。従って、あまり足許が全てを決めると考えることは危険である。少しフォワード・ルッキングの形にしないとならないと思う。感想であるが。

#### 西村副総裁

それは、私が申し上げたかったことと全く同じである。そういう意味で考えると、リーマンの時に起きたような崩落みたいなことはなかなか起こりにくいと思う。深い下げはないが、最終的にどういう段階でまた戻ってくるのかというタイミングの問題である。このタイミングに関しては、不確実性が物凄く高い。逆に言えば、そこをよく考えていかなければならないのと、トレンドの動きというものを強く発信していかなければならないと私も考えている。

#### 山口副総裁

私自身は、基本的なシナリオは、この間展望レポートで纏めたとおりにだと思っている。木内委員が言われたことと重なると思うが、年末から来年の春位までの弱さの程度——景気後退と言って良いのかどうか分からないが——が、どの程度のものになるかについては、相当慎重にみておかなければならないと思う。基本シナリオ自体は、そう深い調整にはならないということである。来年の春から半ば位にかけて回復プロセスに入っていくのではないかと考えている。ただ、このところ発表されているデータ——展望レポート以降ということだけではなく、それ以前から出ている

ものも含め——諸々のものを重ね合わせて考えると、かなり深めの調整になるというリスクも頭に置いておく必要があると思っている。

佐藤委員

一方で、別に強気を申し上げるつもりはないが、この10～12月期、来年1～3月期が、この7～9月期と同じようなマグニチュードあるいはベクトルで下がっていくかどうかについては、そこまで悲観的にみる必要はないと思っている。季節調整のかけ方でプラスに出たりマイナスに出たりと非常に分かりにくい局面ではあるが、調査統計局のマイクロヒアリングでも、鉱工業生産統計については、1～3月期に一応下げ止まりということである。個人的には、1～3月期で生産が横ばいに転じ、4～6月期から上向きに転じるかどうかというイメージを持っている。

山口副総裁

その基本的なシナリオは同じである。ただ、これまで掴んできた諸々の情報、データをみればもう少し弱めの景気展開になってもおかしくないなので、その点について感度を高めておかなければならないということである。

森本委員

それに全く異論はない。わりと厳しめにみられるアナリストの皆さんが、厳しめの10～12月期との対比で1～3月期はおしなべてプラスである。回復の要因は色々あると思うが、1～3月期からは回復経路をみている方が多いとみているが……。

白川議長

他にあるか。それでは、10分程度休憩する。

(10時15分中断、10時23分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、再開する。このラウンドでは次回会合までの金融政策運営方針等について、一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思います。それでは西村副総裁からお願いします。

西村副総裁

まず、金融環境の点検であるが、わが国金融環境は緩和した状態が続いている。短期金融市場では、本来なら年末の年金定時払い前で季節的には資金不足の時期であるが、日本銀行が潤沢な資金供給を行うもとで、強い資金余剰感が続いており、金利は長めのゾーンを含めて極めて低位に推移している。長期金利は、米国大統領・議会選挙後、財政の壁を巡る不透明感が改めて意識される中で低下した米国金利につられ、足許では10年債流通利回りが大きく低下している。株価は、米国株価の動きや本邦企業の不冴えな決算を受けて一旦下落したが、その後、為替が円安に動く中で概ね前回水準まで回復している。企業金融をみると、銀行の新規貸出約定平均金利は低水準で推移し、銀行貸出残高は前年比プラスを維持している。ただし、ほとんど岩盤に近いところまで下がった貸出金利は、さすがにこれ以上の低下は難しくなっているようであるし、短観の金融機関の貸出態度も足許「緩い」超の状態が高原状態になっているように見える。ただ、中小企業の資金繰りでは、商工会議所のL O B O調査では悪化がみられる点には留意したいと思っている。C P・社債市場は、流通市場では電機、電力、海運などの業績不芳先の流通スプレッドが上昇してはいるが、発行市場全体をみると投資家の需要が引き続き強く、残高、レートともに総じてみれば良好な状況が続いている。ただし、業績不芳先が広まってきているので、これが今後もこういう言い方で良いのかどうかということに関しては、少し考えなければならぬと考えている。市場のインフレ期待であるが、前のラウンドでも話があったが、債券市場参加者の長期期待がこの



ところ低下し、下方トレンドに向かい始めているようにみえる点は注意が必要だと思っている。確かに、消費動向調査で横ばい、エコノミスト調査では極く小幅の程度であるので、これをどのようにみるかということには非常に難しいが、市場の中長期的なインフレ予想の低下というのが本当に現実のものになるとすると、これは政策遂行上、大きな困難をもたらす可能性があるので、これが反転するかどうかは注意してみたいと思っている。

政策運営であるが、9月、10月と見通しが大きく下方修正された中で、前回会合では、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくその軌道を踏み外さないということのために、思い切った形の金融緩和を行なった。前回会合の政策変更は、統一された一つのパッケージとして、資産買入等基金増額による追加的な金融緩和の効果が次第に小さくなっていることにも対処したものであるというように私は解釈している。金融緩和の最終目標は前回も述べたが、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で海外需要の取り込みといった実体を伴う銀行貸出の増加である。そのために、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進する施策として、無差別・無制限の対民間貸出増加支援という仕組みを導入した。ただ、これは貸出という供給側への働きかけであり、需要側に対しても強い働きかけが必要である。この意味で、政府と日銀の共通理解を公表することで、デフレを生みやすい構造を改革して新しい需要を生み出していくことを改めて明確にした意義は極めて大きいと考えている。

こうした背景のもとで、従来どおりの間接的な金融緩和であるが、資産買入等基金もリスク資産を含めて増額することは大きな意味があったと思っている。確かに、現状では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が、この無差別・無制限貸出支援という日本銀行の強い姿勢、そして共通理解で政府と日銀の強いコミットメントを表すことも勘案すれば、この無差別・無制限貸出支援という新しい金融緩和とのシナジー効果も生まれ、追加緩和のベネフィットはコストを上回ると判断した訳で

ある。この政策変更パッケージは、当初中身の有機的な関係が十分に理解されなかったために、従来どおりの資産買入等基金増額と捉えられ、予想の範囲ということでインパクト効果はあまりなかった。しかし、その後中身が十分に咀嚼されるにつれ、効果が為替市場等にみられるようになってきていると思う。ただ、貸出支援の詳細はまだ決まっていないので、金融市場へのインパクト効果を超えた実体経済への効果をまだ云々できる状況ではない。野心的な制度であるので、慎重さが必要ではあるが、できるだけ早く、貸出支援資金供給の細目を決めて実行する必要があると考えている。

従って、次回までの金融政策は現在の政策パッケージを維持するのが望ましく、金融調節運営方針も現状維持が望ましいと考えている。ただ、これは最後にいつも言っていることであるが、今後のソフト、ハードのデータの精査から、展望レポートの見通しからさらに外れ、1%の目途達成も見通せない、十分な勢いが生まれていないと判断されるならば、躊躇なく果敢に追加の措置をとる必要があるということは言うまでもない。以上である。

白川議長

石田委員、お願いします。

石田委員

前回会合では、景気減速に対応して基金の増額と貸出増加支援資金供給の導入を決めた。一方で、本日も議論されているように足許での景気の減速の程度は展望レポートのコースについて、ダウンサイド・リスクを高めている状況にあると思う。元々、金融政策には効果発現までにかかなりのタイムラグがあり、前回のみならずこれまで累次行ってきた緩和策の効果のこれからの発現を期待しているものであるが、金利を通じる金融緩和の波及経路は、企業のマインドがまず回復しない限り、なかなか効果が出てこないと思う。企業は金利が低い、高い以前の問題として、自社の製品に対

する需要の増加が見込めない限り投資には向かわないのではないかと考えている。その意味で金利低下の効果が出てくるためには、また、今考えている貸出支援策等が十分に効果を出すためには、まず投資に対する意欲が出てくる必要があると思う。その点で、製造業の企業マインドの改善のために今考えられることは、先程申し上げたとおり、金融政策からも円相場への働きかける必要があると思う。金融政策と為替相場との関係については色々の理論や意見があるが、私はそれぞれ一面の真実とはいえ決め手はないと思っている。為替相場は様々な要因により決まり、またその要因並びに要因間の関係も状況に応じて時間とともに変化するものと考えられる。しかしながら、現在の円の状況については相場水準そのものの他に問題があると思う。それは、円が、信用リスクが嵩じた時、あるいは主要通貨に不安が生じた時にセーフ・ヘブン・カレンシーとしてまず選択され、大きく買われているということである。このところ、市場関係者は中長期的に円安を言う人が増えているが、海外で各種ショック——これがまたよく起こるのであるが——が起こるたびに、円が大きく買われ、円高に振れる訳である。これにより、なかなか水準の是正がなされない面もあるのではないかと思う。例えば、今後をみても年末の米国でのツイストオペの終了に併せて財務省証券が買われるということになると、円高方向へのショックともなり得るということである。セーフ・ヘブン・カレンシーとなってしまう理由はざっと考えて、大幅な経常黒字を維持してきたこと、インフレ率が相対的に低位にあること、市場が大きく流動性が高く取引コストが低いこと、円金利商品、ことに短期の価格変動リスクが小さいことなどがある。これらは短期的には変えられないものである。また、わが国として変えてはならないものもある訳である。

