

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年10月28日（9:00～13:26）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）  
山口廣秀（副 総 裁）  
西村清彦（ 〃 ）  
須田美矢子（審議委員）  
野田忠男（ 〃 ）  
中村清次（ 〃 ）  
亀崎英敏（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）

政府からの出席者：

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

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	加藤 毅（10:37～13:26）
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	一上 響

## I. 開会

(9時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行は、最初に金融経済情勢についての執行部報告、二番目に資産買入等の基金の創設についての執行部報告、三番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、六番目に展望レポート基本的見解の取り纏めと採決、最後に10月4、5日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣、内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。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解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

それではお願いします。

## 外山金融市場局長

まず金融調節の実績について申し上げる。図表 1-1、左端の無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.085～0.098%と誘導目標レンジの範囲内で推移した。前回決定会合において誘導目標が変更されたことを受けて、会合直後は目線がやや低下し、0.08%台での出合いとなったが、その後、潤沢な資金供給が続くもとで、都銀の一部が 10 月 8 日に積み終えてしまったことから、本行が資金供給額を僅かながら調整したことや、レポ放出を行わない欧州系外銀が超過準備を増加させ、その分市場に流通する準備が減少したこと等からレートがやや強含み、0.09%台での推移となった。もっとも、潤沢な資金供給のもとでは、足許再び 0.08%台での推移となっている。当座預金残高は 16 兆～18 兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況をご覧頂くと、引き続き欧州系を中心として外銀が多額の超過準備を保有している。これは、対ドルでなお緩やかな円転地合いが続いていることに加え、E C B の全額供給オペが期日を迎え超過準備が減少して E O N I A が上昇する中、余剰キャッシュを円転して保有する合理性が高まったことも寄与している。この間、都銀の一部行が、9 月の積み期において、積み最終日まで 1 週間残して積み終えたが、10 月積み期に入ると、当該都銀は一転して極めて低い水準で保有準備をコントロールしている。図表 1-3、G C レポ・レートをご覧頂くと、前回決定会合の直後には低下したが、その後は、一部都銀が有価証券での運用を増加させる中、レポ市場での資金放出を減少させたことや、一部外証が資金調達をぎりぎりのタイミングまで引き延ばす姿勢を変えずにいること等から資金の出し手優位の展開となり、レートはやや強含みで推移した。

図表 1-6、オペ運営については、前回決定会合以降、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）を で推移させるよう日々の資金供給を積み立てている。この水準は、10 月初めに都銀の積みを急速に早めてしまった水準と比べると、僅かながら低いものの、昨年 12 月以降辿ってきた緩やかな増勢基調の延長線上にある水準である。基本的な運営の考え方とし

ては、短期的なレートの安定を図る一方で、市場は新たな金融政策の枠組みのもとでの金融調節のあり方について手探り状態にある時期、本行に依存するビヘイビアが定着し市場機能が低下することによって、将来却ってレートが跳ねやすくなる事態を回避することにも腐心している。このため、T+1スタートの金利入札型共通担保オペについては、タームを2週間程度に延ばすとか、積み最終日等イベント日には若干のレートの上昇を許容するといった対応をとっている。固定金利型の共通担保オペであるが、3か月物は週2回、6か月物は前回決定会合以降2回実施した。3か月物の応札倍率は前回決定会合直後の3.05倍から直近では4倍台前半まで回復している。6か月物も8日実施分で2.33倍であったが、26日に実施した分は2.91倍となった。短期金利がやや強含みで推移している中で、0.10%で3か月ないし6か月の資金を確保できる固定金利型共通担保オペの利点が再評価されている。米ドル供給オペは10月5日にオファーしたが、応札はなかった。

続いて、市場の動向についてご説明する。図表2-1、短期金利の推移をご覧くださいと、ユーロ円レートが3か月、6か月で低下している。これまでオファー・ビッドが開いて出合いがつきにくかったが、オファー勢が目線を切り下げ、資金の取り手に擦り寄った格好である。14日には久方振りに外銀・邦銀間での取引も成立した。一方、短国レートは、前回決定会合直後に下落したが、レポ・レートがやや強含んで推移したこともあり、その後上昇し、行って来いの展開となっている。図表2-2、TIBORについては、前回決定会合直後から低下したが、低下幅は2bp弱にとどまり、足許では低下が止まっている。一方、先行して低下したLIBORについては、このところテンポが鈍っているものの、節目となる0.2%を割り込むまで低下した。CP発行レートについては、本行の買入期待も手伝い、格付けの低いものを中心に弱含んでいる。図表2-3、主要通貨LIBOR-OISをご覧くださいと、ユーロの振れが目立っている。ユーロLIBOR自体は、全額供給オペの期日が9月30日に到来し、超過準備保有が縮減したことから、じりじりと上昇している。これによって、為替スワッ

プ市場でも、ユーロ転地合いは急速に改まりつつあるという情勢である。図表 2-5、長期金利について、米国では追加緩和期待で大きく低下した後、リフレ期待が織り込まれる形で反転上昇している。25 日に行われた TIPS の入札では初めてマイナス金利もついた。我が国でも前回決定会合以降は顕著な低下をみたが、その後は中期債や長期債を中心に利食いの売りも入り、レートをじりじりと戻した。図表 2-6 で確認すると、10 年のところでフラットになっているほかは、イールド・カーブが上方へシフトしている。図表 2-8、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移については、米欧ではサーチ・フォア・イールドの動きが強まる中、緩やかな低下を続けており、起債額も高水準となっている。我が国でも消費者金融銘柄を除いて、スプレッドは幾分縮小している。本行による買入れがアナウンスされると、残存 3 年程度までの銘柄を物色する動きも出てきている。図表 2-10、株式相場であるが、これも米欧では、追加緩和期待の中で、流動性相場の色彩が強まって上昇してきている。一方、我が国では前回決定会合当日は上昇したが、その後は円高が進展してきたこともあり、軟調な展開となっている。図表 2-11、東証 REIT 指数の推移であるが、前回決定会合直後、大幅に上昇した。その後、一旦格付けが低い銘柄を中心に反落したが、極く足許では本行が幅広い銘柄を購入対象にするのではないかといった思惑が広がり、足許再び上昇している。図表 2-12、為替相場の推移であるが、米国の追加緩和期待が強まる中、ドルが低下する一方、円、ユーロは上昇した。介入警戒感がやや後退していることもあり、ドル／円レートは 80 円台まで一時低下した。この間、本行の包括緩和策や G20 の影響が限定的である一方、中国の利上げが 10 月 18 日にあり、これに対しては一時的にドル買いがみられた。最後に、図表 2-15、エマージング、コモディティ市場の動向についてであるが、ここもサーチ・フォア・イールドの動きが強まる中、必ずしも規模の大きくないこれらの市場に投機資金が向かっており、利食いによる振れを伴いながら騰勢を辿っている。

以上を纏めると、我が国ではクレジット市場は活気づいているものの、

円の上昇が株価を軟調なものとしているほか、長期金利も包括緩和の公表を受けて一旦は大きく下落したが、足許は売り戻されている。また、外為証拠金取引等個人投資家の活動を除けば、円キャリーの動きもほとんどみられない。一方、海外市場では、米国が11月のFOMCで何らかの追加緩和を決定するという織り込みを強めてきており、中期ゾーンまでの金利が低下し、米株の上昇やドルの下落が進行している。また、投資家が運用難からサーチ・フォア・イールドの動きを強めており、ドルキャリーの取引も含めて、クレジット市場やエマージング、コモディティ市場に資金が流入している。しかし、米国長期金利にしても、TIPSや長期から中長期ゾーンは、リフレが保険的に織り込まれる水準となる等、先行きの不確実性の大きさを如実に現しているとみている。一部ヘッジファンド等からは、撤退時期を探る段階に差しかかっているという声も聞かれている。そうした意味でも、FOMCが近々政策変更を実施する場合、その内容や効果が注目されているといった情勢である。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

幾つかお話しして頂いたが、包括的な金融緩和の影響について纏めてみると、一番大きく出ているのは何処だと考えているか。

外山金融市場局長

コミットメント効果ということで、長期金利の低下にまず大きく出たと考えている。ただ、足許は米国金利の上昇等様々な要因があり、レートを差し戻してしまったという形かと思う。社債・CP、株、J-REITについては、どういった銘柄が対象となるのかといった思惑に振らされる展開であり、これらがまだ公表されていない中で、まだ本格的に買い進めるところまでには至っていない。ただ、一部で思惑に従って買い進める動き

が散見されている。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

ないようであれば、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の現状評価について、ご報告申し上げます。席上お配りした国際局資料、参考計表、資料－3【追加】をご覧頂きたい。米国から始めたいと思う。まず、図表1の米国であるが、前回会合以降に公表された経済指標をみると、米国経済は減速すれど後退せず緩やかな回復を続けていくというこれまでの標準シナリオに沿って動いているようにみられる。明日公表される第3四半期のGDPは、前期を上回る伸びとなるとの見方が市場では多くなっている。このように幾分明るい材料もあるが、一方で、雇用環境の改善は捗々しくないなど、バランスシート問題という重石を抱える中で上方に弾みにくく、下方に振れやすいという、いわゆる非対称的なリスク・バランスには変化はないとみている。また、財市場や労働市場における緩和的な需給がディスインフレ圧力として引き続き作用していくということも予想される。先行きの見通しには、不確実性が色濃く残る状態が続いているとみている。それでは、具体的な計数をみたいと思う。まず、個人消費関連であるが、5. 小売売上高は、9月は0.4%増加し、四半期でみても+1.0%と、幾分伸びを高めている。6. 自動車販売も緩やかに増加し、1,100万台後半の水準となっている。この結果を受けて、明日、日本時間の夜、公表される第3四半期GDPの直前の予想は、約+2%になっている。なお、7. 消費者コンフィデンスは10月は50.2となり、ちょうど50を挟む展開になっている。次に、住宅関連であるが、

8. 住宅着工は 61 万戸と、足許は増加しているが、依然極めて低い水準である状況に変わらない。住宅販売についてみても、新築、中古とも低水準横這いの動きである。こうした需給環境のもとでは、9. ケース・シラー指数をみても、相変わらず横這い圏内の弱い動きを続けている。次に、11. 貿易収支をみると、四半期ベースでは、4~6 月期まで赤字幅が拡大してきていたが、7 月、8 月は、まだ水準として大きい、横這い圏内の動きになっている。それから、10. 資本財受注は昨日出た。9 月は $-0.6\%$ と、気持ち弱めである。ただし、四半期ベースをみて頂くと、第 3 四半期は前期比 $+1.0\%$ であるので、回復基調は何とか維持できているようにみられる。それから、生産活動については、13. 鉱工業生産の 9 月は $-0.2\%$ であるが、こちらも第 3 四半期をみると $+1.2\%$ である。猛暑の影響から電力が増加していたが、一方で、幅広い項目で増勢が鈍化する形になっている。次に、雇用関連であるが、9 月の雇用統計はご承知のとおり、民間の雇用者数は $+6.4$ 万人である。回復の力は力不足で、極めてゆっくりということで、この程度の雇用者数の増加では失業率を低下させる力はない。雇用環境の改善は、非常にゆっくりとしたペースにとどまっている。最後に、物価である。16. C P I のコアでみると、8 月の $+0.9\%$ から 9 月には $+0.8\%$ と、小幅ながら低下している。ディスインフレ圧力がかなりかかり続けている。以上が米国である。

次に、図表 2-1、ユーロエリア経済をみていきたいと思う。ユーロエリアの主な経済指標を確認したところ、欧州については、世界経済の減速を受けて輸出、それから生産が減速している。ただし、既往のユーロ安による影響もあって、その影響は比較的小さめと、今のところなっている。こうした一方で、財政赤字、あるいは民間の過剰債務に起因する内需の下振れリスクは引き続き強く残っているので、先行きの回復ペースはかなり緩やかなものにとどまるという判断に変わりはない。個別計数をみたいと思う。2. 輸出は幾分減速しつつも増加、少し古い数字が出ているが、8 月は $+1.0\%$ である。9. 鉱工業生産は、輸出の減速を受けてこのところ減速し、四半期ベースで $+2.4\%$ から $+0.9\%$ となっている。もっとも、10. 製



造業PMIは、足許では下げ止まっているし、3. PMIの輸出受注指数も同様の動きである。こうしたユーロ安の影響を受けた輸出、生産の減速は小幅にとどまる可能性を示唆しているとみて宜しいかと思う。次に、内需関連であるが、設備投資に関して、4. ドイツの国内投資財受注は、増加基調を維持し、8月には+2.0%である。個人消費をみると、6. 小売売上高が横這い圏内の動き、7. 自動車販売は下げ止まりつつあるということで、個人消費全体として、極く緩やかな増加基調を維持しているとみて良いかと思っている。物価面については、12. CPIは、一部の国におけるVAT税率引き上げを受けて、前年比プラスが小幅に拡大しているが、コアの方はずっと+1.0%と、緩和的な需給環境のもとで、欧州においてもデイスインフレ圧力が作用しているとみられる。図表2-2、英国経済は一言だけ申し上げる。英国経済は、達観してみれば、まずまずの回復基調だと思う。数字で申し上げると、実質GDPの第3四半期が出たが、+3.2%である。英国経済としては、堅調な数字と言って宜しいかと思う。

アジア、エマージング諸国をみたいと思う。図表3-1、まず、中国については、不動産取引抑制策の影響、それから輸出の増勢鈍化などから幾分減速をしているが、内需、特に個人消費の堅調が続くもとで、全体としては高めの成長を続けている。1. 実質GDPでみると、第3四半期は前年比で+9.6%と高い伸びとなっている。内需については、4. 小売売上は+18.8%と堅調に推移しているほか、5. 固定資産投資も前年比+20%を超える高い伸びを維持している。この間、6. 輸出は増勢が鈍化しているが、堅調な内需の動きを受けて、2. 工業生産の減速は一服感が窺われる。3. 製造業PMIについても、2か月連続で上昇しており、先行きの生産の回復を示唆している可能性が強いとみている。

次に、他のアジア諸国についてみると、2. インドは、高めの成長を続けている。一方で、図表3-2、NIEs、ASEANについては、IT関連が、液晶パネル、パソコンなどの減速から、輸出それから生産がこのところ減速している。もっとも、こうした国においても、内需については、引き続き堅調であるため、NIEs、ASEAN全体として、回復基

調であるとの姿には変わりがないとみている。また、韓国の第3四半期のGDPは——図表3-2の(1)であるが——年率で+3.0%と、新聞報道等では弱いという見方もあるが、+3.0%成長を保っているとみて良いのではないかと思っている。このように、アジアを中心とする新興国が高めの成長を続ける形で、少なくとも今暫くは、こうした諸国が世界経済を牽引していく姿が見込めるのではないかと考えている。

最後に、図表6をご覧頂きたい。前回も主要エマージング諸国の株式市場という図表を掲げたが、それをリバイスするとともに、今回は、金利の動きを併せてみた。1.のグループが、株価が史上最高値を更新している国、2.がリーマン・ショック後の高値を更新している国である。前回からの違いは、グループ2.に香港とブラジルが加わっている。それから、政策金利の推移を比較した場合には、1.の国は、リーマン・ショックの後、大幅に金利を引き下げた後で、そのまま据え置いている中で、株価がかなりのピッチで上昇を続けている傾向が窺われる。2.のグループについては、多少幅があるが、いわゆる金融政策で金利の正常化を進める中において、相対的には、株価の上昇がよりなだらかになっている傾向が窺われると思う。ご承知のとおり、海外資本の流入が続いている訳である。景気回復後も金利を据え置いている国ほど、株価は上昇しており、そういった過熱のリスクは大きいと思う。今後、こうした特にグループ1.の国について、十分注意してみていく必要があると思っている。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の住宅市場の低迷がずっと気になっている。最近、特にまた問題になりつつあるのが、差し押さえに関する問題だが、この問題のインパクトというか、持続性、あるいは住宅価格に対する影響はどのようにみたら良いか。

大野国際局長

短期的なインパクトとしては、いわゆる書類の不備であるとか、あるいは金融機関の対応が雑であるということ、これは色々なそうした差し押さえのプロセスを遅らせるということだと思う。遅らせることによって、差し押さえ物件の流入が絞られるという意味では、極く短期的にみれば、むしろ供給圧力を減らすという意味で、価格の下支えになるという可能性はある。しかし、マーケットもその先をみているということでは、この問題が単なる解決を遅らせるという意味において、そのような短期的な上昇が起こるかどうか疑問があるという見方も多いと思う。より本質的には、今回の問題は住宅のバランスシート調整を遅らせるということであるので、中長期的にみれば、これは明らかにネガティブな要素と考えて宜しいかと思う。

須田委員

今の話を聞いていて、何年か前の日本での建築基準法違反事件の影響を少し頭に浮かべた。きちっと法律に合っているかどうかをチェックする過程で、そこまで大きな影響があると考えなくても大丈夫だということか。

大野国際局長

そうである。日本の建築基準法の場合は、いわゆる審査によって全ての着工であるとか、設計が止まるというものであった。今回の場合は、差し押さえのプロシージャを進めるかどうかということであるので、例えば、今後の新しい建築の着工であるとか、申請については、日本のように直接的に大きなインパクトがあるということはないと思う。

須田委員

差し押さえだけではなくて、住宅ローンの買戻しも結構あるので。

大野国際局長

マーケット自体への影響をお尋ねか。

須田委員

広がりが・・・。

大野国際局長

それは、あると思う。

須田委員

個人もあるのか。個人も返せという話が広がってしまうと結構大変かなと思う。広がりが思っていたよりもひどいことにならないのかと少し懸念している。

大野国際局長

そういう意味での短期的なインパクトは、勿論あると思う。不確実性が高いこともあるが、私は、やはり米国経済が抱えるバランスシートの本質的な問題であるので、ここの解きほぐしが急務であるにも関わらず、それを相当遅らせてしまうところを一番注意してみていきたいと思う。

野田委員

買戻しの問題は、前からあったな。ただ、若干また火が点いている、少し注目が集まっているということで、現象的に何かが変わっているということではないな。

大野国際局長

そういうふうに見ている。

## 須田委員

英国の経済の見方だが、MPCでの議論をみても、経済がきちっといくのかそれとも弱いのか、本当にどちらなのか、なかなか決定打に欠けると思う。今日のお話だと少し想定より良いのが出たということだから、少しそちらに寄って良いのか、あるいはMPCでもQEみたいなことを考えているという話も一方である訳で、その辺についてはどのようにみておけば良いか。

## 大野国際局長

英国経済の極く直近の反発力の原因は、恐らくこれまでの累積的なポンド安と輸出が牽引していることが一番大きいと思う。BOEというか、英国の当局が考えている以上に、例えばここ2四半期のGDPの伸びは良かったということだと思う。英国をみているエコノミストなどでは、直近のGDPをみて、ひょっとするとBOEは、金融政策に対する緩和的なバイアスについては、少し旗を緩めても良いのではないかなというような見方もしている。ただし、英国の場合は、新政権による相当きつい財政緊縮政策がもう目前に控えているので、そのいわゆるフィスカル・ドラッグをこなして、英国が、例えば2009年は-5%であるから、その後、+2%なり+3%なりの巡航速度に復帰できるかということ、そこはやはり相当危ういという状況には変わりないと思っている。従って、この反発力は、ポンド安それから輸出を起因とした、それほど息の長くない反発力とみておいた方が良いと思う。

## 中村委員

為替レートだが、ユーロ安でかなりEUの輸出が良くて、ドイツの輸出企業等が好決算を出している。足許のユーロのレベルはカンファタブルなのか。一部には、まだ先々のユーロ高懸念があるが、どのように考えれば良いか。

大野国際局長

少なくともコア諸国、特にドイツ、それからフランスにとっては、今の相対的なユーロ安傾向——3か月、半年位でみた——は、経済運営上あるいは企業の経営上は極めてカンファタブルということだと思う。

中村委員

1.3 というか、1.4 を少し割ったようなレベルであるな。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、次に国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、事前にお配りしている資料－4 の参考計表で説明したいと思う。図表 3 を開いて頂きたい。通関統計である。9 月の数字であるが、実質輸出の 9 月の前月比が－0.0%、実質輸入は－0.4%となっており、その結果、7～9 月全体では輸出は前期比－0.4%、輸入が＋1.1%となっている。グラフでご覧頂くと、右の頁、図表 4 上段のとおりであり、7～9 月が着地したところで、実質輸出はほぼ横這いであるので、輸出の増勢はこのところ一服しているという認識が適切かと思う。

図表 5 であるが、上段で実質輸出を地域別にみて頂く。第 3 四半期の列で、米国向けが＋3.5%、EU向けが＋4.2%と、ともに第 2 四半期に比べると減速している。しかし、よりはっきりと減速しているのは東アジア向けであって、第 1 四半期まで非常に高い伸びできたが、第 2 四半期は＋5.0%、そして直近の第 3 四半期が＋0.8%ということで大幅に減速している。このうち、第 1 四半期から第 2 四半期への減速は、主として中国向

