

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年11月4日（16:00～17:29）

11月5日（9:00～11:31）

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 木下康司 大臣官房総括審議官（4日）
櫻井 充 財務副大臣（5日）
内閣府 梅溪健児 政策統括官（経済財政運営担当）（4日）
和田隆志 内閣府大臣政務官（5日）

（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（5日）
企画局政策企画課長	加藤 毅
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（5日）
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	中嶋基晴

I. 開会

(16 時 00 分開会)

白川議長

それでは、前回会合から僅か一週間余りしか経っていないが、金融政策決定会合を開催する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の制定等に関する執行部説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、最後に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決である。政府出席者のご紹介である。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

それでは、金融調節の運営実績より申し上げる。本日お配りした資料の図表 1-1 である。サンプルが非常に限られていて恐縮だが、前回の決定会合以降、無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.093～0.099%と、誘導目標レンジ内で推移した。11月2日に0.099%と高めの水準となっ

たが、これは一部都銀が調達訓練を実施したことによるものであって、この分を除くと0.094%となる。なお、税揚げ、交付税の支払い日となる本日も、レートは強含んで推移している。当座預金残高は17兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。

図表1-2の日銀当座預金の保有状況であるが、前回決定会合時点から大きくは変化していない。依然、外銀の超過準備が高い水準となっている。ただし、積み期前半に積みを大きく進捗させることを抑制していた一部都銀が、地銀とのDD取引を復活させるなど、積み進捗をペースアップする姿勢に転換し、準預水準を大きく切り上げている。

図表1-3の下段で、GCレポ・レート（S/N）をご覧頂くと、0.115～0.130%で推移している。本行による潤沢な資金供給によって当初は落ち着いて推移していたが、2日以降強含んでいる。同日の国庫短期証券（3か月物）の入札で、落札レートでの按分率が予想比高かったことも影響している。

図表1-4と1-5、無担コール市場の残高をご覧頂くと、10月に入って以降、さらに低下している。本日の交付税支払いを前に、特に地銀による資金放出が細っているが、本行の緩和策が次第に強化されていることにより、放出意欲が減退しつつあることが現れている可能性もあるため、注視して参りたいと思う。

図表1-6、オペの運営状況であるが、2週間程度のT+1決済の共通担保オペを日々オファーしている。落札レートは0.11%と安定している。基金の運営として行う共通担保オペは、11月2日に3か月物をオファーし、応札倍率は3.72倍となった。ドル資金供給オペは11月2日にオファーしたが、応札はなかった。

図表1-8、本行のバランスシートの推移をご覧頂くが、今回より資産買入等の基金を括り出して明示している。これまでの残高は、基金の運営として行う共通担保オペのみであるが、下段のグラフでも遡及して表示することとした。

次に、マーケットの動向である。短期金利のところは特に動きがないの

で、図表 2-3 まで進んで頂いて、CP 発行レートであるが、基金が a-2 格の CP を買入れの対象としたことについては、予想どおりとの受止め方がなされている。a-2 格の CP も含め、一段とレートが低下するような目立った動きは確認されていないが、実際の買入れが始まれば低下圧力がかかるとの見方が多くなっている。また、ABC P の日銀持込みは増加するのではないかと指摘が複数聞かれていて、下段のグラフで確認できるように、発行金利が幾分低下する動きもみられている。

図表 2-6、長期金利であるが、前回決定会合において、今回会合の日程が前倒しされたことから、FOMC の追加緩和に対抗して追加緩和措置が決定されるのではないかと思惑が広がり、利回りが低下した。その後は、FOMC や決定会合を控えたポジション調整の動きも出て、利回りは一旦低下分をほぼ戻す展開となったが、FOMC の決定を受け、米国の長期金利が幾分低下したことや、これまで買い控えていた投資家が動き出したこともあって、低下している。今回の決定会合については、追加緩和策が決定される可能性は低いとの見方が大宗となっている。今後については、金融政策に過度にこれまでフォーカスしていたところから、米国の経済指標——就中、物価動向——へ、あるいは国内需給に焦点がシフトしていくのではないかとといった声が聞かれている。こうした中で、長期金利のさらなる低下を見込む動きがやや優勢となっている。米国では、FOMC の決定は、買入総額が 6,000 億ドルとなり、予想の中心値が 5,000 億ドルであったので、これよりもやや大きかった、あるいは毎月の買入額が予想の 1,000 億ドルに対して 750 億ドルと、やや小さかったということはあったが、概ね市場予想の範囲内と受止められている。ただし、超長期債の買入額が予想よりも少ないという見方から、イールド・カーブはスティープ化した。一方、中間選挙については、共和党の勝利となったことから、ブッシュ減税の延長と歳出の削減の可能性が出てきているが、今後の議会運営を巡る不確実性が高く、これまでのところ材料とはされていない。

欧州では、周辺国国債の対ドイツ国債スプレッドが再び上昇してきている。ギリシャが、IMF と EU による救済の条件による今年の財政赤字削

減目標の達成が困難ではないかといった見方から、上昇している。またポルトガル、アイルランドについても、それぞれ政府予算案を巡って与野党の協議が難航したことや、ECBがアイルランド国債を購入したといった見方からスプレッドが上昇した。

基金による国債の買入方式については、0.1%を下限とした利回り較差方式となったことで、2年目までのイールド・カーブをフラット化させる画期的なものであるとの声が聞かれた一方、一年間で1.5兆円という規模ではアナウンスメント効果に依存せざるを得ないのではないかといった声も聞かれたところである。

社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、銘柄入替えによってややぎくしゃくしているところがあるが、そうした変化を除けば、引き続き緩やかな低下傾向を辿っているということで良いと思う。BBB格の社債も基金による買入れの対象とされたことについては、予想どおりとの受止め方がなされているが、投資家のスプレッド水準への目線や気配値はやや低下している。図表2-10、個別銘柄別社債流通利回りの対国債スプレッドの変化幅を掲示しているが、ここにみられるように、売買参考統計値ベースでのスプレッドも幾分低下をみている。ただし、買入れの対象と市場が予想する銘柄について、一時証券会社がオファーを見送る動きがみられるなど、取引の成立は少なくなっている。目下の最大の関心事は、消費者信用銘柄が入るのかどうかといった個別の銘柄選定に移っていて、買入対象となるのか、あるいは入らなければこうしたスプレッド較差が拡大するのではないかといった見方がなされている。

図表2-12、株式相場であるが、前回決定会合以降じりじりと値を下げていたが、FOMCの後リスク・オンの流れとなったことや、円高が昂進しなかったことへの安心感もあって戻している。また、決定会合で追加緩和策が採られる可能性が低いとの見方が一般的であるが、一部にETFやJ-REITの購入規模の引き上げを決定すればサプライズになるだろうといった見方もある。前回決定会合でETFの買入れが4,500億円とされたことについては、香港が1998年に実施した規模——この時には2週

間で時価総額の6%を買い入れた訳だが——に比べ不十分であるといった見方がある一方で、足許の薄商いの状況では、日々10億円程度の買入れでも株価に対し十分な影響を与え得るとの見方もあった。また、市場で売りが入った直後や、市場のセンチメントが悪化したタイミングを選ぶといった買い方により、規模は小さくとも影響力を確保できるといった見方もみられた。

図表2-14、REIT市場の動向をご覧頂く。REITの買入れが500億円と、市場の期待——すなわち1,000億円——より小さかったことで、前回決定会合直後にREIT価格は反落した。ただし、10月29日、11月1日と連騰して989ポイントまで上昇をみている。日銀の買入れにより安心感が出てきたということで、地銀勢等リアル・マネー筋の資金が流入した。この段階では、AA格の上昇が中心であったが、11月2日以降はグローバルに不動産投資を行う外国人投資家や、イベント狙いのヘッジファンドの資金も入ってきている模様であり、格付けの低いものの価格も上昇している。

図表2-15以降、為替市場での動きであるが、FOMCまでは追加緩和の内容に関する思惑につれた売り買いや、ポジション調整の動きが錯綜し、ドルが軟調に推移した。ドル/円は低下、ユーロ/ドルは上昇した。ドル/円についてはドルが上昇する局面になると、手当の遅れている本邦輸出勢によるドル売りや、外為証拠金取引の益出しが出て、押し戻されやすい展開であった。FOMCの決定を受けた後は、全般にドルが売られる展開となっているが、対円では、それまでにドル・ショートポジションが多めに造成されていたことで、その巻き戻しの動きや、邦銀による外銀の一部部門買収報道もあって堅調に推移している。急速な円高進行のリスクが後退したとの見方から、機関投資家による外債投資のためのドル手当の動きが活発になったほか、輸出勢もドル売りの目線を幾分高めに設定して注文を出している。

図表2-17で外為証拠金取引の動向をご覧頂くと、豪ドル等クロス通貨が対円で上昇した局面で益出しの売りが出て、ポジションを手仕舞う動き

がみられた。

図表2-18、エマージング諸国の通貨、株価動向をご覧頂くと、FOMCの決定を受け、VIXの低下にみられるように不確実性が後退したことから、全般にリスク・オンの流れが強まり、上昇している。なお、当事国が公表している訳ではないが、マーケットではG20の後も自国通貨高を抑制するため、幾つかの国が——特にアジア諸国が——為替介入を実施しているとみている。

以上、基金による買入れについては、本行が買い入れるとみなされているCP・社債の一部でレートの低下がみられたほか、REITについても投資家の層が広がるなど、次第にポジティブな影響がみられ始めている。これらの金融商品については、今後実際どのような銘柄が購入対象になるのかといったことが関心の的となっている。一方、ETFについては、その効果を巡って様々な声があるが、いずれにせよ、買入れのタイミングや買入れ一回当たりの金額など、どのような買い方がなされるのかといったことに関心が集まっている。注目されていたFOMCについては、ほぼ市場の予想どおりの決定内容となったことから、市場が織り込んでいた動きが後戻りするとか、逆にさらに輪をかけるといったような変化は、大きくは起こっていない。取り敢えずは、金融政策を巡る不確実性が後退したことで、ポジション再構築の動きがみられており、リスク・オンの流れとなっている。今後については、投機的な動きが後退し、ファンダメンタルズの分析が中心となる——いわば通常の市場環境に戻る——との声も聞かれるところではあるが、予断を排除して丹念に市場動向をフォローして参りたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

ETFのマーケットだが、その買い方や金額でそれなりの影響があると

いうことは、市場の流動性はどの程度あるのか。あるいは株との裁定を考えた時、どのような市場だと——流動性という観点から——みておけば良いのか教えて頂きたい。

外山金融市場局長

株価に連動するETFとしては、日経225あるいはTOPIXに連動するものが代表的であるが、多くはやはり個人投資家が主体であるといったことで——機関投資家も勿論一部は参加しているが、個人投資家主体の市場ということ——、日々の取引がそれほど大きい訳ではない。日経225あるいはTOPIXに連動するものは合わせて100億円内外のマーケットである。そういったことで、ETFそのものに対して、私共の買入れの規模はみかけ上かなり大きなものになり得るということではあるが、ただその背後には、大きな株式市場というマーケットがあるし、それからJ-REITや社債、CPと違って、ETFについては追加設定がいつでも可能である。こういったものが日本銀行による基金の買入れにも用いられるとすれば、日々の取引額から想像されるほど日銀のプレゼンスが大きくなるということでは恐らくないだろうと思う。委員のご指摘のように、現物あるいは先物のマーケットとETFのマーケットでは、裁定が完全に働いているということではないが、しかし、大掴みにみれば新規設定等の動きを通じて、現物のマーケットとの繋がりもあるので、大きな動きとして裁定が全くないマーケットであるということではないだろうと思う。以上を総合すると、確かに現物あるいは先物のマーケットに比べて、基金による買入れの額はそれほど大きくないかもしれないが、しかし買い方を工夫すれば、一定の影響は与えていき得る。その影響の与え方については、マーケットで色々な見方があるというのが総合的な評価ではないかと思う。

須田委員

インターバンクで放出意欲が減退しているかもしれないというのは、先

程の一部都銀が準備預金を早めに積むといったことに関わっているのか。それともまた別の話なのか。

外山金融市場局長

それとはまた別の話である。先程、一部都銀が積み進捗を遅らせていたのを、ここにきて通常ペースに戻すといったことがある。それとは別に、図表 1-4、1-5 をご覧頂くと、最近、例えば、地銀の放出が減った分だけ、全体のマーケット規模も小さくなってきているといったことが窺われている。この辺りに、政策変更による放出意欲の減退などが現れている可能性もあるかどうかを注視していきたいと申し上げたつもりであった。

白川議長

他にご質問はないか。

宮尾委員

F O M C 後のマーケットの状況について、先程、少しリスク・オンの状況になってきたとの説明があった。今後を見通すうえで——多分難しいかもしれないが——、今日は円高が少し進んでも株が上がったというような形で、為替と株価の動きにデカップリングという動きがみえているが、株価と為替動向のリンクなどについて、もし何かF O M C 後の動きでコメント等あったら教えて頂きたい。

外山金融市場局長

今日の動きはデカップリングかどうかは、なかなか早急に判断できないところがあると思っている。F O M C の前には、F O M C で実際実現したもの以上のかなり大規模な追加緩和が行われて、円高が一層昂進するかもしれないといったリスクを株価がみていて、ややそれが重石になっていたところがあったと思う。そういったテール・リスク的なものが外れたことにより、実際の為替の動きは、大きく円安になった後少し円高が——東京

時間では——進んだが、その大きな安心感というものが醸成されたところで、株価の方は為替につられずに動いていったということだと思う。いずれのマーケットもそうであるが、このような大きな決定、あるいはイベントがあった後は、これまで控えていた投資家が控えていた部分の買いに乗り出すといったことがあるので、まずそういった動きが出てリスク・オンの流れとなり、株については——エマージングもそうであるが——大きく上昇をみているといった動きだろうと思う。一旦そういった動きが落ち着いてくると、今後は、国債のマーケットから聞こえてくる声では、よりファンダメンタルズに注目した相場展開になってくるのではないかということであるが、為替市場の方はむしろ、なお金融政策に注目するという視点も残っていて、特に日本銀行がというよりも、ECBが出口に向けて、わりと強気の発言を繰り返しているといったこととの対比で、そこに焦点を当てたドル安の流れは基調的に変わらないのではないかと言う人もいるようである。

須田委員

ファンダメンタルズに注視するといった時に、これだけQE2をやるといふことの効果は、どの程度織り込まれているのか。要するに、金利が下がるというようなことを先程言っていたが、最近、色々な方が議論しているように、前の緩和に比べたら効果が小さくなるという指摘の方が多いように思う。その部分には、どのような判断があるのか。

外山金融市場局長

前と比べて小振りの金利引き下げは、既にFOMCの前に織り込まれていたといった理解が一般的であろうと思う。今後、長期金利が低下するという見方がやや優勢だと申し上げたのは、逆の見方もあるが、今後ファンダメンタルズ——就中、米国の物価動向——に焦点が当たっていった場合に、足許の失業率等を前提とすると、足許のデフインフレの傾向は今後も暫くは強まっていくのではないかといった見方をする方が多く、そう

いった方は、長期金利の低下を見込んでいるということである。

須田委員

やはり効果があまりないのか。少なくともQE2がそういった物価には。

外山金融市場局長

表立って効果がないといったことを言う人はそうはいないが、懐疑的とか疑心暗鬼とかいった表現で、むしろマーケット自体もそれを見守っていききたいというムードが強いだらうと思う。

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

それでは、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情勢についてご報告申し上げます。席上お配りした国際局の「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧ください。先週10月末の会合以降公表された海外経済指標は多くはないが、基調的には世界経済が減速しつつも回復を続けていることが確認された内容であった。図表6をご覧ください。この間出た一番大きな計数は、勿論、米国の第3四半期のGDPである。7～9月の実質成長率の前期比年率は、ご承知のとおり+2.0%であった。前期の+1.7%から幾分伸びは拡大している。しかしながら、もう少し長い目で見た場合、昨年10～12月が+5.0%であった。1～3月が+3.7%であるので、徐々に減速している姿ということである。この結果を踏まえて、米国の先行きの経済成長については、弱めと強めの二つの見方が出てきている。弱めの見方の

方では、GDPから在庫投資を除いた最終需要の成長率が、第3四半期は前期比年率で+0.6%にとどまったということである。最終需要の成長率は、1~3月が+1.1%、4~6月が+0.9%で、7~9月が+0.6%ということであった。こうしたことからみて、米国経済の回復力はやはり脆弱であるという弱気の見方である。一方、強めの見方の方をみると、住宅投資が駆け込みの反動で弱くなっている訳であるが、国内民需の主要コンポーネントである個人消費と設備投資の二つを足してみると、前期比年率・寄与度ベースでは、1~3月が+2.0%であったものが、4~6月は+3.0%に加速し、7~9月も+0.9%と+1.8%を足して+2.7%であるので、比較的高めであるところに着目する動きである。それから、もう一つ、純輸出の動きをみると、純輸出の大幅なマイナス寄与が2四半期連続で続いてきた訳であるが、この先については、このところのドル安、それから内外の成長格差を考えると、こうした純輸出の大幅なマイナス寄与もやがて縮小していく可能性が高いのではないかということである。私共としては、この両方の見方にそれぞれロジックがあると思うが、後者の強めの見方に重心を少し置いている。そういった中で、先行きのGDPを押し上げる見方をサポートできるのではないかと思っている。勿論、バランスシート問題から、個人消費が下振れリスクを抱えていることを考慮すると、留保も必要ではあるが、米国経済の先行きについては、輸出それから緩和的な金融環境を背景とした緩やかな回復といった標準シナリオは描けるのではないかと思っている。

