

### 3. 金融政策決定会合議事要旨

(平成23年4月6、7日開催分)

#### (開催要領)

1. 開催日時：2011年4月6日(14:00～16:47)  
4月7日(9:00～13:05)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総裁)
	山口廣秀	(副総裁)
	西村清彦	( )
	野田忠男	(審議委員)
	中村清次	( )
	亀崎英敏	( )
	宮尾龍蔵	( )
	森本宜久	( )
	白井早由里	( )

4. 政府からの出席者：

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官(6日)
	櫻井 充	財務副大臣(7日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当)(6日)
	末松義規	内閣府副大臣(7日)

(執行部からの報告者)

理事	山本謙三	(6日 14:00～14:50、7日)
理事	中曾正佳	
理事	雨宮正信	
企画局長	木下誠行	
企画局審議役	榑田希徹	(7日)
企画局政策企画課長	梅森毅	
企画局市場局長	加藤晴之夫	
金融市場統計局長	外山一隆	
調査統計局長	関根敏昭	
国際局長	大野英	

(事務局)

政策委員会	飯野裕二	
企画局企画	橋本朋廣	(7日)
企画局企画	千田英慎	
企画局企画	大山慎介	
企画局企画	奥野聡	

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．被災地の金融情勢

今回の震災により、東北地方に所在する金融機関の本支店には甚大な被害が生じている。4月1日時点における政府の集計によると、同地方の店舗の6%に相当する約150の店舗がなお閉鎖されている。こうした中、金融機関では、閉鎖店舗の復旧とともに、当該店舗の業務を近隣店に移管するなどして、窓口業務の継続に努めている。

現在、被災地では、生活必需品購入のための現金需要が増加しており、各金融機関は、休日を含めて、預金の引出に応じている。預金動向は全体として安定的な状況が続いているが、金融機関の中には、先行きの預金受入れの動向を不透明とする先もみられる。

被災地では、企業による借入金の返済猶予の要請や、当座の運転資金を中心とする融資相談も急増している。金融機関もこれに積極的に応じている。もっとも、多くの企業は、自社の被害状況を完全には把握できておらず、今後の経営再建の方針を固める段階に至っていない。このため、金融機関としても、資金需要の全体像を把握できる状況ではない。今後、復旧・復興に向けた動きが本格化してくれば、借入需要は更に増加すると見込まれるが、現時点では、その規模やタイミングは不確実である。

### 2．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月14日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、連日、即日物の資金供給オペレーションを実施するなど、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、地震発生後の週明け以降、低下傾向を辿り、足もとでは、0.06%程度で推移している。

---

<sup>1</sup> 「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。」

### 3．金融・為替市場動向

短期金融市場では、震災後、資金の出し手が一時的に資金放出を慎重化させる一方、金融機関の予備的な資金需要が高まったことから、金利がやや強含んだ。これに対し、日本銀行が大量の資金供給を実施したことから、金利は総じて落ち着きを取り戻している。G Cレポレートは、このところ 0.1%をやや下回る水準で推移している。短国レートは、幾分強含んだあと、低下に転じ、最近では、1年物まで含めて 0.1%台前半で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、株価が下落した局面で幾分低下したが、その後は、海外金利の持ち直しや国債増発への警戒感などから、上昇しており、足もとでは 1.3%前後で推移している。社債の流通市場では、投資家が様子見姿勢をみせる中で、取引の薄い状態となっており、社債の対国債スプレッドは、電力銘柄を中心に拡大している。株価は、震災後、一旦大幅に下落したが、その後は幾分戻しており、最近では、9千円台半ばで推移している。東証 R E I T 指数は、一旦大きく下落したあと、買い戻しの動きが広がり、下落幅が縮小している。民間企業の C D S プレミアムも、大幅に拡大した後、株価が反発するもとの実勢としては縮小方向に転じている。このように、市場では、震災後に投資家のリスク回避姿勢が強まったが、最近では、一部になお神経質な動きが残っているものの、次第に落ち着きを取り戻しつつある。この間、為替市場をみると、円の対米ドル相場は、震災後、一時的に 76円台まで円が上昇したが、3月18日の協調介入の実施を契機に、円安方向に動いており、ごく足もとでは 85円台で推移している。

### 4．海外金融経済情勢

米欧の金融資本市場をみると、北アフリカ・中東情勢の緊迫化に加え、日本の震災に伴い、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、主要国の株価は一時下落し、長期金利にも低下圧力が加わった。その後は、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的であるとの見方が広がるにつれ、株価、長期金利ともに持ち直し、前回会合対比では横ばい、ないし幾分上昇している。

国際商品市況については、非鉄金属や穀物などに調整の動きもみられたが、原油価格は、新興国の需要拡大、世界的に緩和的な金融環境、北アフリカ・中東情勢の不透明感を背景に、上昇している。

実体経済面をみると、世界経済は、回復を続けている。

米国経済は、回復を続けている。輸出が新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も、財政刺激策の効果などを受けて堅調に推移しているが、バランスシート問題は引き続き家計支出の重石となって作用している。住宅投資は、なお低水準で推移している。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境に伴う物価押し下げ圧力の拡大が抑制される中、国際商品市況上昇の影響がやや強まってきている。

ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、なお物価押し下げ圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

中国経済は、高成長を続けている。輸出と生産が増加を続けているほか、個人消費も、家計の所得水準の向上などを背景に、堅調に推移している。NIEs、ASEAN経済も回復を続けている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、生産要素の稼働水準の高まりや国際商品市況の上昇を受けて、インフレ圧力が強い状況が続いている。

なお、日本の震災の影響については、短期的には、自動車や電機関連におけるサプライチェーンの障害が、アジア諸国を中心に、生産活動を下押しする可能性がある。今後、生産ラインの復旧や製品代替が進むことで、震災の影響は長期化せず限定的なものにとどまるとの指摘もあるが、この点に関する不確実性は高い。

## 5．国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

生産は、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の業種や地域で大幅に減少している。企業からの聞き取り調査などによると、震災により直接被害を受けた工場の生産停止に加え、被災地以外の工場においても、自動車を中心に、被災地工場からの部品供給の停止や停電の影響などから、大幅な減産を余儀なくされた先が多い。先行きの生産については、当面、低水準で推移するとみられるが、供給面での制約が和らぐにつれ、増加していくと考えられる。

輸出は、震災後、大幅に減少しているとみられる。先行きは、当面、低水準で推移するとみられるものの、海外経済が改善を続けるもとの、供給面からの制約が和らぐにつれ、増加に転じるとみられる。

公共投資は、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、震災前まで持ち直していた設備投資は、震災後、生産活動の低下から一旦弱めの動きになっている可能性が高い。先行きについては、被災した設備の修復もあって、徐々に増加していくとみられる。

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。

個人消費については、震災の影響により、一部の必需品への需要が高まっている一方、マインドの悪化による消費抑制傾向がみられる。

住宅投資は持ち直しつつある。先行きについては、被災への対応などから、徐々に増加していくと予想される。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高の影響などから、上昇しており、先行きについても、当面、上昇を続けるとみられる。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の、下落幅は縮小を続けている。先行きは、当面、小幅のプラスに転じていくとみられる。

## （２）金融環境

震災後のわが国の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。

わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善が続いている。社債市場では、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられるが、CP市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、震災後、大企業を中心に、運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられており、銀行に対する借入れ要請が増

加している。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善しているが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。この間、マネーストックは、前年比2%台半ばの伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、今回の震災の影響を中心に、わが国の経済情勢について議論を行った。わが国経済の現状について、委員は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、震災の直接的な影響として、東北地方を中心に生産設備が大きく毀損されていると述べた。また、委員は、被災地の工場で生産されていた部品や素材の供給に大きな制約が生じたため、被災地のみならず、広い範囲にわたって生産活動が低下しているとの認識を共有した。何人かの委員は、こうしたサプライチェーンの障害による生産活動の停止や縮小の動きは、自動車を始め、一般機械、電子部品、化学など、幅広い業種で生じていると指摘した。更に、発電設備の毀損に伴う電力供給の制約が、関東・東北地方を中心に、生産活動の下押し要因となっているという点でも、委員の認識は一致した。そのうえで、委員は、現時点で全貌を把握することは難しいものの、ミクロ情報などを踏まえれば、3月の生産は大幅に減少した可能性が高いとの認識で一致した。

委員は、こうした生産活動の低下が、輸出や国内民間需要に相応の影響を及ぼしているとの認識を共有した。このうち、個人消費の動きについて、多くの委員は、3月の新車登録台数が前月比3割近く落ち込んだことや、家電販売や百貨店売上高、外食、旅行サービスの売上などが震災後に大きく減少していることを指摘した。複数の委員は、停電や商品不足の影響に加え、自粛ムードの拡大や、原発問題などに伴うマインドの悪化が消費の減少につながる需要ショックの様相が一部に表われてきているとの認識を示した。

わが国経済の先行きについて、委員は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続くものの、その後は、供給面の制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。何人かの委員は、リーマン・ショック時のように需要が蒸発している訳ではないため、今後、供給面の制約が解消してい

けば、基本的には、需要に見合うかたちで経済が回復していくとの見方を示した。

供給面の制約解消に向けた動きとして、複数の委員は、既に多くの企業が、被害の小さい生産施設の再稼働、西日本の生産設備の活用、代替調達先の確保など、様々な取り組みを進めていることを指摘した。何人かの委員は、サプライチェーンの復旧に向けた努力の結果、夏前には、多くの企業で生産体制を再構築できる可能性があるとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、今後、サプライチェーンの復旧が順調に進んだとしても、夏場にかけて、電力のピーク時需要予想に対する供給能力の不足が問題となり得るため、現時点では、供給制約が全体として解消する時期を見極めることは難しいと述べた。

委員は、需要面の動向について、次のような議論を行った。多くの委員は、海外経済は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けていることから、今後、供給制約の解消とともに輸出が増加し、日本経済の回復を支える原動力のひとつとして作用してくるとの見方を示した。また、複数の委員は、足もとの円安方向の動きが今後も継続すれば、輸出の増加を後押しするとともに、企業収益やマインドの改善を通じて設備投資にもプラスの影響を及ぼす可能性があるとして指摘した。更に、何人かの委員は、資本ストックの復元に向けた復興需要も次第に本格化してくるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、先行きの設備投資や個人消費については、供給制約の解消時期や原発問題の帰趨に影響される面もあると述べた。ある委員は、こうした問題が長引けば、マインド面への影響や、企業収益や家計所得への持続的な下押し圧力を通じて、景気は全体として、震災前に想定していた回復経路よりも下方にシフトした経路を辿る可能性が相応にあると指摘した。一方、ある委員は、やや長い目でみると、今回の震災を契機に、企業が様々なリスクを意識して生産・物流拠点の移管や複線化などを行うようになれば、サプライチェーンの復旧や毀損ストックの復元といったレベルを超えて、新たな需要が生まれる可能性もあると指摘した。そのうえで、複数の委員は、震災からの復興に当たっては、今後再構築される社会基盤や産業活動を、わが国の生産性や成長力向上にどう結び付けていくか、といった視点が一層重要になるとの認識を示した。

以上の議論を経て、委員は、震災がわが国経済に及ぼす影響については、不確実性が非常に大きく、今後とも、供給制約の解消に向けたプロセスや、内外の需要動向など、様々な視点から丹念に点検してい

く必要があるとの認識を共有した。

このほか、委員は、海外の金融経済情勢や、それに関連したわが国経済の先行きを巡るリスクについても議論を行った。米国経済について、多くの委員は、回復を続けているものの、労働市場や住宅市場の動向を踏まえると、家計部門のバランスシート問題は、引き続き同国経済の重石として作用していると指摘した。ユーロエリア経済については、多くの委員が、輸出主導で高い成長を続けるドイツなど主要国と、ソブリン問題を抱える周縁国のコントラストが一層拡大していると指摘した。何人かの委員は、インフレを懸念する欧州中央銀行が、今後、金融引締め姿勢を強めた場合、結果として、周縁国の財政問題が更に深刻化する可能性があるため、これが先行きの欧州経済や国際金融市場にどのような影響を与えるか、十分注意してみていく必要があると述べた。この間、多くの委員は、中国経済は依然として高成長を続けており、NIEs、ASEAN経済についても、内需が堅調なほか、輸出も勢いを取り戻しており、回復を続けているとの認識を示した。こうした中、何人かの委員は、多くの新興国において金融緩和策の修正が進められているものの、景気過熱やインフレに対する懸念は、なお払拭されていないとの見方を示した。以上の議論を経て、委員は、新興国・資源国経済の強まりなどは、これまで同様、わが国経済の上振れ要因であるとの認識を共有した。また、下振れ要因として、国際金融市場の動向や、一頃に比べて低下しているとはいえ、引き続き米欧経済の先行きを巡る不確実性があるという点でも、委員の意見は一致した。

このほか、多くの委員は、原油価格を中心に国際商品市況が引き続き上昇していることについても、注意が怠れないとの認識を示した。何人かの委員は、国際商品市況高の背景にある新興国・資源国の高成長は、わが国の輸出の増加につながる可能性があるとの認識を示した。一方、何人かの委員は、為替相場が円安方向にある中、今後、国際商品市況の上昇が続いた場合には、交易条件の悪化に伴う企業収益の減少や実質購買力の低下が、国内民間需要を下押しする可能性があるとの指摘した。

委員は、日本の震災が海外経済に及ぼす影響についても議論を行った。ある委員は、日本からの素材や部品の調達が困難化するなど、サプライチェーンを通じた影響は国際的にも及んでおり、米国やアジアの新興国などでは、自動車など一部業種において、生産計画の下方修正を余儀なくされていると述べた。もっとも、別のある委員は、アジ

ア新興国については、生活必需品などの日本向け輸出が増加するとの指摘もあり、現時点では、プラスとマイナスのどちらの影響が勝るかを見極めることは難しいと述べた。このほか、複数の委員は、震災直後に不安定化した米欧の長期金利や株価が、その後、落ち着きを取り戻し、概ね震災前の水準に戻ったことを踏まえると、グローバル投資家は、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的との見方を強めているのではないかと、この見解を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、下落幅が縮小を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、国際商品市況の上昇や、アジア諸国のインフレを背景とした被服などの輸入品価格の上昇が、国内物価の押し上げ要因となっており、足もとの物価は、一頃の予想よりも幾分上振れ気味で推移しているとの見方を示した。

先行きについて、委員は、国際商品市況の動向などを踏まえると、消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくとの認識で一致した。今回の震災が物価に及ぼす影響について、何人かの委員は、供給面でのボトルネックが生じたり、原発事故を契機に化石燃料への回帰の動きが拡がり、これが原油価格の一段の上昇につながれば、先行きの物価押し上げ要因となる可能性があるとの指摘した。先行きの物価に関連し、マクロ的な需給バランスの動向について、複数の委員は、震災の影響により一時的に供給面での制約が厳しくなるものの、そうした制約が和らぐにつれ、需給バランスは再び緩和方向に戻る可能性があるとの見方を示した。一方、ある委員は、供給面での制約が厳しくなるとともに、企業収益や家計所得への持続的な下押し圧力などを通じて、それ以上に需要が減退する可能性もあると述べた。こうした議論を経て、委員は、供給ショックの持続性と、それが需要面に与える影響の度合いによって、物価に及ぼす影響も異なり得るとの見方を共有した。また、ある委員は、需給バランスと物価に関する議論は、経済を中長期的に分析する場合には重要であるが、今回のように、サプライチェーンの寸断や電力不足が生じている状況にまで、そうした議論を当てはめることは必ずしも適当ではないとの意見を述べた。

## 2. 金融面の動向

震災後の金融動向について、委員は、わが国の金融機能はしっかりと維持されており、資金決済の円滑も確保されていることを確認した。複数の委員は、日銀ネットや全銀システムなど、主要な決済システムは正常な稼働を維持し、金融市場における取引も通常どおり行われて

いるほか、被災地の金融機関も、現金需要を満たすための預金引出などに円滑に対応していると述べた。何人かの委員は、金融・決済システムと金融市場が頑健性を維持していることは、厳しい経済情勢を金融面から下支えし、人々の安心感を確保するうえで、大きな意義を有しているとの認識を示した。

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているものの、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっているとの認識を共有した。

短期金融市場について、多くの委員は、震災後、予備的な資金需要の高まりを背景に金利がやや強含んだが、日本銀行による大量の資金供給を受けて、最近では、再び落ち着きを取り戻していると指摘した。長期金利について、何人かの委員は、震災後一旦低下したものの、その後は、海外金利上昇の影響に加え、復興財源の調達に伴う国債増発への警戒感の高まりもあって、足もとでは再び 1.3% 前後まで上昇していると述べた。

C P 市場の動向について、多くの委員は、震災直後に発行スプレッドが幾分拡大したものの、日本銀行による C P 買現先オペの実施などを受けて低下に転ずるなど、足もとにかけて良好な発行環境が確保されていると述べた。一方、社債市場について、多くの委員は、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられていると指摘した。その背景として、複数の委員は、従来ベンチマークとなっていた一部電力銘柄のスプレッドが急拡大し、市場全体として社債レートが目線が定まりにくくなったことなどから、企業や投資家が様子見姿勢を続けているとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、投資家による狼狽売りなどはみられず、流通スプレッドも全体としては落ち着いていると述べ、市場機能が著しく低下し、取引自体が停止したりリーマン破綻後の状況とは大きく異なると指摘した。そのうえで、ある委員は、今後、新たなベンチマークと適切なスプレッドの模索が進んでいくにつれて、社債の発行環境も再び改善していく可能性が高いと述べた。このほか、ある委員は、J - R E I T 市場は比較的堅調を保っていると指摘し、その理由として、被災地物件の組み入れ比率が小さいことと、日本銀行による買入れに伴い市場に安心感が広がっていることを挙げた。

企業の資金繰りについて、委員は、総じて改善しているものの、最近のアンケート調査などをみると、震災後については、中小企業を中

心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられているとの見方で一致した。何人かの委員は、今後は、被災地以外の地域でも、売上の減少や売掛金の回収困難化などにより、資金繰り不安が表面化してくる可能性があることに十分警戒する必要があると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

委員は、前回会合で決定した「資産買入等の基金」の増額の効果についても議論を行った。何人かの委員は、リーマン破綻後の状況に比べ、CP、社債市場が落ち着いていることや、震災後に一旦下落した株価などが、その後再び持ち直してきていることを改めて指摘した。こうした点を踏まえ、多くの委員は、今回の基金の増額は、市場に対して安心感を与え、企業マインドの萎縮や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりを回避するという点で、これまでのところ、一定の効果を発揮しているとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、現時点では、こうした金融市場の動きが実体経済に及ぼす影響を含め、基金増額の効果を見極めていくことが大事であるとの認識を示した。複数の委員は、供給制約自体を金融政策で解決することはできないが、日本銀行としては、供給制約に起因するマインドの悪化や企業収益、家計所得の減少が、経済に対して持続的な下押し圧力を及ぼしたり、それが顕在化する可能性が高まったりすることがないか、今後ともしっかりと点検していく必要があると述べた。

このほか、多くの委員から、今回の震災の影響の大きさや被災地の金融情勢を踏まえ、日本銀行として、金融面から更なる貢献を行うことを検討すべきとの問題意識が示された。何人かの委員は、中央銀行が有する機能を踏まえると、被災地における金融機関の活動を流動性の面から支援し、金融機能の円滑な発揮を支えることが考えられると述べた。また、多くの委員は、今後、被災地では、当座の生活資金や運転資金、復旧・復興のための資金に対する需要が高まると見込まれる一方、被災地金融機関の主たる資金調達源である預金の吸収力は低下していく可能性があるとして指摘した。これらの点を踏まえ、委員は、現在の市場への潤沢な資金供給に加え、被災地金融機関に対して長め

の資金供給を行うことにより、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援していくことが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした目的に照らせば、資金供給を極力早期に実施することが必要であり、それにより、被災地金融機関の安心感を高めることにも資すると付け加えた。なお、ある委員は、資金供給を行う場合でも、財政政策や公的金融との違いを明確にする必要があり、個別企業に対するミクロの資金配分に直接関与したり、過度のリスク負担を負うことのないよう、留意する必要があると述べた。以上の議論を経て、委員は、被災地金融機関に対し、長めの資金を供給するための新たな枠組みを導入することが適当との認識で一致した。更に、多くの委員は、今後の被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、担保適格要件の緩和を図ることも併せて検討することが望ましいとの認識を示した。何人かの委員は、阪神・淡路大震災の際に実施した復興支援貸出と、それに伴う担保適格要件の緩和について言及し、現在とは状況が異なる面もあるが、これらの措置も、今回の検討において参考となり得ると述べた。

続いて、委員は、新たな枠組みに関する具体的な論点について議論を行った。多くの委員は、被災地の復旧・復興に向けた取り組みを効果的に支援していくためには、資金供給の対象先を、被災地に営業所を有する金融機関とすることが適当であるとの意見を述べた。また、何人かの委員は、地域経済との結びつきが強く、今後の復旧・復興に向けて重要な役割を担うと考えられる系統金融機関に対しても、取引先金融機関を通じて資金供給を行う仕組みを検討することが望ましいと述べた。

貸付の方法について、ある委員は、既存の仕組みを可能な限り活用する観点からは、共通担保を担保とする資金供給オペレーションの仕組みをベースに検討していくことが適当であるとの意見を述べた。

貸付総額について、多くの委員は、被災地金融機関の安心感を高める観点から、十分な規模を確保することが適当であるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、今回の震災の被害見込み額が、阪神・淡路大震災の2倍程度であることを踏まえると、当時の復興支援貸出の限度額の2倍に相当する1兆円程度とすることが考えられると述べた。ある委員は、被災地における資金需要の動向は見極め難いため、当初定めた貸付総額が足りないことが判明すれば、事後的に増額していくことも考えられると述べた。

対象先毎の貸付限度額について、何人かの委員は、被災地金融機関の活動を効果的に支援していく観点から、特定先に資金が集中しない工夫として、被災地における対象先の貸出実績等を踏まえて定めることが適当との意見を述べた。

このほか、何人かの委員は、金融機関の安心感を醸成するような、貸付条件面での一定の配慮が必要との認識を示した。この点について、多くの委員は、被災地金融機関の長めの資金ニーズに対応できるよう、貸付期間は1年とし、貸付利率は、現在の政策金利を踏まえた十分低い水準として、年0.1%とすることが考えられると述べた。

貸付の受付期間については、多くの委員が、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとの趣旨を踏まえて設定することが適当との認識を示した。なお、複数の委員は、被災地金融機関の安心感を確保する等の観点からは、相応の受付期間を設けることが適当であると述べた。

担保適格要件の緩和について、多くの委員は、新たな資金供給の導入と一体的に検討を進めることが適当とし、その際には、要件緩和の対象となり得る金融資産の実情や、日本銀行の実務面への影響についても調査・検討する必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、新たな資金供給オペレーションの基本的な枠組みを骨子素案として取り纏め、会合後に公表することが適当であるとの認識で一致した。議長からは、被災地金融機関の実情やニーズを調査したうえで具体的な制度設計を行うため、新たな資金供給オペレーションと担保適格要件の緩和の2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう、執行部に対して指示がなされた。

最後に、先行きの政策運営について、委員は、引き続き、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていくとの方針を確認した。

