

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年12月19日（14:00～16:32）

12月20日（9:00～12:56）

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

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹（20日）
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	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之（20日）
企画局企画役	河西 慎
企画局企画役	須合智広

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。本日の議事進行は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する執行部説明と採決、二番目に「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する執行部説明と採決、三番目に金融経済情勢に関する討議、四番目に当面の金融政策運営に関する討議、五番目に政府出席者からのご発言、六番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、七番目に11月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2013年1～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。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

金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。

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・為替市場動向である。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。まず、概況であるが、国際金融資本市場では、米国のフィスカルクリフ問題を巡る

不透明感が投資家の様子見姿勢に繋がったが、ギリシャ支援に関する合意成立、あるいは中国の景気底入れ感の広がりに加え、極く足許ではフィスカルクリフ問題の進展期待もあって、グローバルにセンチメントを改善させた。こうしたもとで、主要国の株価は総じて上昇した。長期金利もやや上昇しているが、この間の日米欧主要国の国債相場は、金融緩和期待、また欧州では景気減速が意識されていることもあって、株価上昇のわりに強めの展開をみせたという点が特徴的であった。為替市場ではリスク回避姿勢の弱まりを受けて、ユーロが買われ円とドルが売られた。ドル／円相場は、日本の対外収支、M&Aの増加、金融緩和を巡る思惑などを材料にした海外勢の円売りから円安方向の動きとなり、本邦株価の押し上げ要因となっている。

最初に、資料2-2(2)のLIBOR3か月のOISスプレッドは、ドル、ユーロとも概ね横ばい圏内で推移している。図表2-3(1)、(2)のドル転コストも対円、対ユーロとも総じてみれば落ち着いた水準で推移している。年末を控えているが、主要通貨の調達環境に特段の変化はみられていない。図表2-4(2)で米国の長期金利をご覧頂くと、フィスカルクリフを巡る不透明感の強まりやFOMCによる長国買入策決定への期待を主因に低下傾向を辿ってきたが、極く足許ではFOMC決定後に、来年以降に買い入れる長期国債の平均年限がこれまでに比べて短期化することが明らかになったことや、フィスカルクリフを巡る協議の進展期待などもあって、金利は上昇し1.8%台で推移している。こうした中で、目先フィスカルクリフ問題の進展などから金利上昇の場面があるとしても、Fedによる国債買入れなど良好な需給環境を背景に、これまでのレンジである1.6~1.8%台に収まるという見方が引き続き多い状況である。米国長期国債先物のインプライドボラティリティをみてもなお低水準で推移しており、大きめの金利変動への警戒感は然程意識されていないという様子が窺われる。ドイツの長期金利は、ギリシャ支援の合意などを受けた欧州情勢の不透明感の後退が債券売り材料視された一方、ユーロ圏景気の悪化懸念が根強いもとで、ECBによる利下げ期待などが買い材料視され、横ばい圏内での推移と

なっていたが、足許にかけては米国の長期金利の上昇につれて幾分上昇している。資料にはないが、スペイン、イタリアの長期金利は、ギリシャ支援の進展から低下しているが、イタリアの政治情勢を受けた財政再建の先行き不透明感を背景に反発する場面もみられている。

図表 2-4 (1) のわが国の 10 年債利回りだが、計画対比買い遅れている国内投資家が金利目線を切り下げて買い進めているということや、海外勢を中心に国債先物を買う動きがみられたこともあって、最近のレンジの下限であった 0.7%台前半から 0.6%台へと低下するなど、円安株高の中でも、今年 7 月につけた V a R ショック後のボトムである 0.72%を下回って推移する場面がみられた。もっとも極く足許では、米国の長期金利が反発する中で、総選挙の結果を受けて積極的な財政政策が採られるという見方もあって、10 年債や超長期債の利回りは幾分上昇している。こうしたもとで、市場では補正予算の規模を含め新政権の経済政策の方針に注目が集まっている。図表 2-6 (2) をご覧頂くと、短国発行時の平均落札レートは引き続き 0.1%を大きく下回ることなく推移しているが、前回会合以降入札のあった 6 か月物や 1 年物では、補完当座預金制度にかかる付利金利引き下げを巡る思惑を材料に若干低下している。また、3 か月物についても、基金の買入ペースがやや速くなったこともあって発行時の落札レートは低下が続いた。この間、外国人の短国買いは保有分のロール程度に止まり残高は横ばい圏内で推移している。次に、図表 2-8 (2) の C P 市場だが、一部の電機、電力で高めの金利水準での発行が続いているが、それ以外では発行金利は総じて低位で安定的に推移している。

図表 2-9 の社債市場だが、(2)、(3) をご覧頂くと、米国ではフィスカルクリフを睨んだ様子見姿勢からスプレッドは概ね横ばい圏内で推移している一方、欧州では、ギリシャ情勢の不透明感の後退を受けスプレッドは総じて若干縮小しているが、極く足許ではイタリア政治情勢の不透明感からスプレッドが幾分拡大する場面もみられている。図表 2-9 (1) の国内の社債市場では、引き続き A 格を中心に電機、電力のほか海運、化学、鉄鋼といった景気敏感セクターの業況不芳先で流通スプレッドの拡大が

みられているが、これ以外の先ではタイトな需給環境のもとでスプレッドは横ばい圏内で推移し、二極化の姿となっている。スプレッド拡大の業種的な広がりは今のところ一段落しているが、業況悪化先が大きく増加したり、夏場に電機銘柄でみられたような大手優良先の大幅な業況悪化が伝えられるというような場合には、業者や最終投資家における選別姿勢の一段の厳格化、ひいてはリスク許容度の低下が生じ社債市場全体のスプレッドが拡大することも否定できない。引き続き市場動向を注意深くみていきたいと考えている。この間、11月の国内公募社債の起債額だが、銀行、証券、電力を除くベースで例年を大きく上回ったが、順調に消化されており、引き続き投資家の底堅い需要が確認されている。こうした中で、電力債については起債の動きに一服感がみられているが、市場では、起債再開以降に電力債を購入した投資家においてスプレッド拡大を受けた含み損が生じていることを背景に、相対的に格付けが低い銘柄を中心に起債は厳しい状況になっているという声が聞かれている。

図表 2-11 (2) の米国の株価は、フィスカルクリフを巡る不透明感が重石となりつつも 12 月の FOMC での長国買入決定に対する期待がサポート材料となるもとで、欧州情勢への懸念後退を受けグローバルにセンチメントが改善したことや極く足許ではフィスカルクリフを巡る協議の進展期待もあって上昇している。また多くの企業が配当課税強化を見越して配当前倒しや特別配当を行う動きをみせたことも、米国株価をサポートしたとの声が聞かれている。先行きについては、フィスカルクリフ問題は年末までに一定の妥協が成立するとの見方から、当面 13,000 ドルを中心に堅調な相場展開を見込む向きが多くなっている。図表 2-11 (3) の欧州株価は、欧州景気の弱さが意識されているものの、ギリシャ情勢に対する不透明感の後退や中国経済指標の上振れなどを背景としたセンチメント改善を受けて上昇している。(1) の日本の株価だが、米国の株価が上昇する中で為替の円安方向の動きや中国経済指標の予想比上振れを好感して、大きく上昇している。バリュエーション面からの割安感は薄れているが、為替相場の一段の円安進行は企業収益好転を先取りする形で目先の株

価を押し上げるドライバーとなり得るとの声が聞かれている。図表 2-13 の東証 R E I T 指数は、小幅上昇し 2011 年 5 月以来の高値を付けている。バリュエーション面からみた割安感は後退しているが、オフィス市況の改善に加え、低金利環境下での配当利回りへの注目の高まりやこのところ個人投資家による投信経由での資金流入が増えていることが、サポート材料となっている。

図表 2-14 (2) の名目実効為替レートだが、為替市場ではグローバルにセンチメントが改善する中で、円やドルなどの安全資産通貨が売られやすい一方、ユーロやエマージング通貨などが買われやすい地合いとなった。実際、名目実効為替レートをみると、円とドルが下落する一方、ユーロが小幅上昇している。また、図表 2-16 (2) の対ドル相場騰落率をご覧頂くと、その他主要通貨、エマージング通貨は軒並み対ドルで上昇している。図表 2-14 (1) でドル/円相場をみると、対ドルで円が大きく下落している。グローバルなセンチメント改善のもとで、本邦の貿易赤字の拡大や金融政策への思惑といった円売り材料が注目されたことが背景である。特に貿易赤字の拡大は、最近の対外 M & A の増加とともに基調的な円売り需要の増加として海外勢の間で注目が集まっている。先行きについては、利益確定売りから円安の動きが一旦は巻き戻る可能性はあるが、やや長い目でみた基調的な円売り需要の増加から緩やかな円安の動きが続いていくというのが市場参加者の一般的な見方になっている。こうした見方を図表 2-15 (2) のドル/円のリスクリバーサルで確認すると、1 か月物について小幅のドルコール超が維持された状態が続いているほか、ここには示していないが、1 年物といった長めのタームではドルコール超幅が大きく拡大し、長いタームほど円安期待が強いことが窺われる。

ここで図表 1-1 の金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。当座預金残高は、前回会合以降概ね 40 兆円程度で推移した後、14 日の年金定時払いで水準が切り上がっている。先行きについては、明日 20 日の国債大量償還で大幅に増加して、年末にかけて既往ピークの 10 月の 46.1 兆円を上回って 50 兆円近くまで増加する見込みである。図表 1-2 の短期金利の推

移をみると、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。無担保コールレートは、取引量が少ない中で個別先の動きに影響されやすい状況が続いており、11月28日には外銀1行が自行に対するクレジットラインの設定状況を確認するため0.13%の調達レートで大規模なテストを実施したことから、加重平均レートは震災直後以来約1年半振りに0.10%を上回った。もっとも、翌日には元の水準に戻り、地合いは落ち着いている。この間、レポレートも0.10%程度の狭いレンジで推移しているが、短国需要が強まり証券会社の在庫が薄くなるもとでファイナンス負担が減少し0.10%を下回る場面もみられた。

図表1-3の資産買入等基金であるが、CP買入れで若干の未達が生じそうなほかは全てのオペで年末時点の残高目標を達成したほか、市況に依存するETF、J-REITの買入れについても概ね順調と評価できると思う。もっとも短国、長国、CPについては、買入残高が積み上がるもとで、落札レートの低下傾向が明確になっているのが特徴である。まず、共通担保資金供給、固定金利オペだが、11月29日のオファー分で年末残高目標25兆円を達成した。その後は、税揚げに伴う資金不足や期落ちの集中に対応する観点からさらに2本をロールオーバーし、このうち12日オファー分は、オペ先が年末越えの資金繰りに目途を付けたことを反映し10月10日以来の札割れとなった。この結果、年末時点の残高は26.9兆円となっている。なお、来年の1月、2月は毎月約9兆円の期落ちが集中し、3月から市場が大幅な資金余剰に転ずることを踏まえ、これらを全額できるだけ長めにロールオーバーしながらオペ残高を維持していくことを考えている。基金による短国買入れだが、前回会合以降ペースを幾分早めて実施し、12月14日のオファー分で年末の残高目標9.5兆円を達成した。応札は引き続き旺盛だったが、7月の下限金利撤廃以降、概ね0.099%で安定していた落札決定レートが、ここ4回連続で低下し、直近の実施分では0.095%となっている。年明け後は、6月末時点の残高目標14.5兆円に向けて買入ペースを月6兆円程度へと引き上げていくことになるため、短国レートに対する影響が注目されている。それから、基金による長国買

入れだが、前回会合以降 3 回実施し、本日オファー分で年末残高目標 24 兆円を達成した。年度半ばに盛り上がった銀行の益出しニーズが低下するもとで応札額が減少傾向にあり、本日実施分では、落札決定レートが 0.095%に低下している。年明け後は、6 月末時点の残高目標 31.5 兆円の達成に向けて、買入れは幾分ペースダウンする計算である。基金による社債買入れは、12 月 3 日オファー分で年末目標 2.9 兆円を達成した。落札レートはほぼ一貫して低下傾向にあったが、最近 2 か月分については、クレジットスプレッドの比較的大きな銘柄が持ち込まれたことから、落札レートは上昇に転じている。年明け後は、償還額を考慮しながら概ね月 1,500 億円のペースで買入れを行う予定である。基金による CP 買入れだが、年末残高目標 2.1 兆円達成のために 11 月以降 1 回当りの買入額をそれまでの 3,000 億円から 4,000 億円へと増額して月 3 回実施してきた。月 1.2 兆円という規模は市場への負荷がやや重く、落札レートは低下傾向にあり、直近では同じタームの短国等のスプレッドはほぼゼロとなっている。昨日オファー分が年内最後の CP 買入れとなったが、年末時点の買入残高は速報ベースで 2 兆 500 億円程度となる見込みである。年明け後は、月 1 兆円前後のペースで買入れを進める計画である。ETF、J-REIT については、前回会合以降市況が堅調に推移したため買入実績はない。足許の買入残は、それぞれ 1 兆 4,600 億円、1,100 億円と年末時点の目標を概ね達成していると言って良いと思う。以上の結果、12 月 18 日時点での資産買入等基金の残高は 67.9 兆円となり、ここに昨日オファーの CP 買入れと本日オファーの国債買入れを加え、償還分を差し引くと、年末の基金残は 67.2 兆円となる見込みである。最後に、米ドル資金供給オペは、年末越えとなる 84 日物を含めて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。

石田委員

社債買入オペで、最近クレジットスプレッドの大きいものが入ったためレートが高くなっているのだが、マーケットではクレジットスプレッドが評価されるのだろうが、社債買入れでは一定の範囲内では皆同じだから、業者がタイトにして差してくるということはないのか。

青木金融市場局長

敢えて、ということか。

石田委員

そうである。例えば、0.3%ではなく0.18%位でやれば必ず入る。そういう動きはみられないのか。

青木金融市場局長

ある程度はみられる。

石田委員

そうであることが分かったら、これからそのようにやってくる人が増えてくるかもしれない。

青木金融市場局長

やはりどうしても外したいということなのだと思う。

石田委員

分かった。

木内委員

二つある。一つ目は図表 1-3 の基金の共通担保資金供給オペの応札倍率がどんどん下がり札割れとなり、短国の落札レートが下がってきている

ということは、そのバックグラウンドとしては金利先安観のようなものがあるということか。その場合、共通担保オペはこのまま札割れが続いてしまうリスクがあるのか。また、難しいと思うが、短国のレートはどの辺まで下がる余地があるのか。

もう一つは全く別の話で、図表 2-5 の市場参加者が注目する債券利回り変動要因だが、これをみると海外金利要因が下がり、国内の金融政策要因が上がっているという形だが、12 月に入ってからの足許の金利の上昇の要因が何なのかは、非常に重要だと思う。これは何らかの金融政策の見方に関連したものなのか、アメリカの金利に連動したものなのか、あるいは日本の財政の見通しに連動したものなのかというところが、非常に重要だと思う。私は、アメリカの影響が大きいのだろうと思っているが、その辺の認識について、市場の認識も含めて教えて頂きたい。

青木金融市場局長

長期金利が足許で若干上がっているが、おっしゃったように最大の要因はアメリカの長期金利の上昇だろうと思う。あとは、基本的に円安・株高も影響があるだろうと思う。財政への心配については、まだどういう補正が出てくるか分からないので、明確な何かビューがあるとは思わないが、20 年債などの超長期については、もしそのゾーンで発行額が増えてきた時にはかなり負担があるということで、超長期の方ではそういう意味での財政要因が押し上げ要因となっていると思う。10 年ゾーンはそれに比べれば吸収力があるのでその不安は小さいが、それでも 20 年と同様の要因が何がしかは 10 年のところにも効いているとみられると思う。

固定オペと短国買入れだが、固定オペの応札倍率がずるずる落ちてきている訳だが、理由は二つあると思う。一つは、前が少し高かったということ。本来こんなに固定オペが入るはずがないのに、倍率が高かったという面があると思う。これが一つである。これは、年末が近づく過程で残高を目標に合わせていくために多少ロールオフしていったということがあって、そうするとロールされないことがあるのだなという恐怖感から、一旦

オペをオファーするとわっと入ってくるということ。オペを若干絞ったことが倍率を上げていた。その反動で落ちてきている訳だが、この位のものなのだろうとみている。二つ目は、金利の先安観は勿論なくはないと思うが、それをどの位反映しているかは分からない。むしろ全体にじゃぶじゃぶというか、余剰感が強い中で固定オペをこれだけの規模で打ち続けてきたことが最大の要因としてあるというのが、オペを実施している者の実感である。短国も金利は若干低下気味になっているが、1年物と3か月物で若干異なった状況だろうと思う。1年物については——元々担保としての需要があって非常に人気がある——、金利の先安観が反映されている面が若干あるように思うが、3か月物の方は、どちらかというわれわれ自身のオペの問題があり、当初われわれの作戦では、固定金利オペが非常に入りにくいと思ったので、短国を買って資金を供給することを少し抑えて、まずは固定金利オペを達成しようという作戦に出た。それで短国買いに少しブレーキをかけて固定オペを優先して使った訳である。その結果、固定オペの方が10月後半位に何とかいけそうだと目途がついたので、そこから短国買いに向かっていった訳である。そのために、先程申し上げたように、年末に向けて短国買いがペースアップしてしまい、それで需給要因で3か月物のところは金利が落ちてきている。言葉は悪いが自作自演的な面があるのだろうと思う。それが短国の金利の動きだと思う。

白井委員

今の関係で、海外から短国への投資——外国の投資家は短国残高の16%位を保有——が、ロールオーバーが中心で残高維持ということであれば、誰が買っているのか。ある分析によれば、2011年度の増額は海外のノンバンクが中心で中央銀行は非常に僅かだと聞いているが、それは今はどうなっているのか。分かればお願いしたい。

もう一点は、先程20年物を中心に、年金基金や生保が財政の懸念もあって超長期の国債の買入れを少し慎重化しており、その結果金利が上がっているかもしれないという話があったと思うが、それは一時的な様子見なの

か、あるいはアセット・ライアビリティの観点から他の資産にシフトしているのか、その辺はどうか。

青木金融市場局長

短国を誰が買っているかということについて、明確にみえている訳ではないが、動きとしては、ノンバンクというよりも海外中銀とかそういったところが目立つと思う。

白井委員

昨年も今年もか。

青木金融市場局長

基本的にそこは変わっていないとみている。それから 20 年債のところの金利上昇だが、まずベースに需給の緩みがあると思う。それは、国の超長期債の発行が今年の春頃から増え、20 年債は月々の発行額に 1,000 億円位乗せられてきていると思うので、まず供給が増えたということがあると思う。一方、その 20 年債のメジャーな買い手は生保であるが、生保の方は、20 年債を買って A L M をやらなければならないが、調達サイドの一時払いの年金のセールスを今ブレーキをかけているということがあるので、20 年債の需要が少し落ちている部分があるのだろうと思う。従って、ベースにある 20 年債の需給は少し緩んでいるということがまず根本にあるのだろうと思う。そこに今後もし積極財政になって増発する時に、20 年のところに 1,000 億円ならまだしも 2,000 億円も乗ってくると吸収するのが大変だという思いがあり、20 年のところは少し金利が上がっているということではないかと思う。

佐藤委員

細かいことではあるが、E T F と J - R E I T に関して、概ね達成ということであったが、厳密には市況が非常に好調に推移したということด้วย

を残してしまい、これについては残った枠を来年に向けて有効に活用していくということかと思うが、これに関してマーケットで、例えば「未達になるのはけしからん」といったような見方はあるのか。

青木金融市場局長

マーケットの声は二つある。一つは、この目標というものは物凄くリジッドで絶対に達成しようとしているのか、それとも目途というか大体この位というものかという質問が結構きている。それが一つの反応だが、もう一つは、けしからんではなく、言い方はマーケット参加者によって微妙に違うが、少なくともけしからんという声はゼロで、むしろ「仮にこの先また市況が緩むようなことがあった時に、使ってもらえれば良いのだから、それはそれで良い」というような感じになっており、むしろ今買っていないことは「そうだろうな。その代わり、枠余し分は先にいって消化して欲しい」というような感じになっているというのが、マーケットの反応である。

佐藤委員

概ね冷静にみているということか。

青木金融市場局長

そうである。「一体、どうなっているのだ」と文句を言ってくるという感じではない。

白川議長

他にあるか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価についてご説明申し上げます。資料-3 (参考計表)【追加】をご覧ください。まず、図表 1 は製造業PMIを示しているが、(1) のグローバルの生産PMIは、ユーロエリア、日本に足を引張られつつもその他地域での改善から、50.2 と中立的な水準である 50 を僅かに上回るところまで改善した。なお、14 日に公表された中国のHSBCフラッシュPMIは、12 月は11月の50.5から50.9へと改善した。また、ユーロエリアのPMIも46.2から46.3へと改善したが、依然として50を大きく下回っている。

図表 2-1 と図表 2-2 で米国経済についてみると、まず図表 2-1 (1) の第 3 四半期のGDPは前期比年率+2.7%に上方改訂された。もっともその多くが在庫投資の上方改訂に負っており、個人消費や設備投資は下方改訂されている。ブルーチップは、第 4 四半期、来年の第 1 四半期の成長率見通しを、それぞれ+1.2%、+1.6%としている。その他の計表をみると、依然として調整色の濃い製造業セクターと愁眉を開きつつある家計セクターとの差が際立っている。すなわち、(2) 11 月のISM製造業が49.5と再び50割れとなったほか、(3) 10 月の輸出は、サンディの影響もあるが前月比-4.8%の減少、11 月の生産も前月比+1.1%の上昇とサンディの影響で落ち込んだ10月からのリバウンドや自動車生産の回復がみられるにとどまり精彩を欠いた動きとなっている。一方、図表 2-2 (1) はこれまで改善を続けてきた消費者コンフィデンスだが、さすがにここにきてミシガン大学指数が大きめに低下するなどフィスカルクリフへの懸念の兆候がみられるが、(2) 11 月の小売売上高は前月比+0.6%の伸びとなった。また、(3) 11 月の自動車販売が年率1,581万台と2008年1月以来の水準となっている。クリスマス商戦も、年々出足が早まる傾向になっており割り引いてみる必要があるとしても、サンディによる振れを均せば、ここまでのデータをみる限りでは、堅調に推移しているとみている。図表 2-1 (5)、(6) の労働市場は、緩やかとはいえ着実に改善に向かっている。

図表 2-2 (4) のガソリン価格が落ち着いていること、あるいは (5)、(6) で住宅セクターが底離れし家計サイドの負担が軽減されてきていることなどが、消費者心理の改善に寄与してきていると思っている。先行きは、フィスカルクリフの帰趨が最大のリスクとなるが、ホワイトハウス、議会共和党ともに、総論としてはクリフ回避の必要性で一致しており、それぞれが妥協案を提示するなど一定の前進もみられている。しかし、富裕層の減税やエンタイトルメントの削減においてなお隔たりがあり、議会の休会前に妥協が成立するかどうかは予断を許さないものとみている。こうした中、FOMCは12日、総額850億ドルの資産買入れの継続とフォワードガイダンスへの数値基準導入を決定した。図表3で市場の反応を確認頂くと、特に(1)のMBS金利や(2)の長期金利が、買入対象債券の年限変更を受けやや大きめに上昇している。

図表4の欧州経済だが、一言で申し上げると、後退局面が続いている。(2)の10月のユーロエリアの鉱工業生産は、耐久消費財や資本財を中心に前月比-1.4%下落し、2か月連続で大きめの減少となった。ドイツにおいても域内需要の減少から生産が減少している。ただし、(3)と(4)の図表をご覧頂くと、足許で船舶の影響はあるにしても域外向け投資財受注が堅調に推移する中で、低下を続けてきた製造業のコンフィデンスが僅かに持ち直している兆候もみられる。それから、(3)と(5)で財政緊縮政策がステップアップする中、特にスペイン等の周縁国を中心として消費セクターもさらに落ち込んでおり、特に自動車販売は大幅に減少している。こうした中、(6)でECBスタッフは2013年の成長率見通しの中心値を、9月時点の+0.5%から-0.3%へと下方修正した。

図表6-1は中国経済であるが、(2)の固定資産投資は交通インフラを中心とした公共事業の前倒し発注で増勢鈍化に歯止めがかかり、つれて(1)の生産だが、鉄鋼、その他、素材を中心に生産もやや持ち直している。これが冒頭述べたPMIの緩やかな改善に繋がっているものとみられる。しかし、(5)で秋口以降持ち直しがみられた輸出の前年比は、11月に再びプラス幅が大きく縮小し、依然として外需は一進一退の状況が続い

ている。一方、(3)の消費セクターについては、雇用の安定や所得の伸びを背景に堅調に推移している。(4)で中国の乗用車販売だが、日系の乗用車販売についても11月はマイナス幅を縮小した。

図表6-2はアジアの新興国だが、(1)の輸出は、足許11月は韓国で増勢に転じたものの台湾では減少が続いている。ITセクターは、両国とも徐々に持ち直しているが、全体として外需の回復は一様ではなく需要の強さは品目や仕向先によって区々であることを示している。このため(2)の製造業PMIは、韓国、台湾ともになお50を下回っている。一方、(4)のASEANでは消費者コンフィデンスがなお改善傾向を辿っており、消費主導の成長が続いている。(5)の物価だが、押し並べて消費者物価は落ち着いており、為替が増価していることもあって、(6)の金融政策は緩和方向での動きを継続している。

以上、世界経済は、全体としてはなお減速した状態にあるが、内需を中心とした中国経済の回復に向けた動きや、遅まきながら欧州における危機対応策の進展といったポジティブな動きがみられ、金融資本市場でもリスク回避姿勢がやや後退している。しかし、米国で間近に迫ったフィスカルクリフを前になお回避に向けた調整が難航するなど不確実性は高く、またフィスカルクリフの帰趨がどうなるにせよ、欧米先進国では財政が緊縮の度合いを強めていくことが確実な情勢にある。また新興国でも、過去の財政刺激策や金融緩和が不動産信用バブルや過剰設備を招来した反省、あるいはインフレ再燃への警戒から、今次局面では追加はあり得るとしても小出しの政策対応が採られるにとどまっている。こうした中、民間セクターの生産活動や設備投資は、先進国、新興国を問わず低調な状態が続いており、これがモメンタムに弾みにつかない大きな要因となっている。フィスカルクリフ等による不確実性が晴れば、ある程度改善に向かうことも期待されるが、先進国においては危機の後遺症が癒えるにはなお時間がかかるものとみられるほか、新興国においてもキャッチアップ余地が残っているとはいえ、中所得の罫を抜けて一段の高みに上昇していくためには、ボトルネックとなっている構造面の課題をこなしていく必要がある。こうし

た改革は短時日には進展し得ないものである以上、大きなリバウンドは期待しにくい状況にある。従って、世界経済は、次第に安定化し徐々に減速局面を脱していくことが予想されるが、これが実現しても緩やかな回復となる公算が大きいものとみている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の景況感、PMIだが、最初にご説明のあったM a r k i tのPMIはわりとしっかりと立ち上がっている一方で、I S Mの製造業の方は生産もまだ落ち込んでいる。この二つがやや反対方向の動きをしているのだが、これはどう考えれば良いか。I S Mの方はサンディの影響をちゃんと反映していて、M a r k i tの方は反映していないということか。

外山国際局長

この手のコンフィデンス指標はサンプルも違うので、必ずしも常に同じ動きをしているということではなく、その一つの表れだろうと思っている。PMIのところでお示したように、私共のこれまでの見方では、PMIの方は受注・在庫バランスが改善すると、比較的それに素直に従って改善するという傾向があるというようにみている。

宮尾委員

M a r k i tの方の中身をみると、輸出のPMIもわりとしっかりと立ち上がってきているようにみえた。勿論、単月の動きにこだわる必要はないのかもしれないが、図表1のPMIの方はわりとしっかりとした動きにもみえ、一方で、図表2-1のI S Mの方は、サンディの影響も含めてであろうがまだ反対方向の動きである。要は、両方バランス良くみようということか。

外山国際局長

それぞれ2007年以降と2005年以降を載せているが、大きな目でみると、ほとんど同じ動きということであるので、統計の性格の違いというところも勿論あると思うが、全体としては、改善の兆候がややみられる面もあるが水準としては低いという評価で良いのだろうと思う。

森本委員

イタリアの国債償還に伴うリスク認識だが、スペインの国債償還については来年多いという話はよく出てくるが、数字をみるとイタリアも第2四半期以降大きな金額になると思う。モンティ首相の辞任の時は金利はそれほど上がらなかったが、政治情勢だから来年のことは分からないが、国債の償還金額は結構大きいと思うので、リスク認識としては大したレベルではないのかどうか、その辺の感じをお伺いしたい。

もう一点は、ESMからの銀行への資本注入とレガシーアセットの話だが、これはうやむやにされていると思うが、大きな話ではないかと思っている。銀行監督一元化が前向きに進んでいるようだが、この辺について、ずっとうやむやの状況のままなのかどうか、何かもし情報があれば教えて頂きたい。

