

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年6月13日（14:00～16:32）

6月14日（9:00～12:37）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）  
山口廣秀（副 総 裁）  
西村清彦（ 〃 ）  
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（ 〃 ）

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	大山慎介
企画局企画役	中嶋基晴

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に 5 月 19、20 日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認、最後に 2011 年 7 月から 2012 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。政府出席者の紹介である。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官である。内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

雨宮理事

それでは、青木金融市場局長が今日着任したので、昨日まで金融市場局長囑託であった私が代理で報告させて頂く。お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】で説明申し上げます。まず、金融調節の実績の推移であるが、日銀当座預金の残高をご覧頂くと、ご案内のとおり震災後、3 月 24 日に

ピークの 42.6 兆円を付けて、その後マーケットが落ち着きを取り戻すにつれて、段々減少してきているが、前回会合以降は大体この 30 兆円を幾分下回るレベル——27~29 兆円であるが——で推移している。この後の 6 月後半は財政資金——年金——の支払いであるとか、国債の償還資金があるので、恐らく 30 兆円の半ば位までいくと思う。達観してみれば、30 兆円前後の当座預金残高が続いているとみれば良いかと思う。そうは言っても、この 30 兆円前後というのは、極めて潤沢な資金供給であって、量的緩和の末期とほぼ同じ額である。こうした潤沢な資金供給のもとで、無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、概ね 0.06% 台で安定的に低位で推移している。あと、5 月の 24、25、26 日位で少し高止まる時があったが、これは毎年行なっている地銀等の試し取りが、震災の後暫く控えられていたが、震災の影響が一段落して、また試し取りをしたものが集中したということである。この間、少し強含んでいるのは、一種正常化というか、震災後の正常化の現れでもある。それが一段落した後は、0.06% 台で推移しているが、実際のマーケットの地合いとしては、レートでみられる以上に、金余り感というか、緩和感は強まっているように思われる。この点は、また後程、市場動向のところで申し上げる。

では、その 30 兆円は誰が持っているかということで、図表 1-2、当座預金残高のグラフでご覧頂くと、満遍なく皆持っているということである。5 月 20 日の前回会合に棒線が引いてあるが、その前と後で増えている先、減っている先をご覧頂くと、この 1 か月位で若干減ったのが、外銀と

である。外銀は円転で金を取って日銀当預に積むという裁定機会が少し減ったので、減少している。は年金資金で資金が入ったものを、今、長めの運用に徐々に回しているということで減っている。一方で、増えているのが、非準預先と都銀・メガである。具体的には、0.06% で取って、なかなかイールドカーブが寝てきて運用機会がない中で、当預に積む先——メガ、  
、系統等——が 1~2 兆円持つ格好で積んでいる状況である。その意味では、補完当預の 0.1% というレートが効いているとも言えるように思われる。

それから、市場の特徴を一点だけ震災との関連で紹介すると、図表1-4、無担コール市場残高のT/N関係のグラフをご覧頂くと、震災後、直近で若干取引が増えている部分がみてとれると思う。これは、出し手の特徴をご覧頂くと、白い部分と格子縞が増えている。格子縞は生損保、白い部分はJAと共済であるので、これは地震保険の支払いに備えて、直ちにキャッシュ化できるようなオーバーナイトの資金をここで運用しているということである。これも少し一段落しつつあるところであって、ある種、震災の影響がこうした売買に現れている点が特徴的だと思われる。

図表の1-5、最近のオペ結果の推移である。特徴点を何点か申し上げると、まず、資金供給オペであるが、3月14日以降は、14日の公表文に書いた「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う」という方針のもとで、あの後打ったオペレーションのデューがくると、ほぼ同額、札割れ覚悟でロール・オーバーする、いわばその需要を上回る供給で市場の安定を確保するオペレーションをやってきた。しかし、次第にその札割れの程度が激しくなってきた、例えば、全店の金利入札オペの応札倍率をご覧頂くと、5月の終わり頃はまだ0.6倍、0.7倍、要するに、1兆円オファーすれば6,000億~7,000億円札が入っていたが、段々減ってきて、6月初は0.06倍まで減少している。それから、同じようなことは、本店オペの金利入札でも言えて、6月1日には0.04倍と、1兆円オファーして400億円しか入らない状況になった。一応、基本方針としては、需要を十分満たす供給を続けるということ、一応、札割れ覚悟でオペは続けるという方針を持っているが、ここまで倍率が下がる場合、幾つか対応を取っている。一つは、マーケットに悪い影響を与えない範囲内で、オペのオファー額を減らすということ。もう一つは、参加者の細かいオペ・ニーズをできるだけ捉えるようにするという事。例えば、金利入札本店オペで、期間がほとんど3Wの中に、直近だけ2Wというホット物がある。これは、6月8、10日に2Wでオファーすると、ちょうど6月20日の国債の入札日の翌日位に落ちるので、証券会社にとっては非常に使い勝手の良いオペで、応札倍率が若干戻ったという対応をしている。資産買入等の基金

の運営について、まず、共通担保資金供給は 30 兆円程度が目途であるが、オファードが 5 月 31 日の 6M でほぼ 30 兆円に到達したので、この 5 月 31 日の 6M 以降の固定金利オペは、全てロール・オーバーという局面に入った。それから、個別の資産買入れであるが、来年の 6 月まで買入れを進めるというテンポとの対比で申し上げると、大体、順調に買入れが進んでいる。国債買入れについては、2 兆円程度の目途で 1 兆 1,000 億円であるので、これは若干進んでいる方である。社債等買入れはほぼインライン、ETF 買入れもほぼインライン。J-REIT 買入れは、結果的に市況が堅調であったということもあって、あまり買いが進んでいなくて、1,000 億円程度に対して 197 億円である。それぞれ多少凸凹はあるが、全体として今 35 兆円強まで着々と積み上げている段階である。調節は以上である。

図表の 2-1、まず、短期市場の地合いをご覧ください。先程申し上げたとおり、短期金利はオーバーナイトを含めほぼ低位横這いである。例えば、ユーロ円の 1M、短国の 3M 等、ほとんどベッタリ横這いという状況であるが、実勢はこれ以上に金余り、あるいは緩和感は強まっていると思われる。一つは、今、最も需給を端的に反映して動くレポ・レートが、5 月の中旬に 0.105% 位だったものが、段々、0.095%、0.10% と、都銀もキャッシュ潰しのためにレポ放出していることで、レートは下がっている。あるいは短国であるが、ここに出ている BB の公表レート以上に実勢は下がっているとみられる。因みに、先週末、金曜日に 2 か月物の TB の入札——2 兆 5,000 億円——が行われて、足切り・平均とも、2006 年 4 月以降で最低の 0.1005% というレートが付いた。事前には、ひょっとして 0.1% を下回って、補完当預の 0.1% を下回るのではないかという観測もあったが、一応ギリギリ 0.1% は超えたが、今、やはり運用難の中で、短期債に対する人気は非常に強い状況で、全体として、この金余り、緩和感は強まっていると思われる。短期市場は、こうした緩和的な状況の中で、総じて落ち着きを取り戻している。

図表 2-3、CP があるが、(2) 事業法人 CP の動向で、震災の後、少し高い物が出たが、ほとんど元に戻っているのがご覧頂けると思う。一番

右で、少し高くみえるのが、東電以外の電力である。東電はC Pを出していないので、他の電力会社がそうは言っても 1bp 位高いだけであって、それを除くと、震災前のレベルとって良いと思う。

次に、長期金利であるが、図表 2-6、長期金利を米・独・日と対比する。(2) 10 年国債利回りの推移の右側のここ数か月の推移をご覧頂きたい。それぞれ、細実線が米国、点線がドイツ、太実線が日本であるが、一番右端をご覧頂くと、この点線のドイツが少し上がっている。これは、ずっと下がってきたが、このところはトロイカ、いわゆるEUとIMFとECBの7月のIMFの融資実行に向けて合意が進んだという見方で、ドイツ債への逃避的な買いが一段落したことで、ドイツ金利が少し強含んでいる。それに対して、米国の方はやはり景気不安を前提に少し弱含んでいて、3%を割る日もあった。それぞれ要因が違うが、凸凹上下ある訳である。この間、日本の長期金利は、極めて安定している。低下要因としては、やはりその海外金利、特に米金利の低下が低下要因としてあるが、一方、国内的には上げの方向に当たる要因が二つある。一つは、震災後の鉱工業生産であるとか、センチメント指標であるとか、比較的強めの指標が出たということが一つ。もう一つは、政局不安というか、先行きの国債需給に対する不安という二つが、レートを下支えしている。マーケットの感じは、図表 2-7 の市場参加者が注目する債券利回り変動要因でもみてとれる。これは、毎月みてもあまり大きな変化はないが、震災の前と後という意味で、右の3月、4月、5月の3本とそれ以前を比べると、二つの要素が大きくウェイトを上げている。一つは、債券需給、もう一つが景気動向である。引き続き海外金利の影響があるが、相対的に、海外金利と比べて、債券需給と景気に対する関心が強まっているという状況にある。

次は、クレジット関係である。図表 2-9、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、国内社債を格付別にご覧頂くと、A格が上昇しているのが電力の要因である。今、社債市場は三つ位の層に分かれている。一つは、東電債である。因みに、先週の金曜日の証券業協会の気配値の東電債の対国債社債スプレッドが 470bp である。実際には、市中で売却しよ

うとすると、1,000bp とか 1,400bp とか言われているが、そういう値が付いている。もう一つは、これまで、それほど高くなかった関電、中電等も先週の木曜日で 30bp と、ここも少し高くなっている。これは、後程、門間企画局長から報告があると思うが、関電が社債発行を準備していて、これが実現すると電力も始まるということで、非常に良いニュースだと受止められていたが、結局、どうも 40bp 位でないと発行できないということで、社債の発行は中止になっている。ただし、これを除くと、他の業界はほとんど震災前に近いところまで戻っているということで、三つ位の層ができていく感じがする。

次は、株、REIT 関係である。図表 2-12 が株であるが、それぞれ理由が違う。一番上が日本国内、真ん中米国、一番下欧州である。日本の場合には原発、サプライチェーン不安、米国の場合には景気不安、欧州はギリシャ要因で、全般的にこの間は弱い展開であった。日本の株価で特徴的な点の一つ言及すると、図表 2-14 の主体別売買動向をご覧頂くと、海外投資家の欄で、先々週の 5 月 23~27 日が -71 億円と、売り越しになっている。週間ベースの売り越しは 30 週振りであった。30 週振りはいつ以来かということ、去年の 10 月末以来であるので、米国の QE2 あるいは日本の包括緩和で、株の見直しあるいはリスクオンの動きが出て以来ずっと買い越しであった。これが、この週に 30 週振りにマイナスになった。マーケットでは、海外投資家の日本株に対する態度がこれで変わったのかどうか、注目する向きもあったが、一応、その次の週はプラスに戻った。ただし、外人の買い越し額を、去年の 10~12 月の 1 兆 4,000 億円、今年の 1~3 月の 3 兆円と比べると、やはり買い意欲は強くないという状況かと思われる。それから、J-REIT の指標であるが、足許若干弱含んでいる。大体、市場の見方が 1,000~1,100 ポイントの間であるので、大きく振れている訳ではないが、弱含んでいる。これは、専ら震災後、良いニュースであるが、二つの銘柄——オリックス不動産投資法人与ユニテッドアーバン投資法人——で、J-REIT の増資が行われている。この二つが合計で 700 億円と、この小さいマーケットのわりには、わりと大きな金額

だったので、荷もたれ感が出ているということであるが、マーケット関係者は、市場地合い自身は悪くないという評価が多いように窺われる。

最後に、為替相場であるが、図表 2-16、ドル、ユーロ、円の最近の動きをご覧頂く。(2)名目実効為替レートで、ここ数か月の動きをご覧頂くと、まず、ユーロであるが、3月、4月はECBの利上げを材料に若干強い展開を辿ったが、その後、ギリシャ不安の再燃によって売られて、足許1か月は、むしろ先程申し上げた7月にも融資実行かという良いニュースで戻っているという展開である。それから、ドルは、この間、一貫して弱い方向である。ギリシャ問題等々で、ユーロもミラーイメージで動く時もあるが、3月初めを100とした場合には、ドルはやはり弱い。この間、日本の円は、4月以降はやや円高含みの展開を辿ってきている。ただ、日本円について、ドル/円の関係でいうと、図表 2-17 (3) に、IMMネットポジションの推移があるが、この太実線が、円のネットポジションである。4~5月にかけては、介入を材料にかなり大きなポジションの造成とその巻き戻しがあった訳であるが、今はほとんどニュートラルである。じわじわ円が強くなる動きはこの1か月半続いているが、こうした投機筋の動きで、何か非常に急な波乱が起きるといのように市場はみてないようである。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