これらの以前からの要因の他に、現状円の魅力を高めている理由として、欧州の信用力の高い国の比較的短い期間の国債の金利がマイナス圏にあるのに比べて、わが国のそれに相当する比較的短期の国債の金利が0.1%のプラス水準となっているということである。米国とは長いものはわが国の方が低くなっているが、3か月のT-B i 1 1となると、ほぼ同水準あ

るいは米国の方が若干低いという状況になっている。これにより、外貨準備が累増している新興国等を中心に、一部機関投資家も含めて、何らかのショックの際は円運用に向かいやすくなっており、ヘーブン・カレンシーとして活用されることになっているのではないであろうか。そこで、円の使い勝手を悪くしてなるべく円の流入を阻害し流出を促進させることが必要だと考えている。そのためには、短国の金利をゼロからマイナスまで切り下げることが必要になると思う。これにより、必ず円安になるとか円高が止まるとかは言えないが、少なくともより円安方向への、あるいは円高へのブレーキとなる施策だと思っている。これが、ダウンサイド・リスクがある物価上昇のコースへの下支えともなるものと思っている。現在の状況のもと、少しでも良いと思われることは手当しておくことが望ましいと考える次第である。しかしながらこの場合は、現在の金利体系の中核となっている当預への0.1%の付利を取り止めなければならない。0.1%付利はかつてのゼロ金利時代に金融市場の機能が低下してしまったということからできたものである。現在の金融政策はこの0.1%付利をベースに組み立てられているので、これをやめるとすると、一つは金融市場機能がどうなるのか、二つ目は固定金利オペレーションの取扱いをどうするのか、三番目は成長基盤支援資金供給の貸付利率の変更を行わなければならない、四番目これから始める貸出増加支援資金供給の貸付金利の設定等をどうするのかなどを予め検討しなければならない。色々と波及するところの大きな問題であるので、直ちに結論が出るものではなく、本日は私の以上の問題意識を申し上げるにとどめ、今後議論して行きたいと考えている次第である。

なお、話は少し変わるが、先程西村副総裁が言及された一部業界あるいは企業の不振により、社債・CP市場に部分的にストレスがかかっているということである。この件については、これらの大企業については取引銀行団が支援していくことと思うが、これら大企業の系列に繋がる下請けの数多くの企業については、金融支援が必ずしも保証されている訳ではない。今後、この点についてはよく留意をしていく必要があると思っている。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促すという現在の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

佐藤委員、お願いします。

佐藤委員

昨日示された景気の現状、先行き判断の執行部案はともに弱含みということで、現状判断は据え置き、先行き判断は1ノッチ引き下げということであるが、次回決定会合までの金融市場調節方針及び資産買入等基金については現状維持で良いと考えている。理由は、先行き実体経済面の下振れリスクを相当程度念頭に置いて9月、10月と二度の金融緩和の強化を行ったからである。一方で、前回会合で議案を提示したとおり、緩和効果のより一層の浸透を図る上で、ガイダンス政策で工夫の余地がないかどうかを探りたいという気持ちは引き続き持っている。その点、先般のきさらぎ会における総裁の講演は、本行の緩和姿勢について市場参加者が日頃から持っている素朴な問題意識に正面から向かい合った内容で、本行の政策広報姿勢の変化を感じさせるものであったし、市場参加者の評価も概ね好意的であったと思う。本行のデフレ脱却に向けた揺るぎない決意の浸透を図るためには、まず、このような丁寧な情報発信を各種の講演や日銀レビュー等の媒体を通じて、愚直なまでに繰り返すことが必要であると思う。そして、より効果的なのは本行のコミットメントを声明文で改めて明確化することであると思う。その点、例えば資産買入等基金を含めた包括緩和の枠組み、これが中長期的な物価安定の目途である消費者物価の前年比上昇率1%を達成するまで事実上オープンエンドであるということ、現状のように暗黙の了解事項とするのではなく、声明文中に明示してもよいのではないかという問題意識は持ち続けている。また、前回会合で提案したように1%を見通せるまでというコミットメントを、1%を安定的に達成する

までというように客観的な数値基準化することで、本行の揺るぎない緩和スタンスを市場に伝えるということも緩和効果の浸透を図る上で必要ではないかと引き続き考えている。前回の会合では、多くの委員の方々の意見では足許1%を見通せる状況には遠い訳で、またイールドカーブの形状をみても日本銀行が早期に現状のフレームワークからエグジットすることを債券市場は見込んでいないということで、私の提案は大方の賛同を得られなかった。一方で、為替市場に目を転じると、為替市場は主要国中銀の緩和姿勢の強弱、あるいは先行きの緩和見通しの強弱を比較、予想しつつ動いている。私は初めて参加した本年8月の会合以来、為替市場に働きかける政策の必要性を繰り返してきた。そのためには、外債購入で為替市場の需給に直接訴えかけるということも一案と依然考えてはいるが、これはそもそも法律上あるいは通貨外交上の問題から短期的に実現困難であることは承知している。しかし、こうした財務省の所管する通貨政策を使わなくても、われわれには為替レートに働きかける金融政策ツールがある訳である。すなわち、ゼロ金利政策のもとでもガイダンス政策、これは市場の予想、期待を活用して間接的ないし結果的に為替市場に訴えかける政策という点で本行の有効な手段になり得ると考えている次第である。

最後に、前回会合で骨子を決定した貸出支援基金について申し上げる。貸出支援基金についての銀行関係者、市場関係者の反応は区々ではあるが、銀行関係者あるいは債券市場の参加者からは、国内向けの貸出が減少する一方で、海外向けが増加することで全体の残高が小幅増えるという状況のもとで、たとえ本行が円の長期ファンディングを供与しても実際銀行側にメリットは乏しいし、却って収益力の低下を招きかねないという点から有害無益でさえあるといったようなやや残念な反応がみられた。また、これを契機に貸出金利の引き下げ競争に拍車がかかるということへの懸念、あるいは社債市場への悪影響を懸念する声も聞かれた。一方で、株式市場参加者の間では、こうした政策が企業の円投取引を後押ししたり、あるいは銀行の不動産向け融資を後押しするといったような漠然とした期待感が

あることも事実である。具体的な制度設計については、執行部の検討状況をまだ聞いていないのでこの場であまり立ち入らないが、制度設計に当たっては貸出金利への影響がなるべく出ないような工夫が必要なのではないかと感じた。さもなくば、銀行の体力増強を図ることで貸出を支援するという当初の目的とは異なる結果をもたらす可能性すらあるのではないかと感じる次第である。以上である。

白川議長

木内委員、お願いします。

木内委員

国内景気・物価情勢については、引き続き下方リスクが強い状況が続いていると考えるが、現時点では9月、10月に実施した金融緩和措置の効果を見極めることが何よりも重要である。また、世界経済や金融市場に大きな影響を与えかねない、本年末から年明けにかけてのアメリカでの財政政策や金融政策を見極めることも同様に重要である。こうした観点から、次回会合までの金融調節方針については現状維持とし、追加的な金融緩和措置は講じないことが妥当と考える。

まず、前回の決定会合で実施した様々な措置について、外部の評価も踏まえて私なりにレビューをしてみたいと思う。第一に、11兆円の基金増額については、概ね事前予想どおりと受け止めた向きが市場では多かったと思う。ただし、依然として懸念する向きが多いのは、長期の国債の買入ペースが来年前半には現状対比でほぼ半減してしまうという点である。長期国債買入れの増額を考える際に、私自身はフローではなくてストックを中心に考えるべきだと思っている。しかし、金融市場にはフローの買入額を重視する見方が依然として根強くあることから、買入ペースの低下が長期金利の上昇に繋がり、政策効果を減じてしまう幾ばくかのリスクがある点については認識しておく必要があると感じている。さらに、長期国債の買入措置については、毎回その規模が注目されがちである。しかし本来重