外山国際局長

イタリアの国債償還金額が来年大きく増えるというのはおっしゃるとおりであり、これまでマーケットでは、モンティ政権のもとで着実に改革が進んできたことを評価しつつ、スペインとある程度の差別化を実現してきたということだろうと思う。ご指摘のようにベルルスコーニ前首相が支持をしないとやったことをきっかけにモンティ首相が辞任を表明し、来年選挙が行われるという展開になってきた。今のところマーケットでは、そうは言ってもベルルスコーニ前首相が政権に復帰する可能性は低いだろうということで、落ち着いた反応を示している。これは恐らくイタリアだ

けではなくて、ヨーロッパ全体としてある程度懸案の進展がみられたことを背景に、そのような落ち着いた動きをみせているということだろうと思う。ただ、今後のギリシャ情勢もそうであるし、スペインの借換えの話もそうであるが、ヨーロッパ全体の動きに対してマーケットが再び疑念を強めてくるような展開になると、モンティ首相が出馬するかどうかといったことも含めて、イタリアの政治情勢がこれからどのように展開するか本当に分からないが、先行きの改革努力に水が差されるという可能性が高いとマーケットが判断してしまえば、当然国債のスプレッドにも大きな影響があり、借換えの方もその分だけコストが高くなっていくということだろうと思う。

森本委員

OMTなど色々受け皿ができていくから、まあ大丈夫かという感じか。

外山国際局長

バックストップがあり、それが投資家のインセンティブに非常に上手く働きかけたスキームであるので、なかなか売りにくいということだろうとは思っている。

中曾理事

E S Mはご案内のように、この前のEUの首脳会議で一つの方向性が出ていて、E S Mから直接資本注入する枠組みについて、来年の上期中に合意すべきと決まったところである。ご指摘のレガシー資産だが、これをそもそも対象にするのかどうかという議論にはまだ至っておらず、まずレガシー資産の定義を話し合うことになっているので、そういった大きな問題が残ったままになっているという点をご指摘のとおりである。この問題を考える時に一つの重要なポイントは、日本の経験でもそうだが、レガシーアセットは一定の質がそのままずっと残る訳ではなく、外山国際局長から話があったように仮に欧州の2013年の成長率がこのようにマイナスに

突っ込んでいく場合、どんどん劣化してくると思う。従って、検討の時間が長引けば長引くほど、最終的に資本注入をするまでの時間が長ければ長いほど、資産の劣化が進んでいくので、これを対象にして資本注入をしようとしても所要額は結果的に大きくなってしまうというリスクがあるのだろうと思っている。

白井委員

中国の社会融資総量は前年比で増えており、その増額は 2009 年のいわゆる 4 兆元の財政拡大の時期を超えている。人民元貸出は当時に比べ減っているが、社会融資総量全体としては当時よりも少し増えているから、何か実需もあると思うが、その実需の背景は何か。私が聞いているのは、4 兆元の財政拡大策の時は銀行の融資が中心で、その償還が今年、来年に集中しており、その多くが社債に回ったと聞いているので、社債の増加はもしかすると大きいかもしれないが、それ以外に当時よりも増額が超えているのでその実需は何か、ということである。インフラだとすればどういう形でいっているのか。最近不動産業者の借入が容易になったという話も聞いているが、社会融資総量の増額のところで何か情報があれば教えて頂きたい。

次に、かつてドイツはユニット・レーバー・コストがあまり伸びていないと言われていたが、このところは賃金の伸びが高く、ユーロ圏の平均を超えている。過去に賃金を抑制しユニット・レーバー・コストを下げて、競争力を高めていた時代があったと思うが、最近は少し変わってきているような気がする。そういう賃金の上昇もあって、例えば危機前と危機後と比べて、小売のところでは下がっているとは言えほぼコンスタントという気がする。足許若干減っているが、すごく減っている訳でもない。その辺のところで、賃金の上昇がどのような形でドイツの経済に影響しているか、もし分かれば教えて頂きたい。

外山国際局長

中国の社会融資総量は昨年から公表されるようになり、私共もこの統計に注目している。おっしゃるように 2002 年に遡った時には、社会融資総量に占める銀行貸出の比率は 9 割であったが、今は 6 割に低下している。この差は何かと言うと、いわゆるシャドールンクと言われるものであるが、必ずしも社会融資総量がシャドールンクと言われているものの全てを反映しているものではなく、かつ昔の日本の含み貸出のように期末になると銀行貸出とそれ以外の与信が入れ替わったりするようなどころもあるので、なかなか正確な統計が掴みづらい。ただこのシャドールンクの中で伸びているものを幾つか挙げると、おっしゃるような債券であったり、あるいは信託会社が発行する信託商品のようなもの、銀行が顧客に提供するいわゆる財テク商品と言われているようなものだろうと思う。信託については、ある程度どういうところに資金が流れているか公表されており、不動産業者向けや地方の融資プラットフォーム向けが多いと言われている。それは、最終的な借り手が誰かということであって、信託商品の保有資産の内訳ということで行くと、2012 年 9 月時点で、貸出が 41%、長期債が 17%、長期株式投資が 12% である。一方、銀行の財テク商品の方についてはディスクロージャーが必ずしもなされていないので、銀行の貸出よりも恐らくリスクが高いところへの貸出がほとんどだろうと思う。恐らく不動産が多いだろうと想像するだけで、実際のところはよく分からない。こういった情報を総合して色々考えてみると、おっしゃるように 4 兆元の時に地方政府にも相当な割り当てがあったが、地方政府は銀行からの借入ができないので、融資プラットフォームに銀行から貸出をしてもらってそれをプロジェクトに使っていたということがあった。これが償還期を迎えるが、今回は銀行に対する貸出の抑制策がきつくかかっているので、債券の発行であるとか、あるいは信託商品からの借入等に頼るというように振り替えてきているということだろうと思う。従って、需要は何かということになると、恐らくそういった融資プラットフォームの借換えや新しいプロジェクトへの投資、それから民間ディベロッパーによる不動産といったものが容易に想像されるところである。そ

れ以上何があるかということとはよく分からないが、増加分もそういった分野を中心に振り向けられているのであろうと思っている。

それから、ドイツのユニット・レーバー・コストの話だが、確かにドイツは他の国と比べると2000年以降ずっと高賃金が抑制されてきており、足許少し伸びたところもあるが、しかし他の国と比べて雇用者報酬、あるいは時間当たり賃金が極端に伸びてきたということではないと認識している。ただ、周縁国を中心に、賃金が下がったり失業率が大きく上昇していったという経済とは無縁の国なので、これまではコンスタントに消費も比較的堅調にきていたということだろうと思う。ただ、ここにきてやはりコンフィデンスの低下等もあって、家計セクターに対しても少しネガティブな波及が出始めてきているということではないかと思う。

白井委員

賃金の伸びが今までよりも急速に上がったというよりも、他の国が下がっているので平均が下がったという感じか。

外山国際局長

ただ、フランスとかイタリアもそうだが、極端に賃金が下がったところはない。極端に下がった国が唯一あるとすれば、それはギリシャである。

白井委員

それとアイルランドか。

外山国際局長

ただ、アイルランドの場合は、恐らくコンポジションの問題があって、建設セクターの従業員が大幅に減り、その一方で例えば医薬品等の生産性の高いセクターに人が移っていったということがあるので、それでULCが上がっていったということだと思う。賃金の方は、大体ゼロ近傍できて

いるということだろうと思う。

石田委員

要望なのだが、中国について金融面の話をするわりには、資料にはM2と貸出位しかない。発表されているのであれば、今おっしゃった社会融資総量などを今後追加して頂けないか。

外山国際局長

了解した。

木内委員

三つある。一つは今の話の続きだが、中国のシャドーバンキングの話で、信託を通じた資金供給が非常に増えているという記事が増えている。将来的に焦げ付いたとしても金融システムに影響を与えるものではないが、ただ大手の銀行が銀行預金よりもずっと高いリターンがあるということで顧客を紹介しているということなので、それが躓いて焦げ付くと、銀行システムに直接的に影響はないが、何らかの社会的な不安に繋がるとか、銀行のレピュテーションに何がしかの悪い影響が出てくるのではないかとというような心配があると思うが、どうか。

二つ目は、米国と中国についてだが、米中に共通しているのは輸入が弱いことであるが、先程の説明のように、例えば内需や国内の生産は少しずつ戻ってきているが、輸入については振れを均すとまだ加速的に悪化したような状況では、世界第一、第二の経済大国で内需が戻っても他の国にはプラスの影響がなかなか及びにくい。国内で在庫過剰感があり在庫調整をしているので内需の増加が輸入増加に繋がっていかないということであれば、一時的で短期間の話だと思うが、そうではなく、例えば通貨安の影響で、国内の需要に対して、国内の企業による財がより競争力を持ってしまい輸入品に代替するというような動きであれば、なかなか製品の輸入が増えてこないということになる。そうすると、米国、中国が少し良くなっ

てきたようにみえても、日本からの輸出がなかなか伸びてこないというような構造的な変化があるのかどうか——私はないと思うが——、お聞きしたい。

三番目は、米国の個人消費についてであるが、住宅、自動車という金利に非常に敏感なところはコンスタントに回復してきている。ストック調整、バランスシート調整がそれなりに進んだうえでさらに金利が非常に下がっており、その点では金融政策の効果も部分的には効いているように思う。ただ消費全体については、必ずしもそうではないように思う。賃金の上昇率が、リーマン・ショック後着実に下がっており、トレンドとしてはまだ下げ止まっていない。やはり労働需給が非常に緩和していると思うので、所得の先行きに対する期待が大分下がってしまったとすると、金利の低下とバランスシート調整の進展だけで強く戻るのは難しいかと思う。目先のところで言うと、フィスカルクリフに対する懸念が12月の消費者センチメントに表われてきたとみえるが、何を織り込んでいるのだろうか。本当にフィスカルクリフのテールリスクを織り込んでいるのか、それともフィスカルクリフは回避されても何がしかの緊縮財政、いわゆるフィスカルスロープになるはずだということまで織り込んでいるとすると、フィスカルクリフが回避されても、元の水準までは戻らないということになるのではないか。さらに債務上限の問題もあるということを考えると、例えば年初にフィスカルクリフの問題が解消された途端、消費者センチメントも戻って消費がかなり強くなるというよりは、戻りも弱いし構造的な足枷が残ってしまうように思うのだが、消費の状況をどのようにみているか教えて頂きたい。

外山国際局長

多くの質問を頂いた。最初の中国の信託に銀行が関与しているという話だが、金信合作というように、銀行が窓口規制を回避するために作っている貸出債権を流動化したような商品も含めて、信託会社と銀行が連携した信託商品も幾つか例がみられるということだと承知している。これについて

て、良い面も一つあり、信託商品は比較的裕福な個人が高い金利の代わりに高いリスクを引き受けるというものだが、これに比較的小口の銀行の顧客が参加できるというスキームである。おっしゃるように回っているうちは良いが、仮に倒れた場合、そういった小口の顧客にも損失が発生するというので、当局も規制に向けた動きを示している。信託会社に対して資本規制を導入するとか、あるいは不動産向けの融資の厳格化を行う、あるいは一部の融資平台に対する貸出の抑制を指示するといったような動きがみられている。ただ、それで十分かどうかは分からないし、現実にもそういったことが発生した時にどのように対応するかによって、小口顧客の反応が初めて分かるということもあろうかと思う。当局としては問題を十分認識しつつ、少しずつ手を打とうとしているところだと承知している。

米中の輸入の弱さだが、特に米国について、車の在庫積み増しという動きが夏まであったので、その反動で秋口以降輸入が減少しているということだろうと思っている。ただ、これはここにきて現れたということではなく、米国よりも中国ということかもしれないが、これまで輸入に頼っていたものが段々内製化できるようになってきたといった変化もある。米中ともに設備投資が弱いため、特に日本のように生産財を作って輸出する国にとっては、米中の生産の戻りがあまり輸出に寄与しないという状況に置かれているということもあろうかと思う。そういったものは構造的というか、あるいは中期的に暫く足を引っ張ってくるかもしれない。ただ、それがどの位かということになると、アネク以上の証拠は今のところはない。

最後の米国の消費については、おっしゃるように足許にしても消費者のコンフィデンスの低下がどこまで何を織り込んでいるかということ、一人一人に聞かないと分からないが、少なくともご指摘のようにフィスカルスロープは確実に発生する、今のオバマ大統領の提案にしてもバイナード院議長の提案にしても、これが実現するとすればかなりのスロープになるということなので、それがコンフィデンスの低下をさらに呼び込むということを通じて、年明け以降、消費にある程度のブレーキをかけていくということだろうと思う。ただ、冒頭ご紹介したようにブルーチップの見通し

は、第1四半期についてはマイナス成長を見込む人も勿論いるが、全体としては+1.6%、フィスカルクリフが回避されてフィスカルスロープが実現するというシナリオに乗っけていながらも、潜在成長率をやや下回る程度の成長を見込んでいるということなので、足許これまで少しずつ底堅くなってきた景気のパラダイムが崩れることがなければ、大崩れすることはないと思っている。

中曾理事

付け加えると、中国の銀行セクターは、三つ位問題点があると言われていいる。一つは銀行本体で、不良債権比率は非常に低くなっているのは事実だが、銀行本体が持っている潜在的な不良債権がよくみえないというところ。二つ目は融資プラットフォーム、三つ目は信託などを通じた信用供与であるシャドバンクス。シャドバンクスは、国際社会が問題にすることが多いが、中国での受け止め方はずいぶん違っている。シャドという言葉のは失礼である、シャドバンクスは家計にとっては financial inclusion であり、大変重要な資金供給チャネルとして機能しているという受け止め方であり、シャドバンクスに規制をかけようということについては、中国ではわりと警戒的などころがあると思う。ただ、潜在的に問題を抱えているという点では他と同じだと思うが、特に成長率がこれまでの二桁から7%とか8%に落ちていけば、なお高い成長率ではあるが2%位減速していくことになるので、どの程度の潜在的な不良債権が顕現化してくるかということが一つのポイントではないかと思う。

米国については、この前国際局から説明があったと思うが、どちらかと言うと、景気のパラダイムは企業から家計に移り、その中で最大のポイントが財政の崖ないし坂を上手く乗り越えられるのだろうかというテーマで説明をしたと思う。基本的にそういう構図は変わっていないと思う。つまり、この前の説明では、十分にフィスカルクリフを織り込んでいないのではないかということである。これを上手く織り込んで、乗り越えていければ、好循環が家計部門を中心に企業部門にも及んでいくのではないかとい

うストーリーだったと思う。ただそうは言っても、基本的には家計のバランスシート調整のなお途上であるので、いずれにしてもどんどんと勢いがついていく訳ではないという説明であったということを、改めて申し上げたいと思う。

白川議長

他にないか。それでは、ここで5分間の休憩を取りたいと思う。

(15時14分中断、15時19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、再開する。国内経済情勢に入りたいと思う。

前田調査統計局長

事前にお配りしている資料－4（参考計表）と、本日14時に実質輸出入が出たのでそれについては資料－4（参考計表）【追加】で補足する。

まず12月短観が出て、図表1の業況判断だが、製造業では大企業を中心にはっきりと慎重化したということである。これは海外経済減速、日中関係の悪化、補助金切れによる自動車販売の反動減の影響などが表れたものと考えている。非製造業は、そうした動きが波及する形で小幅ながら6期振りの慎重化となっている。製造業の影響を受けやすい卸売や運輸のほか個人消費関連も弱めの動きとなった。こうした業況感の慎重化は、秋以降の景気の弱さを確認させるものと考えている。ただ、非製造業については、製造業の悪化のわりにはまずまず底堅い動きとも言えると思う。先行きについては、悪化幅が大きい製造業大企業が一応下げ止まりを予想しており、景気の弱さの基点がどんどん落ち込む訳ではないという点も一応みてとれる訳であるが、現時点では全般になお慎重な見方が多いということかと思う。

図表2の実質GDPだが、2次QEが出たので極く簡単にご説明したい。7～9月の実質GDPは前期比-0.9%と1次QEと同じ程度の減少であった。設備投資は、今回法人季報が入ったがやはりマイナスであり、足許の弱さが確認された形となっている。なお、仮に10～12月以降GDP全体を横ばいとした場合、2012年度は+1%と展望レポート対比で弱めとなる計算であり、現時点では民間でも今年度のGDPの見通しはその程度と見込む先が多い模様である。

図表4の公共投資であるが、公共工事請負金額の方だけ申し上げたいと思うが、先行指標であるこの請負金額は、7～9月が前期比-0.1%と横ばいの後、10～11月も横ばいとなった。先行きの公共投資は、今後予備費を用いた経済対策の効果が出てくるということもあり、当面は増加を続けると思うが、こうした請負金額の動向も踏まえると、徐々に増勢が鈍化していくというこれまでの見方を維持するという事で良いと思う。

続いて輸出入であるが、今日お配りした資料-4(参考計表)【追加】に沿ってヘッドラインの数字を申し上げますと、図表6で11月の実質輸出は前月比+0.3%と横ばいとなった。上中旬は相当悪かったので、何とか横ばい位になってくれると良いかなと思ったが、取り敢えず横ばいになったということである。ただ、10～11月でみれば前期比-5.2%と、7～9月と同程度の大幅な減少になった。輸入については、11月は+2.3%と少し増えたが10月の大幅減の後の反動増で、10～11月では-5.9%ということであり、内需の減速、9月の素原料の駆け込み輸入の反動から大きく減少している。実質輸出については、11月は前月比で増加あるいは横ばいの形にはなっているが、数量ベースでみると11月は-2.3%であり、企業からみた場合、まだ輸出が下げ止まったという感じはないのであろうと思う。図表8の実質輸出の内訳をご覧頂き、現時点では財別、地域別でしっかりした数字がまだできていないので、暫定段階の感触を踏まえながら地域別のご説明をすると、米国は11月は+1%位と少し増えたようである。ただ、10月～11月はまだ5～6%のマイナスになっていると思う。自動車は少し持ち直してきているようであるが、資本財がなお弱いということが、米国

向けの輸出の足を引っ張っている。EUについては、11月も引き続き前月比で小幅ながら減少しているようであり、その結果、10～11月では-7%を超える大幅な減少となり、これで5期連続の減少となり、EU向けは弱いということである。アジアであるが、中国についてだけ申し上げると、11月が前月比でどうやら2～3%の減少のようであり、この結果、10～11月でみると——資料で前期比-8.5%とあるところだが——、10%近くの減少になったということであり、中国については減少幅が拡大し、日中関係の影響がはっきりと出たということではないかと思う。このように11月までをみる限り、日本からみれば海外需要の持ち直しは確認できないということであるが、こうした日本の輸出の弱さについては、前回は申し上げたが、三つ申し上げたいと思う。一つは、海外経済の減速がラグを持って波及してきているということである。第二に、アジア市場における需給緩和、あるいは世界的な設備投資抑制の影響がわが国の輸出に強めに出ているということ。そして第三に、日中関係悪化の影響が出ているということだと思う。このうち第三の点については、例えば、自動車販売が中国で10月上旬をボトムに持ち直しつつあるといった情報が増えており、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は来年初にかけて和らぐのではないかとみられるので、1～3月にかけて輸出は下げ止まる、ないし反動増になる可能性がそれなりにあるのではないかと考えている。一方、輸出が基調的に増加していくかどうかは海外経済次第ということであるので、その点の確認にはもう少し時間がかかるとみておいた方が良くと思う。

続いて国内にいきたいと思う。図表15で短観の収益について一言申し上げておきたいと思うが、製造業については、大企業、中小企業とも9月対比ではっきりと下方修正されており、大企業では減益が予想されている。一方、非製造業については、中小企業は下方修正されておらず増益が予想されており、大企業についても、ここに数字はないが電気・ガスを除くと2011年度が+7%の増益、2012年度が横ばいと底堅い動きとなっている。図表16の業種別・規模別の企業収益にあるとおり、製造業が弱め、非製

造業がしっかりという姿は、法人季報からも確認されるところである。

続いて設備投資であるが、図表 19 で法人企業統計の数字が出ているが、7～9 月も小幅ながら減少となり、これが 2 次 Q E にも影響したということである。このうち非製造業については、昨年の 10～12 月に 15% 増えた後、3 期連続減少と少し違和感がないではないが、多分サンプルの問題等が影響しているので、これが実勢かどうかは議論の余地があるかもしれない。ただ、同時に、供給面の統計である資本財総供給が 7～9 月に続いて 10 月も減少しているので、設備投資全体としてみれば足許弱めの動きということであろうし、当面はそうした傾向が続くと判断することが適当だと思っている。この間、先行指標で業種別の動きをみると、機械受注、建築着工とも製造業は減少が続いているが、非製造業については、10 月はいずれもしっかりした動きで増加している。図表 23 で短観の設備投資計画をみても、相対的には非製造業の堅調さが目立っているので、製造業が落ちていく中で非製造業がある程度カバーするということであり、こういう構図は当面見込めるのではないかと判断している。ただ、輸出や生産の減少がさらに長引けば、非製造業の投資にも影響が及んできて、一部個人消費関連でも投資に多少慎重といった声も聞かれているので、そうした点には注意が必要かと思っている。

図表 25 の個人消費であるが、(3) は個人消費全体を纏めたもので、GDP ベースで 7～9 月が小幅減少になった訳であるが、10 月は包括指数、総合指数でみると横ばいないしは小幅の増加となっており、どんどん落ち込む訳ではないという感じは出ている。ただ、この 10 月の数字には、振れの大きい需要側の統計が寄与しているので、やや出来過ぎとご覧頂いた方が良いでしょう。販売統計をみると、図表 26 (2) の耐久消費財では、乗用車販売が 11 月に小幅反発している。メーカーではエコカー補助金切れの影響が早めに出た分、反発も幾分早まっているとみているように思われる。もう少しデータの蓄積を待つ必要があると思うが、新車投入効果もあって、来年初にかけて下げ止まりから幾分持ち直すという見方が多いようであり、われわれとしてもそういう見方で良いのではないかと思う。図

表 27 (2) のサービス消費であるが、外食はまずまず、旅行は、9 月、10 月と中国、韓国向けが減少したことから減少している。ただ、年末について、日並びが良いということもあり旅行の予約は好調だという見方であるので、特に基調が変わっているとはみていない。(1) の百貨店、スーパーは、10 月は少し気温が下がったことで幾分持ち直し、11 月については、昨日、百貨店の業界統計が出たが、かなり寒かったことで、重衣料などを中心にしっかりと増加したようである。ただ、12 月入り後はまた冴えないという声も増えており、スーパーでも食料品などの値引きを強めているといった消費の鈍さを示唆する動きもみられるだけに、注意してみていく必要がある。消費全体としては、冬季賞与が弱いことも踏まえると、当面は横ばいないしは若干弱め位にみておいた方が良いと思う。図表 28 の消費者コンフィデンスをみても、足許、労働環境が少し頭打ちとなっていることを反映して頭打ちとなっているので、そのようにみておく必要があると思う。ただ、前々から申し上げているように、例えばシニア消費は堅調といった指摘はなお多く、乗用車が多少持ち直す兆しも出ているため、ずるずると落ちていくという訳ではないとみておいて良いと思う。

次に住宅であるが、図表 29 の新設住宅着工戸数は、10 月に 97.8 万戸と大幅に増加し、2008 年 10 月以来の高水準となった。この戸数自体はエコポイントやフラット 35 S の終了前の駆け込み着工ということが影響しているので強すぎると思うが、関連メーカー等の見方を総合すれば、持ち直し傾向にあるということで良いと思う。

次に生産である。図表 31 の 10 月の生産は、公表ベースで前月比+1.6%と小幅ながらプラスとなった。ただ、10 月の 7~9 月期対比は-1.8%と減少が続いている。これは公表ベースであるが、調整ベースでもほぼ同様の傾向である。出荷については 10 月も若干のマイナスで、7~9 月対比では-2.9%とかなりのマイナスが続いている。10 月の生産の増加には電子部品・デバイスが大きく寄与しているが、それらでは同時に在庫も増加しており、これは新型スマホ向けの作り込みという前向きの動きも寄与はしているが、どうやら後ろ向きの在庫増加も混じっている模様であり、

ある程度慎重にみておいた方が良いと思う。そう申し上げた上で、12月の予測指数をみると、公表ベースで+7.5%と大幅に増加している。これには季節調整の歪み、あるいは電子部品の一部メーカーの楽観的な計画の影響もあるので、割り引いてみておく必要はあると思う。しかしながら、まず第一に、日中関係や補助金切れなどの一時的な下押し要因が減衰し、自動車の減産が緩和されるであろうという情報は増えているし、第二に、スマホ需要、あるいは世界的な在庫調整進捗に伴う電子部品デバイスの持ち直しなど、生産の下げ止まりを示唆する材料の確からしさも多少なりとも増していると窺われる。企業ヒアリングでも、10~12月はなお大きめのマイナスが残る一方、1~3月には概ね下げ止まるという見方であり、前月に比べて若干上方修正の動きもある。このため、当面の生産については、1~3月にかけて下げ止まりに向かい、場合によっては多少プラスに転じる可能性も念頭に置いておく必要があると思う。以上が生産である。

雇用であるが、図表 35 の有効求人倍率は 0.80 倍とさらに幾分低下しているが、低下幅は小さかった。新規求人については、9月は前月比-1.5%とそれなりに落ちたが、10月は横ばいにとどまったということで、前年比でみるとわかるとおり、非製造業が支える形で、求人の急速な減少は回避されている。失業率は横ばいであった。毎勤統計の常用雇用者数は、10月が速報ベースで+0.7%であったところが確報で+0.8%となり、9月よりは多少は高めになった。業種別には、製造業は-0.6%であるが、非製造業は+1.1%ということで、これも非製造業が支える形である。賃金の方は、速報で 0.2%とあるところが確報で-0.4%となり、若干弱めということである。労働需給は少し頭打ちとなってきたが、非製造業における堅調さが全体を支えているということであり、図表 37 の短観の雇用人員判断DIからも非製造業の底堅さがみて取れるということである。

次は物価である。図表 39 で 11 月の国内企業物価をみると、3 か月前対比で+0.1%と横ばい、当面も横ばい圏内ということで良いと思う。C S P I は、10 月の除く国際運輸の前年比が-0.6%とマイナス幅を拡大しているが、これは企業収益の弱まりなどを背景に製造業からの広告が減少し

たことが影響したものである。CPIについては、総合除く生鮮食品で10月の全国が0.0%と、9月の-0.1%からは若干改善しているがまだゼロである。11月は東京が少しマイナス幅を拡大しているの、全国もそのような感じになるのではないかと思う。足許の景気の弱さ、スーパーの値下げなどを踏まえると、当面はゼロないし若干のマイナスで推移する見込みであり、来年春頃には、今年の春にガソリンが高かった、あるいはテレビが一時的に良かったことの裏が出るということもあるので、マイナス幅は多少大きめとなると思う。

以上をまとめると、まず景気の現状であるが、前回会合以降、10月以降のハードデータは景気の弱さを確認させるものが多いと思う。輸出、生産の減少が続いており、内需についても住宅投資、非製造業の設備投資の増加など底堅さがみられる一方、製造業の設備投資や雇用を中心に循環的な弱さが出てきているということだと思う。先行きについて考えると、夏以降の生産面を中心とした景気の弱さの背景のうち、補助金切れによる自動車の反動減や日中関係の悪化といった一時的とみられる要因は和らぎつつある模様であり、1~3月にかけて輸出、生産が下げ止まりに向かう可能性は多少なりとも高まってきているようにも思われる。ただ、これらには不確実性が残るので、輸出、生産の基調を左右する海外経済が持ち直していくかどうかについての見極めは、もう少し時間がかかると思う。また、内需については、当面は製造業分野を中心に循環的な抑制要因が働きやすいとみられるが、ずるずる落ちていくという感じでもないという判断材料が、多少なりとも増えてきているようにも思う。ただ、輸出、生産がどうなるか次第で、本当に底堅さを維持できるかどうか、なお不透明な面があると思う。従って、景気全体としては当面弱めに推移しつつも次第に下げ止まりに向かい、春頃からは海外経済の回復とともに持ち直しに転じていく、いわば内需が持ちこたえているうちに外需が持ち直すというシナリオが良いと思うが、なお下振れ方向のリスクへの注意が必要だと思う。リスクという点では、最近、円安方向あるいは株高がみられており、これが企業マインドにどのように影響を及ぼしているか確認できる統計はま

だないが、これが基調的な動きになる、あるいはその背後に海外経済の改善があるということであれば、当然ながら何がしかの上振れ要因にもなる可能性はあると思う。物価については、来年4月以降、恐らく電力料金が引き上げられる方向になると思うが、これはC P Iには若干プラスの方向に作用するが、はっきりとプラスに転じていくには需給バランスの改善が必要であるので、今暫くは時間を要すると思う。電力の値上げについては、物価面も重要であるが、設備投資、個人消費といったところにどのように影響するかという点を中心に注意が必要かと思っている。私からは以上である。