当座預金残高であるが、0.1%の付利を始めてからずっとみていると、所要準備額を超えて積んでいるところは、かつては外銀、地銀が顕著であった。それが、足許にきて、メガ等が若干増えてきている。本行の潤沢な資金供給そのものが、金融市場の安定に資するのは非常に結構なことであると思うが、結局、行き場がなくなって、当座預金へ積んでいくというような状況をどういうふうに見れば良いのか。私は、都銀が所要準備額を

超えないで、マーケットで資金を活用していた状況から変化がみられると思っているが、この点は如何か。

#### 雨宮理事

ご指摘のとおり、都銀だけでなく、系統や大手証券会社も含め、特に震災後、超過準備を積むことに関する意識は少し変わっている部分はあるかと思う。ただ、都銀でいうと、理由は大きく二つある。一つは、端的に言うと、  
のあった都銀であるが、やはりいざという時のために手許に厚く金を持っておこうという気持ちは、他の銀行も含めてまだ強い。それに加えて、全般的にイールドカーブが寝てきて、運用難の中で、他にいわば金を回せないのを取り敢えずこれで持っているという理由が二つ目である。どちらが大きいかというと、イメージとしては、2対8か3対7で、運用難だと思う。今、亀崎委員がご指摘の、仮に、例えば、メガや証券会社等がこれを抱えることによって、その金を自分のところに封じ込める結果、全体の緩和に対して、逆行するような影響を及ぼしているとか、あるいは金融が締まる方向で影響を及ぼしているということであれば問題だと思うが、むしろ逆である。二つある。一つは、今申し上げたとおり、イールドカーブも全部寝てきて、他に運用先がないので積んでいる、ということで、むしろ緩和の結果で積んでいるというのが一つ。もう一つは、そうは言っても、やはり包括緩和以降、これだけ需要を上回る供給をしていることがマーケットの安心感を醸成しているという意味では、そのように多少ビヘイビアが変わっていることは、全体として、緩和を遂行するという目的とは、整合的であるというように考えている。むしろ、多分、本当にメガが所要準備どおりにきっちりコントロールしだすと、札割れが壊滅的なことになる可能性もある。

#### 亀崎委員

札割れが。

雨宮理事

物凄く大きな額になる可能性もある。

中村委員

資産買入れ——ETF、J-REIT——についてであるが、買入開始後、大分時間が経った。リスク・プレミアムの圧縮を主に狙っていたのだが、新聞とか市場では日銀の買入れについて、色々なことが言われている。一般的なものとして、市場や投資家は、この日銀の買入れに対して、今、どのように評価しているか。

雨宮理事

評価は、ヒアリング相手先が直接マーケットで売買しているかどうかによっても大分違ってくる。ヒアリングでいわゆる最大公約数的な意見ということで申し上げますと、J-REIT、社債、ETFでそれぞれ若干受止めは違うように思う。やはりマーケット規模が小さい分だけ、J-REITについては、日銀の買入れのプレミアム縮小効果はかなり大きく出ているという声が多いように思う。実際に、株と比べると、震災後、J-REITの値段が比較的堅調な訳であるが、堅調な理由として幾つか挙げられている。一つは、震災の後、J-REITも下がったが、J-REITで組み込まれている土地や不動産が震災とは直接関係ないということが段々分かってきた。二つ目は、元々、J-REITは長期保有の投資家が多いので、短期的な売り浴びせが少ない。三つ目に、本行の資産買入等の基金の買入れの効果を指摘する声が多いように思う。それから、社債についても、これは月一回ということであるが、やはり特に震災直後、社債市場の流動性が一瞬減りかけた段階で、日本銀行がこれを増額したことのいわばアナウンスメント効果、あるいは安心感が非常に大きかったという声が多いように思われる。それに対して、ETFについては両方声があるように思う。やはり、株が下落する局面では、日銀が出てくるということが一種の安心感を醸成しているという見方もある一方で、ETFのバック

には東証一部、二部という物凄い海のようなマーケットがあるので、日銀による買入れが非常に強い影響を及ぼしていることでもないかもしれないという意見もある。しかし、全体としては、資産買入等の基金の効果は、そういう濃淡はあるが、今でも下支え的な効果は示しているという見方が多いように思う。

中村委員

ETFについては、日銀の買入れに伴う、広がり等の効果はみられるのか。

雨宮理事

組成はまだみられていない。増資がこの震災の後でも2件みられたという意味では、やはりJ-REITに対する効果は、一応出ているのかもしれない。

亀崎委員

金融緩和であるが、3か月物は0.105%、6か月物は0.110%、1年物は0.130%と、物凄く良いところに来ている。これは、勿論、金融緩和の効果は今出ているということであるが、もう限界のような気もする。その辺はどうか。

雨宮理事

「そう思う」と申し上げたうえで、そうは言っても、金利はイールドカーブの長いところまである。段々、近いところから下げていくということで、近い物は下がっているが、まだ下げる余地がない訳ではないと思う。しかし、ない訳ではないと言っても、あと数ベースなので、短めの金利そのものに着目した場合には、金利政策による緩和は、相当やり尽くすところまでやったと考えるのが自然だと思う。だからこそ、昨年来、長期金利のオペといった格好で、少しイールドカーブの長めのところに行く、あるいは

はリスク・プレミアムに働きかけるという違う緩和の手法に入っているというように考えている。

森本委員

先進国、新興国の株も少し落ちているし、国際商品市況も少し調整局面という状況が続いていると思う。投機資金は、今どこへというような、何か参考になるような話はあるか。なかなか難しいと思うが、暫く様子見という、そのような考え方であるか。

雨宮理事

コモディティは、後程、大野国際局長から詳しく説明があるかもしれない。投機資金という意味で、実際に市場参加者の声を聞いてみると、コモディティの調整が入ったのは、確かに一種の行き過ぎを背景に、例の銀取引の証拠金引き上げをきっかけに、ポジション調整が進んでいるが、今の世界の需要の強さを考えると、やはり長い目でみると、上がっていくという見方はまだ多いように思われる。この1か月は、ギリシャ不安とか米国の景気に対する不透明感で、一種のリスクオフの動きになっている。勿論、その金が全部そこに行っているかどうか分からないが、端的に言われているのは、為替相場の動きであり、先程、ユーロ、ドル、円で色々な理由で色々な動きをしていると申し上げた。この1か月間で強くなっている通貨は何かと言うと、要するに、スイス・フランとニュージーランド・ドルと日本円である。ニュージーランド・ドルは、結局、資源通貨でもあり、中国はこれらに対する割り当てを増やすといった安心感もあるという中で、安心・安全通貨の方に金が流れて、取り敢えず様子を見ているという部分は、特にスイス・フランと円が強かったということに現れているように思われる。

白川議長

他に質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

ないようであれば、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済の報告をさせて頂く。席上お配りしている「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。世界経済の前回会合以降の動きは、回復を継続ということであるが、やや減速しているという評価である。図表4をご覧頂きたい。何回かお見せしているグローバル経済、製造業のPMIの動きであるが、太線が生産、それから棒線が受注・在庫バランスである。トータルでみて頂いてもお分かりになるように、受注・在庫バランスの改善テンポが鈍化している。それにつられる形で生産も減速している。こうした傾向は、先進国で目立っている。この点を先進国生産指数の国別内訳でみて頂くと、米国がかなり足を引っ張る形で、先進国の生産を引っ張っている。米国については、これまでの原油高の影響に伴って、家計の購買力が低下していること、さらには、サプライチェーン障害から日系の自動車メーカーの大幅減産、こういったことが複合的に減速に繋がっていると分析している。新興国であるが、こちらの方も先進国ほどではないのだが、受注・在庫バランスの改善が幾分鈍化して、つれて生産が幾分低下している。こちらの方についても、アジアを中心にいわゆる日本の震災によるサプライチェーン障害から日系自動車メーカーの減産の影響がみられている。それから、こうした国々においては、これまでの数次に亘る金融引締め、あるいは行政的な引締めの効果が徐々に現れているのではないかという見方である。

それでは、いつもどおり各地域別にみていきたいと思う。図表1、米国である。1. GDPについては、1～3月の1次推計値が公表された。前期比で+1.8%と、事前の推計値から数字は変化はしていない。ただ、市場は、+2.2%位の上方修正とみていたので、それからすると、少し期待外

れということが一つある。それから、1次推計で内訳がはっきりしたが、中身をみると、個人消費が市場予想に反して下方修正されていた。これは、原油価格の上昇を受けた購買力の低下であるが、やはり家計が弱かったといったところが、米国経済全体に対するやや暗いムードに拍車をかけたというような状況である。個別項目をみると、2. 実質可処分所得は、原油高の影響を受けた交易利得の減少から、このところほぼ横這いの動きとなっている。こうした可処分所得の動きを受けて、3. 個人消費は、実質をみても足許やや減速している姿が確認できる。また、6. 自動車販売をみると、5月は年率で約1,200万台ということで、一頃に比べて大分減少してきている。この減少には、勿論、日系自動車メーカーによる大幅減産という供給制約も影響しているが、それだけではなくて、米系メーカーについても減少しているところが、やや少し意外感をもって、悪い材料として取り上げられている。7. 消費者コンフィデンスも低下するなど、原油高が消費者の購買意欲に影響を及ぼしていることがみて取れる。住宅市場は、相変わらず不調である。住宅販売の低迷は続いているし、在庫も相変わらず中古を中心として高水準で推移している。そうした中、9. ケース・シラー住宅価格指数は、引き続き軟調に推移している。設備投資については、10. 非国防資本財受注が、均してみると、緩やかな増加傾向であるが、商業用不動産など建設投資は、依然低水準ということで、基調としては全体として何とか緩やかな増加を維持しているという評価を変えていない。次に、生産をみると、12. 製造業ISMは、足許5月に大幅に低下している。改善、悪化の分岐点である50は上回っているが、新規受注や生産が、これまでの原油高、さらにはサプライチェーンの障害などを受けて大幅に低下している。生産の伸びは、当面は鈍化する可能性大ということである。非製造業のISMをみると、5月入り後、原油価格の下落を受け足許幾分上昇している。とはいえ、急低下した4月の水準と並ぶ程度の動きである。続いて、雇用をみると、15. 非農業部門雇用者数は増加を続けているが、足許、5月は5.4万人と、僅かにとどまっている。2月から4月にかけては、20万人前後の増加ペースだった訳であるが、大幅に減速する姿となった。民間

部門の内訳業種別にみると、5月は日系自動車メーカーの減産の影響で製造業が小幅ながら減少に転じているほか、非製造業でも個人消費の減速を受けて、小売であるとか、宿泊など、家計需要関連の業種でも雇用者数が減少に転じている姿であった。こうした雇用環境の改善ペースの鈍さを映じて、14. 失業率は、やはりと言うか、また9%に乗せて、9.1%と小幅上昇という形になっている。以上、米国である。

図表 2-1、ユーロエリアをみると、サプライチェーン障害の直接の影響は、ユーロエリアについては、軽微である。そういったこともあってか、回復が緩やかという姿は米国よりもよりはっきり確認できる。特に、1. GDPをみると、改訂値が公表されたが、前期比年率は+3.4%と、+3.3%であったのが、速い風速を僅かながらも上方微修正という形である。輸出関連をみると、2. 輸出、3. PMIをみて頂くと、依然 50 台半ばを維持している。もっとも、足許では幾分低下している。これまでユーロエリアで経済の押し上げに寄与してきた輸出についても、他の地域——米国、それからアジア——の減速の動きを映じて、今後は、増勢を幾分鈍化させる可能性が大きいのではないかとみている。次に、内需をみると、設備投資に関しては、4. ドイツの国内投資財受注が、足許、幾分弱い動きになっている。個人消費については、6. 小売売上高は、足許は緩やかに増加している一方で、8. 消費者コンフィデンスは、横這い圏内の動きとなっている。緊縮財政の影響などもあって、先行き個人消費の増加テンポは鈍化する可能性が高いとみている。こうした中、生産面の動きをみると、10. 製造業のPMIで確認すると、製造業については、依然 50 を上回っているが、足許、幾分低下している。輸出受注の減速によって、ユーロエリアの生産も減速していく見込みである。一方、非製造業、サービス業については、主要国の内需の堅調さを映じて、このところ 50 台半ばで横這い——56.0 である——が続いている。そして、雇用情勢をみると、11. 失業率は、ユーロエリア全体では横這い——9.9%——が続いているが、中身をみると、引き続きコア国では緩やかに低下、周縁国ではむしろ上昇、平均してみると横這いという姿に変わりはない。最後に、物価をみると、12. CPI 総