なお、複数の委員は、今後の復興の過程では日本経済の成長力の底上げを図っていくことが重要であり、そうした観点から、現在の「成長基盤強化を支援するための資金供給」の枠組みを今後どのように活用していくことが適当か、しっかりと検討していく必要があると述べた。また、ある委員は、最近、復興財源を捻出するため、日本銀行が国債を引受けるべきとの主張が一部に聞かれるが、そうした取り扱いは、初めはうまくいったようにみえても、早晩、激しいインフレを招

き、国民生活に大きな打撃を与えたというのが歴史の教訓であり、この点について、広く理解を得る努力を続ける必要があるとの認識を示した。これに関し、複数の委員は、中央銀行による国債引受けが行われ、通貨への信認が毀損すると、長期金利の上昇や金融市場の不安定化を招き、現在、円滑に行われている国債発行が困難になる恐れもあるとの認識を示した。このうち一人の委員は、通貨への信認は、わが国の金融・経済にとっての重要なインフラの一角をなすものであり、国民生活の安定のためにも、そうしたインフラをしっかりと維持することがきわめて重要であると付け加えた。

## ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、震災の影響として、民間企業設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約等の問題が生じており、先行きも不確実性がきわめて高い状況にある。
- 1 震災発生後、政府においても予備費を活用した物資の緊急支援等を行うとともに、政策金融において相談窓口の設置や金利の優遇等を決定する等、対応を進めてきた。3月29日には平成23年度予算が成立したが、今後の財政運営においても、震災対応に全力を挙げることを第一とする必要がある。今後とも必要な対策が判明次第、予備費や補正予算によって速やかに対応していく。
- 1 日本銀行におかれては、前回会合において資産買入等の基金を増額するとともに、市場への潤沢な供給を行うなど、震災発生後、迅速かつ適切な対応をとられていることに、感謝を申し上げる。政府としても、震災の被災者支援や復旧・復興に全力を挙げて取り組んでいきたい。日本銀行におかれても、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。本日も議論のあった被災地の金融機関に対する支援制度については、震災の復旧・復興に資する取り組みとして歓迎しており、今後、制度の実施を通じて被災地支援が進むよう前向きにご検討頂きたい。
- 1 復興財源を日本銀行の国債引受けにより調達するとの報道等があるが、政府としてそのような検討は全く行っていない。財政法第5条において、歴史的な反省から、公債の市中消化の原則を定めてい

ること等を踏まえれば、国債の直接引受けについては慎重に考えるべきであると考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 持ち直しに転じてきたわが国の景気については、震災の影響が懸念される。今回の震災によるわが国経済への被害は、阪神・淡路大震災のそれを上回ると考えられる。
- 1 先行きについては、部品供給の停滞や電力供給の制約、原発問題等、震災の影響による生産活動等の停滞が広範囲にわたって長期化する惧れがある。金融資本市場の変動や原油価格上昇の影響といった景気の下振れリスクもある。加えて、物価は現在デフレ状況にある中で、震災が物価に与える影響は、現時点では測りがたく、これを十分見極めていく必要がある。
- 1 政府は、震災の影響を踏まえながら、国民生活および経済活動の安定に総力を挙げていく。このため、まずは、被災者支援、雇用の確保、産業復旧の準備等のため、平成 23 年度予算の一部の執行を停止し、補正予算の中身を今月中に固めたいと考えている。更に、被災地の復興に向けた取り組みを進めていく。これらに当たっては、財政に対する市場の信認をしっかりと確保していくよう取り組んでいく。
- 1 日本銀行におかれては、地震発生以降、リスク性資産を中心とした資産買入等の基金の増額を含め、迅速に対応頂いている。引き続き政府との緊密な情報交換・連携のもと、金融市場、金融システムの安定を確保するとともに、本日ご議論のあったように、被災地の便宜を特に重視し、生活や企業の経済活動をしっかり支えるよう、万全の措置を講じて頂くようお願いする。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

### ．対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

### ．議事要旨の承認

議事要旨（3月14日開催分）が全員一致で承認され、4月12日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2011年4月7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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注1)</sup>）。

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．東日本大震災の発生後、日本銀行は、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行ってきた。また、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、金融緩和を一段と強化した。

こうした措置に加えて、本日、日本銀行は、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断し、別紙の通り骨子素案を取り纏めた。また、日本銀行は、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断した。議長は、執行部に対し、これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう指示した。

3．わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。すなわち、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内民間需要にも相応の影響が及んでいる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続けている。震災後の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。金融市場は、全体として安定している。この間、金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に、一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

4．先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員。  
反対：なし。

圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくと考えられる<sup>(注2)</sup>。

5．リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、国際金融市場の動向や、一頃に比べて低下しているとはいえ、米欧経済の先行きを巡る不確実性がある。さらに、震災がわが国経済に及ぼす影響については、不確実性が大きい。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加につながる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、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。

6．日本銀行は、引き続き、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

---

(注2) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の骨子素案

1. 対象先

被災地に営業所を有する金融機関で、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先

系統金融機関については、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の非対象先や非当座預金取引先についても取引先金融機関を通じて資金供給を行うことを検討

（注）被災地は、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている地域（岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部）

2. 資金供給方式

共通担保を担保とする貸し付け

3. 貸付期間

1年

4. 貸付利率

0.1%

5. 貸付総額

1兆円

6. 対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間

対象先の被災地での貸出状況等を踏まえ、対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間を定める

( 23 年 4 月 28 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 4 月 28 日 ( 9 : 00 ~ 13 : 26 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( 審議委員 )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井早由里	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	櫻井 充	財務副大臣
内閣府	末松義規	内閣府副大臣

( 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	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
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	前田栄治
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	峯岸 誠
企画局企画役	一上 響

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（４月６、７日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.06%台前半で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いている。ＧＣレポレートは、総じて 0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、１年物まで含めて、0.1%台前半で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、米国金利に連動しつつ、最近にかけて幾分低下し、1.2%台前半で推移している。株価をみると、震災の影響など、企業業績にかかる不透明感が意識されているが、米国株価が振れを伴いつつも上昇するもとで、総じて横ばい圏内の動きとなり、最近では、日経平均株価は 9 千円台後半で推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国金利が幾分低下するもとで、やや強含んでおり、最近では 82 円前後で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、回復を続けている。

米国経済は、回復を続けている。輸出が新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も、財政刺激策の効果などを受けて堅調に推移しているが、バランスシート問題は引き続き家計支出の重石となって作用している。住宅投資は、なお低水準で推移している。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境が物価押し下げ圧力として作用し続ける中、エネルギーと食品を除い

---

<sup>1</sup> 「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。」

たベースの消費者物価は低めの伸びにとどまっているものの、国際商品市況上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、なお物価押し下げ圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

中国経済は、高成長を続けている。輸出と生産が増加を続けているほか、個人消費も、家計の所得水準の向上などを背景に、堅調に推移している。NIEs、ASEAN経済も回復を続けている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、生産要素の稼働水準の高まりや国際商品市況の上昇を受けて、インフレ圧力が強い状況が続いている。

なお、日本の震災の影響については、短期的には、自動車や電機関連におけるサプライチェーンの障害が、米国やアジア諸国などの生産活動を幾分下押しすると考えられる。生産ラインの復旧や製品代替が進むことで、震災の影響は長期化せず限定的なものにとどまるとの見方が多いが、この点に関する不確実性は高いとみられる。

この間、国際商品市況は、非鉄金属や穀物に調整の動きがみられたが、原油価格は、新興国の需要拡大、緩和的な金融環境の継続、北アフリカ・中東情勢の不透明感を背景に、上昇している。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

生産は、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の業種を中心に大幅に減少している。先行きの生産については、当面、低水準で推移するとみられるが、供給面での制約が和らぐにつれ、増加していくと考えられる。

輸出は、震災後、供給面の制約を背景に、大幅に減少している。先行きは、当面、低水準で推移するとみられるものの、海外経済が改善を続けるもとで、供給面からの制約が和らぐにつれ、増加に転じるとみられる。

公共投資は、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災し

た社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、震災前まで持ち直していた設備投資は、震災後、企業マインドが悪化する中、一旦弱めの動きになっている可能性が高い。個人消費については、震災後、一部の必需品への需要が増加している一方、マインドの悪化による外食、旅行、衣料品などの消費の抑制がみられる。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高の影響などから、上昇しており、先行きについても、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、高校授業料無償化等の影響を除けば、国際商品市況高の影響もあって、小幅のプラスに転じており、先行きも、小幅のプラスで推移するとみられる。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善が続いている。社債市場では、信用スプレッドの実勢が幾分低下する中、発行の動きが徐々にみられ始めており、CP市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、震災後、大企業を中心に、運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられており、銀行に対する借入れ要請が増加している。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善しているが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

### ・「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等に関する執行部からの報告の概要

4月6、7日の金融政策決定会合において示された方針に従い、執行部において、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」および「担保適格要件の緩和」に関する具体的な検討を行ったので報告する。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて

は、前回の金融政策決定会合において、骨子素案が取りまとめられたが、追加的に3つの事項を検討した。第1は、系統金融機関への資金供給方法であり、取引先である各系統中央機関を通じて行うことが適当と考えられる。第2は、貸付限度額の設定であるが、貸出残高のシェアに応じて1兆円の貸付総額を割り振ることを原則としつつ、極端な貸付限度額の集中が生じないよう、1先当たり1,500億円の上限額を設定することが適当と考えられる。第3は、貸付受付期間であるが、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応に万全を期すことを目的としていること等に鑑み、2011年10月までの半年とするのが適当と考えられる。その場合、本オペレーションの実施期間は、貸付期間の1年を加え、1年半後の2012年10月末までとなる。

担保適格要件の緩和に関しては、前回会合での検討指示に基づき、具体化が必要な5つの事項を検討した。第1に、対象金融機関は、被災地金融機関に限ることが適当と考えられる。第2に、担保の利用範囲は、被災地金融機関の資金調達余力の確保、担保利用の効率性向上および円滑な事務遂行の観点から、多様な本行与信に利用できる共通担保とすることが適当と考えられる。第3に、適用期間は、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの実施期間と合わせ、1年半後の2012年10月末までとすることが適当と考えられる。第4に、対象となる担保の種類は、被災地金融機関の保有資産を勘案し、被災地の企業に対する社債、手形および証書貸付債権などとすることが適当と考えられる。第5に、適格要件の緩和内容とリスク管理面の工夫として、外部格付を取得していない企業については、被災地金融機関の直近の自己査定において正常先に区分されている企業の手形および証書貸付債権を適格とすることが適当と考えられる。外部格付を有する企業については、通常A格相当以上としている格付要件をBBB格相当以上まで緩和することが適当と考えられる。ただし、本行財務の健全性を確保する観点から、保守的な担保掛け目を設定するなどの対応を行うことが適当と考えられる。

今後の予定であるが、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、オペレーション対象先の選定や、約定の締結など所要の準備が終了したのち、概ね5月後半から開始する方向で準備を進めることが適当と考えられる。担保適格要件の緩和については、5月中には担保の受け入れを開始する方向で準備を進めることが適当と考えられる。

## ．金融経済情勢と展望レポートに関する委員会の検討の概要

### 1．経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論し、海外経済は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石として作用しているものの、回復を続けているとの認識を共有した。何人かの委員は、FRBが大規模な国債買入れを6月に終了することを決定したものの、買入れた資産の残高削減や利上げなどの金融引き締めには慎重であるため、緩和的な金融環境が維持され、景気回復が下支えされていくとの見方を示した。この間、多くの委員は、最近のエネルギー価格の上昇が個人消費や物価に与える影響に、注意が必要であると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、ドイツなどの一部の国が牽引することで、国ごとにばらつきを伴いつつも、全体としては緩やかに回復しているとの認識を共有した。ただし、何人かの委員は、ギリシャの債務再編観測の台頭などを背景に、周縁国の国債利回りの対ドイツ国債スプレッドが再び拡大していることなどから、金融市場のリスクが再び高まっているとの見方を示した。

新興国・資源国経済について、委員は、旺盛な内需や海外からの資本流入が続くもとで、高成長が続いているとの認識で一致した。多くの委員は、景気過熱に、国際商品市況高も重なって、インフレ圧力が高まっており、金融引き締めの動きが続いているものの、景気過熱感やインフレ懸念は十分沈静化されていないとの認識を示した。

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているものの、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっているとの見方で一致した。金融市場について、多くの委員は、日本銀行による潤沢な資金供給などを背景に、安定して推移していると指摘した。企業の資金調達環境について、何人かの委員は、CP市場では、良好な発行環境が続いていると述べた。社債市場について、多くの委員は、震災後に発行を見送る動きがみられていたが、このところ発行の動きが徐々にみられ始めていると指摘した。企業の資金繰りについて、複数の委員は、中小企業や小企業で幾分厳しくなっていることが最近のアンケート調査から確認できる一方で、金融機関の貸出運営スタンス

は積極的であると述べた。

以上のような海外の金融経済情勢とわが国の金融環境を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。委員は、震災により、生産面を中心に下押し圧力が強い状況にあるとの認識で一致した。多くの委員は、鉱工業生産、実質輸出、大口電力需要量などの3月の経済統計や、支店長会議などで報告されたミクロ情報から、サプライチェーン寸断などの供給制約を主因に、生産活動が大幅に落ち込んだことが確認されたと述べた。複数の委員は、企業や家計のアンケート調査は、マインドも大きく落ち込んでいることを示していると指摘した。個人消費の動きについて、複数の委員は、原子力発電所の事故などに伴うマインドの悪化や風評被害、自粛ムードなどにより、外食や旅行などのサービス消費を中心に抑制傾向が顕著となっていると述べた。ある委員は、ヒアリング情報などを踏まえると、企業と家計のマインドが相乗的に悪化し、それに伴って需要が減退するリスクを感じると述べた。これに対し、何人かの委員は、生産や支出の落ち込みは、前回決定会合でも想定していたものであると指摘した。ある委員は、海外経済が回復を続けていることに加え、企業による生産再開に関するミクロ情報が増えていることを踏まえると、3月がボトムとなる可能性が高まっているとの見方を示したうえで、世界的に需要が蒸発し、生産や輸出が数か月にわたって大きく落ち込んだリーマン・ショック後とは状況が異なると指摘した。別のある委員は、自粛ムードは修正されつつあるほか、計画停電の解消に伴い百貨店等の営業時間が平常どおりに戻る中、客足が戻ってきたといった声も聞かれ始めるなど、マインドの悪化が加速している様子はないと述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、高校授業料無償化等の影響を除けば、マクロ的な需給バランスが改善するもとの見方で一致した。

## 2．経済・物価情勢の展望

経済情勢の先行きの中心的な見通しについて、委員は、2011年度前半は、下押し圧力が強い状況が続くものの、2011年度後半にかけては、供給面の制約が和らいでいくもとの見方で、景気回復テンポが高まる可能性が高く、2012年度は、潜在成長率を上回る成長になるとの認識を共有した。

2011年度前半の経済情勢について、何人かの委員は、供給制約に加

えて、原子力発電所の事故に伴うマインド悪化などを受けた需要減退も、景気を下押しするとの見方を示した。電力について、複数の委員は、電力会社による供給力の積み増しが進み、夏季の電力供給の制約が当初懸念されたよりも緩和される可能性が高まっていると述べた。ある委員は、サプライチェーンの再構築については、当初の予定よりも早まるといった情報も増えてきていると述べた。一方、一人の委員は、一部の企業から、代替性の低い部品の供給制約が残るため、年末頃まで工場の本格稼働は難しいとの声も聞かれると指摘した。2011年度後半にかけての経済情勢について、委員は、供給制約が和らいでいけば、海外経済の改善が輸出や生産の増加につながっていくとの認識を共有した。2012年度入り後について、複数の委員は、輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとの見方を示した。多くの委員は、資本ストックの復元に向けた需要の増加が続くとの意見を述べた。この間、複数の委員は、資源価格の高騰に伴う交易条件の悪化が、経済を下押しする要因となると指摘した。これらの委員のうち一人の委員は、供給制約が相応の期間継続する結果、企業収益や家計所得への持続的な下押し圧力が生じることもあって、景気は全体として、震災前に想定していた回復経路よりも下方にシフトした経路を辿るとの見方を示した。別のある委員は、1月の中間評価と比べれば、2011年度は大幅な下振れで、回復が後ずれする見通しとなっており、更なる下振れのリスクも大きいと述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きについて、委員は、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移し、国際商品市況が緩やかに上昇を続けるとの想定のもとで、マクロ的な需給バランスが基調的にみて改善していくことから、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移するとの認識を共有した。ある委員は、消費者物価の前年比について、2011年度は、既往の国際商品市況の大幅な上昇により押し上げられる一方で、2012年度は、国際商品市況の上昇が緩やかになるとの見通しのもとで、幾分縮小するとの見方を示した。一方、別のある委員は、マクロ的な需給バランスが、家計のマインド悪化などに伴って一時的に悪化したあとで改善していくことから、消費者物価の上昇幅は、2012年度にかけて拡大していくとの認識を示した。ある委員は、2011年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定により、前年比の下方修正が見込まれるものの、デフレ脱却に向けたトレンドは変化しないと述べた。

委員は、こうした中心的な見通しに関する 上振れ・下振れ要因につ

いても議論を行った。

まず、実体経済面の上振れ・下振れ要因として、委員は、今回の震災のわが国経済に対する影響、震災を契機とする企業や家計の中長期的な成長期待の変化、海外経済の動向、国際商品市況が一段と上昇した場合の影響、の4点を挙げた。

震災の影響について、委員は、供給面の制約が解消する時期に関する不確実性が大きいとの認識を共有した。何人かの委員は、原子力発電所の事故の帰趨などがマインドを通じて及ぼす影響にも留意する必要があると述べた。複数の委員は、原子力発電所の事故がここまで深刻かつ持続的な問題に発展するとは想定しておらず、不確実性は大きくなっていると述べた。これに対し、多くの委員は、サプライチェーンの修復の見通しが徐々に明らかになっていることや、夏場の電力不足に対しても需給両面から対応が進んでいること、金融市場が著しく緊張する可能性が薄らいできていることなどから、不確実性は依然として大きいものの、縮小方向に向かっているとの見方を示した。

長期的な観点からみた震災の影響について、ある委員は、原子力発電に対する不安が、先行きのエネルギー政策を通じて、経済全体のコストを著しく変化させる可能性があるとは指摘した。何人かの委員は、サプライチェーンの障害などへの対応が大幅に遅れたり、日本製品の安定供給に対する信頼低下などが生じた場合、生産拠点を海外への移管が加速したり、国内部品メーカーが海外企業に顧客を奪われたりする可能性があるとは述べた。他方、ある委員は、震災後の様々な懸念材料が早期に解消方向に向かえば、景気の見通しが上振れる可能性もあるとは指摘した。別のある委員は、震災の経験を踏まえた生産拠点の地域分散化や省エネルギー化が新たな設備投資などにつながる可能性もあると述べた。

海外経済に関し、委員は、米国経済について、バランスシートの調整圧力を引き続き下振れリスクとして意識しておく必要があるとの認識を共有した。複数の委員は、議会での財政支出削減圧力の高まりが及ぼす影響にも注意する必要があるとは指摘した。欧州経済について、何人かの委員は、周縁国のソブリン問題を巡る懸念が、金融市場の動揺を通じて、実体経済をも下押しし、それらが相乗的に悪影響を及ぼし合うことにならないか、注意が必要であると述べた。新興国・資源国経済について、何人かの委員は、旺盛な内需や海外からの資本流入も相俟って、景気が強まる可能性があるとの認識を示した。ある委員

は、景気の過熱感やインフレ懸念が十分に沈静化されていないもとで、景気の振幅が拡大する可能性は高まっていると指摘した。国際商品市況について、何人かの委員は、北アフリカや中東における地政学的リスクの高まりなどから国際商品市況が大幅に上振れる可能性に注意が必要と述べた。

物価見通しの上振れ・下振れ要因について、委員は、景気の上振れ・下振れ要因の顕現化、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の変化、輸入物価の動向、の3点を指摘した。このうち企業や家計の中長期的な予想物価上昇率について、ある委員は、消費者物価指数の基準改定により前年比が下方修正された場合、予想物価上昇率の低下につながるリスクもあると述べた。複数の委員は、世界的な物価環境は、インフレ方向に変化しつつある可能性が小さくなく、わが国の物価への影響に注意が必要と指摘した。

以上を踏まえ、委員は、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行った。

まず、第1の柱、すなわち、先行き2012年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高い見通しとして、委員は、わが国経済は、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくとの見方を共有した。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点を踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて、委員は、景気面では、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きいほか、海外経済や国際商品市況の動向に引き続き注意が必要との認識を共有した。物価面では、委員は、国際商品市況の一段の上昇により、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、との見方で一致した。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえ、委員は、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられるとの見方で一致した。そのうえで、委員は、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有した。

## ．「中長期的な物価安定の理解」の点検

日本銀行は、2006年3月に「『物価の安定』についての考え方」を公表し、その中で「中長期的な物価安定の理解」（金融政策運営に当たり、中長期的にみて物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率）について、原則としてほぼ1年毎に点検していくこととしている。

委員は、まず、「中長期的な物価安定の理解」を検討するうえでの論点について議論を行った。わが国の消費者物価指数のバイアスについて、何人かの委員は、引き続き大きくないと述べた。なお、複数の委員は、バイアスが基準年から離れるに従い大きくなる性質があることを踏まえ、そうした性質がみられにくい「ラスパイレス連鎖基準方式による消費者物価指数」を補完的に利用するなどの工夫をしていく必要があるとの認識を示した。また、物価下落と景気悪化の悪循環に備えた「のりしろ」について、多くの委員が、これを勘案する必要があると指摘した。ある委員は、わが国の潜在成長率が低いことや、中長期的には財政政策の発動余地が限られることから、ある程度の「のりしろ」を確保しておくことが重要であるとの見解を示した。別の委員は、のりしろは必要だが、多少大きなのりしろがあっても、金融危機などの大きな問題に事後的に対応することは困難であり、事前に金融面での不均衡の蓄積を抑制するよう努めることが重要であると指摘した。人々が安定していると考える物価上昇率について、ある委員は、わが国は物価上昇率が低位で安定する状態が長く続いているため、諸外国と比べて低いと考えられると述べた。この委員は、2008年夏に消費者物価指数の前年比が2%を越えた際、それ以上の上昇が容認され難い様子であったことも付け加えた。複数の委員は、物価が安定していると理解される物価上昇率を中央銀行が示すことは、国民の将来の政策金利に関する期待形成に働きかけるうえで有用であるが、数値が過度に注目され、政策発動の制約となると、かえって物価の振幅を大きくすることを指摘し、幅を持って示す現状の「中長期的な物価安定の理解」に基づいた金融政策運営の枠組みは、適切であるとの認識を示した。

こうした議論を踏まえ、委員は、「中長期的な物価安定の理解」の数値についての議論を行った。何人かの委員は1%程度を中心として概ね上下1%の範囲内であるとの見解を示した。別の何人かの委員は1%程度を中心として概ね上下0.5%の範囲内との認識を示し、このうち複数の委員は、中心は1%より幾分高めであると述べた。一人の委員は、0.5%～2%で、中心は1%より幾分上の値との見方を示した。以上を踏まえ、「中長期的な物価安定の理解」について、委員は、