要なのは、買入措置が金利水準に与える効果であることは言うまでもない。この観点から、より長い年限の長期国債を購入対象に組み入れることなど、金利水準に与える効果をさらに高める工夫を今後は検討していく必要があると感じている。第二に、デフレ脱却に向けた取組み、いわゆる政府との共同文書についてであるが、市場参加者などにおいては、この共同文書の目的、意義などについて、必ずしも定まった解釈は成立していないように感じている。共同文書の目的は、デフレ脱却に向けた政府と日銀の役割分担を改めて明確にし、お互いにその取組みを推進していくという姿勢を示すことにある。さらに、他方でこれが日銀の独立性に何ら疑義を与えるものではないという点を、今後も様々な機会に丁寧に説明していくということが重要ではないかと感じている。さらに、私自身としては、将来、本行の独立性に疑義を持たれないように最大限配慮しつつも、政府と本行がそれぞれの役割分担の中で互いにしっかりと噛み合った政策遂行へとこれが発展していくということを期待している。第三に、貸出増加支援のための資金供給策についてである。現時点では、外部の評価は分かれているように見受けられるが、企業の資金需要の弱さを背景に、その効果について懐疑的な見方も一部に聞かれることは確かである。具体的なスキームについては現在執行部が検討されているところだと思うが、個人的にやや懸念される点を二点申し上げたいと思う。第一に、この枠組みでは、調達金利が0.1%で長期間固定される訳であるが、将来、金融緩和の一環として付利金利が引き下げられ、調達コストがもっと下がるということを警戒して、銀行がこの枠組みの活用を当面見合わせるのではないかという点である。第二に、メガバンクの貸出増加は国内需資の弱さから海外向けが中心となることが予想されるが、その際には円資金での調達、円資金の供給ではやや使い勝手が悪いと考える向きが出てくるということである。そうした声が聞こえた場合には、成長基盤強化のための資金供給と同様、一部ドル資金を供給することも検討すべきかもしれないと感じる一方で、それでは銀行によるドル転を通じた結果としての為替円高抑制効果に期待できなくなることにもなるし、また無制限というこの枠組みの重要なコンセプト



トと整合的ではなくなるという問題があるので、非常に悩ましく知恵の絞りどころではないかと思う。

最後に、前回会合での決定事項やその評価も踏まえた上で、今後の金融政策運営に関して二点申し上げたいと思う。第一は、景気の判断である。前半の繰り返しになるが、国内経済については引き続き下方リスクが高まる方向にあるとみている。景気の基調判断は前回の会合で引き下げて、弱含んでいるとした。これは、私は景気の踊り場、ないしは軽微な景気後退局面を表現しているものと考えているが、ただ、決定会合後の状況を踏まえると、今後日本経済は深さ、長さの両面から、より普通の本格的な景気後退局面に陥ったことが明らかになる可能性が相応にあると考えている。景気は今年3月頃に山をつけたという見方が広がっているが、仮に来年の年初頃に底を打つとしても、景気後退局面は振り返ってみれば、一年程度続いてきたということになる。この長さというのは戦後の景気後退期間の中央値とほぼ等しくなる。このように、国内経済は深さ、長さの両面から本格的な後退に陥った可能性が相応にあり、弱含んでいるという景気の基調判断が、早くも実態と乖離し始めているのではないかと感じている。このため、遠くない将来に、現在の「弱含んでいる」を「弱くなっている」、「停滞している」、あるいは「下押し圧力が強い状態にある」などと、もう一段下方に修正すべき段階に至る可能性も十分考えられる。その際には、併せて果敢な措置も検討すべきと考えている。

もう一点は、前回の会合でも議論した点であるが、コミットメントである。このコミットメントというのは、展望レポートの文章の修正にとどまらず、政策の重要な柱の一つであるということである。コミットメントの文言は強化、明確化の方向で修正することが妥当であると引き続き考えている。コミットメントの強化は、政策効果を高める一方、政策の自由度を低下させてしまうという功罪両面併せ持つために、両者の適切なバランスを考えた上で慎重に検討する必要があることは言うまでもない。ただし、消費者物価上昇率1%が見通せるまでといった表現は、やはりかなり曖昧である。他方で消費者物価上昇率は2014年に着実に1%に近づくという

判断を示す中で、市場においては本行の意図とは裏腹に、本行が拙速に資産買取り策を後退させてしまうのではないか、あるいはそうではなくてもデフレ克服に必要な追加措置を今後十分には講じないのではないかとといった懸念を生じさせ、結果的に金融緩和の効果を減じてしまうことが懸念される。ただし、このコミットメントの文言見直しは、将来適切な時期に、金融緩和措置のパッケージの一環として実施を再び検討すべきであると考えている。以上である。

白川議長

それでは森本委員、お願いします。

森本委員

わが国の金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、長期・短期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。ただ、国債利回りについては、残存10年以内の金利が低水準で推移する一方で、超長期国債の利回りに上昇傾向がみられるなど、イールドカーブにやや気掛かりな点がみられ、注意が必要である。また、企業の資金繰りは総じて改善した状態にあるが、L O B O調査による資金繰りD Iが水準は高いながら低下傾向にあるほか、金融円滑化法に基づく貸付条件変更を受けた後の倒産件数が徐々に増加し既往最高となるなど、業況不芳の中小企業の資金繰りが悪化しつつあるとみられる点には留意が必要であると思う。

この間、為替市場では、ドル／円は、前回会合後、80円前後で推移していたが、極く足許では衆議院解散を受けた本行の追加緩和に対する思惑などから、81円台前半の円安方向で推移している。また、株価については、米株価等の動向を受けて一時下落したが、足許では円安の動きが好感されて、前回会合時をやや上回る水準に戻している。こうした動きは企業収益やマインド面に好影響を与えるが、その持続性には不確実性もあり注視が必要であると思う。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、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であると思う。また、わが国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へ復帰することが極めて重要な課題であり、そのためには、幅広い経済主体における成長力強化の努力と金融面からの後押しの双方が不可欠である。そうした認識のもと、本行としては、金融機関における成長基盤強化の取組みを支援するとともに、実質的なゼロ金利政策の継続と、9月、10月と大幅に拡大した買入枠を含め、約束している資産買入等を着実に実施することで、強力な金融緩和を間断なく進めている。こうした緩和措置が、弱含みの動きとなっているわが国経済を持続的な回復経路から外さないようしっかり下支えしていくものと期待している。資産買入等の基金の運営状況についてみると、本年末の買入目標額 65 兆円に対して、直近の残高は 65 兆円弱、うち年末越えとなるものは 56 兆円に達するなど買入等が着実に進捗しており、その効果は残存 3 年までほぼ +0.1%に張り付くなど、長めの金利低下やリスク・プレミアムの縮小という極めて緩和的な金融環境となって現れている。今後も、市場での資金ニーズの所在や金利形成の動きもよくみながら、基金の買入れを着実に進めていくことが重要であると思う。

また、金融緩和の波及経路として、緩和的な金融環境が民間の経済主体に活用されるということが重要であるとの認識のもと、前回会合で、金融機関の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、貸出増加を支援するための資金供給の新設を決定しており、現在、詳細に関する検討が鋭意進められていると思う。今回の枠組みでは、貸出増加額を算出する対象与信に金融機関向けを除く対民間との制約しか設けていないことから、貸出増加額の裏付けには内外の極めて幅広い貸出先や資金用途があることが考えられる。金融面における不均衡の蓄積には引き続きしっかり注意を払っていく必要はあるが、細目の検討に際して、貸出増加を支援し、経済を活性化させるという目的を最優先に考えて、特別な制限を設けることなく、金融機関にとって活用しやすい魅力のある制度

となるように進めて欲しいと思っている。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

わが国の短期金融市場については、引き続き資金余剰感が強く、金利はターム物を含めて低水準で推移している。長期金利はやや低下し、ドル調達環境も落ち着いている。企業金融については、総じて資金調達環境は良好である。CP・社債市場では一部の銘柄を除けば発行金利は低位横ばいで、良好な発行環境で推移している。全体としてCP発行残高は対前年比で増えており、社債については電力会社の償還が多いために前年比マイナスとなっている。この間、銀行の貸出金利は低位で推移しており、金融機関の貸出態度も良好で、最近では設備投資向け資金需要を背景に銀行貸出が緩やかに増加している。日本銀行の資金供給オペの動向についても、比較的順調に基金の積み上げが進んでいる。なお、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。

次に、物価見通しと金融緩和のトランスミッション・チャネルのメカニズムについて私の見解を申し上げる。現在、日本銀行はCPI上昇率1%を当面のゴールとして強力な金融緩和を推進しているが、景気の現状及び政府による成長力強化の取組みに一定の時間を要することを踏まえると、1%が見通せるまでには想定よりも時間がかかる可能性がやや高まっているとみている。金融緩和で期待される効果として、私自身はポートフォリオバランス効果や金融政策スタンスのシグナリング効果を重視してきたが、これに加えて為替チャネルについてもこれまで以上に重視するべきではないかと感じている。現在は幾分円安方向に転じているものの、円高水準であることには変わりはなく、それがマーケットシェアを維持するために日本企業が円建て輸出価格を抑える行動に走らせてデフレの一因となっているし、現在の世界経済減速局面においては輸出企業の負担感を高