合ベースでは、足許、5月は+2.7%と、前月の+2.8%から幾分プラス幅を縮小した。しかしながら、この0.1%ポイントの低下については、4月のイースター休暇に伴う旅行代金など、一時的な値上げが剥落した一時的な要因の方が大きく効いているようであるので、基調的な動きとしては、総合ベースのプラス幅は依然拡大傾向を続けているとみている。そういうこともあって、先週のトリシェ総裁会見では、strong vigilance というキーワードが使われて、これを受けてマーケットでは「次回、ECB理事会で利上げあり」と、ほぼマーケットが織り込んでいる状況である。

次に、図表2-2、英国経済をご覧頂きたい。英国経済については、輸出は基調として増加しているが、緊縮財政の影響を受けて、個人消費、住宅投資に減速感が窺われる状況である。1. 実質GDPは、前期比年率+1.9%、速報値の+2.0%から微修正である。今回判明した需要項目別の内訳をみると、輸出は堅調に増加している一方で、緊縮財政の影響を受けて、個人消費など内需が弱含んだ姿が確認できている。今後の輸出については、3. PMIをみて頂くと、改善、悪化の分岐点である50は引き続き上回っているが、数字自体は足許低下している。英国でも、世界経済の減速を受けて、これまで堅調に増加を続けてきた輸出が、先行き幾分減速するという見方が濃厚になっている。一方、内需については、4. 小売、それから5. 消費者コンフィデンスが足許幾分改善はしているが、これには4月末のロイヤルウエディングの影響があった。こちらの影響は、1か月や2か月で終わるかどうかわからないが、それほど長く続くものではないと思われる。一時的な要因ということであれば——我々はそう思っているが——、多少、割り引いてみる必要があるのではないかと思っている。以上、英国である。

図表3-1、中国をみたいと思う。中国については、数字は、明日のちょうどお昼頃に沢山出るので、今のところ追加的な計数は少ない。そういった中で、3. PMIは依然52と、このところ低下傾向にあるが、そこそこのモメンタムは維持ということで宜しいかと思う。昨年12月末の自動車購入税の低減措置の終了以降、自動車販売が横這い圏内で推移するという

ことであるし、個人消費はやや減速感が窺われる中で、日本の震災に伴うサプライチェーン障害、それから報道にもある一部地域における電力供給の制限もあって、工業生産の伸びはやや鈍化しているという見方がアネクドタルにはみられる。明日の数字なので、外すと恥ずかしいが、4月の生産は+13.4%とみているが、マーケットでは大体+13%位ではないか——プラス幅の小幅減少ではないか——というような見方をしている。それから、CPIについての市場の見方は、4月の+5.3%から5月は+5.5%位と、少し上昇するという見方である。それから、9.M2と10.人民元貸出が今日のお昼前に出たので、追加的にご報告申し上げます。M2は+15.1%と、4月の+15.3%から0.2%ポイントの低下、それから人民元貸出は4月の+17.5%が5月は+17.1%と緩やかな減速ということで、ほぼ予想の範囲内の動きであった。次に、インドであるが、高めの成長を続けているとの判断に変わりはない。1.実質GDPをみると、1~3月期は前年比+7.8%と、高い成長を維持している。インドについては、比較的バランス維持ということである。

図表3-2、NIEs、ASEAN経済は、景気回復を続けているが、足許でサプライチェーン障害の影響が現れてきている。まず、(1)実質GDPをみると、今回1~3月の数字が出揃った。域内全体で合計した実質GDPは、前期比年率+9.0%と、前期の+5%からプラス幅を拡大させ、高めの成長となっている。もっとも、4月以降の動きについては、日本の震災に伴うサプライチェーン障害の影響を受けて、幾分減速をしている。

(2)輸出の合成指数をみると、前期の高い伸びの反動に加えて、サプライチェーン障害の影響から増勢が鈍化し、+11.7%から+2.7%である。内需関連をみると、図表3-3、韓国で消費者信頼感指数の改善が鈍るとか、これまで緩やかに増加していた小売の数量指数が、幾分減少するとか、インフレ率の上昇に伴う、家計の購買力、実質購買力の低下と言った方が良いと思うが、個人消費の伸びが低下していることが確認される。また、韓国については、機械投資推計指数、それから、国が別であるが、タイの民間投資指数——(4)である——が4月は減少している。こういった動

きには、日本の震災を受けた乗用車の供給制約なども影を落としているとみている。(5) 消費者物価であるが、今回からNIEs、ASEANの合成指数を掲載している。これをみると、総合ベースでは、生鮮食品の上昇一服によって、均してみると、プラス幅を幾分縮小しているとみられるが、カッコ内のコア・ベースでは、生産要素の稼働水準の高まり、さらには食料品原材料価格上昇の転嫁が徐々に進んでいることから、プラス幅が拡大している。NIEs、ASEANでは、インフレ圧力は強い状態が続いていることが確認できると思う。

以上みたように、世界経済は足許減速している。今回の減速要因のうち、サプライチェーン障害の影響は、幸い短期間のうちに解消するとみている。一方、米国の個人消費の減速については、原油価格上昇が一つの大きな要因であるが、原油価格をみると——図表5、少し国際商品市況の動きを載せている——、WTIであるが、原油価格自体は、足許、わりと横這いをマーケットはみている感じである。この水準が、もし続くのであれば、個人消費もいずれ回復が見込めると思う。ただし、原油価格の動向に関して、非常に不確実性が高いこと自体が、やはり非常に見通しを難しくしているということがある。さらには、雇用環境、それから住宅についてもなかなかバランスシート調整が進んでいないので、この重荷自体は、依然として軽減されていないということからすると、やはり米国経済を取り巻く下振れリスクについて、引き続き注意が必要だと思う。この図表を少しだけ補足させて頂きたいが、一番下のWTIとブレントは先物カーブである。一年先、二年先、三年先と非常にみにくいが、大きな流れだけみて頂くと、この真ん中の線がゼロであるから、左のリーマン・ショック後は、2009年からいわゆるコンタンゴという先高の状況が続いていた。これが、今年に入って、春先から初めてゼロを挟んで、特にWTIについてみれば、今年の春先にゼロを下回る、要するに、先安という、いわゆるバックワーデーションというのが、2年数か月振りに初めてみられた。その傾向は、ブレントの方により強く出ていて、足許、非常に上がっていることの裏返しもあるが、まだバックワーデーションが続いている。であるので、現在のマー

ケットは、原油の先行きについてはフラット、若しくはブレントについては少し安くなるのではないかという見方を、この数年間で初めてしていると思う。そのとおりになるかどうかは、別物であるが、石油価格の先行きについては、今まで申し上げたような全体の減速的な要因とか、そういったものも踏まえて、非常に不確実性が高く、見通しが難しい状況になっていることは、是非ご留意頂きたいと思う。

それから、先程、森本委員からマネーはどこに行っているかという質問があったが、これは非常に難しいと思う。全体的には、雨宮理事が言ったとおり、先行きに対して非常に不透明な中で、様子見機運が強いと思う。株と債券に関する先進国とエマージング諸国のグラフをみると、足許、株については、先進国もエマージングもマイナスである。それから、債券については、先進国はマイナスだが、エマージング諸国の債券だけが流入になっている。これをどういうように評価するかは、非常に難しいが、足許、様子見機運が強い中で、取り敢えず、多くの投資家がエマージングについては、為替がドルも安いし、ユーロも弱いしということで、ノー・ヘッジで為替リスクを主に取るような形で、エマージングの債券に流入している動きが、過去2～3週間、少し強くなっている。しかし、そういった動きが長期化することは、むしろ考えられないので、全体の様子見機運の強い中での投資資金の綾とみたら良いのではないかと思っている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

新興諸国の物価の動きについて、質問したい。ヘッドラインCPIの方は、中国とか韓国とかインドネシアとか、若干であるが、少しインフレの伸び率が減っている。でも、コアCPIの伸び率は、全部、中国も韓国も台湾も上昇している。この解釈であるが、コモディティ価格も少し下がっ

た、それから金融引締めを何回もやっている効果がある一方で、やはり新興諸国は需給ギャップが非常にタイト化しているということがあると思う。そうするとやはり今後もインフレは高いというか、上昇圧力が続くというようにみたら良いか。

#### 大野国際局長

一言でお答えすると、おっしゃるとおりだと思う。需給ギャップというか、稼働率が相当高い中で、既にヘッドラインというか、食料品、それから原燃料は上がっているの、それが川上から川下に対して、物価上昇圧力として常に働き続けている。そういった傾向については、今後も今の状況であれば続くとみている。

#### 宮尾委員

今の点だが、金融政策の面では、韓国とかインドとかがビハインド・ザ・カーブを少しずつ修正していると思うが、やはり政策金利の引き上げはまだ暫く続くということか。つまり、インフレがまだ持続的に続いていくことに呼応して、政策金利の引き上げもまたある程度続くというように考えておいて良いということか。

#### 大野国際局長

今、宮尾委員がおっしゃったうちの韓国、インドについては、迷わずそのとおりだと思う。ビハインド・ザ・カーブのリスク自体は、何回もこの会合でも非常に大きいのではないかと報告させて頂いた。以前に比べれば少しはキャッチアップしてきているとは思いますが、ビハインドではなくて、フロントまでいっているような国があるかということ、恐らくないのではないかと考えている。比較的頑張っているのは、強いて言えば、ブラジルは相当頑張っているが、むしろ例外的なものではないかと考えている。

## 亀崎委員

米国の住宅価格だが、ケース・シラーの20都市指数は大体2006年の春位にピークを付けて、それからずっと下がってきて、2009年の春にボトムを付け、そこからまた少しずつ上がってきた。ところが、今、20都市指数をみると、まだ2009年の5月のピーク比31.6%を上回っている。ところが中身を見てみると、かなり多くの都市で過去のボトムをもう下回ってしまっている。ということは、今、間違いなく二番底にあり、まだ下がっていくという状況だと思う。バランスシート調整は、日本の場合も、凄く時間がかかってきた訳である。まだ、今でも、住宅価格は下がっている。ただ、その中においても2000年前後は成長したし、それから2004～2007年も成長した。そういうことを考えてみると、米国では、人口が増えていく、家も増えていく中で、重石があるとは言えども、在庫投資循環だとか、あるいは設備投資循環だとか、あるいは事業の増大だとか、こういったもので、成長は今後も考えられると思う。ただ、それが持続的な強いものにはなりにくい、ということである。バランスシート調整がいつ終わるかという、これは時間がかかるとしか言いようがない。そうした中で、そこにあまり焦点を当てると方向性を見誤るのではないかと、日本のケースをみても思うのだが、如何か。

## 大野国際局長

それは、非常に難しい判断だと思う。一つだけ言えるのは、勿論、輸出であるとか、企業の投資活動であるとか、新しい成長分野みたいなものが牽引する形で、ある程度の成長を維持してくれる可能性はあると思う。その場合においても、ご承知のとおり米国の成長の一番の牽引役は個人消費であるから、その消費を支える相当部分の家計が大きな重石を背負いながら走る場合には、やはりそのスピードは、それなりのハンディキャップを負わざるを得ないのではないかと思う。そういうこともあって、米国経済に内在するリスクとしては、上に弾みにくく、下振れしやすい。これは、残念ながら、家計における、あるいはサブプライムローンの問題を抱える

方々が、構造調整というか、バランスシート調整をある程度進めない限りは、そのハンディキャップを負いながら米国はどこまで成長できるのか、それが一般的に言われている潜在成長率+2.6%をどの位超える位の速度で走れるのかどうかといったところを中心に判断をするのが宜しいのではないかと思う。

#### 亀崎委員

潜在成長率程度の成長は、今みたいな状況の時でも見込まれている訳である。だから、先程の重石の中でも、色々な良い指標が出てきている。しかし、この重石のためにどんどん落ちていく状況ではないのではないかと思うが、如何か。

#### 大野国際局長

おっしゃるとおりだと思う。去年から何回も楽観、悲観を——もう四回目位になると思うが——繰り返している。私共の評価としては、大体、潜在成長率が+2.5%、+2.6%だとすると、それを上回る位の平均速度で回復するのが今の米国の実力ではないか。それは、+3%前後を中心に非常に幅があると思う。ただ、足許、1~3月が落ちたので、仮に+3%でいったとしても、例えば暦年でみた場合は、計算上は米国の伸びは+2.6%位にしかない。今、FOMCは、前回のもので、まだ+3%強の伸びを見通しているが、その背後にある考え方は、バーナンキ議長もおっしゃっていたが、年後半にかなり強い形で回復するという姿を描いている。もう一つ申し上げると、これまでの何回かの米国の回復局面にあっては、大きな落ち込みの後には、普通は、+3%どころではなくて、反発力があるので、+4%位は平気で戻ってきた訳である。今回については、バランスシート調整があるために、やはりそこは割り引いて+3%内外位のところが、今の米国経済を巡る条件からすると、標準シナリオとしては適當ではないか、そういう考え方である。