「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」とすることで一致した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。複数の委員は、こうした金融市場調節方針のもとで、引き続き、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期すことが重要であると指摘した。何人かの委員は、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利を継続していく方針であることを粘り強く説明し、時間軸に対する市場の理解と信認を確保していくことが重要との認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、経済・物価情勢についての2つの「柱」による点検を踏まえ、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、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていくとの考え方で一致した。また、委員は、今後とも、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていくとの方針を確認した。

この間、一人の委員が、資産買入等の基金の増額を行うことが適当であるとの意見を述べた。この委員は、原子力発電所の事故が長期化し、津波の被害や電力供給能力の不足とともに複合的な問題となっていることから、企業や家計のマインドが更に悪化し、实体经济への悪影響が強まるリスクが高まっているため、資産買入等の基金を5兆円程度増額することが適当との意見を述べた。別のある委員は、経済物価の見通しを踏まえると追加緩和の必要性は高まっているとの認識を示したうえで、現在は、以下の点を更に点検しながら、具体的な措置やタイミングを見極めていくことが重要であると述べた。すなわち、この委員は、検討の視点として、市場規模の制約等を踏まえたリスク性資産の買入余地、全体として効果を発揮している包括緩和における各措置の効果とその波及経路、非伝統的手段の持つ副作用、効果発現

ラグを踏まえた効果的な政策実施時期などを指摘した。多くの委員は、3月に追加緩和を決定した際には、その段階で経済の下振れと不確実性の増大を認識し、リスク性資産を中心に思いきった増額を行ったのであって、現時点ではその効果波及を見守っていくことが適当であるとの考えを示した。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションと担保適格要件の緩和について、委員は、執行部案は前回の金融政策決定会合での議論を踏まえた妥当なものであり、これに基づいて、貸付限度額や対象となる担保の種類など、具体的な運営に関する基本要領の制定等を行うことが適当であるとの認識で一致した。被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、多くの委員は、受付期間を半年とすることは、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとの趣旨を踏まえ、適当との認識を示した。そのうえで、これらの委員は、復興資金需要の出方などを見極めつつ、必要があれば、経済復興を支援するための新たな措置などを検討していくことも重要であると指摘した。これらの委員のうち何人かの委員は、震災からの復興という課題は、わが国経済の趨勢的な成長力低下への対応という積年の課題とも重なる面があるとしたうえで、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の枠組みを活用する余地があるのか検討することなども考えられると述べた。担保適格要件の緩和について、ある委員は、新たに担保として受け入れ可能とする資産は、信用力が低いだけでなく、被災先の債務であるため、日本銀行の財務の健全性を確保する観点から、十分なリスク管理を行っていく必要があると指摘した。

## ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、震災の影響により、供給制約等の問題が生じ、弱い動きとなっている。先行きも、当面弱い動きが続くと見込まれるほか、原発問題の影響等を背景としたマインドの悪化も含め、不確実性がきわめて高い状況にある。
- 1 政府は、人命救助や安全な避難に取り組むとともに、被災された方々に必要な水・食料・燃料等の確保、被災地域の応急復旧等に全力を挙げてきた。今後も、電気・ガス・水道等の復旧を急ぐとともに、瓦礫の処理や仮設住宅の建設を進める等に全力を挙げていく。

このため、本日、平成 23 年度補正予算を国会に提出し、早期成立に努めていく。この財源については、追加の公債を発行せず、歳出の見直し等により確保することとしている。また、現在、政府で行われている復興の道筋等についての議論も踏まえ、更なる補正予算について検討していく。

- 1 政府は、被災地を中心に金融の円滑を図るべく様々な措置を講じているが、本日まで議論されている「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」と「担保適格要件の緩和」は、復旧・復興に資すると考えている。政府も、引き続き、被災地域の一刻も早い復旧・復興のために全力を挙げていく。日本銀行におかれても、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、震災の影響により、このところ弱い動きとなっており、先行きも、当面は弱い動きが続くと見込まれる。その後は、生産活動の回復に伴い、海外経済の改善等を背景に、持ち直していくと期待されるが、電力供給の制約やサプライチェーン立て直しの遅れ、原発問題、原油価格上昇の影響等の下振れリスクが存在する。現在、物価は緩やかなデフレ状況にある。当面、輸出の減少等实体经济の弱さが続くことが懸念される中で、震災や原油価格高騰等によるコスト上昇圧力がもたらす影響は、十分見極めていく必要がある。
- 1 政府は、被災者支援やインフラ復旧、雇用対策等を含む国費 4 兆円規模の 23 年度補正予算を、本日、国会へ提出し、今後、その早期成立に努めていく。こうした震災への対応と合わせ、財政規律の維持と経済成長に向けた取り組みを一体的に進め、わが国に対する市場の信認を確保していくことが重要であり、マクロ経済面を含めた今後の日本再生のための全体的方針をお示ししていく。
- 1 日本銀行におかれては、震災発生以降、迅速に対応頂いている。本日まで提案のあった「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」などが、被災地の復旧・復興を金融面からしっかりと支えることに期待する。引き続き、政府との緊密な情報交換・連携のもと、金融市場・金融システムの安定を確保するとともに、適切かつ機動的な対応により、経済を下支えするようお願いする。

## 採決

### 1. 「資産買入等の基金」の増額に関する件

西村委員から、資産買入等の基金を増額する旨の議案が提出され、採決に付された。採決の結果、反対多数で否決された。

#### 採決の結果

賛成：西村委員

反対：白川委員、山口委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員

### 2. 金融市場調節方針

委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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し、別添のとおり公表すること。

#### 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。

#### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

3. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等に関する件

採決の結果、執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

4. 「経済・物価情勢の展望」の決定

続いて、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」の文案が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、即日公表することとされた。また、背景説明を含む全文は、4月29日に公表することとされた。

採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

5. 議事要旨の承認

議事要旨（4月6、7日開催分）が全員一致で承認され、5月9日に公表することとされた。

以 上

(別 添)

2011年4月28日

日 本 銀 行

### 当面の金融政策運営について<sup>(注1)</sup>

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致<sup>(注2)</sup>)。

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。

以 上

---

<sup>(注1)</sup> 本日の金融政策決定会合では、西村委員より、資産買入等の基金を5兆円程度増額し、45兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された(賛成：西村委員、反対：白川委員、山口委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員)。

<sup>(注2)</sup> 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員。

反対：なし。

( 23 年 5 月 19、20 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 5 月 19 日 (14:00 ~ 16:19)  
5 月 20 日 ( 9:00 ~ 12:09)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( 審 議 委 員 )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井早由里	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省 木下康司 大臣官房総括審議官 ( 19 日 )

櫻井 充 財務副大臣 ( 20 日 )

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	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
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	前田栄治
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
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	一上 響

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（4月28日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.06%台で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いて推移している。G Cレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物まで含めて、0.1%台前半で、幾分弱含んで推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、米国金利が低下したほか、国債需給の悪化懸念が幾分後退していることもあって、低下しており、足もとでは1.1%台前半で推移している。株価は、企業の決算発表が概ね市場予想の範囲内となっていることなどから、総じてみれば横ばい圏内の動きとなっており、最近では、日経平均株価は9千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国金利が低下するもとで、幾分円高方向の動きとなり、足もとでは、81円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、回復を続けている。

米国経済は、回復を続けている。輸出が新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も、財政刺激策の効果などを受けて堅調に推移しているが、バランスシート問題

---

<sup>1</sup> 「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。」

は引き続き家計支出の重石となって作用している。住宅投資は、なお低水準で推移しており、住宅価格は軟調な動きとなっている。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境が物価押し下げ圧力として作用し続ける中、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の上昇テンポは緩やかなものにとどまっているが、既往の国際商品市況上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が新興国向けを中心に増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、なお物価押し下げ圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。この間、英国経済も、緩やかに回復している。

アジア経済をみると、中国経済は、高成長を続けている。輸出と生産が増加を続けているほか、個人消費も、家計の所得水準の向上などを背景に、堅調に推移している。固定資産投資も、高い伸びを続けている。NIEs、ASEAN経済も、内外需ともに増加基調を続ける中、回復を続けている。この間、インド経済も、高めの成長を続けている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇や労働や資本など生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力が強まっている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の株価は、良好な企業決算が好感されたものの、一部経済指標が市場予想比弱めであったほか、欧州周縁国のソブリン問題の悪化懸念や原油価格の下落に伴うエネルギー株の下落が影響し、前回会合対比では小幅下落した。長期金利については、米国の金融緩和継続がFOMCで確認されたことや、ECBの早期追加利上げ観測が後退したことを受けて、前回会合対比幾分低下した。欧州周縁国については、国債利回りの対独スプレッドが既往最高水準で高止まるなど、ソブリン問題への市場の懸念が続いている。

## 4 . 国内金融経済情勢

### ( 1 ) 実体経済

輸出は、震災後、大幅に減少している。先行きについては、当面は低水準で推移するとみられるものの、海外経済が改善を続けるもとで、供給面からの制約が和らぐにつれ、増加に転じるとみられる。

公共投資は、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は、震災後、生産活動の低下やマインド悪化の影響から、弱めの動きとなっている。先行きについては、被災した設備の修復もあって、徐々に増加していくとみられる。

雇用・所得環境は、震災の影響もあって、引き続き厳しい状況にある。

個人消費は、供給制約による販売減少やマインドの悪化による消費抑制傾向がみられる。先行きについては、生産活動が回復するにつれて、家計のマインドの改善もあって、持ち直していくとみられる。

住宅投資は震災の影響により弱めとなっている。先行きは、供給制約の緩和や被災住宅の再建などから、徐々に増加していくと予想される。

生産は、サプライチェーンにおける障害など供給面の制約を背景に、大幅に減少している。先行きについては、当面、低水準で推移するとみられるが、供給面での制約が和らぐにつれ、増加していくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、上昇してきたが、このところ反落している。国内企業物価を3か月前比で見ると、国際商品市況高の影響などから、上昇している。先行きについても、国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続け、概ねゼロ%となっている。先行きは、小幅のプラスに転じていくとみられる。

### ( 2 ) 金融環境

わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いているほか、社債市場では、震災後、発行を見送る動きが一時みられたが、このところ徐々に発行が再開され始めている。資金需要面をみると、このところ運転資金需要が増加する動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅が縮小している。社債の残高は前年を上回っており、CPの残高は減少幅が縮小傾向にある。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にあるが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。

米国経済について、委員は、回復を続けているとの認識を共有した。個人消費について、委員は、追加財政刺激策や雇用者数の増加、株価上昇による資産効果などを挙げ、堅調に推移しているとの見方を示した。ある委員は、好調な収益を背景に設備投資も増加していると述べた。複数の委員は、新興国向けを中心に輸出も好調に推移しているとの見方を示した。更に、複数の委員は、緩和的な金融環境が続いていることも景気を全体として下支えしていると述べた。もっとも、何人かの委員は、1～3月期の成長率が減速したことについて言及し、ガソリン価格の上昇が実質所得の減少を通じて個人消費に影響を与えているとの見方を示した。何人かの委員は、労働

市場は改善しているものの、そのペースは依然として緩慢であるとの見方を示した。多くの委員は、バランスシート調整の重石から米国経済が上に弾みにくく、下に振れやすい状態が続いていることが改めて確認されているとの見解を示しつつ、こうした動きは、これまで想定していた米国経済の先行きの見方に対して大きな変更を迫るものではないとの認識を示した。ある委員は、一部経済指標の事前予想対比下振れを受けて、米国経済の先行きに関する市場の見方がこのところ再び悲観的な方向に振れていると指摘したうえで、米国経済の下振れリスクは小さくないとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、全体としては緩やかに回復しているものの、輸出に牽引され好調なドイツなどの中心国とソブリン問題を抱えた周縁国との格差が大きい状態にあるとの認識を共有した。ある委員は、ギリシャでは、緊縮財政による景気の悪化が、税収減を通じて、結局は財政赤字の更なる拡大につながり、これに伴う市場の信認低下が市場金利の上昇をもたらすという悪循環に直面していると指摘した。何人かの委員は、これまでのところ市場の反応は、ギリシャ、アイルランドおよびポルトガル以外の国に対しては比較的冷静であるとの評価を示した。しかし、別の何人かの委員は、ギリシャの債務再編を巡る市場の思惑を受けて、ソブリン問題に対する懸念が再び高まっており、今後、国際金融資本市場全体の不安定化につながることはないか、注視していく必要があるとの見解を示した。とくに、複数の委員は、ソブリン問題については、短期的な解決策は見出し難いことに懸念を示した。この間、複数の委員は、ユーロエリアではインフレ率が高まっており、ECBはこれまでの金融緩和を修正する動きを進めていることを指摘した。ある委員は、ソブリン問題などを背景とした域内の格差が、ユーロエリア全体としての金融政策を難しくする面があるのではないかと述べた。

中国経済について、委員は高成長が続いているとの認識で一致した。複数の委員は、固定資産投資、小売売上高など内需が好調であり、輸出も高い伸びを示していると指摘した。大方の委員は、5月に預金準備率が再び引き上げられるなど、金融引き締め方向への動きが続いている点について言及した。複数の委員は、これまでの金融引き締めの効果などから、中国経済が目先幾分鈍化する可能性を

指摘したが、多くの委員は、景気の過熱感からインフレ圧力が高まった状態にあり、金融政策の対応が遅れ気味になっているのではないかとの懸念を示した。また、多くの委員は、高成長が続く中で消費者物価の伸び率がかなり高めとなっている点に言及した。このうちのある委員は、消費者物価上昇の中身が、これまでの食料品から住居費などその他のサービスに拡がっており、こうした動きの背景として賃金の上昇傾向を指摘した。この間、複数の委員は、中央政府が、インフレ圧力抑制のため、電力料金の上昇を直接的に統制していることに対して、電力供給会社の収益を圧迫し、設備投資やメンテナンス不足につながっている面があるとしたうえで、この夏場に電力不足問題が顕在化し、これが経済活動を抑制するリスクを指摘した。先行きについて、ある委員は、インフレ圧力が更に高まるリスクを指摘した。複数の委員は、金融政策の対応の遅れが、短期的には景気の上振れにつながったとしても、やや長い目でみれば、景気の振幅が拡大し、結果として持続的成長を損なう可能性には、注意を払っていく必要があるとの見解を示した。N I E s、A S E A N 経済について、複数の委員は、内外需とも好調であり回復を続けているが、一方でインフレ圧力も高まった状態にあるとの認識を示した。

何人かの委員は、日本の震災が海外経済に及ぼす影響についても言及し、製造業に占める日系企業のウェイトが高い国々では、日本からの部品などの輸入が減少し、これが一部の生産活動を下押ししている模様であり、こうした動きについては、今後も注意してみていく必要があるとの見解を示した。

この間、委員は、国際商品市況について議論を行い、米国景気の先行きに対する見方が慎重化していることや、そのことを受けた投資家のリスク許容姿勢の変化などを背景に、このところ、一旦、調整局面にあるとの見方を共有した。複数の委員は、こうした調整には、一部の商品市場において、先物取引の証拠金引き上げが投資ポジションの巻き戻しを誘発したことも影響している模様であると指摘した。もっとも、先行きの商品市況については、多くの委員が、調整は一時的なものであり、世界経済が新興国を中心に高めの成長を続けるもとにおいては、商品市況についても、緩やかな上昇トレンドは変わらないのではないかとの見方を示した。複数の委員は、

商品市況の調整が続いた場合、そのことによるインフレ圧力の後退は、世界経済の持続的成長に資する面もあるとの見方を示した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。委員は、景気の現状について、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあるとの認識で一致した。先行きについては、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられるとの見方を共有した。こうした点については、委員は、展望レポートで示した中心的な見通しに沿ったものであるとの認識を示した。

景気の現状について、委員は、前回会合後に公表された経済指標によって震災直後の景気の落ち込みがきわめて大きなものであったことが確認されたとの見方を共有した。この点、多くの委員は、1～3月期の実質GDP成長率が年率-3.7%と、大幅に低下したことに言及し、その背景として、震災直後に、供給制約から生産が大幅に減少し、その結果、輸出が大きく落ち込み、在庫が取り崩されたことを指摘した。個人消費についても、多くの委員は、3月に大きく減少したことを指摘した。多くの委員は、震災後に調査されたいくつかの指標において、企業や家計のマインドの大幅な悪化が確認されており、この点も、供給面からの制約に加えて、国内民間需要の下押し要因となっているとの見方を示した。

もっとも、委員は、最近の経済指標や企業からのヒアリング情報などを踏まえれば、経済活動の水準はなお低いながらも、震災直後の大幅な落ち込みからは徐々に改善していく兆しがみられるとの見方を共有した。何人かの委員は、生産予測指数やヒアリング情報を踏まえて評価すると、生産活動は、先行き、その水準を徐々に切り上げていくとみられると指摘した。また、何人かの委員は、機械投資の先行指標とみられる機械受注について、3月の実績および4～6月の見通しが増加している点を指摘した。この点、ある委員は、もともと振れの大きい統計であるうえ、震災の影響による不透明感の高まりから見込み発注が発生している可能性もあるため、ある程

度割り引いて評価する必要があると付け加えた。更に、多くの委員は、最近の個人消費の動きについて、4月入り後、百貨店や外食産業などの売上高が、震災直後の急減少からはある程度回復している模様であるとの見方を示した。もっとも、複数の委員は、消費の水準は、震災前の水準との対比で見れば依然として低いと指摘した。また、ある委員は、旅行などサービス関連消費の回復のペースは依然として不確実性が高いとの見方を示した。こうした中、家計マインドの動きについて、多くの委員が、4月末を調査時点とする景気ウォッチャー調査で、現状判断が下げ止まり、先行きについての期待も改善していると述べた。企業マインドについても、複数の委員が、いくつかの指標で、このところ下げ止まりの動きがみられると指摘した。この間、何人かの委員は、マインドの動きについて、短期的な委縮という面だけではなく、将来の所得・成長見通しやそれに関する不確実性など、中長期的な観点も重要な点であるとの見解を示した。

委員は、サプライチェーンの障害や電力供給など、供給面での制約が解消していくタイミングについても議論を行った。サプライチェーンの障害について、委員は、依然として生産活動を制約しているが、徐々に改善方向に向かっているとの見方を示した。多くの委員は、元々の企業の見込み自体が相当に保守的だった可能性もあり、この点についてはある程度割り引いて考える必要があるものの、一頃の見通しに比べて、生産ラインの再開時期や部品等の供給体制が正常化する時期の想定を前倒しする動きもみられているとの見方を示した。更に、需要がピークを迎える夏場の電力供給について、多くの委員は、電力会社の供給能力の増強の動きに加えて、企業サイドでも様々な工夫を目指す動きが進んでいることを踏まえると、経済活動の制約要因となる程度は、和らいでいる可能性を指摘した。以上の点を踏まえ、複数の委員は、このところ、供給制約の解消に関する不確実性は低下しているとの見方を示した。

景気の先行きのリスクについて、委員は、展望レポート時点から大きな変化はなく、震災の影響を中心に、当面、下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有した。何人かの委員は、原子力発電所の事故処理に関する不確実性などを考慮すれば、依然としてマインドに関する下振れリスクが残っているとの見方を示した。また、

ある委員は、震災直後の落ち込みから回復に向かう動きは確認されているが、重要な点はこうしたモメンタムが年度後半以降も維持できるかどうかであるとしたうえで、雇用・所得面を含めて景気の下押し圧力は潜在的に大きく、景気は、震災前に想定していた経路よりも水準でみて下方にシフトした緩やかな回復経路を辿る可能性が依然として高いと述べた。複数の委員は、より長い目でみた場合、震災の影響によって、わが国製品の世界的なシェアが低下したり、生産拠点や部材調達先の海外シフトが加速するリスクを指摘した。この間、何人かの委員は、定期点検後の原子力発電所の再稼働の問題を考えると、やや長い目でみて、電力の安定的供給についての不確実性はむしろ増しているのではないかとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、下落幅が縮小を続け、概ねゼロ%となっているとの見方で一致した。先行きについて、委員は、消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていくとみられるとの認識を共有した。その背景として、複数の委員は、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していくことに加えて、既往の商品市況上昇の影響がラグをもって波及していくことを挙げた。この点、ある委員は、このところの商品市況の調整が続く場合には、その分、前年比プラス幅は抑制される可能性を指摘した。この間、震災が物価に与える影響について、ある委員は、景気への下押し圧力が物価についても下方圧力となる可能性を指摘した。別の委員は、震災の影響が一時的であり、中長期的な予想物価上昇率が安定している限り、経済全体のインフレ率には大きな影響は与えないのではないかとの見方を示した。委員は、先行きの物価を巡るリスク評価についても、展望レポート時点から変化していないとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価の前年比が、先行き小幅のプラスに転じていくとはいえ、8月に予定されている基準改定の結果、下方改定される可能性が高いとの認識を共有した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているが、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われるとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給

のもとで、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。長期金利について、何人かの委員は、米国金利が低下する中、国債需給の悪化懸念が幾分後退していることもあって、わが国の長期金利も低下していると指摘した。企業金融について、多くの委員は、CP市場の発行環境は良好であり、発行レートも、震災前の水準に復していると述べた。また、委員は、社債市場について、これまで市場においてベンチマーク的な機能を担ってきた電力債の発行が停止している中であっても、このところ、徐々に発行を再開する動きがみられると指摘した。社債の発行レートについて、複数の委員は、投資家の需要は旺盛であり、震災前との比較でみたスプレッドの上乗せ幅は小さい模様であると述べた。また、複数の委員は、企業からみた銀行の貸出態度も改善傾向が続いているとの見方を示した。資金需要面について、ある委員は、依然として予備的に手許資金を積み増す動きがみられていると指摘したほか、何人かの委員は、企業の運転資金需要が増加していると指摘した。こうした金融市場全体の動きについて、ある委員は、震災後、实体经济の落ち込みがきわめて大きかった中であっても、金融システムの安定が保たれたことの意義は大きいとの見解を示した。この間、大方の委員は、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りの厳しさが窺われる点には、引き続き、十分な注意が必要であると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。複数の委員は、こうした金融市場調節方針のもとで、今後とも、市場の状況に応じて、潤沢な資金供給を行っていくことが重要であると述べた。この間、複数の委員は、市場の安定を図るうえで、時間軸に対する市場の理解と信認を確保していくことも引き続き重要であるとの認識を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、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の見解で一致した。そのうえで、委員は、今後とも、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていくとの方針を確認した。

この間、資産買入等の基金の運営について、ある委員は、前回場合時点では、原子力発電所事故等の展開を背景に将来に対する不安が増大し企業や家計のマインドが更に悪化するリスクが高まっており、基金の増額を図ることが望ましいタイミングだと判断して増額を提案したと述べた。この委員は、その後、景気の先行きの見方に関する指標やヒアリング情報などにより、懸念していたマインドの更なる悪化の兆候がみられていないことなどを指摘したうえで、追加緩和の必要性は潜在的には大きいものの、現時点で基金の増額を行うメリットは大きくないとの見解を示した。別のある委員は、経済物価の見通しを踏まえると追加緩和の必要性は依然として存在しているものの、各緩和措置の効果波及経路と副作用などの検討を続けながら、適切なタイミングを見極めていくことが重要であると述べた。大方の委員は、震災直後に決定した追加緩和の枠組みのもとで、多様な金融資産の買入れを着実に進め、その効果波及を確認していくことが引き続き適当であるとの考えを示した。