白川議長

質問をどうぞ。

木内委員

三つ質問する。主に設備投資と雇用のところでの製造業と非製造業の違いということだが、これは日本だけの現象ではないように思う。これについて、非製造業はしっかりしているとは言うものの、やはり製造業の方に先行性があるという過去の経験則がある。今回はそうではなく、非製造業の投資、雇用はかなりしっかりしたもので、今後製造業の調整の影響が遅れて本格的に現れるということではないという考え方ができるのか。そうだとすると、今回は違う構造的な要因について、仮説として何か持っているのか。

二つ目は、公共投資で請負金額が大分落ちてきたという感じがあるが、これは過去の経験則だと1 四半期とか1 四半期強位で実際の出来高に繋がってくるように思うが、ここがもう少し伸びる感じがあるのか。もう7～9月からほぼ横ばいかマイナス位になってきているので、そこから考えれば、公共投資は1～3 月位にはマイナスになってもおかしくないような感じか。そうではなく、受注残があるのでそこまではいかないのか。

三つ目は、瑣末な質問かもしれないが、実質輸出の数字と輸出数量の数

字がずれているという点である。確認であるが、輸出数量が9月、10月、11月が皆同じ数字になっているがこれは正しいのか。

前田調査統計局長

正しい。

木内委員

11月の数字が相当ずれているが、これは価格の計測によるところが大きいのか、それとも誤差も含んだ季節調整のところが大きいのか。あまり重要なことではないのかもしれないが、数字がかなり違うのでお聞きする。

前田調査統計局長

まず、三つ目の点からであるが、これは私も変だと思ったが正しい。おっしゃるとおり両方の要因があり、実質化するという作業と、数量は個数であったり台数であったりということなので、月々で見ると多少違う動きをすることがある。ただ、例えば3か月移動平均や四半期の動きであれば、方向性は大体違いはない。ここで言えば10～12月の輸出数量が-4.1%と大きめのマイナスであるので、単月はおっしゃったような要因で多少振れているだけと考えて頂ければと思う。細かく何が違うかみている訳ではないがそういう考えで良いと思う。

次に、公共投資が1～3月からマイナスに転じるかどうかということについては、そこまで行かないのではないかとみている。当初はそういう可能性もあるかと思っていたが、幾つかの要因で当面の公共投資を上押しする要因が出ている。一つは、予備費を使った経済対策であり、これがいつから出てくるか——まだ請負には含まれていないと思う——正確には分からないが、来年入り後以降出てくると思う。もう一つは、今回2011年度のGDP統計の確報化によって何が起きたかというところ、2011年度の公共投資が下振れた。元々、瓦礫処理の二重計上の問題などもあり、ある程度下振れるであろうとみていたが、下振れが少し大きく、どうやら2011

年度は決算をみて推計し直すようだ。速報ベースでは、公共投資の出来高という機械的に計算したもので作られているが、実際には機械的な計算ほどは進んでいなかったという面も多少あるかもしれない。これまで復興関連予算が思っていたより多少遅れているとすれば、その分先に延ばされると考えると、先程の追加的な予算を含めてわれわれが思っていたよりも、暫くは公共投資は支えられる可能性が高いのではないかと思っている。

木内委員

瓦礫が公共投資と政府消費と両方に計上されていたということか。

前田調査統計局長

それは二重計上の問題である。それ以外に、瓦礫処理以外の工事自体が多少遅れていたことによって、決算でみると工事が進まなかった。予算はありどこかで出てくるので、それが今年度以降に後ずれしているという部分もあると思う。

木内委員

今までの数字は瓦礫処理の誤った二重計上で少し嵩上げされていたが、それを除いてみると思ったほどは支出されていなかったということか。

前田調査統計局長

瓦礫処理の二重計上の問題は、本来政府消費だけにカウントされるものが公共投資にも二重に計上されていたという問題であり、これはまた別の問題である。従って、昨年度の下方修正の要因は、そういう二重計上の問題と、瓦礫処理以外の本当の公共投資について少し遅れていたのではないかということがある。そうだとすると、予算はあるので遅れて出てくる部分があり、そういうことも考えると、この1~3月位は少し増えていくのではないか、急に落ちていく訳ではないのではないかと思っている。

第一の点は、例えば、この図表1の業況判断をみても、あるいは図表

22の機械受注をみてもそうであるが、この1年は製造業が弱くなる一方、非製造業はむしろしっかりしている。時差相関をみると、業況判断は大体同じか若干非製造業が遅れる位である。機械受注は、非製造業は若干遅れるが、大体1~2四半期位の遅れとなっている。申し上げたいことは、製造業がどんどん落ち込めば、当然、非製造業もラグを伴いながら影響してくると思うが、この1年をみると、そこまで非製造業が影響を受けているようには思えないということである。今後については、先程も申し上げたように、これから輸出も生産もどんどん弱くなって製造業がさらに減少が続いていくようであれば、非製造業もどこかで影響を受けると思うが、そこが早晩下げ止まってくれば、何とか非製造業の設備投資はそれほど大きく落ちることなく維持されるのではないかと考えている。これは、基本的に非製造業の直面する国内需要が相対的には底堅いというところが効いている訳であるが、なぜ内需が底堅いかについては、展望レポートのボックスでも書いてあるが幾つかの要因があると思う。一つは、リーマン・ショック後、設備投資も住宅投資も大きく落ち、そこからの緩やかな復元過程にあるということ。それから、持続的かつ構造的な要因としてシニア消費が良いとか、耐震強化の動きあるいは新エネルギーの投資があるということ。第三として、金融緩和の影響が内需に効いているなど、色々あると思うが、過去に比べて何がしか外需の弱さの波及を和らげるような要因が内需にあって、その結果として非製造業は決して良いとは思えないが、そこそこ底堅さが維持されているというような感じではないかと考えている。ただ、おっしゃるとおりどんどん輸出、生産が落ち込めば、過去と同じようなことが起きてくるというようには思う。

石田委員

非製造業の設備投資計画が非常に強いということであるが、特に強い非製造業の業種はどのようなところか。

前田調査統計局長

ほぼ軒並み増えている感じがある。

木内委員

機械受注をみると、モノで言うと鉄道車両、業種で言うと・・・。

石田委員

携帯か。

木内委員

情報サービスと運輸が強かったように思う。それは、全般的と言うか、もしかしたら何か特殊な要因が・・・。

石田委員

トラックの買い替えがあるというのは聞いた。

前田調査統計局長

短観とか機械受注とかによって微妙に違うが、短観では、例えば建設が強いか、通信ではスマホ対応で容量を増やすような投資をしているという話がある。インフラ系でガス、鉄道ではJRが耐震強化の投資をここ数年に亘って実施するというような動きもある。また、小売についても、競争に勝つために改装や新築——過去あまりやっていなかったという点もあるが——が計画されている。それぞれが全て同じ要因ではないが、それぞれ、ああそうかというような要因でやっているという感じがする。

石田委員

そういう意味では、製造業の落ち込みに対しては結構耐久力がある非製造業の投資計画とみて良いか。

前田調査統計局長

ある程度耐久力はあるが、全く影響がないということではないと思う。先程も申し上げたように、足許個人消費にも少し弱さがみられるので、例えばスーパーとかデパートで改装を後ずらしさせようかというような話も出ているので、景気循環を全く遮断するということまではいかないと思う。

佐藤委員

7～9月期の急激な景気の悪化を経て、足許10～12月期は弱含みという判断に変わりはないかと思うが、景気悪化のモメンタムはずいぶん緩和されてきたという肌感覚を持っている。10～12月期のGDPについては、民間の見通しなどをみても一時期は7～9月に続いて2四半期連続でマイナスという見方が圧倒的に多かったと思うが、このところはプラスに出てきてもおかしくないのではないかというような見方もある。実際、今日出てきた外需の数字、あるいは個人消費も先程の包括指数、総合指数といった消費指数でみても、10月が少し上向いているということがあるので、場合によってはプラスに出てくる可能性もあるだろうと思うが、調査統計局としては今のところどのような感触を持っているのか。

前田調査統計局長

GDPでみると7～9月に急激に落ちた感じがするが、本当に7～9月に経済活動がGDPの数字ほど落ちたかどうかについては、私自身は若干疑問を持っているので、個人的には、7～9月に急激に落ち、ここで多少下げ止まってきたという訳ではないと思っている。というのは、7～9月には、多少特殊要因で下の方に効いているものがあつたし、設備投資もここまで弱いかどうかは分からないと思っている。10～12月のGDPについては、色々な見方があると思うが、おっしゃるとおり微妙かもしれない。10月は個人消費がまあまあ良かったので、多少強くなる。例えば、11月も12月もたまたま家計調査等が強くなれば、消費がプラスになって10～

12月のGDPはプラスになるという可能性もあることはあるが、ただ、先程もご説明したとおり、輸出はまだマイナスになっているし、生産も着地としては7～9月と同じようなマイナスになるのではないかと考えている。設備投資は10～12月もマイナスだと思う。このようなことを考えると、民間が正しいかどうか別にして、出てくる数字としては多少マイナスではないかと思っている。われわれも色々な方法で足許どうかということをやっているが、どんな方法でやってもまだ多少マイナスと出てきそうかなと思う。従って、ゼロあるいは若干のプラスという可能性もなくはないが、景気実勢としてはまだ下を向いているというようにみておいた方が良いと思う。

木内委員

それは、エコカーの影響とか日中関係の影響が、10～12月に出るということか。

前田調査統計局長

そうである。

木内委員

ゲタがかなりマイナスになっているということか。

前田調査統計局長

佐藤委員がおっしゃるのは、多分、月次の流れでみると少し下げ止まってくるという雰囲気だと思うが、四半期で言えばおっしゃるとおり……。

佐藤委員

ゲタを履いてしまうのか。

前田調査統計局長

9月に大きく落ちたところのゲタを履いているので、プラスの可能性が100%ないとは言わないが、一応マイナス方向でみておいた方が安全かなと思う。

佐藤委員

生産は、7～9月と同じ位マイナスということは調整後のベースだと思うが、そうだとすると11月、12月もまだ相当弱めにみているのか。

前田調査統計局長

同じ位のマイナスというのは言い過ぎかもしれないが、2～3%位のマイナスだと思っている。11月はマイナスで、12月についてもあれほど大きなプラスはないと思っている。今のマイクロヒアリングからすればそんな感じである。

白川議長

他にはないか。

4. 金融環境等に関する報告(資料-5、7)

白川議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)の図表1の家計・企業のインフレ予想からであるが、新しく出ているのは消費動向調査と短観であるが、消費動向調査の方は足許のところは若干下がった感じである。数字で申し上げると10月が1.80%、11月が1.63%と若干下がっている。生鮮食品が最近少し弱いことや関連するがスーパーの値下げなどそういった身近なところが効いているのではないかと思う。それから(3)の企業のインフレ予想であるが、

資料では短観の結果が入っていないが、新しいデータで12月短観を入れてみたが、いずれもほとんど変わらない。来期の販売価格の予想インフレ率、それから仕入価格の予想インフレ率ともほぼ同じで、小幅のマイナスという形になっている。ゼロ近傍と考えて良いかと思う。

次に図表2のエコノミストのインフレ予想であるが、(2)の年度の予想でみて頂くと、前回から下2桁まで出しているが、下2桁の下落が続いているというレベルである。例えば、2012年度について言えば、 -0.11% から -0.15% と極く小幅ながら下がっており、2013年度も $+0.10\%$ から $+0.08\%$ と若干の低下がまだ続いているという状況である。中長期のところがどうかということであるが、(4)のESPフォーキャストの長期予想は、半年に一度の調査で、2年度後から6年度後という数字であるが、これは若干上がっている。数字で言うと $+0.6\%$ から $+0.7\%$ に $+0.1\%$ だけ上がっている。ここには書いていないが、同時に調査している7年度後から11年度後も $+0.9\%$ から $+1.0\%$ に、これも $+0.1\%$ であるが、横ばいとも言えるし若干上がっているとも言えるかと思う。因みに(注)にあるとおり、消費税の影響は除くということで調査しているので、消費税の要因ではないということになる。同じく図表3(1)の市場のインフレ予想をみて頂くと、市場予想の長いところが下がってきていて、この後、どうなりそうかということをお前回議論させて頂いた訳であるが、直近のところは少し戻っている。数字で申し上げますと、10月に $+0.89\%$ まで下がっていたが、11月は $+1.02\%$ と、 $+1\%$ 前後という辺りにまた戻ってきているという感じである。一方で、(2)のインプライド・フォワード・レートの長い方はほとんど変わっておらず、3年後のところは大体 $+1\%$ になっている。こういったことを考えると、大きく言えば、長いところのインフレ予想については、ほぼ変わらない中で、上がっているものと下がっているものの両方あるということではないかと思う。短期のところは、極く最近の状況を反映して若干の下落が続いているという評価ではないかと思う。

続いて図表4から図表7は、政策金利水準と実体経済の関係である。こちらについては10月のCPIと2次QEが出たが、大きな姿は変わって

おらず、ほぼ中立的という評価で宜しいかと思う。数字だけ申し上げるが、図表4(1)の実質GDPのトレンド成長率が第4四半期+0.5%、実質コールレート、除く生鮮食品ベースが+0.1%であるので若干緩和気味ということになる。図表5の生産関数アプローチでは、実質コールレートは当然変わらないが、潜在成長率が+0.4%なのでこちらでも若干緩和的という形になる。続いて図表6のHPフィルターを使ったテイラー・ルールを除く生鮮食品ベースが第4四半期に+0.2%、図表7の生産関数アプローチを用いたものが-1.3%である。これまでと同じ傾向で、生産関数アプローチを使ったものが若干引締め気味になり、それ以外は若干緩和気味ないし中立という姿は変わっていないということであろうと思う。

図表8から企業金融の環境を申し上げたいと思う。まず金利面であるが、貸出約定平均金利、新規、除く交付税特会向けをみて頂くと、10月が1.121%、9月が1.075%であるので若干上がっているが、4~6月の平均が1.123%、7~9月が1.121%であるのでほぼ横ばいの動きと考えて頂いて宜しいかと思う。極めて低い水準に下がってきて、そこで横ばいの動きになっているというのが事実である。ここへきて増えている貸出は、電力向けや一部の若干業況不芳のところを含めた電気機械向けや比較的スプレッドの高いREIT等の不動産向けが出ているので、そういった中で全体の水準としては下がっていないということが起きているのではないかと思う。CP・社債であるが、こちらもレートしては大きく変わっていない。CPの発行レートは0.14%で変わっていない。社債の発行レートは、0.47%から0.44%とこちらも変わっていない。

図表13は、法人季報でROAと支払金利の比較をしたものであるが、こちらはご承知のとおりであるが、営業利益、ROAの方が今期下がっているため差は若干縮まっているが、引き続きその差は大きいということであろうと思う。数字だけ申し上げると、7~9月のROAが2.87%、一方で支払金利が1.50%ということであり、引き続き、支払金利はROA対比十分に低いという状況には変わりがないと思う。

図表14はボリュウムであるが、ボリュウムについては民間部門総資金

調達ベースで、10月の+0.0%から11月は+0.1%ということで0.1%ポイント改善した。改善した理由は、銀行・信金・外銀計、すなわち貸出が+0.4%から+0.6%と上がったことによるものである。因みに、今までこの民間部門総資金調達をマイナスでお示ししていたが、住宅支援機構の部分について計上方法を変えたことに伴ってプラスに浮上したということである。これはフラット35をこれまで入れていなかったが、フラット35の分を追加したことによって全体のレベルが若干上がりプラスになったということであり、動きとしては0.1%の改善と考えて頂ければと思う。その貸出が増えたところであるが、10月の+1.1%から11月は+1.3%と増えている。10月はたまたま電力向けがあまりなかった中で11月は再び電力向け、それから今までと同じであるがM&A資金等が出たということであり、業態別にみると都銀のマイナス幅が縮小しているので、都銀からそういったところに資金が出ているということであろうと思う。これまでと傾向は変わっていない。CP・社債の末残であるが、CPは-2.8%とマイナスになった。電力向けCPの発行が一部で滞っていること等が影響していると言われている。一方で社債の方はマイナス幅が縮小しており、10月の-0.7%から11月は-0.1%になっている。国内公募社債のフローの発行は、11月は6,470億円となっているが、昨年が3,700億円位だったので11月としては比較的強い水準ということである。社債発行自体は順調に行われており、環境は総じて良いということかと思う。ただ、BBB格がゼロであり、10月以降BBB格がほとんど出ていない。12月も今のところ数十億円のオーダーでしか出ていないという感じであるので、引き続き業況不芳先は出しづらいが、全体としては悪くない状況が続いているように思われる。転換社債発行額で1,515億円と大きな数字が出ているが、これは大手家電メーカーが大きな起債をしたということである。ストレートボンドでの調達よりもCBによる調達の方が大きな金額を取れるということのようであり、資金調達と自己資本比率の改善を同時に企図したものと報じられているので、全体としての状況は、CP・社債市場は引き続き緩和的で、調達は苦しくない、楽であるということであると思うが、

電力、電機、一部素材等については引き続き厳しい状態が続いている。電力については、先程若干申し上げたが、原発依存度が高い電力会社のCPの発行が難しくなっている。それから社債、電力債については11月以降個人向けのみでの発行となっており、一般の発行がなくなっているという状態にある。電機については夏場以降、主要銘柄では1社発行されているが、優良とされる部分を含めて大きな発行が行われていないという状況にある。一方で化学等についてはそれほど大きくないスプレッドの発行もみられており、業況不芳の中でも電力、電機という辺りが厳しい状態というようになってきているということだろうと思われる。全体としての評価という意味で、昨日出た短観のCPの発行環境の数字はここには入っていないが、発行企業ベースで「楽である」超幅が前回とほぼ変わらなかった。「楽である」超幅全体で申し上げますと、6月が+34%ポイント、9月が+29、今回が+28であった。前回大きく低下して今回さらに悪くならないかという心配であったが、こちらは変わっていない。因みに前回悪くなったのは製造業であり、同じベースで申し上げますと製造業は6月+37%ポイントの後、前回9月が+27、今回も+27ということで、全体としての環境は悪くないが一部の銘柄については不芳であるという状況が続いているという評価で宜しいかと思う。

次にアベイラビリティであるが、状況は変わっていない。図表20の企業金融関連指標で、短観が出ているが、貸出態度判断DIが+9%ポイントから+9%ポイントと全く変わっていない。中小企業（日本公庫）も10月+33.8%ポイントから11月+32.5%ポイントとほとんど変わっていない。資金繰りDIは中小企業等で若干悪くなっていてどうなるかと思っていたが、短観についてはほぼ変わらずということであった。中小企業は-4%ポイントから-5%ポイント、全体では+4%ポイントから+4%ポイントと変わっていない。その他の日本公庫については-4.7%ポイントから+0.0%ポイントと改善、商工中金も-5.0%ポイントから-4.4%ポイントとこれも改善ということであったので、高いレベルでとどまっているということが変わらないと思う。図表23の倒産であるが、11月の倒産

件数が 964 件、負債総額が 2,638 億円ということであるので、引き続き落ち着いた状況で、極めて少ないということである。

最後にマネーである。図表 25 でマネタリーベースが 11 月の前年比が +5.0% とプラスであるが、プラス幅は若干縮小した。これは前年に財政要因による当座預金の一時的な増加があったので、その裏ということである。マネーストックを M2 でみて頂くと、10 月 +2.3%、11 月 +2.1% と、引き続き 2% を上回る状態にある。今回、前回と伸び率は落ちているが、これは M1 の預金通貨の部分で 9 月 +3.7%、10 月 +3.4%、11 月 +3.2% と下がっており、都銀の法人預金で一部企業が M&A 資金を取り崩して使っていることが原因と言われている。

以上でこちらの指標についての説明を終わり、次に資料-7 に沿って成長基盤資金供給の状況について簡単にご報告する。1 頁の 1. は前回 3 か月前にご報告して以降の貸付の状況である。本則については 1 回、2,156 億円実施し、残高は 3 兆 2,000 億円強となっている。ABL については 115 億円で残高は 1,076 億円となっている。小口については、少し細かいが 9.15 億円で残高が 50 億円を漸く超えた。米ドル特則は 2 回分を実施して合計が 22 億 5,700 万ドルである。本則について特に申し上げることはないので、ABL について申し上げるが、2 頁目の〈参考〉をみて頂くと、今回、無形固定資産(知的財産権)というところで 5 億円という数字が入っているが、これは商標権であり、新しいタイプの ABL が組成され入ってくるということが起きた。引き続き金額は大きくないが、ABL という市場あるいは貸出慣行を懲遡していくという意味では地道に効果を上げているということではないかと思う。続いて 3 頁の小口特則である。小口特則については、引き続き金額は小さいが残高は 50.41 億円となった。貸付先数は第 3 期で 19 先となっている。これで総貸付先が 33 先になった。前回までで 29 先であったので、地道ではあるが小口特則を利用する先は広がってきており、中小企業、あるいは零細に対する資金として使われているということだろうと思う。最後に米ドル特則であるが、4 頁の下の表をみて頂くと 2 回実施して投融資の中身は基本的に海外であった。国内向け、

海外向けをみて頂くと、国内向けは242百万米ドル、2億ドルという小さな数字が入っており、それ以外は全て海外ということになっている。どういう金融機関が使っているかということであるが、都銀および信託が中心ではあるが、先数としては地銀、地銀Ⅱも大分入っている。これは対外的には公表していないが、都銀が4先、11億ドル、信託が3先、9億ドル、この二つで20億ドルである。地銀と地銀Ⅱで10先、2.4億ドルということであり、地銀、地銀Ⅱも相応に入ってきている。地銀、地銀Ⅱは大手行が組成したシ・ローンのサブパートが中心ではあるが、極く一部には地場企業の資金調達に利用している先もあると聞いている。そういう意味で、今後もこの取組みが続いていけばと良いと思っている。以上である。

白川議長

質問どうぞ。

白井委員

ABLについてだが、結果としてどの位ABLが普及してきているのかということに関して、不動産のある企業はやはりまず不動産担保になると思うが、それ以外のところで、こういうことをやることによってどの程度——スキルを含めて——金融機関に浸透しているのか。

それから、一部の業況が良くないところで、社債やCPの発行が難しくなり、銀行借入が増えているところがある。その結果として、今は銀行の貸出態度や金利、利鞘の設定などで変化がないようであるが、大きな企業が大量に銀行から借り入れることになる結果として、信用リスクやその辺で不安などそういう声は聞かれているか。

内田企画局長

まずABLであるが、先程申し上げたとおり、極めて地道に少しずつ進んでいるというのが実態に近いかと思う。ABLを企業側があまり利用しない、あるいは金融機関側としてやらない理由は幾つかある訳であるが、

手間がかかってそのわりに益が小さいということ、それからある種の風評
というか、無担保で借りられないので仕掛品を持ってきたのではないかと
いったようなことを言われまいかと企業側が考えるということ、そもそも
動産として適切なものが限られるという技術的な問題、その他にも登記そ
の他の技術的な色々な問題があるが、私どもがこういうことをやることによ
って、少なくとも風評のようなものを段々抑えていくことはできるのだ
ではないかと思う。これを実際にやっている金融機関——地方の金融機関、
地銀等が中心である——をみても、先進的な取組みをしている一部九州の
方の銀行の例を学びながらやっている例もみられており、地道ではあるが、
徐々に広がってきているということだろうと思う。因みに、今回残高は若
干であるが減っているが、これは悪い話ではなく、元々そういうABLを
やっていたところの資金繰りが良くなった結果として返済されたもので
あり、そういう意味では金額が大きいかどうかはともかく徐々に影響は出
てきていると思う。これは漢方薬であるので、まだ時間はかかるというこ
とだろうと思う。

それから貸出の方については、潜在的にはおっしゃるような問題があり
得ると思うが、現状では銀行からも借りられないというような話はあま
り聞かれていない。むしろ企業側に言わせると、社債が発行しづらいよう
な状況にもかかわらず銀行からはあまり厳しい条件を言われずに貸して
くれる——感想的な言い方で申し訳ないが——というのが、今の実感に近
いのではないかと思う。ただ、これは潜在的には大きな問題であると思う
し、そういう意味では私どもの色々な意味での金融面での緩和の施策が、
ある程度バックアップになっていけば良いと思っている。

石田委員

確認だが、資料-5（参考計表）の図表14で、住宅支援機構の調整の話
があったが、対応するRMB Sが直接市場調達の子債に入っていなかった
ということか。

内田企画局長

そうである。そちらにも入っていないが、元々、フラット 35 の場合には、組成した段階でその当日銀行のバランスシートに一時的にのるが、その日の内に移してしまう。従って、元々銀行のバランスシートの方である程度計上していると思って計算してきたが、どうもそういう計算をしないのでせてきているようなので、そうであればむしろこちらにカウントしないと全体のバランスが取れなくなるということである。

石田委員

そうすると普通の C M B S や A B C P は、この C P ・社債に入っているのか。

内田企画局長

後程お答えする。ご承知のとおり、社債の関係の数字は色々なものがある。

石田委員

例えば、私募債は銀行が持っていたり生保が持っていたり、色々な人が持っている。

内田企画局長

微妙に定義が違ったりするので、後程正確にお答えする。

白川議長

他にあるか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは次に、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

比較表を用いて、今月の金融経済月報についてご説明申し上げます。まず実体経済の現状であるが、総論について、今月は「引き続き弱含みとなっている」としている。弱含みの状態が前月から続いているということで、「引き続き」という表現を追加している。続いて各論だが、今月は短観が公表されたので、企業の業況感を総括して、「製造業を中心に慎重化している」としている。次に設備投資であるが、前月は「緩やかな増加基調にあるものの」、「製造業に弱めの動きがみられている」としていたが、今月は「非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている」と判断を下方に改訂している。

次に実体経済の先行きである。総論は前月からの変更はない。続いて、先行きの各論である。輸出と鉱工業生産の当面の動きについて、前月は「減少を続ける」としていたが、今月は「減少幅を縮小」と幾分だが、上方改訂している。設備投資については、今月は二段階の表記としている。まず「当面製造業を中心に引き続き弱めに推移する」が、その後は、前月同様、「緩やかな増加基調」をたどるとしている。なお、企業収益については、前月の「総じて改善傾向を維持する」という表現を削除している。次に個人消費であるが、「基調的には底堅く推移」とするとの全体判断は変更していないが、乗用車購入について、「反動減の影響が減衰する」とマイナス効果が軽減していくことを記述している。

次に物価である。物価の現状であるが、国内企業物価は、前月の「下げ止まっている」から、今月は「概ね横ばいとなっている」として、前月の判断を維持している。先行きについては変更ない。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

金融面では変更点は二点である。まず金融市況について、今月は「前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。長期

金利は前月と概ね同じ水準となっている」としている。次に社債残高とCP残高の前年比について、先月は「CP残高の前年比もプラスで推移している。一方、社債残高の前年比は、電力債を中心にマイナスとなっている」としていたが、今日は足許の実績を踏まえて、「社債残高の前年比もマイナス幅を縮小している。一方、CP残高の前年比はマイナスに転じている」としている。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

木内委員

技術的な質問だが、「長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」ということだが、現実には少し上がっている。どの位上がると表現を変えるというものがあるのか。

神山企画局政策企画課長

前回の決定会合からの変化について申し上げますと、株価については、9,100円のところから10,100円と1,000円ほど上がっている。それから、ドル/円相場については、81.18円が84円ということで3円ほど。ここはこれまでの例からいって、明確にそれぞれ上昇、下落とするのが良いと思う。長期金利については、前回は0.725%で今日は少し上がって0.780%となっている。この0.055%ポイントの変化は、これまで何とか横ばいの範囲で読み込んできたところではあるが、もう少し上がってくると、株価と同様、長期金利についても上昇というような表現をすることになってくるかと思う。ここは明日の相場をみたくうえで、判断させて頂きたいと思う。

木内委員

数値で目途を作っている訳ではないのか。

神山企画局政策企画課長

非常に大まかな目安としては、0.1%上がった時に、長期金利については上昇としている。

木内委員

0.1%は上がらないだろう。

神山企画局政策企画課長

前回は0.725なので、0.825にまで上がった場合には…。

木内委員

そこまでは上がらないと変えないのか。

神山企画局政策企画課長

そこは大まかな目安ということである。

石田委員

昔だったら、0.1など大したことはなかったが、今は違う。

白川議長

他にないか。

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

(16時32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「米ドル資

金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する執行部説明と採決、二番目に「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する執行部説明と採決、三番目に金融経済情勢に関する討議、四番目に当面の金融政策運営に関する討議、五番目に政府出席者からのご発言、六番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、七番目に11月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認である。最後は2013年1～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。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、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中のご発言は、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する。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する執行部説明と採決(資料-8)