## 白井委員

宜しいか。今、世界でアジアとかラテンアメリカも欧州も全体的に成長率——成長率というか、特に製造業のPMIとか——が少し減速気味である。それで、私は先進国と新興諸国とでは、少し見方が違うと思っている。米国と欧州については、減速は少し懸念というように取れると思う。しかし、例えば、ブラジルなどでは、コモディティ・プライスが上がり過ぎて、いわゆるオランダ病みたいな過熱である。アジアの場合も、やや過熱気味で少し下がるのは、むしろソフトランディングでベターととれると思う。だから、同じ世界で減速気味の中でも、先進国に対する見方と新興諸国に対する見方は、私はどちらかというところ、先進国はマイナスにみている、新興諸国は少しプラスにみているのだが、その点は如何か。

## 大野国際局長

現時点までの判断としては、白井委員のお考えと全く同感である。エマージング、あるいは過熱気味のところについて、減速ということ自体は、これは決してむしろ悪いことではなくて、巡航速度に上手くシフトダウンできれば、それに越したことがないということである。一方で、先進国の米国、それから欧州については、それぞれ心配の理由は違うが、かなり本質的な問題を抱えているので、この辺の減速感が強まり過ぎないかどうかは目を凝らしてみていきたいと思う。ただ、もう一つは、エマージングと先進国との間の相乗効果というか、相互影響はやはり注意すべきである。エマージングは、今まで何回も内外需のバランスが取れてきたと申し上げてきたし、現時点においてもそうである。ただし、もし仮に米国や欧州経済が、我々が思っている以上に下振れして、それが今度、今までの想定以上にエマージングの方にマイナスの効果として出てくるという——これは、勿論、メインシナリオではないが——心配が少しだけ強くなってきていると思う。それから、やはり大きな鍵を握るのは、中国経済が今のペース——多少はスローダウンしても良いのだが——を保ってくれるかが、先進国、エマージング諸国を結ぶ経済のチェーンの中で、重要性が一段とこ

の局面で大きくなっているのではないかという気がしている。

#### 中曾理事

新興諸国の中でも、二つ位に別れているのではないかと思う。私は、おっしゃったようにブラジルはわりとオランダ病を気にしているようなところがあるし、一方で、アジアの新興諸国は、どちらかと言うと、コモディティが上昇してはいるが、敢えてビハインド・ザ・カーブにしているのは、急速に利上げ、引締めをすると、さらに資本流入を呼んでしまうので、これが為替レートの上昇だとか、国内的には一部の資産バブルに繋がってしまうのではないか、そういう見方をわりと強く持っている。それに対してラ米は、どちらかと言うと、ブラジルのようなところに現れているが、かなり引締めを先行的にやっている。国内産業もあるので、オランダ病を防げと。単純化すると、こういう二分化ができるかもしれない。

#### 中村委員

米国経済について、前から国際局は、楽観視も悲観視もしていないということをおっしゃっていたと思う。米国はいずれにしても緩やかな成長しかないということだが、逆に、去年から株価が上がったこともあり、一時的に消費が強過ぎて、それがまた今元に戻ろうとしている——先程来、要因としては、油の値段とか、あるいは日本のサプライチェーンの問題、中国経済の動向もあるかと思うが——といった見方もできると思うが、如何か。

#### 大野国際局長

全くそのとおりのことだと思う。今、中村委員がおっしゃったことに凝縮されている。消費がやはり良かったのは、富裕層の株高に伴ういわゆるウェルスエフェクトに支えられていた。しかし、ご承知のとおり、今年の春からはずっと横這いになってしまっているので、そこの引っ張る力は今ない。今後については、また復活するかもしれないが、それも分からない状況であ

る。それから、もう一つ下押ししている要因としては、やはり油の価格——ガソリン価格——が、私共が見通したよりも、この1~3月については、ずいぶん高くなった。多分、10~15%位高くなってしまったので、その分は、米国の消費に対して、相当な下押し効果があったということである。ただ、下押し効果は、1~3月については、明らかにあったが、今、またWTIは100ドルを少し切る位になってきているので、これが続くかどうかは二つ目である。それから、もう一つ、去年の秋位までの状況においては、悲観論が続いた場合には、財政が出てくるだろうと思ったが、我々が思った以上に出てきた。その余韻で支えられている部分があった。ただ、時間が3か月、6か月経つに従って、この効き目が切れる時間が迫ってきている。ほとんどの失業保険であるとか、社会保障給付については、このままでいくと年末には切れる。そうすると、来年に対して言えば、その財政のいわゆるフィスカル・ドラッグが、今までのバランスシート調整だけでなく、次の要因として米国の重石として加わってくるとみられる。そういうことからすると、先行きについて、明るい材料より少し心配な材料の方が時間の経過とともに一つ増えてしまっていると思う。だからと言って、あまり悲観的になり過ぎる必要は現状ではないとは思っている。

#### 西村副総裁

一点、確認というか、少し教えて頂きたい。我々先進国に関して言うならば、価格はスティッキーであるので、實際上、需給ギャップの変動が価格に及ぼす影響は比較的時間がかかると言われている。国際局でも、何か世界的なフィリップスカーブみたいなことを追求されていたと思うが、エマージングの国ではどうなのかが少し私もよく分からなくなってきたので、もし何かそういうことが分かれば、教えて頂きたいと思う。比較的早い形でパススルーされるのか、色々な特に需給ギャップの動きに対して。なぜ、そういうことをお聞きするかと言うと、やはり今度の場合、白井委員がおっしゃっていたような形で本当にいくのかどうか。少し疑問の点があるとすれば、それはやはり物価の動向だと思う。非常に成長率の高いと

ころで、成長率が少し下がって、普通の意味でのスタグフレーションとは違うグロウスタグフレーションのような——グロウフレーションと言うのか、よく分からないが——、つまり成長率は下がっているのだが、物価はなかなか下がってこない、若しくは上がり続けるというようなことが起こってしまうと、特に物価上昇は政治的な影響が大きいから、さらに引締めをしなければいけなくなって、その傾向はさらに強くなっていく。貿易でいうJカーブ効果みたいなものであるが、そういうようなものが起こるかもしれないというのが、少し心配である。もし分かっていたら教えて頂きたいと思う。そうでなければ、後で結構である。

#### 大野国際局長

厳密な分析はしていないので、また機会があればと思う。非常に短期的に考えた場合、エマージングも色々あるが、多くの先については、むしろ価格統制的な中国をはじめとして、それからインドネシアなどもそうであるが、無理に価格を抑えている部分が少なくないのではないかと思う。むしろそれは、さらには、そういったもののバブル的な動きを溜めてしまって、最終的には、長い目でみた西村副総裁がおっしゃったようなグロウフレーションであるか、そういったリスクを高めている可能性はあるかもしれないという気はしている。極く短期的にみた場合には、スティッキーネスというのは、政治的、制度的にむしろそれを抑え込むという意味でのスティッキーネスが今あって、ただそれがどこまでもつのかといったところが、少しクエスチョンマークが付き始めているのではないかと思う。典型的な例というのが、今、中国で非常に話題になっている電力料金を、石炭価格との関係で、抑え込んでいるために、生産の余力はあるのに電力会社が発電を惜しんでいる、そういったことが中国の経済全体にとってやはり良い訳はない。それがこういった形で歪みとして出ていくのかが、価格全体をみるうえでも重要な論点ではないかと思っている。

白川議長

明示的な説明がなかったが、図表6の欧州の信用不安で、我々自身が先行きのリスク要因——下振れの方のリスク要因——として、ずっと欧州のソブリン・デットの問題を挙げている。それから、次の決定会合まで考えると、欧州のこの問題について何らかの進展がある可能性もある。それで、勿論、先のことは分からないが、マーケットあるいはエコノミスト、当局者の発言等を総合して、どういうことが次の決定会合までに予想されるかということをお聞きしたい。それから、スペシフィックに金融セクターに対する影響である。特に、それも大きな銀行というよりは、どちらかと言うと、保険会社とかそういうところかもしれないが、金融セクターへの影響をどう考えるか。それから、このところ、スペインとそれ以外で多少デフレンシエイトされてきているようにも思うが、最近では、そういう見方になってきているのか。少しその辺について、手短かに教えて頂けるか。

大野国際局長

スペインについては、ギリシャ問題について非常に緊張感が高まる中で、幸いスペイン自体はやはり少し違うのだというパーセプションが広がっていることは、ここのスプレッドをみてもお分かり頂けると思う。

それから、次回の決定会合までで言うと、一番重要なのは来週の動きである。来週、ギリシャ問題等を含んで、一連の重要会議——ユーログループ、エコフィン、それからサミット——が続いてある。アジェンダについては、はっきりはしていないが、ギリシャ問題について、一旦崩壊しかけたギリシャのEU&IMFのプログラムが取り敢えず取り繕われたという状況であるが、マーケット自身は、いわゆるギリシャの債務のリストラチャリングなのか、ディプロファイリングなのか、その他ののであるのか、ということについて、非常な大きな疑念を持っている訳である。これについて、来週1週間をかけて、何らかのギリシャの債務に対する抜本的な対処が出てくるかどうか非常に大きなポイントになっている。それによって、ギリシャの国債利回り、スプレッド等がどうなるかであるが、この直

近の動きをみても、マーケットは全然楽観視はしていないと思う。そういう意味では、ギリシャが自力で今のプログラムだけでは、この問題を乗り切れないということは不可避であろうという中において、どれだけソフトランディングに対する見方を見出せるかどうかといった非常に緊張感が高い状況が続くということだと思う。という意味では、来週後半にかけての動きが一番大きくなる。

それから、金融セクターについては、取り敢えずギリシャの問題を中心として考えた場合には、ギリシャの銀行は非常に問題であるといったところははっきりしている。次には、ギリシャの債務が今申し上げたどれだけリスクされてしまうのか、あるいはヘアカットをされてしまうのか——次の段階ではあるが——、そういう問題が色々巷では心配され始めている。ファースト・インパクトについては、ギリシャの銀行は非常にやられる。ここははっきりしている。その他の国の銀行については、何とか自己資本等で吸収できるのではないかというのが、大方の見方である。そうなると、銀行のところはある程度防げる。個別に銀行が駄目だといった場合に、政府が資本の増強をすればいけるとしたとしても、次は、銀行、金融機関からあるいは保険も含めて、実体経済に対するネガティブ・フィードバックの効果が出てくるのではないかというのが、次の心配材料として出てくる問題だと思っている。

山口副総裁

今の件で少し宜しいか。個別の金融機関のマーケットにおける評価として、特に問題になっているというか、非常に注目を集めているような金融機関は、海外のマーケットをみた時にあるか。

大野国際局長

ギリシャの問題からすれば、ギリシャだけである。

山口副総裁

その他、例えば、ポルトガルとか、依然として問題のアイルランドとかを含めて、特に経営について疑念を持たれているような金融機関はあるか。

大野国際局長

ギリシャとポルトガルで多少違うが、国別で言えば、ドイツのエクスポージャーが多いのではないかというのが、一つ。それから、ポルトガルについては、今度はフランスが少し多いのではないか。ただ、それは物凄く大きい訳ではない。それから、ずっと言われていることとしては、スペインについては、中小の組合とか、そういうものについては、相当の問題があって、これに対してどういう対応が行われるかということが引き続き注目されている。それから、ドイツについては、いわゆる州立銀行等の問題——これは中小ではあるが——も引き続き問題視されている。それらについて、今、マーケットが一番関心を抱いているのは、6月、ちょうど今月行われている欧州版のストレステストの結果である。これが、本来、今週か来週位に出る予定だったのに、どうも延びそうである。7月になると。ここからは私は未確認で、後で中曽理事から補足があるかもしれないが、マーケットでは、どうも出てきた計数が少し楽観的過ぎるので、もう少しそこを詰めて、当局が精査をしているために、発表が遅れているのではないかということが、却って少し疑心暗鬼を呼んでいるということがある。それで、どういうところが注目されているかというと、例えば、スペインであるとか、フランスとかが、ギリシャに対するエクスポージャーをどのようにリスク・カウントしているかをみたいとマーケットは思っている、ということがある。