委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給についても議論を行った。多くの委員は、第4回目の資金供給の結果が判明した段階で、これまでの同制度に基づく資金供給の効果について、金融機関からの声も踏まえたうえで、総括的な評価を行い、今後の同措置の在り方について検討を行う必要があるとの見方を示した。

何人かの委員は、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションと担保適格要件の緩和について言及し、こうした措置が被災地金融機関の支援につながることを期待していると述べた。複数の委員は、初回の貸出実行額は、全体の枠からすれば必ずしも大きくはないが、今後、系統金融機関も含めた金融機関側の準備や、復旧・復興に向けた動きが進むにつれ、応札が増えていくのではないかと見方を示した。

委員は、上記オペレーションの目的は、あくまで、復旧・復興に

に向けた資金需要への初期対応を支援することであり、今後の対応については、復旧・復興資金需要が本格化してくる時期を見極めながら、どのような政策が必要となるかについて、検討を続けていく必要があるとの見解を共有した。この点、ある委員は、途切れなく、金融面からの資金サポートを続けていくことが重要であるという見解を示したほか、別のある委員は、現地・現場のニーズについて、被災地の日本銀行の支店や事務所も活用し、十分に情報を収集していくことが重要であると述べた。多くの委員は、復旧・復興の過程においては、これまでもわが国が直面してきた成長力強化という基本的な課題に、同時に取り組んでいく必要があるとの見解を述べた。何人かの委員は、復旧・復興自体の資金需要はかなり出てくると思うが、資金需要を成長力強化へ結び付けていくための「呼び水」という観点から、日本銀行が果たすべき役割は大きいとの見解を示した。この点につき、ある委員は、復興資金需要の様々な特性を踏まえた必要な修正を加えたうえで、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の枠組みを活用する余地があるのか、検討することも考えられると述べた。別の複数の委員は、復興に向けた資金需要が本格化するタイミングなどについて、現時点では不確実性が大きいため、政府や民間金融機関の対応も十分に踏まえながら、別枠の仕組みとすることも含め、様々な可能性を検討していくことが必要であるとの見解を示した。

## ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、東日本大震災の影響により、弱い動きとなっている。先行きについても、当面弱い動きが続くと見込まれている。また、原発の問題の影響等を背景としたマインドの悪化も含め、不確実性がきわめて高い状況にある。
- 1 5月2日、平成23年度1次補正予算が成立した。政府としては、仮設住宅や被災者の雇用の確保等の生活支援、瓦礫処理・インフラ施設の復旧等に全力を挙げていく。現在行われている復興の道筋、あり方に関する議論を踏まえ、今後さらなる補正予算について検討していく。1次補正予算では、中小企業等の資金繰り支援のため、

新たな保証制度や低利融資制度の創設等の予算措置を盛り込んだ。政府・日本銀行が足並みを揃えて被災地を中心とした金融の円滑に取り組みでいきたい。

- 1 また、5月17日に閣議決定した政策推進指針の中で、経済財政運営の基本方針として、大震災がもたらした制約を順次、確実に克服するとともに、新たな成長を実現する取り組みを強化し、日本経済の潜在的な成長力を回復することとしている。同時に、財政・社会保障の持続可能性の確保、信認維持についても着実な取り組みを進めることとしている。
- 1 社会保障・税一体改革について、昨年末の閣議決定にしたがって6月末までに成案を得るべく議論を進めていく。また、昨年閣議決定した財政運営戦略の中で定められたスケジュールに沿って、本年半ば頃に中期財政フレームを改定することとしており、経済成長、社会保障改革と一体的に財政健全化を着実に推進していく。
- 1 日本銀行におかれては、必要と判断される場合には適切な措置を講じていく方針を示されているが、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況等を踏まえ、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 1～3月期の実質GDP成長率は、年率-3.7%となった。わが国の景気は、当面は弱い動きが続くと見込まれるが、その後は生産活動の回復に伴い持ち直していくことが期待される。ただし、電力供給の制約や原発問題などの景気下振れリスクが存在することには、十分留意が必要である。
- 1 物価については、震災の影響による供給制約の一方で、需要も減少していることから下落圧力が続いており、依然として緩やかなデフレ状況にある。当面、震災の影響により景気の弱さが続くことが懸念される中で、供給制約やエネルギー価格などの高騰によるコスト上昇圧力が实体经济に与える影響については、十分注意していく必要がある。
- 1 政府は、震災を踏まえた経済財政運営の基本方針を含む政策推進指針を、5月17日に閣議決定した。同指針に基づき、震災からの

早期立ち直りのため、補正予算を迅速に執行するとともに、供給制約下にある日本経済の潜在的な成長力を回復するための取り組みを強化していく。同時に、財政に対する信認を維持することが重要であり、社会保障・税一体改革は6月末までに成案を得ていく。

- 1 日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を金融面から支えるため、被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施するとともに、政府と政策推進指針に示されたマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、引き続き、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を支えよう願います。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

- 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。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

・ 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

・ 議事要旨の承認

議事要旨（4月28日開催分）が全員一致で承認され、5月25日に公表することとされた。

以 上

## 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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注1)</sup>）。

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. わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。すなわち、震災による供給面の制約を背景に、生産活動は大きく低下している。この結果、輸出が大幅に減少し、また、企業や家計のマインド悪化の影響もあって、国内民間需要も弱い動きとなっている。この間、金融環境をみると、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続け、概ねゼロ%となっている。

3. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていくとみられる<sup>(注2)</sup>。以上を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復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、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。海外経済については、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある一方、米欧経済は、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員。  
反対：なし。

(注2) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加につながる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。とくに、当面は、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識する必要がある。

物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、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。

5．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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

( 23 年 6 月 13、14 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 6 月 13 日 (14:00 ~ 16:32)  
6 月 14 日 ( 9:00 ~ 12:37)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	野田忠男	( 審議委員 )
	中村清次	( " )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井早由里	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官 ( 13 日 )
	櫻井 充	財務副大臣 ( 14 日 )
内閣府	梅溪健児	政策統括官 ( 経済財政運営担当 ) ( 13 日 )
	末松義規	内閣府副大臣 ( 14 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	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹 ( 14 日 )
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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	大山慎介
企画局企画役	中嶋基晴

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（5月19～20日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね0.06%台で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いて推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物まで含めて、0.1%を小幅に上回る水準で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内で推移している。

長期金利は、総じて1.1%台前半の狭いレンジで推移している。株価は、一時上昇する場面もあったが、米国経済の減速懸念を背景に米国株価が軟調な展開を辿る中、為替の円高傾向もあって幾分弱めの動きとなり、足もとでは日経平均株価は9千円台半ばで推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国金利が低下する中、円高方向の動きとなり、足もとでは80円前後で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しつつも回復を続けている。個人消費は、雇用環境の緩やかな改善を背景に増加を続けているが、バランスシート問題が引き続き重石となる中、既往の原油高による実質購買力の低下を受けて、伸びが足もと鈍化している。住宅投資については、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で推移している。一方、輸

---

<sup>1</sup> 「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。」

出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、日本の震災に伴うサプライチェーン障害による下押しもあって減速しているが、増加基調を維持している。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境を背景に、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の上昇テンポは緩やかなものにとどまっているが、既往の国際商品市況上昇の影響から、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が新興国向けを中心に増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、なお物価押し下げ圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。この間、英国経済は、減速しつつも回復基調を辿っている。

アジア経済をみると、中国経済は、高成長を続けている。自動車販売や生産が幾分減速しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けるなど、内需は全体として堅調に推移している。インド経済も、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN経済は、日系自動車メーカーの減産の影響などから、生産全体の伸びは減速しているが、輸出が増加基調を維持し、内需も底堅く推移するもとの、景気の回復が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇や、労働・資本など生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力が強い状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の金融市場では、景気の減速感が徐々に広がっていく中で、株価は前回会合対比で下落し、長期金利も米国を中心に低下した。ただし、欧州周縁国では、ギリシャの債務問題に関する不透明感を受けて国債利回りの対独スプレッドが既往ピーク圏内で高止まるなど、不安定な動きを続けている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、震災後、大幅に減少している。先行きについては、海外経済の改善が続くもとの、供給面からの制約がさらに和らぐにつれ、増加に転じるとみられる。

公共投資は、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は、震災後弱い動きとなっているが、先行指標などからは企業の設備投資スタンスに底堅さが窺われる。先行きについては、被災した設備の修復もあって、徐々に増加していくとみられる。

雇用・所得環境は、震災の影響が一因となり、厳しさがやや増している。

個人消費は、震災後弱い動きとなっているが、家計のマインドは幾分改善しつつあるもとの、耐久財やサービス消費にも増加の動きが出始めるなど、持ち直しの動きもみられている。先行きは、生産活動が回復するにつれて、家計のマインドの改善も加わり、持ち直していくとみられる。

住宅投資は震災の影響により弱めとなっている。先行きは、供給制約の緩和や被災住宅の再建などから、徐々に増加していくと予想される。

生産は、震災後は供給面の制約を背景に大きく低下したが、最近では、供給面の制約が和らぎ始めるもとの、持ち直しの動きもみられている。先行きについては、供給面での制約がさらに和らぐにつれ、増加が明確になっていくと考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、高値圏での横ばい推移となっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高の影響などから、上昇している。先行きについては、国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇幅が縮小していくとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスとなっている。先行きも、小幅のプラスで推移するとみられる。

## （２）金融環境

わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、

中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。実体経済活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いているほか、社債市場でも、全体としてみれば、発行環境が改善し、良好となっている。資金需要面をみると、このところ運転資金需要が増加する動きがみられている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅が縮小している。社債の残高は前年を上回っており、CPの残高は概ね前年並みとなっている。こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善した状態にあるが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。この間、マネーストックは、前年比2%台後半の伸びとなっている。

### (3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

「成長基盤強化を支援するための資金供給」は、6月8日に、第4回目として、8,296億円の貸付を実施した。その結果、総貸付残高は29,424億円と、新規貸付の最終実行期限まで1年間を残し、上限である3兆円にほぼ達した。本資金供給の特徴としては、対象先が153先まで増加していること、各金融機関が設定した投融資枠の総額は8.4兆円と、本資金供給の上限額の3倍に近い水準となったこと、投融資の対象分野は、例示18分野に加え、地場産業への取り組みなど、広範に及んでいること、投融資の平均期間は6.4年と、本資金供給の最長貸付可能期間である4年を超えていること、貸出運営が積極化した先の理由として「成長分野への取り組み強化」を掲げる先が多いことを指摘できる。これらの点を踏まえると、本資金供給は、金融機関による成長分野向け融資について、呼び水としての役割を相応に果たしてきたといえる。一方、出資については、少額にとどまっており、効果が限定的であった。また、一部金融機関から、本資金供給が金利引き下げ競争を助長しているとの批判が聞かれている。今後の取扱いについては、貸付枠をほぼ使い切った状態を最終実行期限まで続けるかどうか、また、本資金供給

を増額するとすれば、これまでの状況を踏まえてどのような工夫を講じることができるかが、論点である。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1．経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けており、先行きも回復を続けていくという見方を共有した。ただし、多くの委員は、海外経済の先行きを巡る下振れリスクが幾分高まっているとの認識を示した。

米国経済について、委員は、減速しつつも回復を続けているとの認識で一致した。個人消費について、大方の委員は、増加が続いているものの、バランスシート問題が引き続き重石となる中、既往の原油高による実質購買力の低下を受けて、増加テンポが足もと鈍化しているとの見方を示した。多くの委員は、住宅価格が軟調に推移し、住宅投資は低水準であると述べた。何人かの委員は、生産は増加基調にあるが、日本の震災に伴うサプライチェーン障害による下押しもあって減速していると指摘した。先行きについて、委員は、原油高が一服する中、サプライチェーン障害の影響が剥落すれば、新興国経済の高成長や緩和的な金融環境に支えられ、米国経済は回復を続けるとの見通しを共有した。ただし、何人かの委員は、家計はバランスシート問題を抱え、住宅市場の調整圧力が強いほか、原油価格を巡る不確実性が高いことを勘案すると、米国経済の回復テンポは緩く、下振れリスクに注意が必要であると指摘した。米国の金融市場について、何人かの委員は、事前予想対比下振れた経済指標の公表などを受けて、長期金利が幾分低下し、株価が軟調に推移するなど、米国経済の先行きに関する市場の見方がこのところ再び悲観的な方向に振れていると評価した。こうした中、何人かの委員は、米国経済の先行きに対する見方が楽観論と悲観論の間で大きく振れること自体が、先行きの不透明感を増すことを通じて、米国の企業や家計の成長期待を下押しする可能性があるとして述べた。

ユーロエリア経済について、委員は、ドイツなど中心国とソブリ

ン問題を抱えた周縁国との格差が大きい状態にあるものの、全体としては緩やかに回復しているという認識を共有した。ただし、複数の委員は、各国の財政再建の動きが重石となることもあって、ユーロエリアの回復テンポは緩やかにとどまると述べた。ギリシャのソブリン問題について、多くの委員は、債務再編を巡る各国政府やECBの意見の違いなどを受けて、金融・為替市場では先行き不透明感が強い状況が続いていると指摘した。また、何人かの委員は、ギリシャは当面の流動性を確保できるかもしれないが、政府債務の問題自体が解消しているわけではないと述べた。その上で、何人かの委員は、ECBは、インフレ圧力への対処が必要である一方、銀行の流動性需要に対応するための措置も求められており、難しい政策運営を迫られているとの見方を示した。

中国経済について、委員は高成長が続いているという認識で一致した。多くの委員は、自動車販売や生産が幾分減速しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けるなど、内需は全体として堅調に推移していると指摘した。大方の委員は、既往の金融引き締めの効果などから、中国経済の成長がやや鈍化していることについて、持続的な成長経路に移行していく可能性を高めるという点で望ましい動きと評価できると述べた。物価面については、何人かの委員が、金融引き締めにもかかわらず、インフレ圧力が高まった状態にあるとの懸念を示し、その中の複数の委員は、中国経済が物価と賃金の上昇スパイラルに入りつつある可能性に注意が必要であると述べた。中国経済の先行きのリスクについて、何人かの委員は、金融政策面からの対応の遅れが、短期的には景気を上振れさせる一方、やや長い目でみれば、景気の振幅を拡大し、結果として持続的成長を損なう可能性に、引き続き注意が必要であるとの見解を示した。また、ある委員は、中国経済が持続的成長を実現するためには、金融政策だけでなく、財政政策やマクロ・プルーデンス政策からの対応も望まれると付言した。

NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、日本からの部品出荷の停滞が一部の生産に影響しているものの、内外需とも総じて堅調であるとの見方を示した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関

する議論が行われた。委員は、景気の現状について、震災の影響により生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられているとの認識で一致した。

景気の現状について、委員は、前回会合後に公表された経済指標をみると、震災直後の3～4月の落ち込みはきわめて大きなものであったが、最近では供給面の制約が和らぎ始め、家計や企業のマインドも幾分改善しつつあるもとで、生産活動や国内民間需要に持ち直しの動きもみられているとの見方で一致した。また、大方の委員は、こうした生産活動の持ち直しの動き等は、震災直後の見通しと比べてやや前倒しで進捗していると述べた。生産について、多くの委員は、電力制約の緩和やサプライチェーンの修復を背景に、4月の鉱工業生産が小幅のプラスに転じたことを前向きに評価した。また、多くの委員は、企業からのヒアリング情報などを踏まえ、自動車メーカーが生産水準を引き上げる動きを本格化させていることに言及した。何人かの委員は、企業の成長期待は変化しておらず、機械受注や建築着工といった設備投資の先行指標は底堅さを維持していると述べた。家計について、多くの委員は、家計のマインドが幾分持ち直しており、百貨店売上高や新車販売、外食といった個人消費関連の指標も持ち直していると指摘した。ただし、何人かの委員は、外国人旅行客の減少もあって、旅行関連の戻りが鈍いことに対する懸念を示した。また、ある委員は、足もと、多くの経済指標が持ち直しているが、その水準はなお低いと指摘した。

景気の先行きについては、委員は、当面、生産面を中心に下押し圧力が残るとみられるが、その後は、供給面での制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくという見方を共有した。多くの委員は、サプライチェーンの復旧が進むほか、夏場の電力供給も、当初懸念していたほど大きな制約要因とはならないという見方が増えていることを勘案し、7～9月期には生産が震災前の水準に復帰する蓋然性が高まっていると指摘した。また、何人かの委員は、生産が持ち直してくれば、輸出も、海外経済の改善傾向を背景に、増加に転じるとの見方を示した。これらの点について、委員は、展望レポートで示した中心的な見通しに概ね沿ったものであるとの認識を

示した。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、震災の影響を中心に、当面、下振れリスクを意識する必要があるとの認識を共有した。海外経済を巡るリスクとして、何人かの委員は、米欧経済の先行き不透明感の高まりや欧州のソブリン問題の帰趨に注意が必要であると指摘した。また、多くの委員は、新興国・資源国については、このところ減速の兆しもみられるが、依然として上振れの可能性にも注意が必要であると述べた。多くの委員は、震災前と比べて経済活動の水準が低いことが所得形成を下押しする可能性などを指摘した。また、複数の委員は、円高基調が輸出企業のマインドに及ぼす影響への懸念を示した。ある委員は、中東・北アフリカの政治情勢が一段と緊迫したものになれば、国際商品市況が一段と上昇し、国内民間需要を下押しするリスクがあると述べた。やや長い目でみたりスクとして、大方の委員は、定期点検後の原子力発電所の運転が再開されない状況が続くことになれば、厳しい供給面の制約が長期間残り、企業の中長期的な成長期待が低下するおそれがあると述べた。その中のある委員は、震災前から人口動態の問題があることを加味すると、わが国の潜在成長率をやや厳しめに見積もる必要があるかもしれないと付言した。また、何人かの委員は、サプライチェーンの再構築・複線化の動きの中で、わが国製品の世界的なシェアが低下したり、生産拠点や部材調達先の海外シフトが加速するかもしれないとの見方を示した。一方、ある委員は、このところ、円高を追い風に日本企業が海外企業を買収するという動きが増えていると指摘した。こうした中、ある委員は、重要であるのは、足もとの回復に向けたモメンタムが年度後半以降も維持できるかどうかであるとしたうえで、景気回復の経路は、水準でみて震災前の想定よりも低くなる可能性が高く、リスクの面でも、下振れリスクをより強く意識していると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、これまでの動きは4月の展望レポート時の見通しに沿った動きであり、先行きも、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していく中で、小幅のプラスで推移するとの見方で一致した。ただし、複数の委員は、4月の生鮮食品を除く消費者物価の前年比がプラスとなったのは、高校授業料無償化の影響の剥落と、エネルギー価格の上昇によるも

のであり、それらを除いてみれば、消費者物価の実勢はなお弱く、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまでには、なお時間を要すると指摘した。先行きの物価を巡るリスク評価について、委員は、展望レポート時点から変化していないとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価の前年比が、8月に予定されている基準改定の結果、下方改定される可能性が高いとの認識を共有した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているが、中小企業を中心に一部で資金繰りに厳しさが窺われるとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。多くの委員は、企業の資金調達コストは低下傾向が続いており、企業からみた銀行の貸出態度についても、改善傾向が続いているとの見方を示した。企業金融について、多くの委員は、CP市場の発行環境は良好であり、発行レートも、震災前の水準に復していると述べた。大方の委員は、社債市場では、電力会社は発行できていないが、全体としてみると、発行量が着実に積み上がるなど、発行環境が改善し、良好となっていると指摘した。社債の発行レートについて、複数の委員は、震災前の水準に概ね戻っていると述べた。この間、大方の委員は、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りの厳しさが窺われる点には、引き続き、十分な注意が必要であると述べた。

## . 当面の金融政策運営等に関する委員会の検討の概要

### 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について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの金融政策運営について、委員は、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の見解で一致した。そのうえで、委員は、今後とも、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていくとの方針を確認した。

資産買入等の基金の運営について、一人の委員は、足もとの持ち直しを勧奨すると、現時点では基金の増額でマインドに働きかける切迫性はないが、物価の安定がなかなか展望できないリスクなどを考慮すると、長めの金利に働きかける追加緩和の潜在的な必要性は減じていないと述べた。別のある委員は、経済物価の見通しを踏まえると、景気回復のモメンタムを維持していく観点から、追加緩和の必要性は低下しておらず、その適切なタイミングを見極めていくことが重要であるとの見解を示した。一方、大方の委員は、震災直後に決定した追加緩和の枠組みのもとで、多様な金融資産の買入れを着実に進め、その効果波及を確認していくことが引き続き適当であるとの考えを示した。

この間、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについて、ある委員は、第2回以降の入札の応札状況や金融機関の動向などをみながら、政策効果を見極めていく必要があると述べた。

## 2. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」の取扱い

委員は、成長基盤強化を支援するための資金供給の実績についての評価として、金融機関がわが国経済の成長基盤強化に向けた自主的な取り組みを進めるうえでの、「呼び水」としての役割を果たしてきたという認識で一致した。この点に関して、多くの委員は、資金供給の対象先数が増加したことや、各金融機関の投融資枠の総額が本資金供給の貸出総額を大きく上回っていること、個別融資の平均期間が本資金供給の最長貸付可能期間を超えていることなどを指摘した。また、何人かの委員は、本資金供給は、日本経済全体の成長力の引き上げが重要であるという問題意識を高めた点でも、大きな役割を果たしたと述べた。他方、多くの委員は、本資金供給の副作用として、金融機関間の貸出金利の引き下げ競争や他行融資の肩

代わりを助長しているとの批判があることも指摘した。この点、ある委員は、金融緩和政策を進める中で、本資金供給だけを金融機関の利下げ競争激化の原因とする議論はバランスを欠いていると述べた。また、別のある委員は、金融機関が本資金供給を活用しながら成長分野の発掘に向けて競争的に取り組むこと自体は、否定的に捉えることではなく、むしろ政策の狙いでもあったとの見解を示した。何人かの委員は、対象先数・投融資枠の増加ペースが鈍化していることを踏まえると、競争助長という批判を招いていることは、現行措置の呼び水効果が逡減していることの表れの可能性もあると述べた。また、何人かの委員は、成長分野への出資などの取り組みについては、件数、金額をみても、呼び水効果が限定的であったとの評価を示した。

今後の取扱いについて、委員は、既に貸付枠の3兆円をほぼ使い切り、このままでは新規貸付が殆ど行えない状態にある中、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを支援する観点から、何らかの措置を講じることが適当であるとの見解を共有した。何人かの委員は、追加的な措置を講じることが、日本経済にとって成長力の引き上げが重要であるとのメッセージを引き続き発信していくためにも重要であると述べた。

その際の方向性として、多くの委員は、従来の枠組みによる効果が減衰していることなどを勘案すると、既存の枠組みにより単純に増額することは適当ではなく、出資等の資本性を有する資金供給や、従来型の担保・保証に依存しない融資を活発化させる工夫を行うことが適当ではないかと指摘した。