けであって、これはこの時期に中国の経済活動そのものが過熱抑制策の影響で減速したということと整合的である。しかし、第2四半期から第3四半期への減速は中国向けではなく、むしろNIEs向け、ASEAN向けが、それぞれほぼ横這いまで急速に減速していることの影響が大きい。恐らくは中国経済の減速がタイムラグを伴って効いてきていることと、それ以上にIT関連の在庫調整の影響が大きいと考えている。その他向けが-4.0%と突然マイナスになっているが、これは前回も申し上げたように、中近東向けの自動車などで円高の影響が出ていることと、船舶の振れが影響している。以上、簡単に纏めると、輸出は元々世界経済が急回復から緩やかなペースでの回復へと、大局的にみて局面が変わりつつあるところへ、第3四半期は、第一に中国などの過熱抑制策の影響と、第二にIT関連の調整、それから三つ目は円高と、その三つの要因によって輸出が一旦足踏み状態になっているということかと思う。このうち、三番目の円高がさらに進行してしまうと話は別であるが、そうでなければ新興国経済は基本的に強いと思うし、IT関連の調整も基本的には深いものにはならないと考えているので、輸出は先行き再び緩やかに増加するとみて良いと思う。10~12月からすぐに増加トレンドに復するかどうか確たる自信はないが、いずれにせよそう長い期間停滞を続けるものではないと現時点では判断している。勿論、米欧経済の先行きや円高の展開については注意が必要と思っている。

輸出関連は以上で、図表14まで進んで頂き、設備投資先行指標である。上段の機械受注であるが、黒の太い線を見て頂いて、右端が7~8月分となっており、8月がかなり強かったために、7~8月の4~6月対比が+11.3%とかなり増加している。ただし、これは明らかに振れとみられる動きもあるので、この後9月は一旦反動が出ることが予想される。しかし、それでも機械受注は、4~6月に一旦横這いになった後、そのまま頭打ちになっている訳ではなく、緩やかな持ち直し基調が続いていることが改めて確認されたように思う。下段の建築着工は新しい数字は出ていない。

図表15であるが、太い実線が日本政策金融公庫による中小企業の設備

投資実施企業割合である。四半期ごとの数字であり、今回は9月中・下旬調査である。上段が全産業、その内訳として中段が製造業、下段が非製造業となっている。ご覧のように、いずれも上向きの動きが続いており、レベル的には過去のボトムを漸く上回った位で、まだ低い、方向として持ち直し基調にあるということは比較的鮮明かと思う。

図表 16、同じく日本政策金融公庫の中小製造業の 2010 年度の計画であるが、上段の太い線にあるように、2010 年度は+20.6%という計画になっている。これは今年度二回目の調査であって、中段の修正パターンは、過去の平均が灰色の太い線であるが、過去は実績は大体この二回目の調査どおりに着地する傾向がある。以上、設備投資関連の図表は、レベルはなお低い、持ち直しの方向にあるというこれまでの判断と整合的な情報かと判断している。

次に、個人消費であるが、大きな指標は出ていないが、図表 19 をご覧頂きたい。前回は間に合わなかったが、包括指数が掲載されているのでみておく。中段のグラフであるが、7~8月の4~6月対比が、数字で申し上げると+1.3%と、灰色の部分の耐久財を中心にしっかりと伸びている。ただし、様々な特殊要因があることは従来から申し上げているとおりである。

消費者マインドであるが、図表 21 の各種の指標、ご覧のようにそれぞれ大きく落ち込んでいる訳ではないが、最近は少し弱くなってきている。この間、アネクドータルには、家電製品に関して 12 月にエコポイントが半減となることとなったために最近は駆け込み需要が出ているという話もあるが、個人消費全体としては、10~12 月は一旦マイナスになるという蓋然性が引き続き強いと考えている。

図表 24 まで進んで頂き、生産であるが、鉱工業生産の 8 月確報値が入っている。ご覧のように前月比-0.5%になっており、これは速報段階の-0.3%からは若干下方修正になっている。この結果、脚注 2. にあるが、9 月の予測指数を繋ぐと 7~9 月は前期比-1.4%になる。ただし、歪みが生じる前の去年の季節要素を使って、例の実勢ベースで数字をはじく



と、 $-1.4\%$ ではなく $+1.1\%$ になる。ミクロ情報を踏まえた我々の見通しでは、今のところ前回申し上げたところからあまり変わっていない。改めて申し上げておくと、実勢ベースで7~9月が $+1\%$ 台後半、10~12月が $-2\%$ 台前半、公表統計ベースに引き直すと、7~9月、10~12月とも $-1\%$ 前後というように現時点では想定している。また明日出るので、次回報告できると思う。

国内企業物価であるが、図表33、右下は3か月前比のグラフである。ご覧のように右端9月がマイナスになっているが、マイナスの幅は縮小し始めている。この後であるが、国際商品市況が最近少し上がっているので、国内企業物価も基調的には若干上昇傾向で推移していくと考えている。そこに10月からたばこ税の増税が寄与度で $+0.4\%$ 分加わってくる。補足で、上段の前年比をみると、最近はゼロ近傍で推移しているが、今申し上げた展開を前提にすると、前年比の方は前年要因もあるので、この後、ほどなく $+1\%$ 近傍まで上がってくると思う。2010年度全体では $+1\%$ 弱辺りで着地するという蓋然性が一番高いと現時点では思っている。

国内企業物価以外の物価指数であるが、図表29まで戻って頂き、表の方をご覧頂きたい。この表の中段辺りにCSP Iがあるが、ここには8月分まで入っているが、この後9月分が出ているので、数字だけ申し上げておく。二段目の除く国際運輸の方で申し上げるが、8月の前年比 $-1.1\%$ に続く数字は9月が $-1.2\%$ となっている。広告や不動産を中心に少し弱い動きになっている。CPIについては新しい数字は出ていない。ここまで概ね7月の中間評価どおり推移してきており、このままいくと2010年度は除く生鮮・高校授業料のベースで $-0.4\%$ 位となる蓋然性が相対的に高いと予想している。

以上、前回以降、包括的に評価できるだけの指標が出ている訳ではないが、第一に、設備投資が持ち直しに向かっていることをさらに補強する材料が得られていること、その一方で、第二に、輸出の増勢が一旦一服している状況が確認されたこと、その二点が前回以降の主な追加情報である。いずれもこれまでの現状判断及び先行き想定と基本的な齟齬はない、整合

的であるというように判断している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

船舶の落ちであるが、これは一過性のものか。それとも円高などの影響がかなり強いのか。

門間調査統計局長

4～6月に相当出ているので、その反動とみられる。受注では円高の影響が出てきているという話は聞かれるが、それが出荷ベースで出るのはこれから2年先とか、そういう話だと思う。

宮尾委員

先程の消費者コンフィデンスであるが、幾つかの指標が、わりと傾向的かというと、この2～3か月落ちているが、この傾向は今後どのように続いていくのかについて何かあれば。

門間調査統計局長

今のところまだはっきりしないが、直近の指標が大体9月の上・中旬位のものである。一番新しいものが景気ウォッチャーで9月の下旬であるが、10月に入ってからの状況はまだ確認できていない。アネクドータルに急速に冷え込んでいるという感じまでではないが、やはりじわじわと景気の足踏みの状態を反映してマインドが悪化していかないかどうか、そこに円高等がさらに進行すると追加的なショックになり得るので、注意深くみていく必要があると考えている。

須田委員

中小企業の設備投資計画であるが、図表 16 をみると、これが修正パターンとみて良いのか。

門間調査統計局長

そうである。

須田委員

結構思ったよりも強いとみるのか。それとも、そのように読んではいけないのか。

門間調査統計局長

これだけを見ると、それなりに強いかなという感じはするが、ただ途中でも申し上げたが、レベルはかなり低いと判断した方が良いと思う。というのは、2008 年度にこれは 1 割位減って、2009 年度は 4 割以上減っている。であるから、単純に掛け算をすると、2007 年度に対して 2010 年度はまだ 3 割以上低いというレベルであって、相当低いと思う。また、この調査で別途目的別の内訳があるが、ほとんどこれは更新投資の強まりである。従って、これまで先に送ってきたものをさすがにもうやる、という位の話ではないかと判断している。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告（資料－5）

白川議長

ないようであれば、金融環境に移りたいと思う。

## 櫛田企画局長

それでは、前回会合以降公表されたデータを中心に、「金融環境の現状評価」参考計表に基づいてご説明する。図表 1 をご覧頂きたい。当月出た指標として、インフレ予想の (2) 消費動向調査がある。家計の 1 年後の予想インフレ率は、7~9 月計数は概ね横這いであった。8 月は+0.9%であった。図表 2、エコノミストのインフレ予想 (1) の E S P フォーキャストは、10 月調査をみると、9 月調査から四半期のパスが若干下振れる格好になっている。年度計数でみると、10 月調査結果では、2010 年度が-0.9%、2011 年度は-0.2%、今回から初めて 2012 年度の計数が出ているが+0.2%であった。続いて右側の (2) コンセンサスフォーキャストである。エコノミストの中長期的なインフレ予想がどうなっているかであるが、この太実線のところ——6~10 年後の平均——をご覧頂くと、+1.1%と横這い推移であった。中長期的な予想インフレ率は落ち着いた推移になっている。

続いて、図表 4 と 5 をご覧頂きたい。C P ・社債の発行金利の推移である。左側の C P 発行金利であるが、下段の C P 発行スプレッドは概ね横這いで推移している。その結果、上段の C P 発行金利も横這いで推移している。右側の社債発行金利であるが、下段の社債発行スプレッドは、月々の振れを伴いつつも、スプレッド自体は横這い推移である。ただ、このところ 9 月に比べて 10 月平均では、中期国債金利の水準が幾分低下しているので、グラフでご覧のように、社債発行金利は引き続き低下している。

続いて、図表 6 である。上段の民間部門の総資金調達及び中段の銀行貸出、いずれも資金需要の低迷を背景に前年比のマイナス推移が継続している。ただ、9 月の計数は、民間部門総資金調達でみると-2.6%から-2.4%、銀行の貸出残高は-1.7%から-1.6%と若干減少幅が縮小している。銀行貸出については、地銀・地銀Ⅱ計のところをご覧頂くと、このところ緩やかに前年比増加幅が若干拡大しており、8 月の+0.5%から 9 月は+0.7%である。アネクドータルな話では、地方銀行が都内店等を中心に積極的な貸出姿勢を示しているということである。社債関係であるが、流通スプ

レドの動きである。スプレッドはA格及びB B B格で幾分タイト化し、若干スプレッドが低下する動きが聞かれている。社債発行については、B B B格で2006年以来久々に社債を発行する動きが複数聞かれていて、社債発行企業の裾野の広がりが窺われるのが最近の動きである。

続いて、図表10、企業金融関連である。当月は主要銀行貸出動向アンケート調査、いわゆるローン・サーベイが出ている。中段の貸出運営スタンスのところをご覧頂くと、大企業向け、中小企業向けとも積極化超幅が幾分拡大している。同時に、その要因として、金融機関では、成長分野への取組み強化といった要因を指摘している。成長分野への取組み強化がどういった格好で金融機関の貸出姿勢に現れているのかを探るために、今回初めてそうした項目を加えて調査しているが、成長分野への取組み強化を挙げる金融機関が多いということであった。それから、小企業の貸出態度判断と資金繰り判断であるが、日本公庫の計数が出ている。中段の小企業（日本公庫）のところをご覧頂くと、4～6月に改善した後、7～9月は横這いであった。下段の資金繰りのところも同様であり、4～6月にかなり改善した後、7～9月は概ね横這いという結果であった。

図表13、企業倒産関連である。9月の企業倒産件数であるが、前年比-4.6%と引き続き減少であった。もっとも、負債総額については、日本振興銀行と武富士が倒産したことから大幅に増加しており、当月は1兆4,180億円が負債総額である。前年同月比では4.6倍であった。1兆円を超える負債総額となったのは、日本航空関連がこの1月に会社更生法の適用申請をして、1月は2兆6,000億円位であったが、それ以来ということである。日本振興銀行の連鎖倒産は数件発生しているようだが、大勢に影響を及ぼすものとはなっていないという見方が多いと聞いている。

以上、前回会合以降利用可能となった指標についてご説明したが、全体としてみると、社債発行金利が幾分低下している、また流通スプレッドの低下もみられる、また発行企業の裾野も広がっている、といった動きであった。また、本行による成長基盤強化支援も何がしか影響しつつ、金融機関の貸出姿勢が積極化していること、現状、貸出自体の伸びには繋がっ

ている訳ではないが、姿勢としては前向き感が出ていることが確認されたように思われる。以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、緩和方向の動きが続いている。」との前回までの判断を変更する必要はないと考えている。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

倒産だが、前年比のマイナス幅が少し縮んできたり、例の貸出条件変更先について少し厳しいかもしれないということが聞かれている。やはりそのようにみておいた方が良いのか。

櫛田企画局長

前年比のマイナス幅は小さくなっているが、マイナス幅の縮小自体が企業の業況の悪化を示している訳ではない。先行き懸念される声としては、緊急保証の問題や委員のおっしゃった貸出条件変更の今後の扱いといったものが懸念されている面がある。全体として今倒産が増える環境ではないが、一部にそういったことを懸念する声が聞かれ始めている。それには、足許、業況の改善ペースが鈍化していることが、そういった不安感を若干高めている面はあろうかと思う。

山口副総裁

銀行券の関係だが、図表 15 で、7～9 月は前年比で+1.1%になっているが、10 月に入ってから銀行券の発行状況はどうなっているか。

櫛田企画局長

郵貯の大量償還のための現金需要等があるが、当面、この1%程度で落ち着いた動きになると見込んでいる。それによって、大きく銀行券の伸び

が高まるといった状況とはみていない。

白川議長

他にご質問はないか。

### Ⅲ. 10月5日の議長指示に基づく執行部報告（資料－6）

白川議長

それでは、次の案件に移りたいと思う。前回の決定会合では、多様な金融資産の買入れと固定金利オペを行うために、臨時の措置として本行のバランスシート上に基金を創設することを検討することとした。また、執行部に対し、こうした基金の創設について具体的な検討を行い、改めて報告するように求めたところである。ここで、執行部からこれまでの検討状況について報告をお願いする。なお、本件については執行部からの報告の後、これに対する技術的な質問、確認の時間を取るが、今後の対応については次の討議のラウンドで議論をしたいと思う。それではお願いする。

梅森企画局審議役

資料－6【追加】「資産買入等の基金」の運営についてご説明したいと思う。1頁をご覧頂きたい。検討指示を受け、基金の運営等について基本的な事項を検討してきた。この結果、政府の認可を要するETF、J-REIT以外の買入対象資産について、速やかな買入れの実施を図るため、それぞれの買入れの基本的事項を定める基本要領を制定するなど、所要の措置を講じることとしたいと考えている。また、ETF、J-REITについても、政府に対して認可の申請を行うこととしたいと考えている。以下、順を追って説明する。

まず、1.「資産買入等の基金」の運営に関する検討結果であるが、これについては、基金の目的、すなわち長めの金利の低下とリスク・プレミアムの縮小を促すという観点に照らして検討してきた。(1)の基金全般について、追加ないし明確化が適当と考えられる事項は以下のとおりである。

まず、買入対象資産については、検討指示のあった長期国債、国庫短期証券、CP、ABCP、社債、ETF、J-REITに加え、リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、不動産投資法人が発行するCPや債券を含めてはどうかと考えている。12頁をご覧頂きたい。参考であるが、社債とREIT債の対国債スプレッドが示してある。その中で、後程申し上げるが、我々がターゲットとしてはどうかと考えているREIT債のAA格であるが、太線で示してある。スプレッドは、足許、幾分縮小方向であるが、なお足許でも79.3bpのスプレッドが付いている。1頁にお戻り頂きたい。買入対象資産ごとの買入限度額であるが、検討指示では長期国債・国庫短期証券合わせて3.5兆円を軸に検討するようにとのご指示であった。これについては、長期国債の買入れの中心と想定する2年債は、市中現存額が直近発行2銘柄で約5兆円、3銘柄で8兆円、また現在同じく買入れの中心と目している6か月以上の国庫短期証券は約13兆円であり、これらを勘案するとそれぞれ1.5兆円、2兆円程度とすることが適当と考える。その下はCP・社債である。これは1兆円程度を軸に検討するようにとのご指示であった。買入対象となる市中残高がそれぞれ約9兆円、約6兆円ということ、それから保有に伴うリスクが国債等よりは大きいことを勘案しつつ、リスク・プレミアムの縮小を促す観点から社債にやや多めに配分して、CP等、社債等それぞれ0.5兆円程度としてはどうかと考えている。次に、2頁である。ETFとJ-REITについては、合計で5,000億円程度を買い入れると想定されている。ETFについては、買入対象となる市中残高が2兆円程度であること、保有に伴うリスク量が大きいことを勘案し、0.45兆円——4,500億円——程度としてはどうかと考えている。J-REITについては、経営への関与を回避する観点から銘柄ごとに5%以下とすることが適当と考え、0.05兆円——500億円——程度が適当と考えている。基金の積上げについては、準備の整った資産から順次買入れを開始することが適当と考えられるため、総計の残高が5兆円となる時期は概ね1年後を目途とされていたが、「2011年末を目途」と明確化することが適当ではないかと考えている。基金の存続期限については、今後、



決定会合において判断されるべきことであるので、予め定めないことが適当と考える。固定金利型のオペについては、現在実施中のものを基金へ移すことが適当と考える。本基金は、他の資産と区分管理することが適当と考える。それから、本基金により買い入れた長期国債は、銀行券発行残高を上限に買い入れる長期国債とは異なる取扱いとすることを確認しておくことが適当と考える。

(2) 以下は、個別の買入れに関する事項である。まず長期国債、国庫短期証券であるが、従来からの長期国債買入れについては、市場機能尊重等の見地から、市場で活発に取引されている直近発行の2銘柄は買入対象から外していた。今般の基金による買入れは、長めの市場金利の低下を促すという観点から、対象とすることが適当と考える。買入対象先は——そこに書かれているが——、通常の国債オペと要件は同様であるが、運用においてなるべく幅広い先から買い入れるということを意識して、随時かつ先数を限定しない選定を想定している。買入方式については、コンベンショナル方式による入札とし、長めの市場金利の低下を促すという観点から、政策金利——現在0.1%であるが——を下限利回りとする利回り較差方式によることが適当ではないかと考える。

次に、CP・社債等の買入れである。対象の格付要件だが、CP・社債とも原則は前回買入れより1ノッチほど緩め、CPはa-2格相当以上、社債はBBB格相当以上とすることが適当と考える。ただし、証券化商品については、信用判定において証券化の仕組みの適切性を検討することが必要であること、それから様々な裏付資産の信用度を全体として見極めることが必要であるため、ABCP、それから不動産投資法人CPはa-1格以上、不動産投資法人債はAA格相当以上とすることが適当と考える。また、これらの格付要件を満たすものについても、買入対象とすることが適当でないと思われる特段の事情がある場合には、除外することが適当と考える。3頁である。買入対象先については、国債等と同様である。買入方式は、国債等と同様であるが、この狙いは、長めの市場金利の低下と併せてリスク・プレミアムの縮小を促す観点から、0.1%からの利回り較

差方式によることが適当と考える。信用リスク管理の観点から、発行体別に買入限度額を設けることが適当であるが、併せて集玉の観点も勘案して、CP等、社債等それぞれ1,000億円を設定することが適当と考える。また、買入れ時の買入残高を、あまり多くの割合を買い入れることを回避する観点から、CP等、社債等の各発行残高の25%を超える発行体の銘柄は買入対象外とすることが適当と考える。

次に、(4)ETF、J-REITの買入れである。まず買入対象については、市場全体への波及効果の観点から、日本銀行が別に定める指数に連動する指数連動型の上場投資信託及び発行体の信用力に問題がないJ-REITとすることが適当と考える。別に定める指数は、TOPIX、日経平均を後日決定する基本要領で検討していくことが適当ではないかと考えている。買入方式については、信託銀行を受託者とする方式、買入価格は時価、なお、取引所取引などにおける買入れも想定して、特段買入対象先は限定しないことが適当と考える。ETFの買入れについては、銘柄の偏りを避ける観点から、必要に応じて銘柄ごとの上限を設定することが適当と考える。J-REITについても、先程申し上げた5%ルールのほか、同じく銘柄の偏りを避ける観点から、必要に応じて銘柄ごとに上限を設定することが適当と考える。その下は議決権である。J-REITには議決権が付いており、これについては株式会社の株主に相当する投資主の利益の最大化を目的とする指針を日本銀行が定め、信託銀行に対して行使させるということが適当と考える。買い入れた資産の処分については、基金全般の運営方針を踏まえ、具体的な処分の開始・完了時期は定めないことが適当と考える。また処分に当たっては、日本銀行における損失の発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することが適当と考え、こうした指針を日本銀行が定め、信託銀行に処分させることが適当と考える。引当金としては、ETF、J-REITのそれぞれについて、時価と簿価の差額を計上することが適当と考える。法令遵守の観点から、日本銀行の行内において情報管理体制を整備することが適当と考える。