それでは、図表1に戻って頂いて、個別の指標をみていきたいと思う。数字は少ないのだが、まず、生産関連では、12.ISMが出た。製造業では10月が56.9と幾分上昇している。内訳では、新規受注、生産が上昇に転じている。減速傾向にあった製造業の生産が先行き回復していく可能性を示唆する内容となっている。また、非製造業の方も54.3と、小幅ながら改善している。数字はそれだけなのだが、次の大きい数字は雇用関連で金曜日に出る。今のところの市場の見方であるが、10月の雇用者数は非農業部門で6万人の増加、民間部門で8万人の増加、失業率は9.6%で横

這いといったところが、直前の予想になっている。雇用環境については、改善は極くゆっくりとしたペースにとどまる見通しである。米国は以上である。

図表 2-1、ユーロエリアについて、欧州全体では、世界経済の減速を受けて、輸出、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にとどまっている姿である。もっとも、財政赤字、それから民間の過剰債務に起因する内需の下振れリスクは、引き続き存在している。欧州の先行きの回復ペースは緩やかにとどまるとの判断に変化はない。数字をみると、11. 失業率であるが、9月は10.1%と高水準横這いとなっている。国別にみると、ドイツでは低下、一方で、スペイン、アイルランドでは上昇しているという形になっている。物価であるが、12. CPI 総合ベースでは、一部の国におけるVAT税率引き上げ、さらには既往のユーロ安の影響もあって、前年比プラス幅が緩やかに拡大している。もっとも、緩和的な需給環境は引き続きデフレーション圧力となって作用している。マーケット関係者では、コアは1か月遅れるが、+1%とほとんど変わっていないであろうという見方が大宗となっている。

次に、図表 2-2、英国であるが、こちらの方も世界経済の減速を受けて、輸出と生産が減速しつつも増加している。1. 実質GDPをみると、7~9月は年率で+3.2%と、輸出の減速から4~6月と比べて鈍化しているが、比較的堅調な伸びということである。7. 製造業のPMI、それから3. 輸出受注PMIも、10月になって幾分上昇している。個人消費については、小売売上数量は増加を続けているほか、5. 消費者コンフィデンスは-19%であるが、政府の緊縮財政方針を受けつつも、横這い圏内あるいは若干改善しマイナス幅が縮小している。英国では、住宅価格の数字があまり良くない。10. ネーションワイド指数は、前年比では+1.4%であるが、前月比でみるとマイナスを付けている。銀行の貸出態度が依然厳格なもので、緊縮財政の影響も加わる形で、先行き住宅価格が再下落するのではないかという見方が広がって、物件を売り急ぐ動きもみられると聞いている。

図表 3-1 で、アジア、新興国についてみたいと思う。中国については、

製造業のPMIだけであるが、個人消費の堅調が続くもとで、全体として高めの成長を続けている。さらに自動車販売も政府による購入促進策が加わるという形で、夏以降、増加基調が続いている。PMIについては、国内向けの受注の回復から、7月をボトムに3か月連続して上昇している。先行きの生産の回復を示唆しているとみることができる。他のアジア諸国についてみると、インドは高めの成長を続けている。一方で、NIEs、ASEANについては、IT関連が液晶パネル、それからパソコンなどの需要減速から、輸出と生産が減速傾向に入ってきている。もっとも、個人消費と設備投資は引き続き堅調であるため、NIEs、ASEAN全体としての回復基調に揺るぎはないように思われる。これまでの生産増加が雇用・所得に波及し、個人消費を押し上げているほか、製造業の稼働率が高水準となっている関係から、設備投資需要についても意欲が続いている。先日、公表された、韓国の7～9月のGDPでは、輸出在庫投資が減速したものの、個人消費、設備投資が伸びを高めている。また、韓国については、図表3-3に物価があるが、10月は+4.1%なった。韓国の場合は、インフレ・ターゲットが3%±1%であるので、ヘッドラインは僅かながらもインフレ・ターゲットの上限を超えた形になっている。

このようにアジアを中心とする新興国は、高めの成長を続けている。世界経済を牽引していくと期待できると思う。しかしながら、多くの新興国で需給ギャップが解消に向かっている中で、高めの成長が続いているという状況は、インフレ率に対する上昇圧力が作用し続けていることを意味する。また、リスク・アペタイトそれから資金フロー等の増大という中で、国際商品市況においても、非鉄金属、食料品が上昇している。こうした潜在的なインフレ圧力について、今まで以上に注意を要する局面に入っているのではないかとこのように考えている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

米国であるが、昨日のFOMCでは、改善は「disappointingly slow」という表現であって、確かに住宅市場や失業率は徐々にしか改善していかないで、本当によく分かる一方で、先程もお話があったように、かなりの実体経済の指標は「disappointing」ではないのが多い訳である。小売売上高、個人消費、あるいは自動車販売はもう1,200万台近く戻ってきている。それに、ISM指数はずっと改善している。株価もリーマン・ショック前後まで戻ってきている。根本的な住宅それから失業という時間のかかる指標は、やはりペイシャンスを要すると思う。それを考えてみると、先程ご説明があったように、どちらかと言うと強気の方をみているとおっしゃられたが、私もどうもぴたっと表現と実態が合わないような形で進んでいると思う。要するに、勿論ターゲットは失業率とCPIであるから、CPIはまだ低い、ここを早めに早めにというそこだけを見れば、そういう感じもしないではないが、ずっと数字をみながら何となくぴたっと来ないといつも感じている。

大野国際局長

亀崎委員の印象と同様の気持ちを持っている。ただし、Fedからすると、やはり雇用が極めて大きいということであるし、恐らく中間選挙における民主党の敗北も雇用を守れなかったことがかなり大きかったと思う。そういう意味では、Fedのデュアルマンドートの一つである雇用を考えると、彼らにとって、この数か月、半年の経済の動きはやはり反省も含めて「disappointing」という表現でも、おかしくないと思う。ただ一方で、主要な経済コンポーネントの消費であるとか、それから設備投資であるとか、あるいは輸出であるとか、そういう経済の動きとしての強い側面は絶えていないということだと思う。ただし、来年、再来年の経済の成長ということからすると、前々から申し上げている、やはりペイシャンスが必要であるバランスシートの問題、住宅の問題が大きく足を引っ張ることもあると思う。

中曾理事

ステートメントの読み方というか、表現の一つの特徴であるが、今回、物価と雇用をかなり意識しているという感じがある。繰り返し出てくるのは、インフレが時間をかけてその責務と整合的なレベルになるという表現である。従って、足許の雇用とか物価はかなりあるべきところからずれているという認識がここに示されていて、そこへ収斂させる速度を何とか上げたいというのが、この政策スタンス、意図ではないかと読める。

中村委員

ニューヨークの株が、一部流動性相場とか言われていることもあるが、年初来、高値圏内にある。これは実体経済をある程度反映して上がっていると考えるべきなのか。

大野国際局長

実体面、すなわち景気の足腰はそれほど強くないということからすると、マクロの経済というよりも、やはり大企業における収益環境がそれほど悪くないということと金融緩和の影響という、その二つによって米国経済全体が相対的にあまり強くない反面で、株価が底堅いというギャップが説明できるのではないかと思う。

須田委員

今、中曾理事がおっしゃったデュアルマંデートに向けての動きだが、景気が良くなるころまでは説明しているが、では雇用をどうするかというところまではいかないし、効果と言った時に、ワシントンポストの記事をみても、当然かもしれないが、為替レートについては言及していない。元々、オバマ大統領は、輸出を増大させて、それで雇用をと言っていた。どうやって雇用を本当に増やしていこうとしているのか、今のバーナンキ議長の説明だと、ただ単に景気回復のスピードをアップさせれば雇用が増

えるのだということインプライしているような気がするが、実際は、そのところをどう考えているのだろうか。そこがある程度分らないと、本当に長い期間、政策を打ち続けなければいけないような気がしていて、それで凄く気になっているのだが、どうであるか。

大野国際局長

FOMCの経済の見通しについては、議事要旨以上のものは1か月しないと出てこない。予断は持てないが、前は+3%とか+3.5%とか言っていたものを、多分、こういう政策を打っている訳であるから——間違ってしまうかもしれないが——、+2.5%とか+3%とか、そういった見方をしているのだと思う。そこで、マクロの経済でみた場合、例えば+2.5%とか+3%以下の成長は、民間雇用の増加数で言えば、5万人とか10万人以下ということで、これでは失業率を下げるには力不足である。今の彼らの標準シナリオからすると、もっと経済の回復の角度を上げなければ、ジョブまで届かないという、ある意味での苛立たしさというか、そこを何とか政策でやっていかなければいけないという状況に置かれているということだと思う。

中曾理事

断片的に整理するしかないのだが、より個別のところを少しみると——彼らの言っていることを断片的に整理してみると——、今回の措置はデュレーションを取る、つまり金利を下げるということが目的なのである。であるから、働き得るチャネルは、消費、投資であり、為替については言っていない。投資については、企業収益がわりと良い。企業セクターが問題を抱えている訳ではないので、彼等の言い方は、需要さえ出てくれば、投資が膨らむ地合いにあるという整理をしている。消費の方は、バランスシート調整があるので、ここが起動しない、作用しない。もう少し具体的に言うと、住宅価格がネガティブ・エクイティのままになってしまっているので、住宅価格が相当上がってこないと、借換えがまず進まない。金利

がこれだけ下がったわりに、借換えが進んでいないのではないかと思う。多分、それはハウジング・エクイティがネガティブになって、そこがしこっているのだと思う。であるから、色々な言い方をみると、住宅がだめなら株が上がることによって、その資産効果を通じて消費が刺激的になるとか、そういうチャンネルも期待しているのだと思う。要は、家計の消費が引っかかった状態になっているので、彼らは、そこに何とか訴えかけたい。特に株価を上げることによって、住宅価格が上がらない中でも、消費のチャンネルが働かないかという感じは透けてみえる。

西村副総裁

明日、話そうと思っていたが、それを今日話してしまうと、基本的には企業部門で明らかにティアリング——階層化——が進んでいるということが一番大きいと思う。色々なヒアリング情報をみても、資源や穀物という川上の部分では、非常に景気が良くて、価格は大体上昇して、経済活動も活発で、農地は高騰しているし、資源用地もさらに高騰している。他方は、川下分野、つまり家計部門に対するところでは、需要が低迷して、価格が下落して、事実上プロフィット・スクイズが起こっている。川上分野は大企業が多くて、川下分野はどちらかと言うと中小企業が多い訳である。川上では、大企業が多くウォール・ストリートも非常に調子が良い。ところが、中小企業が多い川下では、プロフィット・スクイズが起きている。中小企業が雇用の一番大きな担い手であるから——特に景気変動における雇用の変動は、中小企業に多いから——、中小企業の状況が悪くて、メイン・ストリートは非常に悪い状態になっているという状況がある訳である。だから、これは、その意味ではそんなに不思議なことではなくて、説明可能なことである。デュアルマंडートである以上は、メイン・ストリートの方を中心に対応しなければいけないが、QEそのものはウォール・ストリートの方に影響を及ぼすので、その辺のところで、ミスマッチが起きている可能性が非常に強い。これがどういう形で染み出していくのが、一番大きな不確実性ではないかと思っている。

因みに、I S Mの非製造業の仕入価格をみると、前月の61.1に比べて、今回は68.3であるから、非常に大きな上昇である。これは、スクイーズが起きているとしか思えない厳しい状況である。

白川議長

今、西村副総裁がおっしゃった米国の失業率は、実はミスマッチに伴う構造的な上昇が結構大きいのではないかという話であるな。一方で、F e dの当事者は、内部の分析によると、実はミスマッチによるものはそれほど大きくはないのだと言っている。私自身は、多少、F e dの説明には無理があるかなという気もするが、F e d自身は、ある程度そういう発言をサポートする分析を何か出しているのか。彼らが言うわりには、あまり分析を出しているようにも思わないのだが、出していたか。

大野国際局長

あまり出していないと思う。今のところでは。

白川議長

ミスマッチによる失業率が高くなってきているというのは、常識的には分かりやすい感じがする。それにも関わらず、F e d関係者は、その影響を割合軽めに言っているという感じもする。

他にご質問はないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、最初に本日席上配付した資料－4（参考計表）【追加】でご説明する。後程、事前配付した資料もご説明する。

図表 21 をご覧頂きたい。個人消費の消費水準指数（家計調査＜除く住居等＞）は、ご覧のように7～9月が前期比+2.2%と増加している。これを踏まえると、7～9月のGDPベースの個人消費は比較的しっかりとした増加になる可能性が高くなってきている。耐久消費財については、家電販売額は、7月、8月とかなり伸びた後、9月はその8月対比でほぼ横這いである。残暑の影響で9月に入ってからエアコンが好調であったようである。当然その要因は10月に剥落するとみられるが、一方で12月以降エコポイントが半減となることに伴う駆け込み需要が、前回申し上げたニュアンス以上に相当出ている模様である。我々が把握している業界データだと、10月の液晶テレビの販売台数は前年比3倍となっており、3月が2.6倍であったので、それを凌ぐような凄い勢いで売れている。新車登録台数は、ご覧のように9月に3割落ちた後、10月はさらに2割近く落ちており、言うまでもなくエコカー補助終了による反動減である。これは大体概ね想定どおりの落ち方であるので、特にサプライズはない。この後、年内一杯位はあまり期待できないが、いつ頃からどの程度回復の兆しがみえ始めてくるのか注目していきたいと思っている。

次に、図表 22、小売店販売では、コンビニエンス・ストア売上高も、9月は8月に比べて1割以上急増しているが、これはたばこの駆け込み需要であるので、これも10月以降は反動減が予想される。全国スーパー売上高についても、9月はたばこの影響が多少出ている。一方、百貨店ではたばこは買わないので、9月は落ちているが、高額商品の低迷が続く中で、残暑により秋物衣料の低調が言われている。ただし、この後の10月については、ミクロ情報によると、寒気到来により、秋冬物が動き始めているということである。従って、百貨店についてもどんどん弱くなっていくという感じではない。因みに、スーパーについても、10月はたばこの反動減はあったが、買い控えられていた秋冬物がそこそこ動いているという話が聞かれている。以上、個人消費については、7～9月は様々な一時的な要因があり強い動きになったが、10～12月はその反動が予想される。今のところ、そうした反動要因以上に個人消費が基調的に弱まっているとい

う感じまではしない。ただし、これから申し上げる雇用・所得環境がまだそれほどはっきりと良くなっていないうえ、為替・株価動向もまだ不安定であるので、個人消費については大きな振れの中に、基調的な弱さが紛れ込んで来ないかどうかという辺りを、当面注意深くみていく必要があると考えている。

次に、雇用関連であるが、図表 30 の有効求人倍率は、9 月が 0.55 倍で、極く緩やかな改善が続いている。そして、今月やや目を引くのが、労働力調査の雇用者数である。9 月の前年比が+0.7%で、この結果、四半期ベースでも 7~9 月は+0.3%と、小幅なプラスとなっている。ただし、留意点が二つあり、第一は、労働力調査は振れが大きいという定番の留意点である。因みに、毎月勤労統計の常用労働者数をご覧頂くと、こちらの統計では、9 月も+0.5%で、それまでとほとんど変わっていない。労働力調査の雇用者数が増えていることの第二の留意点は、このところの増加では、男性の臨時雇いあるいは日雇いに分類される増加がやや目立っている。これは 7~9 月まで駆け込み需要等一時的な要因で押し上げられていた生産活動の影響を受けている可能性があり、そうであるとするならば、10 月以降には不安が残る。いずれにしても、現時点では雇用の増加が定着したとみるのは早計であり、特に目先 10~12 月は、生産が減少する中で、その影響がどの程度雇用面に出てくるのか、注意してみていく必要がある。なお、雇用調整助成金の対象者数は、直近の 9 月で約 110 万人おり、徐々に減少してきているが、なお高水準である。また、12 月以降、支給要件の緩和がさらに一年延長されることになったので、この後もまだ暫く過剰雇用が助成金で維持される状況が続くそうである。図表 30 の毎月勤労統計の中で、名目賃金の 9 月は前年比+0.9%で、この結果、7~9 月も+0.9%で、2 四半期連続で+1%に近い伸びになっている。ただし、ここでも留意点があり、所定外給与が 4~6 月は 12%増、7~9 月が 11%増とかなり増えている。かつ、これが賃金全体にも相応に効いているが、これは、あくまでも前年比でみているためにこれだけプラスが大きいということである。所定外労働時間のレベルそのものは既に頭打ち傾向が鮮明になって

いる。図表 32 の所定外労働時間の前年比をご覧頂くと、今のところ確かに高い伸びが続いている。しかし、実は今年の春先位からずっと頭打ち傾向になっている。この後、10～12 月は、これが幾分減少する可能性が高いと予想される。従って、その後 1～3 月に若干回復しても、前年レベルとの対比では、前年比がゼロ辺りに急速に近付いていくということが今後予想される。従って、雇用だけではなく、賃金についても、今は前年比プラスであるが、プラスが定着したとはまだ言えないということに注意が必要である。

次に、事前配付の資料-4（参考計表）で、残りの指標についてご説明する。輸出は前回終わっているので、図表 14、設備投資関連で追加的な指標についてご説明する。資本財総供給の数字が本日出ており、この表にもまだ入っていないが、除く輸送機械ベースで、8月の前月比が今-0.5%となっているが、これがまず-0.4%に改訂されており、それに続く9月の数字が+5.3%である。この結果、四半期ベースでは、+2.0%が+3.7%に変わる。持ち直し傾向を続けているという判断で良いと思う。前回以降の数字で、この表に反映されているのは建築着工で、ご覧のように9月は前月比+23.2%と非製造業を中心に大幅に増加して、7～9月も+17.5%の大幅増加で着地した。ただし、4～6月に一旦大きく落ちた後の増加であり、9月については不動産、具体的には東海道線の辻堂駅前の大規模なプロジェクトがかなり押し上げに効いているということである。このように大型案件があるか否かによって、月々あるいは四半期でみてもかなり振れが大きいという状況が続いている。これをグラフでご覧頂くと、図表 16 の下段の黒の太線であるが、一進一退を繰り返しながら極く緩やかに水準を切り上げてきているという印象の動きである。設備投資に関する指標は以上である。いずれも先週ご説明した他の関連指標と同様に、設備投資は水準は低いながらも持ち直し方向にあるということと整合的なものであったと判断される。