白川議長

それでは、最初の議題「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件について、討議をしたいと思う。なお、本件については、12月13日に米国連邦準備制度など五つの中央銀行が為替スワップ取極の期限延長を決定・公表した際に、日本銀行としても、本日の決定会合にて同様の検討を行うことを既に公表している。

まず、資料-8の「5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および外貨資金供給オペレーションの期限延長」に沿って、執行部から説明をしてもらった後、質疑応答を経て、本件の採決を行いたいと思う。

梅森企画局審議役

資料-8の1頁をご覧頂きたい。現在、本行は5中央銀行との間で、各国通貨と円の調達・供給の為替スワップを締結し、スワップで調達した外

貨の供給オペを行う態勢を整えている。本件は、これらの措置を、2014年、平成26年2月まで1年間延長しようとするものである。

最初の横棒は、ただ今白川議長からご発言のあったとおりである。二番目の横棒だが、現在、わが国金融機関の外貨繰り支援に懸念がある訳ではなく、最近の米ドルの供給オペの状況をも、応札がないか、あるいはあっても極く少額の演習的な利用にとどまっている。しかし、市場参加者からは、本オペのバックストップ機能が高く評価されているところであり、中央銀行間の協調の観点のほか、金融調節の円滑化や金融市場の機能と安定性維持を確保する観点から、本行も為替スワップ等の期限を1年延長することが適当と考えられる。

必要な基本要領等の改正について、4頁以降の付議文をご覧頂きたい。一つの通貨ごとに、4本の規程がある。米ドルを例にとると、記書き以下の1. がオペの基本要領、2. がオペ先選定の基本要領、3. が米ドル調達のスワップ取極要綱、4. が円供給のスワップ取極要綱である。それらが、米ドル以降、カナダドル、英ポンド、それから13. 以下はユーロ、17. 以下はスイスフラン、5通貨分で4×5の合計20の規程改正が必要となる。読み上げは省略させて頂くが、改正内容は全て、期限を平成26年2月1日まで1年延長しようとするものである。説明は以上である。

白川議長

ご質問、ご意見ないか。それでは本件に関する採決をお願いする。

[「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

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

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、速やかに適宜の方法により執行部から対外公表することとする。

IV. 「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する執行部説明と採決(資料-9)

白川議長

それでは、次の議題の「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する件について、執行部から報告を受けたいと思う。10 月末の会合では、金融機関の一段と積極的な行動と、企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、金融機関の貸出増加額に応じて低利・長期の資金を供給する新たな資金供給の枠組みを設けることが必要と判断し、そのための骨子を取りまとめた。そのうえで議長から執行部に対し、この資金供給の枠組みについて具体的な検討を行い、改めて決定会合において報告するよう求めた。ここで執行部から、その後の検討状況について説明をお願いする。まず、資料-9 の「貸出増加支援資金供給の導入および貸出支援基金の創設」に沿って、執行部から説明をしてもらった後、質疑応答を経て、本件

の採決を行いたいと思う。

梅森企画局審議役

それでは、1頁をご覧頂きたい。貸出増加支援資金供給の具体的な取扱いにつき、金融機関、あるいは協会へのヒアリング結果も踏まえ検討を行ってきたところであるが、今般、成案を得たので、ご審議のうえ、宜しければご決定頂きたいと思う。

2. の検討に当たっての基本的な考え方だが、特に二点に留意した。(1) は対象先にとって使い勝手の良いものとする。この点金融機関からは、貸出増加額の算定等の実務負担を極力軽くして欲しいとの声が極めて強く、この点については本措置が積極的に利用されるかどうかにも関わる論点だけに、特に配慮が必要と考えられる。(2) は資金供給の根拠となる貸出増加額の算定を適切に行うこと。適切な算定の観点からは、貸出増減の季節性の緩和や、外貨建貸出の円換算時の為替変動の影響を排除するための工夫が必要と考えられる。

それでは、3. 以下で項目ごとの案についてご説明する。(1) 貸出増加額の確認である。骨子素案での扱いは、基準時点からのネット貸出増加額について、金融機関の希望額全額を資金供給するというものであった。論点の最初のイ、貸出増加額を確認する計数のベースについては、一つの四半期に属する3か月の各月末残の平均額、例えば、1～3月期であれば、1月末残、2月末残及び3月末残の平均額とすることが考えられる。横棒のところだが、貸出増加額の適切な算定という観点からは、貸出増減の季節性を緩和するために、例えば平残ベースとすることも考えられた。しかし、多くの金融機関から、政府向けあるいは金融機関向け貸出を控除した貸出平残を作成することは、対応コストが極めて重いとの声が寄せられている。季節性の影響を緩和しつつ、金融機関にとっての使い勝手の良さも確保する観点からは、上記のような扱いが適切と考えられる。

2頁に移って頂きたい。論点の二番目は、ロ、貸出増加額の算定に際して基準とする時点である。これについては、本資金供給を年明け以降可及的速

やかに実施する観点から、本年 10～12 月の各月末残高の平均額とすることが考えられる。ハ、外貨建て貸出の扱いについては、為替相場の変動の影響を排除するため、各回の資金供給の都度、毎回共通の為替レート、具体的には 2012 年 12 月の為替レートで円換算する運用が考えられる。

その次に (2) 貸出増加額の確認及び資金供給のスケジュールである。骨子素案での扱いは、開始後 1 年程度の間、適宜の頻度で実施するというものであった。これについては、そこに掲げた表のとおりである。15 か月に亘り、四半期に一度、5 回実施する運用が考えられる。横棒のところだが、実施ペースは四半期毎が自然という声が金融機関からも多い。二番目の横棒だが、本行の貸出増加支援スタンスを明確化する観点から、季節的に資金需要が高まる 3 月期末を 2 回含める実施期間とすることが適切と考えられる。なお、こうした場合、ともに貸出支援基金を構成する成長支援の資金供給と受付期間が揃うことになる。そこには記載していないが、本措置のボリューム感であるが、上記のように 3 月期末を 2 回含む運用とすると、金融機関が資金供給を受けられる額は、過去の計数をそのまま当てはめれば、10 月末の骨子素案の決定時に参考とした 15 兆円を上回るということになる。

3 頁をご覧頂きたい。(3) 支援対象とする貸出の範囲である。骨子素案での扱いは、対象与信は、金融機関向けを除く対民間貸出で、円貨建て・外貨建てを含むとしている。イ、支援対象とする貸出であるが、本措置の趣旨、すなわち実体経済全体としてプラスの実績が拡大するように貸出の増加をサポートしていくという趣旨に鑑みれば、国内外の政府向け、地方自治体向け、金融機関向けを除き、幅広い貸出を対象とすることが適切と考えられる。最初の横棒のところだが、企業・家計向けであれば、貸出の債務者、実行店舗の国内外や、表示通貨を問わない。別の言い方をすれば、ファンド向けやノンバンク向けを含め、幅広い民間貸出を支援対象とすることでよいかと思う。二番目の横棒だが、控除する金融機関向けについては、本資金供給の実体経済のサポートという趣旨を踏まえ、具体的には、(a) 証券会社等を含む広義の民間金融機関、(b) 例えば政投銀や J B I C な

どの公的金融機関、(c)預金保険機構等のセーフティネット関連、これらへの貸出を控除する運用が考えられる。海外に所在の法人についても、(a)から(c)に相当するものを控除する運用が適切と考えている。ロ、貸出増加額の算定範囲に関するオプションである。地域金融機関の一部からは、海外展開を行っていない、あるいは行っても規模が極めて小さいという点を踏まえ、算定の範囲を、円貨建ての貸出増加額、あるいは国内店の貸出増加額に限定した取扱いも可能として欲しいという意見が聞かれた。使い勝手の向上という観点から、原則は、全通貨・全店ベースとしつつ、こうしたオプションを用意する運用が考えられる。ただしこの場合でも、本措置の途中で、算定ベースを変えるということは、当然認めない運用とすることが適切と考えられる。

4頁をご覧頂きたい。(4)貸付期間である。骨子素案での扱いは、取引先の希望に応じて、1年、2年または3年として、最長4年までロールオーバー可能とするというものであった。より使い勝手の良いものとする観点から、各対象先は、各資金供給の都度、複数の年限を1年、2年、3年のうちから選択可能とする運用が考えられる。横棒だが、また、対象先が利用しやすいよう、貸付期間中に、貸出残高が減少したことをもって、期日前返済を求めない運用とすることが考えられる。

(5)は対象先である。骨子素案での扱いは、資金供給の方式は共通担保貸付方式、対象先は預金取扱金融機関とする、であった。対象先については、外国銀行の在日支店を含む預金取扱金融機関である共通担保オペ先及び日本政策投資銀行のうち、希望する先とすることが適切と考えられる。資金供給方式が共担貸付であることを踏まえれば、成長支援資金供給と同様、共通担保オペ先であることを要件とすることが適切と考えられる。また、日本政策投資銀行については、預金取扱金融機関である共通担保オペ先ではないが、同行は完全民営化が予定されており、貸出に関する一定のノウハウを蓄積しているので、成長支援資金供給と同様、本措置の対象先とし得る扱いが適切と考えられる。

5頁をご覧頂きたい。このような貸出増加支援供給の導入及び同資金供

給と成長支援資金供給から構成される貸出支援基金の創設を実施するためには、以下に掲げるような基本要領等の制定または一部改正が必要となる。まず(1)は制定する規程であるが、イ、は本措置の基本要領と対象先選定の基本要領である。ロ、は本措置と成長支援資金供給を束ねて作る貸出支援基金の運営基本要領である。(2)は一部改正する規程で、(1)を受けた技術的改正である。

それでは、規程の制定あるいは改正の具体的内容につき、付議文をご説明させて頂く。7頁をご覧頂きたい。件名は、「「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する件」、案件は、「金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から、下記の諸措置を講ずること」である。記以下、11本の規程の制定、改正が並んでいる。

それぞれの規程案に沿って、ポイントをご説明申し上げる。9頁をご覧頂きたい。別紙1.は「貸出支援基金運営基本要領」の制定案である。1.趣旨は、本基金を本行バランスシート上に創設する旨を定めている。2.運営方法は、(1)で本基金が成長支援資金供給と貸出増加支援供給で構成される旨を定め、(2)では、このうちの成長支援供給につき規定している。3.貸出残高の上限の(1)のところでは、従来、成長支援資金供給の基本要領と三つの特則において定めていた上限をここに移して定めている。(2)では、貸出増加支援資金供給が無制限である旨を定めている。4.貸付条件については、別途、各資金供給の基本要領で定める旨の規定である。附則であるが、本要領の有効期限としては、最後の新規資金供給時点である平成26年、2014年6月に、最長である4年の資金供給を受けた場合の満期時点をカバーする期限である、平成30年6月末としている。

11頁の別紙2.は「貸出支援基金の運営として行う貸出増加を支援するための資金供給基本要領」案であるが、これは先程項目ごとにご説明した内容を規程に書き下ろしたものであるので、読み上げは省略するが、一点補足させて頂く。貸付利率の規定振りであって、12頁の6.(1)で、貸付利率は誘導目標金利を適用する旨を定めている。しかし、現在の誘導目標金利は0~0.1%と幅があり、利率が一義的に決まらないので、後程ご説明

する別途の特則をもって貸付利率を0.1%と定めることとしたいと考えている。これは、成長支援資金供給の貸付金利と同様の定め方である。

14 頁の別紙 3. は、貸出支援資金供給の対象先選定の基本要領である。2. のところで共担オペ先である預金取扱金融機関と政投銀の中から対象先を選定する等を規定しているほかは、他のオペの選定要領と同様の規定振りであって、読み上げは省略させて頂く。

次に 16 頁をご覧頂きたい。16 頁の別紙 4. 以下は、これまでの規程の創設を受けた技術的改正である。別紙 4. は、成長支援資金供給が貸出支援基金の運営として行う位置付けであることを定める改正と、貸出上限の規定を運営基本要領に移管したことによる規程である。

以下、17 頁の別紙 5. 「成長基盤強化を支援するための資金供給における貸付対象先選定基本要領」中一部改正案、別紙 6. 「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則」——いわゆる ABL 特則である——の改正案、それから別紙 7. は同様に小口特則の改正案、別紙 8. は米ドル特則における改正案であり、これらは全て、貸出支援基金の運営として行うものであることを規定する改正、及び貸付上限規定を運営の基本要領に移管する改正、あるいはその両方に伴う改正である。

それから 24 頁別紙 9. をご覧頂きたい。「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の特則に関する件であって、先程申し述べたように、誘導目標金利を貸付利率としている規程について、誘導金利が幅を持っている現状のもとで、適用金利を一義的に0.1%と定めている特則であって、その対象に、貸出増加支援資金供給の貸付利率を追加しようとするものである。

25 頁の別紙 10. は、業務方法書の改正案である。これまで成長支援の資金供給は、業務の形態としては、既に業務方法書に記載のあった有担保貸付であったため特段の記載はなかった。しかし、今般、貸出支援基金を創設するに当たっては、当該基金及びその運用として行う成長支援資金供給と貸出増加支援資金供給の三つを業務方法書に記載することが適当と考えられる。そこで、27 頁だが、貸出支援基金に関する新しい第 14 章を

設け、新しい 55～57 条で、それぞれ同基金、成長支援資金供給、貸出増加支援資金供給の業務の概要を記述する改正を行うことが適当と考えられる。業務方法書のその他の改正は、これに伴う条文繰り下げ等のための技術的改正である。

それから 31 頁をご覧頂きたい。別紙 11. は、組織規程の一部改正案である。本措置関連の事務が金融市場局の事務であることを明確化するための改正であって、貸出一般にかかる貸出先選定や貸付の具体的事項の決定は、金融機構局の事務となっているが、本措置については、これまでであった成長支援資金供給、あるいは公開市場操作貸付と同様、金融政策関連であるので、金融機構局の所掌から外すことが適当である。また、外すことによって、改正対象ではないのでそこには書いていないが組織規程の 18 条というものがあって、ここに金融市場局の事務として、他の所属に属さない金融調節関連事務は金融市場局の所掌である旨のキャッチオール条項があるので、反射的に、本措置の関連事務が金融市場局の事務であることが明確化されるという規程の作りとなっている。

それでは、5 頁にお戻り頂いて、今後の取り運び案である。本件をご決定頂いた場合には、適宜の方法で対外公表するとともに、初回の貸出増加支援資金供給を、来年 6 月頃に実行できるよう、実務的な準備を進めたいと思う。併せて、公表資料である営業毎旬報告への貸付支援基金の掲載方法など、所要のディスクロージャー面の準備も進めていきたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問、ご意見を願います。

山口副総裁

このスキームを決めるに当たって金融機関と色々な議論をしてきたと思うが、そのプロセスで、このスキームが低金利競争を徒に促すものだというような批判や意見はどの程度あったのか、その辺りを教えて頂きたい。

もう一点は、一昨年のもれをスタートにして今年の3月末まで15か月間このスキームを実施したとすると、実際の日本銀行からの資金供給はどの程度になったか、教えて頂きたい。

梅森企画局審議役

貸出競争を煽るのではないかという声は、一部の特に小規模の地域金融機関から寄せられている。ただそれについては、私共としては、金利が競争的に低下すること自体は借り入れる方からは望ましいことであるが、ただそれが各金融機関が算定した信用コストを下回る、要すればコスト込みの採算割れとなるようなことがあるといけないので、そういうことがないようにして、そのうえで大いに貸出を開拓して頂きたいという説明をしており、概ね理解は得られていると思う。ただ、このスキームを利用して上位業態が攻めてくるのではないかという懸念は、地域金融機関の方に多少残っていることは事実である。

次に、このやり方でやるとどの程度の資金供給となったかということだが、今のやり方で2010年10～12月期の月末平均から2012年1～3月の各月の月末平均という間を取ると、17兆円の増加である。先程15兆円を上回ると言ったのは、この数字を頭に入れてである。内訳は、国内銀行が16.3兆円、取引先信金が0.7兆円である。これは、日計表の貸出金から金融機関貸付金の国内店を除いたベースであって、10月末に議論の前提となったベースと同じである。

森本委員

執行部から提案された運営基本要領案については、10月に決定した趣旨や、その後金融機関等のヒアリングを経てそのニーズを十分踏まえて策定されたものになっていると思う。具体的には、実施期間が資金需要の強い3月末を2回含む15か月間となっているとか、金融機関の業務計画の策定等も勘案して四半期ごとに貸出増加額を確認して資金供給することになっている点、あるいは貸出増加額の算定に当たって季節性や一時的な

増加額といった影響を緩和するという点とともに、金融機関の事務量削減も勘案して四半期の各月残高の平均値を取るという措置になっている点についても、執行部案に違和感はなく、私自身はこの執行部案に賛成したいと思う。積極的に活用されるよう期待しており、やっていく中で使い勝手が悪い等の話があった時は、また議論をしたうえで、柔軟な対応をしていくことが必要ではないかと思っている。以上である。

白井委員

最近、貸出が増えている。一方で預金も増えており、預貸率は特に上昇していない気がする。その場合に、預金——これはほとんど長期的な資金になっている——が増えている中で、ほぼ同額かは分からないがそれに近い貸出が増えていたと思う。仮に日銀から借りることになった場合、その結果として、追加の貸出が増えれば勿論大歓迎なのだが、そうではない場合はどうなるのか。例えば国債などに流れるのか。その辺はどうみているか。

梅森企画局審議役

この制度の趣旨は、貸出を伸ばした人に対して、その伸ばした分の資金を低利で供給するというもので、その先の利用まで縛っている訳ではない。その先に金融機関がどういう運用をするかということは、その金融機関のALMの中で決まっていくと思う。ただ、こういうことで貸出の増加に弾みが付けば、また新たな貸出に回るということもあり得るので、私共としてはそういう良い循環になっていけばと思っている。

宮尾委員

今回の制度を実施すると、既存の固定金利オペや成長基盤強化支援のオペ等に影響が及ぶということがあり得るかと思うのだが、その辺の見通しについてはどのようにお考えか。

梅森企画局審議役

同じく0.1%の長期の供給なので、金融機関のALMの中でこれまでの固定金利オペに何がしかの影響があるかとは思いますが、ただ、さらに長期の2年物、3年物があるので、ダイレクトに肩代わる可能性はないのではないかと予想している。いずれにしても、この点は実施してみないと読みがたいところがあると思っている。

門間理事

今の白井委員と宮尾委員のご意見は、バランスシート全体がどうなるのかという非常に大きな話だと思う。貸出が十分に増えなかった時はわれわれは元々供給できないので、その場合はあまり変わらない訳だが、貸出が増加してわれわれがその分資金を供給していくということになった場合に、他の資産や負債にどういう影響があるのかというご質問だと思う。そこについては、梅森企画局審議役からも申し上げたが、基本的にはそれぞれの金融機関が様々なALMの観点から決めていくことであるので、一義的にこうなるという青写真をあらかじめ明確に描くことはできないと思う。その間に、場合によっては国債から貸出へのシフトが起きる可能性もあるし、逆に宮尾委員がおっしゃったように、非常に潤沢な資金が出ていくので、その結果預金も集まってくるという状況が変わらないとすると、結果的に資金が余って他の資金調達が抑制されるということもあり得る。その辺は、今後のあり方をみながらよく考えていきたい。森本委員から、途中で問題があれば柔軟に対応していくというご意見があったこととも関連するが、状況をみながら柔軟に考えていきたい。

木内委員

今の話と関連するが、自然体で貸出を増やしている金融機関がこのスキームを利用するよりは、このスキームを利用するために新たに貸出を増やすところを一番期待しているところだと思う。これについては、実際の位増えたかを数字で示すのは難しいとは思いますが、ヒアリングなどで色々

と感触が分かるのではないかと思うので、どこかで是非その感触を教えてください。機会をお願いしたい。

門間理事

「成長基盤強化を支援するための資金供給」も、昨日3か月に1回ということでご報告申し上げているが、この件についても当然のことながら定期的にないしは特段の問題が生じればその都度ご報告したいと考えている。

白川議長

10月に素案を発表した後、色々な場でこの制度について要望を受けることが、多分皆さんもあったと思うし私自身もあった。そのうちの一つは、ファンドへの融資はどうなるのかというもので、今回これは対象になるということだと思う。皆がヒアリングをしていて、われわれの制度の趣旨に照らした時に、例えば今のファンドについて、それは単に要件を明らかにして欲しいという意味なのか、あるいはファンドをかなり意識して増やしていくことがあり得るのか、その辺はどういう感じか。

梅森企画局審議役

ファンドについては、ご承知のとおり色々な種類のものがある。ただ、われわれが聴取した範囲では、金融機関のファンド向けの資金供給はその先の貸出に回っているケースが多かった。よくあるのは地域の企業を応援するためのファンド、多少経営不芳になった企業を再生するためのファンド、あるいは震災復興へのファンドなど種々のファンドがあり、全部あるいは何がしかの資金が貸出で出ているケースが多かったので、これを取り込むことが適当と考えられた。もう一つ、実務面から言うと、ファンドの個別の性格に着目して、「このファンドは良い、あのファンドは駄目」とすると、非常に実務負担が重く、金融機関によってはそれこそ稟議書までみなければ分からないケースもあり得る。金融機関からは、そうしたファ

ンド向けの融資の実態を念頭に置きながら、「ファンドのほとんどは経済の何がしかの活性化、再生に向けて使っているものなので、是非これは入れて欲しいし、できれば細かな要件設定はしないで欲しい」という要望が強かった。

白川議長

他にご意見、ご質問はないか。ないようであれば採決に入る。

[「貸出支援基金運営基本要領」の制定等に関する議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川議長

山口副総裁

西村副総裁

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

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、速やかに適宜の方法

により執行部から対外公表することとする。

V. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番だが、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、西村副総裁の順番である。それでは石田委員からお願いします。

石田委員

まずわが国についてだが、景気は弱含みの状態が続いている。12月短観では、海外経済の減速やエコカー補助金の終了の影響を受けやすい製造業の業況感が大幅に悪化したほか、非製造業の一部にも製造業不振の影響が及んでいる姿がみえている。注目していた設備投資計画については、想定外に底堅いものとなったが、先行指標である機械受注、資本財総供給は鈍化傾向にあり、年度末にかけて下方改訂の可能性も強く、わが国経済は足許厳しい状況にあると思う。

一方、海外の状況だが、全体としては減速した状態が続いているものの、一部には持ち直しに繋がる動きもみられている。年末でもあり少々長めの観点からみていくと、米国経済については、企業部門は慎重姿勢を崩していないものの、個人消費や住宅投資が底堅く推移するも、全体としては緩やかな回復を続けている。当面の最大のワイルドカードはフィスカルクリフである。いずれ収束するにしても、ある程度の財政面からの下押しは不可避だと思う。しかしこれを乗り越えれば、その後国内的にはリスク要因はあまり考えられず、海外からの余程のショックがない限り、投資・雇用・消費のサイクルが回り出すものと考え。特にシェールガスのインパクト、住宅ローンの借換えによる所得効果、住宅価格上昇による資産効果等が、2～3年のタームで見ると、大きな経済の加速要因になっていくと思っている。

中国経済については、既往の金融・財政両面の景気刺激策もあって、製造業PMIが——これは政府・民間ともに——50を超す水準に改善したほか、固定資産投資や小売売上などの内需関連指標が伸びを高めるなど、持ち直しに転じる足場は固まってきたと思う。中国については種々インバランスが取り沙汰されているが、特殊な政治・経済体制の国なので少なくとも足許2~3年は大きな変動は起きず、8%プラス程度の成長を示すのではないか。また、NIEs・ASEANの経済については、輸出・生産は弱めの動きが続いており、総じてみれば持ち直しの動きが緩やかになっている。しかしながら、米国、中国が今述べたような道程を辿るのであれば、これらの国々の成長もそれなりに確保されるものとみている。

一方、ユーロ圏については、周縁国の緊縮財政が実体経済に負の影響を与え、これが中核国にも波及しつつあり、緩やかな後退局面が続いている。先行きも、周縁国を中心に緊縮的な財政運営が続くもとで、自律的な持ち直しは当面期待しがたい状況だと思う。しかしながら、欧州の金融機関の問題は、ECB及び各国の施策による金融市場の落ち着きを背景に流動性問題が改善されており、資金調達面の圧力は低下してきた。事態はワンノッチ改善しつつあると思う。イタリア政局等で大きな混乱要因が出てこなければ、当面悪いなりに落ち着くものとみている。

わが国経済の先行きについては、少し中期的にみれば、今申し上げたように海外経済が伸びるに従い回復へ向っていくと考えている。しかし問題は、海外経済が回復に向かう前に現状の輸出・生産の減速が消費に悪影響を与えないかということ、また海外経済が回復に向かっても、これまで所与とされていた海外経済の成長が日本の輸出の拡大に繋がるという関係が今後も保証されるのかということである。わが国の代表的輸出産業の国際競争力が低下していないのか不安があるところである。現在は、減速してきた経済が失速しないか微妙な段階であるとみている。この点については昨今の為替相場の動きは、足許での景況感を支えると同時に輸出の価格競争力を補完するものであり、極めて好ましいと思う。円についてはこれまでかなりオーバーシュートしてきており、米国長期金利上昇の可能性も

大きいことから、今後は中期的にさらに相場正常化に向かうべきものと考えている。今後、円相場正常化の過程が阻害されることがないか注意していきたいと思う。

物価動向については、足許の消費者物価は前年比ゼロ%近傍の動きとなっているが、円安の進行は物価正常化へのモメンタムを形成していく可能性がある。円については、今のところ思惑先行で売られている面も否定できない。3月も84円台で息切れしていることから、微妙な局面に入ってきている。今後、息の長い相場正常化のトレンドを形成していくことを期待するものである。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

まず海外経済について、減速した状態が続いているという執行部の現状判断に違和感はない。先行きについて、下振れリスクに注視していく必要があるという点にも同意する。総じて、欧州ではコア国の内需の落ち込みという新たなマイナス材料がある一方、個人消費中心に底堅い米国や中国の持ち直しというプラス材料も出ているが、先行きについては、米国の財政の崖の問題から世界経済は引き続き不確実性の高い状態にあると認識している。

個別にみると、まず欧州では、コア国の生産・受注の下振れ傾向が明確で、製造業PMIも一進一退であり、ソフトデータ・ハードデータともに持ち直しの動きは窺えない。加えて足許ではコア国の個人消費関連指標の弱さも目立っている。市場は足許落ち着いているが、先行きはイタリアの政治情勢等、何らかのショックから不安定化し、負の相乗作用が強まりやすい状況に変わりはないと思われる。

一方、米国経済は製造業部門に相変わらず弱さが見受けられるが、自動車販売や住宅投資など家計部門の支出活動に牽引され、全体として緩やか

な回復を続けている。目先のリスクである財政の崖を控え、企業部門の弱さに対して家計部門の頑健さはこれまでパズルであったが、12月のミシガン指数は大幅に低下し、崖に対する危機意識が家計部門にも漸く浸透してきた可能性が示唆される。予見可能な危機に対して、政府・議会は土壇場で対処しソフトランディングが図られるというのが引き続きメインシナリオだが、給与税減税の継続は恐らく時間的にもはや不可能であって、1月の給与明細をみて家計が突如として財布の紐を締める可能性も相応にあると思われる。一方、崖からのソフトランディングの期待が高まれば、企業部門でペントアップ需要が強まるという上振れシナリオも想定できるかと思う。

中国経済は、このところ下げ止まりを窺わせるデータが散見されるが、成長のドライバーである輸出の改善ペースが鈍いほか、在庫調整が進捗しつつある中でも鋼材などの市況が全体として低迷していることを踏まえると、生産活動の先行きについてはなお慎重にみておくべきであると思う。固定資産投資も景気刺激策によるインフラ投資の増加が窺えるが、来年の経済政策運営方針を決める中央経済工作会議では、具体的な2013年の成長目標は示されず、従来の抑制的な政策スタンスが変更されたのかどうか明確ではない。輸出主導の成長が見込みにくい中、中国経済の成長は内需、とりわけ投資に頼らざるを得ない訳だが、その拡大ペースは新政権の政策スタンスに大きく依存しており、不確実性が大きいと思う。

これまで申し上げたような外部環境のもと、国内経済については現状弱含み、先行きも当面弱めとの執行部判断で良いと考える。7～9月期の急激な景気の下降局面を経て、足許10～12月期は、景気のベクトルは依然下向きながら下げの角度はやや緩やかになってきたと思う。その一方で、7～9月期までの輸出・生産の減少が非製造業、ひいては内需全般に影響し始めている可能性があり、10月の鉱工業生産は予想外に持ち直したものの、景気の先行きは楽観できる状況ではないと思う。内閣府の景気動向指数の一致指数は、10月まで7か月連続の低下となり、基調判断も悪化に引き下げられ、事後的に景気後退と認定される可能性はさらに高まった。

問題は、景気後退が年内に終わり過去最短タイの9か月程度のミニ後退局面で済むか、あるいは後退局面がもう少し長引くとみるかどうかである。その点、足許の製造業の動向から、1～3月期以降に景気は持ち直しに転じるとの楽観的な見方が市場では若干増えてきたように見受けられるが、海外経済の動向も併せると、現時点では引き続き慎重にみておくべきと考える。