以上、検討の概要であるが、2.では「資産買入等の基金運営基本要領」

の制定について述べている。ただ今の検討結果に基づいて、速やかな資産の買入れを図るために、基金の運営のほか、基金の運営として行う国債等、C P・社債等の買入れ、それから固定金利のオペを実施するために必要な基本的事項を定める基本要領を新たに制定することが適当と考える。四つ掲げているが、(1) は基金の総則的な全体の基本要領、(2)、(3) がそれぞれ国債等、C P・社債等の買入れの基本要領、(4) が共通担保オペ——固定金利型オペ——の基本要領である。

3. であるが、それぞれについてオペ先の選定基本要領も定めることが適当と考える。そこに三つ掲げているが、(1) は国債等のオペ先、(2) はC P及び社債等のオペ先、(3) は固定金利型オペのオペ先である。

4. 業務方法書の一部変更であるが、2. の基本要領の制定、3. のオペ先選定の基本要領の制定が諮られれば、それに伴って所要の日本銀行の業務方法書の一部変更を行うことが適当と考える。

5 頁である。5. であるが、E T F、J - R E I Tについては、基本要領の一步手前の大枠である実施要綱を策定することが適当と考える。その実施要綱を定め、日本銀行法上の認可を申請することが適当と考えている。

今後の予定であるが、本件が決定されれば、(1) であるが、上記 2. ないし 4. ——2. が買入れの基本要領、3. は選定の基本要領、4. は業務方法書の変更であるが——については本日より実施することが適当と考える。そのうえで、オペ対象先の選定やオペの約定の締結など所要の準備を進め、それが終了した後、概ね 11 月の下旬頃から順次買入れを開始する方向で進めて参りたいと考えている。5. については、認可の件であるが、これについてはご決定頂ければ本日付で認可申請をしたいと考えている。(3) である。本件については、「資産買入等の基金」の運営の概要を別添 1 のとおり、それからE T F、J - R E I Tの買入等の実施要綱の概要を別添 2 のとおり公表をさせて頂ければと考えている。

別添 1 以下について、簡単にご説明させて頂く。別添 1 は、基金の総則についての概要である。まず 1. 趣旨として、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すという臨時措置であることが明確にし

である。2. は買入対象資産であり、基金は買入対象資産と固定金利オペによって構成されることが明らかにしてある。3. は買入残高及び貸付残高の上限であり、総額が 35 兆円程度、そのうち資産買入れが 5 兆円程度、固定金利オペで 30 兆円程度、5 兆円の買入れの内訳はそれぞれそこに掲げたとおりである。7 頁である。(3) において、買入資産の残高が 5 兆円になる時期は「2011 年末を目途に」ということを明らかにすることが適切かと思う。4. はそれぞれの買入れの概要であり、別紙を成すものである。後程申し上げる。5. として本基金の区分管理の件、それから長期国債がいわゆる銀行券ルールと違う扱いをするということを示している。別紙 1 は長期国債・国庫短期証券の買入れの概要であるが、先程申し述べた基本要領とオペ先の選定の基本要領の概要を示したものである。買入対象、オペ先、それから入札方式等が書いてある。9 頁である。CP・社債等についても、国債等と同様の項目が明らかにされているが、4. において、先程申し述べた発行体別の買入残高の上限を明らかにすることが適切と考えている。

10 頁の別添 2 である。これはETF、J-REITの認可申請の概要である。そこについても、先程申し述べたような項目——買入対象、買入方式、買入価格、買入期間——を明らかにしているが、ここはまだ基本要領になっていないので、総則の額の定めは直接まだ及んでいない。このため、規模については改めてここでETFが4,500億円程度、J-REITが500億円程度と書いている。6. に議決権行使の件、7. に資産の処分の件、8. に引当金の件、9. に情報管理体制についてそれぞれ言及している。

以上の内容について、これを規程に落とすと、ということで、13 頁をご覧頂きたい。政策委員会付議文である。読み上げつつご説明させて頂きたいと思う。「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件。案件。短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促す観点から、下記の諸措置を講ずること」。「記」以下には七つの基本要領と業務方法書の変更の件、それから認可申請の件が記

してある。1.「資産買入等の基金運営基本要領」の制定、2.「資産買入等の基金の運営として行う国債等買入基本要領」の制定、3.は、2.の買入対象先の選定基本要領である。4.「資産買入等の基金の運営として行うコマーシャル・ペーパーおよび社債等買入基本要領」の制定、5.は、同買入れの買入対象先選定基本要領である。6.は「資産買入等の基金の運営として行う共通担保資金供給オペレーション基本要領」である。7.は、同オペの貸付対象先選定基本要領である。8.は、1.と7.の基本要領の制定を踏まえた「日本銀行業務方法書」の一部変更である。9.については、「資産買入等の基金における指数連動型上場投資信託受益権」——指数連動型ETFの厳密定義の用語である——、「および不動産投資法人投資口」——J-REITの厳密定義の用語である——、「の買入れ等に関し、日本銀行法（平成9年法律第89号）第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づき、「財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること」である。別紙以下は、これまでの説明を規程に落としたものである。読み上げは省略させて頂く。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

基金の存続期限の意味だが、決定会合において判断すべきものと言っても、基金そのものが完全になくなる時を意味しているのか、それとも決めた時を意味しているのか。というのは、満期のないものを売っていくと言ったら、やはり時間がかかる可能性もある。この存続期限の持つ意味をどういうふうに考えたら良いか。本当になくなる時か、決定した時か。

梅森企画局審議役

存続期限ということで意識しているのは、本当になくなる日である。だから、5兆円まで基金が積み上がって、その後特段の変更がなければ5兆

円が続いて、ある日、この基金はもうやめるということになる、徐々に処分していくことになるが、その間、基金は概念上残るので、最後の資産の処分が終わるまで基金は存続するということである。

須田委員

決定会合において、最後の時点を判断するということか。

梅森企画局審議役

そのとおり。それが適当と考える。

宮尾委員

今日、買入対象資産に追加された不動産投資法人のCPと債券だが、債券の方はリスク・プレミアムの説明があったが、この不動産投資法人のCPのリスク・プレミアムは現状どんなイメージか。例えば、ABC Pとかと比べてどんなイメージか。

梅森企画局審議役

不動産投資法人のCPは、現在、発行が極めて低調であって、指標性を持つようなものは出ていない。我々が買入対象と目すようなレベルのものは、少なくとも見当たらない。この措置は、債券の方を取り敢えず現状としては視野においた提案である。いずれCPが出てくるかもしれないが、現状においてREIT法人が出しているデットとしては、主としてREIT債である。

宮尾委員

現状はないということか。分かった。

中村委員

発行していないと言っても、発行している……。

梅森企画局審議役

小さな不動産投資法人もあるので、全く発行がないかというのは分からないが、我々が買入対象として想定するものが現在見当たらないということである。

須田委員

そういう時に入れておく方が良いのか。他にも色々あると思うが、そういう段階で入れた方が良いと判断した理由は何か。例えば、これを考える時にマーケット・バリューがあるとか、そういうようなことを考えながら、それぞれの資産を検討したと思うのだが。

梅森企画局審議役

これについては、社債が現在発行されていて、買い入れても良いと判断している。CPは、それより短期の1年未満のものであるので、期間によって社債とCPを特に分けて判断する必要は現時点ではないかと考える。また、信用判定において、買い入れることが適当でないと判断されれば別途除くことができるので、概念として除外する必要はないのではないかと考えた。

白川議長

国債の実際のオペ先だが、今回は別途買入先を選定する訳だが、実際のオペに入札するかどうかは別にして、従来の長期国債オペには参加するけれどこのオペには参加しないというふうに考える金融機関は非常に少なく、ほとんど両者は一致すると考えて良いのか——勿論やってみないと分からないが——、どんな感じか。

梅森企画局審議役

おっしゃるとおり、やってみないと分からないが、これまではオペの種

類ごとに40先とか50先とか切っていた。今回はそれを広く取っていくので、恐らくは、従来のオペよりは広い先が対象先に入ってくるのではないかと、現時点では予想している。

白川議長

他にご質問はないか。

#### IV. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

それでは、これから金融経済情勢及び当面の金融政策運営の討議に入りたいと思う。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの配付をお願いします。それでは、展望レポートについて執行部からの説明をお願いします。

櫛田企画局長

展望レポートの見通しの参考計数についてご説明する。委員の方々から頂いた数字を記載しているが、大勢見通しの中央値でご説明する。まず、実質GDP成長率であるが、2010年度は+2.1%ということで、7月時点の見通し+2.6%に比べ、下方修正となっている。2011年度は+1.8%で、7月見通しの+1.9%と比べ概ね横這いであった。2012年度、これは今回初めて見通し計数を出すことになるが、中央値は+2.1%となっている。続いて、国内企業物価指数であるが、2010年度、2011年度は幾分7月時点よりも下方修正となっている。2010年度は+0.9%で、7月見通しが+1.2%であったので、0.3%ポイントの下方修正である。2011年度が+0.5%、これも7月時点見通しより若干下方修正である。2012年度は+0.6%で緩やかな上昇が見込まれている。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、2010年度、2011年度はそれぞれ-0.4%、+0.1%で、7月見通しと同じであった。2012年度は+0.6%であった。

続いて、リスク・バランス・チャートをご覧頂くと、まず実質GDP成



長率であるが、縦軸の太点線が、今回の政策委員の見通しの中央値のラインである。下方修正された分、左に軸が動いているが、左右のバランスは取れている。2011年度、2012年度についても概ねバランスの取れた格好となっている。CPIについてであるが、2010年度、2011年度は中央値が7月と同じであったが、左右のバランスも取れている。このうち2010年度については、より中央に見通しが集まった格好で、数字が収斂してきている。2012年度については、今回初めて見通しを出すという要素もあるかと思うが、委員の大勢見通しの範囲、全員見通しの範囲とも若干広いが、おおよそ左右のバランスは取れている。

続いて、今回の数字を踏まえて補充した文章を簡単にご説明する。まず、実体経済については、2010年度の成長率は、景気改善テンポが鈍化し、潜在成長率を上回るとはいえ7月の中間評価の見通しに比べると下振れる、と書いている。その関係では、GDP統計の2009年度下期の計数が下方修正されたことに伴う統計上の要因もある、と脚注に書いている。2011年度については、「緩やかな回復経路に再び復していく」、2012年度は、「潜在成長率を上回る成長が続く」と書いている。

続いて、物価の部分であるが、国内企業物価指数については、「見通し期間を通じて緩やかな上昇が続く」。その次の消費者物価指数であるが、これについては「マクロ的な需給バランスが改善していく」が、「需給バランスが改善していくには相応の時間を要する」ということで、「前年比プラスの領域に入るのは2011年度中になる」、「その後、2012年度にかけてプラス幅が拡大していく」と記載している。

次に、金融政策運営の箇所である。第1の柱であるが、ここは経済・物価の表現は、今ご説明した補充と同じであり、すなわち、経済は、「緩やかな回復経路に復していく」。物価は、「前年比プラスの領域に入るのは2011年度中となり、その後、2012年度にかけてプラス幅を拡大させていく」。これらを踏まえて、「日本経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる。」と記載している。

続いて、2つの柱による点検を踏まえて、先行きの金融政策運営の考え方を記載している。ここでは「以下の3つの措置により、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。」として、強力な金融緩和、金融市場の安定確保、成長基盤強化を支援するための資金供給について書いているが、これは、後程の委員方のご議論を踏まえて修正が必要であれば修正する。私からは以上である。

白川議長

この件について技術的なご質問等があればどうぞ。

## V. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

ないようであれば討議に入りたいと思う。本日は金融経済情勢と展望レポートの評価、及び金融政策運営方針について、1ラウンドで一人7分程度を目途に発言をお願いする。金融政策運営に関しては、次回決定会合までの金融政策運営方針に加え、先程、執行部から報告があった資産買入等の基金の運営に関する意見も併せて発言を頂きたいと思う。本日の発言の順番だが、野田委員、西村副総裁、中村委員、森本委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員の順番である。それでは野田委員からお願いする。

野田委員

まず金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等に、前回会合時での判断を変えるようなものはみられなかった。すなわち、我が国経済は、海外経済の拡大テンポの鈍化を受けて、輸出や生産の増勢が鈍化しているものの、引き続き緩やかに回復しつつある。また、先行きについては、各種政策効果や猛暑効果の反動に加えて、このところの円高の影響もあって、経済の拡大の動きは一時的にはつきりとした形で暫く足踏むものの、海外経済の回復モメンタムが途切れな

いという前提のもとで、我が国経済は緩やかな回復経路に復していくとみている。前回会合では、こうした見通しに対して、下振れリスクの高まりを強く意識して、包括的な金融緩和政策の実施を決定した。この決定は、企業・家計のマインドにはプラスの影響をもたらし、下振れリスクを相応に緩和していくとみている。

以下、少し詳しくみていく。まず、世界経済は全般にその増勢が鈍化している。米国経済は、回復テンポの鈍化が一段とはっきりしてきた。雇用環境をみると、非農業部門就業者数は、政府部門の大幅減から9月も前月差-9.5万人と、4か月連続で減少した。民間部門就業者数は、全体として増加は続けているが、製造業で2か月連続減少するなど、その増加幅は鈍化している。労働時間や時間当たり賃金の伸びも僅少にとどまり、こうした厳しい雇用・所得環境の中で、個人消費が極く緩やかな増加にとどまっている。住宅投資は、引き続き低迷の域を脱していない。金融機関の住宅差し押さえ手続の不備を巡る新たな問題も、住宅市場の先行きをさらに曇らせている。こうしたもとで、生産も増勢が鈍化している。鉱工業生産指数は、9月が前月比マイナスとなり、四半期ベースの伸びも鈍化した。この間、9月のコアCPIの前年比は前月より0.1%ポイント低下した。このように、雇用と生産の増加ペースの鈍化とディスインフレ傾向が明らかになる中で、FRBは次回のFOMCで追加緩和を決定するとの見方が、市場の大勢となっている。私は予てから、追加緩和の有無にかかわらず米国経済の回復自体が途切れる可能性は小さいものとみていたので、仮に追加の量的緩和が実施されるとすれば、少なくとも短期的にはこれをサポートするということになる。

ユーロ圏については、国ごとのばらつきを伴いつつも、ドイツを中心に、全体としては緩やかに回復している姿に変化はない。

中国経済であるが、中国人民銀行は、10月20日から預金・貸出基準金利を引き上げた。その後発表された7~9月期の実質GDP成長率は、4~6月期から伸びが鈍化したものの、前年同期比+9.6%と依然高水準となっており、一頃の急減速懸念を払拭するものであった。物価動向も、C

P I 上昇率が 9 月は +3.6% となり、四半期では 7~9 月比が +3.5% と前期から高まり、インフレ懸念が強まっていることが判明した。利上げ自体はサプライズであったが、先の不動産取引抑制策と相俟って、中国経済全般に亘る過熱が回避され、持続可能な成長に調整されていく期待を高めるものとして、私はポジティブに捉えている。

N I E s、A S E A N 経済は、足許輸出と生産の増勢鈍化がはっきりしてきたが、今後他国からの資本流入が続き、内需を中心とした緩やかな拡大が続くとみている。

次に、我が国経済であるが、前回会合以降、新たに利用可能になった経済指標は少ない訳であるが、その中で 7~9 月期の実質輸出は前期比で若干のマイナスとなり、予想の範囲内の動きとはいえ、増勢の一服感がはっきりしてきた。海外経済の減速やグローバルな I T 関連財の在庫調整に加えて、為替円高の影響も垣間みえる。

設備投資関連では、先行指標である機械受注は 3 か月連続で比較的はっきりした増加となり、設備投資が持ち直し方向の動きを続けることを示している。また、日本政策金融公庫が公表した中小製造業の設備投資動向調査では、2010 年度の設備投資計画が上方修正され、前年比 +20.6% と明確な増加に転じた。設備投資の持ち直しの動きが中小企業にも広がっていることが確認されたと思う。

次に、展望レポートについて述べる。執行部案は、経済・物価の見通しに関し、前回会合までの議論を経て共有された論点や見方をよく踏まえたものとなっており、大筋として異論はない。冒頭にも述べたとおり、我が国経済は、今年度後半にはっきりとした形で足踏むものの、その後は、海外経済の回復モメンタムが途切れないという前提のもとで、基調としては緩やかな回復を維持するとみている。こうしたメカニズム自体は、執行部案と軌を一にするところである。ただ、一つに、米国における雇用・所得環境の改善テンポ——言い換えれば、バランスシート調整という重石の重さ——について私はより厳しくみており、従って、米国経済の回復テンポをより緩慢なものともみている。二つに、我が国における輸出・生産から所

得・支出への波及メカニズムの強まりについて、企業や家計の成長期待の低下などからより慎重にみているということをおきたいと思う。

こうした見通しにかかるリスクについても、執行部の整理に異論はない。敢えて付け加えるとすると、二つあるが、一つは、新興国・資源国経済が過熱し過ぎた場合には、国際商品市況の上昇がさらに進み、我が国の交易条件が再び悪化するリスクにも十分な注意が必要であるという点である。また、二つ目に、これはリスクの三番目に整理されているが、海外経済の先行きに対する不確実性が高まったり、為替相場がさらに不安定化すれば、国内の企業・家計のマインドが下押しされるリスクにも引き続き警戒する必要がある。前回会合時点では、特にこの点のリスクの高まりを私は強く意識していたが、包括的な金融緩和政策は企業・家計のマインドに強く働きかけるものと考えており、これが実行に移されることによって、实体经济の先行きに対するリスクは、全体としてバランスする方向に向かうとみている。

次に、物価についてであるが、需給バランスが徐々に改善していくもとので、物価の下落幅が縮小していくという基調は変化しておらず、また、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が物価をアンカーするということが自体は議論の余地は小さいように思う。もっとも、アンカーする力——予想物価上昇率へ収斂する力——の大きさについては、私としては少し慎重にみている。

次に、金融政策運営について述べる。結論を言うと、前回会合で決定した包括的な金融緩和政策を可及的速やかに実行に移すことにより、金融緩和をより強力なものにするということに尽きると思う。包括緩和政策の大きな柱の一つである資産買入等の基金の運営については、先程、執行部からそのポイントについて説明があったが、これは長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促すという基金創設の狙いに沿ったものであると認められる。論点はたくさんあるが、以下四点に絞ってコメントしたいと思う。

第一に、長期国債、国庫短期証券の買入れに関して最も重要なことは、

買入れが財政ファイナンスと誤解されないことである。従って、今後オペレーション面からも、この点への可能な限りの配慮を施すことが必要ではないかと考えている。また、長期国債と国庫短期証券の割振りは執行部案でスタートすることに異存はないが、効果の最大化を求める観点から総額3.5兆円の範囲内で先々両者の入り繰りを認めることがあっても良いのではないかと考えている。

第二に、リスク性資産の信用面からの買入基準について、まずCP・社債は前回買入れ時の基準では、金利低下効果が極めて限定されることから、ともに前回から1ノッチ緩めることが適当であると思う。その際、個別銘柄の信用力判定には万全を期すことが必要である。この観点からは、J-REITやABCP、あるいは不動産投資法人の発行する債券については、銘柄数が相対的に限られており、個別の信用判定がより重要となる。従って、格付けで言えば保守的にa-1格、AA格相当以上とすることが適当であると思う。

第三に、ETFであるが、買入れの効果を株式市場に広く及ぼすという観点から、TOPIXあるいは日経平均連動型を対象とするとともに、金融機関からだけでなく市場から買い入れるということが重要である。また、買入れの公正を期すために信託方式とすることも適切である。特に、J-REITについては、前回会合でも指摘させて頂いたように個別性が完全には払拭できないことから、この方式によるということは必須であろうと思う。

第四に、ETF、J-REITについては、投資家のリスク回避姿勢を好転させる呼び水になるとの期待が日増しに高まっていると感じている。こうした期待を裏切らず効果の最大化を図るためには、可及的迅速な実行がこの際何よりも重要だと思う。

最後に、金融政策運営とは直接関係ないが、今回の展望レポートで個人的に最も強調したい箇所である基本的見解の結語の一部を読み上げて締め括りたいと思う。読み上げる。「わが国経済の生産性を引き上げ、成長力を高めていくには、金融機関を含め、企業家精神に基づく民間企業の積