こうした議論を受けて、議長は、より具体的に討議を進めるため、執行部に対して、委員の意見を踏まえて本資金供給に何らかの措置を講じるとすれば、どのような仕組みが考えられるかについて、補足説明を求めた。

執行部は、補足説明として、以下の点を指摘した。

- 1 委員の意見を踏まえると、従来の貸付枠とは別に、資本性資金の供給や従来型の担保・保証に依存しない融資などを対象とする貸付枠を新設することが考えられる。

- 1 対象とする投融資としては、出資等の資本性を有する投融資や動産・債権担保融資（いわゆる「A B L」）等が考えられる。資本性資金の供給は、潜在的な成長性は高いものの、資本不足が制約となっている企業に、成長機会を与えることにつながる。A B Lは、不動産担保や人的保証に乏しい中小・新興企業等の資金調達の円滑化に資することに加え、金融機関が企業の成長性や収益性を見極める機能を強化することにもつながる。
- 1 貸付期間は、投融資を支援する観点と本行財務の健全性等への考慮のバランスをとれば、1回の貸付期間を従来の2倍の2年とすることが考えられる。また、借り換え可能回数は1回とし、最長の貸付可能期間は従来と同じく4年間とすることが適当と考えられる。
- 1 貸付総額は、金融機関における出資やA B L等の実施状況も踏まえ、5,000億円としてはどうか。その場合、極端な集中が生じないよう、対象先金融機関毎の貸付額は500億円を上限とすることが考えられる。
- 1 対象投融資の期間や最低金額などにつき、金融機関が利用しやすいような工夫を加えることが考えられる。

委員は、具体的な制度設計について追加的な議論を行い、基本的には、執行部の説明した仕組みで追加的な措置を講じることが適当との見解で一致した。この間、貸付総額については、ある委員が、既に対象となった出資の実績が少額であること等を勘案すると、金額はさほど大きくなってよいのではないかと指摘した。これに対し、何人かの委員は、日本銀行の取り組み姿勢を示す観点から、5,000億円程度の規模は必要であり、結果として実績がこれを大きく下回ったとしてもかまわないとの意見を述べた。また、ある委員は、貸付期間について、投融資を支援する観点から、2年という期間は適当であるが、これは日本銀行の資金供給手段としては歴史的にみても異例の長さであることも意識する必要があると指摘した。新規貸付の受付期限について、多くの委員は、出資もA B Lも従来の枠組みで排除されていないことも考慮すると、従来の資金供給と同じ2012年3月末とすることが適当であるとの見方を示した。何人かの委員は、出資やA B L等の実情に合わせて、最低額の引下げに加え、対

象となる個別投融資を残高ベースで把握することや、具体的な投資案件が未決定の段階でも、投資ファンドへの出資を対象とするなどの工夫も必要であると述べた。何人かの委員は、ABLが日本で普及していくためには、動産担保の評価などのノウハウの蓄積や環境整備などに向けて、日本銀行を含む関係者の努力が必要であることを指摘した。

この間、本資金供給と復旧・復興支援との関係を巡って、何人かの委員は、復興に関連した資金需要が本格的に強まる時期は、しばらく後になる可能性が高いと指摘した。こうした認識を踏まえて、複数の委員は、復興支援については、今後の復興資金需要の出方や、それに対する民間金融機関の取り組み、あるいは政府等による支援の状況も踏まえつつ、日本銀行としてどのような貢献の仕方があり得るのか、改めて検討していくことが適当であると述べた。

以上の議論を踏まえて、議長は、成長基盤強化を支援するための資金供給の取扱いに関する委員の意見がほぼ収まっているとの見解を示し、他の委員がそれに同意したことから、本会合において、基本要領を含む具体的な制度の詳細を決定することとなった。これを受けて、執行部は基本要領の案を作成し、説明を行った。その後、政策委員による検討が行われ、最終的な付議文案として「『成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則』の制定に関する件」が作成された。

## ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、東日本大震災の影響により、弱い動きとなっている。先行きについても、当面弱い動きが続くと見込まれている。また、原発の問題の影響等を背景としたマインドの悪化も含め、不確実性がきわめて高い状況にある。海外経済の動向や為替レートの変動などにより、景気が下押しされるリスクにも注意が必要である。
- 1 現在、平成 23 年度第 1 次補正予算を活用し、仮設住宅や被災者の雇用の確保等の生活支援、瓦礫処理・インフラ施設の復旧等に全力

で取り組んでいる。その上で、足りないものがないか、復興をどうするかを、第2次補正予算も含め、しっかり検討していく。

- 1 政府としては、財政・社会保障の持続可能性の確保、信認維持についても着実な取り組みを進めることとしている。現在、議論を進めている社会保障と税の一体改革については、6月2日の社会保障改革に関する集中検討会議において、社会保障の維持・強化とそれを支える必要財源の確保のあり方に関する社会保障改革案が取りまとめられ、6月末までに成案を得るべく議論を進めていく。また、中期財政フレームについては、年央に改定し、経済成長、社会保障改革と一体的に財政健全化を着実に推進していく。さらに、政府は、電力制約の克服、安全対策の強化に加え、短期・中期・長期からなる革新的エネルギー、環境戦略を検討することとしている。
- 1 日本銀行におかれては、必要と判断される場合には適切な措置を講じていく方針を示されているが、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況、海外経済の動向等を踏まえ、果敢な金融政策対応をお願いしたい。また、本日、提案があった成長基盤強化のための資金供給の新たな貸付枠の設定については、政府の新たな成長を実現するための取り組みを後押しするだけでなく、金融面の新たな手法を拡げることで、日本経済の活性化に資するものと考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 1～3月期の実質GDP成長率は、年率-3.5%となった。わが国の景気は、当面は弱い動きが続くと見込まれるが、その後は、サプライチェーンが今後も着実に復旧していくなど、生産活動の回復に伴い持ち直していくことが期待される。ただし、電力供給の制約や原発問題、世界経済の動向などの景気下振れリスクが存在することには、十分留意が必要である。
- 1 物価については、エネルギー価格やその他の特殊要因を除いた物価の基調については下落が続いているなど、依然として緩やかなデフレ状況にある。当面、震災の影響により景気の弱さが続くことが懸念される中で、供給制約やエネルギー価格などの高騰によるコスト上昇圧力が实体经济に与える影響については、十分注意していく必要がある。

- 1 政府としては、震災からの早期立ち直りのため、平成 23 年度第 1 次補正予算を迅速に執行するとともに、今後の補正予算等については、復興のあり方を踏まえ、構じるべき施策の必要性・緊急性などを見極めつつ、着実に検討していく。同時に、政府推進指針に基づき、日本経済の潜在的な成長力を回復するための取り組みを強化していく。なお、社会保障・税一体改革は 6 月 20 日には政府・与党で成案をまとめる方針である。
- 1 日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を金融面から支えるため、引き続き、被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施するようお願いする。また、本日提案のあった新たな成長基盤強化支援の取り組みについては、時宜にかなったものと評価する。日本銀行におかれては、政府と政策推進指針に示されたマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、引き続き、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするようお願いする。

## ・採決

### 1 . 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

## 2. 「成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則」の制定に関する件

次に、「『成長基盤強化を支援するための資金供給における出資等に関する特則』の制定に関する件」が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

## . 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙1＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## . 議事要旨の承認

議事要旨（5月19、20日開催分）が全員一致で承認され、6月17日に公表することとされた。

## . 先行き1年間の金融政策決定会合の開催予定日の承認

最後に、2011年7月～2012年6月の金融政策決定会合の開催予定日が、別紙2のとおり、承認され、即日公表することとされた。

以 上

## 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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注1)</sup>）。

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. わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が続いているが、持ち直しの動きもみられている。すなわち、生産や輸出は、震災後に大きく低下し、国内民間需要も弱い動きとなった。こうした下押し圧力はなお続いているが、最近では供給面の制約が和らぎ始め、家計や企業のマインドも幾分改善しつつあるもとの、生産活動や国内民間需要に持ち直しの動きもみられている。この間、金融環境をみると、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスとなっている。

3. 先行きのわが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が残るとみられる。その後は、供給面での制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移するとみられる<sup>(注2)</sup>。以上を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復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、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員。  
反対：なし。

(注2) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

性が大きい。海外経済については、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国については、このところ減速の兆しもみられるが、依然として上振れの可能性にも注意が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加につながる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。以上様々な要因はあるが、当面は、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識する必要がある。

物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、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。

5．昨年夏以来実施している成長基盤強化を支援するための資金供給は、金融機関の自主的な取り組みを進めるうえでの「呼び水」としての役割を果たしてきている。金融機関の取り組みをさらに後押ししていく観点から、資本性資金の供給や従来型の担保・保証に依存しない融資に着目し、今後、これを支援していくことが適切と考えられる。こうした判断に基づき、今回の会合では、出資や動産・債権担保融資（いわゆる「ABL」）などを対象として、新たな貸付枠を設定することを決定した（別添参照）。日本銀行としては、今回の措置によって、金融機関が、金融面の手法を一段と広げ、わが国経済の成長基盤の強化に向けて、さらに活発に取り組むことを期待している。

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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

成長基盤強化支援資金供給における新たな貸付枠の概要

1．対象とする投融資

(1) 出資等(資本性を有する投融資)

(2) 動産・債権担保融資(いわゆる「ABL」)等、不動産担保および人的保証に依存しない融資

2．対象先金融機関

成長基盤強化支援資金供給の対象先金融機関

3．資金供給方式

共通担保を担保とする貸し付け

4．貸付期間

原則2年とし、1回の借り換えを可能とする(最長4年)。

新規貸付は、四半期に1回の頻度で実施する予定。

5．貸付利率

0.1%

6．貸付総額

5千億円(従来の3兆円の貸付総額とは別に設定する)

7．対象先金融機関毎の貸付限度額

(1) 貸付残高の上限は500億円(従来の1,500億円の上限とは別に設定する)

(2) 各対象先金融機関は、2010年4月以降に行った出資等とABL等の残高の範囲

内で、借入れを行うことができる。

本貸付枠の対象となる個別投融資の期間は限定しない（従来は、1年以上）。また、対象となる1件当たりの金額を1百万円以上まで引き下げる（従来は、1千万円以上）。

投資ファンド向けは、具体的な投資案件が未決定の段階でも、出資した時点で資金供給の対象とする（但し、1年後を目途に確認を行い、投融資実績がない場合には期日前返済となる）。

## 8．貸付受付期限

2012年3月末（新規貸付の最終実行期限は同年6月末）

以 上

2011 年 6 月 14 日  
日 本 銀 行

## 金融政策決定会合等の日程 (2011 年 7 月 ~ 2012 年 6 月)

	会合開催	議事要旨公表	経済・物価情勢の 展望(基本的見解) 公表	(参考) 金融経済月報 公表
2011 年 7 月	11 日<月>・12 日<火>	8 月 10 日<水>		13 日<水>
8 月	4 日<木>・5 日<金>	9 月 12 日<月>		8 日<月>
9 月	6 日<火>・7 日<水>	10 月 13 日<木>		8 日<木>
10 月	6 日<木>・7 日<金> 27 日<木>	11 月 1 日<火> 11 月 21 日<月>	27 日<木>	11 日<火>
11 月	15 日<火>・16 日<水>	12 月 27 日<火>		17 日<木>
12 月	20 日<火>・21 日<水>	1 月 27 日<金>		22 日<木>
2012 年 1 月	23 日<月>・24 日<火>	2 月 17 日<金>		25 日<水>
2 月	13 日<月>・14 日<火>	3 月 16 日<金>		15 日<水>
3 月	12 日<月>・13 日<火>	4 月 13 日<金>		14 日<水>
4 月	9 日<月>・10 日<火> 27 日<金>	5 月 7 日<月> 5 月 28 日<月>	27 日<金>	11 日<水>
5 月	22 日<火>・23 日<水>	6 月 20 日<水>		24 日<木>
6 月	14 日<木>・15 日<金>	未 定		18 日<月>

(注) 各公表資料の公表時間は原則として以下のとおり。

「議事要旨」 . . . . . 8 時 50 分

「経済・物価情勢の展望」基本的見解 . . . . . 15 時

背景説明を含む全文 . . . . . 翌営業日の 14 時

(ただし、「経済・物価情勢の展望(2012 年 4 月)」の背景説明  
を含む全文は 4 月 28 日<土>の 14 時に公表)

「金融経済月報」 . . . . . 14 時

(「概要」の英訳は 14 時、全文の英訳  
は翌営業日の 16 時 30 分)

(23年7月11、12日開催分)

(開催要領)

1. 開催日時：2011年7月11日(14:00～16:08)  
7月12日(9:00～13:15)

2. 場 所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総 裁)
	山口廣秀	(副 総 裁)
	西村清彦	( 〃 )
	中村清次	(審議委員)
	亀崎英敏	( 〃 )
	宮尾龍蔵	( 〃 )
	森本宜久	( 〃 )
	白井早由里	( 〃 )
	石田浩二	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省	木下康司	大臣官房総括審議官	(11日)
	櫻井 充	財務副大臣	(12日)
内閣府	梅溪健児	政策統括官(経済財政運営担当)	(11日)
	福山哲郎	内閣官房副長官	(12日)

(執行部からの報告者)

理事	山本 謙三
理事	中曾 宏 (12日)
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹 (12日)
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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 (12日)
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	峯岸 誠

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（6月13～14日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.07%前後で推移した。

### 2. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、資金余剰感が一段と強まっており、長めのターム物を中心に、金利は緩やかに低下している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。短国レートは、総じて0.1%を僅かに上回る水準で推移しており、1年物などのやや長めのゾーンにも低下圧力が波及している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、総じて1.1%台で推移している。株価は、鉱工業生産指数の回復や米国株価の上昇などを受けて、上昇しており、日経平均株価は、このところ10千円前後で推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、狭いレンジ内での動きとなり、足もとでは81円前後で推移している。

### 3. 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しつつも回復を続けている。個人消費は、雇用環境の緩やかな改善を背景に増加を続けているが、バランスシート問題が引き続き重石となる中、既往の原油高による実質購買力の低下を受けて、伸びが足もと鈍化している。住宅投資については、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で推移している。一方、輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、日本の震災に伴うサプライチェーン障害による下押しもあって減速しているが、増加基調を維持している。物価面では、

---

<sup>1</sup> 「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。」

財市場や労働市場の緩和的な需給環境を背景に、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の上昇テンポは緩やかなものにとどまっている。総合ベースの消費者物価については、既往の国際商品市況上昇の影響から、前年比プラス幅が拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出や生産は、海外経済の減速を受けて増勢が鈍化しているが、個人消費や民間設備投資は、ドイツを中心に緩やかな増加を続けている。物価面をみると、緩和的な需給環境が、なお物価抑制圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。この間、英国経済は、減速しつつも回復基調を辿っている。

アジア経済をみると、中国経済は、高成長を続けている。自動車販売や生産が幾分減速しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けるなど、内需は全体として堅調に推移している。インド経済も、既往の金融引き締めの影響から、幾分減速感がみられているが、なお高めの成長を続けている。N I E s、A S E A N経済は、日系自動車メーカーの大幅減産の影響もあって、生産は足もと減少しているものの、内需が底堅く推移しており、景気の回復基調が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格の上昇や、労働・資本など生産要素の稼働水準の高まりを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米国の景気減速懸念やギリシャ債務問題を巡る不透明感などから、6月末にかけて、米欧の株価や長期金利に低下圧力のかかる状態が続いた。もともと、その後は、ギリシャへの当面の金融支援の枠組みが固まったことを受けて、投資家のリスク回避姿勢が後退し、株価と長期金利はともに反発した。この間、欧州周縁国の国債利回りの対独スプレッドは足もと縮小してきているが、依然、既往ピーク圏内での不安定な動きが続いている。

#### 4. 国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

輸出は、震災に伴う供給面の制約が和らぐ中で、増加に転じてい

る。先行きについては、供給面の制約がさらに和らぐもとで、海外経済の改善を背景に、増加を続けると考えられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、設備投資は、総じて持ち直している。先行きについては、被災した設備の修復もあって、徐々に増加していくとみられる。

雇用・所得環境は、震災の影響もあって、厳しい状態が続いている。

個人消費は、一部で弱い動きが続いているが、生産活動が回復し、家計マインドも幾分改善するもとで、全体としては持ち直しつつある。先行きは、生産活動が回復するにつれて、家計のマインド改善もあって、持ち直していくとみられる。

住宅投資は、震災の影響により弱めとなっていたが、このところ持ち直しに向けた動きがみられる。先行きは、供給制約の緩和や被災住宅の再建などから、徐々に増加していくと予想される。

生産は、震災後に大きく落ち込んだ後、供給面の制約が和らぐ中で、このところ持ち直しの動きが明確になっている。先行きについては、供給面の制約がさらに和らぐにつれ、持ち直しを続けると考えられる。

物価面をみると、国際商品市況は、やや反落したあと、高値圏での横ばい推移となっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の反落により、上昇幅が縮小している。先行きについては、国際商品市況の動きを反映して、当面、横ばい圏内の動きになるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスで推移している。先行きも、小幅のプラスで推移するとみられる。

## （2）金融環境

わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いている。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストも低水準で推移している。実体経済活動や物価との関係でみ

ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場では、全体としてみれば、良好な発行環境となっており、発行体の裾野に拡がりが見られている。資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きが見られている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅が縮小している。社債、CPとも、残高は前年を上回っている。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先が見られているが、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、緩やかな回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。ただし、何人かの委員は、海外経済の先行きを巡り、景気については下振れリスク、物価については、新興国を中心に上振れリスクが幾分高まっているとの認識を示した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、足もと減速しているとの認識を共有した。多くの委員は、既往の原油価格上昇による実質購買力の低下や、日本の震災に伴うサプライチェーン障害の影響などから、個人消費や生産の伸びが鈍化していると指摘した。もっとも、何人かの委員は、原油価格は5月の反落後、このところ横ばい圏内で推移しているほか、日本からの部品供給も再開していることから、景気減速は一時的なものにとどまるとの見方を示した。そのうえで、これらの委員は、今後、米国経済は、緩和的な金融環境にも支えられ、成長テンポを再び回復していくとの見通しを述べた。この点について、ある委員は、新興国経済の成長などを背景に、企業収益は好調を維持しており、設備投資も、基調的にみれば堅調に推移していることから、先行き、緩やかな景気回復のモメンタムは維持されるとの見方を示した。一方、多くの委員は、雇用や住宅市場の回復の遅れを指摘したうえで、バランスシート問題が引き続き重石として作用しており、景気回復に弾みがつきにく

い状況はしばらく続くとの認識を示した。ある委員は、金融危機後、家計所得の期待成長率が大幅に低下し、現在も低迷したままであることを踏まえると、経済の潜在的な成長力自体が下振れている可能性もあると指摘した。

ユーロエリア経済について、委員は、好調を維持するドイツと、ソブリンリスク問題を抱えた周縁国の格差は大きいものの、全体としては緩やかに回復しているとの認識を共有した。先行きについて、何人かの委員は、各国の財政再建の動きが重石となることもあって、回復テンポは、引き続き緩やかなものにとどまる可能性が高いと述べた。ギリシャのソブリンリスク問題について、何人かの委員は、同国に対する当面の流動性支援策が固まり、危機はひとまず回避されたが、政府債務の削減という本質的な課題が解決された訳ではなく、他の周縁国に問題が伝播する可能性も否定できないと指摘した。ある委員は、国内の反対から財政再建や構造改革が進まず、予定されていた金融支援が滞ったり、対ギリシャ民間債権者の負担のあり方を巡り、将来の追加金融支援に関する議論が難航する可能性もあると付け加えた。多くの委員は、周縁国のソブリンリスク問題については、今後とも、様々なイベントをきっかけに国際金融市場を不安定化させるリスクがあると述べ、欧州金融機関に対するストレステストの結果を含め、細心の注意を払ってみていく必要があると述べた。なお、ある委員は、欧州中央銀行による利上げの動きは、ドイツなど経済が好調な国にとっては必要であるが、周縁国にとっては状況の厳しさに追い討ちをかけるものであり、その影響についても、しっかり点検していくことが必要と指摘した。

中国経済について、委員は、内需を中心に高めの成長を維持しているとの認識を共有した。もっとも、何人かの委員は、自動車販売や生産が幾分減速するなど、このところ成長テンポが鈍化してきていると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、ある程度の景気減速は、世界経済の持続的な成長という観点から、むしろ望ましい動きと評価できると述べた。物価面について、多くの委員は、金融引き締めや景気の減速にもかかわらず、6月の消費者物価指数が前年比 6.4%と高い伸びを示すなど、インフレ圧力の強い状況が続いていると指摘した。ある委員は、最近の大幅な賃金引き上げの動きを踏まえると、可能性は小さいものの、賃金と物価がスパイラル的に上昇するリスクもあるとの認識を示した。何人かの委員は、金融引き締めの動きは必要かつ望ましい調整といえるが、それが不十分で

あれば、インフレの深刻化とその先の景気急落、それが行き過ぎれば、世界経済の過度の停滞を招くという点で、政策当局は難しい舵取りを迫られていると指摘した。複数の委員は、中国経済が持続的成長を実現するためには、銀行部門が抱える期間や流動性のミスマッチ、不動産やインフラ向け貸出に関する信用コストの状況などにも目を配り、プルーデンス政策面からも、適切な対応を講じていくことが望まれると付け加えた。

NIEs、ASEAN経済について、何人かの委員は、日本の震災の影響もあって、生産や輸出の増勢が足もと鈍化しているが、内需は底堅く、景気の回復基調は続いているとの見方を示した。ある委員は、一部の国における大幅な賃金引き上げや不安定な政情が、インフレ圧力の一段の強まりにつながるリスクがあると指摘した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。委員は、わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直しているとの認識で一致した。

景気の現状について、大方の委員は、震災後に大きく落ち込んだ生産活動は、供給面からの下押し圧力が弱まる中で、このところ持ち直しの動きが明確になっていると述べた。また、委員は、輸出が増加に転じているほか、国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとの、持ち直しつつあるとの見方を共有した。生産の動きに関連し、大方の委員は、サプライチェーンが当初の見通しを上回るペースで着実に修復されてきていると指摘した。当面の電力供給についても、多くの委員は、供給能力の増強に加え、企業や家計における節電や需要平準化の工夫などにより、当初懸念されていたほどには、経済活動の大きな制約要因になっていないと述べた。何人かの委員は、企業からのヒアリング情報も加味すれば、生産の実勢は、9月までのいずれかのタイミングで、震災前の水準に回復するとの見通しを述べた。多くの委員は、5月の輸出が、3か月振りに増加したことに言及し、その理由として、自動車関連の生産の持ち直しなどを挙げた。輸出から輸入を差し引いた純輸出について、ある委員は、海外からの部材調達や原燃料輸入の増加により、短期的には伸び悩む可能性が高いものの、今後、輸出が回復していくにつれて、純輸出も改善していくとの見方を示した。企業の設備投資について、多くの委員は、6月短観における2011年度の設備投資計画が、製造業を中心に3月調査対比で上方修正されるなど、総じて持ち直しているとの認識を示した。一方、ある委員は、非製