製造業の現状をやや詳しくみると、10月の鉱工業生産はスマホ関連の需要増から電子部品・デバイスを中心に4か月振りの増産となり、12月の生産予測調査では大幅な増産が予測されている。その結果、経済産業省の予測調査どおりとすると、10～12月期は3四半期振りに前期比増産に転じ、1～3月期に向けて高めのゲタを履くことになる。もっとも、スマホ関連の需要はニューモデルの発売に向けた一時的なものである可能性が高いこと、また12月の高めの生産予測指数については、企業が過去の計画未達分を年末12月の計画に単純に上乗せしている可能性があること、さらには季節調整が効きすぎている可能性もありその実現可能性については慎重にみておく必要があるように思われる。実際、調査統計局のミクロヒアリングによる生産予測では、これまでと同様、10～12月期の生産計画は前期比で比較的はっきりとしたマイナスであるし、来年1～3月期についても季節調整のかけ方次第ではあるが、リーマン・ショックによる異常値処理を勘案したベースでは、引き続き減産となっている。来年の自動車のニューモデルの投入、日中関係による落ち込みからの戻り、電子部品・デバイス工業における在庫調整の進展といった明るい材料は確かに一部にみられるものの、その他一般機械類は依然として減産圧力が残っており、製造業の基調は引き続き弱めと認識している。

製造業の減産の長期化を受け、雇用・所得環境への影響も一部に顕在化してきている。10月の有効求人倍率は2か月連続の低下となり、先行指数の新規求人倍率も製造業の弱さを筆頭に引き続き弱めである。また製造業における所定外賃金の減少を主因に、現金給与総額も引き続き低調な動きとなっている。冬季賞与についても、民間サーベイでは軒並み前年から

減少すると予想されている。こうした雇用・所得環境のわりに個人消費が底堅い点は心強い。もっとも、これはエコカー補助金の反動減が出尽くす中でのいわば反動減の反動といったような側面があり、緩やかに悪化する雇用・所得環境に応じて慎重化する家計マインドを勘案すると、もとより先行きについて手放しで楽観できる状況ではないと思う。

最後に物価について、足許の消費者物価コアはゼロ近傍で推移しており、今のところ10月展望レポートの見通しに沿う形となっている。もっとも、先行きは7～9月期GDPの想定以上の悪化により拡大した需給ギャップの影響が、タイムラグを伴って現れてくると見込まれる。需給ギャップと並び物価の先行きを考えるうえで重要な雇用者所得も低迷し続けていることを勘案すると、消費者物価コアの先行きのパスについては、引き続き本行の中心的な見通し対比で慎重にみている。以上である。

白川議長

それでは木内委員お願いします。

木内委員

足許の海外の動きをみると、日本の輸出環境に大きな影響を与える米国、中国の経済には引き続き安定化、持ち直しの傾向がみられるが、上向きの力はなお弱い状況である。さらに両国ともに輸入の低迷が続いており、貿易を通じて世界経済を強く牽引していくといった姿はまだみられていない。

まず、中国経済についてだが、数か月程前に持ち直し傾向がみられ始めた時点では、景気刺激策の効果の発現によってV字型に近い回復パターンも十分あり得ると個人的には考えていたが、その後の持ち直しペースは実際はかなり緩慢であって、従来の回復局面とはやや異質なものを感じる。また、新たな政権のもとで景気刺激策が強化されるという期待が当初はあったが、現状では従来どおり慎重な姿勢が維持されているようにみられる。

次に米国だが、金利低下の恩恵を最も受けやすい住宅と自動車は、水準は低いながらも回復傾向が明確である。しかし足許でやや懸念されるのは、自動車以外の個人消費がむしろ弱含む兆候を示し始めているということである。振れの大きい自動車を除く小売売上高は、10月、11月ともに前月比横ばいと、それ以前と比べると減速している。10月の数字の弱さは一部ハリケーンの影響によるところもあると考えられるが、その反動から上振れが期待されていた11月の小売売上高が事前予想をやや下回った背景には、財政の崖に対する懸念が個人の間でも漸く高まってきたということがあると考えられる。これを裏付けるように、12月のミシガン大学消費者信頼感指数は、驚くほどの急落をみせた。他方で、今後財政の崖が回避されれば、落ち込んだ消費者心理が一気に持ち直し消費が加速するという見方も聞かれるが、これは楽観的過ぎると思う。まず、財政の崖は回避されてもある程度の財政緊縮が避けられないということを個人が認識したということが、足許での消費者心理の悪化の背景にあるとも考えられる。さらに現時点で、財政の崖の回避に向けた与野党間の意見の隔たりが依然大きいということを踏まえると、当面減税措置の短期間延長など問題先送り型の解決が部分的になされる可能性は高いと思う。その場合には、個人の懸念は継続することになると思う。一方、高い失業率が継続する中、個人の先行きの所得期待は低迷したままで、これが消費全般の制約要因になり続けると思う。さらに、足許での設備投資の落ち込みは、財政の崖への懸念だけでなく、輸出減速の影響を強く受けていると思う。こういった各点を踏まえると、財政の崖の回避とともに春先以降米国経済が強く回復し世界経済を牽引するという一部の見方は、楽観的過ぎると思っている。

次に国内経済についてだが、加速的に悪化していく状況ではなくなったと見受けられる。これは、エコカー補助制度終了に伴う自動車販売・生産の大幅減少傾向が一巡してきたこと、日中関係の変化に伴う経済への悪影響が比較的早期に緩和し始めたこと、新型スマートフォンの効果などによるところが大きいと思う。経済指標では、10月の鉱工業生産が予想外の増加となり、さらに年末にかけて生産が強含むという予測調査結果となっ

たという点が注目されている。ただこれは統計の歪みなどによる面も考えられる。また短観など他の統計からは、年末にかけて景気が急回復を遂げるような兆候はみられない。他方、景気の先行きの鍵を握る設備投資については、短観も含め、今年度計画に関するサーベイ結果については区々の結果となっているが、一方で7～9月期法人企業統計の設備投資、資本財生産・出荷、機械受注統計など実際の投資活動を示す数値からは、製造業を中心に投資の調整ペースがむしろ強まっている可能性も感じられるところである。ひとたび設備投資の調整が本格化すると、輸出環境が大きく好転しない限り、早期の景気回復は難しいように思う。しかし日本にとって最も重要な輸出相手先である中国、米国では、既に指摘したように輸入拡大の動きは明確にみられていない。一方、国内の貿易統計でみると、輸出の下落基調が11月までなお続いているということである。さらに国内PMIの11月輸出受注指数といった先行指数をみても、今のところは輸出の悪化傾向に変調はみられていない。10～12月期の実質GDP成長率、鉱工業生産増加率は、7～9月期と比べてやや幅は縮小しつつもなおマイナスを続ける可能性が高く、景気は後退局面を辿るというように思う。来年1～3月期も米国経済の足踏みが続くことや、公共投資の鈍化が見込まれることなどから、低成長を脱するのは難しいように思う。1月に仮に大規模な補正予算が編成されるとすると、4～6月期の成長率は上振れるだろうが、輸出環境が明確に好転し、さらに雇用・所得の改善を伴う本格的な前向きな回復軌道に乗っていくというのは、来年の後半にずれ込むのではないかと現時点では考えている。この点から、10月の展望レポートで示された経済見通しについては、景気回復の時期が後ずれするリスクが高まっているように感じている。

最後に物価動向についてだが、10月の全国消費者物価指数（除く生鮮食品）は事前予想をやや上回り、前年比ゼロ%と6か月振りにマイナスを脱した。しかしこれは振れの大きいエネルギー価格上昇によるところも大きく、食料とエネルギーを除く基調的な指数でみると、前年比-0.5%と依然大幅マイナス基調である。潜在成長率を下回る成長ペースが今年4～

6月期以降続いており、物価の基調に影響を与える需給ギャップは拡大傾向を辿っている。需給ギャップの変化が物価の基調に影響を与えるまでに約半年程度の時間を要すると仮定すると、今年の夏から秋にかけて国内経済が急速に下振れたことの物価への影響は、まさにこれから来年の春頃にかけて本格的に現れてくるということになる。サービスを中心に物価動向に大きな影響を与える賃金に下げ止まりの兆しが全くみえないことや、年末にかけてスーパーなど小売店での値下げ競争が一段と強まっている状況などを勘案すると、10月の展望レポートでの当面の物価見通しについては、下方リスクが高まっているように思う。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

まず、海外情勢だが、欧州債務問題についてみると、ギリシャ支援の合意やE S M稼働、銀行同盟の議論の進展などを背景に、国際金融資本市場の緊張は和らいでいるが、枠組みや実施面には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した状態が続いている。欧州実体経済についてみると、企業や家計のマインドは低水準にとどまるなど、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、緩やかな後退が続いている。今月公表されたE C Bスタッフ見通しでも、2012年に続き、2013年も成長率をマイナスに修正している。今後も緊縮的な財政運営が続くことを踏まえると、欧州経済は、当面、緩やかな後退が続くと考えられる。

次に米国経済だが、基調としては家計部門を中心に緩やかな回復が続いている。米国経済の当面の最大の課題となっている財政の崖については、現在、協議が大詰めを迎え財政の坂になることが期待されているが、いずれにしてもこれを乗り越えて家計部門が底堅さを維持することができる

かどうか、注視が必要である。足許、家計部門では雇用情勢が緩やかな改善傾向を示すもと、自動車販売や小売売上高など個人消費が底堅く推移し、住宅関係も持ち直しの動きが続いているが、このところ財政の崖の影響が改めて意識されつつあり、直近時点のミシガン大学の消費者コンフィデンスで低下がみられるなど、家計のマインドに変調が窺われる点が気掛かりである。この間、企業部門では、企業マインドが慎重なもと、設備投資の増勢鈍化が続くなど弱めの動きがみられている。先行きも、緩和的な金融環境のもとで全体として緩やかな回復が続くとみられるが、欧州債務問題の影響や年前半への影響が特に懸念される財政の崖の帰趨には十分に注意していくことが必要だと思う。

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、底入れ感も窺われる。輸出入で弱めの動きが続く一方で、インフラ投資や小売売上高は増加傾向にあり、内需は全体として底堅く推移している。こうしたもと、過剰設備を抱える鉄鋼など素材業種を中心に在庫調整圧力があるが、底堅い内需を背景に11月の工業生産は3か月連続で増加幅が拡大し、電力消費量も前年比+7.6%とプラス幅を拡大するなど増勢鈍化に歯止めがかかりつつある。先行きも、在庫調整圧力が根強く残ることに加え、先般の中央経済工作会議では経済政策運営面で成長の質と効率の向上を中心に据え、穏健な金融政策運営を行うと打ち出されていることから、成長ペースが大きく加速することはないと思われるが、5月以降に実施している政策の効果を背景に、減速した状態を徐々に脱していくと考えている。NIEs・ASEAN経済については、前月から特に変化はない。

こうした中、わが国経済は、海外経済の減速が続くもとで、引き続き弱含みの動きが続いている。12月短観の企業の業況感、海外経済減速に加え、エコカー補助金の終了や日中関係悪化の影響もあって、製造業を中心にはっきりと慎重化している。また、今年度の事業計画も、輸出が大きく下方修正されるとともに、経常利益も減益見通しに転じている。設備投資計画は全体として強めとなっているが、供給サイドの経済指標からは投資を手控える動きもみられ、今後、下方修正される可能性が高いとみてい

る。需要項目別に足許の動きをみると、内需については、個人消費は総じてみれば底堅く推移しているが、自動車販売はエコカー補助金終了に伴う反動減に底打ちの兆しがみられるものの、低い水準にとどまっており、マインド指標の改善の動きも一服している。また、設備投資は、製造業を中心に機械受注や建築着工床面積が弱めとなっており、海外経済減速の影響に広がりが見られる。また、輸出では、中国向けの落ち込みが大きく、日中関係悪化も減少要因として作用している。こうしたもとで、予測指数でみた10～12月の鉱工業生産は12月の営業日数と季節調整の関係で強めに出ているが、ミクロ情報等から判断する限り実質的には減少が続くとみられる。

先行きも、当面は弱めの動きが続くとみられるが、自動車販売の反動減や日中関係悪化の影響が徐々に和らいでいくもと、国内需要は全体として底堅さを維持し、年明け以降、海外経済が減速した状態を脱していき、輸出や生産が持ち直していくにつれて、春先頃には緩やかに回復していくものと考えている。ただ、海外経済が持ち直す時期については、なお不確実性が高いと考えられる。仮に海外経済の回復時期が後ずれすることとなれば、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ず、個人消費についても、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。12月短観では、製商品・サービス需給判断DIは製造業で「供給超過」超幅を拡大させているほか、価格面では販売価格判断DIが「下落」超幅を拡大させており、物価への下押し圧力がかかっていることが窺われる。そうしたもと、生鮮食品を除く消費者物価は、石油製品価格の上昇からマイナス幅を縮小しているが、需給ギャップのマイナス幅がやや拡大していることやスーパーの値下げ拡大の動き等から、当面は、若干弱めの前年比ゼロ近傍で推移すると考えられる。先行きは、景気回復に伴う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が、注意してみたいと思う。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

前回会合以降のわが国経済は製造業を中心に依然として厳しい状態にあり、景気が下振れするリスクは大きいとみている。以下、私の見解を申し上げる。まず、わが国経済の現状だが、鉱工業生産は10月に前月比改善がみられたが、輸出の減少が続いており、資本財総供給や製造業向けの機械受注も減少しており、製造業を中心に今年度の経常利益の減益を予想する企業が増えている。対照的に非製造業では、公共工事、住宅投資、設備投資等が相対的に堅調だが、一部の業種では製造業の影響が波及してきている。消費については、雇用が非製造業を中心に緩やかに伸びていることもあって比較的堅調だが、製造業の雇用や所定外給与の減少が続いていることや冬のボーナスが前年比減少するとの予想もあって、消費者マインドが幾分悪化しており、消費の動向には引き続き注意が必要である。先行きについては、海外経済の減速は当面続くことから輸出は伸び悩むと予想している。国内については、産業の裾野が広い自動車業界において、エコカー補助金終了による自動車販売の反動減が継続的に減衰していくかどうか重要なポイントで、それが実現すれば鉱工業生産の減少幅が縮小していく可能性があるが、この見通しについての不確実性は高いとみている。以上を踏まえると、2012年度の成長率は10月展望レポート時よりも下方修正される可能性が濃厚である。しかし、その後は、2013年半ばまでには海外経済の緩やかな持ち直しとともに輸出と鉱工業生産も徐々に回復していくとみている。公共投資は次第に減速していくものの民間設備投資は製造業を中心に先送り分が実施され、消費については、消費税の影響を均してみれば雇用の改善が続く限り底堅さが維持されると考えている。

物価情勢については、コアCPIは足許ゼロ%近傍で推移しており、燃料や電気料金を除けば目立った上昇の動きはみられない。このことは企業

の製品サービスの供給超過が続いている中で、家計の所得環境が改善していないため、企業の販売価格の引き上げが難しい実態を反映していると思う。今後、需給ギャップが継続的に縮小を続けていけば物価が緩やかに上昇に転じていく可能性はあると思うが、しかしそれがユニット・レーバー・コストの上昇によって実現できるのか、それとも新たな需要を掘り起こすことで財・サービスの需要面からの販売価格の上昇によって実現できるのか、よくみていく必要がある。もう少し詳しく申し上げると、生産年齢人口の減少が続いている中で景気が回復していけば、労働需給はタイト化し賃金は上昇へ転じていくと思うが、経済構造が生産性の低いサービス産業にシフトしている現状を考えると、正社員からパート労働者への雇用の切り替え等で賃金上昇をできる限り抑制しようとするれば、ユニット・レーバー・コストは上昇しない可能性もあるので、どのような状況で物価上昇が実現できるのか考えていきたいと思う。その一方で、政府が民間活動を活性化するような規制緩和に取り組み、民間企業による需要拡大努力が強化されれば、企業のマーケット拡大予想や家計の所得上昇期待が高まり、成長期待に基づくインフレ期待が高まっていくと予想されるが、物価に転嫁されるまでには相応の時間がかかるように思われる。以上をもとに、現状及び先行きの経済・物価情勢に関する執行部の判断を支持する。

景気のリスク・バランスについては、海外経済を巡る不確実性が高いことから下方に傾いていると判断する。第一に、米国の財政の崖と債務上限の行方が不透明であるほか、崖を回避したとしても一定程度の増税と歳出削減は不可避なことから、2013 年前半を中心に消費・投資が下押しされるリスクは引き続き高いと思う。第二に、ユーロ圏ではECBによるOMTの発表によりユーロ崩壊リスクは現在のところ低下しているが、代わって周縁国での債務のオーバーハングへと問題が移っており、厳しい経済状況が続く可能性がある。景気後退局面での財政再建は、一般的に想定される以上に財政乗数が大きくなっているため、増税しても経済活動が抑制されて税収が伸び悩むことで財政再建目標を満たせなくなり、そのためさらに財政引締めを余儀なくされる悪循環に陥りやすい。実際こうしたメカニ

ズムが働き債務の対GDP比を引き下げられない国が複数存在している。従って、来年前半辺りにユーロ圏の景気が安定化することが予想されているが、そのタイミングが後ずれする可能性は高いと思う。第三に、中国経済は、足許3か月間の経済指標をみると大型インフラ投資が前倒しで実施されていることもあってやや持ち直しており、不動産市場でも不動産業者の資金繰りの好転と一部の大都市での不動産価格の回復もあって住宅の供給と需要がともに増加しており、社会融資総量も増加している。しかし、全体として景気回復の勢いは弱く、日中関係の影響も残っているのでわが国経済にプラスの影響を直ちにもたらさないリスクがあるとみている。第四に、国内関連のリスクについては、自動車販売の反動減の減衰、反動減からの回復度合いと消費増税が消費にもたらす影響を重視している。物価のリスク・バランスについては下方に傾いていると判断している。

なお、最近では、金融政策運営において、物価の安定と雇用最大化の二大目標を掲げているFRBについて、日本銀行との対比でも関心が高まっており、今後、議論が活発になると予想されるので、本日はこの点について私の見解を申し上げる。FRBは今年1月から長期インフレゴールを2%と設定しており、今月のFOMCにおいては実質ゼロ金利政策の継続期間を物価上昇率と失業率の数値基準に関連付けて明示することで時間軸政策の明確化を図っているが、わが国でも物価上昇率の数値目標として2%を掲げるべき、あるいは雇用の最大化にも責任を負うべきとの見解が聞かれる。2%の数値目標と時間軸政策については次のラウンドで私の見解を申し上げるが、ここでは雇用と金融政策の関係について申し上げる。無論、日銀法第2条では金融政策運営の理念として、「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」と定めており、雇用の最大化は明示されていないことは承知しているが、日銀法云々以前にこうした議論が国民的に高まる可能性もあるので少しお時間を頂ければと思う。ご存じのように、米国ではレイオフによる雇用調整が中心のため失業率が重要な雇用関連指標として位置付けられており、現在の失業率7.7%は危機前の最低水準である4.4%と比べても、あるいはFOMCメンバー

の長期見通しである 5.2~6%レンジと比べても乖離幅は相当に大きいと言える。この間の失業率の上昇について、FRBは、その大半が景気循環的要因すなわち需要不足によるもので、産業構造の転換、人口動態、スキルミスマッチといった構造的要因によるものではないという見方に立っているように思われ、そうした見解を支持する学術研究も発表されている。また米国の潜在成長率についても、CBOの推計では足許 1.8%程度に低下しているが中期的には危機前の 2.5%水準に戻ると推計されており、家計のデレバレッジや財政の崖という短期・中期的な構造的問題はあるものの、米国経済の潜在的な雇用吸収力や成長力は高いと思われる。従って、景気循環への対応を主な目的とする金融緩和政策によって、労働市場を段階的に改善していくことは可能だと思われる。他方、わが国の場合、現在の失業率は 4.2%と既に低く、危機前の最低水準の 3.6%程度との乖離幅は小さくなっている。労働力調査に基づく雇用者数も危機前の水準にほぼ戻っているようである。このため、ある程度需要不足による雇用の弱さという問題はあっても、わが国の労働市場の根本的問題が米国のように需要不足による失業率の高さや雇用者数の少なさにあるのか、あるいは非正規と正規の労働者の賃金格差、正社員の解雇規制、女性が就業しやすい環境作りの遅れ、高齢者採用に当たっての制約となる賃金カーブを如何に抑制するかといった構造的問題にあるのかについては、議論の余地があるように思われる。また、生産年齢人口の減少率は今後加速していくので、如何にして労働生産性を引き上げて人口動態がもたらす成長下押し圧力を緩和するかについても、重要な課題であるように思う。そうであるならば、金融緩和による労働市場への影響や金融政策に期待される役割は米国とは異なる訳である。さらに、人口動態や労働規制の今後の変化が賃金版のフィリップス曲線にどのように影響を及ぼすのか、先程も指摘したが労働生産性の伸び率と賃金・物価の伸び率の関係をどう考えるかなどを含めて、労働市場と物価は深く関わっているので、引き続き考察を深めていきたいと思う。また、こうした分野での議論や研究が日本銀行を含めてさらに進展していくことを期待している。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁お願いします。

山口副総裁

前回会合以降の内外経済情勢について、なるべく簡潔にお話ししたいと思います。まず、海外経済については、欧州経済は幾分下振れ、中国経済は幾分上振れ気味ということだと思っている。この間、米国経済は概ね想定どおりであって、海外経済全体としてみれば、展望レポートの想定並みというように考えている。

地域別にみると、欧州経済については、景気後退に歯止めがかかっておらず、しかも私の元々の見立てよりもさらに幾分弱いような感じである。マインドの悪化が企業から家計、周縁国からコア国へと広がるというような状況のもとで、民間設備投資が減少し、個人消費も弱さが目立っているという状況である。

一方、中国については、全体としては減速した状態が続いているということであるが、明るい兆しが増えているようにもみえる。輸出は弱めの動きを続け、素材産業を中心に根強い在庫調整圧力もみられるが、足許工業生産の増加ペースが幾分伸びを高めているし、また製造業PMIも改善方向となっている。固定資産投資も、インフラ投資の増加から前年比伸び率を幾分高めているという状況である。

この間、米国経済については概ね想定どおりで、基調としては緩やかな回復を続けているとみている。雇用・所得環境の緩やかな改善や低金利環境に支えられて、住宅投資が低水準ながら持ち直しの動きを示している。また、新車販売が高い水準となるなど、個人消費も緩やかに回復を続けている。

海外経済の先行きだが、いずれ減速局面を脱するだろうとみている。しかし、その不確実性は大きいと考えている。欧州経済については、今暫くは自律的な回復は見込みにくい。中国経済については、差し当たりは、政

策刺激効果もあって、成長軌道に復していくと見込まれる。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れば、現在必要な調整過程を先送りするということになり、長い目でみたリスクを高めている可能性もあるように思っている。米国経済だが、フィスカルクリフを回避していく中で、これまで抑制された企業の設備投資需要などの顕在化が期待できるとみている。とはいえ、家計のバランスシート調整圧力がなお残存するもとの、上方には弾みにくい状況が続くと思っている。

次に、わが国経済だが、足許減速に歯止めがかかっておらず、展望レポートから幾分下振れ気味の展開となっていると思っている。まず、輸出や生産が下振れ気味である。海外経済が大筋想定どおりの展開を辿る中でも、輸出や生産が下振れ気味となっている訳であるが、これは日中関係の影響も然ることながら、海外経済の減速の影響が、ウエイトの高いわが国の資本財・部品関連の製造業に思いの外大きく現われているためだと認識している。こうしたもとの、製造業を中心に企業の業況感が慎重化し、設備投資を手控える動きも広がっている。新規求人など、労働需給面の改善の動きも頭打ちとなっている。このように、足許の景気については、輸出や鉱工業生産が減少し、設備投資などの需要にもその影響が及ぶといったことになり、昨日執行部から報告のあった「引き続き弱含みとなっている」という現状評価よりは、私は弱めに評価すべきであり、表現としては「一段と弱含んでいる」といった評価辺りが適切ではないかと思っている。そのうえで、当面は弱めに推移するとみている。

先行きについてだが、海外経済に少し遅れる形で、緩やかな回復経路に復していくというように考えている。もっとも、海外経済の先行きについては、先程述べたようにその不確実性は大きいということである。加えて、海外経済が見通しどおり減速局面を脱したとしても、日本が強みを有する製品の世界需要がしっかりと回復するかどうかは、不透明な面があると認識している。こうした点を踏まえると、回復局面に復していくタイミングが想定よりも遅れるリスク、さらには回復ペースそのものも弱めとなるリスクには十分注意していく必要があると思っている。

最後に物価面だが、需給ギャップの改善が遅れているということもあり、見通し対比、幾分弱めの動きとなっていると受け止めている。10月の生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、ゼロ%と下落幅が縮小しているが、既往の原油市況の影響などによるところが大きいと思っている。来年春には若干のマイナス領域で推移する可能性もあり、プラスの前年比が定着するには、なお時間を要するというようにみている。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず前回会合以降の全体観から申し上げる。海外経済は中国や米国など一部に持ち直しの兆しも窺われるが、全体としては減速したままの状態が続いている。一方、わが国経済は、輸出・生産の減少など、製造業を中心に弱めの動きが続いている。設備投資の下振れが明確になるなど、さらに弱い動きがみられる点も気掛かりと思っている。以下、海外経済から順に申し上げる。

欧州経済は緩やかな景気後退が続いている。市場環境については、ギリシャ支援での合意などを背景にリスク回避姿勢が後退する中、株価は上昇し周縁国金利も低下するなど改善したが、一方で、実体経済については、周縁国のみならずコア国でも内需の弱さが目立ってきている。先行きも、緊縮財政や銀行のデレバレッジが景気回復の重石となり続けると予想され、緩やかな後退が当面続くとみられる。

米国経済は、家計部門が景気牽引役としてのウェイトを相対的に高めつつ、緩やかな回復を続けている。企業部門では、夏場以降、輸出の減少や設備投資の手控えが続いているが、非製造業の景況感は堅調を維持している。一方、家計部門では、雇用環境の着実な改善を背景に、自動車販売、小売売上、住宅着工・販売などが緩やかに増加するなど、底堅く推移している。先行き 2013 年も、一段と緩和された金融環境を背景に、緩やかな

景気回復が続くとみているが、引き続きリスクは、企業・家計が財政の崖を乗り越えることができるかどうかである。この点、12月のミシガン大学消費者信頼感指数が急低下する動きなど、下振れリスクに十分な注意が必要と認識している。

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、持ち直しの兆しもみられている。すなわち、外需の停滞を映じて輸出・輸入の伸びが低下しているほか、在庫調整も長引いているとみられるものの、小売売上高や工業生産が伸び率を高めたほか、固定資産投資も高い伸びを続けている。製造業PMIも2か月連続で50を上回った。中国経済が成長率を明確に高めていくというフェーズに入るにはまだなお時間がかかるとみられるが、足許、景気は底打ちし持ち直し始めているように窺われる。

次にわが国経済であるが、前回会合以降のハード・ソフトデータを確認する限り、輸出・生産の減少が続いており、製造業を中心に企業収益の大幅な下方修正と設備投資の先送り、そして雇用の弱含みに繋がっている。それは、一部非製造業の景況感に波及しつつあるなど、全体として、弱めの動きが続いている。以下、幾つか特徴点を申し述べたいと思う。まず、企業収益だが、製造業大企業の経常利益が弱めに推移する中、12月短観における本年度の利益見通しは大幅に下方修正され、全体でも増益見通しから減益見通しに転じた。下期にかけて、さらなる下方修正の可能性もみておかななくてはならないと考えている。設備投資に関しては、同じく12月短観で、製造業・非製造業問わず意欲的な計画がなお維持されているが、一方で、資本財総供給、機械受注、建築着工床面積など、製造業の設備投資の下振れは明確になっている。この間、非製造業に関しては、全体として堅調さを維持している。ただ一方で、景況感については、製造業の弱さが一部業種に波及する形で慎重化している。また個人消費は、全体として堅調さを維持している。一方で、雇用・所得環境については、製造業を中心に、厳しい状況が続いている。新規求人は製造業の減少が重石となって伸び悩んでおり、労働時間は減少、名目賃金も小幅のマイナスが続いてい

る。今年の冬季賞与が弱めとなる見込みも勘案すると、雇用者所得は、当面改善を見込みがたい状況にある。景気ウォッチャー調査の雇用関連DI指数でも、現状、先行きとも悪化した状態が続いている点が気掛かりである。

先行きについても、日中関係の影響や外需の弱さを背景に、輸出・生産は当面弱めに推移するとみられる。特に、グローバルな設備投資の抑制が今後も続くようであれば、日本の強みである資本財輸出の回復にも重石となり続けることが懸念される。また、製造業を中心に設備投資がさらに先送りされるリスクも存在している。以上を踏まえると、わが国の生産・輸出・設備投資などが明確に回復する時期は、従来の想定より後ずれして、来年の4～6月期以降となる可能性が高まっていると認識している。