極的な活動が何よりも重要である。そのためには、市場の活力が最大限に発揮できるような政府による取り組みも不可欠である。民間経済主体と政府のそれぞれの努力が相俟って、成長力の強化に向けて着実に前進していくことが強く期待される。」私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降、あまり時間がたっておらず、金融経済情勢の現状評価等を大きく変えるような経済指標は特段なかったと考えている。従って、前回会合での金融政策運営方針をこの時点で変更しなければならない理由はなく、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持が望ましいと考えている。そこで、以下では、展望レポートについて検討し、資産買入等の基金の今後の運営について述べたいと思う。

執行部が用意した展望レポートの見通し、特に経済を動かすメカニズムの説明には概ね違和感はない。世界経済は、リーマン・ショックに端を発する経済活動の大幅後退後の在庫復元、そして財政政策による下支え、この二つの効果が剥げ落ちるに従って、先進国、特に米国の回復の遅れが目立つ状況である。さらには、新興国も過熱懸念から引締め気味に政策を移しつつある。これを背景に我が国経済をみると、純輸出の伸びが鈍化し、それに加えて年前半の政策効果等が弱まり、猛暑効果も剥落してきている。さらには、為替市場の不安定な動きが企業や家計のマインドに影響を与える兆しもあり、そのため日本の経済活動は予想比若干下振れしていると思う。

しかし、先進国にも二番底に陥るようなマイナス要因の相乗効果は今のところみられず、新興国も早期の引締めが過熱を防止する効果を発揮すると思われる。そうすると、これから暫く若干停滞した後、新興国・資源国を中心とした海外経済が高めの成長を続ける可能性が高いと考えられ

る。加えて、包括緩和の効果も次第に経済に現れ、企業や家計のマインドにも回復がみられると考えられる。海外経済の高めの成長に牽引され、国内でも投資、消費マインドの回復が進む形で、2011年は緩やかな回復、その後2012年も緩やかながら回復モメンタムが持続する、と考えている。

ただし、足許、米国・中国、特に米国経済政策について不確実性が異例に高い状況である。それが国際金融市場に影響を及ぼし、為替や金利を通じて、以上の見立てを大きく変化させる可能性がない訳ではないので、その点を十分に勘案する必要があると考えている。特に、これからの米国について話したいと思う。

米国経済の先行きメインシナリオと今報道で憶測されている金融政策の関係は、以下のような整理が可能であろうと思う。分かりやすくするために、こうした議論を主流派の議論と呼ぶことにする。まず、現在の金融政策を支持している主流派の考え方によれば、現在の金融政策を維持していくと高い失業率が今後数年は続き、大きな需給ギャップが残ると考えている。フィリップスカーブの関係から、これはディスインフレが続きデフレに陥る可能性があることを示唆すると考えている。従って、Fedによる大規模資産購入——国債購入であるが——によって実質利子率を低下させることが望ましいと考えている。それによって需給ギャップを埋め、失業率を低下させることができるし、ディスインフレを止めることも同時に可能になるからである。この議論が成立するためには、大規模資産購入が、まず、長期的にインフレ期待をアンカーさせながら、名目利子率を低下させ実質利子率を低下させることができるか、そして次に、実質利子率の低下によって、総需要を刺激し需給ギャップを十分に埋めることができるか、この二点にかかっている。

その点で、この主流派の考え方は、第一に、現在サーベイ・データ等の長期のインフレ等からみると長期のインフレ期待は安定している、という見方を採っている。従って、もし大規模資産購入によって長期名目利子率が低下すれば、それは長期の実質利子率を低下させ、設備投資、耐久財消費等にプラスの影響があると考えられる。確かに2年前、市場が崩れて過度の



悲観が蔓延していた時のMBS購入に比べれば、ネットで長期名目利子率を低下させる効果は小さいかもしれない。しかし、何もしないよりは効果があるだろうという主張である。第二に、一步譲って、大規模資産購入がインフレ期待の上昇をもたらすかもしれないが、それが短期的、一時的なものならば、そうしたインフレ期待の上昇というのは足許の実質利子率をさらに低下させるから逆に望ましい、という判断がある。また、インフレ期待がさらに昂進するようなことがあるとするならば、それへの対処法は断固とした引締め政策であり、既に1970年代から1980年代にかけてのボルカー時代にその有効性は検証済みであると考えられる。従って、長期的なインフレ期待をアンカーすることは可能であり、恐れるには足りないというロジックである。

ただ、主流派も、大規模資産購入によって高い失業率が急速に回復するということは考えていない。なぜなら、第一に、生産の落ち込みが第二次大戦後過去最大であったこと、第二に、産業構造の変化から、生産の回復から雇用の回復へのラグがここ数回のリセッションの度に長くなっているということ、があるからである。しかし、この政策は恐らく二番底の可能性を下げることになり、緩やかな失業率の回復には資するとし、それをしない場合の状況は受け入れにくい、ということになっている。

この主流派のメインシナリオは、物価面でのインフレ要素を過小評価しているように思われるので、その点について述べたい。第一に、主流派的な考え方では構造失業率は上昇しておらず、労働生産性の落ち込みも、過去のプロシクリカルな労働生産性の動きと大きくは乖離していない。そのため、いわゆるサブプライム・バブル崩壊後も米国のファンダメンタルズには変化がないと仮定している。言い方を変えれば潜在成長率には変化がなく、従って需給ギャップは大きいままで、それがこのままではデフレーションが続きデフレへ変化していくという見方に繋がっている訳である。しかし、日本の例をみるまでもなく、大きな金融危機の後には経済構造が変化し、潜在成長率、構造失業率が大きく変化している可能性は否定できない。もし、構造失業率が上昇し、潜在成長率が低下しているなら、需給

ギャップは実は然程大きなものではなく、実はインフレにもなりやすいという可能性を否定できない。この点については、また他の委員からも分析があると期待して、この程度にとどめたいと思う。

第二に、実際の物価の動きをみる。これをみると、デイスインフレには下げ止まり傾向がみられ、場合によっては反転する可能性もみられる。PCEコアデフレーターは、8月データまでをみると、サービスが若干弱含んでいるがこのところ明確に下げ止まっている。コアCPIは9月データまでをみると低下は続けているが、その4割近くを占める賃料は反転あるいは下げ止まり傾向にある。過去の経験則から、ケース・シラー指数の20都市がピークあるいはボトムをつけてから1年から1年半後に帰属家賃がピークあるいはボトムをつけている。約1年前にケース・シラー指数がボトムをつけて、その後小動きであることを考慮し、米国においては人口増加が続いているということ考えると、賃料・帰属家賃もボトムをつけ、今後インフレ傾向を辿る可能性は否定できない。また、これは先程話題にもなったが、最近の差し押さえを巡る問題が、そうでなければ起こったかもしれない住宅価格の低下を抑え、翻ってレントの低下を抑え、インフレ的に作用する可能性も無視できなくなっている。さらに、サービスの中で今後もその重要性を増していくと考えられるメディケアのサービス価格は高い伸びを続けている。そして、これは驚くべきことであるが、リーマン・ショックの目立った影響を受けていない。加えて、最近のドル安は輸入インフレの傾向を強める可能性がある。そしてより根本的には、失業率の高さにかかわらず、名目賃金は大体3か月前比で年率2%程度の上昇をコンスタントに続けており、日本で起きたような名目賃金の低下がサービス価格の低下に結びつくような兆しはない。さらには、部分的に企業の価格支配力が戻りつつあるようなアネクドータル・エビデンスがある。鉄道会社のCSXの決算発表後のコメントでは、自動車の販売が回復してきたので運賃を上げることが可能になり、それが業績に貢献したという文言があった。つまり、マクロモデルで考えるとスラックが大きく物価が下がるように見えるが、ミクロ情報を積み上げると下方硬直的な品目は多く、

マクロモデルから考えるよりもインフレ的になる可能性は十分にある。従って、主流派的な考え方のようなディスインフレ・シナリオではなく、リフレ・シナリオになる可能性もある。その場合は、想定比若干の上振れに対しインフレ率が予想以上に上昇することもあり得、そうした期待が生じた場合には金利が急騰することになる。さらに、場合によってはマクロ的にスラックがかなりある状況でスタグフレーション的な状況になるリスクすらある。

実際、足許の市場の動きをしてみると、大規模資産買入の憶測報道以来、10年債金利低下が反転し、長期インフレ期待が上昇しているようにみえる。憶測報道から大規模資産買入の期待が膨らんではいないが、その規模等に不確定要素が大きく、金融市場の反応が最終的にどういう方向に向かうか、さらにはそれが国際金融市場、為替にどのような影響を及ぼすか、不確実性は異例に高いと言わざるを得ない。この点から見ても、前回会合で決定した「資産買入等の基金」等の施策については、速やかに実行する緊急性があると考えている。不確実性が異例に高い状況であるから、あらゆる事態に対して十分な自由度を確保しておくことが肝要であると考えている。その点で、異例ではあるが、ETF、J-REITに関する残る必要な事項の審議を、今決定会合後に可及的速やかに、11月会合を前倒しして行うべきではないかというふうに考えている。

それから前回も申し上げたが、基金を通じる多様な資産の買入れから生じるリスクについては、それがひいては国民の負担になる可能性があるという点で重い責任を我々が負うことになるということは、明確にしておく必要があると考えている。リスク管理、引当や損失が生じた場合の処理を適切に行い、それによって日本銀行としての財務の健全性の確保がなされなければならないし、この点を政府にも理解頂かなければならないと考える。これを明確にするために、何らかの文言を対外公表文に載せるのが望ましいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員をお願いします。

中村委員

世界経済は、公表された I M F の最新の見通しでも述べられているように、新興国の高めの経済成長に支えられ、成長のペースは鈍化しつつも回復は続いている。

国際金融市場では、バーナンキ議長の、F e d の使命に照らし米国の足許の高い失業率と低いインフレ率を放置することはできない、との発言などをきっかけに、F e d の追加金融緩和策への期待が高まっている。リスク回避姿勢の緩和に伴い、ドル安が進行、新興国や資源国の通貨並びに株式、国際市況商品等のリスク性資産が総じて堅調に推移する展開となっている。円は安全通貨として、米ドルに対して 80 円近傍まで買い進まれ、米国では株高と債券高が同時に進行するという、過去にあまり例をみない状況が足許進行している。国際金融市場では、欧州のソブリン問題をはじめ、不安定な要素を引き続き抱えているだけに、現在の国際金融市場動向は、慎重に見極めていく必要がある。

続いて、海外経済であるが、米国経済は、減速しているものの緩やかな回復を続けている。個人消費は、ベージュブックでも指摘されたとおり、生活必需品を中心に比較的底堅く推移している。全米小売業協会は、本年の年末商戦について、前年比+2.3%と、前年比+0.4%にとどまった 2009 年から持ち直しすると予測している。雇用環境の改善が捗々しくない中、力強さには欠けるが、個人消費は底堅く推移しているようだ。また、輸出は、新興国向けを中心に、鈍化しつつも増加傾向が続いている。民間設備投資は、企業業績の改善を背景に緩やかな増加基調にある。一方、住宅市場の本格的な回復の兆しがみえない中、失業率は高止まっており、経済の回復は非常に緩やかなものとなっている。先行きについては、米国経済は回復基調を辿り、2011 年以降はそのペースは幾分高まると思われる。しかしながら、雇用や所得環境の改善にはさらに時間を要する可能性が高く、

また家計の多岐に亘るバランスシート調整が続く中、追加の財政刺激策も多くを期待できず、回復のペースは緩やかなものとならざるを得ない。

ユーロ圏経済は、域内での格差の拡大を伴いつつも、既往のユーロ安などを背景とした堅調な輸出などもあり、ドイツなどの主要国が牽引する形で、全体では緩やかに持ち直している。先行きについては、2011年以降、ユーロ圏諸国の財政再建策着手に伴う景気下支え効果の減退やEUのガバナンス問題などもあり、ユーロ圏経済の成長は緩やかなものになると思われる。また、ユーロ高定着に伴う輸出への下押し圧力、欧州ソブリン問題の再燃や欧州金融システムの脆弱性の顕現化などに、引き続き注意が必要である。

中国経済は、先日発表された2010年第3四半期実質GDPの前年比伸び率は+9.6%となった。政府による不動産取引抑制策などが奏効し、増勢は鈍化しつつも、引き続き高めの経済成長を続けていることが確認された。不動産価格は、再度上昇圧力が強まっており、消費者物価指数も3か月連続で前年比+3%を上回った。こうした中、中国人民銀行は、預金基準金利、貸出基準金利をそれぞれ25bp引き上げ、抑制策を強化している。18日に閉幕した、共産党五中全会にて次期5か年計画の骨子が決定され、中国は経済成長から経済発展へと舵を切り、バランスの取れた経済発展を目指すと言われている。中国政府は、あらゆる手段を駆使して、不動産バブルやインフレ抑制を行いながら、引き続き安定した成長率を維持できる可能性が高いと思われる。

NIEs・ASEAN、ラ米経済は、世界経済の減速を背景に、足許、輸出や生産が減速しているが、海外からのリスク・マネーの流入が継続する中、個人消費や設備投資といった底堅い内需に支えられ、全体としては、回復基調を辿っている。国内経済については、展望レポートと併せてコメントしたいと思う。

続いて、展望レポートに関してであるが、先行き展望していくうえでの上振れ・下振れリスク要因、金融政策運営の基本的な考え方を含め、執行部の原案に異存はない。我が国経済を展望すると、リーマン・ショック後

の急激な落ち込みから脱し、V字型回復から水平飛行への移行過程での一時的な景気の足踏みは避けられないと想定していた。しかしながら、2010年度後半は、海外経済の減速、エコカー補助金の終了の反動や猛暑効果の剥落、円高の影響等が重なり、輸出や生産の減少を背景に、景気調整局面がやや長引き、自律的な景気回復テンポが鈍化する可能性がある。このため、2010年度の我が国の成長率は、7月の中間評価時点の見通し対比で下振れる可能性が高いと思われる。2011年度入り後は、円高の影響はある程度は残るものの、こうした反動要因による景気下押し圧力が徐々に後退すると思われる。また、アジアを中心とした新興国の堅調な成長に支えられ、輸出が持ち直しを続けるほか、企業業績の回復に伴い設備投資や雇用・所得環境も持ち直し、個人消費や住宅投資も自律的な回復に向かうと考えられ、潜在成長率を上回る成長が続くと想定される。2012年度についても、新興国・資源国の高めの経済成長が持続し、先進国経済についても回復傾向が強まると想定される。海外経済の高めの成長をドライバーに、輸出・生産の回復を背景に企業業績が改善し、雇用・所得環境に波及、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。

国内企業物価指数については、円高の影響はあるものの、新興国・資源国の堅調な経済成長を背景に国際商品市況等の上昇を反映し、見通し期間を通して、上昇が続くと見込まれる。消費者物価の前年比については、2011年度以降、新興国・資源国の経済成長の上振れによる、我が国輸出の増加と、これを背景とした需給バランスの改善のほか、一次産品価格の趨勢的な上昇が見込まれる。さらに、本行の包括的金融緩和策の導入効果もあり、タイムラグを伴いつつも、2011年度中には前年比プラスの範疇となり、2012年度には、需給バランスのさらなる改善を受けて、前年比プラス幅が拡大すると考えられる。

先行きを展望していくうえでの上振れ・下振れ要因については、以下の三点に特に注意が必要である。第一に、先進国経済の動向である。先進国各国は緩やかな回復傾向が続くと思われるが、輸出拡大への期待が強く、高い失業率や財政再建問題を抱えるなど、先行きの不確実性が高まっている

る。先日、バーナンキ議長が講演で、住宅ローン債務者が保有する住宅資産価値は、20%以上は債務超過、さらに33%は債務を返済すれば10%以下の資産価値しか手許に残らないほど下落している、と指摘しているが、住宅価格が引き続き低迷しているもとでは、米国での家計のバランスシート調整の長期化は避けられず、経済回復の重石となっている。世界のGDPに占める米国の家計消費の割合は17.2%と、影響が大きいだけに、下振れリスクには注意が必要である。

第二に、新興国・資源国の動向である。先進国を中心とした、超金融緩和の長期化は、新興国・資源国への資金流入を加速させ、当該国の景気を強め、世界経済を上振れさせる可能性がある。一方、過熱すれば、その後の巻き戻しにより、金融や実体経済を混乱させる下振れ要因ともなる。

第三に、企業の中長期的な成長期待の動向である。企業経営者や消費者の意識が、円高、少子高齢化、政治の流動化、構造調整の遅れ等ネガティブな面に向かい、内向きや縮小均衡的な志向が強まると、経済成長の下振れ要因ともなる。

企業金融についてであるが、先般の本行の包括的金融緩和政策の導入を受け、CPの発行スプレッドや短期金利は、やや長めの金利を含め、僅かではあるが低下している。国内の企業金融を取り巻く環境は、全体としては緩和の動きが拡大している。

続いて、先程、執行部から提案があった「資産買入等の基金運営基本要領」の制定等に関しては異存ない。なお、具体的な買付方法等については本制度導入の趣旨に沿って、長めの市場金利低下と各種リスク・プレミアムの縮小に資するように、市場とのコミュニケーションを含め、配慮をお願いする。一方、本行の財務の健全性の観点から、リスク性資産取得に伴う、リスクの管理や損失発生時の対応については、適切に対処されるようお願い。また、国債の買取りに関しては、財政ファイナンスの変形との懸念や疑惑を招くことがないよう、細部に至るまで慎重な対応が必要である。関連の実務部隊には既に相当な負担がかかっており日々ご苦労が多いと思うが、買入れ実行は早期が望ましく、中でもETF、J-REITにつ

いては、市場関係者の期待や思惑が膨らんでいるだけに、極力前倒しで取り進めて頂くようお願いする。

最後に、当面の政策運営について申し述べる。次回会合までの金融市場調節方針は、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であり、現状維持とすることが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員をお願いする。

森本委員

景気判断は、基本的に前回会合時から特に変えていないが、展望レポートにも絡むので、もう一度整理させて頂きたいと思う。

まず、海外情勢である。米国経済に関しては、減速してはいるがなお緩やかな回復を続けているとの基調判断である。9月の小売売上高等は、家計部門の緩やかな回復を裏付ける数字となり、株価もややパズリングだが堅調である。もっとも、雇用環境の改善は依然鈍く、消費者コンフィデンス指数等のマインド指標は振っていない。先行きについては、2011年以降、輸出の増加に加え、緩和的な金融環境のもとで個人消費、設備投資が徐々に持ち直し、再び成長過程に復してくるとみている。しかし、政策効果の減衰とバランスシート調整の重石があるため、その足取りがしっかりしたものになるか、下振れリスクには十分な注意が必要であると思う。

欧州経済は、ばらつきを伴いながらも、全体としては緩やかに回復している。先行き、そうした基調が大崩れするとは考えていないが、来年から主要国でも本格化する、緊縮財政の影響等には要注意だと思う。

一方、新興国のうち、中国をみると、GDPのプラス幅が縮小したが、私はソフトランディングに向けて、まずまずのコントロールがなされていると評価しているし、先日の利上げも、巡航速度への歩みをより確かにするものであると受止めている。

N I E s、A S E A Nについては、輸出・生産の増勢鈍化傾向が窺われ



るが、個人消費や設備投資などの指標をみると、内需は力強いものがあり、目先、新興国や資源国の経済に大きな不安はないのではないかと考えている。リスク要因を挙げるとすれば、先進国経済の減速や在庫積み増しの終了による輸出減速のほか、先進国からの資本流入によって経済の不均衡が拡大しないかという問題がある。

こうした中、我が国の景気については、緩やかに回復しつつあるものの、不安定な為替市場の影響等から改善の動きが弱まっていると判断している。先行きについては、一時的に弱まった後、海外経済の改善を前提に輸出・生産が増加基調を辿り、緩やかに回復していくと考えているが、一時的な弱まりの深さと長さがなかなか見極めにくいのが実情である。駆け込みの反動の大きさや、海外経済の減速、為替円高による企業や消費者のマインドへの影響なども考える必要があるためであり、そうした中で、当面のリスク認識としては、やはり下振れの動きを警戒すべきであると考えている。

まず、実質輸出だが、このところ、NIEs、ASEANやその他の国・地域向けでブレーキがかかっているが、差し当たって内需拡大メカニズムが働いているので、我が国からの輸出が大きく崩れることはなく、やや長い目でみて、輸出は全体として回復し、我が国経済を支えていくとみて良いと思う。また、こうした輸出の動きによって、当面はエコカー補助終了の反動等の影響を受ける生産も、徐々に増加基調に復していくと見込まれる。ただし、輸出の先行きに関しては、楽観は禁物だと思う。1ドル80円台前半という歴史的な円高水準が続いているし、インドとのEPA合意といった明るい話もあるが、ウォン安に加え、来年7月には韓国・EU間のFTAが発効する。品目別に関税撤廃時期は異なるが、徐々に我が国輸出製品の価格競争力や価格の低下を招き、それが実質輸出や企業収益に少なからぬマイナス・インパクトを与える可能性等が懸念される。