山口副総裁

個別の金融機関のネームで、具体的に何か出ているか。あまり気付かないのだが。

大野国際局長

ビッグバンクについて、ネームが出ているということは、私は存じ上げない。

中曽理事

個別で出ているとすると、いわゆるパーシステント・ボロワーと言われているECBからしか金が取れないようなところは、市場が何行かは——多くはないが——認識している。そういうところはある。それから、特にアイルランドでは、ECBだけではなくて、中銀のいわゆる特融的な支援に依存している銀行がある。従って、アイルランドの銀行セクターは、要注意というように皆思っていると思う。それから、スペインは、確かにスプレッドなどでみると、安全のようにみえる。ただ、これはよくみていかなければならない。というのは、最近では、カバード・ボンドの方が国債より人気があるという動きも出てきているので、これは表面に出てこないような肌理細かいフォローが必要かもしれない。いずれにしても、多分、欧州の銀行セクターは全体的にみてもまだ脆弱かなと思う。特に、ドルのレバレッジは、そんなに大きく落ちていないと思うので、何か事があれば、やはりドルのファンディング・スワップ市場の機能不全みたいなところに繋がりやすい状況は、そう大きく変わっていないかもしれないと思うので、この辺がチェックポイントかなと思っている。

西村副総裁

それに絡んだ米国のMMFなどの市場の動きは、一時期に比べるとやはりかなり強くなってきた、レジリエントになってきたというように評価して良いのか。米国の短期の市場である程度の規制がなされて、それで、昔はMMFがブレイク・ザ・バックになった時の危険性が凄くあって、向こうの　　などと話している時も、その話がいつも出てくる訳であるが、足許の動きは、それなりにレジリエントな状況になってきたとの評価で宜しいか。

中曾理事

MMFは、そうである。だから、MMFは、その裏腹として運用は短期化しているので、ドルの取り手からすると非常に危ういファンディング・ソースと言えるかもしれない。MMFはクレジットに非常にセンシティブになっているし、運用も短期化しているので、一度そういう状態が崩れた場合は、調達サイドにショックが及びやすいと思う。

西村副総裁

そうすると、米国市場が問題になる時は、そのまま真っ直ぐにヨーロッパに影響が出てくるというような形の危機的な状況ということか。

中曾理事

ドルを引き上げると、そういうことになる。何かショックがあれば、そういう意味である。そうすると、スワップ市場にも及んでしまうかもしれないということである。

野田委員

先程の大野国際局長のご説明を伺っていると、来月にかけて何かが起こるという感じを持つ。何も起こらないで、従来のように「ギリシャもっと真面目にやれ、頑張りなさい」というように、この1年間とあまり姿が変わらないというシナリオは、もうほとんどないのか。

大野国際局長

少し大袈裟に言い過ぎたかもしれないが、本当の危機的な状況は、多分、2週間前にあったと思う。つまり、プログラム自体が空中分解してしまうかもしれないということについて、曲がりなりにも一つの合意ができた。その内容は、ギリシャがもっとちゃんと財政再建をやる——増税も含む——、それから民営化もする、ということで、一応、プログラムの形は

できたと思う。ただ、このプログラムは、元々、来年位には卒業するという前提でやっていたので、それはやはり無理だから、もう少し2年、3年かけてというところで、何を組み替えるかということだと思う。それについては、特に、ドイツとそれから他の、ECBも含めて、債務のリストラクチャリングについての考え方が違う。これについて、ある意味で、厳しい我慢比べというか、厳しい議論が起こっている訳なので、英知を上手く合わせれば、どこかに回答が求められるのではないかと思っている。ただ、ハンドリングを誤ると、マーケットの方があまりに過剰に反応した場合には、何かが起こってしまうということも気を付けなければいけないのではないかという位のつもりで、私は申し上げた。

#### 中曽理事

状況は悪化している。この図表6にあるように、1年前と比べて状況は悪化している。その中で、ナロー・パスが一段とナローになっている。こういう認識の方が良いと思う。

#### 白川議長

情報がある訳ではないから、想像するしかないが、単純なリスクは勿論ないとは思うのだが、何らかのリプロファイルがなされて、その限りでは、直ちにギリシャ国債の目減りということにはならないのかもしれない。しかし、そこから色々な連想が働いていて、それで先程のストレステストについてやはり甘いではないかと、バンキング・ブックについてどうなのかという、そういう去年と同じような話になっていて、そうやって計算してみると、ある程度金額が分かる訳である。そうすると、当局自身がトリガーを引かなくても、今、民間で議論されているようにも窺われるリプロファイリングの動き如何によって、色々な動きが出てき得るかなと、それは少し気にはしているということである。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移る。

前田調査統計局長

それでは、私から説明させて頂く。今日お配りした資料と、以前お配りした資料の二つがあるが、まずGDPと設備投資について、今日お配りした資料でご説明し、その後、前にお配りした資料に戻り、最後に物価をまた今日お配りした資料でご説明したいと思う。

それでは、追加資料の図表1、GDPの2次速報が先般公表された。これは、1～3月が前期比 $-0.9\%$ と、1次速報と同じであった。年率で見ると $-3.5\%$ と、若干上方修正若しくはほぼ同じである。中身としては、法人季報が出たことに伴って、設備投資が若干マイナス幅を拡大、一方で、在庫投資がマイナス幅を縮小ということで、両者が相殺し合ったということである。この結果、2011年度にかけてのゲタは $-0.6\%$ であり、1次速報の時は $-0.7\%$ であったので、若干上方修正であるが、引き続きマイナスのゲタからの出発になる。

次に、設備投資を先にご説明させて頂きたいと思う。図表3、まず、法人季報の1～3月であるが、前期比 $-0.2\%$ であった。ただ、法人季報については、1～3月は被災3県のアンケートは現段階では入っていないということで、実勢より少し高めに出ているので、実勢としては先程申し上げたGDPベースの設備投資の方が近いとご理解頂ければと思う。4月の統計をご覧頂きたい。まず、資本財総供給は3月に $-16.8\%$ と大きく落ち込んだ後、4月は若干のリバウンドとなった。車等を含まない輸送機械を除くベースで見ると、4月は $+10.7\%$ と、かなりしっかりしたリバウンドとなっているので、設備投資の減少はどうやら一時的という感じがしている。企業の設備投資スタンスについて、先行指標を機械受注と建築着工床面積で見ると、3月、4月辺りの水準は総じてみれば底堅い動きと判断している。着工床面積は、3月、4月とも前期比で少し出来過ぎかと思うが、プ

ラスが続いている。今朝ほど出た機械受注であるが、まず、機械受注は当月から公表の形式が変わり、これまで我々が携帯電話を除いて示していたが、今後は携帯電話を除いたものがベースとなって公表されるということで、その数字になっている。4月は前月比-3.3%、4月の1~3月対比が-2.1%と、若干のマイナスとなった。基本的には、1~3月に相当大きく増加した後の小幅減少であるので、底堅さを維持していると判断している。前月、この4~6月の機械受注の見通しが10%位増えているということで、相当強いというご議論があったが、元々、見通し段階であるし、機械受注は相当振れがあるので、いずれにせよ割り引いてみて頂きたいと申し上げていたが、大震災後、何がしかの復旧・復興の動きも当然出るはずであるので、そういうことも踏まえれば、底堅いという判断で良いのではないかと思っている。

図表7、図表8、設備投資計画をご覧頂きたい。図表7は日経の設備投資動向調査である。大企業全産業であるが、2011年度の当初計画が+15.5%と、製造業を中心にかなり高い伸びとなっている。これを評価する際には、この調査には海外投資が含まれているということ、今回はトップ企業が幾つか回答していないということがある。さらには、2010年度からのずれ込みも影響しているので、この辺りを割り引いてみる必要があると思う。ただ、堅調な海外需要への対応ということに加え、震災対応投資もあって、大企業の投資スタンスは堅調であるという評価で宜しいのではないかと思っている。一方で、中小企業については、図表8をご覧頂きたい。これは製造業に限るが、4月上旬に日本政策金融公庫が行った調査である。2011年度の当初計画は-4.1%と、2010年度並みの出だしになっている。これは過去の平均——1982~2010年度の平均——は-10数%のところであるので、平均よりはやや強めの滑り出しとなっている。ただ、これは4月上旬の調査ということで、回答企業比率は例年よりかなり低い26%なので——通常は30%台前半であるが——、実勢を正確に示しているかどうかは不確実ではあるが、中小企業についてもどうやら製造業については震災で投資を大きく圧縮するという感じはまだ確認されていない。

以上、設備投資をどう評価するかであるが、当然、中小企業を中心に消費関連企業については、なお不確実性はあると思っているが、取り敢えず、今のところ企業の中長期的な成長期待は大きくは崩れていないということであるし、後述のように、生産活動の回復がみえてきたということ踏まえると、今後、徐々に増加していくというシナリオの蓋然性は少し高まりつつあると考えている。

続いて、事前にお配りした資料に沿ってご説明したいと思う。図表 5、輸出入である。4 月の計数であるが、実質輸出については、3 月が前月比-8.0%の後、4 月が-6.9%と、2 か月連続のマイナスとなった。輸入は、3 月は減少したが、4 月は小幅のプラスと、これは国内生産ができなかった物の代替品の輸入、あるいは火力発電用の燃料の輸入で、4 月は増加した。通常は生産が減ると輸入は減るが、若干それとは異なった動きとなっている。実質輸出については、後程ご説明する生産が 4 月は若干リバウンドしたので、やや乖離する動きとなっているが、これは生産からのラグに伴うものと理解している。3 月、4 月を合わせれば、輸出も-15%位、生産も-15%位と整合的な動きと考えている。

輸出については、言うまでもなく、図表 7 の (2) にあるとおり、財別には自動車関連の生産が 4 月も半ばから復活したばかりであったので、4 月が相当な落ち込みとなっていて、地域別にはその影響を受ける米国向けがマイナス幅を拡大した。輸出については、生産体制の復旧に伴って、5 月以降下げ止まりから増加に転じていくとみている。海外需要に関する企業の感触を申し上げますと、中国での建設機械需要はどうやら足許鈍化しているという情報があるが、そうした一部を除くと、かなり強いという感じがする。ただ、先程も国際局からもご説明があったとおり、海外経済指標をみると、減速の兆しが出ているということで、企業の見方と海外経済指標に若干乖離が出ているので、今申し上げたような企業の見方が本当に実現していくかどうか注意深くみていく必要があると考えている。

続いて、図表 22、個人消費であるが、4 月のデータがほぼ出揃った。細かくは申し上げないが、全体としてみれば、3 月に大きく落ちた後、4 月

は幾分戻ったという評価かと思う。中ほどに商業販売統計の小売販売額があるが、3月が前月比-8.1%の後、4月は+4.0%と、半分近く戻したし、  
外食産業は-11.6%の後は+7.2%と、これも半分位戻した。5月については、出ている数字は乗用車販売があるが、3月、4月と大きく落ちた後、  
5月は+26.4%の反動増になり、漸く増加してきたということかと思う。それ以外についても、ヒアリング情報によると、総じて持ち直し傾向が維持されている模様である。一部では、4月に販売統計がリバウンドした際に、反動増に過ぎず、5月にまた落ちるのではないかというような懸念もあったが、そういう感じではなく、4月と同じレベルないしは若干増加という感じではないかと聞いている。ただ、先月もご議論にあった旅行については、今のところ明確なリバウンドはみられていないと聞いている。勿論、夏場に回復する可能性もあるが、今のところそういう感じではない。

次に、図表 26、マインド指標については、一応、色々な統計が若干違う動きをしているが、景気ウォッチャー調査では、4月に下げ止まった後、5月に回復という動きで良いのではないかと思っている。この景気ウォッチャー調査については、東北でも同様に回復しているということであるので、全国的にそういう動きだと思う。マインドについては、先月もご議論があったが、通常、雇用や所得の先行きに対する不安ということで下がることが多い訳で、今回もそういうことも影響しているとは思いますが、震災を踏まえた自粛や、あるいは電力、鉄道といったインフラの制約、あるいは余震、原発リスクが影響していたということである。三つ目の余震などの点は、まだ不確実性が高いが、全体としてみれば、マインドを抑制していた要因は時間の経過とともに薄れていくものと考えている。今後、個人消費については持ち直していくと考えているが、そのテンポについては強弱双方の材料があると考えている。まずは、弱い材料について幾つか申し上げると、足許の企業収益の減少が今後民間賃金にどう影響していくか、二つ目に、公務員の賃金カットが地方公務員等へどう広がっていくか、三つ目に、増税議論の高まりが消費者行動へどう影響するか、さらに四つ目に、夏場の電力制約あるいは原発の影響がどう影響していくか、この辺りは弱