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判断すると、足許需給ギャップは拡大しているとみられ、物価見通しの下振れリスクには一段と注意すべきと認識している。また足許、短期的なインフレ予想の低下が緩やかながら継続しており、中長期的な予想インフレ率に収束していくスピードが遅れるリスクについても、引き続き十分な注意が必要とみている。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降の金融情勢については、もう既に他の委員が網羅的に議論されているので私は短くやりたいと思う。

実体経済だが、私も、「引き続き弱含み」は少し強過ぎる感じがしており、やはり「一段と弱含み」というような言い方がより現実に合っているのではないかと、皆様のお話をお聞きしてそういう感じがした。しかもさらに実体経済に下振れリスクがあるという形だと思う。足許、非製造業の収益、雇用、設備投資は底堅く、家計消費も底割れするほどは悪化し

ていないが、総体としてみるならば輸出、生産、設備投資が展望レポートと比べて一段と弱含んでいるというのが実態だと思う。先行きは、来年春頃から米国や中国で相応の回復があって、それが輸出等を経て日本経済の内需にプラスの循環をもたらすというメインシナリオそのものは維持できるかとも思うが、下方リスクはかなり大きいと考えるべきだと思っている。米国は財政の崖に関する交渉に依存するが、少なくともペイロールタックスの減税が失効するということはほぼ間違いないので、財政の崖がどうなるかにも依存するが、来年初めにはかなりの減速に陥る可能性は否定できないと思う。それが現在、比較的高いミシガンの消費者コンフィデンスが下がったという話があるが、ラスムッセンは一旦下がった後また戻っているので、ミシガンがどうなるのかまだよく分からないが、消費者コンフィデンスはまだそれなりに高いと思うが、消費者コンフィデンスや漸く回復しつつある住宅市場にも財政の崖の問題の影響が冷や水を浴びせて、再び停滞色が出るような可能性は否定できないのではないかと思う。実は、この3年間、全く同じことがこの年末頃に起きており、嫌なリプレイをみているという印象がある。そうならないことを望んでいるが、分からない。

中国だが、足許は確かに回復すると思っているが、これは不動産市場、それからインフラ投資依存の回復となっていることは間違いないと思う。従って、住宅価格の上昇がみえるし、過剰設備、過剰在庫が再び顕在化する可能性は否定できず、政策はストップ・アンド・ゴーになって平均成長率が段々低下していくという蓋然性はそれほど小さくないと思っている。つまり足許から暫く先をみると、米国、中国ともに下方向のかなりのリスクがあり、それが輸出産業を通じて日本に波及し、現在持ち堪えている非製造業の生産、雇用、投資や家計消費に打撃を与えるという可能性には十分注意し、それに対する保険をかける必要があると考えている。

次に、物価見通しの下振れである。10月の展望レポート時に見通しを下方修正したが、その後の景気動向は、下方修正した見通しに比べても下振れ方向のリスクが大きくなっている。そのため、マクロの需給バランス

にプラス方面のモメンタムを与える外生的な変化が経済にみられない場合、単純に現状維持という形でみると、2014年でも物価上昇率の見通しはゼロ%台前半にとどまる惧れがある。この点、足許の為替の動きや株式市場の動きは良い方向ではあるが、持続性には疑問がある。前回は申し上げたが、特に注意が必要なのは、一部の経済主体の中長期的な物価上昇率期待に否定できない下方トレンドがみえているということである。コンセンサス・フォーキャストの6年先スタートの10年後までの予想インフレ率の平均にはこのところ下方トレンドがみえており、QSSの債券月次調査の2年先スタート8年後までの予想上昇率も、最近は少し上がっているが下方トレンドがみられる。過去数回の会合を通じて反転を期待していたが、足許のリバウンドは弱くトレンドを反転するほどではない。過去のデフレ傾向が、少なくともエコノミストや市場参加者の中長期的な期待に影響を及ぼしている可能性は否定できないような気がする。これが実際の支出主体である消費者や企業の中長期的な物価上昇率期待に波及するというところまではみえていないが、看過できない動きであると考えている。加えて、もしこのままで推移すると11月から再びCPI除く生鮮の上昇率はマイナスになり、2月は去年のテレビ銘柄変更の裏、3月はエネルギー価格変更の裏が出て、単純に現状維持の形でみると-0.5%程度の下落となる。これはもはやゼロ近傍とはとても言えない数字になる。こうなると家計等に対しての物価上昇期待にかなりネガティブな影響を与えるということも心配されるので、十分考えていかなければならないと考えている。以上である。

白川議長

私もできるだけ手短かにやりたいと思う。国際金融資本市場であるが、この1年間、市場を貫くテーマは欧州債務問題を背景とする投資家のリスク回避姿勢であったと思うが、夏をピークに少しずつリスク回避姿勢が後退し、この1か月間もギリシャに対する第二次支援の決定、バイバックの成功、あるいは銀行監督の一元化に向けての前進といったことを背景にリス

ク回避姿勢が後退した。これはポジティブな動きであったと思う。しかし、欧州の基本的な問題自体が解決している訳ではなく、息の長い話であるので引き続き市場の動向には十分に注意していく必要があると思っている。

それから海外経済については、特に付け加えることはないが、細かい話は別にして引き続き減速した状態が続いているということである。仔細にみると、安定化ないし持ち直しに向けた動きもみられ始めているが、これが本当にそうになっていくかどうかについてはまだ自信がないし、そうなったとしても緩やかな成長であろうということであったと思う。

わが国の景気は、現状の評価としては、展望レポートに比べて幾分弱いという感じだと思う。海外経済の減速が輸出に影響をし、それが少しずつ内需にも影響が及んできているということだろうと思う。四半期ベースの数字ではなくそのベクトルという意味でいくと、佐藤委員もおっしゃっていたが、ベクトルは下向きであるが下向きの角度自体は少しずつ弱まっているような感じもある。ただいずれにせよ、足許の評価としてはまだ止まったということではないと思う。

私自身の問題意識は二点ある。一つは、日本の輸出が海外経済の減速に比べ足許少し減少が大きいことを、どのように考えていくのかという点である。勿論日中の問題は日本固有の要因としてあるが、何人かの委員の方が触れられたと思うが、今の世界経済全体が、企業部門が弱く家計部門が相対的に強いということを反映して、日本が強い資本財や部品の輸出が大きく減少しやすいということが一つあるのだろうと思う。これは日本の外需の弱さであるが、他方で日本の内需については、非製造業が、外需の減少の影響を受けてはいるが、相対的に粘り強いという感じもする。この辺りの強さをどのように考えていくのかというのがポイントだろうと思う。

それからリスク要因であるが、定性的に何か新しいものが加わったということではないと思うが、目先は何とんでもアメリカのフィスカルクリフがどういう形で決着をするのかということが最大のリスク要因だろうと思う。それ以外の要因としては、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復力、新興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

係の影響ということになるが、ただ、こういうリスク要因を全体として眺めるとこれらのリスク要因は大きく、展望レポートで想定した時に比べるとこの下方リスクについてより意識した方が良いというのが皆さんの大方の感じだったと思う。こういう景気情勢を前提にすると、物価についてもその分下振れリスクを意識した方が良いということだったと思う。

皆さんの方から追加的な意見、論点があったらおっしゃって頂きたい。

木内委員

日本の輸出の弱さは昨日も議論になった。9月に他のアジア地域で輸出が伸びる中で日本が落ちたので、あの時は格差があると思ったが、それはスマホ関連であって、他のアジア地域でも10月は落ちた。主要国、例えば中国などをみても、回復の兆しがあったようにみえたが弱くなっている。中国、米国で内需が戻っているわりに、輸出が伸びていないのは、日本だけの現象とは言えない。さらに言うと、米国、中国では輸入が増えておらず、そうであれば、日本からの輸出が伸びないのは当たり前の話である。それから、構造的な背景もないとは言えないが、現状、構造的なところに焦点を当てるよりは、中国、米国の内需が在庫のバッファーを経て輸入に繋がるまでのタイムラグがある可能性の方が、現時点では濃厚なのではないか。そういう意味では、海外経済が戻り輸出が戻るシナリオ自体は、放棄する必要はないと思う。

森本委員

両副総裁から、経済は「引き続き弱含み」よりも「一段と弱含み」ではないかという話があった。私は、個人消費の水準自身もそれなりにあるし、色々な要因があり、住宅関係や公共投資も少しずつ減速とはいえ先送りされている状況だと思う。輸出については、日中関係の影響も少しずつ和らいでいくと思うし、10月の数字をみても、一方的にずっと落ちていく感じではないと思っている。鉱工業生産についても、12月は特殊要因——経産省によると、営業日数の影響が1/2位あるらしい——があるというこ

とだった。佐藤委員も、弱くなっていく角度が深まっている状況ではないと言っておられた。私自身も、「もう一段と」と「段」が変わるほどではなく、上手く表現できないが、真ん中位の感じではないかと思う。為替も、11月中旬位から円安方向の状況が続いており、マインドも持続性の問題はあるが少しずつ改善していると思う。そういうことがあるので、上手い表現は考えつかないが、「もう一段と」と段変わりするのは少し強いのではないかという気がしており、若干違和感がある。ただ、拘るものではない。

白川議長

表現については、また最後のセッションで議論する。私自身も両者の中間位の良い副詞がないかと思って聞いていた。これは、また後で議論したい。

山口副総裁

一言だけ宜しいか。昨日の月報は、「引き続き弱含み」という表現であった。これをもう少しだけ弱めるには、どうするかである。表現はステートメントのセッションで議論すべきではあるが、「一段と弱い」と言うつもりはない。「一段と弱含み」ということで、「含み」が「一段と」というイメージではないかと思う。そこはまた後程議論したい。

森本委員

そのようなニュアンスということで、よく分かった。

白川議長

私がみるところ、ニュアンスは皆さん同じような感じであると思う。

西村副総裁

「引き続き」と言うと、変わってないような感じを受ける。

佐藤委員

水準に注目すれば、ベクトルの角度は緩くなったとはいえ、引き続き下向きであるため、水準が下がっているのは間違いない。そういうことで、「一段と」と言っても特に違和感はない。ただ、モメンタムとかベクトルに注目すると、この表現はやや強過ぎるという気がしないでもない。

白川議長

最後のセッションまで時間があるので、皆さんの議論を聞きながら、表現について考えておいて頂きたい。

他にあるか。それでは、ここで一旦休憩を取る。次のラウンドでは、今議論した金融経済情勢の評価を踏まえて、当面の金融政策運営に関する討議を行いたい。

(10時37分中断、10時44分再開)

VI. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

議論を再開する。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、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同様である。それでは、石田委員からお願いします。

石田委員

金融環境については執行部からの説明と同様にみているのでコメントは省略し、金融政策について申し上げる。現在、われわれは、基金を中心とする包括的緩和政策を強力に推進している。そのもとで、国債の金利は短期から3年まで0.1%に張り付いている。現状、補完当座預金制度に基づく付利金利を0.1%としていることから、銀行、証券等は0.1%以下の運用をするインセンティブがなく、リスクフリーレートも0.1%近辺と

なっている。一方で、スイス、デンマークあるいは欧州中核国の短めの国債の金利はゼロないしゼロを下回って推移している。また、米国についても無利息預金の全額保護が年内で終了することから、3か月TBの金利が0.1%を割り込んできている。強力な金融緩和を推進し、3年以下のタームの国債等を買入れているもとの、買入対象の国債の金利が固定化し、これ以上下がらないということは、基金による国債買入れの緩和効果を減殺していると考えている。また、為替相場との関係でも、円はここ数年へブンカレンシーとみなされ、国際金融市場が緊張するたびに大きく買われ、ファンダメンタルズ以上に高くなってきていたとみている。その際に、他のへブンカレンシーに比較して金利が相対的に高いことも、円の魅力を増加させより買われやすくなっている理由であると考えている。現在、その修正が進みつつあるが、何らかのショックが生じリスクオフの状態になると、また円が買われ円高に向かう恐れがある。先程申し上げたとおり、輸出回復、経済成長、物価正常化のためには、現在の円相場の正常化の過程を大切にしていけることが何としても必要だと思う。そのためにも、この円の買われやすさを除去しておく必要があると考えている。

以上、二つの理由によって0.1%の当預付利は撤廃すべきと考える。なお、0.1%を撤廃した場合の固定金利オペレート並びに貸出支援基金の資金供給のレートは0.03%が適当と考える。理由は、市場における無担保コールレート（オーバーナイト物）の出し手からみた最低金利はブローカレッジが2bp、ゼロの当預との金利差を最低1bpと考えると0.03%となるので、これを一つの基準と考えた次第である。また、金融市場調節方針は従来どおり無担保コールレート（オーバーナイト物）を0~0.1%程度に据え置くことが適当と考える。

付利撤廃により市場機能が阻害されるという話があるが、資金の取り手にとって、0.03%以上で出し手が出してくるレートまでビッド・アップすれば、資金を市場から取れるということになる。現在でも、コールレート（オーバーナイト物）が0.07~0.08%で取引されているので、市場機能は維持されるものと考えている。一方で、固定金利オペを0.03%で実施する

と当預のレートがゼロであるから現状以上に固定金利オペの運営が困難になる。これは逐次、短国買入枠で固定金利オペを代替していくことで対応していけば良いと思う。元々、来年4月以降60兆円以上の当預水準が想定されるもとの、当預を0.1%に据え置いたとしても、1月から固定オペの大量の期日到来があるので、これを繋いでいくことはなかなか困難が予想される。また、市場では付利撤廃の予想が少しずつ出てきており、短国1年物、利付2年債が保険的に人気が少しずつ出つつある。今後、付利撤廃のリスクがより強く意識されることになり、固定金利オペの入札はより困難になってくるとみている。固定金利オペから短国へのシフトはいずれにせよ時間の問題であり避けられないものと思っている。従来から、入札下限金利の撤廃にしても札割れを繰り返した後で市場に追随する形で対応しているケースがあるが、強力な金融緩和を本行が本気で積極的に取り組んでいるというイメージを損なわないためにも、先手先手の対応が望ましいと考える。以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

国内経済は現状弱含み、先行きも弱め、かつリスクは下振れという基調判断を2か月連続でするからには、回復へのパスに繋げていくため、政策面で何らかのアクションを取る必要性を感じている。また、名目ゼロ金利制約下で金利の下げ余地がほとんどない中では、これまでの会合で申し述べてきたように、為替市場に働きかける政策が重要と考えている。先月の衆院解散以降、本行の金融政策運営に対する様々な政治的思惑から為替市場では円全面安となり、円安を好感して株式市場も堅調となっている。理由はともかく円安となっていることは好ましく、また円安への動きが資産市場の上昇を通じて需給ギャップの改善、ひいては物価の回復に繋がるという経路が理屈の上ではあり得る訳であり、私としては現状の円相場の水

準に満足することなく、金融政策の枠内で為替市場にどのように働きかけることができるかという観点から必要な政策を考えたいと思う。その点、前々回及び前回会合で申し述べたように、緩和効果の各種市場へ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探りたいという気持ちは引き続き持っている。すなわち、「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ことが効果的と引き続き考えている。

また、本行の緩和スタンスについては国内外で依然として様々な誤解があり、これが本行の政策の独立性を巡る議論にも影響を及ぼしているとみられる。こうした状況を打開するためには、会見や講演等を通じて本行の緩和姿勢を丁寧に説明していくといった従来の情報発信姿勢では、限界があるように思われる。足許の様々な批判や誤解に対し、沈黙は金といった日本的な美德は通用しにくい訳であり、金融政策決定会合の対外公表文において、これまで言わずもがなとしていた本行の暗黙のコミットメントを明示するといったような手法によって、ストレートに本行の政策スタンスを示す方がコミュニケーションの仕方としてより有効ではないかと思われる。その点、例えば資産買入等の基金を含めた包括緩和の枠組みが、「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%を見通せるようになるまで、あるいは安定的に達成できるまで、事実上オープンエンドであるということを、現状のように暗黙の了解事項とするのではなく、決定会合の対外公表文中に明示しても良いのではないかという思いはある。具体的には、声明文中に「2013 年末の資産買入等の基金の積み上げ完了以降も、仮に消費者物価の前年比上昇率 1%が見通せない場合には、資産買入等の基金等を通じて引き続き強力に金融緩和を推進していく」あるいは「基金残高を維持する」といったことを明示するといったような方策が考えられるかと思う。

ただし、今会合ではこの件は私としては引き続き問題提起にとどめておきたいと思う。理由は二点ある。一つは、今申し上げたような考え方のア

ンカーとなる「中長期的な物価安定の目途」については、本年2月の決定以降間もなく1年が経過するという事、概ね年1回と定めた見直しのタイミングが近々到来するという事、第二に次回1月会合での10月展望レポートの中間評価に際して、本行の中心的な物価見通しや物価安定の目途との関係については改めて詳しく論じる機会があると思う。以上の二点である。

最後に、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で良いと考える。また資産買入等の基金の運営については、足許の基調判断からするとやはり増額という選択肢があり得ると思うが、これも為替市場に働きかけるとする観点から、例えば短期金利の一段の低下を促し、内外金利差の縮小ないしは反転を目指すといった目的意識をより一層明確にした形とする必要があるように思われる。その点、例えば目先の短国買入れを大幅に増やすということは一案であると思う。現行の付利金利のもとで短期金利をどれだけ押し下げることができるかどうか、やってみなければ分からない面はあるし、どれだけ為替に効くかも不透明である。また、あまり極端にやると財政ファイナンスに近くなってしまうので気をつけなければならない訳であるが、現状の円相場水準に甘んじることなく何か試してみる価値はあるのではないかと考える。以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

国内経済は、先行き下振れリスクが強く残っている状況と考えている。前半でも指摘したが、景気が加速的に悪化するリスクは一時期に比べて低下しているが、他方で、先行きの景気動向の鍵を握る海外景気、輸出に明確な改善傾向がなおみられないこと、国内企業の設備投資抑制の傾向が強まっていることなどを踏まえると、10月の展望レポートで示した景気回復の想定時期が後ずれするリスクは高まっていると考えられる。一方で9

月、10月に実施した金融緩和の効果についても、現状では明確に確認できていないと思う。こうした点に配慮して、今回の決定会合では、追加緩和措置を講じることが妥当と考えている。具体策としては、短期国債5兆円、長期国債5兆円、計10兆円の買入増額が妥当なのではないかと思っている。

前回の決定会合で、適切な時期にコミットメント強化と金融緩和措置をセットで実施するのが良いという考えを示した。ただし、このコミットメント強化策については、年明け後の「中長期的な物価安定の目途」の点検に向けて当然合わせて議論、検討されていくことと思うので、今回の決定会合では国債買入増額措置と合わせて実施するということは提案しない。しかし、コミットメント政策のあり方や、具体的な強化策について、私なりの考えを簡単に申し上げたい。

本行はデフレ局面下で、様々な金融緩和措置を海外中央銀行に先駆けて果敢に実施してきた。しかし、期待に働きかける政策については、なお強化の余地が残されているのではないかと考えている。企業や家計などの経済主体の期待に加え、金融市場の期待に強くそして持続的に働きかけることを通じて金融市場の好ましい反応を引き出し、経済の刺激効果を高めていくということを、もっと目指すべきと考えている。先般のFOMC、アメリカの連邦公開市場委員会が決定した追加緩和措置、あるいは新たな金融政策運営方針についても、こうした考え方が多分に反映されていたように思う。より具体的には、「物価安定の目途」達成に関するコミットメントを強化し、それを声明文にしっかりと掲載していくことが妥当と考える。詳細については、今回あるいは次回以降の決定会合で、皆で議論を深めていけば良いと考えているが、現時点での私の考え方を申し上げれば、「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」という現在のコミットメントは曖昧さを多分に含んでおり、それがコミットメント効果の発現を阻害している側面があるのではないかと懸念している。「見通せるようになるまで」といった表現は、金融政策が経済、物価に影響を及ぼすまでに時間を要す

るといった点を考慮した、いわばフォワードルッキングな政策姿勢を反映している。その意図するところは理解できる。しかしながら、過去のゼロ金利政策、あるいは量的緩和策が結果的には拙速に解除されてしまい、今回もまた、消費者物価上昇率が高まっていく中で、物価1%の「目途」を突き抜けて上昇してしまうということを恐れる、あるいは避けるがために、本行が1%に達する前に拙速に緩和策を後退させてしまう、弱めてしまうのではないかとといった懸念を抱く向きは多いように思う。こうした点に配慮した上で、1%が物価の安定の「目途」であるとの位置付けは従来どおり変えずに、コミットメントを強化する修正案の一つとして、例えば、以下のような表現を挙げてみたいと思う。「消費者物価の前年比上昇率が1%に達するまで強力に金融緩和策を推進していく。「中長期的な物価安定の目途」が消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断している点を考慮し、強力な金融緩和の結果、消費者物価上昇率が当面の目途である1%を上回ることも容認する」といったものである。一方、前回の決定会合でも申し上げたが、緩和措置としては、国債買入対象となる償還年限を現状の3年までから4年あるいは5年まで延長するという点も、今後は検討すべきと考えている。この措置を通じて長めの国債利回りの一段の引き下げを促し、経済への好影響を期待するとともに、長めの国債利回りの引き下げが為替市場や資産市場に好影響を与え、それを通じて政策効果が高まるといった点も期待している。

最後に、国内の政治情勢の変化と本行の金融政策スタンスに関して、考えているところを若干述べさせて頂きたい。今後、新政権と本行との間で政策協調などを巡るコミュニケーションが本格的に始まると思うが、本行としてはこれを前向きに受け止める姿勢が重要であると思っている。先般の衆議院選挙では、本行の独立性の是非、金融政策の有効性、あるいはインフレ目標の設定のあり方などに関して、各政党間での経済政策上の争点にとどまらない国民的な議論が高まったように思う。この点を好機と捉え、今後政府とのコミュニケーションを通じて、政府あるいは国民に金融政策運営に関する本行の考え方をさらに深く理解してもらうことが重要であ

り、それが本行と政府との間での望ましい政策協調を模索していく上での欠かせない前提、起点になるのではないかと考えている。勿論、本行の独立性維持が極めて重要であることは疑いようもない。それは中長期的に国民経済の健全な発展に大きく貢献するものであり、日本国民にとっては貴重な財産でもあると思っている。仮に本行の独立性が脅かされる事態となると、日本の金融市場に対する国際的な信用低下にも繋がり、長期金利の大幅上昇など金融市場の動揺を通じて、国民生活に甚大な打撃を与える可能性が生ずると思う。一方で、本行と政府が中長期的な国民経済の健全な発展という目標を共有し、政策協調を強化していくこと自体は、本行の独立性維持と決して矛盾するものではないと思う。今後の新政権とのコミュニケーションでは拙速に妥協点を見出すようなことはせず、お互いの政策姿勢、具体的な政策の有効性などを巡ってじっくりと議論を重ねていくことが、私は良いと思っている。さらに、政策協調を表面的な言葉だけにとどめてしまうことなく、より具体的な、充分にかみ合った協調策へと発展させていくことを目指すべきだと考える。

最後に、政府におかれては、デフレからの早期脱却のため、日本経済の成長力強化の取組みを強力に推進すること、並びに財政規律をしっかりと維持するということを強く期待している。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、やや変動はあるものの、長短金利とも極めて低水準に推移するなど、引き続き緩和した状態となっている。詳細は執行部の見方に違和感はないので省略する。

この間、為替市場では、ドル／円は本邦貿易赤字の継続や本行の金融緩和に対する思惑などから足許 84 円台をつけるなど、円安方向で推移して

いる。また、ユーロ／円でも欧州情勢懸念の後退が加わり 111 円を上回る水準となっている。株価については、米欧株価が上昇する中、円安の動きが好感されて上昇している。こうした動きは企業の収益やマインド面に好影響を与えるが、海外経済が欧州債務問題や米国の財政の崖といったダウンサイドリスクを孕んでいるほか、今後の政策に対する思惑で動いている面が強く、注意深くみていく必要があると思う。

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だと思う。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よう、本行としては、これまでの成長基盤強化の取組みに加えて、新たに導入する資金供給により貸出の増加を支援するとともに、実質的なゼロ金利政策の継続と資産買入等の着実な実施を通じて、強力な金融緩和を間断なく進めている。こうした緩和措置は、企業や家計の資金調達コストの低下といった形で確実に現れている。しかしながら、わが国経済は、海外経済減速長期化や日中関係悪化等を背景に足許は弱含みとなっており、欧州債務問題や米国の財政の崖の帰趨といった下振れリスクにも晒されている。こうしたことから、現時点ではなお回復軌道がしっかりと見通せる状況にはない。先行きの景気回復軌道を踏み外さないよう、これまでも状況に応じて適時適切に金融緩和を強化し、9月に10兆円の基金増額、10月にはさらに11兆円程度の増額と思い切った緩和措置の実施を打ち出すとともに、新たな貸出増加支援資金供給の導入を決定したところである。その後の内外情勢の推移を踏まえると、景気回復をしっかりと下支えし、当面の物価安定の「目途」達成への方向性を安定させ確かなものとするためにも、ここでさらなる金融面からの強力な挺入れを図ることが必要かつ有効だと思う。

足許の長短金利は既に極めて低い水準で推移しているが、金融緩和を一段と強力に推進するためには、現段階で基金を増額することで長めの市場金利のさらなる低下を促し、市場や企業・家計のマインドに働きかけることが有意義であると考えている。具体的な増額幅は、木内委員からもあつ

たが、短期国債と長期国債について、イールドカーブへの影響にも配慮してバランスを考えながら総額 10 兆円程度のインパクトある水準としては如何であろうか。そのうえで、既存の買入枠における買入ペースも踏まえ、円滑な買入れを着実に遂行し、政策効果を最大限にする時間軸を設定して、2013 年末の時点で 100 兆円をやや上回る残高とすることをコミットすることが適当だと思う。こうした措置により貸出増加支援資金供給が想定どおり利用される場合、今後の 1 年間に 50 兆円を上回る大量の資金供給が行われることとなる。

次に「中長期的な物価安定の目途」については、本年 2 月に物価安定のもとでの持続的な成長に向けた取組みをより明確化する観点から導入し、原則としてほぼ 1 年毎に点検していくこととしている。国民の物価観や物価指数のバイアス、景気変動へののりしろ等を踏まえ、目指す物価上昇率を「2%以下のプラス領域にある」とし、「当面は 1%を目途」として明確にしたところである。導入後ほぼ 1 年近くになったが、その後の国内での受け止めやインフレ予想の変化、また内外経済情勢等を踏まえ、「物価の安定」についての基本的な考え方やコミュニケーション方策について見直しが必要かどうか点検してはどうかと考える。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

金融環境については執行部及び他の委員のご説明されたとおりなので省略させて頂き、本日は、わが国経済の足許の弱さと下振れリスクが高いことから一段の金融緩和が必要と判断するので、それについて私の考えをご説明する。金融緩和措置については今月と来月以降の二段階に分けて考えたいと思っており、まず本日は資産買入等基金で短期国債 5 兆円、残存期間 1～3 年の長期国債 5 兆円の合計 10 兆円を増額し、可能であれば 2013 年 6 月末までに集中して増額分を上乗せすることを提案する。2013 年前

半に集中して増額が必要と判断する理由は、第一に、米国の財政の崖とユーロ圏経済の景気後退といった世界経済の高い不確実性が、特にこの半年の時期に集中していると考えられること、第二に、エコカー補助金終了を巡る販売の反動減が減衰していくタイミングが当面は不透明なこと、第三に、足許やや慎重化している企業及び消費者マインドを下支えするためにも、11月中旬からの円安と株価上昇の基調を金融緩和によって少しでも後押ししたいと考えているからである。そのうえで、まず短期国債についてであるが、前回会合では短期国債を一定の期間に大量購入する案について私の見解を述べたが、2013年前半に買入れを集中させることで、需給タイト感を高めて利回りの低下を促したいと考えている。現在、短期国債の発行レートと利回りは低下傾向にあり、日本銀行の落札レートも低下しており、応札倍率も高いことから買入額を増やすことで短期金利を引き下げる余地があるとみている。特に、3か月ゾーンでは米国の金利が日本を下回る逆金利差となっている状況を緩和し、さらにはわが国国債のイールドカーブが短期ゾーンを中心に幾分逆イールドカーブとなっている現象を修正する方向に働きかけたいと考えている。つまり、資産買入れのシグナル効果とポートフォリオリバランス効果の他に、為替チャネルも意識して可能な限り働きかけたいと考えている。長期国債についても、5兆円の増額を2013年前半に集中させることで長期金利の低下圧力を強めて景気を下支えし、同時に間接的ではあるが、為替チャネルにも少しでも働きかけたいと思う。ただし、長期国債については償還額の再投資を含むグロスでの買入額を2013年末までスムーズに引き上げたほうが良いとの見方もあるかと思うので、他の委員との議論も踏まえて決めたいと思う。