次に、図表 26、鉱工業生産は、9月の生産が前月比-1.9%とかなり弱い動きとなり、これで4か月連続の減少である。7～9月全体でも前期

比-1.9%となっている。もとより季節調整に歪みがあるので、それを調整した実勢ベースに変換すると、7~9月は+0.9%ということで、まだ緩やかな増加を続けているという計算になる。しかし、そうした実勢ベースでも、1~3月、4~6月と+3%台の伸びを続けてきた後の7~9月の+0.9%ということであり、しかもそれが駆け込み、猛暑効果等で押し上げられたうえでの+0.9%であるので、増勢は一服しているという位の判断が適切かと思っている。それから、我々の予想との比較だと、7~9月は元々公表ベースで-1%程度とみていたので、それが-1.9%になったので、下振れている。この下振れのうち、たばこについては、速報段階では前月比横置き of 暫定値であるので、確報で上方修正が期待される。その分が+0.2%位あるが、その分を割り引いても予想比下振れたことには変わらない。自動車は概ね想定どおりであったが、自動車部品が下振れたほか、一般機械、電子部品・デバイスといった主要業種が軒並み下振れている。この間、この表の在庫の数字をご覧頂きたい。8月の前月比+0.8%に続き、9月も+0.2%と増加が続いている。このうち8月については、明らかに一般機械で船待ちとみられる動きがあり、その分は9月に予定どおり捌けたが、それにもかかわらず9月は+0.2%と増加しているので、意図せざる在庫の積み上がりという側面が段々出てきている可能性がある。特に電子部品・デバイスにおいて、このところ在庫の増加が目立ってきている。この点、久し振りに在庫循環図をチェックしておきたいと思う。図表29の在庫循環をご覧頂きたい。まず循環図であるが、2010年の第3四半期の白丸はまだ45度線の右側になるので、鉱工業全体としてみれば典型的な在庫調整には入っていないと考えて良いと思う。同じことの別の表現であるが、鉱工業生産全体は、点線の出荷の伸びの方が実線の在庫の伸びを上回っており、この結果棒グラフが上の方に出ているので、今のところ在庫・出荷バランスは問題がない。しかし、電子部品・デバイスは、逆に明確にこのところ棒グラフが下の方に出てきており、ここは典型的な在庫調整圧力が生じている可能性が高いという局面になってきている。こういう状況を踏まえて、当面の生産及び出荷・在庫バランスについては、注意

を持ってみていく必要があると考えている。

以上の7～9月の実績を踏まえて、10～12月の生産の見通しを申し上げる。まず、自動車については、国内の反動減は今のところ想定どおりであるが、円高の影響により、輸出の方が相当下振れる可能性が高いとみている。電子部品・デバイスについても、パソコンの海外需要が弱く、在庫が今しがた申し上げたような状況であるので、どうも下振れそうである。しかし、実は悪い方向の話ばかりではなく、一般機械については、工作機械を中心に新興国需要が強くなり、むしろ上振れる可能性が出てきている。化学についても、海外市況の回復で、生産を上方修正するという話があるので、やはり新興国の経済は基本的にはしっかりしているという認識で良いのではないかと考えている。また、これは本当に良い話かどうか分からないが、個人消費で申し上げたように、家電の駆け込みが想定外に増えており、その結果、テレビや白物家電の生産は取り敢えず上振れそうである。そういう様々な動きがあるので、結局10～12月については、上振れ、下振れ要因がほぼ相殺し合い、従来申し上げたとおりの実勢ベースでみて-2%台前半辺りになる可能性が相対的には高いと現段階でも判断している。それは公表ベースだと、-1%前後という計算になる。さらにその先1～3月であるが、まだ確たる材料がある訳ではないが、自動車の国内販売がさすがに多少は回復するであろうと予想されること、電子部品・デバイスについても在庫調整の影響が和らいでくるであろうと予想しているので、生産全体として実勢ベースでみて+2%台の増加とみている。その場合、1～3月は、季節調整の歪みが上の方に効くので、公表統計は+5%に近いような数字になる計算である。勿論、今申し上げたことは全てまだ不確実性が大きく、特に1～3月については、海外のクリスマス・シーズンの需要次第という面が強いので、現段階では相当幅を持ってみておく必要があると考えている。勿論、目先の10～12月についてもまだ下振れリスクがあると考えている。生産は以上である。

次に、物価についてである。前回、国内企業物価をご説明したので、本日は消費者物価についてである。図表34をご覧頂きたい。全国CPIの

ブロックであるが、除く生鮮食品の9月分は、前年比-1.1%、除く生鮮・高校授業料は-0.6%となっており、いずれも下落幅はこのところ概ね横這い圏内で推移している。内容的にも特に申し上げることはない。しかし、一番下のブロックの東京の10月分は、除く生鮮食品で-0.5%、除く生鮮・高校授業料で-0.2%ということで、いずれもマイナス幅が一気に0.5%ポイント縮小している。この0.5%ポイントの縮小のうち、たばこと傷害保険料で0.3%強寄与している。しかし、逆に言うと、0.2%弱位については、特に特殊要因という訳ではなく、様々なものがマイナス幅縮小方向に効いているということである。この点は、図表44の消費者物価（東京）のグラフをご覧頂きたい。一番右端が東京の10月分であるが、白い部分の公共料金が上に出ている。これが先程申し上げた傷害保険である。それから灰色の部分の財、斜め線の一般サービス、いずれもマイナス幅が縮小している。このうち、財の内訳が中段にあり、要因分解のうち上に出ている白い部分がたばこの入っているその他財である。しかし、それだけでなく、食料工業製品もマイナス幅が縮小しているし、このグラフでは寄与度がはっきり分からないが、被服も実は少しプラスに転化している。一般サービスについては、他のサービスの中に入っている外国パック旅行、航空運賃料金がマイナス幅縮小の方向に効いている。特にサーチャージ等ではなく、実態的な価格の上昇と聞いている。そうは申し上げても、一部には単月の振れという動きもあるかもしれないので、急速に縮小したというところまではまだ申し上げられないが、何はともあれ久方振りに消費者物価（東京）の10月については、特殊要因を除いてもマイナス幅が明確に縮小している。まだ一月だけであるので、展望レポートで想定しているようなイメージに対して、上振れとまで言うつもりは全くない。しかし、いきなり下振れリスクを心配するような状況ではなかったという意味では、これはこれでグッドニュースである。以上の東京の動きを踏まえて、図表42をご覧頂き、全国の先行きについてのイメージを申し上げたい。除く生鮮食品の9月分が-1.1%であるが、これに続く10月の見通しは東京と同様に、マイナス幅が0.5%ポイント位縮小し、-0.6%になるとみ

ている。その後は、除く食料及びエネルギーの部分は、マイナス幅が緩やかに縮小する一方で、エネルギーの部分において、石油製品や電気代がこのままだと少しプラス幅が縮小する方向であるとみているので、それが概ね相打ちになり、除く生鮮食品全体では、この後暫く $-0.6\sim-0.7\%$ 位の動きが続くとみている。そうだとすると、2010年度全体で、除く生鮮食品で -0.9% 程度、そこから高校授業料を除いた展望レポートベースで -0.4% 位と、ちょうど展望レポートの中央値どおりになると思う。

以上、指標の特徴を四点に纏めると、第一に、輸出に続いて生産においても実勢ベースでの増勢の一服が確認されたということである。そういう言葉を正式に使うかどうかは別として、景気が一旦踊り場に入りつつあるという可能性が高いように思われる。第二に、個人消費は7~9月までの堅調さが確認された反面、自動車においては――予想どおりではあるが――大幅な反動減が生じたことが確認された。第三に、設備投資や雇用・所得環境については、極く緩やかな改善傾向にあるが、その動きはまだ弱々しく、自律回復の力が経済に備わるにはまだ時間がかかりそうである。第四に、消費者物価については、展望レポートのイメージどおり、マイナス幅縮小の方向に向かっているということである。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

CPIは、10月の全国は、東京の10月とそんなに違わないという感じか。

門間調査統計局長

厳密に申し上げますと、全国平均の方が東京よりもたばこを吸う人の割合が高いので、たばこの寄与はもう少し出る。実は、東京ではたばこの寄与は0.2%ポイント位しか出ていないが、全国だと0.3%ポイント位出ると

思っている。ただ、それ以外の東京の数字は、今回マイナス幅が縮小した中に振れが多少あるだろうと考え、トータルでは東京並みのマイナス幅にとどまるとみている。

須田委員

東京以外はどうか。

門間調査統計局長

東京以外は区々である。何とも言えないという感じである。

亀崎委員

今のCPI（除く生鮮食品）について、採用品目数全国 524、東京 523 であるが、価格が上がったもの、下がったもののマイナス超幅をずっとみている。東京は、昨年9月から10月にかけてマイナス超幅が30位拡大していたが、今年は逆に9月から10月で45も縮小した。勿論、前年比マイナス幅が縮小した主因は保険とたばこであるが、様々な品目で昨年とは逆の動きになっていることは事実だ。全国も昨年9月から10月にかけてマイナス超幅が60位拡大しているが、今年は様々な商品が東京と非常に似たような動きをしているものと思う。そういう意味では、全国のCPIの前年比も、東京と同じような動きをしているとすれば、かなり縮小してくると、データからはそういう印象を持っている。

門間調査統計局長

取り敢えず、10月はそれで良いと思うが、毎月毎月そうなる訳ではないので、トレンドとしてはまだ緩やかなマイナス幅の縮小にとどまっていると取り敢えず判断している。

亀崎委員

ただ、9月から10月にかけては大きく動くのだな。

門間調査統計局長

例えば、先程の傷害保険料等も10月に動くので、そうした10月改訂のものが多少動いているということはあると思う。

亀崎委員

なるほど。10月改訂があれば動きがあるが、そのままにしておけば去年よりも上がるということか。値下げをしなければ。

門間調査統計局長

そうである。

西村副総裁

マニアックで申し訳ないが、気持ちが悪いのはお米である。価格がかなり下がっているのだが、あれは補助金が、事実上、巡り巡って物価に来ているという非常に気持ちの悪い話であるな。

門間調査統計局長

確かに下がってもその分補償してもらえるので、下がる方向にある程度インセンティブが働いてしまっているというのは事実かもしれない。それと、そもそも需要が非常に弱いということもある。ただ、我々が把握している範囲では、いわゆる卸売ベース、業者間ベースで1割位下落している。過去の経験値だと、CPIの下落幅は業者間価格と比べると半分位にとどまるという感じである。なので、卸売で1割下落していると-5%位であると思うが、元々、我々は展望レポートの予測には4%位の下落を織り込んでいるので、まだ下振れてはいないということが一点目。それから5%位の下落であると、CPIへの寄与はかなりネグリジブルかと思っている。因みに、2003～2004年に、一旦米の価格が上昇しその後下がった時に、CPIベースでみた下落幅は2割を超えていたので、それに比べると5%

位の下落であるので、そう大した影響はないであろうとみている。

須田委員

マニアックな質問の続きであるが、お米は、今回、良いお米の出来が悪い
ため、恐らく品質が凄く悪いと思うのだが、そのの…。

門間調査統計局長

銘柄指定で聞いているので、多分品質が悪い部分が増えてきているとい
うのは物価指数に反映されていると思うが、現場でどういう調査をしてい
るかは厳密には分からない。従って、リスクはあるとだけ申し上げておく。

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

それでは、金融環境をお願いします。

榎田企画局長

それでは、金融環境の現状評価について、本日お配りした追加計表に
沿ってご説明したいと思う。と申し上げても、実は前回以降あまり計数が
出ていないが、新しくなったところを中心にご説明したい。

最初に、資金調達コスト関連である。C Pと社債の発行金利をご覧頂
きたい。まず、図表8である。C Pについては、これまでの発行スプレッド
が低位安定して推移するという状況に変化はない。このグラフをご覧頂
いても、月々多少変動はあるにせよ、C P発行金利は低位横這いしないし緩や
かな低下傾向にあるという動きに変化はない。

次に、社債であるが、図表9である。下段の社債発行スプレッドである
が、AAA格は低位安定となっており、A格、AA格も月々振れはあるが、

均してみると、ほぼ横這い圏内ないし緩やかに低下している。当月に限って言うと、A格が多少飛び跳ねた格好になっているが、これは社債の発行銘柄の裾野が広がってくる中で、新たに社債を発行した企業は多少スプレッドが高めであったということである。そうした銘柄要因等を除くと、非常に良好な発行環境が続いているという評価で宜しいかと思う。それを踏まえて、上段の社債発行金利をご覧頂くと、概ね緩やかな低下傾向がなお続いている、そういう見方で宜しいかと思う。

続いて、図表 11、資金調達の関係であるが、下段の国内公募社債、転換社債、株式をご覧頂きたい。10月の国内公募社債の合計は5,400億円である。10月でみると、概ね平年並みの水準であるが、企業の資金需要が総じて後退している中で、これまでも前倒し発行がなされてきているといったことを勘案すると、相応に高めの発行額が続いているという評価かと思っている。転換社債は、当月は600億円と然程多くはない。株式調達額は、10月は4,434億円で、これは電力会社が設備投資資金の調達のため4,000億円を超える公募増資をした個別の要因が影響している。

続いて、企業金融関連で、図表 17 である。金融機関の貸出態度で新しく出た計数は、日本公庫の中小企業の計数である。10月は20.8と、このところ20前後を行ったり来たりであるが、前月対比でみると緩やかに改善している。資金繰りは、日本公庫と商工中金の数字が出ている。中小企業の資金繰りは、日本公庫は幾分改善、商工中金は改善一服ということである。中小企業の企業金融関連の指標について、実体経済の改善テンポが多少鈍化している中で、わりと業況に反応しやすいこうした指標にどういう影響が出ているか、という観点からみると、これまでの改善傾向が続いているという姿に大きな変化はない。業況改善が一服する中で、今後、年末にかけてこの辺りがどう推移していくか、よく先行きみていきたいと思っている。

最後に、マネー関連指標では、マネタリーベースの数字が出ている。10月は前年比+6.4%で、9月対比若干伸び率を高めている。その主因は、日本銀行券の発行高の前年比である。9月の+1.0%から10月は+1.5%

と前年比伸び率が高まった。これについては、一つは、リーマン・ショック後、金融機関が手許現金をわりと厚めに保有する傾向が続いて、2009年頃は前年比伸び率が高かった訳であるが、昨年の10月位から金融機関が手許現金を削減する動きの中で、それが銀行券の発行高のマイナス要因として効き、今年度はその裏要因ということで、10月は多少高くなっている面がある。もう一つは、の
ために手許資金を厚めに持っていることである。今申し上げた金融機関の手許現金を削減する動きが昨年秋から続いているので、その要因を考えると、銀行券の発行高は暫く高めの前年比伸び率が続く。ただ、銀行券の趨勢的な伸び自体は年率+1%ないし+1%弱位の安定的なものであり、銀行券自体の伸び率がここにきて大きく変わっているというよりは、むしろそうした要因が加わったものと考えている。

以上を纏めると、企業の資金調達コストという点でみると、社債やCPの発行環境は良好な状態が続いており、発行金利も引き続き緩やかに低下していることが窺われる。また、中小企業等の金融環境についても、引き続き改善方向の数字が出てきている。以上を踏まえると、全体として「わが国の金融環境は、緩和方向の動きが続いている」というこれまでの判断の中での動きと理解して良いのではないかと判断している。私からは以上である。

白川議長

何かご質問はないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

私からは実体経済・物価について報告する。まず、現状の部分だが、総

括文をご覧頂くと、「わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる」としてある。先月が「改善の動きが弱まっている」としてあり——これは展望レポートでも同じ表現を使っているが——、それと比較すると若干判断を後退させた次第である。それはなぜかであるが、各論部分のアンダーラインのところをご覧頂くと、まず、輸出や生産だが、「横ばい圏内の動きとなっている」と、先月の「増加ペースが鈍化している」から「横ばい」ということを強調している。あと、個人消費だが、これは主に自動車をイメージし、「一部の財に駆け込み需要の反動がみられる」としている。

そして、先行きについては、「景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していく」としている。先月も「景気は改善の動きが一時的に弱まるものの、その後は、緩やかに回復していく」と、先行きは少し弱くなり、その後回復と、定性的な言い方はあまり変わっていないが、「しばらく続いた後」としてあるので、少し時間がかかるといったイメージになっているかと思う。各論をご覧頂くと、「輸出は、当面、横ばい圏内の動きとなったあと、海外経済の改善を背景に、再び緩やかに増加していくとみられる」としている。そして、個人消費は、既に現状で「駆け込み需要の反動がみられる」としてあるので、先行きについては「駆け込み需要の反動が薄まるにつれ、再び持ち直していく」としている。