めている。また、円高が原因で株価が低迷することで持合い株を多く保有する金融機関の財務基盤が悪化して、企業融資等のリスクを取りにくいという声も聞かれる。こうした事情を背景にして、日本銀行による外債購入案をよく耳にするが、通貨外交、為替介入権限の所在、日本銀行法の解釈、日本銀行の財務基盤の健全性、国庫納付金の規模といった様々なハードルをクリアする必要がある、直ちに実現するとは考えにくいと思う。他方、海外の多くの諸国では中央銀行が為替介入権限を持っているためにこうしたハードルが低く、デフレ懸念の払拭と自国通貨の過大評価の是正と称して大幅に為替介入をしているスイスのような先進国もある。こうした状況下で、現在、日本銀行が持つ金融政策手段を有効に活用して間接的に、つまり金利を通じてではあるが、為替相場により強く働きかける工夫ができないかと考えている。

先程石田委員が付利金利0.1%の撤廃の可能性を指摘されたが、私もこれについては以前から考えているが、様々な過去の日本銀行のQE時代の経験もあるので、これについては今後も慎重に検討していきたいと思う。そこで現在の資産買入等の基金を通じた包括的金融緩和の枠組みを維持、あるいは必要に応じて増額をする一方で、例えば国庫短期証券をそれなりの期間、例えばCPI+1%が見通せるまで大量購入することで、短期国債利回りをさらに引き下げて低水準をかなり長い間維持するのはどうかと考えている。例えば現在の短期国債を含む国債の利回りはアメリカ、日本、ドイツを比べると、3か月まではアメリカの金利の方が低く、ドイツの場合には2年まで日本よりもドイツの金利の方が低くなっている。つまり金利差が逆転している状況である。このため、金利差を超短期、中期のところで逆転させて海外の金利の方に比べて日本の金利が下がるような状況をできるだけ実現していきたいと思っている。無論、欧州債務問題等が再発して投資家のリスク回避が急速に高まれば再び円高に振れる可能性はあるが、この政策を長期間継続していけばそれなりに為替への影響が見込める可能性もある。また、残高自体は然程拡大しなくても毎月の買入額を大きくすることで金融緩和姿勢を示すフローの効果も重視していく

べきではないかというように考えている。以上が私の現段階での問題意識であり、今後さらに考えを深めて参りたいと思う。

最後に、もう一点、現在、執行部が検討中の貸出増加を支援するための資金供給について、意見を申し上げたいと思う。今回の措置は、イングランド銀行が7月に開始したF L Sに近い仕組みであるが、そのF L Sは金融機関が民間貸出においてリスクが取りやすい制度設計になっている。第一に、2012年6月末時点の企業・家計向けの貸出残高の5%と2013年末までのネット貸出増加額の合計を上限に、金融機関はネットの貸出増加額が増えている限り低い手数料でイングランド銀行から短期国債を借り入れることができる。この仕組みで現金調達するコストは市場調達コストよりも低いので金融機関にとって割安感がある。第二に、イングランド銀行はF L Sで受け入れる担保として通常の担保より幅広い資産を受け入れている。第三に、民間貸出はリスク資産を増やすために金融機関の自己資本所要額が増加するが、英国金融サービス機構（F S A）の勧告により、Pillar Iの資本必要額が増加してもPillar IIの資本計画バッファを減らすことで相殺を認めたことで、F L Sに基づく貸出増加では追加的な自己資本増強の必要がない。一方、日本銀行の新たな貸出枠では金融機関のネット貸出残高の増加額について、その全額を現在は+0.1%の誘導目標金利で資金供給する仕組みであるが、資金需要が乏しい中で目利き力を高めて新たな資金需要を発掘したり、不動産担保や公的保証がない中小企業に融資するのを躊躇する金融機関が多いことを踏まえると、もう少し貸出を伸ばすインセンティブを高める工夫ができないかと感じている。例えば、ネットの貸出残高を増やした場合、その上昇率に応じて日本銀行の適用する金利を+0.1%から段階的に引き下げて、極端な場合0%まで下げることで、新たな融資先を開拓するのにかかる経費を含めても利鞘を確保できるような配慮をするのも一案だと考えている。あるいは、新たな貸出額を伸ばした金融機関に対して日本銀行が一定程度の信用リスクを取って、例えば同貸出枠のもとでの担保要件の緩和といった工夫も考えられるのではないだろうか。私からは以上である。

白川議長

それでは山口副総裁、お願いします。

山口副総裁

私は短時間で終えたいと思う。金融環境については、執行部の判断どおり、引き続き緩和した状態にあるということであると思っている。ただ、クレジット市場では、業況不芳とされる業種や企業の数が増えつつあるように見える。それでも現状は、特定の業種・企業に限定された動きというように言えると思っているが、今後こうした動きが業種横断的にも、また企業グループ内縦断的にも広がり、金融環境のはっきりとした二極化に繋がらないかどうか、注意が怠れないと思っている。

続いて、当面の金融政策運営であるが、まず、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当であると思っている。包括緩和というか、基金の運営については当面、これまでの金融緩和の効果を見極めていくことが適当であるというように思っている。取り敢えず、前回決定した金融緩和についてみておくと、国債利回りが長めのゾーンを中心に一段と低下している。また3か月物のTIBORも小幅ながら低下している。リスク性資産の買入れについては、市場参加者から下値安心感の醸成に寄与しているといった声が聞かれており、先行き何がしかリスク・プレミアムの縮小に繋がる可能性があるのではないかと期待している。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員、お願いします。

宮尾委員

金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まずわが国の金融環境であるが、企業の資金調達環境については、金利面、あるいはアベイ

ラビリティの面とも、緩和した状態にあるという執行部の説明で宜しいと思う。ただし、何人かの委員も言及があったように商工会議所のL O B O調査等における中小企業の資金繰りが苦しいと答えた先の割合が増えつつあるという点、あるいは企業の倒産件数が5か月振りに前年比増加したことという点については、やや注意が必要とみている。景気弱含みの影響が中小企業を中心に強く出始めている可能性が考えられる。続いて实体经济へ影響を及ぼしうる金融資本市場動向については、為替、株価とも前回会合時と比べて円安、株高で推移している。もっとも、足許の円安・株高は、先般の衆議院解散を受け、今後の財政・金融政策を巡る思惑が働いている面があるとみている。今後どの程度持続性があるのかについて見極めていく必要があると認識している。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。前回会合では、資産買入れの規模を11兆円増額し、一段と強力な追加緩和を実施した。また新しい貸出支援策の骨子も決定した。これらの追加措置は、これまでの措置による累積的な効果と相俟って、わが国の景気物価に意味のある下支え効果を発揮し得ると考えている。特に今後、米国の財政の崖など、企業部門を覆う不確実性が多少なりとも晴れてくれば、グローバルな企業景況感や設備投資の回復などを通じて、わが国においても政策効果が発揮されやすくなるものと期待している。他方で、前半のラウンドで申し上げたとおり、わが国経済は弱含んで推移しており、内需失速の恐れなど、懸念すべき材料も増えつつある。もし仮に、今後発揮され得る政策効果を踏まえてもなお、景気物価の見通しの中心シナリオが下振れる、あるいは下振れリスクが一段と強まると判断される場合には、様々な選択肢の効果とリスクを十分検討したうえで、適切な措置を果敢に講じていかななくてはならないと考える。

以上を申し上げたうえで、次回決定会合までの金融調節並びに基金の運営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

8名の委員の意見表明が終わった。まず、次回決定会合までの調節方針であるが、私も含めて全員が現状維持ということである。それから9月、10月と2回に亘って金融緩和を一段と強化したが、これは足許の弱さ、先々のリスクを十分に踏まえたうえで思い切った金融緩和を行った訳である。加えて前回10月の会合では貸出の増加支援のスキームの検討を指示した訳であるが、多くの方から意見があったとおり、金融機関からみて使い勝手の良いスキームを設計していき、できるだけ早く検討を経て実行に移していきたいという意見表明があったが、私もそのように思っている。

金融環境は、全体として緩和的であるが、一部の業況悪化銘柄では社債発行の困難化やCP発行スプレッドの拡大という現象が生じている。勿論これを除けば良好な状態が維持されているということではあるが、そうした個別企業、個別業種の動きについては、少しずつ広がりがあるようにもみえるので、注意してみていく必要があると思っている。それから後、石田委員の方から前段の経済情勢に関する議論でも問題提起があったが、為替を意識した時に日本銀行の政策対応の一つのあり方として付利金利の引き下げということについて今後の検討課題として問題提起があった。これは問題提起として受け止めたし、白井委員の方からも付利金利ということでは必ずしもないかもしれないが、為替を意識した形での問題提起があった。予て佐藤委員からもそういう問題提起があった。取り敢えず、以上がこの第二ラウンドの議論でのサマリーであるが、意見があれば、どうぞ遠慮なく言って頂きたい。

## 白井委員

フォワード・ガイダンス、時間軸政策であるが、このところ何回か議論になっているのは、日本銀行では、当面1%を目指しそれが見通せるまで強力な金融緩和をするという中で、1%を目指し見通せるまでとするのか、1%が確実に達成できるまでにするのかで意見が分かれていると思う。この問題がどうして起きているかというところ、1%を見通せるまでとしても、