次に、次回会合についてであるが、展望レポートの中間評価を実施するので、その際に可能であれば「中長期的な物価安定の目途」及び時間軸政策の見直しをするのが適切だと思う。今後政府との間でいわゆる「共通の理解」に相当する文書を交わし、「中長期的な物価安定の目途」に関する数値を改めて盛り込む可能性もあるかと思うので、まずこの点についての論点を指摘する。第一に、今年2月に「消費者物価前年比上昇率が2%以

下のプラスの領域、当面は1%を目途」と時間軸表現を強化したが、その表現では1%を達成した後に日本銀行がさらにその上、例えば2%を目指す意思があるのかが分かりにくいとか、他の先進国中銀で掲げるような2%の数値の達成をなぜ明確にしないのかといった意見、あるいは疑問が予てより寄せられていた。こうした疑問は一面で時間軸効果を減殺しかねないリスクも否定できないので、その疑問に対してできるだけ早く答えた方が良いと感じている。まずは中長期の物価安定の定義として、単一の数値で例えば2%と設定できるのかどうかの議論が必要である。私自身はゼロ金利制約、財政制約、物価指標の上方バイアスをもとに、ある程度のりしろは必要であると思うので、後述する条件付きで2%を明記するのは可能であると考えている。第二の論点は、2%と明記した場合、「目途」の表現を維持するのか、あるいは「目標」ないしは「ターゲット」に変更するのかにある。日本銀行の枠組みとインフレーション・ターゲティング採用国の枠組みの共通点は多く、中長期的に達成を目指す物価上昇率の数値を提示し、向こう2~3年の経済・物価見通しとその判断の背景となった経済・物価動向を記述したレポートを公表するという点で大きな差はないので、私自身は「目途」を「目標」あるいは「ターゲット」という言葉に変更しても良いのではないかと考えている。第三の論点は、2%の達成は金融政策だけでは実現するのは難しいので、その場合の経済条件の明記が必要であると思う。例えば、成長力強化策の実施、財政規律をどう表現するのか、あるいは第二の柱の金融不均衡を含めるのか検討が必要であると思う。

次に、時間軸政策についてであるが、仮に中長期物価上昇率を2%と設定した場合、当面の目途としている「1%」及び強力な金融緩和との関連性をどのように扱うのかという点についての議論が必要になる。第一に、「当面は1%」の数値を継続するのか、あるいは撤廃して最初から「2%目標」だけを掲げるのかという点の議論が必要である。ただし、この場合、強力な金融緩和を相当長く継続し続けることになる可能性がある。そこで、強力な金融緩和を継続する期間を「物価上昇率1%まで」と1%の数値を

残す場合、次の第二の論点は、現在の「1%を目指して、それが見通せるようになるまで」の表現を維持するのか、あるいはこれを変更して例えば「1%を目指して」あるいは「1%を達成できるまで」または「1%目標を達成するまで」といった表現にするのかの議論が必要になる。現在の表現は、フォーキャスト・インフレーション・ターゲティング・アプローチとして学術的にも論拠があり、日本銀行の経験も踏まえている訳であるが、国民からみるとむしろ1%を達成する「意思が弱い」と認識している面もあるようである。従って、同じ表現を維持する場合には、これまで以上に分かりやすい説明が必要であると思う。

最後に、今後は、金融緩和を強化する手段として、5年物を含むより長期の国債を基金の買入対象として含める可能性についても、意識しておきたいと考えている。その際に、以前に指摘したことがあるかと思うが、いわゆる日本銀行の長期負債である銀行券の見合いとして国債を買入れる資金供給、輪番オペと、包括的金融緩和のもとで一時的措置として国債を買入れ日本銀行の当座預金を増やすことになる資産買入等の基金の二つを統合して、総額で国債の買入額を示していく方法を検討した方が良いのではないかと考えている。その理由は、第一に、輪番オペは長期国債を残存期間1年以下から30年まで購入しているが、基金でも5年債まで買入れを始めると重複感が強まる。第二に、輪番オペも基金によるオペも負債項目の違いがあっても、資産項目では同等な国債買入れであり、それぞれ金融緩和の効果がある。しかし、包括的金融緩和政策として基金を設定したことでその基金の買入分だけが金融緩和の効果をもたらし、しかもその買入額が少ないとの誤解を与えているようにも思う。実際、日本銀行が本来の趣旨とは異なるが、簡便的に金融緩和の度合いとしてマネタリーベースやバランスシートの規模についての実額や対GDP比を示す時にはどちらのオペも含まれている訳であるので、それとの整合性をどう考えるのかという問題もあると思う。第三に、現在の銀行券発行残高がGDPの伸びをはるかに上回るペースで増加しているが、それは実質ゼロ金利政策の結果でもあるので、必ずしも長期負債と言えない面もあるかと思う。以上

より、国民にとっての分かりやすさを含め、議論の余地があるように感じている。

そのうえで、統合に向けた課題は二つあると思う。一つは、輪番オペが年間の買入額を示す「フローの買い方」であって残高の積み上げを目指したものでないのに対して、基金は残高を積み上げる「ストックの買い方」といった違いがあるため、どちらに合わせるのか検討が必要なことである。銀行券発行額の伸びは受動的に決まるため、予測しにくくストックでの買入は難しいとの見方もあるかもしれない。私としては、両方統合しても残高維持は可能で、例えばインフレ目標 1%を達成するまでは統合後の残高維持をベースとしたうえで、フローで例えば 1 年間という一定期間における増額という形で必要に応じて金融緩和を強化していく方法が一案として考えられると思っている。もう一つの課題は、銀行券ルールである。既に長期国債は銀行券残高の 110%を事実上超えているので、それに代わる新たな指標あるいは措置を考える必要があるのかもしれないということである。例えば、日本銀行の国債保有額を国債発行残高で割った数値——現在は 10%ほどで緩やかに増えている——、日本銀行の国債買入額を残存期間別に新規国債発行額で割った比率、日本銀行の自己資本比率などを手始めに幾つかの指標の検討ができると思う。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁お願いする。

山口副総裁

当面の金融政策運営について述べる前に金融環境からみておきたいと思う。9月、10月と2か月連続の金融緩和の効果もあって、引き続き、緩和した状態にあると判断している。企業が直面する資金調達コストは、低水準で推移している。短期の借入金利水準判断をみても、すべての企業規模において、はっきりとした「低下」超となっており、金融緩和の効果の

浸透が確認できる状況である。来年末に向けて大規模な資産買入れなどを進めていく中で、金利やリスクプレミアムには一層の低下圧力がかかっていくと考えられる。本日詳細を決定した貸出増加支援資金供給も、金融機関の融資姿勢を一段と積極化させる効果をもたらすとみている。

ただ、そのように緩和的な金融環境のもとにあっても、経済・物価の動きは思うようには強くなっておらず、先行きを巡る不確実性も大きい。こうした中、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく軌道を踏み外さないようにするには、このタイミングで金融緩和を強化する必要があると思っている。具体的には、来年1月からスタートする貸出増加支援資金供給に合わせる形で、基金による短期国債、長期国債の買入れを各5兆円程度、計10兆円程度増額することにより、一層の金融緩和効果の浸透を図っていくことが考えられると思っている。10月末の段階でリスク性資産も含め幅広く買入れを行うこととしたことを踏まえれば、今回は短期国債、長期国債の買入れを増額するだけで良いのではないかとと思っている。仮に今回10兆円程度の基金の増額を行うということであれば、資産買入等の基金と貸出支援基金を合わせて、今後1年余りの間で50兆円超の資金供給を行うこととなる。そしてその残高は合わせて120兆円になる。本行の資産・負債残高が単純にこの金額だけ増加したと仮定すると、日本銀行のバランスシート規模は、現在の160兆円程度から210兆円程度に増加し、その対名目GDP比も3割強から4割強に1割程度増加することになる。日本銀行の金融緩和姿勢に対する理解を促すとともに、金融緩和効果の最大限の発揮を図るという観点から、ステートメントにおいてこうした未曾有の規模の金融緩和について、数字で明確に示しておくのが適当であるというように思っている。これまでも相当の覚悟で思い切った金融緩和を進めてきたという思いが、少なくとも私にはある訳であるが、世間では必ずしもそのようにみられていないということを正面からしっかりと受け止めたうえで、今申し上げたような形でのプレゼンテーションを明確に行っていくということが必要だろうと思っている。一方、このように大胆な金融緩和策を推進していく以上、マネタイゼーションの

懸念や金融面での不均衡の蓄積、さらには海外への負のスピルオーバー効果といったリスクを何がしか高めることは避けられないと思っている。こうしたリスクに対しては、日本銀行は財政ファイナンスを目的とした国債買入れは断じて行わないとの姿勢を対外的にもしっかりと示していくことが必要であり、加えて金融面での不均衡の蓄積や海外への影響などについて、従来以上に丁寧な点検していく必要もあると考えている。

次回の1月会合は「中長期的な物価安定の目途」を導入してからほぼ1年である。その後、ボードメンバーも変わっていることもあり、中間評価と合わせて、「目途」の点検を行うのが良いのではないかと考えている。ただ、その際、既に議論が出たところであるが、物価安定についてのわれわれの考え方と政策運営に関するスタンス、言い換えるとコミットメントとは、明確に切り分けて議論することが大事であると思っている。この辺りを混同したまま議論をしてしまうと、却って市場、あるいは人々に対して理解しにくいということになってしまうと思っているので、この点は敢えてここで申し上げておきたい。そのうえで物価の安定であるが、国民が安定した生活を営むうえでもっとも大事な経済基盤の一つであることは間違いない。従って、この問題を検討していくことについては相当慎重な構えが必要なことは言うまでもないが、私が思いつく論点を予め幾つか申し上げておきたいと思う。まず、第一は、日本銀行法に定められた「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」という目的で示された物価の安定というものがどのような意味合いを有するのか、この点をしっかり確認しておく必要があるということが一つである。それから二つ目は、われわれが目指す中長期的な物価の安定を数値的に示すことが、人々、あるいは市場の期待形成に及ぼす影響、いわゆるアンカー機能をどのように考えておくかという論点である。これが二つ目である。それから三つ目は、物価安定との関係で、金融政策運営に当たっての柔軟性をどのように確保するかということも極めて大事な論点であると思っている。インフレーション・ターゲティングの枠組みを採用している国々においても、今次金融危機の経験を踏まえながら、長い目でみた金融システム面への影

響を併せ考えながら、金融政策を柔軟に運営していこうという構えにあるようにみえる。こうした柔軟性との関係で、「物価安定の目途」という表現を維持するのか、あるいは「目途」を「目標」に変えることにするのか、単なる表現と言えれば表現の問題ではあるが、この1年弱の間、結構議論になったところでもあるし、この「目途」を導入した際、われわれ自身としては実質的には「目標」と言われても構わないという判断をしたことも事実であるので、この辺りも踏まえながら、「目途」を「目標」に変えるのかどうかといったことも論点になろうかと思っている。第四に、物価安定を実現するうえで、政府の果たす役割も小さくないということである。政府は、マクロ的な経済政策運営、財政規律の確保、成長力強化の取組みなどを通じて、物価形成に大きな影響を及ぼすということである。こうした点もわれわれとしてしっかり議論していく必要があると思っている。最後に五つ目は、言うまでもないが、金融政策はどのようなメカニズムを通じて望ましい物価上昇率を実現するのかということである。従来、インフレ・ターゲティングは高い物価上昇率を下げていくためのものであったが、そうした物価上昇率を低下させるための政策と物価上昇率を引き上げていくための政策との間に、何らかのメカニズム上の違いが存在するのかわからないのかといった辺りについても、きちっとした論点の整理と議論が必要であると思っている。以上が、今私が考えているところである。

最後に次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当と考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員お願いします。

宮尾委員

金融環境並びに金融資本市場動向については、昨日の執行部の話、あるいは他の委員のご意見と大きく変わらないので省略させて頂き、金融政策運営に関する意見を申し上げたいと思う。先程のラウンドでも述べたとお

り、わが国経済は製造業を中心に弱めの動きが続いており、足許までの景気のパスは、メインシナリオ対比で下振れて推移しているとみられる。そして景気・物価の両面で、さらなる下振れリスクも警戒すべき状況にあると考える。そうした状況のもとで、わが国経済が、これから持続的成長経路に復していくという軌道を踏み外さないために、今回金融緩和を一段と強化することが必要と判断する。具体案であるが、国債を中心に基金の増額を行うべきと考えている。さらに申し上げますと、私自身は、今回は短期国債の買入れを増額して、短期金利を起点としてさらなる金利低下を促して金融環境の一段の緩和を図るとともに、海外勢の根強い短期国債の需要を多少なりとも抑制して円高基調の是正に働きかけるとというのが一つの有力なオプションではないかと考えた。この考えは前回会合で白井委員が言及されたし、本日佐藤委員も言及があった。また石田委員の本日のご提案も基本的な狙いは同じであるというように理解している。実際、足許の短期国債の発行レート、並びに本行の買入れの落札レートとも、0.1%を下回って下がり始めており、仮に付利金利を維持したとしても、例えば買入期間を来年前半に集中して行うことで、また年後半は6月末までに積み上げた残高を従来のペースでさらに増額することによって、短期国債金利に一段の低下圧力をかけることが可能ではないかと考えている。従って、私としては、短期国債を来年前半に集中して増額するという案がベストであると考えている。一方で、何人かの委員の方が意見表明されたように、長期国債の増額を含めるという形であっても、もし仮に私が今申し上げたような趣旨が盛り込まれているのであれば、大きな異存はないと考えている。続いて、次回決定会合までの金融市場調節方針は、現状維持が適切であると考えている。

最後に皆様からも言及があった「中長期的な物価安定の目途」について、私も意見を述べたいと思う。導入から来年1月でほぼ1年となるため、やはり点検の時期が近づいていると考える。来月の決定会合に向けて検討すべき事項について少し整理していきたいと思う。検討事項としては大きく分けて三つあると思う。

第一に、目指すべき物価安定の数値表現、すなわち現在の「2%以下のプラス、当面は1%」という表現を見直すべきかどうか、見直すのであればどのように見直すのかという点。第二に、目指すべき物価安定を表す言葉である「目途」という表現について見直すべきかどうか。そして以上、二つの点に付随する事項として第三に、「目途」あるいは「目標」達成に向けたコミットメント政策、あるいは政策運営のガイダンスをどう設定するかという、大きく三つの論点があると思う。

まず、第一の数値表現の検討についてであるが、より具体的な検討のポイントとしては当面の目途である1%を達成した後の姿について、どのように考えるかという点だろうかと思う。今年2月の会合で私自身は、より長期的な観点から1%を上回る水準を目指すことも選択肢としてあり得るのではないかという議論をしたが、この点をどう考えるのか。また表現としてそのレンジが良いのか、あるいはピンポイントで示すべきなのかといった点も論点の一つかと思う。またバイアス、のりしろ、国民の物価観など従来からの検討事項とともにグローバルな観点、つまり他の先進国が目指す物価安定の目標との関係やわが国経済の中長期的な構造変化、あるいは成長力強化の見通しなども検討すべき事項になると思う。当然のことながら最後の検討項目である構造変化の見通しは政府や民間による今後の取組みが鍵となってくる。

二つ目の大きな論点である「目途」という表現の検討についてであるが、私どもの物価安定を表す言葉として「目標」ではなく「目途」という言葉を用いてきた理由は、わが国で「目標」という言葉を使うと、かつて失われた10年の際に議論されたインフレだけしかみない極端で硬直的なインフレ至上主義の政策運営——インフレ・オンリー・ターゲット——といったものと誤解される惧れもあったということだと理解している。例えば当時の非常に有名かつ極端な提案として、クルーグマンの「どのような犠牲を払ってでも、例えば4%のインフレ率を15年間続けるといった無責任な政策にコミットすべきである」といった提案がその一つの例かと思う。本行の政策運営は、他の中央銀行と同様に中長期的に目指す目標インフレ

率の達成に向けて先行きの景気・物価見通しに基づいた柔軟な政策運営が行われてきている。そうした理解が国民ないしは内外に広く浸透してきているかどうかといった点も含め、今申し上げた「目途」という表現の見直しについて検討していきたいと考えている。

第三の論点は、コミットメント、あるいは先行きのガイダンスの検討についてである。本行がもし仮に目指すべき物価安定の表現を見直すということになれば、当然それに付随して強力な金融緩和を将来どのような形で継続していくかというコミットメント、あるいはフォワードガイダンスについて再検討が必要となってくる。現在のコミットメントは当面の「目途」である1%を目指してそれが見通せるようになるまで実質的なゼロ金利政策と資産買入れなどの措置により、強力な金融緩和を推進していくというものであり、また資産買入等の基金については2013年末まで具体的な増額スケジュールを決定している。先行きの金融緩和の内容について、私どもが今踏み込んでいる非伝統的な金融政策の効果や副作用に関して、不確実性が高い中で何をどの程度まで明確にしていくべきかについては、慎重な検討を要する事項であると認識している。以上を申し上げたうえで、このような大きな論点、諸点について次回会合に向けて柔軟に検討を進めていきたいと思う。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

私も金融環境の点検については既に執行部等の案で良いと思う。単刀直入に政策運営であるが、足許の実体経済、物価見通しがともに下振れリスクが大きくなっているということを申し上げ、現在は果敢な追加緩和が必要であると考えている。ただ、現在の資産購入政策の仕組みでは長めの金利が既にかかなりの低位に達しているため、追加緩和の効果が金利に反映する余地が次第に減衰しつつあるということも考えなければならないと

思っている。このため伝統的な金利政策の延長にある長めの資産を買入れ、長めの金利に働きかける経路だけではなく、直接に為替市場や株式市場での市場参加者、特に海外からの市場参加者の認識を変える形で金融緩和の実を挙げていく方策を考えるべき時期になっているかと思う。実際に海外からの市場参加者が為替や株式に少なくともある程度の期間は大きな影響を及ぼしている現実を直視してそれに対処する必要があると考えている。

第一に、特に海外の市場参加者には日本銀行がデフレ脱却に消極的であるという明らかな誤解がある。それはどうも当面の「中長期的な物価安定の目途」を1%としていることから生じているように思う。ならば「目途」を他の中央銀行と同じく、長期的な、つまり短期的な調整の終わった長期均衡での物価安定と定義し直して、このインフレ目標を「ゴール」としてそれを公表するのは望ましいのではないかと思っている。当面の「目途」1%というのは、過去に引きずられる経済主体の予想形成を考慮に入れた文字通り当面の目途であるが、それが誤解のもとになっているのであれば、変更すべきだろうと考える。昨年2月の検討の際にも、成長戦略が実現しデフレになりやすい構造が変革されることを通じて「目途」も上昇していくということを明確にしているので、長期均衡での物価安定が当面の「目途」の1%より高くなるのは何ら不自然ではないと思う。私自身は、昨年2月の検討の際に申し上げたように、長期均衡での物価安定は基本的に他の中央銀行のインフレ目標と同じにすべきであり、現在それは2%であると考えている。ただし、昨年2月の検討より1年近くを経過しているので、新しい論点も生じていると思う。例えば第一ラウンドで指摘したような中長期的インフレ期待に下振れリスクがある時、期待をアンカーし、そして長期的な構造改革の進展に沿う形に持って行くためにはどのような形の情報発信が望ましいのかという論点である。これを含めて今会合で結論を出すのはいささか時期尚早と思われるので、次回会合で結論を出すことにして論点の整理を次回会合までにしておくのが望ましいと考えている。

第二に、現在特に海外からの市場参加者の多くが金融緩和の程度を資産

買入れの規模で判断しているということを考えれば、こうした主体に働きかけ、望ましい結果を得るには資産買入れの規模を拡大し、かつそれを効果的に発信する必要があると考えている。言い換えれば、日本銀行は今後どのような額の追加金融緩和を行い、それがどの位の総額になるかということ、強いメッセージで発信する緊急の必要性を感じている。他の委員が述べられたように、今回資産買入基金で国債買入れを 10 兆円、短期国債 5 兆円、長期国債 5 兆円という話があったが、この合計 10 兆円を来年末に増額するというのは妥当であると考えているが、情報発信を効果的にするため、これは森本委員と同じであるが、来年末までに資産買入基金でそれまでの分も合わせて 36 兆円、貸出支援基金で 15 兆円、合わせて 50 兆円という巨額の追加緩和を 1 年程度で行うという規模感を簡潔に分かりやすい形で説明する工夫をしなければならないと考えている。

第三に、こうした市場参加者の認識に働きかける方策の限界について明確に考えておく必要があると考えている。市場参加者に誤解がある時のショック——今回の場合はそうであるが——は効果があると思うが、これで継続的に為替や株式市場に影響を与えるということは難しいと考えている。従って、これはいわば時間を買う政策であり、時間を買っているうちに金利のルート、量のルートの二方向で従来の枠組みにとらわれずに直接に需要に働きかけ、家計や企業の期待に働きかける仕組みがあるのかどうか、虚心坦懐に検討する必要があると考えている。この意味で、先程石田委員から提案があったが、付利金利についてもベネフィットとコストをもう一度検討するのは重要であると考えている。ただ、現在の付利金利の変更が、現在の金融緩和の枠組みの変更を招来するということも考えられ、その可能性が高いと思っている。こうした変更には十分な時間を取った検討と変更を誤解ないように周知させる情報発信が必要であり、まだ時期尚早であると判断している。

最後に金融市場調節方針であるが、現状維持が適当であると考えている。

白川議長

盛り沢山の論点があるので、できるだけ手短かに議論したいと思う。金融環境については、私自身も昨日の執行部の評価に異存ない。一点だけ申し上げると、金融市場では、為替や株価で大きな動きがあったが、いつもそうであるが、金融市場の価格は様々な思惑で動くが、この1か月間をみると、前半のラウンドでも申し上げたが、グローバルな投資家のリスク回避姿勢がこの1か月で大分変化してきたという感じはする。何よりもユーロ安からユーロ高に転じてきているとか、欧州の株価が上がってきているということにも表れているが、グローバルな金融市場の中で日本がどのようにみられているかという視点も忘れてはならないと思う。それからもう一つは、いずれにせよ金融市場は色々な要因で思惑も含めて短期的に動く訳であるが、最終的にはファンダメンタルズに規定される。為替も長期金利も株価も、やはりファンダメンタルズに規定されていくということであると思う。ユーロ圏の周縁国の国債金利が10年近くに亘ってドイツと同じような金利で推移したり、また結構長い期間乖離することもある訳であるが、いずれにせよ最後はファンダメンタルズである。西村副総裁がおっしゃったように時間を買っている間にファンダメンタルズ自体を改善していく努力が必要であるということも、感想として申し上げたいと思う。

金融市場調節方針であるが、現行の調節方針維持ということであったと思う。それから、前半で議論した経済・物価情勢の判断を踏まえると、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくという軌道を踏み外さないようにするために、ここで金融緩和を一段と強化し、資産買入等の基金の規模を拡大してはどうかというのが皆さんの意見であったと思うし、私自身もそのように思う。この間、石田委員からは補完当座預金の付利金利の撤廃について提案があった。それから、「中長期的な物価安定の目途」についても、元々1年に1回点検をしていくということであったが、次回の会合でこれを議論していく必要があるというように皆さんおっしゃって、私自身もそのように思う。

取り敢えず、基金の増額、付利金利の撤廃、物価安定についての考え方の三つに分けて順番に議論をしていきたいと思う。できるだけ効率的に議論を行いたいと思う。

まず基金の増額であるが、委員のご意見としては、短期国債と長期国債合わせて 10 兆円程度というのが多かったように思う。この 10 兆円の配分の時期的なパターンについて、白井委員からは、皆さんの意見も聞きながらということではあったが、来年前半に集中してはどうかという意見表明もあった。具体的な議論に入る前に、本行のリスク許容度や市場規模等からみた各種金融資産の買入余地等について、執行部から説明を求めたいと思う。

内田企画局長

市中残存額及びリスク量との関係について、口頭で申し上げる。10 兆円ということなので、短期国債 5 兆円、長期国債 5 兆円を一応の前提としてお話しさせて頂く。まず、市中残存額であるが、長期国債の市中残存額は、全体で 520 兆円、うち今回の対象の残存期間 1～3 年で 110 兆円である。短期国債の市中残存額は 120 兆円である。今回、それぞれ 5 兆円ずつ増額する場合の今後の追加買入額であるが、長期国債が 20 兆円、短期国債が 15 兆円となる。今の 110 兆円、120 兆円との比較で言うと、買入れは可能と考えられる。続いて、リスク量である。5 兆円辺りで申し上げるが、長期国債については、一番長い残存 3 年と計算すると 235 億円、短期国債は通常リスク量は把握していないが、仮に一番長いところで残存 1 年と考えると、65 億円となる。従って、リスク量との関係でも増額は可能と考えられる。

次に、議論のあった買入ペースとの関係で数字を申し上げる。長期国債は、現在の積み上げペースを前提にすると、来年前半、後半とも積み上げは毎月 1.25 兆円の積み上げになる。ただし、償還がこれに加わるので、償還分が年後半の方が大きいので、グロスの買入額ということで申し上げると、年前半が 1.5 兆円、後半が 2.1 兆円になる。仮に、増額分を来年一

年間均等で買い入れるとすると、毎月のグロスの買入額は、来年前半が1.9兆円、後半が2.5兆円となる。現状の本年後半が2.0兆円であるので、来年前半と現在がほぼ変わらない水準になる。色々な数字を申し上げたので、グロスの買入額だけもう一回申し上げると、本年後半が2.0兆円、来年前半が1.9兆円、来年後半が2.5兆円という数字になる。以上が、長期国債を来年一年間同じペースで買った場合である。因みに、来年前半に集中して買うと、今申し上げた数字が、2.0兆円の後、2.3兆円、2.1兆円となる。以上が長期国債である。続いて、短期国債である。現在の積み上げペースは、来年前後半とも同じで毎月8,000億円になっている。年前半というご議論が多かったと思うので、5兆円を年前半で積み上げる場合には毎月の積み上げ額は倍になり1.7兆円ということになる。因みに、一年間均等の場合には、前後半とも1.25兆円となる。償還期間が非常に短いのでグロスでの買入額というのは計算できない。以上である。

白川議長

質問はあるか。

白井委員

二つ議論があると思う。要するに、特に長国であるが、グロスの買入残高をスムーズに上げていく方が良いのか、景気が一番悪いと思われるのは半年間なのでそこに集中させるかで大きな違いがあると思う。私は、どちらかと言うと半年と思っている。皆さん、そこはどう思っておられるか。

白川議長

まず、議論の前提として、技術的な質問を受け付けたい。

白井委員

技術的な質問はない。

宮尾委員

短国の年後半の買入ペースはどうか。

内田企画局長

前半で買入れるとすると、買入ペースは同じなので8,000億円である。

宮尾委員

残高が増えるペースは…。

内田企画局長

当然償還分を買っていくことになるので、残高が増えるペースである。ただ、これはどのような期間のものを買っていくかで、振れる可能性がある。なので、計算できない。

白井委員

3か月で計算するとどうか。

内田企画局長

それも明確には難しい。その段階の残高を3で割って頂くと、ほぼ毎月の額になると考えて頂ければと思う。

白川議長

もし、技術的な論点があれば、また適宜質問して頂きたい。そのうえで、どのように具体化していくかであるが、短国と長国という点では、明示的に言われていない方もいるが、皆様のご意見はほぼ近いと思う。テンポについて、先程、白井委員から話があった。他の方から、ご意見はあるか。

木内委員

私は、長国の方が重要だと思う。年末までに同じ額だけ買うとしても、

前半の方で買った方が、残高に対して買入れている分金利が下がるとすると、長い金利に与える影響は大きくなると思う。着地点が同じであるならば、来年1年間の経済の効果を考えると、先に買った方がプラスだと思う。やはり経済の見通しを考えると、前半の方が厳しい。そういう意味では、私は、長国は前半に集中して買う方が良いと思う。

山口副総裁

基本的に金融政策の効果波及には時間がかかることを前提に考えると、前半、後半ということにあまり強く拘るのはどうかという感じを正直持っている。むしろ、1年半ないし2年位かけて政策効果が発現していくと考えて、その時々が必要と思われる量を適当と思われるタイミングまでに買っていくことで良いという気がしている。だから、短国についても、年末までにその残高にすれば良いと思うし、長国についても、同じようにすれば良いと思っている。しかし、議論の過程で、短国については、来年半ばまでにした方が良いのではないかという考え方が強いのであれば、そこは特に拘るところではない。

森本委員

私も、今の山口副総裁の話をベースに考えたいが、そうは言っても、ほぼ3年までフラットになっている状況で、短期の下げ余地がある。このため、短国については、前半に集中して買入れても良いのではないかと考えている。