物価については、C G P Iについて、主に実績を反映させたものである。現状をご覧頂くと、「製品需給緩和や為替円高の影響などから下落しているが、国際商品市況の動きを背景に下落幅は縮小している」としている。先行きについては、最近の国際商品市況の動きを反映させ、「既往の為替円高の影響が残るものの、国際商品市況の強含みの影響などから、当面、緩やかな上昇基調で推移するとみられる」としてある。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融面について報告する。最初の段落は金融市況である。まず一行目、オーバーナイト物コールレートは、先程、外山金融市場局長からご説明したとおり 0.09%程度であるので、「0.1%を幾分下回る水準で推移している」と記述している。次に、ターム物金利であるが、こちらは T I B O R 等をみると、先月の会合時点から 3 か月、6 か月、いずれも大体 2bp 程度下がっているので、「弱含んでいる」と、先月よりも若干低くなっていると表現している。「この間」以降は為替、長期金利、株価である。先月の会合——10 月の 1 回目の会合——時点では、為替はドル／円で 83 円 50 銭程度であった。従って、現在の相場であると「前月と比べ上昇」、そして、株価については、日経平均が 9,300～9,500 円程度、それから長期金利を 10 年物でみると 0.91～0.93%程度であったので、こちらについては、明日も大きく変わらなければ「前月と概ね同じ水準」という記述で良いかと考えている。金融環境は、先程、櫛田企画局長よりご説明したとおり、先月と大きく方向が変わっていないので、特に修正はしていない。私からは以上である。

白川議長

何か質問はないか。

須田委員

「改善の動きに一服感がみられる」ということで、若干判断を後退させたとおっしゃった。そこについては、元々、段々緩やかになっていく、ないしはマイナスになることもあるとおっしゃっていたが、それがより弱いということか。

関根調査統計局経済調査課長

ここはあくまで下方修正ということではなく、確かにおっしゃるように、元々みていたようになってきているということである。ただ実際のところ、

9月の生産が、我々が思っていたよりも少し弱かったため、思ったよりも弱いといったところが若干ない訳ではない。

白川議長

他にご質問はないか。

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。

(17時29分中断、5日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の制定等に関する執行部説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、最後に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは和田隆志大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢について、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。本日のご発言の順番

だが、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、野田委員の順番である。それでは、西村副総裁から願います。

西村副総裁

前回合合以降3営業日しか経っておらず、利用可能になったデータは少ないので短くしたいと思う。

世界経済について、ユーロエリア、新興国に新情報があまりなく、米国経済のみに言及すると、足許二番底懸念は後退しているが、引き続き回復のテンポは極めて緩慢であると言わざるを得ない。7~9月実質GDP成長率の事前推計値は前期比年率+2.0%となり、前期の+1.7%から伸び率はやや拡大した。しかし、内訳をみると輸出や設備投資の伸び率は鈍化、家計消費支出も力強さに欠け、逆に在庫積み増しの寄与度が高い。そのうえ、一昨日のファクトリー・オーダー統計によれば、9月の在庫は実際には事前推計値の仮置きよりもさらに大きい。在庫積み増しが前向きの需要先取りか、後ろ向きの意図せざる増加かは判断が難しいが、慎重にみる向きも多いと思う。その理由の一端は、昨日述べたとおり、業績好調の川上海外展開大企業、その川上からの仕入価格上昇と家計需要の停滞からプロフィット・スクイーズに曝されている川下中小企業の二極化——ティアリング——が進んでいるからである。家計・中小企業部門の需要が今後も弱く推移する蓋然性がある。以前に、この場でウォール・ストリート of 急回復繁栄とメイン・ストリートの悲惨状況が併存する可能性を述べたことがあるが、まさに事態はそうなりつつある。

他方インフレであるが、9月PCEコアデフレーター上昇率が0.1%ポイント低下するなど、緩和的な財の需給環境が引き続きデイスインフレ圧力となっている。だが——昨日申し上げたが——、ISM非製造業仕入価格指数をみると、前月の60.1に比べ68.3と、2008年9月以来の最高値を付けている。先程川上・川下の議論で述べたように、今は川下のプロフィット・スクイーズ要因だが、潜在的インフレ圧力が高まっていると考

えられる。マクロ的なスラックが依然として大きい時にこうした食品・エネルギー関連からインフレが広がる可能性は否定できない。

こうした中、一昨日いわゆるQE2が決定された。国際金融市場の反応はほぼ予想どおりということで大きな反応はなかったが、ドルは円以外の通貨に対し下落、1ユーロ1.41ドル——今日は1.42ドルであるが——となった。円については、逆に81円台と円安方向に動いたが、注意したいのはこうした変化はFedの発表前、米国市場取引開始時点に生じている点である。発表後は円高方向にじりじりと変化しており、その後は方向性の取りにくい展開となっている。

日本経済の景気改善の動きは、10月に入り一服感が窺われる。新車登録台数は前年同月比-25.9%という大幅な落ち込みで、レベルは過去最低となった。だが、この数字すら実態よりも高過ぎると言うことができる。というのは、この数字には9月のエコカー補助金終了前の受注残が含まれるからである。大手自動車メーカーの販売は、実勢でみると前年同月比4割減が月初から月末まで続いているようである。同様にコンビニも、たばこ増税前の買い溜めの反動が10月に入ってみられる。鉱工業生産指数は、9月指数ははっきりとマイナスになり、10月予測指数はさらにマイナスの度合いを強め、例の過剰季節調整を修正しても生産は弱いと言わざるを得ない。電子部品・デバイスで在庫が若干積み上がっている。他方、設備投資関連は持ち直してきている。振れの大きい建築着工床面積も均してみれば底を打ち、機械受注（除く船舶・電力・携帯電話）もレベルは低いが上昇している。また自動車も、今後新車投入効果から持ち直しを見込むメーカーも多いと聞いている。以上勘案すると、第4四半期で経済成長に若干のマイナスが出る可能性はあるが二番底へとは落ちず、若干きつめの踊り場の状況後、再び成長経路に戻る蓋然性は十分にある。

物価については、10月東京CPIが前年比下落幅を大きく縮小した点が注目される。主因はたばこ、傷害保険料という特殊要因であるが、菓子、飲料、設備修繕・維持、保健医療用品・器具、洗濯代等の被服サービス関連等、広範に下落幅の縮小あるいは反転がみられる。似た動きは10月速

報が利用可能な他都市の多くでもみられるので、10月全国CPIでは特殊要因を除いても、1ノッチ位デフレの程度が縮小する可能性が高いのではないかと思っている。ただ縮小幅は然程大きくなく、実勢ベースでは景気回復が持続しないと円高による輸入デフレと相俟って、物価下落傾向の反転が遅れることもある。以上である。

白川議長

中村委員、お願いします。

中村委員

世界経済や日本経済の現状と先行きの評価については、この一週間で変更を必要とするような追加材料はなかった。国際金融市場では、FOMCによる一段の金融緩和を背景に、リスク許容度の緩和傾向が継続しており、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している。また、円は相対的な安全通貨として、80円近傍の高値で取引されている。もっとも、国際金融市場が、欧州のソブリン問題をはじめ、潜在的な不安材料を抱えていることに変わりはなく、新興国への過剰な資本流入などにより、先行きの国際金融市場の不安定さが増幅される可能性については注意が必要である。

海外経済についてだが、米国経済については、10月の展望レポートでの見方を修正する必要はない。足許では減速しており、住宅市場の弱さや雇用情勢の回復の遅れはあるものの、緩やかな回復を続けており、リスクは下方に振れやすくなっている。10月のISM景気指数は、製造業、非製造業ともに事前の市場予想を上回る強めの数字となったほか、2010年第3四半期の実質GDP速報値も、底堅い個人消費と在庫投資の増加を反映し、前期比では低水準ながらプラス幅は小幅拡大となった。在庫投資の増加に関しては、今後修正される可能性もあるが、非製造業は在庫過剰としている一方、製造業については、ISMは、「一時懸念された在庫の積み増し圧力も、10月入り後の新規受注により後退している」とコメント

している。荷動きをみても、香港を含めると、中国出しの割合が7割を超えてきたアジアから北米向けのコンテナ貨物の海上荷動きは、本年12月以降は前年度比で二桁台の伸びが続いている。特に6~8月の月次実績は、リーマン破綻前である2008年の水準を上回っており、9月以降も順調に推移しているようである。また、米国の主要港であるロサンゼルス・ロングビーチ港での9月の輸入コンテナ貨物の取扱実績は、前年比24%増と、6か月連続で二桁台の伸びとなったほか、水準的にもリーマン破綻前まで回復している。米国内の鉄道による一般貨物輸送量も、10月の最終週までは前年比増加傾向を維持している。またオートデータ集計では、10月の新車自動車販売台数は、14か月振りに1,200万台を超える水準まで持ち直している。家計はバランスシート調整を抱えながらも、生活必需品を中心とした一般消費については、低価格志向を強めながらも緩やかな消費拡大の動きが続いていると考えられる。しかしながら、11月以降の持続性については、在庫水準の動向を含め不透明感があり、年末商戦の帰趨を見守る必要があるようである。また、3日のFOMCでは、一段の金融緩和策として米国債6,000億ドルの追加購入が決定されたが、かかる決定は、金融市場のセンチメントを安定させる効果は期待できるものの、我が国の経験に照らして、バランスシート調整が長期化する中であっては、实体经济を浮揚させる力は限定的となる可能性も少なくない。

ユーロ圏経済については、域内での格差の拡大を伴いつつも、全体では緩やかに持ち直しているが、先行きについてはソブリン問題とともに、ユーロ圏諸国の財政再建やEUのガバナンス問題などもあり、成長ペースが鈍化すると想定される。

中国経済は、増勢は鈍化しつつも、高めの経済成長を続けている。10月の製造業PMIも、堅調な企業動向の継続を示すものとなった。先行きについても、不動産バブルやインフレを抑制しながら、安定した成長を維持するものとみている。

インド経済も高めの成長を続けており、NIEs・ASEAN経済は減速しているが、底堅い内需に支えられ、回復基調を辿っている。

続いて、国内経済だが、国内経済は緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の動きが横這いの動きとなっているほか、個人消費もエコカー補助金の駆け込み需要の反動から、足許弱い動きとなっている。10月の乗用車（除く軽自動車）の新車販売台数は、業界団体発表によれば、前年比-28.8%の大幅な反動減となった。こうした動きは、事前の予想の範囲内であり、海外経済の回復とともに輸出が持ち直し、自動車販売についても、来年入り後は徐々に軌道修正が行われ、全体として緩やかながら成長経路に復していくと想定される。しかしながら、海外経済の不確実性が残る中、一時的と想定している調整局面が後ずれし、自律的な成長経路への復帰が遅れる下振れリスクには注意が必要である。

雇用環境については、9月の失業率や有効求人倍率は、前月比で僅かながら着実な改善傾向にあるが、雇用の回復ペースは非常に緩やかな状態が続くと思われる。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングが集計した東証1部上場企業（除く金融）の2010年度上期決算集計——11月2日現在で開示率が時価ベースで68.9%だが——では、電気機器、輸送用機器並びに鉄鋼の回復寄与が大きく、世界経済の回復を背景に前期比では+11.5%の売上高増、+139.9%の経常利益増となった。一方、下期の見込みは円高や世界経済の成長鈍化を受けて、+3.7%の増収、-1.6%の減益との厳しい見方となっている。主要な輸出企業は、2010年度下期の業績見込み策定時の想定為替レートを1ドル90円前後から80~83円まで引き上げており、過半の企業は80円を想定しているようである。こうした動きは為替円高を所与のものとして、為替対策に取り組んでいる企業の動きが広がっているとも考えられる。

続いて、物価だが、高校授業料無償化の影響を除いた9月の消費者物価（除く生鮮食品）は、マイナス圏の横這いの動きとなっている。今後は、需給バランスが緩やかに改善することなどから、マイナス幅が縮小していくと思われる。円高に伴う下押し圧力の強まりや、2010年基準への改定の影響には注意が必要である。なお、西村副総裁も述べられたが、10月

分の東京のC P I 総合は、特殊要因はあるものの、+0.3%と18か月振りに前年比プラスとなっている。除く生鮮食品では、9月の-1.0%から10月は-0.5%に縮小しており、たばこ税の寄与度+0.2%ポイントを除いても、多品目でマイナス幅縮小となっている。単月の振れに過ぎないのか、または何らかの動きの兆候なのか、11月以降の動向を注視したいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは森本委員、お願いします。

森本委員

我が国の金融経済の基調判断については、執行部の見方と特段開きはない。

まず、海外情勢だが、米国、欧州、新興国ともほぼ想定どおりの展開となっていると思う。このうち、米国では第3四半期GDPが発表され、成長率は前期に比べて幾分拡大したが、やや長い目でみれば、考えていたとおりに減速していることが確認できた。FRBも「9月のFOMC会合以降の情報は、生産活動と労働市場における景気回復ペースの鈍化が継続していることを裏付けている」としている。米国GDPの内訳をみると、個人消費は底堅く推移している。10月の自動車販売台数も年換算で1,200万台強と、昨年8月以来の水準となった。ただし、10月のミシガン大学消費者信頼感指数は、約1年振りの水準に低下するなど、雇用・所得環境の厳しさが続く中、依然マインド指標はハードデータに比べて優れないという構造になっている。ところでGDPの設備投資に関して、今回伸び率が前期比年率+17.2%から+9.7%へと縮小したことを重視するのか、3四半期連続でプラスとなったことに重きを置くのか些か難しいところだと思う。増加は、マイニングにおける構造物投資という特殊要因による押し上げ効果が大きいの見方もある。ただ、これが3四半期に亘ってみられる点は気になるところではあるし、機械投資、情報化関連投資は相応に

出ている。そもそも企業部門のバランスシート問題は大きくないうえに、このところ企業収益の上振れが報じられているところもある。非国防資本財受注では一進一退の動きが続いているが、設備投資がこのまましっかりした回復に移行していくという展開も、一つの可能性として視野に入れておきたいと思う。

以上を受けた国内経済だが、前回決定会合以降に発表された経済指標は、基本的に従来の想定から大きく外れるものではなかったと思っている。すなわち、設備投資に関しては、7～9月の建築着工床面積が大幅な伸びとなったが、一部業種での特殊要因によるものであり、持ち直しつつあるとの判断は不変である。個人消費では駆け込みの反動がはっきりみられ、10月の軽を除く自動車販売台数は前年比3割近い大幅な減少となった。一方、7～9月の住宅着工戸数は増加に転じており、住宅投資は下げ止まりから持ち直しを窺う展開となっている。これらを受けた生産は、輸出が横這い圏内入りする中、7～9月に増勢一服となった。10～12月期は駆け込みの反動もあって減少する見通しだが、どの程度のマイナス幅となるかは依然不透明である。

そうしたもとの、我が国経済の基調判断だが、「緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる」との執行部案は妥当であると思う。また、先行きについての「景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、緩やかな回復経路に復していく」との見通しに対しても違和感はない。ただ、当面のリスク認識としては、引き続き下振れの動きを警戒すべきではないかと考えている。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や行動への影響は引き続き気になるし、個人消費や生産における反動減の全体像が見極めがたいということもある。有効求人倍率や失業率は9月もじわりと改善したが、水準でみれば雇用・所得環境の厳しさは続いているので、特に個人消費の先行きがどうなるのか——猛暑効果、駆け込み需要とその反動などにより、真の基調がみにくくなっている——を、徐々に持ち直してきた住宅投資と併せて注視していきたいと考えている。

最後に、物価をみると、企業物価指数は国際商品市況の強含みを受けて3か月前比の下落幅が縮小している。同様の背景により、先行きも緩やかな上昇基調で推移するとみられる。また、除く生鮮食品の消費者物価指数については、前年比マイナス幅は基調として縮小を続けており、当面この動きに大きな変化はないものと考えている。以上である。

白川議長

亀崎委員、お願いします。

亀崎委員

世界経済は、減速しつつも緩やかに回復している。ただ、米国、欧州、アジアとも、輸出の伸びは同時に鈍化してきている。これは、これまでの見通しのおおりに、危機後の世界的な在庫積み増し局面が終わり、また各国が導入した財政政策の効果も出尽くしつつあることを示しているものと思う。ここで重要なことは、その一方で、国内民間最終需要の自律的な回復が、しっかりと始まっているのかどうかである。もしそうでなければ、このまま景気の回復基調は途切れ、再び景気後退へと陥る分岐点となってしまうからである。従って、現在は今後の景気動向を見極める大事なタイミングであると考えている。

そこで、各国・地域の内需動向をみると、米国では、懸案の住宅や雇用の回復力は弱いものの、水準が一段と切り下がっている訳ではなく、ISM指数も引き続き良好な状況を示しており、また個人消費も意外と底堅い動きをしている。欧州でも、消費や投資に動きがみられ始めている。中国では、固定資産投資の伸びが鈍化する一方、賃金上昇のもとで消費の伸びが高まっている。NIEs・ASEANでも、海外からの資金流入の影響もあって、消費や投資は増加を続けている。このように、各国・地域とも内需はまずまずだが、これが自律性の強い動きかどうかポイントである。輸出や財政支出の減衰とともに弱まってしまえば、回復基調の持続はおぼつかず、メインシナリオは崩れてしまうからである。特に米国

や欧州の一部諸国は、家計や金融機関、そして政府のバランスシート調整圧力が強いため、その影響を十分考慮しながら、予断を持たずに慎重な情勢判断をしていく必要がある。

日本経済も、他国と同様に、輸出の伸びは鈍化してきており、足許ではほぼ横這い圏内の動きとなっている。内需をみると、個人消費は、エコカー補助金終了の反動から弱めの動きとなっている一方、設備投資が持ち直しに転じつつある。その結果、生産も横這い圏内の動きとなっている。もっとも、輸出については、海外経済の改善を背景に、早晚巡航速度の伸びへと戻っていくことをメインシナリオとして想定している。また、個人消費も雇用者所得の緩やかな改善が続き、子ども手当の支給も始まっている中、政策終了後の自動車や家電の反動減が一巡した後は、これまでの持ち直し基調へと戻るものと思う。このように、一旦足踏み状態となった改善の動きが、今後は徐々に元の回復基調に戻っていくとみられ、回復が途切れたとみる必要はないと思われる。従って、景気の現状判断は執行部案のとおり「緩やかに回復しつつある」という言葉を残したうえで、足許の一服感を表すことは適当であると考え。また、先行きの表現も適当だと思う。ここまでの動きは、これまでの想定どおりのものである。ただ、今後については、先に述べた海外経済同様、内需が自律性の強い動きとなっていくかどうかポイントである。企業の収益環境や個人の雇用・所得環境からすれば、メインシナリオとして順調な回復を想定するのは適当だと思うが、円高や財政悪化など不安要因は多く、今後も先行き不透明な状況が続けば、キャッシュ・インはあってもキャッシュ・アウトは抑制してしまう可能性もないとは言えない。そのため、下振れリスクは強いものと考えている。