造業の中小企業については、この時期の通常の修正パターンと異なり、設備投資が下方修正されていると述べ、業況判断の見通しが悪化していることと合わせ、留意が必要と指摘した。個人消費について、多くの委員は、新車登録台数や家電販売、百貨店売上高が増加するなど、全体として持ち直しつつあるとの認識を示した。何人かの委員は、6月の景気ウォッチャー調査など、消費者コンフィデンス指標の動きを取り上げ、家計マインドもこのところ改善してきていると述べた。もっとも、何人かの委員からは、原発問題を巡る風評被害や外国人旅行客の戻りの鈍さなどから、旅行関連を始め、サービス業の回復が遅れているとの懸念が示された。

景気の先行きについて、委員は、供給面の制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた復興需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。2012年度についても、多くの委員は、民間および政府の復興需要の増加が続くと見込まれることから、潜在成長率を上回るペースで景気が回復していくとの認識を示した。一方、ある委員は、震災前の想定に比べ、水準でみて、より下方にシフトした緩やかな回復経路を辿る可能性が高いと述べた。その理由として、この委員は、震災後の生産・消費の落ち込みに伴う賃金・雇用の抑制のほか、電力コストの増加や円高基調などを背景とする海外生産シフトの加速と、それによる成長期待の低下などを挙げた。

続いて、わが国の物価に関する議論が行われた。何人かの委員は、このところ国際商品市況が横ばい圏内の動きとなっていることを背景に、わが国の国内企業物価の上昇ペースは、足もと鈍化していると指摘した。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していく中で、足もと、先行きとも、小幅のプラスで推移するとの見方を共有した。ある委員は、食料品・エネルギーを除いた消費者物価指数が、5月に前年比+0.1%と、2008年10月以来のプラスに転じたことや、物価上昇品目数から下落品目数を差し引いた値のマイナス幅が着実に縮小していることについても、マクロ的な需給バランスの改善が影響していると指摘した。ある委員は、地方を含め、既往の国際商品市況の上昇に伴うコスト増加分を、企業が製品価格に転嫁する動きがみられると述べた。一方、ある委員は、先行きの需要全般を慎重に捉える自らの見通しを前提とすれば、国際商品市況の上昇が、エネルギー

ギーや食料品の価格を通じて消費者物価に波及する度合いは、限定的なものにとどまるとの認識を示した。このほか、委員は、8月に予定されている消費者物価指数の基準改定により、同指数の前年比は下方改定される可能性が高いとの認識で一致した。具体的な改定幅について、何人かの委員は、事前に正確に見積もることは困難との認識を示したが、ある委員は、僅かではあるが、前年比がマイナスの領域に一旦戻る可能性もあると述べた。そのうえで、これらの委員は、前年比の値が変わることによって、企業や家計の予想物価上昇率が変化したり、それが経済・物価動向に影響を与えることがないか、しっかりと目配りしていくことが重要であるとの認識を示した。ある委員は、デフレ脱却に至る展望への影響の有無についても、注意を要すると付け加えた。なお、複数の委員は、本年10月に、たばこ税や損害保険料の引き上げに伴う消費者物価の前年比押し上げ要因が剥落することも、念頭に置いておく必要があると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、落ち着いて推移しているとの認識を共有した。何人かの委員は、資金余剰感の強まりなどを背景に、このところ、6か月や1年物の短国レートなど、長めのターム物レートにも金利低下圧力が波及してきていると述べた。多くの委員は、企業の資金コストは低水準横ばいの動きとなっており、6月短観の結果をみても、企業からみた金融機関の貸出態度は、引き続き改善傾向にあると指摘した。この間、CP市場の動向について、委員は、良好な発行環境が続いているとの認識で一致した。社債市場について、何人かの委員は、電力債に関しては、引き続き、発行体と投資家の目線が揃わない状況が続いていると指摘した。もっとも、多くの委員は、高格付社債のスプレッドが、震災前と概ね同じ水準まで低下しているほか、低格付社債の発行体の裾野に拡がりが見られるなど、良好な発行環境を取り戻しているとの認識を示した。この間、企業の資金繰りについて、多くの委員は、短観や各種のアンケート調査によると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先が見られるものの、総じてみれば、震災直後の状況に比べて改善した状態にあると述べ

た。何人かの委員は、特に中小・零細企業の資金繰りについては、今後の復興需要の出方などと合わせ、引き続き、注意してみていく必要があると指摘した。

### 3. 中間評価

以上のような情勢認識を踏まえ、大方の委員は、2011年度の成長率は、4月の展望レポートの見通しに比べて幾分下振れるとの認識を示した。その理由として、多くの委員は、震災直後の経済の落ち込みが予想よりも大きく、2010年度第4四半期が大幅なマイナス成長となったため、2011年度にかけての発射台が下振れたこと（統計上の「ゲタ」の下振れ）を指摘した。ある委員は、発電用燃料の調達増加などを背景とする輸入の上振れも、成長率の下方修正要因として付け加えた。また、多くの委員は、わが国経済が、本年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくという展望レポートのシナリオは維持されており、2012年度の成長率については、概ね4月時点の見通しに沿って推移するとの認識を示した。物価面では、多くの委員が、国内企業物価、消費者物価（除く生鮮食品）ともに、概ね4月の見通しに沿って推移するとの見方を示した。この間、複数の委員は、自らの経済・物価見通しについて、展望レポートの見通しの範囲内ではあるが、その下限近くであると述べ、このうち一人の委員は、先行きの成長率と物価の見通しは、4月時点に比べて幾分下振れているとの認識を示した。

続いて、委員は、先行きの見通しを巡るリスク要因について、議論を行った。多くの委員は、景気面では、震災後の供給面の制約に伴う短期的な下振れリスクについては、サプライチェーンの急速な修復や電力需給の改善などから、後退しているとの認識を示した。一方、何人かの委員は、震災の家計マインド等を通じる影響には、なお注意を要すると述べた。この点に関し、ある委員は、6月短観において、宿泊・飲食サービスの業況感が、先行きも大幅な「悪い」超のままであることが気掛かりであると述べた。また、多くの委員は、やや長い目でみた電力の供給制約については、不確実性が幾分増していると述べ、以下の点で、日本経済にマイナスの影響を与える可能性があるとして指摘した。すなわち、多くの委員は、今後、多くの原子力発電所が停止した場合には、電力供給量の面で制約が生じ、生産活動の下押し要因となりうるほか、電力コストに上昇圧力がかかり、その分、企業収益や家計の実質購買力が圧迫され、設

備投資や個人消費が抑制される可能性がある」と指摘した。また、多くの委員は、より長期的な観点からは、電力の安定供給に対する懸念やコストの増加が、企業の海外シフトの動きを強め、日本経済の成長期待が低下するリスクも、認識しておく必要があると述べた。このうちのある委員は、こうした中長期的な海外シフトは、わが国の潜在成長率の低下を引き起こすものであり、循環的な意味での景気の下振れリスクとはやや性格が異なるとの認識を示した。海外経済について、多くの委員は、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要であるとの認識を示した。多くの委員は、新興国についても、今後、物価安定と成長が両立するかたちで、ソフト・ランディングできるかどうか、しっかりとみていく必要があると述べた。ある委員は、一地域の経済の下振れの影響が、地域をまたいで相乗的に拡大する可能性も、完全には否定できないと指摘した。

物価面のリスク要因について、何人かの委員は、世界経済が減速しつつも回復を続けている中、国際商品市況が一段と上昇し、わが国の物価が上振れる可能性があるとの認識を示した。一方、何人かの委員は、消費者物価指数の基準改定の影響を含め、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があると指摘した。この点に関し、何人かの委員は、個々の消費者が、指数が下方改定された事実をみて、直ちに中長期的な予想を変えるといったことにはならないのではないかと、との見方を示した。一方、複数の委員は、物価指数と給与の関係を考えれば、予想物価上昇率が下方にシフトする可能性もあるのではないかと指摘した。この間、何人かの委員は、経済にとって重要なのは、短期ではなく、中長期の予想物価上昇率であると改めて指摘し、現在、概ね1%で安定している中長期の予想物価上昇率の動向が、今後の点検のポイントになると述べた。

### Ⅲ. 「米ドル資金供給オペレーション等の期限延長」に関する執行部からの説明の概要

執行部より、ニューヨーク連邦準備銀行から申し出のあった米ドル・スワップ取極の期限延長、および日本銀行による米ドル資金供給オペレーションの期限延長に関し、以下の説明があった。

- 今般、ニューヨーク連邦準備銀行から、各国中央銀行（カナダ銀

行、イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行、日本銀行)との米ドル・スワップ取極の期限を、2012年8月1日まで延長することとしたいとの申し出があった。これに応じるかたちで、日本銀行を除く各国中央銀行は、6月29日に同取極の延長を公表した。その際、日本銀行も、7月の金融政策決定会合において、延長を検討する旨を公表した。

- 現在、わが国金融機関の外貨資金繰りに特段の懸念が生じている訳ではないが、各国中央銀行との協調の観点を踏まえつつ、金融調節の円滑化を図るとともに、金融市場の円滑な機能の維持および安定性の確保に資するため、申し出どおり同取極の期限を延長し、合わせて、米ドル資金供給オペレーションの期限も2012年8月1日まで延長することが適当と考えられる。
- このため、「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等、関連する基本要領等の一部改正を行うこととし、適宜の方法で対外公表することとしたい。

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する委員会の検討の概要

##### 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について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

先行きの金融政策運営について、委員は、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の見解で一致した。そのうえで、委員は、今後とも、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていく方針であることを確認した。

資産買入等の基金の運営について、ある委員は、足もとの経済の持ち直しを勘案すると、現時点では基金の増額でマインドに働きかける切迫性はないが、物価の安定がなかなか展望できないリスクなどを考慮すると、長めの金利に働きかける追加緩和の潜在的な必要

性は、なお減じていないと述べた。別のある委員は、企業や家計のマインド改善の動きを持続させ、経済の持ち直しの動きをより確かなものとするを通じて、デフレ脱却時期の見通しをより早めるなどの観点から、追加緩和を行う必要性を認識しているが、今しばらくデータの蓄積を待って判断したいと述べた。一方、ある委員は、金融政策上の追加対応を検討する必要がある状況として、経済・物価に関する中心シナリオが大きく下方修正されたり、下振れリスクが高まっている場合、あるいは、金融市場の機能が低下している場合などを挙げ、そのうえで、現在の経済金融情勢を踏まえれば、追加的な対応は不要と判断していると述べた。別のある委員は、資産買入等の基金については、震災後も、リスク・プレミアムの縮小や長短金利の低位安定化など、その効果を発揮していると述べた。こうした点を踏まえつつ、多くの委員は、震災後に決定した追加緩和措置にしたがって、金融資産の買入れを着実に進め、その効果の波及を確認していくことが、引き続き適当であるとの見解を示した。

このほか、複数の委員は、日本銀行の政策スタンスを市場参加者にしっかりと理解してもらうためにも、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続するという確固たる方針を、機会を捉えて繰り返し説明していく必要があると述べた。

前回会合で設定した成長基盤強化支援資金供給における新たな貸付枠について、ある委員は、地域金融機関から、本措置の対象は中小・ベンチャー企業向けの競合が起こりにくい分野が中心であり、地域の資金ニーズに積極的に対応していきたいといった声が寄せられたことを紹介した。この間、別のある委員は、企業の中には、A B L（動産・債権担保融資）の利用によって、通常の担保が不足しているとの憶測が生じることを懸念している先があると指摘した。何人かの委員は、わが国でA B Lの認知度を高めていくためには、コミュニケーション上の工夫を含め、日本銀行としても引き続き努力していく必要があると述べた。

## 2. 米ドル資金供給オペレーション等の期限延長

委員は、執行部から説明のあった、米ドル資金供給オペレーション等の期限延長について議論を行った。何人かの委員は、これまでのところ、わが国金融機関のドル資金調達に不安は生じておらず、実際、オペの実績をみても、昨年8月以降、応札がない状況が続い

ていると述べた。ただし、ある委員は、欧州のソブリンリスク問題に加え、電力供給不安や原発問題などに対する国際的な懸念などが、先行き、日本の金融機関の外貨調達環境に影響を与える可能性も否定できないと指摘した。これらの点も踏まえ、大方の委員は、最近利用実績はないとはいえ、こうした資金供給の仕組みの存在自体が、金融市場に安心感をもたらす効果は大きいと述べた。加えて、何人かの委員は、国際金融市場が完全には安定していない中で、日本銀行が米欧中央銀行と協調行動をとることは、各国中央銀行が一体となって、国際金融市場の安定を図るメッセージとして、大きな意義があるとの認識を示した。こうした議論を経て、委員は、ニューヨーク連邦準備銀行からの申し出に応じ、米ドル・スワップ取極の期限を延長するとともに、米ドル資金供給オペレーションの期限についても、2012年8月1日まで延長することが適当であるとの見解で一致した。

## V. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済情勢をみると、このところ上向きの動きがみられるが、震災の影響により依然として厳しい状況にある。また、電力供給の制約や原子力災害、原油高の影響に加え、為替レートの変動や海外経済の回復がさらに緩やかになること等により、景気が下振れするリスクには引き続き注意が必要である。
- 政府としては、7月5日、平成23年度第2次補正予算の概算を閣議決定した。本補正予算では、当面の復旧対策に万全を期すための経費を計上している。財源については追加の国債を発行せず、平成22年度決算剰余金で賄うこととしている。今後、7月中のできるだけ早い時期の提出を目指し作業を進めていく。本補正予算の速やかな成立を図り、震災からの復旧・復興に取り組んでいく。
- 6月30日には、政府・与党社会保障改革検討本部において、「社会保障・税一体改革成案」が取り纏められた。社会保障改革の安定財源確保とともに、財政再建を同時に達成することは、内外の市場の信認の維持等の観点からもきわめて重要である。また、政府は、6月24日、東日本大震災復興対策本部を立ち上げ、東日本大震災復興構想会議から頂いた提言も踏まえ、本格復興に向けた施策の具体化について検討を進めており、引き続き間断なく迅

速に復旧から復興へと取り組んでいく。

- 日本銀行におかれても、今後とも震災が経済や市場に与える影響や復興の状況、海外経済の動向等を踏まえ、果敢な金融政策対応をお願いしたい。本日議論となった米ドル資金供給の延長は、各国の中央銀行が協調して金融の安定化に向けて取り組む措置の一環をなすものであり、政府としても日本銀行の対応を評価したい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の景気は、サプライチェーンの着実な復旧や消費者マインドの持ち直しなど、このところ上向きの動きがみられる。先行きは、生産活動の回復に伴い、海外経済の緩やかな回復等を背景に景気が持ち直していくことが期待されるが、原子力災害の影響に加え、海外経済の回復がさらに緩やかになること等により、景気が下振れするリスクが存在することには十分留意が必要である。
- 物価については、消費者物価指数の上昇率は、2か月連続のプラスとなったが、来月の基準改定により下方修正の可能性のあることには留意が必要である。また、物価の基調は下落が続いているなど、依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、電力供給体制の課題やエネルギー価格等の高騰によるコスト上昇圧力が実体経済に与える影響には、十分注意する必要がある。
- 政府としては、震災からの早期立ち直りのため、第2次補正予算の早期成立に努めるとともに、被災地域の金融機能の維持・強化等に取り組む。さらに、被災地域の本格的な復興支援のため、復興の基本方針を7月中に取り纏めるとともに、政策推進指針に基づき、日本経済の潜在的な成長力の回復に努める。社会保障・税一体改革については、6月30日に、政府・与党としての成案を決定したところであり、今後その具体化を図る。
- 本日、展望レポートの中間評価が議論されたが、日本銀行と政府の経済の見方は概ね共有されていると考えている。日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を金融面から支えるため、引き続き、被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施するとともに、デフレからの脱却を実現するため、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするようお願いする。

## VI. 採決

### 1. 金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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。

#### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

### 2. 「米ドル資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件

採決の結果、執行部提案が全員一致で決定され、適宜の方法で公表することとされた。

## VII. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、

直ちに公表することとされた。

#### VIII. 議事要旨の承認

議事要旨（6月13、14日開催分）が全員一致で承認され、7月15日に公表することとされた。

以 上

### 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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注1)</sup>）。

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. わが国の経済は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、持ち直している。すなわち、震災後に大きく落ち込んだ生産活動は、供給面の制約が和らぐ中で、このところ持ち直しの動きが明確になっている。このため、輸出は増加に転じている。国内民間需要についても、家計や企業のマインドが幾分改善するもとの、持ち直しつつある。この間、金融環境をみると、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和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、小幅のプラスで推移している。

3. 先行きのわが国経済は、供給面の制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、小幅のプラスで推移するとみられる<sup>(注2)</sup>。以上を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる。

4. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、2011年度の成長率については、震災直後の落ち込みが大きかったことが影響して、幾分下振れるとみられる。もっとも、わが国経済は、本年度後半には緩やかな回復経路に復していくとみられ、

---

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

(注2) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

2012年度の成長率については概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価については、国内企業物価・消費者物価（除く生鮮食品）とも、概ね見通しに沿って推移すると予想される。

5. 景気のリスク要因をみると、サプライチェーンに関する懸念は減じているが、震災の家計マインド等を通じる影響については、なお注意する必要がある。また、やや長い目でみた電力の供給制約については不確実性が幾分増している。海外経済については、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国については、物価安定と成長の両立に関する不確実性が大きい。

物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、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。

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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、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、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

(参考 1)

### ▽2011～2012 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011 年度	+0.2～+0.6 <+0.4>	+2.2～+2.5 <+2.4>	+0.6～+0.8 <+0.7>
4 月時点の見通し	+0.5～+0.9 <+0.6>	+1.6～+2.6 <+2.2>	+0.5～+0.8 <+0.7>
2012 年度	+2.5～+3.0 <+2.9>	+0.5～+0.9 <+0.6>	+0.6～+0.7 <+0.7>
4 月時点の見通し	+2.7～+3.0 <+2.9>	+0.3～+0.7 <+0.6>	+0.5～+0.7 <+0.7>

(注 1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を 1 個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注 2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注 3) 今回の消費者物価の見通しは、現行の 2005 年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について 2011 年 8 月に 2010 年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を 2011 年 1 月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

(注 4) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

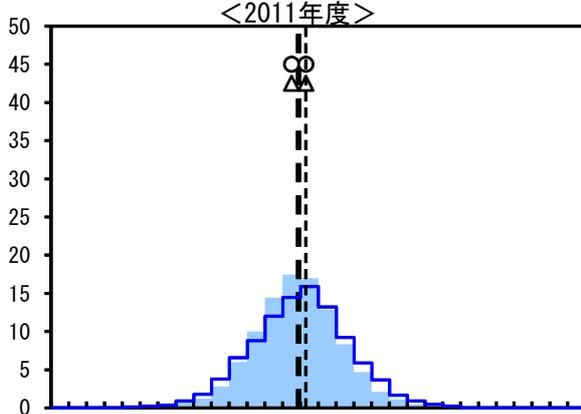
——対前年度比、%。

	実質 GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011 年度	+0.2～+0.6	+2.2～+2.6	+0.5～+0.8
4 月時点の見通し	+0.5～+1.0	+1.5～+2.7	+0.5～+0.9
2012 年度	+2.5～+3.0	+0.3～+1.0	+0.4～+0.8
4 月時点の見通し	+2.5～+3.0	+0.1～+1.0	+0.4～+0.7

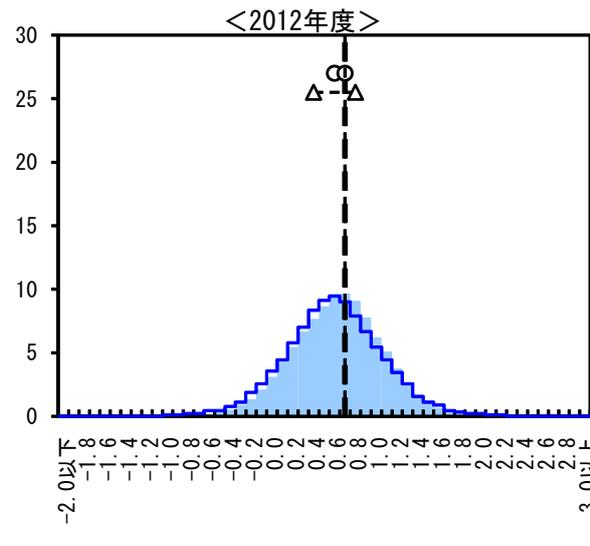
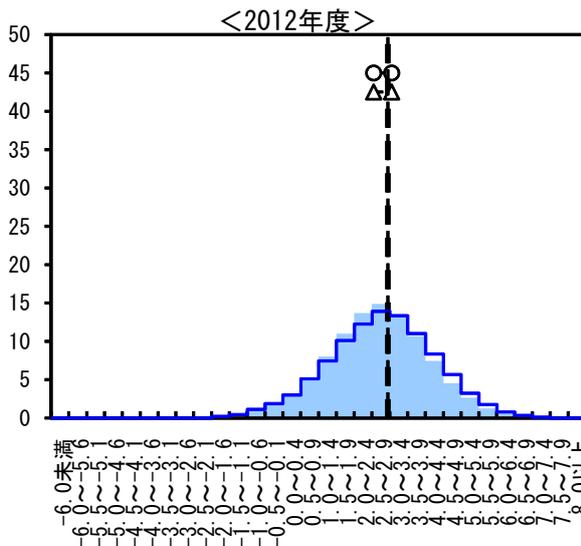
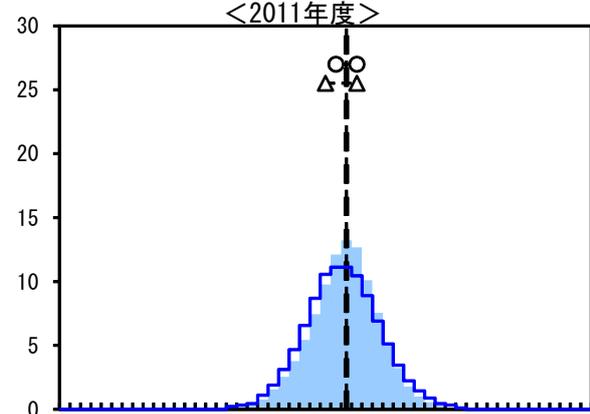
(参考2)

## リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



- (注1) 縦軸は確率 (%) を、横軸は各指標の値 (前年比、%) を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2011年4月時点の確率分布を表す。
- (注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。
- (注3) 縦の細点線は、2011年4月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。
- (注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

( 23 年 8 月 4 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 8 月 4 日 ( 11 : 15 ~ 13 : 55 )

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	中村清次	( 審 議 委 員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )

4 . 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	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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	河西 慎

## ．金融政策決定会合の日程変更の承認

冒頭、議長は、このところ、海外経済の先行きに対する不確実性が大きいもとで、為替市場においてドル安円高が進行しているほか、株価も不安定な動きとなっており、本日には、為替市場における一方向に偏った円高の動きが、経済・金融の安定に悪影響を及ぼしかねないことから、財務省が朝方から市場への介入を実施していると述べた。また、そうした状況を踏まえると、日本銀行としても、わが国の経済・金融情勢を点検したうえで、金融政策運営方針を速やかに決定・公表していくことが、為替・金融資本市場の安定を確保し、企業のマインドの下振れを防ぐ観点から重要であると述べた。そのうえで、当初2日間を予定していた会合の日程を変更し、本日中に会合を終了するよう議事を進めることを提案した。本提案は、全員一致で承認された。