あるいは1%が達成できるまでとしても、その後どうなるのか、日本銀行の強力な金融緩和が継続されるのかどうかという問題は残ると思う。だから、私は、1%が達成できるまでとするのか、1%が見通せるまでとするのかという議論よりも、次の一文を入れたら良いと思っている。例えば、「また、わが国経済が回復を確実にしたことを確認するまで強力な金融緩和政策を維持する」とすれば——1%を見通せるまで、あるいは1%を達成するまでというどのような状況であろうと——、景気が確実に回復するのを見届けてから強力な金融緩和をやめると言っている訳であるから、ここに何の懸念もなくなると思う。

佐藤委員

それは、数値基準から却って後退することになりはしないかと個人的に少し懸念している。なぜかと言うと、かつてのゼロ金利政策の解除基準は、当初1999年にゼロ金利政策が導入された時には、デフレ懸念の払拭が展望できるまでという主観的な判断基準であり、実際、2000年のゼロ金利解除に当たっては、デフレ懸念の払拭は展望できたということで解除した。

白井委員

その時は数値がなかった。今の私の案は、数値を入れたうえに次の一文を追加しないかという話であるから、当時とは違う。1%を目指すという現状を維持するのか、私自身も個人的に近いが、1%を達成するまでのどちらにするにしても、その後今の一文を入れたらどうかと申し上げているのである。

白川議長

今、あまりスペシフィックな議論を行うのはどうかと思う。問題意識を投げかけるのであれば分かるが、あまりディテールの議論をするのが、この場の目的だとは思わない。

## 西村副総裁

私は、前回、時間がなくてあまり話せなかったが、見通せるまでというのは、実はフォーキャスト・ターゲティングである。つまり、それは日本銀行が見通せるまでということで、日本銀行が見通せるというのは、われわれの見通しで明確にしているの、そこに対応する形で作られている訳である。従って、他の人が見通せる訳ではなくて、われわれが見通せるかということであって、それがどこで1%が見通せるかという話である。その意味で、1%がどの時期かは明確にしていないのは若干の問題ではあるが、基本的にはそのような話であって、その点は少し考える必要があると思う。それから、今、白井委員がおっしゃったことは、ある種のウッドフォード流のコミットメントである。これが凄く難しいのは、コミットメントそのものを明確に本当のコミットメントにすることが、極めて難しい訳である。そういう意味で、例えば、Fedの場合でも、これから数値を入れるようなものが出てくるかもしれないが、その中にウッドフォード流のものは入ってこないはずである。そのコミットメントは、明確な形で出すことは極めて難しいので、もしそれをやろうとすると、別な形でよく考えて、どのような形でやるのが良いのか、私は考えるべきだと思う。

## 森本委員

コミュニケーション方策については、本当に充分かどうか絶えずよく考えていかなければならないと思う。そういうもとの、見通せるようになるまでということでは、過去の経験で少し判断が速すぎたのではないかと色々言われている。当然、われわれとしては、説明責任は十分に果たさなければならぬと思っているので、そういうことを前提においたうえで、金融政策にはタイムラグがあるので、将来に亘って見通せるようになるまでというのは極めて自然な表現であると私自身は思っている。説明責任をしっかりと果たすという前提だが、達成ということになると、却っておかしいのではないかと。おかしいというのは少し言い過ぎかもしれないが。

## 山口副総裁

前回の会合でも話したが、コミットメント政策あるいはガイダンス政策で、実際に何を狙っているのかが一番重要だと思う。基本的には、長めの金利に対する働きかけを狙っているという点については、多分、皆さんで共有できていると思う。この議論は、今、深入りしても仕方がないが、前回、展望レポートで2014年度までの物価見通しを出し、CPIについては着実に1%に近づいていくという表現をした。しかし、1%が見通せるようになったとは言っていない。そういう表現をし、一方で、1%が見通せるようになるまで強力な緩和を推進するというコミットメントを維持した。その結果として、長期金利に対してどのようなインパクトを与えたのかが、いわばわれわれのコミットメントの正当性、適切性を評価する一番の基準であろう。実際に、長めの国債金利は低下している訳である。そういうことからすると、近い将来、なぜそれを強化しないといけないのかが私には分かりにくい。言葉として分かりにくいといったことがあるかもしれないが、マーケットはわれわれが発信した経済見通しについての情報とそれを踏まえたうえでのわれわれのコミットの表現をきちっと正確に評価したうえで、価格形成している。その価格形成は、結果的には、金利が上がるという形ではなく、むしろ金利は多少とも下がるという方向で出てきている。そういうことから考えても、近い将来、われわれがこれに何らかの手を加えなければならない状況にあるとは私自身は考えていない。

## 佐藤委員

解釈の問題であるが、金利が下がったのは、要は、着実に1%に近づいていくという日本銀行の中心的な見通しをマーケットが真に受けていないということかと思う。

## 山口副総裁

どういう解釈かという問題はあるが、金利は実際に下がっている。佐藤委員が今どのように考えているのか分からないが、コミットメントを強化

しないといけないという判断の裏には、それを強化しないと長期金利について上昇プレッシャーが働くという判断を多分お持ちだと推察する。しかし、現実には金利が下がっているとすれば、われわれとすればそれ以上のものを期待する必要はないし、現実にはコミットメントの表現について、手直しの必要もないと私自身は思っている。

#### 佐藤委員

債券市場については、たとえ、われわれが1%に着実に近づいていくと言おうとも、マーケットは恐らく違うところをみている訳であり、結果的に、われわれのコミットメントをどう変えようとも、全く関係がないと思う。ただ、その一方で、為替市場には、先程も申し上げたが、われわれの政策スタンスについて若干の誤解があると思う。それは、例えば、F e d はオープンエンドであるのに対して、われわれはオープンエンドではない、従ってわれわれの政策スタンス、緩和スタンスはF e d と比べて弱いといった誤解である。それについては、総裁が先般の講演で説明されておられたので、市場参加者の納得はある程度得られていると思うが、そうした総裁講演あるいは総裁会見を隅々まで読む人は、一部の金融政策マニアに限られる訳である。そこは、はっきりと声明文、ステートメントの中にしっかりと書き込んでいくことが、本行の揺るぎない政策スタンスを対外的に周知することになるのではないかと思う。

#### 山口副総裁

ここで何度も議論していることで、それを繰り返しても生産的でないと思うが、政策というものは、マーケットなり人々なりが持っている何らかの誤解を解くために行うものではないと私は思う。政策というものは、一定の効果を明確に期待したうえで行うものであって、それに伴って何らかの誤解が生じているのであれば、そこは誤解を解くための別途の工夫をするということだと思う。それは、佐藤委員がおっしゃったように、総裁が講演で語るとか、あるいは佐藤委員ご自身が何らかの講演でお話しすると

かを通じて、誤解を解いていく努力をするのが正攻法であって、誤解を解くために何か新たな政策を打ち出していくのは、私としては、こう申し上げると失礼かもしれないが、邪道だと思う。

#### 宮尾委員

コミットメント政策については、私自身色々と考えるところがある。それで、特に理論的な観点から、常日頃考えていることを二つ申し上げる。一つは、コミットメントを強化してゼロ金利期間を長期化することで長めの金利を引き下げる効果が期待される訳である。そこには、景気・物価見通しが悪化してゼロ金利期間が長くなるということと、景気・物価見通しが不変あるいは所与のもとで政策的にゼロ金利期間をさらに長くするという二つの、二つの要素があると思う。しかし、F e dのこれまでのコミットメント政策に関する色々な議論などを聞いていても、現実問題としてその二つを明確に意識して切り分けて情報発信する、あるいは政策意図として出すことは非常に難しいと思う。理論的には非常に明確に分けることができるが、現実の政策運営として打ち出していく時は、両者の区別は非常に難しい。大切なのは、皆さんが意図されているより積極的にゼロ金利を長くする方で、例えば、白井委員がおっしゃったのも多分そういうことだったと思う。そこが論点であると思うのが一つである。

もう一つは、われわれは、量と金利の両方の面から金融緩和効果を追求しているが、ゼロ金利の長期化あるいは長期金利をゼロに下げていくことを、コミットメントの強化だけで追求していくことのリスクが、理論的に別途あるということである。それは、いわゆる「デフレの罠」という状況であり、実質金利が若干のプラスのもとで名目金利がゼロだとマイルドなデフレが一つの均衡になってしまう。これは理論研究として分析されており、今はこれが若干懸念される状況にあると思う。従って、コミットメントだけを強化することに内在する「デフレの罠」というリスクも、心の片隅では意識している。そういう意味では、量の拡大あるいは資産買入れをしっかりと伴ったうえでのコミットメントを、バランスよく打ち出してい