物価情勢をみると、国際商品市況はドル安進行のもと、幅広い品目で上昇している。しかし、円高進行により、国内物価への上昇圧力はあまり強くない。こうした中、9月の全国CPI（除く生鮮食品）は、ガソリン価格の下落を主因に、前年比が8月の-1%から-1.1%と、マイナス幅が4か月振りに拡大した。また、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数についても、小幅にマイナス超幅が拡大した。しかし、10月の東京CPI（除

く生鮮食品)は、たばこ税の引き上げと傷害保険料の引き上げが主因ながら、その他の幅広い品目も寄与して、前年比が9月の-1%から-0.5%へと、やや大きくマイナス幅が縮小している。また、価格上昇品目数マイナス価格下落品目数も、大きくマイナス超幅が縮小した。これは昨年とは異なり、年度下期の値下げ改定を行わなかった品目が多かったということの意味するのではないかとも思う。こうした東京の動きを踏まえると、10月の全国分についても、価格下落の幅や広がりは相当程度縮小するものと考えている。こうした動きには特殊要因がそれなりに寄与しているとはいえ、日本経済が本行の施策の効果もあって、デフレ脱却に向けて少しずつ歩を進めていることを示しているものと評価して良いと思う。今後とも、実体経済が緩やかな回復基調を維持するもとの、デフレ脱却に向けた動きは進んでいくものとみているが、実体経済の下振れリスクや円高の進行などから、物価にも下振れリスクは強いものと考えている。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

前回の会合以降、内外経済に関する主要なデータが幾つか公表されている。これらは、展望レポートで我々が示した中心シナリオを基本的には裏付けるものであったと思う。その点を踏まえたうえで、今日は、米国経済と我が国経済についてだけ簡単に述べておきたい。

まず、米国経済は、減速しつつもかろうじて緩やかな回復を続けている。先日公表された7~9月期のGDPも、それを確認する内容であった。ただし、個人消費は、高めの寄与度となっており、意外に底堅いとの印象である。バランスシートの毀損に苦しむ家計が、貯蓄率を低下させる形で消費を増やす姿に、先行きに向けての危うさを感じざるを得ない。先日のFOMCでは、追加緩和策として、6,000億ドル規模の長期国債買入れが決定された。中間選挙では、拡張的な財政政策に否定的な共和党が勝利した

ことで、今後のマクロ経済政策としては、金融政策に頼らざるを得ない局面が続く可能性が高いとみている。勿論、今回の追加緩和の効果が浸透し、米国経済の回復基調が確かなものになれば、我が国経済にも、また世界経済にとっても好ましい。しかし、我々の経験からみても、経済がバランスシート調整の過程にあるもとでは、金融緩和による景気浮揚効果には自ずと限界がありそうである。バランスシート調整に目途が付くまでは、なお相応の時間がかかるだろうと改めて感じている。

次に、国内経済であるが、7～9月の実質輸出は、海外経済の減速や世界的な情報関連財の在庫調整の動きなどを背景に横這いとなった。一方、耐久消費財の反動減などから、生産もこのところ横這い圏内の動きとなっている。従って、国内景気の総括判断としては、「改善の動きに一服感がみられる」ということで良いと思っている。国内景気の先行きについては、輸出はしばらく横這い圏内の動きが続く可能性が高い。個人消費についても、駆け込み需要の反動減が続くとみられる。そうしたもとで、生産についても、目先ややはっきりとした減少になると考えられる。このため、景気の改善テンポも当面は鈍化した状況が続けるものと考えている。このように一時的とはいえ、景気改善テンポの鈍化した状況が続く間においては、景気が下方に振れやすくなることも事実である。企業マインドを含め、経済各面の動きには注視が怠れない。物価面については、格別私の方から付け加えるべきことはない。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

先週の決定会合からこの間、そう多くはないものの、いくつか主要な経済指標が公表され、また2日前には米国の追加緩和政策も決定された。以下では、特に米国と日本を中心に、経済・物価情勢の現状認識と先行き見通し及びリスクの評価について述べたいと思う。

米国経済について、前回の決定会合で、減速しつつ緩やかな回復基調が続いているものの、その回復のペースは過去の回復局面と比べて際立って遅いという見方を示したが、その見方に変更はない。先般発表された第3四半期GDP統計において、個人消費は伸びを拡大したが、設備投資は前期から伸び率が低下し、住宅投資も大きく落ち込んでいる。その結果、国内最終需要は前期比年率+0.6%と低水準にとどまっている。実質GDP全体でも、前期比年率で+2%成長であり、潜在成長率を下回る水準である。また、昨晚発表された第3四半期の労働生産性のデータは、前期比+1.9%とプラスに転じている。この数字は、この前の期である第2四半期の年率-1.8%と併せて考えると、基調として上昇に転じたかどうかという点については、まだ見極めが必要な状況にあると考えている。また、雇用面では、10月下旬の新規失業保険申請件数は45万件台となり、引き続き高水準で推移している。一方、先行指標として考えられているISM製造業景況感指数は、輸出や生産、新規受注が前月の水準を上回ったほか、非製造業の指数も上昇する動きがみられているなど、大企業の景況感には改善の兆しがみられている。この間、価格指数面では、個人消費デフレーターがコア・ベースで前期比年率+0.8%と伸び率が低下してきており、物価上昇圧力は引き続き弱まる方向にある。

今回のFOMCでは、向こう8か月で総額6,000億ドルの国債買入れという大規模な追加緩和が発表された。これにより、金融政策とそれに対する市場の反応に関する不確実性はかなりの程度後退し、今後は政策効果も含めた米国経済の実体経済の動向そのものを注視していく局面に移っていくものと思われる。

今回の金融緩和の背後にある景気認識として、FOMC後の声明文をみると、「政策目標へ向けた進展は失望するほどに遅い」という評価が下されている。先程も触れたように、足許では、ISMの景況感指数など大企業レベルで生産・輸出や価格面で改善がみられているが、今後は、こうした動きが中小企業を含む経済全体へと波及するのか、さらに雇用や所得の改善に繋がっていくのかどうか、慎重に見極めていく必要があると考えて

いる。

そうした中で、米国経済の見通しを申し上げると、やはり住宅市場の低迷にみられる家計のバランスシート問題と雇用の回復の遅れが重石となり、持続的な需要不足の状態が続き、やや長い目でみた低成長が継続するとの見方を変えていない。特に、住宅市場に関しては、住宅差し押さえ手続きの不備の問題を背景とした価格の低下がさらなる家計行動の萎縮に繋がるリスクも懸念されている。

また、今回の大規模な資産買入策の政策効果に関して、若干付言しておきたい。かつてのFRBによる研究論文では、金融緩和政策のトランスミッション・メカニズムとして、借入コストの低下、株価・為替といった資産価格の上昇、将来景気が上向くという期待を通じた支出拡大、という三つの経路に大きく分けて政策効果が評価、計測されている。そこで用いられる基本のマクロモデルは、ゼロ金利制約のない平常経済を前提としたものであり、その結果を単純に現在の状況に当てはめることはできないが、長期金利の50bpの低下といった面で対照可能な面もある。そういった面も踏まえて、この計測結果をみると、政策——金融緩和——を発動して1年目は期待を通じる効果が最も大きく、全体の半分近くを占め、2年目は借入コストを通じる効果が最も大きく、次いで期待を通じる効果が大きいという結果が示されている。しかし、今回の局面をみると、既に潤沢な資金が供給されており、また家計のバランスシート問題といった持続的な景気抑制要因が存在することから、借入コストや期待を通じた波及経路はなかなか機能しがたいと考えられる。従って、残されるのは、株価と為替を通じた資産価格経路になるが、その効果は——推計結果によると——、全体の効果の1/3程度若しくはそれ以下という評価となっている。このような過去の推計結果や議論を踏まえると、今回の非伝統的な資産買入措置は、景気や物価、雇用などに対して、どのような影響をもたらすかについて、効果が全くないということではないが、しかし然程大きな効果は望めないとする慎重論が妥当であると思われる。従って、米国経済は、今回の政策効果を含めても、やや長期の低成長が続くという見通しを中心シナリ

オとして考えている。

続いて、我が国の経済・物価情勢である。緩やかな回復を続けているものの、これまでの改善の動きに一服感が出てきているという執行部の説明に違和感はない。先行きに関しても、10～12月期において生産が実勢ベースで減少に転じることが予想されるが、これは中心シナリオで予想された範囲の動きである。来年以降は、新興国経済が再び高めの成長を維持すると見込まれている中で、輸出や生産が増勢を取り戻すなど緩やかな回復経路に復していくとみている。

物価に関しても、10月の東京都の消費者物価の動きに関して、皆さんがご指摘されたとおりである。

最後に、こうしたメインシナリオに対するリスクであるが、新興国経済の過熱、先進国の過度の財政健全化、我が国における企業コンフィデンス及び成長期待の下振れ、という三点を想定しているが、前月と変わりなく上下概ねバランスしているという評価を変えていない。また、物価に関するリスクに関しても、実体経済面のリスクが顕現化した時の影響、商品市況の動向、やや先になるがCPIの基準改定に伴うリスクの三点を考えているが、これに関しても概ね上下バランスしているという評価に変わりはない。以上である。

白川議長

それでは、須田委員お願いします。

須田委員

まず、総括判断についてであるが、海外経済の減速、情報関連財の在庫調整や為替円高の影響から、足許の輸出・生産は横這いとなっているほか、個人消費も、予想どおりエコカー減税終了やたばこ増税に向けての駆け込み需要の反動がみられ始めている。従って、判断を一步進めて、「改善の動きに一服感がみられる」との執行部の判断で違和感はない。

さて、注目のFOMCにおいて最大の焦点であった国債追加買入れの規

模はほぼ市場予想どおりの内容となった。また、もう一つの焦点であった時間軸については、ほとんど変更はなかった。11月会合のかなり前から長期金利は総じて低金利で推移し、ドル安が進む一方で、リスク性資産や超長期金利が上昇するなど、流動性相場の色彩が濃く出ていたが、会合後、総じてみれば、これまでの基調に変化はなく、昨日は米株が大きく上昇した。FOMCのステートメントにもあるように、Fedは、現在の景気回復のスピードとインフレ水準に満足しておらず、さらなる政策対応の可能性も示唆しているが、取り敢えずはQE2の経済・物価への波及経路が定かではない中で、当面、今回の追加策の効果を見守ることになりそうである。経済・物価について公表される指標如何で政策効果についての評価が変わり、市場が動く可能性があるので、今後も、為替も含めた内外の市場動向から目が離せない状況が続きそうである。

なお、ECB、BOEともに11月初の会合で金融政策は現状維持であったが、米国をはじめとする先進国の金融緩和措置により、新興国に資本が流入し、株高や商品市況高を生じさせている。足許では、新興国・資源国においてインフレ率が高まり始めているなど、景気過熱リスクも徐々に強まっている。これら諸国の中央銀行の中には、再び金利を引き上げる動きもみられ始めているが、経済活動水準の高まりや海外からの資金流入基調を勘案すると、金融環境は依然緩和的な状況とみることができる。こうした点を含め、先進国を起点とする国際的な資金フローの動きとその影響には注視が必要である。以下では、こうした点を念頭に置きながら、前回会合以降公表された経済指標を中心にみておきたいと思う。

世界経済についての総括判断は、各国、各地域を含め、国際局の見方で良いと思う。まず、米国であるが、第3四半期の経済成長率は想定どおり前期比年率+2%となった。前期に続いて潜在成長率に及ばない成長であり、経済成長率に占める在庫の寄与の大きさなどから先行き弱気の見方もあるが、予想以上に上昇したISM指数は景気の底堅さを示している。とはいえ、バランスシート調整圧力は依然として強く政策余地が限られる中、雇用や消費、それに差し押さえや買戻しの問題がクローズアップされてい

る住宅を巡る不確定要素はまだまだ残っており、これらの要素に引き続き注意する必要がある。実際、労働生産性の伸びは前期比年率で+1.9%となったが、このような状況下では雇用の増加はなかなか期待できない。ジョブレス・リカバリーは否めず、明日、公表になる雇用統計も、市場では然程改善は見込めないと見方が大勢のようである。個人消費関連指標は自動車販売など比較的好調であるが、ミシガン大学消費者信頼感指数が市場予想と比べてやや弱めとなるなど、目立った改善はみられていない。クリスマス商戦も前倒され、値下げ競争となると報じられている。こうした中、需給ギャップがなかなか改善せず、引き続きデイスインフレ圧力は強い状況に変わりない。コアPCEは前期比年率+0.8%と予想以上に低い値となった。市場では、Fedの追加緩和期待を背景に実質金利がマイナスとなるなど、リフレ・ストーリーに基づく取引が活発化してきたが、実際の期待インフレに対する影響は未だ不透明な状況が続いている。

次に、ユーロエリアであるが、ECBの銀行貸出調査から、金融市場が幾分落ち着きを取り戻す中、融資状況の改善が窺える。なお、市場では、欧州周辺国のソブリン問題が各国個別の問題として捉えられるようになってきており、それにつれて関心度合いが低下しているが、これら諸国の財政を取り巻く状況が厳しいことには変わりなく、引き続き注意が必要である。

最後に、アジアであるが、中国は、製造業PMIが国内受注・生産を中心に市場予想を上回る好調を示すなど、再び成長が上向きつつあるように思われる。また、NIEs・ASEANは、輸出・生産が海外経済の減速やIT関連の調整もあってブレーキがかかっているが、内需が引き続きしっかりしており、回復基調は崩れていない。もっとも、懸念材料の一つであるIT関連財の調整については、引き続き軽度の調整とみているが、PC等需要が弱い分野向けを中心に、調整が長引いている。今後の動向について注意してみていきたいと思う。

さて、我が国の経済に目を転じると、全体感は最初に述べたとおりである。個人消費関連では、消費水準指数や商業販売統計をみる限り、9月ま

では猛暑効果、たばこ増税とエコカー補助金終了前の駆け込み需要もあり、総じて好調であるが、10月入り後は、自動車販売が大幅な減少となるなど、駆け込み需要の反動減がみられ始めている。この間、9月の生産については、自動車や半導体関連を主因に予想以上の減少となった。雇用については、引き続き厳しい状況であるが、雇用・賃金の小幅増加や有効求人倍率の着実な改善など、その程度は幾分緩和してきている。消費者物価については、全国の9月は想定範囲内の動きであったが、東京の10月については、たばこ税や傷害保険料の引き上げ、外国パック旅行以外にも被服及び履物など幅広い品目で改善がみられ、そのような動きがどの程度全国の10月に反映されることになるのか注意してみていきたいと思う。

先行きについては、年度後半の生産は、IT関連財の在庫調整の後ずれ等もあり、実勢ベースで10～12月はマイナスになるとみている。現時点では、1～3月には生産が増加に転じる蓋然性が高いとみているが、生産の落ち込みの程度、期間については不確実性が高く、下振れリスクを意識している。

最後に、リスク要因であるが、政策対応余力がある中で、新興国・資源国の経済の強まりなどの上振れリスクがある一方で、米欧のバランスシート調整の帰趨や高い不確実性といった下振れリスクが引き続き挙げられる。なお、今のところ、海外経済のリスクは、依然としてほぼバランスしているとみているが、米国における不確実性がFOMCを混乱なく通過したことなどから少し小さくなった一方、新興国・資源国の上振れリスク——経済の過熱とその後の落ち込みのリスクといっても良いかもしれないが——の強まりを意識している。他方、国内経済についての一時的な下振れを巡るリスクについては、企業や消費者のマインドの悪化や為替円高を巡る不確実性を踏まえ、経済の一時的な弱まりが長引くリスクが引き続き高いとみている。なお、物価面については、10月の展望レポートにおいて、中長期的な予想物価上昇率のアンカー機能が今後の需給ギャップの改善の足踏みに引っ張られて強くないと想定し、また包括的な金融緩和政策の効果を慎重に取り込んだうえで物価見通しを出したので、慎重な見方

をしており、上振れリスクを意識している。加えて、足許、新興国・資源国の高成長やドル安を背景に、国際商品市況が上昇しており、輸入物価を通じた影響が気になる点を付け加えておく。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いする。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降明らかになった経済指標等は、我が国経済が、「緩やかに回復しつつあるものの、輸出や生産の増加ペースが鈍化していることなどから、改善の動きが弱まっている」との展望レポートにおける評価を裏付けるものであった。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っ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の見方に変わりない。

海外経済については、全般にその増勢が鈍化しているが、回復モメンタムの底堅さを示唆する動きもみられている。米国経済については、7～9月期の実質GDP成長率（事前推計値）が公表されたが、前期比年率+2.0%と4～6月期から幾分伸びを高めた。もっとも、在庫投資を除いた最終需要でみると、2009年10～12月期の+2.1%から期を追うごとに漸減しており、7～9月期は+0.6%まで低下している。逆に、ウエイトの大きい個人消費は、2009年10～12月期の+0.9%から漸増し、7～9月期は+2.6%と底堅く推移している。個人消費が米国経済を支えていることが確認された。また、10月の新車販売台数が明確に増加した。ただ、9月の名目個人所得が1年振りにマイナスとなるなど、厳しい雇用・所得環境が続いていることを勘案すると、先行きもこのペースで個人消費が回復を続けると考えるのは早計であろう。一方、企業部門では、10月のISM指数は製造業、非製造業ともに、先行性のある新規受注が上昇したが、これ