次に、設備投資だが、機械受注からは持ち直し基調がある程度明らかになってきたという判断ができると思う。海外経済の減速、為替円高等のもとの、こうした傾向が定着するかどうかは当面のポイントである。

次に、展望レポートだが、執行部案に違和感はない。経済成長見通しは、統計上の要因等もあり、2010年度の間評価からは下振れて推移するとみている。2010年度下期に減速した後の2011年度入り後だが、海外経済の成長率が再び高まっていくことなどから、緩やかな回復経路に復し、2012年度になると輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが強まって、潜在成長率を上回る成長が続くといった見通しで良いと思う。

なお、国による今回の緊急総合経済対策と、前回会合で打出した包括的な金融緩和策が、どのタイミングからどのように効いてくるかは、なかなかクリアには言い得ない面もあるが、少なからず实体经济を押し上げることが期待される。見通し期間の後半になれば、海外経済の回復と相俟って呼び水的な効果を現し、今回の中心的な見通しをサポートしてくれるものと確信している。

それから、国内企業物価指数と消費者物価指数に関する、マクロ的な需給バランスの改善などを根拠とした上昇シナリオだが、これについても、私は妥当な想定であると考えている。

展望レポートでは、経済情勢と物価情勢について、上振れ・下振れのリスクが挙げられている。新興国・資源国への資本流入の加速等により、これらの地域の景気が一段と強まれば、我が国経済も上振れる可能性があるが、私自身は、現段階ではどちらかと言うと、経済情勢の下振れリスクの方を意識しておいた方が良いのではないかと考えている。具体的にみると、先進国経済に関して、バランスシート調整を抱えた米国経済は、やはり下方に振れやすいという点、それから、欧州におけるフィスカル・ドラッグである。また、企業や家計のマインドという点では、今後、為替相場や株価が不安定化すれば、我が国経済主体の前向きな行動が阻害される可能性も出てくる。

次いで、当面の金融政策だが、国内の金融環境は、緩和方向の動きが続いている。前回会合以降の市場金利をみると、包括緩和策の公表を受けて、ターム物等で弱含みとなっている。また、企業金融面をみても、CP、社債の発行環境は良好で、中小企業向けの資金繰り調査結果等も改善を示し

ている。以上を踏まえ、次回までの金融市場調節方針だが、現在の方針を維持することが適当であると思う。

次に、資産買入等の基金の運営について申し上げますと、第一のポイントは、リスク・プレミアムの縮小を促すために、より踏み込んだリスクテイクを行う必要があるという点であり、第二は、一方で、信用リスク管理に万全を期さなくてはならないという点である。執行部案は、この両者のバランスに十分配慮していると受止めており、全体として違和感はない。まず前者だが、不動産投資法人債等を買入対象とすることや、社債等の資産別買入限度を残高に比べてやや多めとすることは、妥当な措置だと思う。また、前回買入れ時に比べてCP、社債の格付下限を1ノッチ引き下げることも、施策の有効性を確保するために必要だと思う。一方、後者の信用リスク管理だが、資産買入れに際してはあくまで本行信用判定をベースとするほか、通常のCP、社債以外については格付基準を保守的なものに留め置くなど、適切なポリシーであると言える。また、発行体別の買入限度額の設定や25%ルールの適用も、リスク回避のために必要なことである。

最後になるが、先行きの政策運営については、引き続き、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく必要があると考える。そのため、基金による買入れについて、残る条件整備を急ぎ、今後とも極めて緩和的な金融環境を維持していくことが重要であると思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

まず、内外の実体経済情勢について述べる。先行きの世界経済のメインシナリオとしては、引き続き、緩やかな回復基調の継続を考えている。当

面は、先進国の減速を主因に減速局面が続くが、その後は、新興国・資源国の高めの成長が続くもとで先進国経済も加速に転じ、全体としても緩やかに加速していくものと考えている。

米国は、緩やかな回復自体は続いているが、そのペースは弱いものとなっている。企業収益は回復し、株価も上昇しているが、雇用環境の目立った改善には至っておらず、個人消費や住宅投資の回復も弱いものにとどまっている。先行きについては、経済全体がバランスシート調整圧力を抱える中、当面、低成長が避けられないものと思うが、新興国・資源国の高成長やドル安の効果もあって、いずれどこかで加速に転じるものと考えている。ただ、低成長の長期継続による社会全体のマインド悪化が、悲観の誤謬を招いて景気悪化へと転じる可能性も否定できず、下方リスクが大きい状態にあるものと認識している。

ユーロエリア経済は、ドイツの好調と周辺国の苦境とが対照的だが、全体としては緩やかに回復している。先行きも、世界経済の回復に併せ、緩やかに回復が続くものと思う。ただ、欧州周辺国の金融機関や財政に対する不安感は強く、今後の緊縮財政がもたらす下振れリスクも懸念されるため、その足取りは大変脆弱なものになると考えている。

中国経済は、政府による不動産取引抑制策やエネルギー消費削減に向けた施策などにより、年初に比べれば幾分減速しているが、高めの成長を続けている。製造業PMIや小売売上高など、足許の経済指標は改善しており、再び加速する兆しもみられる。こうした中、人民銀行は利上げや預金準備率の引き上げを行ったが、物価上昇への警戒感とともに、高めの成長持続への自信を示したものと考えられる。いずれにせよ、再来年からの政権トップの交代が視野に入ってきたこともあり、当局としては大幅な景気変動は避けるとみられ、今後とも高めの成長を維持していくとみている。

NIEs・ASEAN経済は、輸出や生産の増勢は鈍化しているが、内需は海外からの資金流入もあって増加を続けており、回復基調を辿っている。先行きは、内需主導での景気拡大が見込まれる。

日本経済は、緩やかに回復しつつあるが、海外経済の減速やエコカー補助金の終了、猛暑の反動などの影響がやや大きく出ており、これまでの想定より早めに減速が始まっているように思う。先日の支店長会議でも、自動車産業を抱える地域から、生産が既に大きく落ち込んでいるとの報告があった。しかし、リーマン・ショック後がそうであったように、需要に応じて素早く生産調整を行っている分、短期間でのリバウンドが期待できるかと思う。とはいえ、一方では、元々自動車需要の減少傾向が続いている中で、施策による需要の先食いもあったと思われることから、調整の終了には想定以上の期間を要する可能性や、リバウンドの力がかなり弱いものとなる可能性についても留意が必要と思われる。従って、消費や生産の基調は当面弱々しく推移するものとみている。

もっとも、経済全体で見れば、回復基調自体が途切れることはないと思っている。輸出は、世界経済が回復するもとの、再び増加基調に戻るものと思われる。そのため、企業収益の増加傾向は続き、設備投資の増加や、雇用・所得環境の改善による消費下支え効果が期待できる。さらには本行の緩和策や政府の補正予算の効果も見込める。こうしたことから、年末から年始にかけての停滞の後には、再び緩やかな回復軌道に戻るのではないかと考えている。

このように、先行きの経済情勢は、これまでの見方よりも国内民需の自律的な回復という点では若干の遅れが見込まれるものの、本行や政府の施策の効果もあって、全体としては、概ねこれまでの見通しどおりの推移を想定している。リスク要因としては、上振れ方向には、先進国からの資金流入が続く新興国・資源国経済の強まりがある一方、下振れ方向には、米欧景気の前想外の悪化や、円高などに起因する国内経済主体の悲観論の広がりなどが考えられるが、全体としては下振れ方向の方が大きいと思う。また7月時点と比べれば、米国景気全般や日本の自動車需要、さらには円高の影響についての懸念が強まっており、下振れ方向の比重がより高まっているとみている。

次は、物価情勢である。まず、国際商品市況は、新興国需要の増加見通

しに加え、先進国の金融緩和を背景とした投機資金の流入もあり、金属や穀物などを中心に幅広い品目で上昇している。もっとも、日本の輸入物価は、円高により弱含みの動きとなっている。そのため国内企業物価も弱めに推移しており、7月見通し対比で下振れている。ただ先行きは、為替相場が安定することを前提に、緩やかに上昇していくものとみている。CPI（除く生鮮食品）は、エネルギー価格の上昇や需給ギャップの縮小を映じ、前年比マイナス幅が緩やかな縮小傾向を辿ってきたが、今後も、こうした傾向は変わらないと思う。そして来年度後半には、前年比プラスの領域に入るのではないかとみている。このように、先行きの物価情勢に関するメインシナリオとしては、世界及び日本経済の回復を前提に、引き続き見通し期間内におけるデフレ脱却を見込んでいる。7月時点での見通しと比べれば、足許の大幅な円高は想定外だったが、本行や政府の施策の効果も見込めるため、見通しを大きく変える必要はないと考えている。

リスク要因としては、上振れ方向には、新興国経済の強まりによる資源価格高騰、下振れ方向に、国内景気の下振れや、それに伴う中長期的な予想物価上昇率の下振れ、さらには円高の影響の広がりなどがあるが、全体としてはやはり下振れ方向の方がやや大きいものとみている。

なお、来年に予定されているCPIの基準改定の内容は現時点では明確ではないが、下振れ方向での改定となる可能性が高いと思われる。仮にそうなった場合には、CPI（除く生鮮食品）の前年比プラス転化は、現在の想定より後ずれするものと考えられる。

次に、執行部から提示のあった展望レポートの原案は、今も述べた、こうした経済・物価情勢に関するメインシナリオ、リスク要因のいずれとも概ね合致しており、妥当なものだと考えている。

このように、経済・物価見通しの下振れリスクは高まっているが、国内の金融環境については、本行の包括的な金融緩和などの効果もあり、金利の面でも、資金のアベイラビリティの面でも、一段と緩和的となっているように窺われる。実際、10月の主要銀行貸出動向アンケート調査では、銀行の貸出運営スタンスDIの積極化超幅は拡大し、企業の資金需要DI

の減少超幅は縮小している。しかし、足許、円高進行と株価低迷が続いているため、これが市場参加者のリスク意識を高めないか、企業マインドを萎縮させて資金需要の減退を招かないかなどについては、十分注意していく必要があると思う。

最後に、金融政策運営方針である。これまで述べたとおり、デフレからの脱却にはなお時間を要するとみられるため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は、前回決定どおり、実質ゼロ金利であることを強調する 0～0.1%に維持することが適当と考える。そして、それを物価安定のもとでの持続的な成長経路への復帰が展望できるまで継続すべきである。

資産買入等の基金の運営に関する先程の執行部報告については、基本的に異存ない。そのうえで敢えて申し上げるが、リスク性資産の買入は、効果とリスクや副作用とが反比例するため、十分注意すべきである。しかし、実施にあたっては本行の意図を鮮明に打出し、幅広い市場参加者の追随を誘うことにより、金額対比で最大の効果を狙っていくことを考えなければならない。従って、本施策を速やかに実施に移すと同時に、今後、必要な場合には、買入れペースの前倒しや増額も考えても良いと思う。

現在実施中の成長基盤強化に資する資金供給についても、状況をみながら、強化や拡充を考えていくべきと考える。先に述べた貸出アンケート調査によると、金融機関の企業向け貸出運営スタンスを積極化した最大の要因として、成長分野への取組み強化が挙げられており、金融機関のマインドを前向きに変えた効果がはっきりと確認できるからである。ただ、単なる金利引き下げ競争に繋がらないよう、しっかり監視していくべきだと思う。本行は、今後とも、中央銀行として適切に政策対応を行っていく方針である旨、コミットしている。先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策を常にプロアクティブに行うことで、本行自身への信認を高めながら、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、あと3名いるが、ここであと3名発言されて、私が発言すると12時を超えてしまうと思うので、一度ここでコーヒブレイクを入れ、その後一気に行きたいと思う。今11時16分なので11時25分に再開することとする。

(11時17分中断、11時25分再開)

白川議長

それでは、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

当面の内外金融経済情勢についてであるが、基本的に前回会合での情勢認識を踏襲することで良いと思う。従って、当面の金融調節方針も現状維持ということで良いだろう。

次に、展望レポートに関してである。我が国の経済・物価の中心的な見通し、それから上振れ・下振れ要因、金融政策運営方針、いずれについても執行部案に違和感はない。従って、これらについて細かく論ずることはしない。そこで、展望レポートを私なりに考える際に気になった、内外経済と政策との関係について幾つか述べておきたい。

まず、米国経済についてである。マーケットでは、来週開催される予定のFOMCで追加緩和の決定が予想されている。実際に追加緩和が決定されるのかどうか、また決定されるとしてその内容がどのようなものになるのかは当然分からない訳である。ただ、市場が、様々な情報をもとに緩和策を織り込んでいることは間違いない。長期金利は中短期ゾーンを中心に低下している。社債の信用スプレッドも、投資家のサーチ・フォア・イールドの動きもあって、縮小している。株価も底堅い動きを続けているという状況である。こうした市場の動きを前提とする限りは、前回の決定会合で我々が想定していた米国経済の下振れリスクについては、多少とも和ら



ぐ方向に向かうとみておいて良いのではないかと思う。ただ、このところ超長期債の金利が上昇しているほか、5年物の物価連動債の金利が初めてマイナスとなっている。これだけをとれば、中短期ゾーンの金利低下に伴う景気刺激効果と物価上昇期待が、超長期の世界にも波及し、インフレ期待の高まりとなって表面化しているというようにも読み得るものである。勿論、先々こうした展開になれば、それはそれで望ましいことであるが、大きなバランスシート調整圧力を抱える米国経済が、伝統的な政策手段を使い果たした後の、乾坤一擲の非伝統的政策によって、苦しい局面を一挙に打開できると考えるのは、やや楽観的に過ぎるようにも思われる。市場の予想が実は市場の単なる希望であり、そこに米国経済全体としての無視できない下振れリスクが潜んでいるようにも窺われる。

次に、新興国経済を代表する中国経済についてである。中国は先般約3年振りに利上げに踏み切っている。人民元問題に関わる政治的な配慮があつてのこととも推察されるが、既往の不動産取引抑制策や預金準備率の引き上げ等だけでは、不動産市況や一般物価のコントロールに限界があるという事情もあつてのことであろう。特に先進国の超金融緩和政策のスピルオーバー効果が小さくないだけに、現地当局の政策の舵取りが相当に難しくなっている面もあるように思う。この辺りは、中国をはじめとする新興国経済の先行きを見通すうえでの上振れリスクとしてしっかり認識しておく必要があると思っている。

三つ目は、我々の包括緩和の効果ないしその波及メカニズムについてである。資産の買入等がスタートしていない今の段階で、効果などを定量的に把握することはもとより困難である。しかし、展望レポートを纏めるうえでは、少なくとも定性的には政策効果を整理し、可能な限りそれを織り込んでおくことが不可欠であろう。

包括緩和を発表以来、既に市場を含めていくつかの反応がみられている。企業経営者の意見などを聞いてみると、企業マインドには相応にポジティブな影響が及んでいるようにみられる。これが一点目である。二点目に、市場の動きを色々とみてみると、反応はより明確である。因みに、短期金

融市場では、LIBORがやや長目のゾーンも含めて低下している。長期金利も、中長期ゾーン中心に低下がはっきりしている。社債スプレッドについても、低格付銘柄主体に軟化している。J-REITも、均してみれば、良い方向での動きが窺われていると評価して良いだろう。そうした状況であるので、今後、実際に資産買入れなどが動き出せば、リスクフリー金利の低下やリスク・プレミアムの縮小などの動きがより広範化してくることが期待される状況である。

以上のような動きには、時間軸効果が早くも効き始めている面が勿論あると思っている。しかし、時間軸効果は、我々のデフレ克服への政策スタンスがさらに浸透していけば、一層強まっていくことが予想されるし、また、景気が回復パスをはっきり辿り、物価も前年比プラスの世界に入っていく段階になれば、その効果がより強く現れてくる性格のものでもある。その時点での企業収益の改善歩調と相俟てば、金融緩和効果は一段と強く発揮される筋合いにあることも認識しておくべきであろう。

我々は、前回の決定会合で、成長率の下振れ、さらなる下振れリスクの存在、そして物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰の後ずれといった可能性を懸念した。しかしながら、包括緩和について、改めて今述べたような効果の波及メカニズムを想定するとすれば、政府の諸施策とも相俟って、これら懸念材料については、相当程度緩和される、ないしはそれをカバーして余りある効果が期待できると考えても良いのではないかと思っている。

次に、資産買入等の基金に関してである。基金の運営の大枠については執行部案に異論はない。そのうえで、二点述べておきたい。一点目は、なるべく早期に立ち上げる必要があるということである。言うまでもなく、政策はタイミングが命である。事務的に詰めるべき点が多々あることは承知しているが、それを極力早期に片付け、市場への働きかけを早く開始したい。二点目は、本行の財務の健全性との関係である。今回の基金は、信用リスク、流動性リスクのみならず、金利リスクも積極的に取っ払いとすることを目的とするものである。当然のことながら、それに伴って本行のバランスシー

トが毀損される恐れもある。そうした場合に備えてどのような対応があり得るかしっかり検討のうえ、政府にもその点の理解を得ておくことが重要であると認識している。

以上が、展望レポート及び資産買入等の基金創設に関連して、私自身が強く意識した点である。最後に、展望レポートに記述すべきほど明確な見通しのあるものではないが、感想として一言述べておきたい点がある。

リーマン・ショックから2年が経過した。この間を振り返ってみると、バランスシート制約に苦しむ米欧先進国、景気の低迷からなかなか脱しきれない我が国、そして中国をはじめとして台頭著しい新興国、これら三極間において、政策上のフィードバック・ループが、グローバルな資本移動と為替変動を結節点にしながら、一層緊密化してきているように見える。リーマン・ショック直後は、先進国の大幅な景気後退と大胆な緩和政策、そしてそのスピルオーバー効果もあつての新興国の景気過熱といった状況を経験した。これを局面1というふうに呼べば、今は、新興国の景気調整が進み、このことが先進国の景気後退を招き、再び先進国での大胆な緩和政策が展開される段階に入ろうとしている。言わば局面2に移ろうとしているということである。もとより、この先の展開は読みづらい。しかし、米欧のバランスシート調整と金融機関の信用仲介機能の修復が完了するまでは、こうしたフィードバック・ループがかなりの期間に亘って続いていく可能性もなしとしないように思う。このようなプロセスのもとで、どのような不均衡が蓄積していくのか、そうした不均衡を断ち切るにはどのような処方箋が必要なのか、目下のところ答えはないように思う。グローバルな資本移動や為替変動のあり方について何らかの対応が必要なのかもかもしれない。我々の展望レポートの視野を超えるテーマではあるが、忘れてはならないテーマであると改めて感じている。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

## 宮尾委員

では、経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。まず、海外経済について米国を中心に申し上げる。米国経済は、減速しつつ緩やかな回復基調が続いているという判断であるが、そのペースは過去の回復局面と比べて際立って遅いとの認識を持っている。住宅市場や雇用情勢に顕著な改善の動きがこの間の指標ではみられず、やや長めの低成長に陥る蓋然性がさらに高まってきたと考えている。やや詳しく住宅市場の動向をみると、住宅着工件数や中古住宅・新築住宅の販売件数は既往最低水準にとどまっており、立ち上がっていない。住宅価格もケース・シラー指数は2か月連続で前期比マイナスとなり、FHFA指数も低水準が続いている。雇用面では、9月の雇用統計における民間部門の雇用者数の拡大は6万4,000人で、10万人以下という低水準の基調は5か月連続で変わらない。失業率も9%台後半、新規失業保険申請件数も40万人台半ばで、それぞれ高止まりしている。この間、物価についても、9月のコアCPI前年比伸び率が前月から幾分低下するなど、物価上昇圧力は弱まってきている。このような動きを受け、次回FOMCで追加緩和が実施されることが大方の予想となっており、それを織り込む形で株価は上昇している。ただし、最終的な景気・物価へ及ぼす効果については、極めて不確実性が高いと考えている。

欧州経済あるいはアジアを中心とする新興国経済の現状認識については、執行部のご説明どおり、あるいは皆さんのご認識どおりであるので割愛させて頂く。

一方、我が国経済であるが、これまでの景気回復の起点となってきた輸出の増加ペースが鈍化、そして内需関連では、設備投資の持ち直しがよりしっかり確認され、消費者コンフィデンス関連の指標が弱含んでいる点を指摘したいと思う。特に個人消費に関して、消費者態度指数や景気ウォッチャー調査といった指標がそれぞれ3か月、2か月連続で悪化しているという点は、やや気になる兆候かと考えている。