くことが重要だと思っている。そのような理論的な観点からつらつら考えることを含め、私自身は引き続き慎重に検討していきたいと思っている。

#### 白川議長

以前、宮尾委員がまだ大学の先生でいらした頃、量的緩和期の時間軸政策の評価について、議論する機会があった。自分自身は、量的緩和期に採用した政策の中で、時間軸は、量的緩和期の全般について効果があったとは思わないが、量的緩和の末期にかけてそれなりの効果があったと思う。当時の宮尾委員は非常に懐疑的で、効果があったとしても非常に僅かではないかとおっしゃっていた。その時に宮尾委員がおっしゃった議論と、今おっしゃった議論は、基本的には同じだと理解して良いか。つまり、時間軸政策の効果については懐疑的であるということか。勿論、コミュニケーションが難しいという話でもあるが。

#### 宮尾委員

需要が盛り上がってきて景気回復期待が高まった時に、金利をゼロに抑えることで、量的緩和末期の時に効果があったことは、私は全くアグリしている。私がかつて申し上げたのは、ゼロ金利が長期化することイコール緩和効果が強まることではないという、ある種理論的な考察を示し、その可能性を指摘しただけである。

#### 木内委員

前回の議論の繰り返しになるが、先行きの金利の動きから、本行が拙速に緩和を後退させてしまうのではないか、あるいは十分な緩和をしないのではないかという懸念があるかないかを読み取るのは結構難しいと思う。1%が見通せるまでと言っているので、緩和を後退させないにしても、十分な緩和をしないということで、結果的にデフレが長引くという期待が生じるのであれば、それは長期金利を上昇させるのではなく、押し下げる可能性もある。従って、長期金利が上がらない、あるいは下がっているので、

本行の意図が充分伝わっているとはなかなか読めない部分があると思っている。

もう一つは、1%が見通せる状況にはないことは、講演会などで言えば良いということであるが、その場では見通せていないと言えたとしても、では見通せる条件がどのような条件なのか。一方で、1%に着実に近づいていくと展望レポートで言っているし、さらに0.8%という予測の数字があるということを考えると、今は見通せていないと言ってもどのタイミングで見通せたと言うか分からないという不確実性があると思う。そういう意味では、やはりコミットメントの方をもう少し明確化した方が、そのような誤解を解くという点で良いのではないかと思う。

山口副総裁

それは、より長期の金利を下げて政策効果を強めたいということか。

木内委員

政策に対する疑義があること自体が政策効果を弱めている面があると思う。

石田委員

誰が疑義を持っているのか。市場参加者か。

木内委員

誰が、であるか。

石田委員

要するに、債券を買っている人は、疑義はない訳である。

木内委員

だから、それは先程言ったように、金利からそれを読み取るのは結構難



しい。

石田委員

長期金利は、短期金利の将来の想定される経路そのものである。その支障があるという人達は、それ以外に何を考えているのか。

木内委員

現にそのような疑義が非常に聞かれるということである。

石田委員

だから、疑義は誰の疑義か。その人達は、金融政策の対象として説得しななければならないような人達か。

佐藤委員

それは、先程申し上げたとおり、債券市場ではなくて、むしろ為替市場あるいは株式市場だと思う。

石田委員

為替市場、株式市場であれば、別にコミットメントで対応するところではないように思う。金利の問題でやっている訳である。

佐藤委員

先行きの金融政策スタンスあるいは緩和スタンスの強弱、あるいはその予想に応じて、資金が動いていると思う。

白川議長

金利ガイダンスについて、皆さんが一通り議論をした。議長としてここで結論を出す話でもないと思うが、私自身の感じは前回も言ったので、繰り返しになるが——正直言って、こういうことをいつも議論して何か意味

があるのかという感じもするが——、まず、われわれ自身が強力な金融緩和政策を続けていくという意思是、文章のうえでも非常に明確に書いている。マーケットには色々な意見があるが、そのような様々な意見が集約されたうえで金利が形成されている。現実には金利が下がってきていることは、景気もあるだろうが、そのようなことを全て含んだうえで下がってきている訳であり、そこに日本銀行の金融緩和政策について疑義が生じているとは、私には思えない。この議論は、要は、どうやって景気を回復させるのか、どうやってその力を作り出すのかという実利の議論である。その意味で、将来、そのようなことを議論する必要がどこかの段階で出てくることを私は否定しない。その時に、どのような形でわれわれ自身が政策を語るのが良いのか、今、何人かの方がおっしゃったように、数字で言及することが本当にベストなのか、あるいは別の形で言うのがベストなのかは、議論が分かれると思うが、将来の議論の必要性について否定している訳ではない。われわれ自身は、今の文言の中でも、金融面での不均衡など経済の持続的な成長を実現するうえで問題がないことを確認していくと言っている。経済の不均衡については、われわれは今、物価上昇率にフォーカスした議論を行っているかのような感を呈しているが、中央銀行がみていかなければならないのは、別に物価だけではない。景気そのものもそうであるし、長い目でみた金融システムの安定を確保していくための色々な要素もある。何が重要かということ自体が局面によって変わってくるのが、中央銀行の政策の難しさである。難しいが誰かが判断しないと市場が不安定化する、経済が不安定化するというのが歴史の教訓である。従って——これは先程、森本委員も強調されていたが——、われわれとしては苦しいが将来について判断をする、その判断をできるだけ分かりやすく説明して、そのうえで政策を採っていくということだと思う。その意味で、アカウントビリティから逃れられないし、逃れるべきものでもない。にもかかわらず、われわれ自身がある将来について——先程、石田委員から半年後の経済についても多くの方は予測を間違っていたという話があったが——、1年後、2年後、3年後、5年後と考えた場合、あるシングル・ナンバーに

コミットして、それでその間に問題が発生しないと本当に言えるのかどうか。そのようなことも含めて、判断しないとならない訳である。そういう意味で、私自身は、そうした問題も含めて、将来必要な時点で議論するテーマだと思う。

#### 白井委員

一つ確認したい。今、データに若干出ているが、債券投資家のQ S S 調査の長期インフレ予想が少し下がってきている。あれがもし継続的な傾向になれば、われわれの金融政策スタンスをもう少し強化する可能性は考えられるということか。

#### 白川議長

この1年間だけでも、2月、4月、9月、10月と4回も金融緩和を強化している。それは、その時々々の経済・物価情勢の足許と将来を見通したうえで、アクションを現に採ってきた。そういう精神は、今後も変わらない。先程、私は一連の国際会議に出た時の印象を申し上げたが、勿論、国際会議の議論がいつも正しい訳ではなく間違った議論もずいぶんやってきたが、このところのB I Sの会議を含めた中央銀行の会議の問題意識は、日本ではあまり議論されていないが、これだけ金融緩和政策を展開しているにもかかわらず、景気の回復がなぜなかなか本格的にならないのかというもので、そういう意味で金融政策の有効性をどのように考えるのかという問題意識が非常に高まってきている。今議論した低金利の効果を考えて場合、程度は兎も角として金利が下がっていく局面では明らかに景気を刺激する効果があることは間違いない。今問われているのは、各国がゼロ金利を続けているのに、なぜ景気がこのような状況なのかということである。私が会議に出ている、色々な人の議論を総合すると、三つ位の仮説があると思う。一つは、欧米は色々な意味でバランスシートの調整の過程にある、つまり過剰債務を返済する必要があるため、その間、どうしても支出が切り詰められる。過剰債務の調整が終わるまでは本格成長はなかなか難しい

という、いつもの議論であるが、これはかなりの程度当たっていると思う。二つ目は、低金利がもたらす効果は、今の局面で言うと、バランスシート調整に晒されていない経済主体にとっては、これだけの低金利環境を使って、明日やろうと思っていた投資を今日やるという行動を引き出す、つまり、将来需要を現在に繰り上げる効果がある。これも確実にその効果はあった。しかし、低金利がずっと続くと、翌日分を段々使ってきている訳であるから、明日になると直面する需要が減っているということで、低金利が継続化することに伴って、効果が低減することも自然な流れである。三つ目は、日本の量的緩和の末期に時間軸が効果を奏したのは、日本だけが低金利を続けたために円キャリートレードを引き起こして、これが円安と輸出増をもたらした。今回は、先進国が皆それをやっており、ある国だけがやった場合は効果が出るが皆でやっているの、お互いに打ち消し合う面が出てくる。そのような中で、金融緩和政策としてどうするのかについて、われわれ自身として、そこでスタックする訳ではなくわれわれなりに答えを出していこうとして、前回出した一つの答えが貸出増加支援であった。先程、前回会合以降のこのスキームに対するマーケットの見方が紹介されて、それぞれある面は突いていると思う。色々な問題点があることは認識したうえで、しかし、われわれとして効果を追求していく時の一つのルートになると思ってやっている。その意味で、われわれ自身には健全な感覚が必要だと思う。金融政策として、必要なことをやっていくことは非常に明確であるし、現にやっている。一方で、先程申し上げた大きな図式も同時に頭に入れないと、何かそこでちぐはぐが生じる感じがする。少しガイダンスの議論にフォーカスしたが、先程、石田委員が言われたことは、今回議論しようという訳ではないが、こういうことをしっかりと考えて将来も折りに触れて政策の議論をしていこうという問題意識と受け止めた。もし追加的なご意見があれば、どうぞ言って頂きたい。