白川議長

他にないか。全員が明示的に意見を言われた訳ではないが、今、特に追加的なご意見がないことを考えると、このように纏めてはどうかと思う。まず、資産買入等の基金は、目標金額は今91兆円程度であるが、これを101兆円程度に10兆円程度増額する。増額に当たっては、短期国債と長期国債にそれぞれ5兆円程度割り当てる。増額分の時期的な割り振りにつ

いては、短期国債 5 兆円程度については、現下の情勢を踏まえて、来年 6 月末を目途に速やかに増額を完了する。長期国債 5 兆円程度については、来年中の基金の積み上げペースのバランスに配慮して、1 年間均等に積み上げていく。前回だったか、前々回だったか、買入れの効果について整理したが、基本はストック効果だが、全部がストックではなくフローの効果も何がしかあるということであった。それは、その時の市場の状況にも勿論依存する。そういう意味では、今回、10 兆円の増額を発表したことにおいて、ストックに対応する期待の効果は概ね実現すると思うが、実際のインプリメンテーションについては、ストック効果が一緒であることを踏まえたうえで、市場の状況等にも配慮していくということで、今言ったバランスが適当ではないかと私自身も思う。本件については、後程、金融市場調節方針等と併せて採決を行いたい。執行部は、基本要領の改正案の作成など、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

最後のステートメントに関連するが、今回の増額は金額自体も大変大きな額である。考えてみると、9 月、10 月、それから 12 月と——われわれ自身段々感覚が麻痺してきているが——、今回の貸出支援も 15 兆円を上回るということで、向こう 1 年間を考えると、50 兆円という大変大きな金額が出ていく。このこと自体は、われわれ自身は勿論よく分かっているが、効果的にアピールするために、ステートメントにも書いた方が良く私自身も思っている。この点の情報発信を私自身も意識していくが、皆さんにもお願いしたい。

次に、石田委員からご意見のあった補完当座預金の付利金利の引き下げについて、ご意見があればどうぞ。先程、石田委員から丁寧なご説明があったので、明示的にご意見を表明されなかった他の委員で、ご意見があったらお願いしたい。

白井委員

付利金利については、私もかねがね考えている。実際にやってみないと影響が分からないところがあるが、三つ論点があると思う。一つは、付利

をゼロにすることによって、金融機関の収益、財務基盤あるいは貸出行動がどのように変化するかである。もし収益が厳しくなり、そのことでリスクテイクが阻害され、むしろ貸出が伸びなくなるのであれば、私達が行っている貸出支援との関係をどう考えるかが第一点である。第二点は、いざという時に市場で資金調達が困難になることを避けるためにある程度の市場機能が必要ということで、石田委員は 0.03%で維持できるということであるが、私はそこがどうなるかがインプリメンテーションとしてよく分からない。三つ目は、基金の積み上げが難しくなるという議論だが、長国は買えば買えるので、基金の積み上げは大丈夫だと思うが、問題は短国がどうなるかである。積み上げは今の状況でも可能だという意見と、難しくなるという意見で分かれている。その辺のところを皆さんはどのように考えておられるか。私もまだ結論がはっきりと出なかったので、私もその案は考えていたが今回は見送った。

森本委員

石田委員の提案については、極めて緩和的な金融環境のもとで一段の効果を期待する措置としては、その趣旨や狙いは理解できる。その一方で、金融政策そのものの基本方針にかかわる話であり、それ以外にも、今言われたような市場機能の問題がある。今も市場機能は落ちていると思うが、必要な時に市場から資金調達ができるという安心感はある。0.03%でもぎりぎり調達できるだろうとは思いますが、金融システムとしての安心感はある程度大きな話ではないか。実感としてよく分からないところはあるが、やはり市場機能が大きく減殺されるのは間違いないと思う。それから、固定金利オペを 0.03%で行う点であるが、基金の積み上げや貸出支援など大きな金額をまだまだやっていく中で、そうした限界的な金利でこの辺が本当に上手く運営できるか、相当の懸念を感じる。そうした効果とコストを色々考えた場合に、現段階では、別途の方策で金融政策を模索していく方が適当な局面ではないかと考えている。

木内委員

付利金利の引き下げは、一つの選択肢だとは思いますが、コストとベネフィットが現状では非常に不確実なので、私は今後も継続して慎重に考えていくべき選択肢だと思う。私が一番心配なのは、付利引き下げが包括緩和、資産の買取りスキーム自体をかなり崩してしまうのではないかという点である。固定金利については、当然、見直さなければならないが、長期国債についても、当座預金にお金を置いておくインセンティブが従来よりも相対的に落ちるとすれば、従来よりも資産の買取りがスムーズに進まなくなるというコストが出てくる。もう一つは、一回付利をゼロにした途端に金利のアジャストメントが起こるが、それは一回限りなので——勿論、為替に影響を与えるとは思いますが——、将来に亘って継続的なプラスの効果には必ずしもならない。一方で、一回限りの効果が期待される政策によって、今後も持続的に政策を進めることができる資産の買取りスキームを損ねてしまうことの方が心配である。為替への影響は短期的にはプラスの効果があると思うが、例えば、ECBが夏にやった預金ファシリティの金利をゼロにするとか、スイスで民間銀行がマイナス金利を付けることによって、確かに為替は動いたが、この二つの経験から言うと、効果は非常に短期間であった。このことを考えると、非常に微小な短期金利の水準を引き下げることによって、継続的に期待を高め為替市場に持続的な効果を与えて行くことについてはあまり大きな期待はできない。このように、リスクやコストとベネフィットのバランスを考えると、現時点ではまだ慎重に考えた方が良くと思う。

山口副総裁

この議論は、ある種の哲学論争のようなところがあって、最終的に双方が納得して「こうしましょう」とはなりにくい性格のものであると思っている。そのうえで、私は、付利金利を議論するよりは、本来は、政策金利をどうするのか、誘導目標金利をどうするのかという議論から入っていくべきだと思う。とことんゼロを追求する政策スタンスでいくのか、あるいは

は今の 0～0.1%という誘導目標金利を 0～0.05%にするのが良いと考えるのか、その辺りを議論しないと付利金利についての結論は出ないと思う。その場合の最も大きな座標軸は、やはり市場機能をどう考えるかである。欧州のように、市場機能がほとんど消失してしまっているようなケースを念頭に、同じようなことをやってしまうと、今の日本のマーケットはずいぶん状況が違っているので、発生するであろうコストも結構大きくなるのではないかと思っている。

佐藤委員

この問題に関しては、確かに市場機能を阻害するという話はあると思うが、市場機能を壊すから付利金利を引き下げるべきではないとか、金利を下げるべきではないという考え方ではないと思う。私は、この問題に関しては、為替市場への働きかけという観点から、一つの考え方としてあり得るオプションだと思う。ただその際に、市場機能が壊れるから駄目だということではなく、より大事なのはデフレからの脱却であり、デフレからの脱却という大命題のもとで短期市場の市場機能の問題を考えた場合に、どちらの問題が大きいかだと思う。その辺をよく考えていく必要があると思う。

白川議長

皆さん大体ご意見を言われた。私自身も多少の意見はあるが、皆さんのご意見を聞いていると、本件については引き続き議論していこうということだったと思う。今日ここで何か決着をつけるということではなく、引き続き議論していく必要があるということだったと思う。自分自身の多少の感想を言うと、ここまで金利が低下し、バランスシートも拡大してきている中で、ベネフィットだけあってコストがない政策は勿論ないので、オーバーオールにみて中央銀行の政策遂行にとってどのような組み合わせが良いのかを常に考えていくということだと思う。それだけを単独で議論してもなかなか難しいという感じがしている。直前に佐藤委員がおっしゃっ

たように、デフレ脱却が金融政策上非常に大事な課題ではあるが、一方で金融システムの安定も大事な課題である。そういう意味で、中央銀行に課せられた使命全体をわれわれ自身が意識してやっていくということだと思う。その中で、応用編として、それぞれの局面においてどのように考えるかだと思う。短期金融市場で「いざという場合に」ということも——勿論、これだけを考えて議論する訳ではないが——、これによって得られる追加的なベネフィットとコストを考えたいうえで、どのように考えるかである。私自身は、市場の機能は大事であり、バランスの中で考えていく必要があると思う。それから、先程、木内委員、森本委員から話があったが、やはり包括緩和の全体の枠組みを意識せざるを得ず、基金の買入れを円滑に行っていくために、どのようにしていくのが良いのかである。一方で、基金の買入れを行うことだけに焦点を当てれば、どんどん期間を延ばしていくことも一つの方策ではある。しかし、これで財政ファイナンスへの道をどんどん拓いていくことになれば、もっと大きな目的に背馳する。そういう意味で、全体としての政策の運営、枠組みを意識せざるを得ない。今も言ったように、「だから付利金利について反対だ」ということではなく、どの問題についても最終的にバランスが大事である。そのバランスは、中央銀行の政策体系全体を考えたいうえで考える必要がある。抽象論ではあるが、そのような思いがしている。石田委員から追加的なご意見があればどうぞ。

石田委員

皆さんから色々のご意見が出たので、それに一つ一つお答えしている時間がない。ただ、今一番出てきたご意見に、全体の枠組みの中で議論すべきだという話があった。包括緩和についても、もう2年経っている訳である。色々な状況変化がある中で、是非、全体の枠組みについても、これから議論させて頂けると有り難い。

白川議長

よく分かった。それでは、現時点では、付利金利については現状を維持することが望ましいということであった。今、石田委員がおっしゃったことも含めて、日本銀行の金融政策をどのような枠組みのもとで運営していくかという話であるので、これについては今後とも真剣な議論をしていきたいと思う。

それから、三番目が、「中長期的な物価安定の目途」についてである。今年の2月にこれを発表した時に、毎年1回これを点検していくことを発表している。従って、この問題について議論を深めていくことは、非常に大事なことだと思う。1月の決定会合において、この問題を議論するためには、執行部にその検討に必要な具体的な材料を技術的なことも含めて全部出してもらったうえで、最終的にわれわれ自身がしっかりと議論する必要がある。これは、日本銀行の政策委員会にとって非常に大事なことであり本業である。物価の安定という問題は、国民生活それ自体に関わる非常に大事な問題であるので、この1か月の間に色々な議論が活発に行われていくことが望ましいと思う。そのうえで、最終的にわれわれ自身がしっかり判断して決めなければならない。そういう意味でも、今回、このような議論をキックオフすることを世の中に出していくことは適切だと私自身は思っている。今日は、1月の決定会合でこの問題を議論するために、皆さんが予め今の段階で考えている問題意識を割合丁寧に説明された。時間の関係もあり、一つ一つの論点について議論しないが、自分としては、今申し上げた意味合いにおいて、そういうことをやってきたいということである。それから、「中長期的な物価安定の目途」の問題を議論する時に、これをどのような問題として議論するかである。海外のインフレーション・ターゲティングの例をみてもそうであるが、細かいところは多少変わってきてはいるが、基本的には一回入れたら変わってない。それは、英国にしても、ニュージーランドにしても、カナダにしてもそうである。いずれにしても、これは毎年変わるものではなく、まさに中長期的な物価安定の枠組み、金融政策の枠組みそのものである。従って、「今年はこの枠

組みでいきます。来年は別の枠組みでいきます」というようなものではなく、中長期にある程度続けるものとして考えていく話である。従って、これは目先の政策論とは別の話であり、そのことをまずはっきり意識して頂きたいと私自身は思う。そのうえで、今度は政策論として、例えば、コミットメントをどうするかは、これはこれで大事な論点であるから、この話とは勿論リンクはしているが、向こう10年、20年を考えてという話とは別の話である。これは政策論としてしっかり議論した方が良いと思う。

先程、皆さんから、こういう点を論点として考えているという話があったので、自分自身もどのようなことを論点として考えているかを多少申し上げたい。自分自身は、国会の場、記者会見の場、経済界の場など色々な場でこのような説明をする機会が最も多いので、その時に受けている印象を含めて申し上げる。

まず第一は、物価の安定とは本当にどういうことなのかについて、しっかりした議論が必要だと思う。最近、私がよく言及している「生活意識に関するアンケート調査」では、物価の上昇については「どちらかと言えば困ったことだ」という回答が9割弱ある。これはこれで国民の意識であることは事実である。一方で、「デフレを早く何とかして欲しい」ということも国民の声で、両方ともが国民の声である。そういう意味で、われわれ自身は、漠然とした国民の声ではなく、国民がわれわれに託している思いを正確に理解して、正確に表現しないと、結果的に「いや、そのようなことを頼んだのではない」となってしまう。われわれ自身も物価安定の意味をしっかりと議論し、そのことをしっかりと国民に分かってもらう必要がある。これが第一の話である。

二つ目は、多くの委員が触れられた数値的な表現である。この点については、皆さんがおっしゃったことと私自身は同じ問題意識であるので、時間の関係もあるので省略する。

三つ目は、政策の柔軟性である。これは、先程、宮尾委員がおっしゃったことに私自身は共感を持っている。確かに、インフレーション・ターゲティングが入った時には、機械的なインフレーション・ターゲティングで

あった。しかし、それでは経済の変動が却って大きくなってこれではまずいということで、今ではインフレーション・ターゲティングを採用している国は、どこも自らの枠組みをフレキシブル・インフレーション・ターゲティングと規定している。これは、確かに石油価格が上がった時の対応を考えてみてもそうであるし、バブル前の物価の安定を考えてみてもそうであるが、長い目でみた物価の安定を達成することが大事である。従って、短期間にリジッドに物価にスティックする訳でないことは常識ではあるが、ただそのようにフレキシブルなものであるという感覚が不幸にして日本では比較的弱かった。最近は少しずつその理解が深まってきているので、結局、その理解がどの程度国民の間、あるいは政府、政治家の間で理解されるかに絡んでいる。正しく理解された場合には、日本銀行の政策運営と他の中央銀行との間にほとんど差はないと私は思っているので、フレキシブルだということがどの程度理解されるかがポイントだと思う。

四つ目は、政府との関係である。物価は経済活動の結果が表われる訳であるから、当然、政府のマクロ経済政策は物価に対してインプリケーションを持つ。それから、マクロ経済政策を離れて、成長力強化の取組みによって物価が上がっていくこともわれわれ自身が言っていることである。そのうえで、われわれ自身はこの1年間で50兆円も資金を出していく。その多くは国債である。そうすると、財政規律が失われることになってくると、長い目でみて物価の安定に対して却って逆効果になるため、財政規律も非常に大切な論点である。従って、物価の安定は、単に目標を設定して、後は中央銀行が手段の独立性ということで自由にやるということではなく、政府自身に振り返ってくる非常に重たい話である。このことについて、国民的にもあるいは政府においても認識されていることが大事だと思っている。

最後に、政策運営との関係である。これは、世の中で多く言われているが、インフレを抑えていく時、あるいは下がってきたインフレ期待をロックインする時に、この枠組みは非常に有効である。しかし、今ゼロのものをどうやって上げていくかという時——金利水準が高ければまた別であ

るが、現状、金利水準はゼロである——、それから中央銀行のバランスシートも非常に膨らんでいる時に、リーズナブルな期間で本当にこれが達成できるのかと思う。確かに、高い数字を掲げること自体に取り敢えずのアンカー機能があっても、結局、最後はファンダメンタルズに規定されるので、もしそれが達成されないと、今度は中央銀行に対する信認自体、パブリックな政策に対する信認が低下してくる。結局、経済にとってマイナスになってしまう。その意味では、それをどのように実現していくのかというメカニズムを考えていかなければならない。これは政府においても民間においても中央銀行においても、気合いだけの問題ではなく、これをどのように実現していくのかという具体的な政策論の話になると思う。

いずれにせよ、私自身としては、このような問題について、次の決定会合でしっかり考えることが大事だと思う。私としては、今回、執行部に対して技術的な意味で必要な論点を出すように指示して、そのうえでわれわれ自身がこの場でしっかり議論していきたいと思っている。やや先取りし過ぎて言ったかもしれないが、そういう思いがしている。

それでは、この問題については次回議論することにして、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、財務省の武正公一副大臣から願います。

武正財務副大臣

わが国経済について、政府は、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おり、また、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。そのため、先行きの景気悪化懸念に全力で対処し、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取組みを加速するため、切れ目のない政策対応を講じていくことが求められており、政府として、11月30日に経済対策「日本再生加速プログラム」を取り纏めたところである。日本銀行におかれても、わが国経済の状況が厳しさを増していることに加え、景気の下押し圧力が強まっていることを踏まえ、

機を逸することなく、適切な行動を取って頂くことが重要と考えている。

こうした状況において、今回、資産買入等の基金の増額が提案されたことは、政府としても、時宜を得た適切な措置と評価している。また、貸出増加を支援するための資金供給の詳細が示された。本措置は、総額に上限を設けず、無制限で低利かつ長期の資金供給を行うものであり、為替市場を通じた効果を含め、大きな緩和効果をもたらすものと考えている。本日、その実施が正式決定されることを歓迎する。

先般、政府・日銀が共同で発表した「共通理解」では、デフレからの早期脱却が共通課題と位置付けられ、それに向けて、政府・日銀がそれぞれの役割を責任を持って果たすこととされている。しかしながら、消費者物価上昇率は未だゼロ%近傍にとどまっており、デフレ脱却の道筋が描けていない状況である。このため、「共通理解」に則り、デフレからの早期脱却に向けて、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、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、内外の経済金融資本市場等の動向等をしっかりと見極めつつ、継続的かつ、積極・果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の松山健士内閣府審議官お願いします。

松山内閣府審議官

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。先行きについても、当面は弱い動きが残ると見込まれる。また、海外経済を巡る不確実性は高く、わが国の景気の下振れリスクには、十分な注意が必要である。

こうした経済状況に対処するため、先月末、政府は「日本再生加速プログラム」を取り纏め、デフレからの早期脱却と経済活性化に向けた取組みを加速することとした。日本銀行におかれても、先般の政府・日本銀行の

共同文書に基づき、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。今回、貸出増加支援資金供給の詳細が示された。本資金供給が、為替市場を通じた効果を含め、大きな緩和効果をもたらすように、金融機関による利用の円滑化に向け、取組みをお願いする。

また、本日もご提案のあった資産買入れの増額については、時宜を得たものとする。日本銀行におかれては、引き続き、デフレ脱却が確実となるまで強力な金融緩和を継続するよう強く期待する。

最後に、政府・日本銀行のコミュニケーション、その関係、協調についても、本日もご議論があったところであるが、この点については、極めて重要なご議論と受け止めている。以上である。

VII. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取りまとめに入りたいと思う。金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。それから石田委員の方からの議案も用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

最初に石田委員案から読み上げさせて頂く。技術的なところを申し上げたいと思う。石田委員案だが「「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の特則に関する件」等の一部改正に関する件」というようになる。案件は、「金融緩和効果の一段の浸透を図る観点から、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%とするとともに、固定金利オペ、被災地金融機関支援オペ、成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給における貸付利率を年 0.03%とすることとし、下記の諸措置を講ずること」。以下は、それに伴う所要の規程改正ということである。以上が石田委員案

である。

続いて、議長案の読み上げをさせて頂きたいと思う。まず、金融市場調節方針からである。「議長案。金融市場調整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。

次に、基金の増額に伴う規程対応である。「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件」である。案件は、「金融緩和を一段と強力に推進する観点から、下記の諸措置を講ずること」ということである。記書きがあって、二点変えている。一つは「資産買入等の基金運営基本要領」、もう一つは「日本銀行業務方法書」である。中身については別紙 1. と別紙 2. であるが、いずれも数字の改正である。別紙 1. の方は、買入残高の総額を 66 兆から 76 兆に変えている。貸付、いわゆる固定オペの方は変えていない。以上合計すると 101 兆になる。内訳としては、利付国債について 44 兆円程度、国庫短期証券について 24.5 兆円程度と改正している。業務方法書も全く同じ趣旨の改正である。以上が基本要領の改正等である。

最後に公表文案の読み上げをさせて頂きたいと思う。「2012 年 12 月 20 日。日本銀行。金融緩和の強化について（案）。1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を一段と強力に推進する観点から、以下の決定等を行った。この結果、「資産買入等の基金」と「貸出支援基金」を合わせて、今後 1 年余の間に 50 兆円超の資金供給を新たに行うことになり、その残高は 120 兆円超となる（別紙 1）。また、次回の会合において、日本銀行が金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について、検討を行うこととした。(1)「資産買入等の基金」の増額決定（全員一致／賛成○反対○）。「資産買入等の基金」を 91 兆円程度から 101 兆円程度に 10 兆円程度増額する。基金増額の対象については、別紙 2 のとおり、短期国債を 5 兆円程度、長期国債を 5 兆円程度とする。

「資産買入等の基金」を通じた今後 1 年間の追加的な資産買入れ額は、既に

決定したものと合わせ、36兆円程度となる。このほかに、日本銀行は、年間21.6兆円の長期国債の買入れを行っている。(2)「貸出増加を支援するための資金供給」の詳細決定(全員一致/賛成○反対○)。「貸出増加を支援するための資金供給」は、金融機関の貸出増加額について、希望に応じてその全額を低利・長期で無制限に資金供給するものである。その詳細について、実施期間を2014年3月末までの15か月間とすることなど、別紙3のとおり決定した。「貸出増加を支援するための資金供給」による供給額は、様々な要素に依存するが、最近の貸出実績を前提にすると、15兆円を上回ると想定できる。(3)物価安定についての考え方に関する議長指示。日本銀行は、「中長期的な物価安定の目途」について、原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととしている。次回金融政策決定会合において、金融政策運営に当たり目指す中長期的な物価の安定について検討を行うこととし、議長は、必要な論点を整理し、次回の会合で報告するよう、執行部に指示した。2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した(全員一致/賛成○反対○)。3. 海外経済は、減速した状態が続いている。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このところ後退しているものの、今後の市場の展開には十分注意していく必要がある。こうした状況のもとで、わが国の輸出や鉱工業生産は減少し、設備投資などの内需にもその影響が及んできている。企業の業況感は、製造業を中心に慎重化している。以上を背景に、日本経済は、一段と弱含んでおり、当面そうした動きが続くとみられる。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。4. 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。5. 以上の景気・物価情勢を踏まえ、日本経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していく軌道を踏みはずさな

いようにするため、日本銀行は、金融緩和を一段と強化することが適当と判断した。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」。

別紙としては、まず今後1年余りにおける追加資金供給が50兆円超であること、及び基金規模として120兆円超となるということを分かりやすくするための表を別紙1に掲げている。それから別紙2は、いつもと同じであるが、「資産買入等の基金」の規模について、長期国債、短期国債それぞれを5兆円追加している。ちなみに、先程ご議論あったとおり、長期国債については来年1年間均等に積み上げていく。それから短期国債については、5兆円の増加を来年6月末までに積み上げていくという形になっている。最後に、別紙3は「貸出増加を支援するための資金供給の概要」である。最初のところに、趣旨を書いている。中身については先程ご説明したとおりなので、読み上げは省略させて頂く。

公表文について、前回との違い等について申し上げる。1. のところは今申し上げたとおりであって、読み上げさせて頂いたことで、内容が尽きていると考えている。3. からご説明させて頂くが、3. の経済認識のところ、これまでと表現を変えているところを申し上げますと、まず国際金融資本市場については、リスク回避姿勢は、前は「やや後退した状態が続いている」としていたが、これを「このところ後退している」と、若干だが改善方向に変えている。それから「設備投資などの内需にもその影響が及んできている」こと。それから企業の業況感に触れているということ。

表現としては、企業の業況感の表現は月報と同じである。日本経済全体についての判断だが、前月までは、日本経済は「弱含みとなっている」にしている。今月は「一段と弱含んで」いるということなので、「一段と」という言葉を付け加えている。「当面そうした動きが続くとみられる」としているが、前月まで「弱めに推移するとみられる」というようにしている。ここは内容が違っているというよりは、表現として「弱含んでおり」の後なので、「そうした動き」ということで、繋げて書いているというように考えている。4. リスク要因だが、「日中関係の影響など」という部分が、今までは「日中関係の影響の広がりなど」というようにしていた。これは日中関係の影響がさらに広がっているという感じではないので、「広がり」という言葉を落としている。5. については10月30日に同じ表現を使っている。「軌道を踏みはずさないように」というのは、10月30日と同じ表現である。6. については、前月と変えていない。なお、先程、石田委員のご提案があったので、ご提案の採決の結果については、注書きでこれに付記するということになると思う。以上である。

白川議長

先程のステートメントの3. で「一段と弱含んでおり」というところについては、先程若干の問題意識があったが、何か良い表現が見つかったか。

木内委員

ここは考え方が違うと思うので、最終的には皆さんのコンセンサスに従いたいと思うが、この表現は二つの意味で若干の違和感がある。一つは、「弱含んでいる」というのは、個人的には、景気の踊り場か、あるいは非常にマイルドな景気後退のニュアンスなのかなと思っている。現状を考えると、景気後退の可能性が高いので、そうするとこれは「弱含んでいる」ではない表現の方が良いのではないかというのが一つ。

それからもう一つは、「一段と」であるが、前回と比べて一段と景気が加速的に悪くなっている訳ではないという意味での違和感と、もう一つは、

「一段と」という言葉と「弱含んで」というのを重ねることの語感の問題で、つまり「弱含んで」というのは留保が入っている言葉なので、それをさらに「一段と」ということに少し違和感がある。

これらを考えると、つまり前回よりさらに加速的に景気が悪くなっている訳ではないが、例えば、海外の状況とか国内の設備投資などをみると、そう簡単には回復に転じない、むしろ本格的な景気後退に入っていて、そう簡単には回復しないということを表現するのであれば、例えばシンプルだが、「弱くなっており」という辺りがあるのではないかと、個人的には思う。

白川議長

良い表現がなかなか見つからないなというのが正直なところだが。

白井委員

「弱まっている」では駄目なのか。

白川議長

皆さん、どんな感じか。

西村副総裁

私はこれで良いと思う。先程、佐藤委員がおっしゃったのと同じ話だが、どのように考えるかということで、「一段と」というのは確かに奇妙であることは奇妙だが、逆にその奇妙さということから、われわれの意図がある意味出るということで、一段階落ちているということで、私はこれで良いと思うが、私も非常に強く主張する訳ではない。

森本委員

先程少し申し上げたが、微妙なニュアンスを色々汲み取って、そういう状況であるということで、私は結構である。

白川議長

本当に今の状況をぴったり表す言葉がこれかどうかについて、若干のリザベーションは皆さんあるかもしれないが、この「一段と弱含んでおり」ということでどうか。そのうえで、記者会見で聞かれた時に丁寧に説明するということでどうか。ベクトルは下向きであるが下向きの角度自体が高まっている訳ではなく、むしろ若干は緩やかになっているということを説明することで、今回は「一段と弱含んでおり」ということで良いか。

白井委員

1. の上から4行目のところの「残高は120兆円超となる」ということは、毎年増えている貸出15兆円がそのまま日銀のオペに入るような感じがあると思うが、そうならない可能性もあることを考えると「120兆円超となる」というと少し強い感じがする。「120兆円超となりうる」ではどうか。

白川議長

厳密に言えば、勿論「なりうる」だが、ただやはり「なりうる」は弱い。ここは「なる」が良いのではないか。これは元々の狙いがアピールすることである。前回はそうだがこういう前提で計算していると言っているので、これで良いのではないか。

白井委員

分かった。

白川議長

他にないか。それでは、最終案がまとまった。最初に調節方針、次に石田委員の議案、三番目に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正案、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者におか

れては一時退席をお願いします。

[12時37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

調節方針である。採決の結果は、賛成9、全員一致である。

白川議長

門間理事と金融市場局長には、ここに定めた方針に沿って調節に努めるように、これをもって指示をする。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

次に、石田委員の議案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：石田審議委員

反対：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

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

石田委員提出分である。採決の結果は、賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

基金の増額案である。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、調節方針、資産買入等の基金の増額、及び石田委員の議案に関する採決の結果、さらに貸出増加支援資金供給の詳細決定、物価安定についての考え方に関する議長指示を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

内田企画局長

注のところだが、今の採決結果を踏まえて、2行目の「以下の決定等を行った」の後に（注）を付けて、「これらとは別に、石田委員より、補完当座預金制度における適用利率をゼロ%とする議案が提出され、反対多数で否決された」として、賛成：石田委員、反対：残りの8名の委員のお名前を書くということで、入れさせて頂きたいと思う。

白川議長

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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 46 分政府からの出席者入室]

石田委員の提案については反対多数、残りは全員一致である。

VIII. 議事要旨（11月19、20日開催分）及び2013年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

白川議長

それでは最後に、11月19、20日に開催された決定会合の議事要旨、及び2013年1月から12月の決定会合の開催予定日について、一括してお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（11月19、20日開催分）に関する議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

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

[2013年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日に関する議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

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

議事要旨、開催予定日いずれについても賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨については、26 日水曜日 8 時 50 分に対外公表する予定である。また、日程については、本日の会合終了後速やかに公表することとする。

IX. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、1 月 21、22 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 13 時 01 分である。

白川議長

解禁時刻が 13 時 01 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 56 分閉会)

以 上