続いて、展望レポートに関して申し上げる。我が国経済の2012年度までの経済・物価見通しであるが、執行部が取り纏めた展望レポートの内容

に基本的な違和感はない。中心シナリオは、2010年度の成長率が7月対比で下振れ、2011年度から2012年度にかけて2%前後の成長率を続けていくとみている。また物価水準についても、需給ギャップの縮小を通じてマイナス幅の縮小が続き、2011年度中にはプラスの領域に転換、2012年度にはさらにプラス幅が高まっていくものとみている。

以下では、私のその経路の導出の際にポイントとなるロジックについて、ご説明したいと思う。まず、米国経済の想定であるが、現在の低成長が基本的に継続し、2011年以降の実質GDP成長率は2%台前半にとどまる経路を、最も蓋然性が高いシナリオと考えている。この前提は、これまでのメインシナリオでの前提に比べて、明確に私自身の中で下方修正した。その背景にあるのは、住宅市場と雇用の回復の遅れが最大の理由である。さらに、足許米銀による住宅差し押さえ手続きの不備が問題化している点に関しても、追加的なかつ中長期的な懸念材料と考えている。今後、差し押さえ手続きが厳格化される場合には、手続き長期化による担保住宅価格のさらなる下落、あるいは手続きに伴う法的リスクを見込んだ差し押さえ不動産に対する需要の減少等、中古住宅価格の低下圧力が一層高まる懸念があるというふうに懸念している。バーナンキ議長の講演でも、住宅保有者の2割を超える世帯が住宅価格より債務残高の方が大きいとされるという指摘があった。こうした住宅市場を巡る環境は、個人消費に対する明らかな重石となり、支出低迷の長期化は雇用回復の遅れにも繋がる。そして、雇用環境の厳しさが、今度は逆に住宅市況の回復をさらに遅らせるという悪い循環が始まっている可能性もあると考えている。

こうしたロジックに基づき米国経済の低成長が続くと考える時、為替相場に関しては、現在のドル安円高傾向が継続する可能性が高いとみている。これにより、これまで景気回復を牽引してきた輸出や企業収益の足枷になる訳であるが、またそれは短期的には我が国経済の構造調整の痛みも相応に出てくることが想定される。しかしながら、こうした景気の下振れ要因に対しては、今後順次実行されていく政府の経済対策、並びに今回導入した包括緩和による金融緩和効果とが相俟って、我が国経済が下支えされて

いくものという姿を考えている。とりわけ、資産買入等の基金におけるリスク性資産の買入れは、これは金融政策としては異例中の異例の政策である。中央銀行がそのような施策にまで踏み込んでまでデフレ脱却に対する強い決意を示すということで、萎縮している企業・家計のコンフィデンスを回復させて、前向きなリスクテイク行動や投資意欲、アニマルスピリットを後押しし、それが生産性向上、競争力強化に繋がっていくという、そういった呼び水としての効果が強く期待されている。その効果が相応に働く結果、我が国経済の潜在成長力は順調に立ち上がっていき、また、円高がたとえ続くとしても、株価は上昇基調を辿り、持続的な景気回復に繋がっていくという経路を考えている。またそれに加えて新興国経済の高めの成長が続くということも、我が国経済を下支えしていくというふうに考えている。以上が、メインシナリオに立った私のロジックである。

次に、こうしたメインシナリオに対するリスクについて申し上げる。一つ目は、新興国経済の過熱ということで執行部の説明にあったとおりであるので、あるいは皆さんも議論されているところなので割愛する。

二つ目は、先進国の財政健全化に伴うリスクである。米国では、全国的に連邦・州問わず、財政再建に向けた機運というものが高まっている。実際、地方では教員の削減などの形で現れ始めている。今後、こうした動きが一段と強まって、構造調整や成長力強化のために必要な財政支出までもが削減されるといったところまで行ってしまうと、同国の持続的回復の達成時期はさらに遅れることになり、それは世界経済の成長を下振れさせることになる。あるいは同様のリスクは欧州経済についても、EU全体で財政健全化への取組みが進められていることから、それが行き過ぎとなる場合に、十分注意が必要かと思っている。

三つ目のリスクは、企業のコンフィデンス及び中長期的な成長期待の下振れリスクである。先に私が申し述べた中心シナリオで、今回の金融・財政政策の効果として、企業がアニマルスピリットを発揮する、設備投資意欲を高める、そして潜在成長率が立ち上がっていく、とそういう波及経路を想定していると申し上げた。それが期待どおりに発揮されない可能性と

いうものもリスクとして考えられる。金融市場の極端な不安定化など、何らかの理由により、企業コンフィデンスの回復が進まない場合は、我が国実体経済や成長見通しが下振れるという可能性がある。

物価面に関するリスクであるが、以下の三点である。第一点は、実体経済面でのリスクが顕現化した場合、需給ギャップの縮小のペースの変化が起り、物価上昇率にも相応に影響が及ぶというリスクである。また、米国経済の下振れによって、円高がさらに進行する場合には輸入物価の下落を通じて、我が国物価の下方圧力が強まる可能性もある。

第二に、消費者物価指数の基準改定に伴うリスクである。消費者物価指数は2011年に基準改定が予定されており、ある程度、物価上昇率が低下する可能性がある。これは、基準年のリセット効果やウエイト変更の効果といった統計上の要因に基づくものではあるが、表面的には物価上昇率が低下することにより、人々の中長期的なインフレ期待を押し下げることになれば、実際のインフレ率にも相応の影響が及ぶ可能性がある。

第三に、商品市況の動向である。これは先程の端折った高成長を続ける新興国における一次産品に対する底堅い需要が継続するという中で、先進国における金融緩和を背景に商品市場への資金流入が活発化した場合のリスクである。このリスクが顕現化した場合には商品価格が高騰し、輸入物価を通じて我が国の物価上昇率を押し上げる可能性がある。もっとも、商品市況は変動が激しいために、逆に大幅な低下により、我が国の物価を押し下げる可能性もある。

続いて、金融政策に対する意見を申し上げる。以上申し述べた経済・物価の現状認識並びに見通しを踏まえ、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸が明確化されたもとで、次回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」という現在の方針を維持することが適当だと考える。

また、先程執行部から報告があった資産買入等の基金運営に関する検討結果及び基本要領等についても、執行部案に異存はない。政府認可の申請

を含め、本基金の速やかな実施に向けた作業を鋭意進めて頂くようお願いする次第である。特にETF、J-REITの買入れに関しては、リスク・プレミアムの縮小を通じて人々のコンフィデンスや投資意欲に働きかけるとするのが狙いであるので、その効果を最大限に引き出すためにも、時機を逸することなく、できるだけ早期に実施することが極めて重要であると考える。以上である。

白川議長

須田委員をお願いします。

須田委員

内外経済・物価情勢の足許と先行きについては、基本的に、前回会合で述べた判断、評価に変更すべきところはなく、またこれまで述べられた意見と重なる部分も多いので、以下では主として米国について指摘するにとどめ、その後展望レポートについて重要だと考えた点を、ポイントを絞って述べておくことにする。

次回FOMCでは追加緩和がほぼ既成事実化されており、その大きさと時間軸についての言い振りが気になるところだが、米国では追加緩和期待と予想以上の企業収益から、米株、ジャンク債など、リスク性資産は概ね堅調に推移している。弱めの指標に対しても緩和期待から株高というように、流動性相場の色彩が濃くなっている。長期金利については、緩慢な景気回復や追加緩和期待を背景に低水準圏内にあるが、30年債などの金利は幾分上振れて推移している。超長期金利上昇については、マネタイゼーションへの懸念との声も聞こえるが、金価格上昇、株価上昇などとともにリフレ・ストーリーと関連付ける向きも窺える。低い長期金利、株高、金価格上昇が並存し続けることはほとんどなく、FOMC後の市場動向が、為替レートも含めて気になるところである。また新興国では資本が流入し、株高や商品市況高を生じさせているので、その流れに与える影響にも注視していきたいと思っている。



こうした中、米国では、小売売上高、新車販売台数などが堅調で、ベージュブックでは消費は安定的かやや上向いたとの評価がなされている。ただし、消費者は価格に敏感で必需品に購入を限ったと指摘されている。年末商戦についてはそれほど悲観的な声は聞こえていないが、雇用はジョブレス・リカバリーの状況にあり、教師など地方公務員も大量に職を失い、個人破産申請が増加し、企業年金の積み立て不足が問題になり、老後を悲観する人が増えている中で、強い消費は期待できない。年末商戦に向けて一時的に雇用を増やすところもあるようだが、他方で、2010年3月の雇用が年次改定で36.6万人下方修正される見込みとの発表もある。失業率の高止まり、賃金上昇率の低下など雇用・所得環境に改善はみられない。また、住宅にかかるネガティブ・エクイティも問題である。差し押さえ物件の販売が増える中、住宅価格は押し下げられている。そうした中、差し押さえ停止問題が大きくなりつつあるが、住宅ローンの買戻し問題もあり、それらが住宅市場や金融機関にどのような影響を与えるのか、気になるところである。FRBに追加緩和へ向かわせるもう一つの問題が物価上昇率の低さである。9月の消費者物価コアは前年同月比で+0.8%の上昇にとどまり、1961年以来の最低の伸び率であった。弱さが目立つのが衣料品や居住費である。なお、FRBでCPIコアよりもインフレのトレンドを示すより良い指標としてしばしば用いられているクリーブランド連銀のメディアンCPIは、バーナンキ議長のボストンの講演でも取り上げられていたように、この1年で+0.5%の上昇でしかない。需給ギャップの大きさに加え、物価指数で大きなウェイトを持つ家賃や賃金の動向をみると、デフレになるとは思わないが、当分デイスインフレが続きそうである。

次に、展望レポートについてであるが、見通しについて私の考え方を示すとともに、それをもとになぜ財政政策の分野に近い包括的な金融緩和政策を前回採用することが望ましいと思ったか、私なりの説明をしておきたいと思う。

足許までの経済・物価の動きは、皆様の指摘どおりなので省くが、私が想定していたとおりの展開となっており、2010年度は見通しどおりに着

地するとみている。つまり、経済成長率も消費者物価についても7月の中間評価のとおりとみている。私は、7月の中間評価で欧米の成長率見通しを下げた後、今日では新興国の上振れリスクと欧米の下振れリスクとで海外経済がほぼバランスしているとしてきたが、その考えは今も維持している。他方、国内経済については、年度後半にかけての落ち込みがどのような深さ、長さになるのかその点不確実であるため、国内経済については下振れリスクを意識しているとしてきた。今後については7~9月の駆け込み需要と猛暑効果が想定よりも大きく出たので、その反動が想定よりも大きいこと、まだ十分に稼働率が回復していない中で、生産が再び急に落ちていくと企業マインドがかなり悪化すると考えられること、それに加えて、メディア等の報道が拍車をかけ、国民全体のマインド悪化に繋がりがねないことなどから、これまで想定したよりも足踏みが長引く可能性が高いと今回判断した。これは、来年度の成長率の下振れ要因として位置付けている。それと同時に、こういった動きが想定以上に厳しいものとなる可能性もあるので、下振れリスクもあるとみている。なお、来年度の成長率の下振れ理由の一つとして、新興国のキャッチアップの速さについて指摘しておく。支店長会議や調査統計局のメモなどから、合併や廃業などで不要となった新品と変わらない設備が安く中国等に売られ、人も引き抜かれており、技術流出がかなり進んでいることが分かった。そのため、円高の影響はこれまで想定していたよりも大きく出てくるのではとみている。この問題を考えるにつれ、内外の相互依存関係を見無視して先行きの日本について語れないという思いを強くしたところである。

前回会合で新たな政策対応が是非とも必要だと考えた理由は、以上のような2011年度の成長率見通しの下振れだけでなく、消費者物価が前年比プラスの領域に入る時期が後ずれする蓋然性が高まったということがある。

この点で重要なのは、中長期的なインフレ期待の位置付けである。今回、物価の決定について、インフレ率が足許までの需給ギャップによって引っ張られる力と中長期的な期待インフレに引っ張られる力について、前者の

方にウエイトをかける方が現時点ではより現実的であるという考え方をより鮮明にした。今後、経済が一時的に落ち込み、需給ギャップの改善が足踏みないしは悪化しかねない中で、そのような動きが来年度のインフレ率に与える影響を考える場合に、その影響よりも中長期的な期待インフレのアンカーが強く働いて物価上昇率を高めていくというのは考えづらいからである。このような考えのもとで、2011 年度中には消費者物価はプラスの領域には入らないというのが私の現時点での見通しになる。このようなシナリオが前回会合の時点である程度想定できたために、下振れる蓋然性が高くなったので政策対応が必要と考えたということである。

この点について、別の言い方をすれば、インフレが実績値にどれだけ引っ張られるかということになる。先進各国では、需給ギャップがなかなか縮まらない状況下、間接税の影響を除いたコア・インフレは低下傾向にあるが、先日のダドリーNY連銀総裁の講演でも指摘されているとおり、低下するインフレはインフレ期待を低下させる可能性が高いとみている。日本も例外ではなく、物価下落が続く中、エコノミストの短中期的なインフレ予想が低下している。短中期的なインフレ予想がこれまでの物価の動きとアンカーとなるべき数値のどちらにより引っ張られるのか、判断は非常に困難であるが、インフレーション・ターゲティングを採用している英国でさえ実績値にインフレ率が引っ張られるリスクを懸念しており、物価の実績に引っ張られる程度はこれまで考えていたよりも大きいとみざるを得ないと判断したということである。

先程、クリーブランド連銀のメディアアンCPIについて言及したが、日本においてそれを簡単にみてみると、2000 年に入ってからずっとほぼゼロであったものが、リーマン・ショック後マイナスが続いていることが気になっている。また、日米インフレ格差が 2~3%程度で長く続いているが、米国においてディスインフレが懸念されている中で、インフレ格差が縮小するメカニズム、例えば賃金の上昇率の乖離幅が大きく縮小するといったようなことが生じ得るのか、なかなか見通せないという面もある。

なお、今回の包括的な金融緩和政策の効果を見通しにどう織り込むかに

については、今回はそれほど織り込めていない。一つには、マーケットの反転もあって今のところ然程効果が確認できていないからである。また、今後リスク・プレミアムに働きかけるためにリスク性資産を購入するが、それで資産価格を下支えしようとする訳ではない。これを呼び水として人々がリスク性資産に目を向けることを期待している。つまり、我々の政策効果は民間の人々の行動にかかっているということになるので、その効果として下振れリスクが小さくなったということは確かだと思っているが、見通しを引き上げる効果を現時点では十分に測りかねている。従って、私としては見通しに対して上振れリスクを意識している。

展望レポートの金融政策運営については、見通しについて違和感があるが、それは後で議論するとして、ここでは三点述べておきたいと思う。一つは、第2の柱による点検についてであるが、展望レポートにあるとおり、緩和的な金融環境が長期間維持されるとの期待の高まるリスクを追加しておく。実際に、超低金利が継続している中、物価指数でみた物価の安定だけでなく、資産価格や信用量、投資動向などもしっかりチェックし続ける必要があるということをつけ加えたいと思う。二つ目は、成長基盤強化のための資金供給についてである。先程の櫛田企画局長の説明にもあったが、ローン・サーベイで貸出強化の要因として、大企業向けから中小企業向け全てにおいて成長分野への取組み強化が最も重要な要因との結果が出ていたが、成長基盤強化のための資金供給についてはしっかりと対応し、この運動をより高めていくことが必要だと思っている。最近、良い話も聞こえてきているのでこれについて先々、より強化することが可能であるならば、喜んで賛成したいと思っている。

もう一つは、資産買入等の基金についてである。基金で長期国債・国庫短期証券を買い入れることについては、前回会合後、改めて検討してきたが、結論は変わらなかった。前回会合でも申し上げたが、現在のような金利環境のもとでは、長めの金利への働きかけを強めることは、金利低下余地が小さいこと、金融機関の収益機会を奪い、却って金融緩和効果を阻害する恐れがあること、債券バブルのリスクを高めることなどから、望まし

くないと考えている。長期国債購入増の場合、以上の要因に加え、銀行券上限ルールについて歯止めをなくすような形で見直したという認識を生じさせると、マネタイゼーションとの見方が出かねず、却って長期金利に悪影響が及ぶリスクがある。国民が納得するような中長期的な財政再建についての道筋がみえない中ではなおさらである。今後、採るべき政策はより長めの金利低下を促すことではなく、むしろリスク・プレミアムに働きかける方にウエイトをおくべきと考えている。従って、買入資産もETFなどリスク性資産のウエイトを高めるべきだと思っている。現在、国内では、リスクを取る主体が限られているため、リスク性資産への需給が低調であることが、潤沢な資金供給が活用されない理由の一つと考えられ、日本銀行が、リスク・プレミアムが高止まっているリスク資産を購入することで、それを呼び水として、リスク資産に対する需要・供給が増え、お金の巡りが良くなることを期待できると考えている。これについては皆さんもおっしゃったが、できるだけ早期に実現できることを期待している。最後になるが、次回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だと思う。以上である。

#### 白川議長

ここからは、討議のセッションを二つに分けて、まず、展望レポートにおける経済・物価情勢に関する討議を行い、次に、資産買入等の基金の運営に関する事項も含めて金融政策運営方針に関する議論を行いたいと思う。まず、展望レポートにおける経済・物価情勢に関してである。私自身はまだ意見を申し上げていないが、皆様方のご意見を拝聴しながら、私自身の見解も含めて極く簡単に今出た議論を纏めてみたいと思う。そのうえで、追加的な論点があれば議論したいと思う。

まず、展望レポートで先々の見通しをするに当たって、改めて我々自身が色々な不確実性に直面しているということをしっかり認識しておく必要があると思う。これは、今回の展望レポートの序文にも書いてあることであるが、今年の4月に展望レポートを作った時の経済情勢を考えてみる

と、欧州のソブリン・リスクの問題が非常に厳しい時であったから、欧州経済についてより弱気の見方が広がっていて、一方、米国については、我々自身は違和感を持ちつつも、しかし、市場の中では、比較的楽観論があったということであった。半年経ってみて、欧州では基本的な問題は解決している訳ではないが、当時ほどの弱気感は後退し、一方、米国については、当時に比べると慎重な見通しが広がっているということを考えると、また向こう半年、あるいは先行き2年を考えてみても、勿論、経済の経路は変わる訳で、従来もそうしていないが、私自身あまり決め打ち的に考えるのは控えたい。不確実性を上にも下にも両方向にやはり意識しておく必要があるということ、まず最初に感じたし、皆様もその点をご指摘のことだったと思う。先程、執行部から説明のあった展望レポートの基本的な考え方、ロジックについては、ただ今須田委員からは、幾つかの留保条件というのか——また後からご説明があると思うが——、ご指摘があったが、概ね展望レポートの記述には違和感がないというのが、全体としての受止め方であったと思う。そういう意味で、私自身が一つ一つ景気・物価についてなぞっていくことはせずに、第1の柱、第2の柱という形で、展望レポートの文案に書いていることを纏める形で総括したいと思う。まず、第1の柱で、景気の方であるが、「わが国経済は、先行き、景気改善テンポが一旦鈍化した後、緩やかな回復経路に復していくとみられる。物価面では、引き続き、消費者物価指数の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。マクロ的な需給バランスの改善テンポが緩やかなものとなることを踏まえると、前年比プラスの領域に入るのは2011年度中となり、その後、2012年度にかけてプラス幅を拡大させていくものと見込まれる。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、なお時間を要するものの、物価安定のもとでの持続的成長に向けて、着実に歩みを進めていくものと考えられる」ということであった。このような見通し、判断に至るうえで、幾つか重要な前提条件があるが、海外経済あるいは国際金融資本市場については、時間の関係もあるので、同じ言葉を繰り返すことはしない。金融環境というか、我々自身が行っ

ている金融政策の効果を今回の見通しに織り込んでいる訳であるが、その効果について、どのように考えるのかについて、多少自分なりの受止め方を申し上げたいと思う。

定量的に今の段階で評価することは難しいが、結論的に言うと、強力な金融緩和の効果は、国内民間需要の自律回復に向けた動きを後押ししていくということだと思う。ルートとしては、色々な整理の仕方があると思うが、三つないし四つあると思う。一つ目は、心理面、マインド面で下支えをしていく。経営者のマインド——経営者だけではなく、消費者もそうだろうが——を下支えしていくという効果は、これは確かにあった。今後もそれは働くと思う。二つ目は、資産買入れによる長めの金利低下、リスク・プレミアムの縮小、それ自体の効果である。この面では、まだREITとかETFの買入れが現に始まっていない訳であるから、どういう形で買入れが始まるのかがある程度みえない限り、なかなかマーケットでの動きが出ないだろう。いずれにしても、これは今後出てくるということだと思う。三つ目は、時間軸効果だと思う。先程、山口副総裁からもご指摘があったが、時間軸の効果として、元々、これは、景気回復が進む、あるいは企業収益が改善する段階で、一番強く発揮されるということが、今の段階で予め分かっているということでもある。それから、敢えて四つ目のルートを挙げるとすれば、元々、我々自身は金融市場の安定をしっかりと確保するというのをいつも言っているが、テール・リスクで金融市場がどのように混乱するのか分からないということも皆やはり気にしている。これに対して、今回の包括金融緩和については、我々自身がテール・リスクに対して備えがあるのだということも、メッセージとしてはやはりあるのだろうと思う。そういう意味で、包括緩和がたちどころに直ぐ今月のGDPを押し上げるという意味での効果は勿論元々考えていない訳であるが、しかし、国内民間需要の自律回復に向けた動きをしっかりと後押ししていくものだと私自身は受止めているし、そういう感じのご意見があったと受止めた。これが、第一点である。