森本委員

既に石田委員がおっしゃった話であるが、為替にも視点を当てた金融政

策ということで、われわれも絶えずそういうことを頭に入れていかなければならないと思う。石田委員が指摘されたように、それなりに色々問題点があるということで、そういう中で、白川議長もおっしゃったが、今、金融機関も海外で相当貸出を増やしているのので、私はやはり新たな貸出スキームの結果としての効果もよく見極めながら是非検討していきたいと思う。そういう意味でも、基準時点の設定等を適切にして、なるべく早く第一回目の貸出ができるようにして、そういう結果をみながら、石田委員がおっしゃった視点を検討していったらどうかと思う。

白川議長

次回決定会合では、執行部から貸出増加支援について、今検討していることの報告があると思うが、大いに期待している。

石田委員

一言だけ宜しいか。今、私が申し上げたのは、どちらかと言うと、長い目ではなくて、先程から今回の景気の落ち込みがどの位続くのかとか、あるいは回復していく時に時間がかかるのではないのかとかという議論がある。私にもその懸念がある。やはり1%を見越していく以上は、今回の落ち込みをなるべく短くして、あるいは立ち上がりをなるべく加速しなければならないという気が非常に強い。そういう面からすると、貸出の案件が実際の効果として出てくるには、かなりの時間がかかるので、それはそれとして、もっと前倒しでやっていかなければならないということで少し急ぐ感じを持っている。

白井委員

私も、その関係で申し上げたのは、付利を下げるかどうかは様々な角度からみななければならないので慎重さが必要だと考えると、付利の0.1%を維持する中で、短期国債の利回りをもっと下げていく可能性はあると思う。それを私が少し申し上げた。今の枠組みの中で、例えば、短期国債を大量

にある一定の期間購入していくということで、効果はどれだけあるかという問題はあるかもしれないが、今よりは為替チャネルに影響する可能性があり、即効性があると思う。そこはどうか。

木内委員

短期国債の金利は、結構制約があるように思う。

白井委員

しかし、私達は、1～3年の短期国債の下限を撤廃している訳であるから、大量に買っていけば、理論的に可能である。今は金額がそれほどでないから、0.1%に近い訳である。

佐藤委員

それは、要は、今の基金の枠組で、来年末を目標に91兆円でやっているのを、短国を中心に大幅に積み増すことと同じことである。

白井委員

そういうことである。だから、一定期間、大量にやるのはどうかということである。

佐藤委員

金融機関が、もう当預を持ちたがらないところまで、極限までやるということか。

石田委員

それは、なかなか難しいと思う。今、短国が0.09%台にあるのは、短国の買い手が基本的にいないからである。要するに、短国を0.1%以下で買うのなら、当預で置いておけば出る訳であるから、銀行部門は買わない。そうすると、買い手は外国人か日銀かということになる。日銀だけ買うこと

は可能であるが、日銀がどんどん買っていくと、例えば、ゼロ%より下で買ったとして、それが銀行の当預にあって、日銀が0.1%を払わなければいけない。それは、やはり不合理なのではないか。日銀が買うことだけを前提として、証券会社が引き受けることになると思う。

白川議長

他に意見はないか。ないようであれば、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、内閣府の前原誠司大臣宜しく願います。

前原経済財政政策担当大臣

今日は三回目で、恐らくこれで最後になると思うので、少し思いをお話しさせて頂きたい。三回議論を聞かせて頂き、皆さん方が熱心に国家のことを考えてやって頂いているということを確認し、それだけでも私は出席をさせて頂いて良かったと思っている。その中で、幾つか私の問題意識を申し上げたい。今議論のあった為替の話であるが、私は、やはり円高基調の是正とデフレ脱却という二つの大きなことをやっていかななくてはならないと思う。今、選挙が行われていて、特に自民党の安倍総裁が言われている「日銀が全部悪い」、「日銀に全てやらせれば良い」といった考え方には与しない。また、日銀法を改正して政府が手を突っ込めるようにすべきだというような話まで出てきている。安倍相場ということでこういう状況になっているというのは皆さん方もご承知のとおりであるが、私は、日銀の独立性はしっかり維持をすべきだと思って、今日も会見でそこは違うと申し上げたところである。そして、皆さんがおっしゃっているように、金融緩和だけで物事が解決できる訳ではなく、やはり基本的にはお金を使って日本の体質改善をやらないと根本的な解決にならないというのは、私は全くそのとおりだろうと思っている。ただIMFも言っているように、行き過ぎた円高が是正できていないということについては、これは政府と日銀が協調し合っていかななくてはならないと思う。10~15%高いのではない

かと言われている中で、今後どのような材料の中で議論して頂くかということ、先程円キャリートレードの話などもあったが、日銀のやれる範囲の中でお話をされているような気がしてならない。当然だと言えば当然であるが、そういう意味では、私は、この前結んだ共通の文書は極めて大事だと思う。お互いが円高是正とデフレ脱却のために協力をしていく、そしてお互いが協力をする中でということ考えた時に、為替政策については政府と日銀の協力の可能性がもう少しあるのではないかと考えている。外債の購入ということについては、私は導入論者であるが、為替政策は政府がやることである——これは白川総裁もおっしゃっている——という意味においてはそうだと思う。ただ、トータルで日本の経済、特に輸出産業の問題を考えた時に、円高基調を放置しておくということは、日本経済にとってプラスではないと思っている。日銀法の第二条においては、「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもって、その理念とする」とある。つまりは、通貨と金融の調節ではあるが、最終的にはやはり国民経済の健全な発展に資することをもってその理念とするということであるので、そういう意味においては、とにかく金融緩和をじゃぶじゃぶにやっていくべきだという考え方を、次の総理と目されている方が言われれば、こういう判断になっていると市場が言い、私はあまり良くない、健全ではないと思うが、そういうことも含めて、政府と協調する中で、私は為替にももっと日銀に是非役割を果たして頂きたいと思う。議論をしていて、何か、政府は政府、日銀は日銀というお互いの住み分けや役割分担ではなく、コラボレーションの中で、共通目標としての円高基調の是正とデフレ脱却ということで、もっと何か良い共同作業ができないかということ、われわれ政府にいる人間から言うと、是非皆さん方には——本当に熱心にご議論頂いている皆さん方の姿勢には心から私は敬意と感謝を申し上げたいと思うが——もう少し踏み込んで頂ければありがたいと思っているところである。では、用意をしているペーパーを読ませて頂く。

政府及び日本銀行は、10月30日に、「デフレ脱却に向けた取組につい



て」という共通理解を共同で発表した。政府と日本銀行が一体となって、デフレからの早期脱却に向け最大限の取組みを行うことを、初めて共同で表明したことは、極めて重要なことと考えている。

わが国の景気は、世界景気の減速等を背景として、このところ弱い動きとなっている。先日、11月12日に公表された7～9月期GDP速報（1次QE）では、実質成長率が前期比年率－3.5%となり、このところ経済情勢は厳しさを増している。政府及び日本銀行は、一体となって、先行きの景気悪化懸念に全力で対処していく必要がある。なお、先週末より円安の動きがみられるが、今後の動向には注意が必要である。

現在、政府は、デフレ脱却・経済活性化の観点から、即効性があり、需要喚起に繋がる経済対策を策定している。今月末に、予備費の第二弾の使用決定と併せ、補正予算を視野に入れた経済対策パッケージを決定する予定である。また、デフレを生みやすい経済構造の変革のため、「日本再生戦略」を推進しており、エネルギー・環境分野や医療・介護分野など、成長力強化に向けた取組みを進めている。今後も、デフレからの早期脱却に向けて、政府全体の取組みを強力に進めていく。

日本銀行には、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。まずは、日本銀行が当面目指すこととしている消費者物価上昇率1%をできる限り早期に実現し、結果を出すことが極めて重要であり、幅広い政策手段の選択肢を俎上に載せて、議論頂くようお願いする。また、前回会合で、金融機関の貸出増加を支援する資金供給の枠組み、「貸出支援基金」の創設が決定されたが、大きな緩和効果をもたらすよう、使い勝手の良い制度として年内のできる限り早期の具体化をお願いする。以上である。

白川議長

それでは、財務省の武正公一副大臣お願いする。

武正財務副大臣

それでは、こちらからもお話をさせて頂く。政府・日銀は、10月30日に、「デフレ脱却に向けた取組について」という両者の「共通理解」を共同発表した。先般11月12日に開催された、デフレ脱却等経済状況検討会議においても、この「共通理解」に沿って、政府・日銀間でデフレからの早期脱却に向けてしっかりと議論を行っていく旨を確認した。

特例公債法案が、去る11月16日に成立した。政府としては、同日をもって、予算執行抑制を解除し、今後はこれまで抑制した分も含め、円滑かつ速やかな執行に努めることとしている。