い材料かと思っている。一方、強い材料としては、生産回復に伴う景況感、所得の回復というところがあるし、足許どうやら省エネ家電とか、暑さ対策の消費が増えているという話も聞く。あるいは東北地方では壊れた家電を買い換える動きもあるようである。地震の復旧消費のようなものが出てくる可能性が強い材料として考えられるし、今年は夏の長期休暇も予想されるので、場合によっては、旅行需要みたいなものが多少高まる可能性もある。消費については、こうした強い材料についても一応念頭に置いておきたいと思うが、基本的には弱い材料の方に注意が必要と思っている。

次に、図表 29、生産について、もう数字はご存知かと思うが、4月については小幅の増加となった。出荷は引き続きマイナスであるが、この差は船待ち在庫等の増加で説明されるものである。5月、6月については、自動車、一般機械を中心に高い伸びが予測されている。最近の企業のヒアリングを踏まえると、自動車メーカーを中心にサプライチェーンの再構築による供給体制の復旧は、5月の決定会合時点でみていたよりも、さらに前倒しになっていると思う。実勢ベースでみて、7~9月のどこかで震災前の生産水準に戻る可能性が高まっていると思う。前月までは、秋口位かなと申し上げていたが、それよりは少し前倒しという感じになっている。企業からの感触によると、7~9月の前期比であるが、公表ベースでみると、前期比で1桁台半ば、季節調整の歪みを調整した実勢ベースで1桁台後半という伸びを予想しているようである。企業については、海外を中心に需要が堅調なため、供給体制さえ整えば、これが上振れることもあり得るということを指摘していて、10~12月は——まだ先の話であるが——、積み上がった受注残の対応からさらに生産を上積みしたいと言っているということである。ただ、ここにきて関西電力が15%の節電要請を発表している。これは、当初の関西では、5~10%位の節電を要請しようかという話をしてきた訳であるが、それに比べて相当上振れており、自治体が反発しているので、これが本当に実現されるかどうかは現時点では不透明である。また、企業がどのように対応するかは現段階では十分な情報がない。仮に、15%の要請が本当に行われた場合であるが、私共としては7~9月

の生産が増加に転じるという方向性を変えるまでの要因にはならないと考えているが、生産の関西シフトの傾向があることや消費行動への影響も踏まえると、経済活動が多少なりとも下押しされるリスクは一応念頭に置いておく必要があるかと思う。そういう意味では、供給リスクはまだ残っていると思う。一方、需要面についても、輸出のところで述べたとおり、海外経済に減速がみられるということであるので、企業の海外需要に関する強気の見方が実現していくかどうかについても注意が必要である。そういう意味で、供給と需要の双方のリスクを意識しておく必要があると考えている。

次に、図表 34、雇用については、若干厳しさを増しているということかと思う。完全失業率が若干上昇し、有効求人倍率が若干低下した。失業率については、大体、振れが大きいので、一時的な上昇かもしれないが、この統計には被災 3 県の数字が入っていないということも踏まえれば、やはり労働需給は若干悪化していると考えるのが妥当かと思う。図表 33、毎月勤労統計で名目賃金をみると、4 月は $-1.4\%$ と、マイナス幅は拡大している。これは、主に所定内、所定外とも労働時間の減少によるものである。雇用・所得については、中小企業を中心に目先は弱めに推移すると考えているが、生産が回復していけば、再び改善していくと想定している。自動車メーカーなどでは、秋以降、本当に生産が増加していけば、また臨時工を再び雇用しなければいけないという声も出始めている。ただ、先程も申し上げたように、震災による経済活動等の落ち込みの影響が当面雇用・賃金にどのように影響していくのかなど、下振れのリスクの方に基本的には注意を払っていく必要があると考えている。

最後に、物価である。先程お配りした本日の資料で極く簡単にご説明したいと思う。図表 10 をご覧頂きたい。国内企業物価であるが、5 月は前月比で $-0.1\%$ と、若干のマイナスになった。これは、国際商品市況が反落したことを反映したものと考えている。3 か月前対比については、引き続き $+1.3\%$ とプラスであるが、6 月、7 月と、このプラス幅が縮小していくと考えている。CPI については、4 月は生鮮を除くベースで $+0.6\%$

と、前月から0.7%ポイント上昇した。これは、高校授業料免除の影響の剥落が+0.6%ポイント位ある。そして、電気代が+0.1%ポイントあるので、この双方でほぼ説明可能である。5月の東京は、除く生鮮で+0.1%と、4月に比べ若干プラス幅が縮小ということである。これは、震災で上昇した乳製品等が反落したことによるものである。こうした東京の動きなどを踏まえると、5月以降、全国のCPIの前年比はゼロ%台半ばないし後半で推移すると考えている。

以上を纏めると、まず、実体経済については、震災による下押し圧力はなお続いていると思うが、供給制約は緩和方向にあり、国内需要の持ち直しの動きもみえてきている。このため、景気は年度後半に緩やかな回復経路に復していくという展望レポートの標準シナリオに沿って動いているという判断で良いのではないかと思う。当面のリスクについて、供給面については、サプライチェーンに着目すれば、供給制約のリスクはかなり低下していると思われるが、電力供給を中心にリスクはなお残っていると判断している。また、需要面でも、個人消費そして海外需要といった点においての不確実性はなお残存している。特に、海外需要については、企業の見方と海外経済指標に乖離が生じているので、どのように展開するか注意が必要である。物価については、先程申し上げたとおりであるが、国内企業物価は当面上昇が緩やかになっていくが、下落に向かうという感じではない。このため、消費者物価については、これまでの国際商品市況の上昇がラグを持って影響するということから、ゼロ%台半ばあるいは後半で推移すると考えておいて良いのではないかと思う。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

サプライチェーンの回復が前倒しになっているところを、さらに教えて頂きたい。自動車に関しては、色々ニュースが入ってくるのでイ

メージが湧くが、一般機械や電気機械、あるいは情報通信などもずっとボトルネックが心配されていたかと思う。自動車だけでなく、今申し上げたようなボトルネックが心配されていたところも、解消に向けて着実に目途がつつあるとみて良いのか。以前に頂いた説明の中で、例えば、素材であるとか化学や金属で、コンビナートの復旧が少しずつ進んでいるというお話だったと思う。自動車については、かなり復旧が進んできて、大手のところもかなり大丈夫だというイメージは凄く湧くのだが。

#### 前田調査統計局長

その他についても、そういうことで宜しいと思う。自動車についても、幾つかの品目で供給不足が生じていた。一番大きかったのが、マイコンになるが、このマイコンについては、他の電気機械あるいは一般機械にも使われるものであるので、ここの供給不足が解消してきたということは、他の産業にとってもプラスに働いているということだと思う。鹿島のコンビナートもかなり心配されていた。当然まだ完全には復旧していないが、相手は打って、相応に供給できる体制になってきた、あるいは代替地、代替生産ということで対応できるということになってきたと聞いている。当然、仮に生産水準が震災前に大体戻ったとしても、それはそのサプライチェーンが完全に全て 100%戻った訳ではなくて、100%ではない中で、色々対応して生産水準を戻すということである。本当に完全に戻るとなると年内一杯かかる可能性はあると思うが、色々な代替調達や、どういう製品を中心に作るかとか、そういう工夫で生産水準は夏場のどこかで戻るといように考えている。

#### 白井委員

物価のことを質問して宜しいか。新しく今日配られた資料の 10 頁——東京都の 5 月——だが、震災があって、物の値段を極端に押し上げる品目と押し下げる品目とあったと思う。極端に引き上げるものは、例えば、鶏卵とかヨーグルトとか一時的なものである。引き下げる方は、宿泊料とか

需要がないからというものである。両方が極端にあって、今、少しずつ正常化してきていて、卵やヨーグルトの値段が下がってきている。宿泊料もマイナスだが、マイナス幅が縮小している。

前田調査統計局長

若干である。

白井委員

どちらの効果が強いのか。

前田調査統計局長

おっしゃったように、両方——上がったものと、下がったもの——があって、それが元に戻る力が働きつつある。まずは、上がったものが先に下がって、下がったものがまだなかなか上がらないという状況である。先程も申し上げたように、旅行についてはなかなか需要が戻っていないので、ここは少し遅れているということかと思う。ただ、いずれにしても消費者物価に与える影響は、それぞれそんなに大きくないと思うので、消費者物価の基調を変えるほどの弱さでもないと考えている。

山口副総裁

少し宜しいか。生産の関係である。この夏場位には2月のレベルまで回復するかもしれないということだが、その水準自体は、リーマン・ショック前のピークと比べると、なお2/3とか7割とかそれ位の水準だろうと思う。リーマン・ショック前のピークに戻っていく展望は、どうみておいていたら良いか。感じだけでも教えてもらいたい。

前田調査統計局長

まず、私が震災前と申し上げたのは、その意味では2月になるが、公表されている鉱工業生産の指数は季節調整が歪んでいて、2月は、ぽこんと

跳ね上がっている。そういう意味で、公表統計では、2月にはなかなか戻らない。私が申し上げたイメージとしては、大体、実勢位に戻るイメージが夏場だにご理解頂きたいと思う。リーマン前であるが、これは図表 30 をご覧頂ければと思う。リーマン前は、この指数でみると、生産が 105 位であるか。現在 4~6 月の見通しが 90 位ということで、4~6 月の段階で 15%位低いということである。これは恐らく、公表ベースでは、7~9 月は 5%位伸びると思うので、あと 1 割位足りないということかと思う。これは、生産にしても、あるいは実質 GDP 全体でみても、そうだと思うが、「震災なかりせば」のパスにいつ位に戻るのかということにも共通すると思うが、恐らく今年度後半と言うか、遅い段階位でリーマン前位に戻ることではないかと一応考えている。

#### 関根調査統計局経済調査課長

リーマン前ではない。「震災がなかりせば」という感じに戻るのが、今年度の後半である。リーマン前となるのは、まだ 10%ポイント以上あるのでもう少し時間がかかる。

#### 木下理事

震災前がどんな調子だったかと言うと、輸出主導で大分回復してきたというのが実態だったと思う。そういう意味で、震災の影響から回復した後は、世界経済がどうかで相当影響されると思う。同じように順調であれば、またほとんど戻るだろうということだと思う。

#### 中村委員

先程、消費に対する懸念材料の一つとして、国家公務員の給与の減額も少し触れられた。日本経済が回復した後の持続力には、年末のボーナスも重要だというようなコメントもあったかと思う。今、懸念材料と言われたのは、これはやはり相当色々なところに波及することを懸念しているからと思うが、どのようなパスが考えられるのか。

前田調査統計局長

これは国家公務員だけに限ると、日本全体の雇用者数の1%位しかないので、多分そんなに影響しないだろうと思う。地方公務員にこれが自動的に適用されるというものではないが、もし、地方公務員に波及すると、10%位雇用者数があるので、そういう意味で、影響は大きくなっていく。地方公務員の中でも、一部の知事などは「自分のところも下げる」と話しているので、100%適用されるとは思わないが、何割かは適用される可能性があることは認識しておく必要がある。その場合、地方が下がると、多少民間にも影響するリスクがあるので、標準シナリオとは考えていないが、リスクシナリオとしては頭に入れておく必要があるということである。

中村委員

結構、地方では、ベンチマークになっている可能性がある。

前田調査統計局長

そうである。そうならないことを期待したいと思う。

宮尾委員

公務員と言った時には、独立行政法人とかは排除されているのであろうか。

前田調査統計局長

確か、この間、閣議決定されたものには、独立行政法人、特殊法人等についても「倣え」とは書いてないが、こういう動きを考慮に入れて考えるようにとは……。

宮尾委員

すると、わりと影響が大きいという感じであるか。

前田調査統計局長

宮尾委員が思われているのは、例えば、大学の先生などにも波及するのではないかということであるか。大学だけで言えば、そんなに沢山人数はいないと思う。一応、郵政も独立行政法人ではなかったかと思う。あそこは、人数がかなり多い。

白川議長

設備投資関係で少し技術的なことだが、今月の数字には特に関係しないが、機械受注をみる時は、通常は除く船舶・電力でみる。船舶については、今も除く合理性があると思うが、電力の場合、今のような時に、復旧の関係で、本来除かれるべきではないようなものが、今回は除かれているのかなとも思う。今後のために、その辺はどのようにみておいたら良いか。

二つ目は、先程の日経の設備投資計画あるいは政策金融公庫の中小企業の設備投資だが、数字をみるうえでの注意事項については、先程の説明でよく分かった。そのことを多少割り引いたうえで、数字だけを見ると、かなり強い数字である。中長期的な成長期待が崩れていないということは、そのように読むのだろうと思うが、この数字だけを見ると、それを超えて少し強いなという気もする。この辺りは、どのように読めば良いのか。勿論、繰り返しになるが、ここで言う設備投資は国内設備投資だけではなく、買収案件なども入っているということは勿論認識はしているが、その二点についてお聞きしたい。