もう一つ、私自身が皆様の意見を聞きながら受止めたことで、前回の決

定会合では、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復する時期が後ずれする可能性が高いということで、包括緩和をした訳である。ではその結果、今回の展望レポートの見通しは後ずれしたままなのか、あるいはまた元の状況に戻ったのかは、勿論、イチ・ゼロで判断できるような性格のものではないが、全体として後ずれする可能性に対処した結果、当初想定していた姿と比べてそう大きく違ったものではないというように受止めた。これは、先程申し上げた日本銀行の包括緩和は勿論あるし、それから政府の緊急経済対策の効果も出てくる訳であるし、それから、どの程度これが織り込まれているのかについては、色々な意見があるが、米国の追加金融緩和も何がしかやはり織り込まれている。そういうものを全部総合すると、後ずれしたままだというより、手繰り寄せてきているというように受止めた。

物価については、先程申し上げたような総括であるが、一つのポイントは、先程、須田委員もおっしゃった中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもとで、という我々自身がいつも置いている条件をどのように考えるのかということが、やはりポイントだろうと思う。色々な解釈はあるが、今回、時間軸を明確化したということは、少なくとも従来との比較でいくと、予想物価上昇率に対し日本銀行の考え方がアンカー的な機能を持つ度合いは、従来より高まっているのだろう。これだけで完全にアンカーできるかどうかはまた別であるが、従来と比べてみると、ここでアンカー機能が弱まったということではなく、方向としては高まる方向であったのではないかと思う。ただ、いずれにせよ、ここは論点だろうと思う。

最後に、この展望レポートの必ずしも射程ではないが、ビッグ・ピクチャーというか、経済・物価の大きな先行きの構図をしっかりと考えていく必要があると思う。先程、山口副総裁からも若干そういう趣旨の発言があったが、私自身、この面で二つのことをいつも感じる。一つは大きな危機が起きた後の経済の回復のパスというのはどういうものなのだろうかということである。今回の危機の後、外国の学者を中心として、改めて過去の危機について本当にエクステンシブな研究がなされている。過去のも



う何百とある危機から共通するファクトを探して行って、理論的には必ずしも裏打ちがある訳ではないが、どういう傾向が読み取れるのだろうか、色々な研究が今出ている。勿論、それを全部読む時間はないが、自分なりにそういう研究結果を消化すると、危機の後、産出量の水準は、元のトレンドには戻っていない、成長率は元のトレンドには戻るが、しかし、レベルは元に戻らない。つまり、一旦高い成長をして、がくんと落ちた後にまた元のパスに戻っていくということではなくて、落ちた水準から成長率は元のトレンドに戻っていくという、これがほぼ共通したファクトだなという感じがする。これは本来、経済成長理論からすると、恒久的な技術ショックがない限り、なかなか説明しづらい現象ではあるが、実際には、先程申し上げたような経験がみえるなという気がする。そういう意味で、我々自身が頭の中で、どういうパスに戻ることを正常と考えるのかということ自体が、実は大きなポイントだと思う。これは、需給ギャップの考え方もそうであるし、それから、要するに、将来の需要を現在に取り込む形で何とか景気を持ち上げようとしている政策もそうであるが、ここをどのように考えるのかが非常に大事なポイントだと思う。そのビッグ・ピクチャーは、やはり持つておく必要があると思っている。自分自身は、過去の経験則はやはり今回も当てはまるのではないかとと思っている。ただ、これは仮説ではある。

それから、もう一つは、先程、山口副総裁が言った、大きな世界全体のサイクルということなのだが、リーマン・ショックの後、先進国が金融緩和を行って、その効果は主としてエマージングに現われて、エマージングが景気回復をし、その効果は先進国にまた及んだ訳である。しかし、その結果、新興国が景気の過熱を意識して、金融を引締め方向に修正すると、今度はその影響がまた先進国に影響してくる。そこで先進国は、金融を緩和していくということで、米国において11月の初めに予想されている金融緩和もそうだろうし、客観的にみると、日本銀行の包括緩和もその中に位置付けられる政策だろうと思う。その帰結はどうなっていくのだろうかという点について、先程、意見表明があったが、これも先々の短期的な経

済見通しということだけではなくて、ビッグ・ピクチャーについて、常に意識していないと、政策運営を間違えてしまうなという感じがする。ただ、これはいずれにしても展望レポートに書くという話ではない。敢えて言えば、第2の柱の金融的な不均衡の点検というところに入ってくる訳であるが、以上のような感想を頂いた。

時間があまりないが、まず、展望レポートの経済・物価の見通しについて追加的な論点、議論したい点があれば、どうぞご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

須田委員

今、議論することは、展望レポートそのものではなくて…。

白川議長

最終的には、展望レポートの文章そのものも議論するが、文章の背後にある基本認識を議論したい。先程、須田委員もある程度おっしゃっておられた。景気については、展望レポートよりも少し下で、弱いという感じを。

須田委員

景気は展望レポートよりも、今年度は強くて、来年度が弱い。

白川議長

弱いとおっしゃったな。物価については、どちらかと言うと…。

須田委員

弱い。

白川議長

ということをおっしゃった。他の方が展望レポートに概ね違和感がないというようにおっしゃったので、もし先程まだ出尽くしていない論点が

あったらどうぞ。なければ結構であるが。

#### 須田委員

そこは結構なのだが、先程、包括的な金融緩和の評価の際に、金利に出てきているとの評価があった。そこで少し気になっているのは、CP、社債に関しては、前みたいに市場が壊れている訳ではないので、買うことによって却って歪みが生じるという議論もある。どこまでの効果がプラスで、それ以上だったらマイナスというところもあるので、何か価格に影響が出てきたからプラスだとは捉えられないということを指摘しておきたい。それから、中長期の期待インフレはアンカーされていたとしても——安定的であったとしても——、今、皆が問題にしているのは短中期のインフレ期待である。期待インフレが現実の物価に引きずられて、それが実際に物価に影響を及ぼしているという部分については、中長期は日本も安定しているかもしれないし、多分Fedもそうだから、中長期よりもっと手前のところを心配しているという話だと思っている。そこが悩ましいが、現実の物価から影響を受けるという部分を結構意識して、物価が下振れるということを手帳したつもりである。

#### 山口副総裁

一つ、須田委員にお聞きして宜しいか。我々がリスク性資産を買うところまで踏み込んだということは、それ自体がある種の歪みをもたらすリスクをある程度覚悟したという面もあると思う。ここまでは歪みをもたらさない政策であり、ここから先は歪みをもたらす政策だと截然と分けて政策を行うことのできる状況では最早なくなっているということだと思う。多分、須田委員もそういう認識ではないかと思うが、社債についても結局、同じような問題と考えるべきではないだろうか。そこはどう思っておられるか。

## 須田委員

やはりイールド・スプレッドと言うか、プレミアム・スプレッドが大きなところから介入して——それはある意味、供給に対して需要が普通の状態よりも少ないと認識しているの、そういうところから入って——いった方が良いというように思っている。ただ、日本銀行がやる政策だから、財務の健全性も考えなくてはいけない。だからこそ呼び水効果としての思いがより強くて、それを通じて皆を動かしたい。その意味で、成長基盤強化支援と同じなのである。リスクを取るということについて、ある人が面白い言い方をしてくれたので、そのまま言うと、「今までは水飲み場に馬をつれていくところまでやったが、今度、日銀は飲んでみせたのである。ここまでやったのだから、皆さんも飲んで頂きたいということだな」と。私もそう思う。だから、我々がどんどん飲んでいくのではなくて、そういう飲み方をみせた、そういうリスク・プレミアムへの働きかけをみせたと思っているので、できるだけ大きいところでそういう働きかけをしていくのが良いと思っている。

## 白川議長

我々自身がどれだけ買うのが最適かということは勿論あるが、ただここでの議論は、要するに包括的な緩和がどの程度の効果を持つのかという、効果の度合いをどの程度織り込むかという話だと思う。その面で社債の買入れについて——勿論、それだけではないが——、全体としての効果を、先程のご意見の見通しの中では、あまり織り込んでいないというような感じであった。今の段階で織り込みにくいから織り込んでいないという意味なのか。その効果があまりないから織り込んでいないのか。

## 須田委員

違う。織り込めないのである。民間がどれだけ反応するかということが、今回は凄く影響すると思っている。だから、あまり織り込めていないから、私は上振れリスクを意識している。

白川議長

ということであるな。経済・物価見通しの方については、あまり大きな差がなかったので、敢えて論点を出して議論するよりは、取り敢えず次の金融政策の方に移って、もし必要があればもう一回戻っても良いと思う。

次に、金融政策運営方針について議論したいと思う。資産買入等の基金の運営に関する事項を含めて、ここで議論をしたいと思う。まず、先程の皆さんの意見陳述とそれから私自身の意見も含めて取り敢えず纏めてみると、無担保コールレートの誘導目標については、前回会合で決定した内容を維持すること、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことが委員方全員のご意見であった。基金の運営については、政府に対する認可申請の取扱いを含め、大方の委員は執行部から報告のあった内容に大きな違和感はなかったかと思う。須田委員からは——これは前回もその意見を表明されたが——国債を資産買入れの対象とすることは適当ではないというご意見であった。細かく総括することはしないが、多くの委員の方が、今回の基金による多様な金融資産の買入れから生じるリスクを日本銀行が管理し、引当てや損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく必要があるという点を指摘された。これは、決して単に日本銀行自身の財務やバランスシートを綺麗にしようというのではなくて、これは最終的に国民に負担をかけるということであるから、それだけに日本銀行がこういう権能を預かる組織として、財務の健全性をしっかり管理していく必要があるということである。何人かの委員は、こうした考え方について政府の理解があることを期待していると述べられた。それから、基金による買入れ自体について幾つかの留意点が示されたが、多くの方がおっしゃったように、国債の買入れは間違ってもこれが財政ファイナンスのために行っていると受止められないように、これは中村委員の言葉を借りると、細部に至るまで注意をしてこの買入れを行っていく必要があるということは、私も多くの方も同じご意見であったと思う。それから、この

基金による買入れは、準備の整った資産から極力速やかに開始するという点では、委員の意見は一致していたと思う。この点に関しては、勿論、ETF、J-REITについては政府による認可が前提となるが、このETF、J-REITの買入れについても、他の資産の買入れからあまり間を置くことなく、できるだけ早めに開始することが望ましいという意見が表明された。私も強くそのように思う。それを考えると、次回の決定会合を当初は11月15、16日に予定していたが、次回の決定会合を早期に開催し、そこで、この基本要領等所要の規程を整備したうえで、準備作業を進めていく必要があるというご意見であった。この点については、先程の執行部の説明を併せ考えると、ETFの買入れを、例えば12月入り後の極力早期に開始するためには、例えばだが、次回の決定会合を11月4、5日に前倒しして実施するということも考えられる。これは、まずできるだけ早くやらないと、これはそもそも間に合わない。それから色々な出張日程等を考えると、物理的にいない時にはなかなかできないということで、できるだけ障害が少ない日となると、そういう日が一応考えられる。この点についても、後からまたご意見を求めたいと思う。後からまた申し上げたい点もあるが、取り敢えず纏めて話すということである。どうぞご意見をおっしゃって頂きたい。

雨宮理事

白川議長、実行スケジュールの点で、少し事務局から発言させて頂いて宜しいか。

白川議長

どうぞ。

梅森企画局審議役

ETF、J-REITの買入実施に向けて、認可の取得が前提ではあるが、次のステップは先程言及したように基本要領の策定である。本要領は

日本銀行法に則り金融政策決定会合で決定せねばならないということになっているので、15、16日ということに現在ではなる。そうすると、その後、その委託先の信託銀行に買入れや議決権行使の体制整備を整えさせ、いざ買うということになると、現在では早くても今年の暮れ辺り、悪くすると越年も考えられるという状況である。これについて、どの程度の検討項目が残っているかということ、基本要領の案を政策委員会にお諮りするためには、大至急でやっても、あと1週間程度の時間が必要と見込まれる。仮に、15、16日から今白川議長がおっしゃったように、4、5日へ前倒しすると、10日間前へ倒れることになるので、その後の準備も10日間強前倒しできるかと思われる。そうすると、12月中旬頃の買入開始が何とか展望できるかという状況である。以上である。

白川議長

その場合でも、これは委託先の信託銀行に今の段階ではまだアプローチできない訳であるから、そこでどういう返事が返ってくるかの不確実性はある訳であるな。

梅森企画局審議役

その不確実性は残る。

雨宮理事

改めて申し上げますと、J-REIT、ETFについては、基本要領を決めた後、まず信託を入札で選定するという作業があり、これに多分2週間はかかる。そこで契約を結び、信託との間で改めて事務の手続きを決めるという作業があつて、これがまた時間がかかる。因みに、2002年に株式の買入れを行った時は、この信託を選定してから事務の手続きを全部終わらせるまでに35営業日かかっている。あの時は全くこういうことが初めてであったので、今回は多少慣れてきているということもあり、かつ入札の時にある程度スタート時期を条件にしながらすることも考えると、短縮でき

るということを前提に、頑張っ先程ご議論にあったような格好で進めるためにも、こうして少しと言うか、大分 10 日間程度はのりしろを頂いた方が安全であると考えている。

そうすると、国債、短国については割と早めに、ここで今日ご決定頂ければ 11 月——来月——にはもう買入れを始められる。社債、CP は、信用判定の問題だとか多少市中の玉集めの問題もあるので、多分 12 月の頭に買入れを始める。上手くいけば、J-REIT、ETF もそれからほどなくというふうに、こう順番に上手く行けるようなことが一応展望できる。今、議長からご指摘があったとおり、信託との間の手続きのことでリスクは残るという点だけは、一応ご了承頂ければと思う。それでも、この 10 日間というのはわりと大事なポイントのように思われるので、その意味でそれを含んでご議論頂ければと思う。

#### 白川議長

一応ポイントとして、勿論、これ以外にもあるかもしれないが、先程の日本銀行の財務の健全性に関する論点、それから買い方に関する論点、それからこの実施時期に関する論点がある。まず、財務の健全性については、皆さんの意見も一致していたので、あまりこれ自体についての論点はないかもしれないが、もしその点あれば。買い方についてはどうか。先程、国債については申し上げたが、J-REIT について須田委員の方から、特にこれは銘柄数が少ないだけに信用リスク管理という面で特に注意をして欲しいと、これもそのとおりだと思うが、それ以外に何かあるか。

#### 宮尾委員

前回は申し上げたが、やはり幅広くリスクテイクなり、人々のマインドに働きかけるという観点から、個別性をできるだけ排除して、そういう趣旨に則った買い方が、精神として確保されるということが大切かと思う。



野田委員

先程申し上げたが、J-REIT、ETFの買い方は、従来は金融機関から相対であったが、今回は本当に市場から買うのだというのは、結構重要なポイントである。案外また銀行から買うのだらうというような感じで考えている向きもない訳ではないので、そこはやはりきちんと説明して、効果を広く市場全体に及ぼすのだと。これが、我々が例の呼び水と申し上げていることなので、そこの兼ね合いでそこがポイントかなと思って、先程も少し触れさせて頂いた。

中村委員

そういう意味では、買った後も、どういう形でもマーケット——市況に影響がないということはないので——とのコミュニケーションというか、説明をどうやっていくかはもっと大事だと思う。

山口副総裁

事務方に質問をした方が良いと思うが、今の制度になって、こういう形で定例会合の日程を変更するという事例は過去あったか。

雨宮理事

金融政策決定会合の日程変更については、今までパターンは大きく分けて二つある。一つは申し上げるまでもなく、臨時会合の設定というのがあった。それ以外に日程の変更としては、これは勿論日程の変更自身この政策委員会の金融政策決定会合の承認事項であるが、今までケースとしてあったのは、数か月後の例えば国際会議——IMFとかG7——の日程変更の関係で数か月先の日程の変更ということはこの決定会合でお決め頂いたということが数回、そう少なくながある。逆に言うと、このように委員会の議論を踏まえてある政策遂行を主たる理由にこの決定会合のスケジュールの変更をお決め頂くというのは、初めての事例になるので、そういう意味では非常に強い意思表示ということにもなるかもしれない。例と

しては初めてである。

#### 山口副総裁

定例会合を本日举行い、4日ないし5日に臨時会合を行い、15、16日にまた定例会合を行うということになる。非常に短期間のうちに三回の会合を立て続けに行うということのメリット、デメリットをどう考えるのかということだと思う。そこは我々としてきちんと整理しておかないとまずいと思う。事務的な対応だけを考えて前倒しにしたということでは、対外的なアカウンタビリティを確保できない。その点は多少議論の余地があるのではないかと思うが、そこはどうか。

#### 亀崎委員

漠然とした事務的な手続きというよりも、やはりこの施策に——先程もどなたかからあったが——マーケットは非常に期待している。それを、なかなかやらないというよりも、早くやった方が良い、タイミングが重要な政策だともおっしゃったな。そういう意味から、早くやるべきではないだろうか。

#### 山口副総裁

そうであれば、臨時会合でも良いのではないかということになるようにも思う。

#### 亀崎委員

その臨時会合を4、5日にやると、1か月の間に——私は元々毎月毎月他の国と比べても多い位だと思っているのに——小刻みにやるというのはどうかという感じはする。仮に11月4、5日にやった場合は、次回までは40日位と、若干間が空くことにはなる。そうでないと、今回会合の後、1週間後に行い、また2週間後に行うというのでは、あまりにも多過ぎるという感じがする。

山口副総裁

統計データとして比較的重要なデータは、11月4、5日までの間に出ているということは言えるのか。

雨宮理事

ご案内のように月末指標が出る。先程、日程の件は我々の希望として、あまり早くやれと言われても来週の初めではできない、でもやるためには来週の終り位にはと申し上げた。そのうえで、臨時か定例かという意味で言うと、今までの政策委員会でご決定頂いているような開催の考えを纏めてみると、臨時会合は、経済・金融情勢の急変、臨時にしなければいけないような急変に対応する設定である。恐らく、今ご議論頂いているようなETF、J-REITをどうするのか、なるべく早く審議して決定した方が良いのではないか、という大きな政策の流れの中での一環であるので、また新しいデータを踏まえ情勢判断をしながら、総括的な情勢判断の中で、この大きな流れとしての政策決定を行うという意味では、今までのプラクティスから言うと、臨時より定例の方が適合しているという印象を持つ。

須田委員

会合の日程を変える時、これまで変えた時はその理由は話しているのか。

雨宮理事

今までは、先程も申し上げたとおりG7の日程が変わったからという事務的な理由だが、それは同時に公表している。

須田委員

それは同時に……。

雨宮理事

従って、今回も、もし変えるのであれば、その理由はやはり明確に公表した方が良くと思う。

野田委員

むしろ、仮に前倒しでやるとすると、そこだけが——という少し言い過ぎだが——狙いであるから、そこはまさに本当にクリアにしていく必要があると思う。それとあと、敢えて言うと、定例会合と同じような中身の議論をきちんとやっていくということに尽きるのではないかと思う。

白川議長

他にこの点についてご意見はないか。

須田委員

何か言われるかもしれないが、FOMCの後だな。

野田委員

直後というか、比較的近い後だな。

須田委員

だから、しっかり彼等のスタンスも分析して決定会合に臨めるということになると思う。

山口副総裁

それを言うのか。

須田委員

言わない。自分の問題である。

白川議長

それでは、この点については皆さんの意見も収斂していると思うので、11月15、16日に予定されている次回の決定会合を11月4、5日に前倒して実施するということを考えたいと思う。このような日程とした場合に、政策委員会議事規則によれば、本日の議事要旨は次回の決定会合、すなわち11月4、5日の決定会合に提出することになるが、実務上の制約を考慮して、これは次々回の会合、すなわち12月20、21日の会合に提出させて頂きたいと思う。ご異論がなければ、この点についても後程必要な決定についてお諮りをしたいと思う。基金の運営やあるいは認可申請の概要、それから日本銀行の財務の健全性に関する考え方を、決定会合後の公表文に盛り込むことが適当という意見が述べられた。また、会合を前倒して実施することについても、これが決定されれば、その理由とともに公表文に盛り込む必要があると思う。こうした取扱いで宜しければ、事務局にまたその対外公表文を用意してもらおうと思う。