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「世界景気の減速等を背景として、このところ弱い動きとなっている」とし、4か月連続の下方修正を行った。先行きについては、対外経済環境を巡る不確実性が高く、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。

こうした経済情勢のもと、先日、経済対策の第二弾を今月30日に決定するよう内閣総理大臣から指示が出された。政府としては、デフレ脱却に向けて切れ目のない政策対応を行っていくこととしている。日本銀行におかれても、引き続き、円高や日中関係の影響などの下振れリスクがわが国経済に与える影響を注意深く監視し、万全の対応を期すととともに、そうした姿勢を内外にしっかりと情報発信して頂くようお願いしたいと思う。

「共通理解」では、デフレからの早期脱却が政府・日銀の共通課題と位置付けられており、それに向けて、日本銀行におかれては、「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、強力に金融緩和を推進していく」という方針を明らかにされている。しかしながら、消費者物価上昇率の1%の到達は未だ見通せていない状況である。

こうした状況のもと、「共通理解」に則り、当面目指すこととしている1%を早期に実現できるよう、日銀として、手綱を緩めることなく強力な金融緩和を推進する姿勢を示していくことが重要である。日銀におかれて

は、こうした観点から、継続的かつ、積極・果断な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。

また、前回会合で創設が決定された貸出増加を支援するための資金供給の枠組みは、企業・家計の投資・消費を促し経済・物価の好転に資するものとして、期待している。日本銀行におかれては、速やかに検討を進められ、早期に実施に移して頂きたいと考えている。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「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。

続いて対外公表文案である。「2012年11月20日。日本銀行。当面の金融政策運営について（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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 海外経済は、減速した状態が続いている。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。3. わが国の景気は、弱含みとなっている。輸出や鉱工業生産は、上述の海外

経済の状況などから、減少している。設備投資は、緩やかな増加基調にあるものの、海外経済減速の影響などから製造業に弱めの動きがみられている。個人消費は、底堅さを維持しているが、足もとでは、乗用車購入において需要刺激策の一部終了に伴う反動減がみられている。この間、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、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。4. 先行きのわが国経済についてみると、当面弱めに推移するとみられるが、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考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。5. リスク要因をみると、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。6. 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、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。こうした認識のもとで、日本銀行は、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の基金の着実な積み上げを通じて、強力な金融緩和を間断なく推進していく。日本銀行としては、引き続き適切な金融政策運営に努めるとともに、国際金融資本市場の状況を十分注視し、わが国の金融システムの安定確保に万全を期していく方針である。以上」である。

簡単に前回との比較等を申し上げる。1. は方針であるので、変わっていない。2. のところであるが、海外経済について、前回会合では「減速した状態が強まっている」としていたが、ご議論を踏まえ「続いている」としている。3. のところだが、昨日執行部の方から月報で説明させて頂いた内容に合わせている。「わが国の景気は、弱含みとなっている」は前

回 10 月 30 日の現状評価と同じである。続いて 4. 先行きであるが、これについては展望レポートでは、「当面横ばい圏内の動きにとどまるとみられるが」としていたが、ここを「当面弱めに推移するとみられるが」としている。それ以降の長い先行きについては変えていない。物価については変えていない。リスク要因については、前回 10 月 30 日の決定会合において挙げた四つの項目、欧州、米国、新興国及び日中関係を挙げているほか、金融・為替市場にも注意が必要であるということを書いている。文章としては変わっていない。6. であるが、最初の一文は前回と変わっていない。第二文についても趣旨は変わっていないが、前回政府との関係を書いた関係で、「幅広い経済主体による」という部分に「民間企業、金融機関等の」という修飾語を付けていた。これは、今回は必要がないということで取らせて頂いた。大きく変えたのはその次の文章であって、「こうした認識のもとで」以下については、前回導入を決定した貸出増加を支援する制度も含めて、私共がやっている政策、すなわち成長基盤、貸出の支援及び実質的なゼロ金利政策と基金による着実な積み上げを、全て書いたうえで、「強力な金融緩和を間断なく推進していく」という未来形で書いているということである。最後の文章については前回までと変わっていない。以上である。

白川議長

他に議案を提出する方はいないか。

今読み上げのあった「当面の金融政策運営について」の案だが、これについてご意見、ご質問があればお願いします。昨日、佐藤委員から設備投資について、議論があった。前半の議論で設備投資について弱い動きが気掛かりではあるが、もう少しデータの蓄積をみて判断していこうというのが大方の意見であったと思うが、そこは宜しいか。

佐藤委員

そこは強く反対するというところではない。

白井委員

反対という訳ではなく、今後の検討で可能であればということだが、2. の「海外経済は」というところが、必要なのかなという気もする。なくても大丈夫な気がする。例えば、最初の「海外経済は、減速した状態が続いている」という文章は、3. の「わが国の景気は、弱含みとなっている。輸出や鉱工業生産は、海外経済が減速した状態が続いていることから」というように入れられるし、2. のパラグラフの次の文章の国際金融資本市場云々のところは、例えば 5. の「リスク要因」のところに、「リスク要因をみると、国際金融資本市場の動向と欧州債務問題の今後の展開」というように入れられる気がする。やはりみてみると、一番大事なのは、わが国景気の動向なので、今まで伝統的に 2. でこのように書いてきているが、なくても大丈夫という気がする。

白川議長

伝統的でなくて、逆に海外経済を独立のパラグラフに入れたのは、実は半年位前からである。

白井委員

ここ数か月である。

白川議長

これは色々な議論がこの場であった訳だが、結局わが国の景気を議論するうえで、日本に限らず他の国もそうだが、自国の経済状態を議論する時に、圧倒的に大きな影響があるのが海外経済である。その海外経済についてのわれわれの一応の判断を示さずに、全部わが国の景気のパートに書こうと思うとどうしても上手く書けない。それから国際金融資本市場は海外経済と勿論密接に関係しているが、一応それとは別の要素として意識する必要がある。こうしたものを書くためには、結局独立のパラグラフがあっ

の方が良いというように判断したのが、確か半年前だったと思う。そういう意味ではこれは新しい伝統である。いつまでもこれで良いかどうかは議論があるだろうが、今みたいに欧州債務問題が最大のリスク・ファクターで、それから米国のフィスカルクリフもそうであるが、そういう状況を考えると、当面はこういうスタイルの方が説明していくうえでは良いというように思う。アメリカは違うが、海外の多くの中央銀行のステートメントは大体このスタイルである。私自身は、多分彼らも同じような議論をしながら、そういうスタイルになっているのだろうというように思う。ただいづれにせよ、問題意識は受け止める。

白井委員

英語で読んでいて重複感を感じたが、理解した。海外経済の動向に応じて判断するということだと理解する。

佐藤委員

繰り返しになるが、コミットメント政策についてだが、この声明文の中に、4月以降、例の1%を見通せるようになるまでという文言が入ってないが、何か特別な考えがあってそうなったのか、よく分からない。将来的な検討課題として、1%というところ、あるいは見通せるようになるまでというところをまた議論したうえで、ステートメントの中にしっかりとコミットメント政策を書き入れていくということが必要ではないかと思う。

白川議長

これはステートメントをどうするかという議論である。いつもこの文案を作る時に悩むのは、基本的な考え方は展望レポートにしっかりと書いている。過不足なく、入れるべき要素を全て書いている訳である。つまり1%が見通せるまでということと、それから金融面での不均衡等の点検、それから成長力強化の取組み、こうしたことを全部書こうと思うと、結局とても長い文章でそれを毎回毎回書くことになる。大きな変化があった時には

それを書いているが、あとは基本的には展望レポートで書いて、記者会見で必ずリファーマーするというスタイルを採っている。かなり長い文章になってくることは事実である。このステートメントが1. 2. 3. 4. 5. とあって、その6. の文章が物凄い長くなる。

佐藤委員

F e dの場合だと、毎回F O M Cのステートメントにガイダンス政策が必ず載っているんで、その対比のうえであった方が良いかなという気がする。ただ、これは問題意識であるので、ここでどうこうすると言う話ではない。

白川議長

私は、気にはしており、会見の冒頭の説明のところ、そこも含めて必ず話すようにしている。

石田委員

F e dの場合、一回ずつ決議しているのではないか。

佐藤委員

ステートメントを決議するということか。

石田委員

そうである。だから書かなくてはいけないのではないか。決議事項だから。

白川議長

この案の文言等について、ご意見ないか。宜しいか。

それでは、最終案がまとまったので、最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、



誠に申し訳ないが、一時退席をお願いします。

[12時02分政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

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するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

対外公表文である。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作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[12 時 05 分政府からの出席者入室]

全員一致であった。

## VI. 議事要旨（10月30日開催分）の承認

白川議長

最後に、10月30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。お手許に配付されている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、26日月曜日8時50分に对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する。次回は、12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、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時14分である。

白川議長

解禁時刻が12時14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お願いします。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。

(12時09分閉会)

以 上