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（7月11～12日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね0.07%台で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いて推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは、1年物まで含めて、総じて0.1%程度で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、イールドカーブが全体としてフラット化する中で低下

---

<sup>1</sup> 「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。」

し、足もとでは 1.0%程度で推移している。株価は、足もと、米国株価が軟調に推移しているほか、為替円高の進行もあって幾分弱めの動きとなっており、日経平均株価は 9 千円台後半で推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国経済の減速懸念の高まりから米国金利が低下していることなどもあって、月初にかけて本年 3 月以来の 76 円台前半まで円高が進んだが、本日の為替介入の実施を受けて円安方向に戻しており、直近 79 円台で推移している。

### 3 . 海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しつつも回復を続けている。輸出は増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、減速しつつも増加基調を維持している。一方、個人消費は、バランスシート問題が引き続き重石となる中、既往の原油高による実質購買力の低下を受けて、横ばい圏内まで伸びが鈍化している。住宅投資については、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で推移している。このように、家計のバランスシート問題が残る中、米国経済の減速が長引くリスクは以前よりも高まっているとみられる。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境を背景に、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の上昇テンポが緩やかなものにとどまっている。総合ベースの消費者物価については、既往の国際商品市況上昇の影響から、前年比プラス幅が拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出は、海外経済の減速を受けて増勢が鈍化しているが、個人消費や民間設備投資は緩やかな増加を続けている。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の低めの伸びが、なお物価押し下げ圧力として作用する中、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は幾分縮小している。この間、英国経済は、減速しつつも回復基調を辿っている。

アジア経済をみると、中国経済は、高成長を続けている。足もとでは輸出に減速感が窺われるものの、固定資産投資が高い伸びを続けるなど、内需は全体として堅調に推移している。インド経済も、高めの成長を続けている。N I E s、A S E A N 経済は、輸出の増勢鈍化もあって生産が足もと減少しているものの、内需は底堅く推移していることから、景気の回復基調が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、国際商品市況の上昇を受けた食料品・原材料価格

の上昇や、労働や資本など生産要素の稼働水準の高まりから、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、欧州周縁国のソブリン・リスク問題や米国の連邦債務上限問題を巡る不透明感、更には米国の景気減速が長引くリスクに対する懸念の高まりなどから、米欧の株価は前回会合対比で下落し、長期金利も米国を中心に低下した。欧州各国の国債利回りをみると、ギリシャに対する追加金融支援策の合意を受けて、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの利回りは低下しているものの、イタリア、スペインの利回りは上昇を続けている。

#### 4．国内金融経済情勢

##### (1) 実体経済

震災後に大きく落ち込んだ生産や輸出は、供給面の制約が和らぐ中で、増加を続けている。先行きについては、生産は、供給面の制約が更に和らぐにつれ、持ち直しを続けると考えられる。そうしたもとで、輸出も、海外経済の改善を背景に、引き続き増加するとみられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、このところ下げ止まりつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、総じて持ち直しており、先行きは増加していくとみられる。

雇用・所得環境は、震災の影響もあって、厳しい状態が続いている。

個人消費は、一部で弱い動きが続いているが、生産活動が回復し、家計のマインドも幾分改善するもとで、全体としては持ち直しつつある。先行きは、生産活動が回復するにつれて、家計のマインド改善もあって、持ち直ししていくとみられる。

住宅投資は、震災の影響により弱めとなっていたが、このところ持ち直しに向けた動きがみられる。先行きは、供給制約の緩和や被災住宅の再建などから、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、やや反落したあと、高値圏での横ばい推移となっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の反落により、上昇幅が縮小している。先行きについては、国際商品市況の動きを反映して、当面、横ばい圏内の動きとなるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、小幅のプラスで推

移している。ただし、今月予定されている基準改定では下方改定される可能性が高く、新たな指数でみると、当面、若干のマイナス領域を含めゼロ%近傍で推移するとみられる。

## (2) 金融環境

わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いている。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストも低水準で推移している。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場では、全体としてみれば、良好な発行環境となっており、発行体の裾野に広がりが見られている。資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きが見られている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅が縮小している。社債、CPとも、残高は前年を上回っている。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先が見られているが、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論を行い、海外経済は、減速しつつも、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、緩やかな回復を続けており、先行きも回復を続けていくとの見方を共有した。そのうえで、委員は、米国では、債務上限問題が決着をみた後も、市場では、財政健全化を巡る懸念は払拭されておらず、最近では景気の下振れ懸念が高まっている、欧州周縁国のソブリン・リスク問題は、全体としてみれば、依然として緊張した状態が続いている、新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い、との認識で一致した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、足もと減速しているとの認識を共有した。多くの委員は、1～3月期の実質GDP成長率が年率1.9%から0.4%へと大きく下方修正された中、4～

6月期も年率+1.3%にとどまるなど、最近公表された経済指標に弱めのものが多いことを指摘し、米国経済の減速感が強まっているとの見方を示した。また、何人かの委員は、債務上限問題に関連し、今後の歳出削減により実体経済が下押しされる可能性があるとの見方を示した。

ユーロエリア経済について、委員は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復しているとの認識を共有した。ある委員は、経済活動に減速感が垣間見えるとの見方を示した。多くの委員は、欧州周縁国のソブリン・リスク問題について、ギリシャに対する金融支援策は合意されたものの、ギリシャ以外の国を含めて財政状況に対する懸念は払拭されておらず、問題が伝播するリスクは引き続き高いとみられると指摘した。

新興国・資源国経済について、委員は、輸出の減少や金融引き締めの影響から、成長テンポが鈍化してきているが、堅調な需要を背景に、全体としては高めの成長を維持しているとの見方で一致した。そのうえで、委員は、新興国・資源国の中には、国際商品市況高や生産要素の稼働水準の上昇を背景としたインフレ圧力が十分に沈静化していない国も多く、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高いとの認識を共有した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。景気の現状について、委員は、震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきているとの見方で一致した。また、景気の先行きについて、委員は、生産活動が回復していくにつれ、輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくものとみられるとの認識を共有した。

一方、景気の先行きを巡るリスクについては、委員は、経済見通しを巡る不確実性は高く、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっているとの認識を共有した。委員は、米国の財政問題と景気下振れ、欧州のソブリン・リスク問題、新興国・資源国の物価安定と成長の両立といった海外の経済・財政を巡る情勢や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドにおいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性があるとの見方で一致した。多くの委員は、やや長い目でみて、電力供給を巡る不確実性や、円高の進行などを背景に、企業の海外シフトが加速する可能性に

も注意する必要があると指摘した。複数の委員は、特に、震災に伴う供給面の制約を克服しつつあるこの時期に円高が進むことは、企業マインドを大きく悪化させる可能性があるとして述べ、別の委員は、日本経済の成長期待の低下に繋がる可能性もあると述べた。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していく中で、小幅のプラスで推移するとの見方で一致した。また、委員は、消費者物価の前年比が、今月予定されている基準改定により下方改定され、若干のマイナス領域を含めゼロ%近傍に一旦戻るとみられるとの認識を共有した。委員は、消費者物価の前年比が下方改定される可能性が高いことを踏まえると、新たな指数でみた場合に、「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるまでには、なお時間を要するとの見方を共有した。多くの委員は、実際に下方改定が行われた場合には、人々の物価観に影響を及ぼす可能性があることを指摘した。何人かの委員は、基準改定が物価の実勢に影響を及ぼす訳ではなく、需給ギャップが縮小するもとの、デフレ脱却の方向に向かっていること自体は変わらないという点について、丁寧にコミュニケーションを図る必要があると述べた。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

短期金融市場について、委員は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、落ち着いて推移しているとの見方を共有した。企業金融について、委員は、CP市場、社債市場ともに、全体としてみれば、良好な発行環境となっており、銀行貸出は前年比減少幅が縮小しているとの認識を共有した。企業の資金繰りについて、委員は、中小企業を中心に一部で厳しいとする先がみられているが、総じてみれば、改善した状態にあるとの見方を共有した。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると

の見解で一致した。

資産買入等の基金の運営について、委員は、足もとおよび先行きの景気・物価情勢を踏まえ、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする観点から、長めの金利低下やリスクプレミアムの縮小を更に促すべく、基金を増額し、金融緩和を一段と強化する必要があるとの認識で一致した。委員は、増額の規模について、先行きの様々なリスクを念頭に置いて、この時点で十分な緩和を行うという日本銀行の政策姿勢を明確に示す観点から、インパクトのある金額とすることが適当との見解で一致した。多くの委員は、過去の増額幅である5兆円を上回る10兆円とすることが適当との考えを示した。

議長は、こうした委員の意見を踏まえて基金を増額するとした場合、具体的にどのような案が考えられるか、執行部に説明を求めた。

議長の指示を受けて、執行部は以下のとおり説明を行った。

- 1 基金の増額幅を10兆円程度とすると、長めの金利低下およびリスクプレミアムの縮小を更に促す観点からは、固定金利オペと資産買入を、それぞれ5兆円程度増額することが考えられる。固定金利オペについては、オペ先からのニーズがある6か月物を増額することが考えられる。資産買入については、長期国債・国庫短期証券とリスク性資産の割合は、基金導入時と同じ割合で、それぞれ3.5兆円程度、1.5兆円程度とすることが考えられる。長期国債と国庫短期証券の内訳は、短期金利がかなり低下していることを勘案して、長期国債にやや厚めに配分し、長期国債2.0兆円程度、国庫短期証券1.5兆円程度とすることが考えられる。リスク性資産のうちCP等と社債等の買入額は、基金導入時と同様、合わせて1兆円程度とすることが考えられるが、CP等は買入余地が乏しいことから、社債等に厚めに配分し、CP等0.1兆円程度、社債等0.9兆円程度とすることが考えられる。指数連動型上場投資信託と不動産投資信託の買入額も、基金導入時と同様、合わせて0.5兆円程度とすることが考えられるが、不動産投資信託は買入余地が乏しいことから増額幅を0.01兆円程度にとどめ、指数連動型上場投資信託を0.5兆円程度増額することが考えられる。なお、指数連動型上場投資信託と不動産投資信託の買入を増額するには、改めて日本銀行法上の認可を取得する必要がある。

- 1 基金の増額幅を10兆円程度とする場合には、基金の残高の積み上

げ期限を半年程度延長し、平成 24 年 12 月末までを目途に残高の積み上げを進めることが適当と考えられる。

こうした執行部の説明を受けて、多くの委員は、対象資産ごとの内訳について、当該資産の市場規模や日本銀行の財務の健全性を考慮に入れつつ、固定金利オペの拡大や幅広い資産の買入を行うことが適当との見方を示した。

先行きの金融政策運営について、委員は、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の考えを共有した。複数の委員は、今回、金融緩和を一段と強化する場合には、海外経済を含めて、先行きの様々なリスク要因を前もって相当意識したうえで、十分と考えられる措置を講じるのだという点を、改めて確認しておきたいと述べた。

## ．政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、このところ上向きの動きがみられるが、依然として厳しい状況にある。また、電力供給制約等の影響、海外経済の減速、金融資本市場の動向等により、景気が下振れするリスクには引き続き注意が必要である。特に、円高の進行による企業収益やマインドに対する悪影響を強く懸念している。最近、一方向に偏った円高の動きがみられるが、日本経済が震災から漸く復興に向かいつつある中、こうした動きは経済・金融の安定に悪影響を及ぼしかねないことから、先程為替介入を実施した。
- 1 先般、平成 23 年度第 2 次補正予算が成立した。政府としては、これを着実に執行し、一刻も早い復旧・復興の実現に努めていく。更に、7 月 29 日には、「東日本大震災からの復興の基本方針」を決定した。今後、「基本方針」に基づく具体的な復興事業の内容確認作業を関係省庁間で早急に進め、本格的な復興予算を編成していく。
- 1 本日、資産買入等の基金の増額について提案されたことは、現下の経済・金融情勢の変化に適切かつ迅速に対応されたものと、政府として評価させて頂きたい。大震災の影響等により依然として厳しい

わが国の経済状況を踏まえると、今後のマクロ経済運営には細心の注意を払う必要がある。日本銀行におかれては、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、今後とも内外経済の動向や金融資本市場の動向等を踏まえ、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、このところ上向きの動きがみられる。先行きも、生産活動の回復に伴い、景気が持ち直していくことが期待される。ただし、海外経済の悪化懸念、欧米諸国の金融リスクの高まりや急速な円高の進行等、景気の下振れリスクには十分留意が必要である。
- 1 物価については、コアCPI上昇率は3か月連続のプラスとなっている。ただし、今月の基準改定により、下方修正の可能性のあることには留意が必要である。また、エネルギー価格やその他特殊要因を除いた物価の基調は下落が続いているなど、わが国経済は依然として緩やかなデフレ状況にある。こうした中で、供給制約やエネルギー価格等の高騰によるコスト上昇圧力が实体经济に与える影響については、十分注意していく必要がある。
- 1 政府としては、平成23年度第1次および第2次補正予算を迅速に執行していくとともに、「東日本大震災からの復興の基本方針」に基づき、復興に向けて全力で取り組んでいく。また、電力制約に対し需給両面からの万全の対応を図るとともに、新たな成長を実現する取り組みを強化し、潜在的な成長力の回復に努めていく。更に、財政への信認を確保するため、「社会保障・税一体改革成案」に示された取り組み等を着実に進めていく。
- 1 ご提案のあった資産買入等の基金の増額については、現下の景気下振れリスクに鑑み、時宜に合ったものと評価する。日本銀行におかれては、引き続き被災地金融機関支援オペを着実に実施頂くとともに、デフレからの脱却を実現するため、政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするようお願いする。

## ．採決

### 1 ．金融市場調節方針

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

#### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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。

#### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

#### 2．「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件

資産買入等の基金の残高の増額幅について、委員は、上記執行部説明どおり、長期国債を2.0兆円程度、国庫短期証券を1.5兆円程度、CP等を0.1兆円程度、社債等を0.9兆円程度、指数連動型上場投資信託を0.5兆円程度、不動産投資信託を0.01兆円程度、6か月物の固定金利オペを5.0兆円程度、それぞれ増額することが適当であるとの認識を共有した。そのうえで、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」が、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、適宜の方法で公表することとされた。

#### ．対外公表文（「金融緩和の強化について」）の検討

以上の議論を踏まえ、景気の見通しを巡る不確実性が高く、このところ、下振れリスクにより留意すべき情勢となっているとの認識のもとで、

資産買入等の基金を 40 兆円程度から 50 兆円程度に 10 兆円程度増額し、金融緩和を強化する、という金融政策の運営方針に関する記述を含んだ対外公表文（「金融緩和の強化について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

#### ・ 議事要旨の承認

議事要旨（7月 11、12 日開催分）が全員一致で承認され、8月9日に公表することとされた。

以 上

### 金融緩和の強化について

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、資産買入等の基金を40兆円程度から50兆円程度に10兆円程度増額し<sup>(注1)</sup>、金融緩和を強化することを決定した(全員一致<sup>(注2)</sup>)。
2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0～0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した(全員一致<sup>(注3)</sup>)。
3. わが国経済は、東日本大震災による供給面の制約が和らぐ中で、着実に持ち直してきている。先行きについても、生産活動が回復していくにつれ、輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくものとみられる。
4. しかしながら、こうした見通しを巡る不確実性は高く、このところ、景気の下振れリスクにより留意すべき情勢となっている。海外経済をみると、米国においては、債務上限問題が決着をみた後も、市場では、財政健全化を巡る懸念は払拭されておらず、最近では景気の先行きに関する見方も慎重化している。欧州周縁国のソブリン・リスク問題は、全体としてみれば、依然として緊張した状態が続いている。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国の企業マインドひいては経済活動にマイナスの影響を与える可能性がある。  
この間、物価面では、当月に予定されている基準改定に伴い、消費者物価の前年比が下方改定される可能性が高い。物価安定の実現までにはなお時間を要するとみられる。

---

(注1) 増額の内容等については別紙参照。

(注2) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

(注3) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

5．日本銀行は、上記の景気・物価情勢を検討したうえで、金融緩和を一段と強化し、これを通じて、震災からの立ち直り局面から物価安定のもとでの持続的成長経路への移行を、より確かなものとする必要があると判断した。

6．日本経済は、急速な高齢化のもとでの成長力の強化という積年の課題に加え、震災からの復旧・復興という課題にも直面している。先行き、新たな発展の基盤を築くためには、民間、政府を含め各方面の積極的な取り組みが不可欠である。日本銀行としても、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、今後とも、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以 上

(別紙)

今回の「資産買入等の基金」の増額について

1. 増額の内容

	基金の残高 (従来)	今回の増額幅	基金の残高 (増額後)
<b>総額</b>	<b>40</b> 兆円程度	<b>+ 10</b> 兆円程度	<b>50</b> 兆円程度
資産の買入れ	10.0	+ 5.0	15.0
長期国債 <sup>(注1)</sup>	2.0	+ 2.0	4.0
国庫短期証券	3.0	+ 1.5	4.5
C P 等	2.0	+ 0.1	2.1
社債等	2.0	+ 0.9	2.9
指数連動型上場 投資信託 <sup>(注2)</sup>	0.9	+ 0.5	1.4
不動産投資信託 <sup>(注2)</sup>	0.1	+ 0.01	0.11
固定金利方式・ 共通担保資金供給 オペレーション	30.0	+ 5.0	35.0
期間 3 か月	20.0		20.0
期間 6 か月	10.0	+ 5.0	15.0

(注1) 日本銀行は、資産買入等の基金とは別に、年間 21.6 兆円の長期国債の買入れを行っている。

(注2) 指数連動型上場投資信託および不動産投資信託の増額については、日銀法上の認可取得を条件とする。

2. 2012 年末を目途に増額を完了する。

以 上

( 23 年 9 月 6、7 日開催分 )

( 開催要領 )

1 . 開催日時 : 2011 年 9 月 6 日 (14:00 ~ 16:49)  
9 月 7 日 ( 9:00 ~ 12:16)

2 . 場 所 : 日本銀行本店

3 . 出席委員 :

議長	白川方明	( 総 裁 )
	山口廣秀	( 副 総 裁 )
	西村清彦	( " )
	中村清次	( 審議委員 )
	亀崎英敏	( " )
	宮尾龍蔵	( " )
	森本宜久	( " )
	白井さゆり	( " )
	石田浩二	( " )

4 . 政府からの出席者 :

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官 ( 6 日 )
	藤田幸久	財務副大臣 ( 7 日 )
内閣府	梅溪健児	政策統括官 ( 経済財政運営担当 ) ( 6 日 )
	石田勝之	内閣府副大臣 ( 7 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	門間一夫
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	浜野邦彦

## ．金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1．最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（8月4日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.07%台後半から0.08%台の間で推移した。

### 2．金融・為替市場動向

短期金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、安定的に推移している。GCレポレートは、0.1%近傍で推移している。ターム物金利をみると、短国レートは1年物まで含めて0.1%に低下し、短国のイールドカーブはフラット化している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、市場参加者の慎重な投資スタンスが維持されるもとで、1.0%程度で揉み合う展開となっている。株価は、米国株価の下落や為替円高などを受けて、下落しており、日経平均株価はこのところ9千円を下回って推移している。為替市場をみると、円の対米ドル相場は、米国の景気減速懸念などを受けて、円高方向の動きとなっており、足もとでは76円台で推移している。

### 3．海外金融経済情勢

世界経済は、減速しつつも回復を続けている。

米国経済は、減速しつつも回復を続けている。輸出や設備投資は緩やかに増加している。こうしたもとで、生産は、増加基調を維持している。一方、個人消費は、既往の原油高による実質購買力低下の影響は剥落しつつあるが、雇用環境の改善鈍化やバランスシート問題が重石となる中、小幅の増加にとどまっている。住宅投資については、住宅価格が軟調に推移する中、なお低水準で推移している。

---

<sup>1</sup> 「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。」

物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境がなお物価押し下げ圧力として作用しているものの、既往の国際商品市況上昇の影響などから、総合ベースの消費者物価の前年比は高めの水準で推移しており、エネルギーと食品を除いたベースの消費者物価の前年比もプラス幅が拡大している。

欧州経済をみると、ユーロエリア経済は、改善の動きに一服感がみられる。輸出は、海外経済の減速を受けて横ばい圏内まで減速しており、ドイツなど主要国の個人消費についても増勢が鈍化している。一方、民間設備投資は緩やかな増加を続けている。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の低めの伸びが、なお物価押し下げ圧力として作用する中、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は幾分縮小している。この間、英国経済も、改善の動きに一服感がみられる。

アジア経済をみると、中国経済は、全体として高成長を続けている。輸出に減速感が窺われるほか、個人消費の伸びが幾分鈍化しているものの、固定資産投資が高い伸びを続けている。インド経済も、既往の引き締めの影響から、幾分減速感がみられているが、高めの成長を続けている。NIEs、ASEAN経済は、内需が底堅く推移していることに加え、輸出や生産の増勢も回復しつつあることから、景気の回復が続いている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、既往の食料品・原材料高や労働需給の逼迫を受けた賃金上昇率の高まりを背景に、物価上昇圧力の強い状態が続いている。

海外の金融資本市場をみると、米欧の債務問題に対する懸念などから投資家のリスク回避姿勢が強まる中、米欧経済の先行きに対する見方や米国金融政策を巡る思惑などを反映して、米欧の株価は大きく振れる展開となった。前回会合対比で、米国の株価は概ね横ばいとなる一方、欧州については、金融機関経営に対する警戒感などを反映して銀行株が下落したことから、株価は下落した。この間、米国・ドイツの長期金利は、米欧経済の先行き懸念や投資家の安全資産選好を受けて、いずれも低下した。欧州各国の国債利回りの対独スプレッドについては、ECBの証券市場プログラムによる国債買入れもあってイタリア、スペインなどでは縮小したが、ギリシャでは、支援策の実効性に対する不安感の高まりなどから、過去最高水準まで拡大した。

#### 4．国内金融経済情勢

## ( 1 ) 実体経済

生産や輸出は、供給面の制約がほぼ解消する中で、増加を続けており、概ね震災前の水準に復している。先行きについては、輸出は、堅調な海外需要を背景に、増加を続けるとみられる。こうしたもとで、生産は、ペースを緩やかにしつつも、増加を続けると考えられる。

公共投資は、振れを伴いつつも、このところ下げ止まりつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

設備投資は、被災した設備の修復もあって、持ち直しており、先行きは増加していくとみられる。

雇用・所得環境は、震災の影響もあって、厳しい状態が続いている。

個人消費は、一部に弱さが残っているものの、全体としては持ち直している。先行きは、雇用環境が徐々に改善に向かうもとで、底堅く推移するとみられる。

住宅投資は、供給制約の解消などから、持ち直しの動きがみられる。先行きは、被災住宅の再建もあって、徐々に増加していくと予想される。

物価面をみると、国際商品市況は、やや振れを伴いつつも、基調としては、高値圏での横ばい推移となっている。国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況の動きを反映して、横ばい圏内の動きとなっている。先行きについては、当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、基準改定に伴い下方修正されたものの、下落幅が縮小を続け、概ねゼロ%となっている。先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