前田調査統計局長

まず、一点目については、おっしゃるように、こういう時は電力を含めて考えるべきなのではないかと思う。そもそもなぜ電力を除くかと言うと、以前から電力は公共投資というか、対策の時に投資が上振れるということがあって、民間の投資の基調をみるうえでは、電力を除いた方が良いのではないかという考えである。なので、一応それをみているが、我々は、そ

の都度、電力も必要な場合は含めてみている。電力について言うと、4月は落ちている。これは今年の初め位に結構増えていて、中身ははっきり分からないが、どうやら原発関係の受注が増えてきたのではないかと思われる。足許、そのキャンセルなどで落ちて、それが振れを起こしているのだろうと思う。ただ、電力については、一方で、機械受注に出てくるかどうか分からないが、火力を再び動かすという中で、メンテナンスやあるいは多少の補修ということもあると思うので、ここに出てくる電力だけをみて正しいかどうかはまた一方で分からない。さらに、4月に少し機械受注は落ちたが、ここは我々は増えるのではないかと考えていた発電機やあるいは通信機械などが4月はむしろ落ちていて、あるいは見通しで強かった鉄道車両が4月は落ちたりしているので、これは単月の振れの部分ではないか、一応底堅いのではないかと考えている。

もう一つの設備投資計画については、正直、この数字だけをみると強いなという感じはする。ただ、例えば、日経の調査でいくと、トヨタが回答していないとか、かなり大きいところが回答したことによって大分変わってくるので、そこは割り引いてみておく必要がある。一応、プラス位のイメージをお持ち頂いた方が良いのではないかとし、中小製造業についても恐らく被災しているようなところは答えていないのではないかとし、少しやはり上方バイアスがかかっているように考えている。

#### 宮尾委員

設備投資について、少し確認したい。日経の設備投資計画——図表7の欄外——だが、2010年度の10月の調査では、2010年度計画がわりとしっかりしていたのが、実績では2%に落ちてしまった。結局、当初計画が結構強かったのに、実績が非常に低かった、そしてそれが今年度戻ってきているというようなことであるか。

#### 前田調査統計局長

そうである。先程、申し上げたとおり、それも影響している。元々、大

企業の投資というのは、翌年にずれ込むことが多いので、最後は下振れるが、今年は特に地震で最後にできなかったものがある。

宮尾委員

これは、わりとよくあるということか。今おっしゃったように。

前田調査統計局長

ここまで下振れることはないかもしれない。いずれにせよ、我々は3月の、例えば資本財総供給をみて、相当マイナスであった、3月中に相当できなかったということであるので、そのずれ込みがあるというように考えている。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは金融環境についてご説明させて頂くので、事前にお配りしてある資料-5の参考計表をご覧頂きたいと思う。

まず、資金調達コストからご説明する。図表9の上段、太い線が総資金調達コスト、上から順に細い実線が貸出約定金利、点線が社債の発行金利、それから黒丸を繋いだ線がCPの発行金利である。ご覧のように、緩やかであるが低下傾向が続いているという評価で問題ないと思う。

次に、資金調達の量であるが、図表14、一番上の民間部門総資金調達の前年比であるが、5月が-1.2%となっており、マイナス幅の縮小が続いている。内訳をご覧頂くと、銀行・信金・外銀計の貸出の寄与度が-0.5%

ポイントと、4月の-0.7%ポイントからさらに幾分マイナス寄与が縮小している。ただし、それ以外の項目はご覧のようにほとんど変化がない。また、銀行貸出についても、3月から4月への変化に比べると、4月から5月へのマイナス幅の縮小は僅かである。前月比イメージで言えば、年度末前後に震災に伴う手許積み上げ需要などから資金需要が増加したが、その後は、増加ペースが鈍化している、そういうイメージである。CPや社債の発行環境が改善をしているので、借入れについても焦って借り入れるといった感じではなくなってきた。

そのCP、社債について、末残の前年比をご覧頂くと、CPと社債を合わせて5月の前年比は+2.0%と、前年比は概ね横這い圏内である。CPだけでご覧頂くと、ずっと前年比マイナスが続いてきたのだが、足許は-0.5%と前年比ゼロ近傍の動きになってきている。

それから、社債の発行額の方を実額ベースで確認しておく。図表17、これは四半期なのだが、4~5月の月平均の棒グラフになっている。これで約3,800億円となっており、グラフの背丈が最近の中では最も低い、これは4月分が2,000億円弱と極端に少なかったことにより、このグラフの4~5月平均の足を引っ張っているということであり、5月単月だと5,700億円と急回復している。電力の起債はなかったが、逆に言うと、発行市場の1割以上を占める電力抜きで5,700億円まで回復したということである。かつ電力以外はスプレッドも震災前にかなり近付いてきているので、電力以外については、市場の環境は概ね正常化してきているとみて良いと思う。それから、6月の発行額についても、投資家の購入意欲が旺盛な中で、5月並みか場合によってはそれ以上出てくるという見方が市場関係者からは聞かれている。ただし電力については、原発を持たない沖縄電力について先週起債ができたが、東京電力は当面とても発行できる環境ではないし、先週起債寸前までいった関西電力も投資家が要求するスプレッドと折り合わず、結局、起債を取りやめた。そうした状況であるので、今後の注目点は電力債の発行環境が多少なりとも改善に向かうのか、それから、グラフではこの一番下の方に斜線が入っているが、この部分がBBB

格であるが、足許は電鉄系が出ているが、それ以外はあまり広がっていないので、これがもう少し広がってくるかといった辺りが注目点かと思う。

次に、アベイラビリティとか資金繰りに関連するD I 指標である。図表 20、資金繰りD I であるが、中小企業の月次データで4月、5月分をみて頂くと、日本公庫は4月が-4.8で、5月が-2.7、それから商工中金も4月が-9.9で、5月が-9.5と、マイナス幅は幾分縮小している。しかし、その前の3月に比べると、両者ともまだマイナスが大きいままである。足許、どんどん資金繰りが悪化しているという訳ではないが、震災前に比べれば、引き続き厳しさが窺われる。ただし、金融機関の貸出姿勢は、図表 22 の上段の右のグラフをご覧頂くと、極く緩やかではあるが改善傾向が続いているとみて良いのではないかと思っている。さらに、図表 23、倒産件数についても、5月は季節調整値でみて1,093件と、横這い圏内でこのところずっと推移している。

最後に、マネー関連であるが、図表 25、マネタリーベースは5月の前年比が+16.2%であった。依然高い伸び率ではあるが、4月に比べると伸び率は鈍化している。内訳は、日銀券、当座預金ともに震災直後に比べると、需要が落ち着いてきているので、若干伸び率が低下してきている。それから、マネーストックについては、M2の前年比が5月は+2.7%と4月と同様であった。

以上、金融環境については、社債の発行環境が電力を除けば一段と改善しており、投資家の需要が旺盛なもとで、実際、多くの発行が行われているといった辺りが、前月からの多少の変化点かと思う。それ以外は前月とほぼ同様であり、総括判断としては、「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」という判断で変更ないと思っている。

この資料は以上である。今日は、もう一つ成長基盤強化支援について、これまでの実績と評価についてご説明したい。これも事前にお配りしてある資料-7をご覧頂きたい。

1、2頁の見開きのところからご説明したいと思う。約1年前にこの資

金供給を開始して四半期に1回実行してきており、直近は、先週6月8日に第4回目を実行した。金額はご覧のように8,296億円であった。この結果、現時点での貸出残高は2兆9,424億円であり、元々予定していた上限の3兆円まで余すところ僅か576億円になっている。これまで貸出したうち、早期に返済されてくる部分も若干あり、直近の回だと500億円程度返済があった。仮に、次回9月初に予定されている第5回の際にも同じ位返済されてくると仮定しても、それとこの余っている576億円を足して、せいぜい1,000億円強位しか残る原資がない。元々、2年間、合計8回行おうと考えていた仕組みではあるが、1年経過した時点で、事実上、新規貸出を続けていくことは段々難しくなっている。この状況にどう対応していくかという論点が急浮上している。そこで簡単に、これまでの状況を振り返って、一定の評価を申し上げたいと思う。

残高ベースでみた対象金融機関の数であるが、4回目が終わったところで153先である。それから、対象先金融機関が設定した投融資枠の総額であるが、これも第4回が終わった時点で、約8兆4,000億円になっている。日本銀行の資金供給の上限が3兆円であるので、3倍近い成長関連投融資枠が金融機関の自主的な取組みによって設定されている。次に、例示した18分野の成長分野ごとにみると、環境エネルギーが最も多く使われているが、それ以外の分野についても、幅広くご覧のように使われている。さらに、個別投融資の平均期間であるが、全体の平均で6.4年になっている。日本銀行からの資金が使える期間は最長4年であるから、この面でも、それを1.5倍以上上回る金融機関の自主的なリスクテイクがなされている。

それから、最後の5頁目であるが、日本銀行による主要銀行貸出動向アンケート調査において、貸出運営を積極化したと言っている先の理由を挙げて貰ったところ、成長分野への取組みという回答が一貫して高いスコアを付けていることが分かる。

以上のデータと、その他の周辺情報を踏まえて総括をさせて頂くと、まず、本措置は成長分野への投融資に対して、金融機関の自主的な取組みを促すことに貢献したと考えられる。金額、期間、分野、いずれの点からみ

てもいわゆる呼び水としての役割を本措置が果たしてきていると思う。ただし、そのうえで、ただ今の中で投融資と申し上げてきたが、実は、そのほとんどが融資であり、投資については累計でこの間3件、3億円しかなかった。エクイティ性の資金で企業の成長を支えるという金融機関行動に対しては、本措置では一定の限界があったということかと思う。さらに、数字には表れていないアネクドタルな現象としては、一部の金融機関から本措置が金利競争の激化を招いている面があるといった声も聞かれている。そうした競争が直ちにいけないかどうかは議論の余地があるが、そういう声が聞かれているという事実は、差し当たり事実として受止めておく必要があると思う。

以上を踏まえると、第一に、本措置の貸付枠がほぼ使い切られた今の状況において、日本銀行として何らかの追加的な成長基盤強化支援を行わなくても良いかどうかという論点がある。第二に、仮にその場合でも、本措置が持つ限界等も踏まえて単純に規模を拡大するということが良いかどうか、別の工夫とかターゲットを絞り込むといったことが必要かどうか論点となると思う。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

この措置によって、民間金融機関の独自の投融資枠が総額8兆円を超えているとのことであった。これについて二つある。一つは、これは多分公表ベースの数字かと思うが、公表されていないものを含めると、これよりももっと広がりがあるのではないかという話を聞いたことがある。それについては何か情報はあるか。

門間企画局長

公表されていない数字であるか。

宮尾委員

これは実際に、額として捕捉可能な金額であったと思うが。

門間企画局長

これは実際に金融機関から取っている数字である。我々は、別に公表していないものを別途取っている訳では…。

千田企画局企画調整課長

こちらの数字は、公表している数字ではなく、金融機関が我々に提供している取組み方針の中で書かれている数字を拾ったものである。これ以外で、実際に彼等がホームページなどに掲載している数字は——我々には報告しているが、対外的には発表していない先もあるので——むしろ小さい数字が対外的には出ている。

宮尾委員

それと、これは枠だと思うが、実際にどれだけ貸出したかというデータは分かるのか。

門間企画局長

それは、我々は取ってもいない。ただ、これまでのところ、一部の都銀のように、1,500億円の枠に達しているところは、恐らくそこからさらに超えてやっても報告してきていない可能性はある。そうでないところは、大体やった分を報告してきているので、多分この3兆円に近い数字になっているのではないかと思う。2兆9,000億円を少し上回る位のところが、恐らく実際に融資されている分ではないかと推測される。

森本委員

続いて、成長分野であるが、分野別にみて、起業などがもう少し出てき

でも良いかなと思っている。それは、實際上、他の分野に整理されるから、ここにあまり出てこないのか。それとも、こういう性格上、担保物件はあまり持っていないなど、そういうことによるものなのか。その辺の声などは、聞かれてはいないか。こういうのはもう少し伸びても良いような気がするのだが。

#### 門間企画局長

伸びても良いような気がするが、元々、日本はここ数年というか、この10年、20年の傾向であろうが、新陳代謝がなかなか進まない、起業がなかなか促進されないという大きな問題がある。企業サイドにも、なかなか起業ができないという構造的な問題があると思うので、恐らく今回の融資の中でも、起業向けのものがあまり出ていないというのは、日本経済の実態を反映している面があると思う。勿論、おっしゃるように、一部こういう分野にまたがっているものがあって、それがここに計上されていないという可能性もあるが、我々が耳にしている範囲では、あまり起業やベンチャー等、そういうものについて、資金需要が多くて、そこに一杯出てくるといった感じはないということである。