あと、コミュニケーションということに属するのだろうが、前回我々が包括緩和を発表した後、時々出てくるコメントとして、日本銀行の買入規模は5兆円で少ないというのがある。しかし、我々自身の基金の規模は別に5兆円ではなくて、基金の規模はまず35兆円である。実は、先程の執行部の説明の中でも、基金の規模について5兆円という感じのところがあった。勿論、買入れということでおっしゃったと思うが、基金の規模はあくまでも5兆円ではなくて、35兆円であるということをもまず申し上げたうえで、これは単なるコミュニケーション上の論点であるが、日本銀行は、目的は違うが国債を既に21.6兆円買っている訳であるから、もし量を言うのであれば実は通常の21.6兆円のオペと今回の5兆円があって、約27兆円ある訳である。それで、よく出てくる予想される米国のQE2の規模と比較すると、日米の経済規模の差が3対1あるので、日本銀行の規模は十分に大きいということが第一。それからもう一つは、要するに、中身がどれだけリスクを取っているかということだと思う。国債を買った場合と、ETF、J-REITを買った場合では、リスク量が全然違う。

つまり、中身が日本銀行は濃い訳である。因みに、残存5年の国債のリスク量と今回のETF、J-REITについて、リスク量を計算してみると、大体、日本銀行は中身が14倍濃いということである。従って、実は、このETF、J-REIT、あるいはCP、社債もだが、中身は濃い。であるから、単に買入金額ではなくて、リスク量でみると実はリスクを取っていて、そのリスクを取ることが民間の需要を刺激していくことになる。勿論、あまりそういう細かい話をする訳ではないが、何となく漠然となされている日本銀行の買入規模が小さいというコメントは的を射ておらず、実は、そもそも買入規模は大きいということだと思う。この辺も、つまらない話ではあるが、しかし、11月初旬のFOMC以降どのような新聞記事が踊るかということ考えた場合に、我々自身がやはりコミュニケーション上意識しておいた方が良いと思う。ただ、これは、我々自身が量の効果自体を強調するということではない。買うことによって金利を下げていくとか、あるいはリスク・プレミアムを下げていく、つまり、それは最終的に金利に変換されていっている訳なので、別に量でもって勝負をしたいと思っている訳ではない。ただ、もし量で言うのであれば、実は量も多いのだということだと思う。

#### 須田委員

私は、リスク・プレミアムに働きかけることは質的な緩和と言っているので、質的緩和と量的緩和を比較できる訳がないというのが、私の一番簡単な答えである。そういう意識をしっかりと持っているマーケットの人もある。5兆円とFedの買うものとは比較できないと。本当にリスクを取っていることが分かるようにしっかりと説明して、あまり量で比較するところに乗っかっていかない方が私は良いと思う。勿論、外ではわあわあ言ってくるので、そこのところも答えたくなるかもしれないが、あまり乗っかるとそういう議論になる。やはり、先程、白川議長がおっしゃったように、如何にリスクを取っているかを説明していくと良い、それで納得してもらえたら良いと思う。

白川議長

また色々なタイプの議論がある。量を言う人もいれば、リスク量を言う人もいる。そのリスク量についても逆の方もいて、そんなリスクは取るなという人もまたいるので、ある程度そうは言っても、オーディエンスを考えながら説明していくというのはあると思う。

野田委員

あとはやはり、今の説明の中に含まれているが、単発の効果を追い求めている訳ではなくて、今回、包括と称した。その包括というのは、今回のパッケージに入っていない部分も含めて、この整理で言えば①と②も入っている訳であるから、そこは総合的にやっている。それで、今回の包括というのは、かつてこれまでなかったものを洗いざらい、ある種総ざらいして持ってきているのだということである。そこに尽きると思う。だから、何となく限界的な効果だけを世の中、市場、マスコミが追いかけているということが、随分これまで気になっているので、私は機会があるごとに総合、総合という言葉を使っている。あるいは累積的と言うかだな。

白川議長

包括緩和という言葉も、最初は何かあまり熟さないと思ったが、前回、西村副総裁がおっしゃって、意外に何か、思ったよりは包括緩和という言葉が新聞で使われているというのが私の印象である。

亀崎委員

年間 21.6 兆円もの国債を、今もずっと買っている。このことは何かもう過去のことのよう忘れられているが、これは非常に不本意である。

白川議長

不本意である。

亀崎委員

決めたのは過去だが、今、買っている訳である。だから、それは先程おっしゃったように約 27 兆円であるか、私もそういうことであると思う。

白川議長

今はまだ買っていない訳である。買う、買うと言っているが買っていない訳である。

亀崎委員

これから買うのであるからな。

野田委員

あと、もう一つ大事なことは、今後、これから来年中にかけて逐次買い増していくということをよく理解してもらわないといけないと思う。恐らく皆さんとコンセンサスがある。ここしばらく足踏みが続く中で、世の中ではまた足踏みが続けば、「何でや」と。これは、やはり金融緩和の効果は全く出ていないのではないかと言われかねないので、我々は、そこはやはりしっかりと言い続けていく必要があると思う。金融緩和の効果というものはすぐには出ないし、我々もそれを狙って少しずつきちっと市場に浸透させていっているのだというところを、やはり説明していかないといけないと思っている。

須田委員

ただ、その点は、ストックでみるかフローでみるかということだと思う。どうしてもストックでみる人が多いから、ここまでという額を言うと、もう買ってようが買ってまいが、少しずつ蓄積された部分についての関心がなかなか出ないというところはあると思う。



白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。お待たせした。櫻井財務副大臣お願いします。

櫻井財務副大臣

本日の話し合いの前に、前回の金融政策決定会合について、御礼も込めてまず発言をさせて頂きたいと思う。前回10月5日の金融政策決定会合において思い切った措置を講じられたことについて、野田財務大臣も国会答弁や記者会見等において歓迎の意を示しているように、高く評価させて頂いている。また、日銀の措置については、市場からも評価の声が聞こえているところである。

さて、我が国経済の情勢をみると、このところ足踏み状態となっており、失業率が高水準にあるなど、厳しい状況にある。海外景気の下振れ懸念や為替レート、株価の変動などにより、景気がさらに下押しされるリスクがある。また、デフレの影響や雇用情勢の悪化懸念が依然残っていることにも注意が必要である。

先程、野田委員から政府の政策が重要とのご発言もあったが、政府としては、現下の円高等厳しい経済情勢に対応し、デフレ脱却と景気回復に向けた動きを確かなものとするため、9月10日に閣議決定した「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」を踏まえ、ステップ1の緊急的な対応に続き、10月8日にはステップ2の経済対策の実施を決定し、現在その裏付けとなる22年度補正予算を明日国会に提出するよう作業を進めている。こうした切れ目のない迅速な政策対応によって、デフレ脱却と経済の好循環の実現を目指していく。

日本銀行においても、本日公表される展望レポートの中でも、「極めて緩和的な金融政策の効果が最大限発揮されるよう、中央銀行としての貢献を続けていく考え」という趣旨を示されている。こうした考えに基づき、引き続きデフレ脱却をはじめ、経済を金融面から支えて頂くことを期待し

ている。また、前回の金融政策決定会合において検討の指示があった「資産買入等の基金」に関し、本日、基金の基本要領等をご提案され、実行に向けて準備が進められていることには、迅速な対応と考えており、敬意を表したいと思っているし、今後速やかに買入れを開始して頂きたいと考えている。また、先程ご議論があったが、次回の金融政策決定会合の日程が11月の月上旬に早まることについては、J-REITやETF等の買入れを早期に実施するための迅速かつ適切な対応であると評価させて頂きたいと思っている。

今回のような措置がとられる中で、ご議論にもあったが、日本銀行が財務の健全性について問題意識を持っていることは、しっかりと受止めさせて頂きたいと思う。先程、白川議長からも政府の理解が必要であるというご発言もあった。財務省としては、こうした問題を含め、日本銀行と十分に協議をしていきたいと考えている。日本銀行におかれては、引き続き適時・適切な金融政策運営をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府の梅溪政策統括官お願いする。

梅溪内閣府政策統括官

我が国の景気は、このところ足踏み状態にあり、円高の長期化や海外経済の減速など先行き景気をさらに下振れさせる大きなリスクが存在している。こうした下振れリスクが今後顕在化していけば、デフレ脱却や自律的回復の実現が遠のく惧れがある。政府は、こうした現下の厳しい経済情勢や先行き悪化懸念を踏まえ、「3段階構えの経済対策」に基づき、ステップ1の緊急的な対応に続き、ステップ2として今年8日に「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」を、また26日に平成22年度補正予算案を閣議決定するなど、スピード感を持って、切れ目のない政策努力を続けている。政府は、新成長戦略に基づき、デフレの終結をマクロ経済運営上の最重要課題と位置付け、2011年度中には消費者物価上昇率をプラスと

するとともに、速やかに安定的な物価上昇を実現することを目指し、日本銀行と一体となって強力かつ総合的な取組みを行うこととしている。本日決定される展望レポートにおいては、消費者物価上昇率について2011年度に+0.1%の後、2012年度には+0.6%と見込まれている。これは、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」とする「中長期的な物価安定の理解」に比べ、そのプラス幅は小さいと考える。日本銀行におかれては、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、適切かつ機動的な金融政策運営によって、早期のデフレ脱却を目指すとともに経済を下支えされるよう期待する。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件」の議案、「金融政策決定会合の開催予定日の変更等に関する件」の議案、及び対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

第二の議案については、既に説明があったので、ここではそれ以外の三つの議案について説明をお願いする。その後、これらの四つの議案について討議を行いたいと思う。

楢田企画局長

お手許にお配りした議長案を読み上げさせて頂く。最初に、「金融市場調節方針の決定に関する件」である。「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」。これが、「金融市場調節方針の決定に関する件」である。二つ目は、先程の——これは読み上げを省略させて頂くが——「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件」である。三つ目であるが……。

野田委員

資料が見当たらないが。

雨宮理事

今、櫛田企画局長が言ったのは、お配りしていないものがここに挟んであるということである。

櫛田企画局長

先程の資料にあるので、これは省略させて頂くという趣旨である。

野田委員

了解した。先程、配られた中にあった。

櫛田企画局長

先程の中に入っているので、省略させて頂く。

その次に、「金融政策決定会合の開催予定日の変更等に関する件」である。「案件。1. 金融政策決定会合の開催予定日の変更に関し別紙のとおり承認すること。2. 本日の金融政策決定会合の議事要旨については、政策委員会議事規則第 14 条 2 項の定めにかかわらず、次回の金融政策決定会合（臨時の金融政策決定会合を除く。以下同じ。）までの期間が短いことから、実務上の制約を考慮し、議長は、次々回の金融政策決定会合においてこれを提出する扱いとすることを決定すること。以上」である。続いて別紙である。別紙の日程案の下のところ、理由を付記している。丸を付しているが、「指数連動型上場投資信託（E T F）および不動産投資信託（J - R E I T）の買入れを早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うため、11月の会合開催日を15日・16日から、4日・5日に変更」と記述している。これは、これを公表するに当たってどういう理由から変更したのかを、公表と同時に分かりやすくするために、これは対外公表文

でも別途ご審議頂くが、日程の変更文についても、その要因を付記してある。会合開催の日であるが、11月のところをご覧頂く。15日（月）、16日（火）を二条線で消して、4日（木）、5日（金）に、これが11月の変更である。議事要旨公表日については、今の議案の2.のところでお諮りしているのは議事要旨の提出日であるが、これには議事要旨の公表の日も連動するので、11月19日（金）を二条線で消して、12月27日（月）と書いてある。これは、10月28日開催の会合の議事要旨については、12月27日（月）の公表に改めるという趣旨である。また、会合日を4日、5日に変更するに伴い、参考欄ということで金融経済月報の公表日も変更しているのでご覧頂きたい。今回は定例の会合の日程を変更するので、金融経済月報公表日である会合二日目の翌営業日、すなわち11月5日の翌営業日の8日（月）を公表日とするということである。

最後は、対外公表文である。「当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融政策運営と資産買入等の基金について、以下のとおり決定した。1. 当面の金融政策運営。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとする（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 資産買入等の基金。資産買入等の基金について、基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定した。買入対象資産のうち、指数連動型上場投資信託（E T F）および不動産投資信託（J－R E I T）の買入れについては、実施要綱を定め、日本銀行法上の認可を申請することを決定した。今後、速やかに、買入れを実施する方針である（別添1、2を参照）。別添1のところには、先程執行部からご説明させて頂いた「『資産買入等の基金』の運営の概要」が付いている。その後、別紙1として「長期国債・国庫短期証券の買入れの概要」、別紙2として「C P・社債等の買入れの概要」、別添2として「指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の実施要綱の概要」がそれぞれ付いている。本文にお戻り頂いて、「①基金の総額、35兆円程度。資産買入、5

兆円程度。固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション、30兆円程度。②買入対象資産ごとの買入限度額。長期国債、国庫短期証券、3.5兆円程度（うち、長期国債1.5兆円程度）。CP等、社債等、それぞれ0.5兆円程度。指数連動型上場投資信託、0.45兆円程度（認可取得を条件とする）。不動産投資信託、0.05兆円程度（同上）。日本銀行は、今回の基金による多様な金融資産の買入れから生じるリスクを管理し、引当や損失が生じた場合の処理などを適切に行っていくことを通じて、財務の健全性を確保していく考えである。日本銀行としては、こうした考え方について、政府の理解が得られることを期待する。3. 次回金融政策決定会合の開催予定日の変更。次回金融政策決定会合の開催予定日については、指数連動型上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の買入れを早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うため、11月15日および16日から、11月4日および5日に変更することとした。以上」である。

白川議長

ご意見はあるか。

森本委員

次回の金融政策決定会合の前倒しについて、「早期に開始できるよう基本要領の審議・決定等を行うため」となっているが、「審議・決定等を併せ行うため」と、「併せ行う」と書いた方が良いのではないか。

白川議長

金融政策の議論は勿論あるという意味であるな。

森本委員

そうである。これだけのためにやるというニュアンスで伝わるのではないかとということである。

楡田企画局長

この「等」のところで、今おっしゃった趣旨は盛り込んだつもりであるが、そういうご意見であると、「基本要領の審議・決定も併せて行うため」ということか。「等」だけではやはり…。

森本委員

「等」だとちょっと弱いのではないかと。多分「等」に込められているのだとは思ったのだが。

野田委員

でも、変更することの主たる理由というのはそこなのである。「ため」というのは、「変更すること」の理由なので。

須田委員

定例会合であるし。

野田委員

定例会合なのである。

須田委員

あと、凄くくだらないことなのだが…。

楡田企画局長

その前に、今の野田委員のご意見はこのままで良いのではないかというご趣旨か。

野田委員

このままで良い。

須田委員

私も。

白川議長

森本委員のおっしゃっている趣旨は分かるので、記者会見での説明の時に、勿論、金融政策の調節方針の議論と、繰り上げて開催することについては早期に買入れを開始するためだということで、そこは分かりやすく説明する。

須田委員

「当面の金融政策運営について」と書いてあるが、1. が「当面の金融政策運営」で、2. が「資産買入等の基金」であるが、そのタイトルが 1. と同じというのはどうなのか。そういうものだと言われれば、それで良いが。

白川議長

須田委員の対案は。

須田委員

対案はない。ただみてそう思っただけである。

雨宮理事

対案があるとすれば、標題に「等」を付けるということだが。

白川議長

ただ、過去についても、「当面の金融政策運営について」と書きつつ、本当はこういうことがあったのかもしれない。確かに、こうやってみてみると変ではある。



野田委員

正確には、得意の技で「等」を付けるか。

須田委員

別に構わないのだが、ただ……。

野田委員

それはあっても良いかもしれない。

白川議長

敢えてやろうと思うと、1.のところを「金融市場調節方針」と書くと、その嫌味がなくなるが……。

須田委員

いや、それなら元のままで結構である。

野田委員

慣行であるな。

白川議長

この議案そのものについての意見はないか。

それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件」、続いて「金融政策決定会合の開催予定日の変更等に関する件」の議案、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者にはご退席頂きたい。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

次に、「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件」の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：須田審議委員

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 8、反対 1、賛成多数である。反対は須田委員である。

白川議長

本件については、本日金融政策決定会合後、執行部から適宜対外公表することとする。

山口副総裁

反対理由の表明はしないのか。

白川議長

反対理由をどうぞ。

須田委員

今であるか。もう…。

白川議長

もし、既に言われているからもう良いということであれば。そうかと思って、実は若干端折ってしまったのだが。

須田委員

もう言っているので結構である。

榎田企画局長

須田委員が反対されたので、対外公表文のところで今の反対の意向をどう表記するかということで、少しお時間を頂きたい。今、反対されたのは、「資産買入等の基金運営基本要領」全体に対してされている訳だが、ご発言の内容からすると、長期国債および国庫短期証券を資産買入等の基金の買入対象資産とすることに反対されているということなので、案として、先程の対外公表文で、賛成○反対○のところの（注）を（注1）に変えて、（注2）として「須田委員は、長期国債および国庫短期証券を資産買入等の基金の買入対象資産とすることについて、反対した。」と記述させて頂いてはどうかと思うが、趣旨としては宜しいか。

須田委員

結構である。

雨宮理事

（注2）をどこに付すかを。

榎田企画局長

（注2）は、「2. 資産買入等の基金」の最初の文章、「資産買入等の基金

について、基金の総額や買入対象資産ごとの買入限度額、買入方式などの具体的な運営に関する基本要領等を決定した」、この末尾に（注 2）と付させて頂きたいと思う。

野田委員

「決定した（注 2）」であるな。

白川議長

了解した。それでは、「金融政策決定会合の開催予定日の変更等に関する件」に関してお諮りする。

[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

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

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、本日の会合終了後、速やかに公表することとする。  
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

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文の採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それから、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

申し訳なかった。「『資産買入等の基金運営基本要領』の制定等に関する件」については、賛成8、反対1であった。残りは全員一致である。

## VII. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、展望レポートに移りたいと思う。委員方には、成長率や物価上昇率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて封筒に入れて頂きたい。

櫛田企画局長

見通し計数に変更はなかった。

白川議長

それでは、見通し計数・分布の最終案が確定したので、基本的見解の取り纏めに入りたいと思う。見通し計数の変更はないのだが、そのうえで採決に入る前に、何かご意見あるか。

須田委員

採決をしてから。

白川議長

採決をしてから言われるか。

雨宮理事

採決する前に、基本的見解の文章について何かあれば。

白川議長

ご意見はないか。この本文について。

須田委員

展望レポートについて、先程述べたように、CPIコアは「2011年度中にはプラスの領域に入り、その後、2012年度にかけてプラス幅が拡大していくものと見込まれる」とした展望レポートの記述には違和感がある。無論、私も含め、物価等の見通しは、需給バランスの物価に対する影響は勿論、政策効果の見積もりなどにも不確実性があるので、幅を持つてみる必要があるが、私の見通しでは、2011年度中のプラス転換は相当厳しく、プラス転換は早くても2012年度中のいずれかの時点とみておくことが適当と考えている。そして、そのような違いをもたらした理由が主として物価決定についての考え方の違いから来ていると考えられるので、展望レポートには賛成しかねる。

また、今回の物価見通しでは、基準改定の詳細が明らかになっていないことから、改定の影響については織り込んでいない。しかし、展望レポートの背景説明にもあるとおり、指数が切り替わった段階で今回の見通しから相応の下振れとなる可能性がある点、留意が必要だと思っている。かなり高い蓋然性で2011年度の消費者物価前年比の中央値がマイナスになることが見通される中、国民に対して、前回よりも強いトーンで物価についての見通しを示すことが望ましいことなのか、疑問を感じている。以上である。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、採決に入りたいと思う。

[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



野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：須田審議委員

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 8、反対 1、賛成多数である。反対は須田委員である。

白川議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修文したうえで、明日 10 月 29 日の 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しく願います。また、展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収する。それから、今の展望レポート（基本的見解）については、須田委員がご反対であったが、このご反対の事実は議事要旨でもって対外公表する。また、今日、記者会見の席で、これは全員一致であったかと聞かれた場合には、須田委員がご反対であった、詳細は議事要旨でご覧頂きたいとお答えしようと思うが、それで宜しいか。

須田委員

結構である。

VIII. 議事要旨（10月4～5日開催分）の承認

白川議長

それでは、10月4、5日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案について、ご異論はないか。ないようであれば、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は11月2日8時50分に対外公表する予定である。

## IX. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、11月4、5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、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は13時31分の予定である。

白川議長

解禁時刻が13時31分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時26分閉会)

以 上