## ( 2 ) 金融環境

わが国の金融環境は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いている。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。実体経済活動や物価との関係で見ると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給

面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。CP市場では、良好な発行環境が続いている。社債市場の発行環境については、発行体の裾野に広がりが見られるなど、良好な状態となっている。資金需要面をみると、運転資金需要が増加する動きが見られている。以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、銀行貸出は減少幅が縮小している。社債、CPとも、残高は前年を上回っている。こうした中、企業の資金繰りをみると、中小企業を中心に一部で厳しいとする先が見られているが、総じてみれば、改善した状態にある。この間、マネーストックは、前年比3%程度の伸びとなっている。

### (3) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」について

「成長基盤強化を支援するための資金供給」は、本日、9月6日に、既存の貸付枠については、第5回目として1,395億円を実行した。また、6月に決定した新規の貸付枠については、第1回目として対象先17先に381億円の貸付を実行した。今回の貸付を実行した結果、既存の貸付枠の貸付総額は上限の3兆円に達した。今後、既存の貸付枠を通じた資金供給については、期落ちや期前返済により生じる貸付枠の範囲内で実行されることになる。今回、初回の実行となった新規の貸付枠を通じた資金供給の特徴としては、貸付の見合いになる各金融機関が実行した投融資の合計額394億円のうち、ABL(動産・債権担保融資)等が333億円、出資等が61億円であったこと、ABL等の担保種類別分布をみると、「製品・商品」と「売掛金」がそれぞれ3割程度を占めているが、それら以外にも多種多様なものが利用されていること、新規の貸付枠では、ABLの特徴を踏まえて小口や短期の案件を認める工夫を行ったことが利用促進につながったこと、を指摘できる。

## ・金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、海外の金融経済情勢について議論を行った。海外経済について、委員は、既往の原油価格上昇による実質購買力の低下、日本のサプライチェーン障害、新興国における金融引き締めの影響などから、減速しているが、先行きは、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで、全体としてみれば、堅調に推移するとの見方を

共有した。ただし、米国では、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となって作用しており、景気の回復ペースがきわめて緩やかになっていること、欧州では、ソブリン・リスク問題の影響が、金融市場の動揺やマインドの悪化を通じて、実体経済にも及び始めていること、新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高いこと、などからみて、海外経済の先行きを巡る下振れリスクが幾分高まっているとの認識で一致した。

米国経済について、委員は、回復を続けているものの、減速感が強まっているとの認識を共有した。何人かの委員は、4～6月期の実質GDP成長率は1～3月期に続き、低めとなったことを指摘した。これらの委員は、既往のガソリン高による影響に加えて、雇用環境の改善ペースの鈍化や、財政問題や株価下落を受けた消費者コンフィデンスの悪化などから、個人消費が小幅の増加にとどまっていることに懸念を示した。先行きについて、多くの委員は、バランスシート調整圧力が引き続き経済の重石となっているもとで、財政面や金融面からの景気梃子入れ余地が限定的なことから、景気減速は長引く可能性があるとの見方を示した。減速局面が長引く場合、一人の委員は、期待成長率が低下し、低成長の長期化につながるリスクも小さくないと指摘した。これに対し、別の一人の委員は、米政府が検討している新たな経済・雇用対策等を踏まえれば、先行きを過度に悲観視するのは適当ではないと述べた。今後留意すべき点として、複数の委員は、米国経済の下支えを担う企業部門が減速した場合、景気的大幅な下振れにつながり得る点、また、株式公開や社債の発行が低水準となっているなど、リスクマネーの供給が細まっているようにみえる点を挙げた。

ユーロエリア経済について、委員は、改善の動きに一服感がみられるとの認識を共有した。その背景として、多くの委員は、輸出が海外経済の減速を受けて横ばい圏内まで減速しているほか、財政支出削減の動きが、家計や企業のマインド悪化と相まって、景気の下押し圧力として顕在化していること、などを挙げた。何人かの委員は、これまで緩やかな増加を続けてきたドイツなど主要国の個人消費も鈍化していることに懸念を示した。ソブリン・リスク問題について、多くの委員は、ECBによる固定金利無制限供給オペや国債買入れの実施、株の空売り規制の導入といった当局の対応は、これまでのところ、不安の払拭には至っていないとの認識を示した。ま

た、何人かの委員は、ギリシャに対する第2次支援策の遅れが嫌気されて、財政健全化を巡る懸念が強い諸国の国債価格が大幅に下落している中、これらの国債を多く保有している欧州系金融機関を中心に、ドル資金調達コストが上昇しているほか、株価が下落しているなど、欧州の金融システム全体に対する不安が強まっていることを指摘した。そのうえで、これらの委員は、ソブリン・リスク問題の影響が、金融資本市場の動揺やマインドの悪化を通じて、实体经济にも及び始めているとの見方を示した。こうした議論を経て、委員は、ソブリン・リスク問題の短期的な終息は難しく、しばらく世界経済の下振れ要因となり続ける蓋然性は小さくないこと、今後さらに、財政と金融システム、实体经济の負の相乗作用が強まっていくことにならないかどうか、一段と注意してみていく必要があること、などの認識を共有した。

新興国・資源国経済について、委員は、金融引き締めの影響から、成長テンポが鈍化してきているが、堅調な需要を背景に、全体としては高めの成長を維持しているとの見方で一致した。そのうえで、複数の委員は、新興国・資源国の中でも、景気拡大基調が続いている国がある一方で、減速感がみられる国があるなど、各国の状況は一樣ではないとの認識を示した。先行きについて、委員は、当面、新興国・資源国は高めの成長で世界経済を牽引していくとみられるが、物価安定と成長を両立することができるか、なお不透明感が高いとの認識を共有した。中国経済について、何人かの委員は、輸出に減速感がみられるほか、物価上昇を受けて個人消費の伸びが幾分鈍化している一方、固定資産投資が高い伸びを続けており、全体として高成長を維持していると述べた。NIEs、ASEAN経済について、一人の委員は、先進国の景気減速を受けて台湾や韓国などの輸出に減速の兆しがみられていると指摘した。別の一人の委員は、わが国の震災の影響等から、4～6月期の実質GDP成長率は鈍化した。7月以降は、内需を中心に堅調に推移していると述べた。

国際金融資本市場について、委員は、米欧の債務問題に対する懸念などから投資家のリスク回避姿勢が強まる中、米欧経済の先行きに対する見方や米国金融政策を巡る思惑などを反映して、振れの大きい不安定な状態となっているとの認識を共有した。多くの委員は、投資家の強い安全資産選好を背景に、株式益回りと国債利回りの差であるイールドスプレッドが大きく上昇していること、米・英・独の長期金利は歴史的に低金利となっていること、為替市場で

は日本円やスイス・フランなどが買われていること、金価格が大幅に上昇していること、インターバンク市場においてLIBOR-OISスプレッドがかなりの拡大をみせていること、などを指摘した。複数の委員は、こうした安全資産選好の背景には先行き経済の不確実性の高まりがあることを指摘したうえで、米欧において、バランスシート調整の完了にはなお時間を要するとみられていることや、金融・財政政策の発動余地が縮小してきている、あるいは、必要とされるそうした政策が社会的に実行しにくい状況にあると認識されていること、がその不確実性をさらに増幅しているのではないかとの見方を示した。これらの委員は、そうした見方を前提とする限り、国際金融資本市場の不安定な状態はなかなか解消しない蓋然性が高いとの懸念を示した。

こうした海外の金融経済情勢を踏まえて、わが国の経済情勢に関する議論が行われた。

景気の現状について、委員は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきているとの見方で一致した。また、生産や輸出について、震災前の水準に概ね復しているとの認識を共有した。何人かの委員は、サプライチェーンの修復が順調に進み、懸念されていた夏場の電力問題も、民間の様々な努力により、結果的に生産活動の大きな制約となることは避けることができた、との見解を示した。そのうちの一人の委員は、生産面をみると、一般機械や電気機械といった業種では震災前の水準を上回っていると述べた。設備投資や個人消費について、委員は、持ち直しているとの認識を共有した。何人かの委員は、大企業の2011年度の投資計画が4年ぶりのプラスになっていること、新車登録台数や家電販売、百貨店売上高が増加していること、企業・家計の景況感は改善方向にあること、などを挙げた。

景気の先行きについて、委員は、堅調な海外需要を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた国内需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくとの見方を共有した。生産の先行きについて、多くの委員は、予測指数や企業からの聞き取り情報を踏まえると、自動車関連で震災による販売の落ち込みを取り戻すための増産の動きもあって、10~12月にかけて増加を続ける可能性が高いと述べた。一人の委員は、電力使用制限令が予定より早く解除されることも、生産の増加に寄与し得るとコメントした。

景気の先行きを巡るリスクについて、委員は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中、海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響に、最も注意が必要であるとの見方で一致した。多くの委員は、足もとでは、とりわけ、欧州のソブリン・リスク問題が世界経済、ひいては日本経済を下押しするリスクが高まっていると述べた。そのうえで、何人かの委員は、電子部品・デバイスの生産がこのところ弱含んでいることなどを踏まえると、情報関連の海外需要の下振れにも注意する必要があると述べた。また、複数の委員は、自動車関連での震災による販売の落ち込みを取り戻すための増産の動きに関して、海外需要を過大に見積もっている惧れがあり、その結果として在庫が積み上がるリスクがあると指摘した。中長期的なリスク要因として、多くの委員は、足もとの円高が輸出や企業収益の下押し圧力として働くだけでなく、その基調が定着した場合には海外生産シフトの加速を通じて国内産業の空洞化をもたらす可能性があることや、点検後の原発の再稼働に目途が立たない中、電力供給を巡る不確実性の長期化が経済活動を制約する可能性があること、などを挙げた。海外生産シフトについて、一人の委員は、円高は海外シフトを促す主因ではないが、タイミングの選択に影響を与えている可能性は大いにあるとの見方を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、概ねゼロ%となっており、先行きは、当面、ゼロ%近傍で推移するとの見方で一致した。多くの委員は、既往原燃料高の最終消費財価格への転嫁が当面の下支えとなり得る一方、10月以降は、昨年引き上げられたたばこ税や傷害保険料のプラス寄与が剥落することなどから、当面、消費者物価前年比は、若干のマイナスへの振れも伴いながらゼロ%近傍で推移する可能性が高いとの見方を示した。一方、何人かの委員は、ある程度長い目でみれば、需給ギャップの縮小を受けて、消費者物価は緩やかに上昇していくとの認識を示した。そのうちの一人の委員は、物価上昇品目数から下落品目数を差し引いた値のマイナス幅は着実に縮小しており、デフレ脱却に向けた基調的な動きは継続していると指摘した。

基準改定に伴う前年比の下方修正について、何人かの委員は、下方修正幅は事前予想の範囲内であったと評価した。また、何人かの委員は、各種の調査結果をみる限り、これまでのところ、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率は影響を受けていないとの見方を示

した。別の何人かの委員は、基準改定で人々が観察するデータが変わったことが、中長期的な予想物価上昇率に及ぼす影響については、引き続き注意してみていく必要があると述べた。一人の委員は、下方修正等によりデフレ脱却の時期が後ずれする結果、人々のデフレ予想が強く固定化されてしまう場合には、人々による支出の先送り等を通じて、実際にデフレ長期化の蓋然性が強まってしまうとの見解を示した。別の一人の委員は、円高に対して企業がコスト削減で対応する側面が強い場合には、結果的に対外競争力が維持されてさらなる円高傾向になる、という悪循環に陥る可能性を指摘した。

この間、委員は、今回の基準改定を踏まえつつ、基調的な物価変動をどう捉えればよいかについて議論を行った。何人かの委員は、基準改定の影響が小さい系列としては、価格変動の大きな品目の影響を除去した10%刈込平均値のほか、ラスパイレス連鎖指数も有用であるとの認識を示した。別の一人の委員は、現行の消費者物価指数は、薄型テレビなど購入頻度の低い数品目の価格下落の影響を大きく受けており、仮にこれらの品目を取り除いて前年比を計算すれば、1%弱のプラスで推移していることを指摘した。これに対し、複数の委員は、購入頻度が低いという理由でそれらの品目を取り除くことには慎重である必要があるが、薄型テレビやパソコンなどは、海外の統計に比べて大幅な品質調整がなされている可能性が高く、そのことが消費者物価指数全体を押し下げる傾向をもたらしていることも考えられると述べた。こうした議論を経て、委員は、物価情勢を判断するうえで、物価指数の特性やその評価方法に留意することは重要であり、基調的な物価動向の適切な捉え方について今後も検討を続けていくことが大切であるとの認識を共有した。

## 2. 金融面の動向

わが国の金融環境について、委員は、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和の動きが続いているとの見方で一致した。

短期金融市場について、多くの委員は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、引き続き、落ち着いて推移しているとの見方を示した。何人かの委員は、短期国債金利が1年物まで含めて0.1%に張り付き、為替相場の円高地合いが続いていることには、世界的にみられる投資家の安全資産選好が反映されていると述べた。

企業の資金調達コストについて、委員は、長めの市場金利が低下

していることを反映して、緩やかに低下しているという見方を共有した。また、企業からみた金融機関の貸出態度は引き続き改善傾向にあり、CP市場、社債市場とも良好な発行環境となっているとの認識で一致した。企業の資金繰りについて、一人の委員は、総じてみれば改善した状態にあるが、資金繰りDIが足もと厳しい方向に若干変化している中小零細企業の動向は、円高等の影響が現れ始めていないかどうかを含めて、注意してみていく必要があると述べた。

## ・当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針について、委員は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であるとの見解で一致した。

当面の金融政策運営について、何人かの委員は、このところ、景気の下振れリスクは幾分高まっているが、8月に実施した基金の増額に際し想定していた範囲内であるとの見解を示した。また、何人かの委員は、米欧金融資本市場で緊張が高まっているにもかかわらず、日本の金融市場の安定が維持されていることには、基金の増額が何がしか影響していると述べた。こうした中で、複数の委員は、日本経済の直面する厳しさが、国内外の構造的な要因から生じている面も大きいことを踏まえ、金融政策で対応し得る問題とそうではない問題を見極めながら政策を進めていく必要があると述べた。別の複数の委員は、欧州のソブリン・リスク問題の帰趨が不透明であるなど、景気の下振れリスクがなお高いことを踏まえると、事態の展開によっては、先行きさらなる金融緩和が必要となる可能性もあるとの見解を示した。これに対し、一人の委員は、金融緩和の一段の強化が、市場の流動性低下や金融機関の収益機会の縮小などを通じて、かえって、金融システムを不安定化させたり、金融政策の効果浸透を阻害したりすることがないように、十分に配慮する必要があると述べた。

以上の議論を経て、委員は、当面は着実に金融資産の買入れを進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるとの認識を共有した。また、委員は、前回の金融政策決定会合では、様々な不確定要因を相当程度前広に取り込みながら、資産買入等の基金の増額幅を、従来の5兆円刻みではなく、10兆円という思い切った規模と

したことや、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針であること、などについても、丁寧に説明していくことの重要性を改めて共有した。そのうえで、委員は、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、さらには、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の見解で一致した。

米ドル資金供給オペレーションについて、委員は、応札はなくともオペレーションを定期的実施していくことは重要であるとの考え方を共有した。一人の委員は、このところ欧州のソブリン・リスク問題の拡大によりドル資金調達コストが上昇しているが、同オペレーションの貸付利率がドル資金調達コストのキャップとして機能することにより、市場安定の役割を果たしていると述べた。

成長基盤強化を支援するための資金供給について、委員は、金融機関がわが国経済の成長基盤強化に向けた自主的な取り組みを進めるうえでの「呼び水」としての役割を果たしてきたという認識で一致した。一人の委員は、借入先金融機関の個別投融資計画をみると、日本銀行の貸付条件を上回る期間や金額の案件が比較的多く、成長分野の案件に対する民間金融機関の積極的な取り組みが感じられると述べた。既存の貸付枠による資金供給が上限の3兆円に達したことについて、委員は、期落ち分や期前返済分をカバーしつつ、残高を維持するとともに、今後は、6月に決定した新たな貸付枠による資金供給を通じて、A B Lや出資に対する金融機関の取り組みを後押ししていくことになるとの認識を共有した。貸付上限5,000億円に対して、新たな貸付枠での第1回目の資金供給が381億円にとどまったことについて、複数の委員は、本貸付枠は、額の多寡にかかわらず、A B Lの活用に向けた取り組みを促す機能を果たしていると評価した。一人の委員は、新たな貸付枠の導入の公表以降、多くの金融機関でA B Lの活用に向けて動産担保を評価する体制を整備する動きがみられ始めているとコメントした。何人かの委員は、A B Lの認知度のさらなる向上に向けて、日本銀行は資金供給以外にも、様々な努力を続けていく必要があると述べた。

本年10月末に貸付受付期間が終了する被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションに関する受付期間終了後の取扱い

について、委員は、これまでの資金供給が約 3,500 億円に達する中、第 4 回目の資金供給が 136 億円であったことのほか、今後の復興資金需要の出方や、それに対する民間金融機関の取り組み、政府の対応なども踏まえつつ、改めて検討していくのが適当という認識を共有した。

## ・政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の経済情勢をみると、持ち直しの状況にあるが、依然として厳しい状況にある。また、海外景気の下振れ懸念が強まっていることや円高の進行、株価の変動等により、景気が下振れするリスクに注意が必要である。
- 1 政府としては、当面の最優先の課題として、震災からの復旧・復興に全力を挙げるとともに、国民や企業の先行きに対する不安が高まっていることを踏まえ、円高への対応策にも適切に取り組んでいく必要があると考えている。
- 1 9月2日、総理から各省大臣に対し、平成23年度第3次補正予算の編成についての指示があり、震災からの復旧・復興に併せ、産業の空洞化等への対応についても、各省大臣において検討することとされた。併せて、経済財政政策担当大臣には、関係大臣と協力して、円高への対応策を取り纏めるよう指示があった。財務省としては、8月24日、「円高対応緊急パッケージ」を公表している。
- 1 依然として厳しいわが国の経済状況を踏まえると、今後のマクロ経済運営には細心の注意を払う必要があり、政府としては引き続き日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。日本銀行におかれても、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、内外経済の動向や足もとの円高の進行がわが国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 1 わが国の景気は、持ち直している。物価の基調は、依然として緩やかなデフレ状況にある。先行きは、復興需要により景気の持

ち直し傾向が続くと期待される。8月12日の内閣府の試算では、今年度の実質成長率は+0.5%程度となるが、来年度は+2%台後半になると見込んでいる。ただし、急速な円高や海外景気の下振れ懸念等、景気下振れのリスクには十分留意が必要である。

- 1 特に、急速な円高については、震災からの回復過程にある日本経済に重大な影響を及ぼしかねないことに加え、企業の海外移転が一気に進むことを通じて、中長期的なわが国の潜在成長力を奪いかねないことなど、マクロ経済政策運営における深刻なリスクと受け止めている。
- 1 政府としては、まずは、震災からの復興に全力で取り組んでいく。また、急速な円高の進行やそれによる産業空洞化のリスクに対応するため、円高への総合的対応策を早急に取り纏めていく。さらに、財政規律に対する市場の信認を確保するため、「社会保障・税一体改革成案」を着実に推進し、「財政運営戦略」の目標達成に取り組んでいく。
- 1 日本銀行におかれては、先進国の金融政策、とりわけ米国における金融緩和の動向も踏まえ、急速な円高の進行等による景気の下振れリスクに十分留意しながら、政府との一層緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ果敢な金融政策運営により、経済をしっかりと下支えするようお願いする。

## 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

### 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

- |                                       |
|---------------------------------------|
| 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。

#### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、  
宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員

反対：なし

#### . 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

#### . 議事要旨の承認

議事要旨（8月4日開催分）が全員一致で承認され、9月12日に公表することとされた。

以 上

別 紙

2011年9月7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、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致<sup>(注1)</sup>）。

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．わが国の経済は、震災による供給面の制約がほぼ解消する中で、着実に持ち直してきている。すなわち、生産や輸出は、増加を続けており、概ね震災前の水準に復している。こうしたもとで、国内民間需要についても、持ち直している。この間、金融環境をみると、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われるものの、総じて緩和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、基準改定に伴い下方修正され、概ねゼロ%となっている。

3．先行きのわが国経済は、堅調な海外需要を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた国内需要の顕現化などから、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。

4．景気のリスク要因をみると、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要である。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。こうした海外情勢を巡る不確実性や、それらに端を発する為替・金融資本市場の変動が、わが国経済に与える影響については、丹念に点検していく必要がある。

物価面では、国際商品市況の上昇により、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

---

<sup>(注1)</sup>賛成：白川委員、山口委員、西村委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員、石田委員。  
反対：なし。

もある。

5．日本銀行は、前回の金融政策決定会合において、先行きの景気について下振れリスクにより留意すべき情勢となっているとの判断に基づき、資産買入等の基金を10兆円程度増額し、現在は、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」<sup>(注2)</sup>に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針である。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、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よう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。

以 上

---

<sup>(注2)</sup> 「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である。」

## 「通貨及び金融の調節に関する報告書」

### 参考計表・資料一覧

- (図表 1) 内閣府「国民経済計算」「景気動向指数」
- (図表 2) 財務省「貿易統計」、財務省・日本銀行「国際収支状況」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 3) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 4) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 5) 経済産業省「鉱工業指数統計」
- (図表 6) 財務省「法人企業統計季報」
- (図表 7) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 8) 内閣府「国民経済計算」「機械受注統計」、国土交通省「建築着工統計」、経済産業省「鉱工業総供給表」
- (図表 9) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」
- (図表 10) 厚生労働省「職業安定業務統計」「毎月勤労統計」、総務省「労働力調査」
- (図表 11) 厚生労働省「毎月勤労統計」
- (図表 12) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「商業販売統計」、総務省「消費者物価指数」、観光庁「旅行業者取扱額」、外食総研「月次売上動向調査」、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」
- (図表 13) 内閣府「消費動向調査」、日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」
- (図表 14) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」
- (図表 15) 日本銀行「企業物価指数」
- (図表 16) 総務省「消費者物価指数」
- (図表 17) 国土交通省「都道府県地価調査」
- (図表 18) 各国政府・中央銀行等、欧州委員会
- (図表 19) ブルームバーグ社
- (図表 20) ブルームバーグ社

- (図表 21) 日本銀行、全国銀行協会、日本相互証券
- (図表 22) 全国銀行協会、東京金融取引所
- (図表 23) 日本相互証券
- (図表 24) 日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」
- (図表 25) 日本経済新聞社、東京証券取引所
- (図表 26) 東京証券取引所
- (図表 27) 日本銀行
- (図表 28) 国際決済銀行
- (図表 29) 日本銀行「貸出約定平均金利の推移」
- (図表 30) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・短期社債（電子CP）平均発行レート」、日本銀行
- (図表 31) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 32) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 33) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」
- (図表 34) 証券保管振替機構「短期社債振替制度・発行者区分別残高状況」「一般債振替制度・債券種類別発行償還状況」、日本銀行「貸出・資金吸収動向等」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額」、アイ・エヌ情報センター「Funding Eye」
- (図表 35) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」
- (図表 36) 東京商工リサーチ「倒産月報」
- (図表 37) 日本銀行「マネタリーベース」
- (図表 38) 日本銀行「マネーストック」「マネーサプライ」