は米国経済の回復が途切れない可能性が高まっていることを示唆している。後でも述べるが、F R Bの追加緩和策からの株価の上昇が家計と企業のマインドを押し上げた可能性が高いとみている。

物価面では、9月のコアP C Eデフレーターの前年比は低下し、前月比でも横這いとなり、デイスインフレ圧力がかかり続けていることも確認された。こうした中で、3日のF O M Cは、6,000億ドルの国債の追加買入れを決定した。ボリュームをはじめとして、その内容が市場の事前予想のコンセンサスに程近かったこともあって、米国における金融資本市場の反応は、ポジティブではあるものの、達観すれば限定的であったと言える。バーナンキ議長がワシントンポスト紙への寄稿で指摘しているように、8月下旬にF R Bがこの追加措置を事実上予告し始めた時から、株価は上昇し、長期金利は低下してきており、企業や家計のマインドの向上も含めて、政策効果は既に相当程度顕現化していたのではないかと考えている。声明文に、「経済回復のペースをより強いものとし、インフレが、時間がかかるが、責務と整合的なレベルになることを確実なものとする」とあるように、この追加措置を以ってしても、米国経済が信用バブル崩壊後のバランスシート調整に目途をつけるには、まだまだ時間を要することに変わりはない。

次に、我が国経済について述べる。前回会合では、輸出の増勢が一服したことを確認したが、その後発表されたI I Pで、輸出の動きを半ば反映する形で、生産も、回復が停滞していることが確認された。自動車や半導体における生産調整自体は予想どおりであるが、予想よりそれぞれやや早め、やや深めの調整があったものと受止めている。今後の生産については、既に一部顕現化している自動車の反動減の大きさ、海外、中でも東アジアを含むI T関連財の在庫調整のスピード如何に負うところが大きい。目下のところ、この点は不確実であると言わざるを得ず、引き続きアネクドターナ情報も含めて注意深くみていきたいと思う。

次に、物価について述べる。9月のC P Iをみると、物価のトレンドを示す10%刈り込み平均の前年比の下落幅は引き続き縮小した。8月の

0.45%から9月は0.40%である。また、東京都区部の10月をみると、コアCPIは、下落幅が比較的大きく縮小し、下落品目比率は、はっきりと低下した。こうした動きは、10月の全国ベースにも多少とも現れるものと見込まれる。いずれにせよ、物価を巡っては、マクロ的な需給バランスの改善を反映し前年比の下落幅が縮小していくという基調には変化がないことは確認された。

最後に、先行き見通しにかかるリスクについて若干述べる。米国の金融政策の不透明感が払拭されたことから、米国発の世界経済の下振れリスクは何かしか緩和したと言って良いと思う。一方で、グローバルな過剰流動性に対する市場の期待が広がっている模様で、投資家のリスク・アペタイトが回復し、資金が国際商品をはじめとするリスク性資産に向かう動きが強まっている。展望レポートで整理した第二番目のリスクを早くもより強く意識しなければならない状況がみえてきたと思う。私からは以上である。

白川議長

先週の展望レポートの発表の時の決定会合から時間も経っていないので、大きな動きはなかったと思う。展望レポートで示した基本的な判断を変えるものはなかったと思う。幾つかポイントを申し上げると、一つは、景気の現状であるが、「改善の動きに一服感がみられる」という言葉で表現できる動きが、データのうえでもはっきり今確認されてきたと思う。輸出については、既にそうした動きが出ていた訳であるが、生産についても、はっきり横這い圏内の動きであったと確認されたように思う。それから、個人消費についても、予てより駆け込み需要の反動がみられると予測していた訳であるが、現実のデータでそれが裏付けされつつあるということだったと思う。それから、比較的多くの委員が言及されたことでいくと、これは景気ではなく物価であるが、10月の東京の消費者物価について比較的大きく下落幅が縮小した。このことについて、いわゆるウィッシュフル・シンキングというか、希望的観測になってはいけないと常に言い聞かせながら、しかし関心を持ってみていく必要があるという感じのご発言が

比較的多かったと思う。

前回の会合以降での最大のイベントは、何と云っても、米国のFOMCでの決定である。どの委員からもこのことについての言及があった。私自身も格別皆様がおっしゃったことと違った感想がある訳ではないが、いわゆるQE2の効果、影響をどう考えるかということで、若干の感想を申し上げたい。今回、なぜ米国がQE2を行ったのか、あるいは、QE2に対して市場でどういった期待があるのかを、もう一回大きな構図で考えてみた場合に、そもそも米国の中央銀行は、バランスシートの規模を大きく拡大させた——バランスシートの拡大それ自体が目的ではない——訳であるが、しかし、拡大したにもかかわらず、今回再度拡大しないといけない事態になっている。つまり、もし拡大の持つ効果それ自体が非常に強いものであれば、さらにここで拡大する必要がない訳である。従って、そのことが示すように量の拡大それ自体が持つ景気への効果については、やはり慎重にみておいた方が良くと私自身は思っている。何と云っても、米国ではバランスシート調整が進行中であるし、これが終わるまでは、経済が本格的に回復することはなかなか難しいと思っている。ただ、私自身は、いつもそのように思っているが、同時に今日、複数の方が言及されていたように、取り敢えず、米国のデータをみた場合、個人消費をはじめ、それ自体は、そんなに悪い数字ではない。昨日、亀崎委員がおっしゃっていたように、目標に向けて進展は失望するほどに遅い、確かに遅い訳であるが、しかし、失望するほどにと言うと少し強いのではないかという趣旨のご発言だったと思う。このワーディングが良いかどうかは別にして、いずれにしても、我々自身が日本の経験に囚われて常に米国の経済を語ってしまう危険も一方で意識しながら、しかしベースとしては、やはり私はバランスシート調整に時間がかかると思っている。これが第一の感想である。

それから、二つ目は、国際的な波及ということである。米国も含めて、それから日本もそうであるが、各国の中央銀行が、国内の経済の安定を目標に金融政策を運営していくのは、これは全く正しい考え方だと思う。最終的には、それぞれの中央銀行は、自国の経済の安定に責任がある訳であ

るから、世界経済全体をみて米国が金融政策を運営することは、これはできない相談だと思う。問題は、自国の経済の安定ということの意味を、新たな環境の変化のもとで考えていく必要があるということだと思う。前回の会合でも申し上げたが、自国の金融政策の持つ海外へのスピルオーバーと、それが最後は自分自身に跳ね返ってくるそのフィードバックも含めて、自国の経済の安定ということをよく考えておく必要があると思う。この点で、多少気になるのは、新興国の色々なアセットクラス間の相関関係が、全般に高まってきている感じがすることである。野田委員がおっしゃった話とも共通するが、商品市況もそうであるし、株式もそうであるが、趨勢的に相関係数が非常に高まってきている。そういう意味では、何かショックが起きた場合に、それが同じように巻き戻されるリスクはやはり少しずつ溜まっていつているのだろうと思う。それが、なぜ起きているのかを考えた場合に、基本的に先進国と新興国の成長のポテンシャルの差ということとは勿論ある訳であるが、それに加えて、先進国全体の金融政策が影響を及ぼしているという意味合いもあるのだろうと思う。しかし、だからと言って、先進国は金融政策のスタンスを直ちに変えるということでは勿論ない。ただ、悩ましい話であるが、先進国全体としては、そういうこともやはり意識しておく必要があると思っている。自分自身は、そういう趣旨のことを国際会議の場で繰り返し言っているが、そういう意識もやはりどこかで持つておく必要があるということに改めて感じている。以上である。皆様の方から追加的な論点があれば、どうぞ遠慮なくおっしゃって頂きたい。

亀崎委員

今の金融緩和の影響で、ダウもリーマン前に戻った位に上がっている。国際商品も凄く上がってきている。それから、新興国へ随分資金フローが行っているが、やはり米国の金融緩和のお金が企業の成長とか、あるいはイノベーションとか、そちらの方に回って行く——家計に回って行くことも必要だが——、企業の生産性とか、そこへ本当に向かっている行かないと、

スピルオーバーが変な歪みを生じさせてしまうということを非常に懸念している。

白川議長

そうである。

亀崎委員

国際商品も凄い勢いで、ほとんどの商品が上がっている。特に、マーケットの小さいものは、百何十年振りというものもあると聞いている。コットン、銀、牛肉、銅、アルミ、それから金も勿論上がっている、オイルは85ドル位であるが、トウモロコシも上がって、小麦も上がっている。ココアも物凄い勢いで上がっている。特にマーケットの小さいものは、はっきりこのスピルオーバーがここへきているので、これは非常に心配である。かつて、やはり株へ行ったり、不動産へ行ったり、消費に行ったりしたが、そっちの方が走りやすい、行きやすい。なかなか成長産業とか、イノベーションとか時間がかかるので、その効果というのは半面危惧される感じがする。

白川議長

金融政策の国際的な波及というのは、勿論、昔もある程度はあったと思うが、昔と今の最大の違いは、先進国がもう基本的にゼロ金利だということと、それからバランスシート調整が進行中だということである。このことによって、より金融政策の緩和効果が、取り敢えず自国ではなくて、相対的に好調な地域の方に行く。つまり、今の場合、以前に比べて新興国に行くという構図にやはりなりやすくなっているのだと思う。いつもいつもそうかどうかは分からないが、この局面では、やはりそのようになりやすいということだと思う。ただ、さは然りながら、我々自身の金融政策を考えてもそうであるが、世界がそうであるから、自国の金融政策をそれに合わせる訳にはいかないのは、米国も同じような状況だろう。ただ、世界全

体を集合体としてみた場合に、本当にこれが最適な運営の仕方なのかと皆思いつつ、しかし、こういう政策を各国が採っているということだと思う。

西村副総裁

インバランスということに関しては、心配な動きが幾つかある。これはアネクだが、特に資源を含めた色々なリースをやっている人の話——米国であるが——を聞くと、皆、長期契約をしなくなってきている。それで、コストが高くて、短期で借換えを続けていくという形になってきている動きが、最近強く出てきている。これは、色々な意味で、巻き戻しの可能性も非常に高くなるので、少し注意しなければいけない。

亀崎委員

原料炭、鉄鉱石もクォーターごとの契約になったから。

白川議長

ただ、バランスを取るために申し上げると、勿論、そういうことは心配ではあるが、しかし、金融政策の効果はいずれにせよ与えられた環境の中で発揮されるので、そうしたことも全部予見したうえで、しかし、最終的に国内の経済への刺激を考えていくということにやはりならざるを得ないのだと思う。そういう意味で、本筋をやはりきちっと押さえたうえで、リスクを認識しておくということだと思う。

須田委員

グローバルにみた時の金融政策について、どうして先進国の緩和が波及するかと言うと、新興国が固定レートに近いことをやっているからである。変動レートになっていけば、そこで波及はかなり止められた。しかし、自分達が為替レートの調整は好まないということで、資本移動を受入れているというところが結構ある。その結果として何が起こっているかと言うと、先進国はデysinフレ、そしてエマージング・資源国の方はインフレ懸

念という、デカップリングがインフレ率についてまで起こってしまっている。インフレが高くても、通貨高メリットを物価に活かせるという意識があるにもかかわらず、どうしてそういう国々は為替レートの調整をそれほど嫌がるのか、凄く難しい。もう少しそこが上手くいけば、もう少しグローバルに上手く調整が進み、そうしたら皆がそれぞれの国で独自の政策を採っていった問題ないのだが。固定レートの時は、昔の米国の政策がインフレを輸出したということもあるように、そういう大きな国が自国のことだけで良いのだろうかという意識を持たざるを得ないという気はする。

白川議長

基本的には、エマージングの国で、為替レートについて固定的な要素を持っていることが勿論ネックになる訳である。これも私自身は、以前は、新興国の固定レートの為替運営こそが、問題ではないかと考えていて、今でもそうした考えは持っている。ただ、同時に色々な国際会議で、そういう新興国の中央銀行の総裁の悩みを聞くと、先程の亀崎委員が小さなマーケットで資金が流れ込むと、随分値段が上がってくるとおっしゃったのと同じようなことで、小さな国にどっと資本が入った場合には、為替レートが経済のファンダメンタルズから離れて上昇していくという現実への悩みにやはり直面しているなど感じる。半分位は重商主義的な反応だろうが、半分位はもう少し実体のある話だなという感じがしている。いずれにせよ世界の経済では、完全な制度ではない中で政策をやっている以上、そういうものを全て与件として考えざるを得ないと思う。先進国、特に米国であるが、新興国の為替制度運営に問題があるのだということだけで議論していても、それはそれで半分は正しいのだが、それだけだと、政策の議論はやはり完結しないと感じている。

須田委員

この問題を考える時に、私はいつも世界一国で考えてみるが、グローバルにそれぞれの国を全部足したら、今の政策は緩和的なのだろうか

よく分からない。ただ、これだけ資源価格が上がったりするということは、トータルで見るとひょっとしたら緩和的なものかもしれないと思う。

白川議長

他にご意見はないか。

宮尾委員

政策効果の国際波及ということで、先程、私の発言の中で米国の政策効果をご紹介したが、白川議長がご指摘のとおり、そこで国際的な面は為替レート以外ほとんどないモデルなので、そういう意味でも、こういう結果をそのまま当てはめるのはやはり慎重にならないといけないと思う。一方で、ある程度スタンダードで日銀でも使っているような既存の政策効果モデルの中にグローバルなスピルオーバーとフィードバックの効果をどういう形で織り込んでいくのかを今後我々も含めてであるが、多分考えていかなければいけないという思いを強くした。なぜ、この結果を紹介したかと言うと、米国の場合、いわゆる期待、すなわちフォワード・ルッキングな——将来景気が良くなるという——期待で現在の支出が刺激されるという影響が非常に強い経済だということが——これまでそういう効果が非常に強かった経済だということが——少し古い研究なのだが確認されており、そうした中で今回は、バランスシートという大きな重石がある中で、一番主要な経路——主に住宅投資というトランスミッション——がやはり傷んでいるのではないかという、その思いを新たにしたということでご紹介した。

白川議長

他にご質問はないか。

IV. 「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の制定等に関する執行部説明（資料－7）

白川議長

元々はここでコーヒブレイクを考えていたのだが、まだ始まって1時間なので、もし皆さんが宜しければ続けて資産買入れの方に移りたいと思う。

それでは次に、指数連動型上場投資信託と不動産投資信託の買入れに関し、執行部からの説明をお願いします。本件については、執行部からの説明の後、説明に対する技術的な質問、確認の時間を取るが、具体的な対応については次の金融政策運営に関する討議のラウンドで議論したいと思う。

梅森企画局審議役

追加で配らせて頂いた資料－7に沿ってご説明申し上げます。1頁に説明資料がある。経緯が書いてある。「10月28日の金融政策決定会合において、『資産買入等の基金』の運営のうち、指数連動型上場投資信託受益権（ETF）および不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入れを早期に開始できるよう、今次会合で基本要領の審議・決定等を行うこととされた。追加的な検討を行った結果、これら資産について、速やかな買入れの実施を図るため、基本要領を制定する等、所要の措置を講じることとしたい」と考えている。なお、本日の資料では、ETF、J-REITについてそれぞれ長い定義を書いているが、これは基本要領等のご審議のためであって、その内容についてはこれまで議論して頂いているものと同様である。

1. 検討結果である。前回決定会合では、ETF及びJ-REITの買入れについて実施要綱を定め、政府へ認可を申請することが決定された。本件については、即日認可申請をして即日申請どおり認可を頂いたところである。その後の追加的な検討の結果、実施要綱で決定された事項について、買入れ実施のため、明確化が適当と考えられる事項を、順次ご説明申し上げ

げる。

まず、買入対象である。E T Fについては、株式市場全体への波及効果を勘案し、代表的な指数として広く利用されている東証株価指数——いわゆるT O P I X——または日経平均株価——いわゆる日経 225——に連動するものが買入対象として適当と考えられる。因みに、本行基金では、4,500 億円程度を上限として買入れるということになっているが、この二つの連動型のマーケット規模は 2.3 兆円であって、E T F 全体の約 9 割を占めるシェアである。

続いて、その下のパラグラフの J - R E I T については、本行の行う信用判定において、仕組みの適切性や多数の裏付資産の信用度を全体として見極める必要があることから、格付要件はやや保守的に A A 格相当以上とすることが適当と考えた。また、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銘柄は除く。また、そのうえで、後に述べる例外的売却の場合も含め、将来の売却を考慮し、一定の市場流動性が確認できるものとするのが適当と考えた。因みに、これは 500 億円程度を限度として買入れることとしているが、信用判定以前のベースで A A 格以上のものは 1.6 兆円であって、買入対象となるものは全体の市場規模 3 兆円の過半を占めるということである。

次に、2 頁、(2) 買入方式である。信託銀行を受託者として、信託財産として買入れることは要綱でご決定頂いた。買入方式については、受託者にはリスク・プレミアムの縮小をできるだけ効率的に促す観点から、市場の状況に応じ、本行が予め定めた基準に従い、買入れを行わせる。その際、関連する市場への波及を狙い、他の本行のオペのように本行取引先保有分を買入れるのではなく、証券会社を通じて、幅広く買入れを行うことが適当と考えた。また、買入れペースについては、必ず均等で機械的に買っていくということではなく、市場の状況に応じて行うことが適当と考えている。

(3) 買入価格である。市場の状況に応じた大口の買入れを円滑に行うため、現に市場の大口取引で利用されている各種価格を用いることが適当

と考える。具体的には、取引所における売買高加重平均価格またはそれらの価格に仕入れ時から平均価格が決定するまでの価格変動リスク分などを織り込んだ手数料を加算した価格を想定している。

(4) 銘柄別の買入限度額である。E T Fについては、銘柄ごとの時価総額に概ね比例するよう銘柄ごとの買入上限を設定することが適切と考えられる。J - R E I Tについては、同様の条件を設けるほかに、さらに投資法人経営への過度の関与を避ける等の観点から、各銘柄の発行残高の5%以内という上限も設定することが適切と考えられる。

次に、(5) 買入れたE T F、J - R E I Tの例外的処分である。資産の積上げの過程あるいは残高を維持している期間であっても、一定の場合には、例外的な処分を行わないと市場流動性を失うために将来の処分が難しくなる、あるいは報告義務が生じるものがある。具体的には、単元未満のものが生じた場合、これは例えば10口の投資口を1口に併合する時の端数のことであるが、これが生じた場合には処分しないと将来処分しにくくなるということである。それから、J - R E I Tについて、本行保有の割合が5%を超えた場合には大口保有の報告義務が生じるので、これも避けることが適切と考えられる。監理銘柄または整理銘柄に指定された場合、それから公開買付けが実施された場合にも、処分しない場合には将来の市場売却可能性がなくなるために、例外的に処分することが適切と考えられる。その次のパラグラフであるが、上記以外の処分を行う場合、すなわち基金の廃止や減額の場合であるが、その際には損失発生や市場への攪乱的な影響を極力回避することを考慮した指針を本行が定めて、受託者に処分させることが適切と考えられる。

(6) 受託者の選定である。受託者については、入札の競争性を確保しつつ、受託者として適格な者が参加し得るような入札の要件を設定したうえで、一般競争入札により選定することが適切と考えられる。

3 頁、2. 基本要領の制定等である。今申し上げた検討結果に基づいて、E T FとJ - R E I Tの買入れ等を実施するために、以下の二つの基本要領を制定することが適切と考えられる。(1) は基本要領、(2) は受託者の

選定の基本要領である。また、前回決定会合で決定された「資産買入等の基金運営基本要領」すなわち基金の総則であるが、このうち本件買入に関する規定の実施日を、これについては別途定めることとされているので、本日11月5日とすることが適当と考えられる。

3. 業務方法書および組織規程の一部変更である。上記2.の基本要領の制定等を前提とすれば、業務方法書に本件買入業務を記載することが適当と考えられる。また、組織規程においては、受託者の選定事務が金融市場局の事務であること、ETF、J-REITにかかる業務——具体的には受託者との実務上の窓口ということであるが——については業務局の所掌とすることが適当と考えられ、所要の変更が適当と考えられる。

4. 今後の予定である。以上、ご決定頂ければ、2.および3.は本日より実施することが適当と考えられる。そのうえで、受託者の選定や約定の締結など所要の準備が終了した後、12月半ばの買入開始が展望できるよう、鋭意準備を急ぎたいと考えている。それから、本件に関しご決定頂ければ、買入等の概要を別添のとおり公表することとしたいと考えている。

4頁、別添である。ここは今までご説明申し上げたことを纏めているが、若干ご説明すると、1.と2.は特段コメントはないが、3.買入価格のところである。先程、縷々申し上げたが、ここでは簡略化のため、「原則として、取引所での売買高加重平均価格とする」と公表することで十分かと思う。

続いて、5頁、5.である。取得したJ-REITには議決権があるので、その議決権行使について日本銀行が指針を定めるように書いてある。そこに「投資主」と書いてあるが、これは投信法上のJ-REITの保有主のことであって、株式の場合の株主に相当するものである。

6. 買入れた資産の処分のところである。先程申し上げた例のうち、単元未満株については現在実例がないと聞いているので、これは例示から外し、「場合」の後の「等」で読み込むこととしたいと思う。概要は以上である。

続いて、6頁、付議文をご説明させて頂く。「政策委員会付議文。『資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等

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、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」。1. は買入等基本要領の制定である。2. は信託の受託者選定基本要領の制定である。3. は「日本銀行業務方法書」の一部変更、4. は「日本銀行組織規程」の一部変更、5. は「資産買入等の基金運営基本要領」の附則に定める本件買入れ等の規定の実施日を平成22年11月5日とすること、である。別紙は、ただ今ご説明申し上げたことを要領等に落としたものであるもので、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

ご質問をお願いします。

須田委員

今後の予定だが、「12月央の買入れ開始が展望できるよう、鋭意準備を急ぎたい」という部分に関して、できるという程度はどの程度、今、自信を持っているのか。

梅森企画局審議役

受託者の選定をするところまでは、入札事務であるので一定のスケジュールは見込める。その後、受託者が我々の期待どおり、大車輪で働いてくればということに依存するところもあるが、実施できるように全力を尽くしたいと考えている。

須田委員

宜しくをお願いします。

白川議長

ご質問はないか。それでは、時間がやや中途半端な感じがするが、ここ

でコーヒースタイルを取って、10時30分の再開としたいと思う。

(10時18分中断、10時29分再開)

V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

まだ予定の時間より早いのだが、皆さんお揃いなので再開したいと思う。このラウンドでは、先程執行部より説明があった指数連動型上場投資信託と不動産投資信託の買入れを含め、次回決定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じである。それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

日本の金融環境は、前回会合時と大きな変化はない。全体としては緩和方向の動きが続いていると思っている。新しいデータとしては、日本公庫から先月28日に発表された10月の中小企業景況調査があるが、金融機関の中小企業向け貸出DIが20.8となり、9月の19.9から1ノッチ緩和方向の動きとなったほか、中小企業の資金繰りDIも-4.5から-3.5へと改善しており、変化の方向は予想どおりである。

次回会合までの金融政策運営方針であるが、前回会合以降あまり時間が経っておらず、金融経済情勢の現状評価等を大きく変える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という理由はなく、次回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。

ETF、J-REITの買入れについては、執行部案は買入対象、買入方式、買入価格等について、基金の趣旨に照らして妥当なものであると考えている。特に、買入方式で「市場の状況に応じて、日本銀行が定める基準に従って買い進める」ということを明確にすることで、時間を通じてリスク・プレミアムの縮小に向けた効率的な呼び水となるという性格が明ら

かになったと考えている。

また、今回決定会合を前倒しにした趣旨に照らせば、35兆円の基金を可及的速やかに立ち上げる必要があり、実行可能なところから直ちに実行する必要があると考えている。さらには、そうした日本銀行の姿勢を対外的にも明確にする緊急性があると考えている。そこで執行部には、基金のうち、何がどのような形で直ちに実行可能なのか、説明をお願いしたいと思う。そして、金融経済情勢の不確実性が依然として高い状況にあるということから、日本銀行の姿勢を明確にするために、何らかの形でこれを公表文に織り込む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、中村委員お願いする。

中村委員

我が国の金融環境は、本行の潤沢な資金供給が続く中、緩和方向の動きが続いている。資金需要は、企業が潤沢な手許資金を確保していることもあり引き続き弱く、約定金利の低下傾向が続いている。CPの発行スプレッドや社債発行金利も、旺盛な投資家の需要を反映し、低水準横這いで推移となっている。

続いて、ETF等買入等基本要領の制定等の概要に関してだが、執行部から提案のあったETF、J-REITの買入基本要領については、本制度の目的に沿って、既往のリスク・プレミアム縮小に資するとともに流動性や本行の財務の健全性維持にも配慮したものであり、異存はない。

なお、買入れについては、市場でのリスク・プレミアム縮小を促す必要から、市場の状況に対応して適切かつ弾力的に行い、限られた資金を効率的かつ有効に活用する必要がある。また、買入れに関しては、一定の基準を設定する必要があるが、基準の運用が硬直的となり買入残高が目的とならないような注意も必要である。

続いて、若干先般の包括的金融緩和策に関してコメントしたいと思う。

バブル崩壊後、先送りされていたり、顕現化していなかった我が国経済にとっての中長期的な重要課題が浮き彫りになっている。産業構造の見直し、財政再建、規制緩和、経済格差是正、非製造業の生産性向上、新興国市場の取込み、新しい自由貿易協定の枠組み、少子高齢化等であり、これらの重要課題への取組みが不十分な状況の中に、今回の国際金融危機とこれに引き続く世界同時不況が発生した。経済のグローバル化が進行する中、新しい世界経済の秩序を含め、多くの構造的な問題を抱えている我が国経済にとって、低成長、デフレ、為替の安定といった問題を、中央銀行の金融政策のみで解決することには限界があり、いずれも解決には時間を要する。しかしながら、本行が問題解決の有効な手段を持っているにもかかわらず、適切な対応を行っていないとして、本行に対する批判を強める向きもある。また、金融政策に対する本行の取組み姿勢や、現行の極めて強力な金融緩和策について、本行が用いた枠組みや表現が、必ずしも世間一般には分かりやすくもないこともあり、本行に対する認識や理解が十分に浸透していないことが、厳しい評価の一因ともなっているようである。従って、先月決定した包括的金融緩和策は、既存の政策の明確化と市場のリスク・プレミアムの縮小を促す方策をも含む複数の政策手段の組み合わせによるものであり、本行の政策の基本スタンスや方針の分かりにくさの改善に繋がる明確なメッセージの発信となり、国民の理解を深め、誤解を解消する一助になったと考える。今後とも、先行きの経済や物価動向に対応し、本行と国民との認識の乖離を確認しながら適時適切な政策対応を行うとともに、政策の意義や内容の情報発信に際しては、如何に正確に説明するかだけではなく、如何にしたら正しく理解を得られやすいかについても配慮する必要があると思う。

最後に、これからの金融政策方針についてであるが、包括的な金融緩和策を決定し、その一部については実施の準備段階でもあり、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

国内の金融環境については、前回会合から間が空いていないので、取り立てて申し上げるべき変化はない。全体としては緩和方向の動きが続いていると思う。

この間、既に皆さんからご発言があったが、FRBは来年4～6月期末までに6,000億ドルの追加的な国債の買取りを決定した。概ね市場の想定範囲内と受止められる中、米国の金融資本市場は全体として安定して推移しているし、株価も上昇している。我が国市場においても、FRBによる金融緩和観測というテーマがひとまず一段落するもとの、円相場は乱高下することなく80円台前半のレンジ内にあり、株式もFRBの決定を受けた米国経済の回復期待などから堅調に推移している。前段で、白川議長からのコメントがあったが、今後、今回の追加緩和が米国のみならず日本をはじめ世界の金融経済にどのような影響を与えていくのか、引き続き注視する必要があることは申すまでもないと思う。

以上を踏まえ、次回までの金融市場調節方針であるが、無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促すという現在の方針を維持することが適当であると思う。

次に、資産買入等の基金関係であるが、ETF、J-REIT買入れに関する執行部の説明内容に対して、異存はない。私自身、言うまでもないが、今回の買入れに関しては、第一に、リスク・プレミアムの縮小の実効性を担保すること、それから第二に、今回は市場から直接買い入れる訳であるが、従来の株式買入れにおける制度設計やノウハウを活用しながら、本行財務の健全性の確保に十分配慮すること、の二点が求められると考えていた。執行部案はそうした要件を満たすものであると思う。

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。そのために、成長基盤強化の支援を図っていくことも大事であるし、何よりこの度の基金による買入れをできるだけ早期に開始し、今後とも適時適切に対応しながら、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、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は、本行の包括的な金融緩和への期待などもあって、金利の面でも、資金のアベイラビリティの面でも、引き続き緩和的となっている。しかし、足許の円高進行と株価低迷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き、十分注意していく必要があると思う。

こうした中、金融政策運営については、実体経済や物価の下振れリスクを抑えこんでいくため、今後とも中央銀行として成し得る最大限の努力を、プロアクティブに実施すべきと考える。

まず、金融市場調節の方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き続き 0～0.1%程度とし、実質ゼロ金利を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だと考える。

資産買入等の基金に対する市場の反応は、運用方法の詳細をまだ明らかにしていないほか、円高進行の影響もあって読み取りにくいですが、本行の狙った方向での動きは散見されている。例えば、社債市場ではこれまで人気のなかった BBB 格を買いたいという意識が強まっているほか、株式市場では、輸出関連が売られる一方、その他金融や不動産などは買われている。また J-REIT も買われている。こうしたことから、実際に買入れが始まれば、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小とい

う本施策の目的に沿った効果は、徐々に強まっていくのではないかと期待している。

なお、E T F、J - R E I Tの買入れにかかる基本要領に関しては、買入れに当たってより効果的にリスク・プレミアム縮小に資するようすること、そして市場に攪乱的影響を与えないことの二つのバランスを取ることを念頭に置いており、先程の執行部報告につき異存ない。これに基づいて、極力早期に買入れを開始して頂きたいと思う。

本行は、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。従って今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には適時適切に政策対応を行い、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

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に金融環境であるが、「緩和方向の動きが続いている」という評価で良いと思っている。

次に、金融政策である。金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると考えている。

資産買入れなどの基金を通じて行うE T F及びJ - R E I Tの買入れについては、執行部より示された基本要領の案に違和感はない。これで基金による資産買入れなどの態勢が整う訳であり、後は、最終的な準備が整った資産からできる限り早期に買入れを進めていくことが大事であると思っている。

この間、足許の金融市場の動きをみると、為替円高は一服し、株価は上昇するなど、一時に比べ落ち着いた動きとなっている。とはいえ、市場のセンチメントはなお不安定だと思っている。それだけに、基金による資産買入れなどを速やかに実施に移し、我々の金融緩和に向けた姿勢をさらに

明確に示していくことで、市場心理の安定に可能な限り繋げていくことが重要だと思っている。

なお、前回の会合でも述べたことであるが、リスク性資産の買入れは、本行財務の健全性に大きな影響を与える可能性がある。具体的な対応を含めて政府の理解を得ておくことが必要であると認識している。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それではまず、我が国の金融環境から申し上げますと、我が国の金融環境は「緩和方向の動きが続いている」ということである。これまでの緩和策の効果が浸透し、ターム物金利が緩やかに低下するなど、低金利環境が継続しており、また、中小企業等において銀行貸出態度や資金繰りの改善基調が確認されている。

一方、金融市場の動きをみると、前半で申し上げたFRBのFOMCの結果を受けて、結果自体が市場ではほぼ予想どおりと受止められたことから、円高の動きが一服しており、我が国の株価も反転している。

こうした金融環境並びに、先程申し上げた経済・物価見通しを踏まえると、現在の金融市場調節方針を維持することが適当であるというふうに考える。また、今般新設する資産買入等の基金に関しては、固定金利オペ、並びに国債等の買入れに加えて、ETF、J-REITの買入れにまで踏み込んでリスク・プレミアムの縮小を促し、人々のコンフィデンスや投資意欲に働きかけていくことが極めて重要であると考えている。その点に関して、具体的な運営に関してであるが、まずは前回会合で既に決定した国債、社債、CP等の買入れについては、できるだけ速やかに実施に移して頂くことを執行部にお願いしたいと思う。また、先程執行部から説明があったETF、J-REITの購入に関する基本要領に関して、概ね了解

した。ただ一点だけ申し上げると、ETF等の購入に当たり、リスク・プレミアムの縮小を効率的に実現することが基本的な考え方ということであるが、方法次第では副作用を伴うということも考えられる。日銀の買入方式が、仮にマーケットに伝わってしまうと、それがその市場において短期的な投機の行動、投機的な動きを助長する等、マーケットの攪乱要因となるという惧れも考えられるので、そういった問題が発生しないよう、運営には十分な注意を払って頂きたいと同時に、必要が生じた場合にはその買入方式についても適宜見直しを行うこともまた検討をお願いしたいということをお願いしたい。

最後に、成長基盤強化の支援のための資金供給について、一言だけ申し上げる。8月末に第一回目の資金供給を実施した後、一部の大手金融機関が、本手段の活用とは別に、独自の成長戦略ファンドを立ち上げるなどの動きが出てきており、当初の狙いであった呼び水効果が具体的な形になり始めているように窺われる。本手段については、11月末に第二回目の資金供給を行う予定であるが、現在できつつある成長基盤強化の流れをさらに支援して、その意義を改めて広く国民に説明することは大変重要であると考えている。そのような観点から、例えば金融機関の具体的な取組み事例、本手段の資金供給によって実施された個別プロジェクトなどについて、適宜のタイミングで取り纏め、その情報発信を行うことも併せて検討をお願いしたいと思う。以上である。

白川議長

須田委員お願いします。

須田委員

先程申し上げたとおり、足許の金融経済・物価情勢はメインシナリオに概ね沿った展開となっており、リスクについての判断も基本的に変えていない。従って、次回会合までの金融政策運営方針は現状維持が適当だと思う。

最初に、前回会合で示した展望レポートについて少し述べておきたいと思う。市場関係者からは物価について楽観的な見通しであるとの意見が少なからず聞こえた。ボードメンバーそれぞれは自らの数字について説明可能だと思うが、我々の見通しを信頼してもらうためには、包括的な金融緩和政策がどのような波及経路をもって効果を発揮するのかしっかり説明する必要があるとの思いを強くした。例えば、時間軸効果についてであるが、これは将来景気が回復しても物価が「中長期的な物価安定の理解」の中に入る蓋然性が大きくなるまでは実質ゼロ金利が維持されるので、時間軸効果が強く発揮されるということになるが、他方で、我々は、第二の柱でその時間軸を弱めるような発信もしている。シニョリッジは原則国民のものであり日銀が勝手に使用することは認められないので、リスク資産の買入に大きく踏み込むこともできないことも示している。インフレーション・ターゲティング論者は日本銀行が姿勢をしっかりと示し、本気になれば物価は上昇すると論じるが、政策手段が十分でない中で姿勢で期待に働きかけ、それが実現できるとは考えられない。また、包括的な金融緩和策について、マーケットの、いわゆる質的緩和と量的緩和を単純に比較するなどの評価をみるにつけ、非伝統的な政策の効果を十分に発揮することの難しさを感じているところである。

さて、今回会合では、前回会合に引き続き、包括的な金融緩和策の具体策を議論することになるが、まずは、この間、短期間にもかかわらず、包括的な金融緩和策の実施に向けて、実務的な詰め作業を行ってきた執行部の努力を多としたいと思う。そのうえで、包括的な金融緩和策の早期実現に向けて、引き続き最大限の力を発揮して取り組んで頂ければと願っている。

前回会合でも申し上げたが、包括的な金融緩和策のうち、資産買入等の基金については、私としては、現在のような金利環境のもと、リスク・プレミアムに働きかける方によりウェイトを置くべきと考えている。私自身米国のQE2にはあまり多くを期待できないとみており、包括的な金融緩和策の量的緩和の部分についても同様であり、現時点では効果よりもコス

トの方が大きいとみている。この点、今回のETF及びJ-REITの買入れはまさにリスク資産の買入れであり、是非とも早期にかつ積極的に取り組んでもらいたい施策であると考えている。決定会合を前倒ししてまで手続きを早めるのであるから、制度が整ったらすぐ買入れを実施して頂きたい。なお、買入方法については、市場に攪乱的な影響を与えないためにも取引所ないしは取引所外から幅広く買入れを行うことが望ましいと思う。またこの買入れの目的はリスク・プレミアムに働きかけるということであって、価格の下支えということではない。ETFはその背後にある株式市場が大きいので結局は株式市場の動向に鞅寄せされる可能性が大きいので、なおさらである。人々にリスク資産により目を向けてもらうためには市場の状況に応じて、例えば価格が下がった時などに、売れるという安心感を醸成することが大事だと思っている。そして一定期間内にある程度の実績を積み上げていくことも重要なポイントと判断している。J-REITについては、非常に個別性が強いので、格付けだけでなく信用判定をすること、また取引が細ってしまう可能性もあるので、流動性基準も必要だが、そのうえで、公平性、中立性を確保することも重要だと思っている。買入対象になるかどうかで大きな差が生じる可能性があるので、できるだけこの点も意識して頂きたいと思う。

なお、買入実施に向けてここで述べておきたいのは、これらのリスク資産を買い入れるのは初めてであり、市場取引の実際や運営について慣れない部分あるいは手探りの部分があることから、必ずしも当初から完璧な制度を目指す必要はないということである。加えて、ETFやJ-REITといった市場は必ずしも成熟した市場とは言えず、今回の資産買入れと併せて市場自体が変化しあるいは成長していくことが考えられ、むしろ我々としてもそうした展望を持って制度運営を行っていくべきと考える。そうした点を踏まえると、本日の会合で議論し決定する制度の具体的な内容については、むしろ制度開始に当たっての暫定的なものとして位置付け、制度開始後に、市場参加者の見方等も参考にしつつ内容を見直し、必要な場合には制度の変更あるいは追加といった新たな意思決定をも行うこともあり

得べしといった姿勢で臨むことが大事だと思っている。それが歪みなどコストを小さくし効果的な資産買入りに繋がり、これら市場を発展させていくことにもなると思っている。執行部におかれては、この点を踏まえて、適宜、政策委員会に対して、取引実態あるいは事後的な検証に関する報告をお願いしたいと思う。

次に、本行としてデフレ脱却に向けた中長期的な取組みについても引き続き着実に実施していく必要があることを改めて指摘しておく。以前から申し上げていることだが、日本が中長期に亘って持続的な物価下落に陥った背景には、成長力の趨勢的な低下とそれに伴う成長期待の低迷がある。少子高齢化・人口減少のもとで、それを克服することは至難の業であり、持続的な物価下落から脱却するためには、オール・ジャパンで日本の将来についての危機感を共有し、それぞれが生産性上昇に向けて努力することが必要である。こうした状況のもとで、日本銀行は成長基盤強化支援資金供給を開始することで問題提起をしたが、こうした取組みを今後も継続、強化していくべきだと思っている。

幸い、第二回の資金供給の対象先等の状況を見ると、地域金融機関を中心に第一回の 66 先から 138 先にまで拡大するなど、金融機関側の取組みも積極化しているようである。実際、貸出市場では、成長分野への取組み強化が金融機関の貸出運営スタンスの積極化に繋がっているほか、企業サイドからも、本制度の利用を取引金融機関に打診する動きがみられ始めており、本行の取組みが一定の成果を出しつつあるように窺われる。小粒ながら起業資金も地域銀行・信金から供給されているのは心強い動きだと思っている。もっとも、金融機関の中には、取組み競争の激化に伴い、自行の運営基盤や経営戦略との整合性を無視した計画を打出したり、他行を模倣したり、他行の肩代わりを積極化させるなど、制度趣旨にそぐわない事例もみられている。また新規需要の掘り起こしはまだまだのようである。執行部におかれては、金融機関との対話を通じ、また企業との対話を通じ、必要であれば制度の手直しを行いつつ、引き続き本制度の趣旨に沿った取組みの促進に努めてほしいと思っている。以上である。

白川議長

野田委員をお願いします。

野田委員

まず、我が国の金融環境についてであるが、間接・直接金融市場ともに、緩和方向の動きが続いていることに変わりはない。金融資本市場の動きをみると、短期金融市場では、前回会合以降、市場金利は低位横這いないしは弱含みで推移している。他方、債券市場においては、前回会合後、長期金利が一時的に低下した後、再び押し戻すといった動きがみられた。この振れについては、市場が、今回の展望レポートにより、時間軸の長さが改めて確認されたこと、今一つは、11月決定会合の日程を前倒したことについて、「日本銀行がFOMCの結果に応じてすぐに対応できるようにした」と受止める向きが多かったこと等を材料視したことも背景のようである。このうち後者については、金融政策運営上のコミュニケーションの難しさというものを改めて感じさせるものであった。

金融政策運営については、「包括的な金融緩和政策」のうち未実行となっている基金による資産買入れを、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。先程、執行部からETF及びJ-REITの買入等の基本要領について説明があったが、その内容は、前回会合で既に指摘した論点——ここでは繰り返さないが——を基本的に踏まえたものになっているほか、基金創設の狙いに沿ったものであると認められる。従って、特に異存はない。

なお、その中で、買入方式として基金創設の狙いであるリスク・プレミアムの縮小を促すという観点から、CPや社債と同様に市場中立的な買入れではなく、あくまでも市場の状況に対応した買入れとすることは当然のことである。その一方で、市場の攪乱を招くことも予め防がなければならない。この二つの論点を上手くバランスさせることが最も重要であり、従って、日本銀行が定める基準というものについては運用の状況次第では

弾力的に見直していくことも必要かと考えている。

いずれにせよ、今後は、前回会合及び今次会合で決定した基本要領に基づき、早期に実務面での体制を整え、可及的速やかに実行に移していくことが肝要である。執行部におかれては、もうひと踏ん張りのご努力をお願いしたいところである。私からは以上である。

白川議長

次回決定会合までの金融調節の運営方針であるが、全員現状維持のご意見であった。それから、宿題になっていたETF、J-REITの買入れに関する基本要領の件であるが、先程、執行部の説明があったその内容に対して基本的に異存はないというのが、各委員のご発言であった。そう申し上げたうえで、この買入関係について出た意見の中で、論点だけ取り上げたいと思う。

一つは、どの委員もそうだが、できるだけこの買入れも含めて早期に資産買入れを実行していく必要があるということと、それから早期に実行していくことを対外的にはっきりと情報発信する必要があるということであった。この点に関連して、西村副総裁から各商品ごとに実行可能時期について説明して欲しいということであったので、後からお願いしたい。これが一点である。二つ目に、山口副総裁から——これは前回もご発言があったし、かつ対外発表文にも出ているが——本行財務の健全性について政府のご理解を得ること——これは頂いていると思うが——の重要性について話があった。三つ目は、この買入れの目的であるリスク・プレミアムの縮小という観点に照らして、できるだけ効率的にこの目的を達成していく必要がある、これを皆さんが認識したうえで、しかしやり方如何によっては市場に対して攪乱要因となることも意識しておく必要があり、その両者のバランスを上手くとる必要がある。現在のこの案はそのバランスをとったものであるが、しかし今後ともその運営には十分な注意が必要であるという意見が、多くの委員から出された。何しろ初めてやる買入れなので、やってみてもし不都合があれば、柔軟な見直しをしていくことも排

除するものではないし、そのためにも実際の運用開始後の状況について適宜報告をして欲しいという話があった。これが三つ目である。それから四つ目は、これは買入関係ではないが、成長基盤強化支援融資についての発言も何人かの委員からあった。呼び水効果を徐々に発揮することについて期待が表明された。この成長基盤強化支援融資に我々自身が込めた思いをさらに実現していくために、色々な情報発信が必要であるという話があった。宮尾委員からも、この成長基盤強化支援融資に即しての情報発信の話があったが、より広くこのことだけでなく、日本の潜在成長力を引き上げていく、趨勢的な成長率の低下傾向に歯止めを掛けていく、人口減少問題あるいは生産性の低下の問題もそうだが、そうしたことも含めて、もう少し広く問題意識を情報発信していく必要があるというご意見があったと思う。私自身もその点強くそう思っているので、しっかり考えていきたい。取り敢えずこれが取り纏めだが、先程申し上げた、この買入れの各商品ごとの実行可能時期について、おおよそどのように考えられているか、この点について報告をお願いします。

雨宮理事

委員会のこれまでのご議論を踏まえて、私共もできるだけ早期に実行できるよう詰めてきた。委員会でこの決定会合を10日間早くして頂き、それと日銀法上の認可を政府から極めて迅速に頂き、さらに業務局、市場局、企画局と関連局で、総出で進めてきた。実は全く新規にリスク資産を買うという業務では、2002年の株式買入れがあった訳だが、あの時には基本要領を決めて頂いてから実際の開始までに約50日かかっていた。従って、当初のスケジュールで15日に決めて頂いていたとすると、これは多分年内開始は不可能だったが、この間の様々なことで年内開始は可能になっており、しかもそれに加えて、この国債、短国、CP、社債についてもできるだけ早い手続きを進めてきた。その結果、実は昨日国債については、オペ先選定が終わり、今日約定の取り交わしをやっているので、最速だと来週早々にはオペがオファーできるという体制まで整っている、それも

含めて最速のスケジュールをご説明申し上げます。

梅森企画局審議役

今、雨宮理事から説明があったように、長国・短国については来週以降、長国・短国の別を買入れをオファーしたいと考えている。それから、CP・社債等の買入れについては、現在買入先金融機関の公募をやっている。今後、選定及び所要の準備を整えて、12月上旬に、これもやはりCP・社債別を買入れのオファーを実施したいと考えている。

雨宮理事

ETF、J-REITは先程申し上げたとおり、12月半ばを——15日を目途に——目指したいと考えている。

白川議長

今の実行可能時期について、あるいはこの辺の関連で、ご質問はあるか。その後またもう少し一般的な議論に移りたいと思うが。この点については、西村副総裁はこれで良いか。

西村副総裁

できるだけ早い方が良いので…。

野田委員

できるだけ早い方が良いと言っても、やはり市場の色々な動きがあって、いつでも良いという訳にはいかないのではないか。

雨宮理事

できるだけ早いという中には、まずとにかくオペ先が決まり、約定が終わるという意味では、今週中にスタンバイになる。あとは、オペの日取りとか、それもあるが、来週には打つということを用意できる。もし、委員

会のご意向がそういうことであれば、それはそれで事務を進めるし、公表もそういう格好で、この包括緩和と買取ファンド——基金——が動いているということを表に出していくというのはある意味で有効である。多分、マーケットは来週来るとは思っていないので、それをきちんと言うのは一つの方法かと思う。それで準備を進める。

白川議長

今の論点も含めて、自由に討議したいと思う。どうぞ、ご意見を願います。案に対してあまり違和感がないということだったので、あまり論点もないのかもしれないが、先程の留意点は留意点として十分認識したうえで、制度の運営を図っていく必要があると思う。

特にないようであれば、先程議論した早期の実施、あるいはそのことを対外的に明らかにした文章を後から決めていくことを申し上げたうえで、このラウンドは終了したいと思う。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に櫻井充財務副大臣から願います。

櫻井財務副大臣

前回の金融政策決定会合で決定されたETF、J-REITの買入れについては速やかに認可させて頂いたところである。本日、これらの買入基本要領等をご提案されたことは、迅速な対応と評価させて頂きたいと思う。それから、先程、山口副総裁からリスクの高い商品を買取ることによる日本銀行の健全性の維持の重要性についてのコメントがあったが、この点に関しては政府としても十分に認識しているところである。

我が国の経済情勢は、このところ一服感というか足踏み状態となっている。また、海外景気の下振れ懸念や為替レート、株価の変動などの景気下振れリスクにも注意が必要だと思う。

政府としては、現下の円高等厳しい経済情勢を踏まえ、「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、ステップ2の経済対策の

実施を決定し、10月29日にはその裏付けとなる22年度補正予算を国会に提出したところである。今後、早期に補正予算を成立させるべく全力で取り組んでいく所存である。

日本銀行におかれては、各委員からもコメントがあったとおり、資産の買入れを速やかに開始して頂くとともに、今後の金融経済の環境の変化に応じて、機を逸することなく果敢な対応を採って頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の和田隆志大臣政務官をお願いします。

和田内閣府大臣政務官

私の方からも今回の議論をお聞きし、我が国の景気認識として日本銀行の金融政策決定会合の各委員の方々と政府の認識が、ある程度共通していることをつとに評価させて頂きたいと思う。また、それを前提に、未だ景気の下振れリスクがある中で、政府・日銀一体となって対応を採っていく必要があると考えている次第である。先般もご説明したが、今、政府では、「3段階の経済対策」に基づき、現在補正予算を提出し、ステップ2の「円高・デフレ対応のための緊急総合経済対策」の実施に向けて取り組んでいる。先程、ご議論を色々お聞きしており、前回の決定会合においては「資産買入等の基金」を創設して頂き、今回そのうちのETF、J-REITの買入れに関する基本要領を執行部の方からご提案頂き、さらに各委員のご発言でもこれを是認されるようなご発言が相次いでいることをお伺いし、こういった対応について、政府と日銀でいわゆるスピード感を持って対応するという意識が共有できていることを実感させて頂いた。日本銀行におかれては、引き続き、政府と密接な情報交換・連携を保って頂き、先般から進めて頂いている成長基盤支援のための金融緩和策、そして先程お話があったとおり、これから取り組んで頂く資産買入れをまさにスピード感を持ってできるだけ早期に実施して頂き、これから早期のデフレ

脱却を目指すということにまた共同歩調をとらせて頂ければと思っている次第である。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の制定等の議案、及び対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案と対外公表文の議案を用意して頂きたい。なお、「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の制定等に関する議案と、対外公表文に添付される「指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要」の内容は、先程執行部から説明をしたとおりである。

楡田企画局長

それでは、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」。対外公表文である。「2010年11月5日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、当面の金融市場調節方針と指数連動型上場投資信託等の買入について、以下のとおり決定した。(1) 当面の金融市場調節方針。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) 指数連動型上場投資信託等の買入。資産買入等の基金を通じて行う指数連動型上場投資信託（ETF）および不動産投資信託（J-REIT）の買入について、買入対象の詳細や信託銀行を受託者とする買入方式などの具体的な運用を定

める買入基本要領等を決定した（別添参照）。2. わが国の景気は、緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。すなわち、輸出や生産は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は持ち直しに転じつつある。雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。個人消費は、耐久消費財に駆け込み需要の反動がみられる。この間、金融環境をみると、緩和方向の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている」。以上が、本日ご議論頂いた現状判断の部分である。

「3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、景気改善テンポの鈍化した状況がしばらく続いた後、世界経済の成長率が、新興国・資源国に牽引される形で再び高まっていくと考えられることなどから、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、消費者物価の前年比下落幅は縮小していくと考えられる。4. リスク要因をみると、景気については、新興国・資源国の経済の強まりなど上振れ要因がある一方で、米国経済を中心とする不確実性の強い状況が続くもとで、景気の下振れリスクにも注意が必要である。物価面では、新興国・資源国の高成長を背景とした資源価格の上昇によって、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。以上の3. と4. のところは、前回の展望レポートとも認識を一にするものをここに記述している。5. である。「5. 本日の決定により、リスク性資産を含む総額 35 兆円の資産買入等の基金の枠組みが整ったことになる。日本銀行としては、週明けに基金による国債の買入を開始し、以後、順次他の資産の買入を進めることにより、包括的な金融緩和政策の早期の効果波及を図っていく」。これは、先程ご議論頂いた「週明けに」という部分を書き込んだ文章にさせて頂いている。最後に、「6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という 3 つの措置を通じて、中

中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、適切に政策対応を行っていく方針である。以上」。別添のところであるが、別添は先程ご説明させて頂いた「指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等の概要」である。読み上げは省略させて頂く。以上である。

白川議長

この点について、ご意見はないか。この公表文案について、特にご意見がないようであれば、これを案としたいが宜しいか。

それでは、最初に金融市場調節方針、続いて「『資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の制定等に関する件」の採決を行い、最後に対外公表文の採決を行いたいと思う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いします。

[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

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して頂きたい。

次に、「『資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』の制定等」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

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、金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針に関する採決の結果とただ今の指数連動型上場投資信託・不動産投資信託買入等に関する記述を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

飯野政策委員会室長

準備ができた。

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

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

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。全員一致であった。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、12月20、21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。報道解禁予定時刻は11時36分である。

白川議長

解禁時刻が11時36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。

(11 時 31 分閉会)

以 上