#### 森本委員

あまり担保がないから借りられないとか、そういう話でもない訳であるか。

#### 門間企画局長

そこまでスペシフィックには聞かれていないが、一般論としては、若い企業とか、成長性はあるが不動産を持っていない企業とか、そういう企業については、ある種担保制約あるいは保証人が付けられないということが資金調達の制約になっている可能性があるということ、よく言われていることである。

白井委員

今の関係で、一般的に、大手銀行と地方銀行では、全く新しく起業した企業に対する融資は、どちらの方がより積極的であるか。

門間企画局長

地域銀行は、かなり銀行によって取組みが違う面もあるので、なかなか一概に言いにくいところもあるが、どうだろうか、極く一般的には大手銀行の方が間口が広いから、色々な業務をやっていく中で、ある種ベンチャー向けのファンドを作ったりとか、そういう取組みは多少多様的にやっているという印象は受ける。

中村委員

銀行によっては、枠が一杯になった先もあると思うが、そういうところはこの成長基盤融資に対して、今どのように取り組んでいるのか。また、取引先の金融機関からは——枠が一杯になったところはその可能性が高いと思うが——、さらに追加の増額要請のようなものがあるのかどうか、教えて頂きたい。

門間企画局長

元々、我々は3兆円ということやってきているし、ある種その規模でやっているという理由も明確にしてきているので、表立って枠を増額してくれという声は、基本的にはあまり聞かれてはいない。実際には、まさにこの日銀の3兆円の枠を超えて投融资枠を設定している訳であるので、その分も低金利で貰えれば有難いと思うことは想像できるので、欲しいかと言われれば、恐らく欲しいと答えてくると思う。そういう状況とは別に、ある種そういう3兆円を超えて枠を拡大することが良いか悪いかについては、我々自身が判断しなくてはならない問題、そういう性格の問題というように思う。

## 中村委員

市中銀行としては、日銀の成長基盤融資は終わったのだから、この制度はまあまあ目的を達したと評価しているのか。あるいは、自ら継続して新しい融資先の掘り起こしなどに続けて取り組んでいるのか。

## 門間企画局長

既にこの3兆円の枠で、8.4兆円の投融資枠をそれぞれ個別に設定しているので、ある意味では、相当の呼び水効果というか、梃子の効果は出ていると思う。この3兆円を、さらに分母を拡大すると、比例するように分子が拡大していくのかについては、あまり自信がない。先程、申し上げたように、既にコミットしている分があるので、その分も低金利で賄って貰えれば有難いという気持ちはあるかもしれないが、梃子の効果が同じように効いていくのかについては、少しそこは自信がない。

## 雨宮理事

金額という意味ではそうなのだが、先程の宮尾委員のご質問に関係するが、単純にファンドの額以外にどういう努力をしているかということ、例えば、支店の業績評価の時に、新しい分野をどの程度取り組んでいるかとか、そういう格好でも実は取り組んでいる。実際に、この間のメガバンクや銀行のIR報告書をみると、この手の取組みが一所懸命書いてある。元々、この制度を導入した時に、何と云うか、認知効果というか、そういうことにも期待する部分があったという頭で考えると、そういう効果は、実は、額が3兆円になったら終わりというよりは、金融機関として色々なIR活動も含めて、多分やり続けていくという性格はあるのだろうと思う。

## 白川議長

成長基盤の方ではなくて、先程、説明を省略された部分で、インフレ予想は、説明を省略された理由はよく想像できるのだが、毎回、記者会見で説明する時に備えて、定点観測的にやはり門間企画局長の話聞けると有

難しいと思うので、少しなかなか上手く使えないというところも含めて、インフレ予想について説明して頂けないか。

#### 門間企画局長

ここについては、基本的に大きな変化は——まさに図表 1 であるが——ないということである。足許のところ、C P I 自身は 4 月に多少プラスになってきたが、一方で、極く直近では、ガソリン価格が少し低下し始めているので、その意味で、家計のインフレ予想がどんどん高まってきている感じではなくなっているように思う。それが一点である。それから、図表 2 であるが、これもまさに定点観測で毎月 E S P フォーキャストが出ているが、6 月調査をみると、ここは、エコノミスト全体の足許の物価の変動に対するキャッチアップ過程にこれまでであったこともあって、2011 年度、2012 年度ともに +0.1% ポイントの上方修正になっている。ただし、このエコノミストのフォーキャストには、新基準もあって、こちらの方は 5 月と比べて全く変わらず -0.1% であるので、新基準では、まだ 2 年間デフレが続くという予想が依然としてなされているということである。その意味でも、大きな変化はないということである。

#### 亀崎委員

中小企業の資金繰りであるが、これだけ金融緩和が続いている中で、震災後もそうであるが、震災前でもかなり厳しい状況が続いていたことは、どのように理解したら良いか。

#### 雨宮理事

水準としての評価はとても難しい。図表 22 (2) で、日本公庫・商工中金のグラフをご覧頂くと、2009 年に向けて物凄く厳しくなった後、かなり戻っていて、水準的には実は 2000 年代の平均を上回る水準まで行っている。マイナスはマイナスである。厳しい超ではあるが、元々、中小企業が資金繰りが楽だなどと答えるのはバブルの時しかない訳で、中小企業が

資金繰りが楽だなどと答え出したら、これはむしろ警戒信号が灯っている  
と考えるべきである。その意味で、水準的に物凄く悪いかというと、実は  
そういうレベルではないという評価も可能だと思う。これは、前も一  
度企画局からご報告したことがあるが、むしろ 1990 年代あるいは 2000  
年代の平均レベルより良いところに来たところで、マイナスはマイナ  
スである。足許、若干厳しい方向へ行っているという評価ではないか  
と思う。

#### 亀崎委員

私もそう思う。そうなのだが、常に、我が国の金融環境は総じて緩和方  
向が続いているけれども、こうであると、常にトゲみたいに残る。これは  
事実ではあり、単に数字だけをみるとそうなのだが。何と云うか、非常に  
評価が難しいなと思う。単なる字面はそうなのだが、実態からいって、本  
当にその厳しさというものと業容なり何なりとの関係があるかどうか、難  
しい問題である。ただ、これは常にいつも残ることになる。

#### 雨宮理事

今、委員がおっしゃるとおり、多分、水準を評価する時は二つの視点か  
必要である。一つは、単純にマイナスかどうかではなく、過去の平均との  
比較を考えなくてはいけない。もう一つは、今おっしゃりかけたように、  
実は、資金繰り判断の中には、純粋に金融的要因と本業というか業況、要  
するに、売上げが悪いので金融が厳しくなるという、実は、単なる業況の  
反映としての資金繰り要因がある。もし、可能であれば、純粋に金融の要  
因で厳しくなっている、例えば、市場が壊れてしまったとか、あるいは金  
融機関がある理由で貸出に非常に厳しくなってしまったという部分を取り  
出して評価したい。時々、業況判断を調整した資金繰り判断をご説明し  
ているが、その水準評価と業況判断を調整した後の資金繰りという頭で言  
うと、実は、そろそろもう結構良いレベルにきていたとも言えると思う。  
ただ、方向として、今それが下向きであることは事実であるので、後は、

これがどうなるのかによって評価が分かれていくということであろうと思う。これは重要な論点である。金融環境を評価する時に、特に中小企業の資金繰りを議論すると、常に軸は厳しい方向、厳しい方向へ、世論としては流れていく。その中で、どのように議論を展開していくかというのは非常に難しい問題である。

中村委員

地方の金融経済懇談会などに行くと、大変厳しいという意見がある。

白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

私から実体経済・物価についてご報告する。まず、実体経済の現状の総括文だが、「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」としている。先月と比較すると、「持ち直しの動きもみられている」を加えることにより、若干、判断を前に進めた。その具体的な内容については、各論のパラグラフである。全て変えているので、一度読み上げさせて頂く。「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」としてある。この個別の具体的な内容については、先程、前田調査統計局長よりご説明のあったとおりである。

そして、先行きについてだが、色々と下線が付されているが、下線をし

た内容は、現状部分を変更したこととの平仄をとるため、細かく表現を見直したということであり、基本的なメッセージは「供給面での制約が和らぐにつれ」、「緩やかな回復経路に復していく」ということで、先月と変わらない。

続いて、物価である。まず、CPIだが、4月のCPI（除く生鮮食品）の前年比が+0.6%となったことを踏まえ、現状のところでは、「小幅のプラスとなっている」。先行きについても、「小幅のプラスで推移するとみられる」としている。また、お手許の資料では、変更が間に合わなかったが、CGPIの先行きについて、最近の国際商品市況の動きを反映させ、お手許では「当面、上昇を続けるとみられる」としてあるところを、「当面、上昇幅が縮小していくとみられる」に変更させて頂きたいと思う。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融についてご説明させて頂く。一段落目は市況である。短期金融市場については、先月から変化はないので、特にアンダーラインは引いていない。それから次の為替、長期金利、株価だが、明日も本日と大体同じような水準であれば、為替については「前月と比べ上昇」、長期金利及び株価は「前月と概ね同じ水準」という表現で良いかと思っている。

それから、金融環境であるが、先程、門間企画局長よりご説明させて頂いたが、総括判断、各論についても大きな変更はない。二段落目にあるように、金融環境の総括判断については、「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」という表現で、変えていない。各論については一点だけ、今月の特徴ということで、先程、説明があったが、社債市場について、発行が大体回復し、スプレッドも低下したということで、一部の業種を除いて、そうした状況になっているということ表現しようとしている。「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」と表現させて頂いている。その下のアンダーラインを引いてあるCPについては、計数を反

映した表現の修正である。私からは以上である。

白川議長

何か質問はないか。

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

(16時32分中断、14日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。議事進行であるが、まず最初に、金融経済情勢に関する討議、二番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に、政府出席者からのご発言、四番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、五番目に、5月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に、2011年7月から2012年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充財務副大臣、内閣府からは末松義規副大臣である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

まず、金融経済情勢に関する討議だが、このラウンドでは、最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日のご発言の順番だが、西村副総裁、中村委員、森本委員、亀

崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、それから野田委員——本日が最後の決定会合になるが——の順番である。それでは、西村副総裁からお願いします。

#### 西村副総裁

前回会合以降、利用可能になった各種統計やヒアリングなどの情報を勘案すると、日本経済は前回会合時に比べ、足許から短めの先行きについては、心配していた景気の底割れ懸念は薄れ、比較的速やかな震災からの回復となる展望が少しずつ拓けているように思う。しかしながら、長めの先行きをみると、幾つかのリスク要因が顕在化しつつあるようにも思え、注意が特に必要な状況になっていると考えている。

まず、海外経済であるが、米国経済は達観すれば、目立った雇用面の好転のない緩やかな回復、いわゆるジョブレス・リカバリーを続けていると思う。失業率が昨年末から本年初にかけて目立って低下した後、4月、5月と2か月連続で上昇したが、これはサンプル入れ替わりによる振れと考えられ、昨年末以降、一進一退しながら緩やかな低下傾向にあると考えるのが自然であると思う。緩やかに改善するこの雇用環境を背景に、個人消費は増加を続けているものの、住宅価格の低下を通じるバランスシート問題と既往の原油高が重石となっている。これまで比較的回復傾向が目立っていた自動車販売は、4～5月は1～3月対比でマイナスに転じるなど弱めの動きとなっており、調整の兆しの可能性もあり得る。住宅投資も、ケース・シラー、FHFAといった住宅価格が2008年以降の最安値を割り込むなど、低水準で推移している。企業部門は比較的好調で、輸出や設備投資が減速しつつも増加基調を維持してきたが、ISM製造業指数が足許目立って低下、実物経済の下方リスクはやはり大きいと言わざるを得ない。

欧州経済は、二極化・多極化の状況が続いている。ドイツで国内投資財受注が緩やかな増加を続け、強めの動きが確認されている一方で、周縁国については、ギリシャの1～3月のGDPが前年比-5.5%に大幅に下方改定されるなど、域内の対比が際立っている。現時点では、社債市場を含め、

欧州の金融資本市場は比較的落ち着いていると思われるが、周縁国のソブリン・リスクが引き続き懸念されるもとの、ギリシャ問題の進展次第で急激に状況が変化するリスクには、特にここ数日の動きをみても注意する必要があると考えている。

新興国経済、特に中国経済であるが、自動車販売や生産が幾分停滞気味ではあるが、固定資産投資が高い伸びを相変わらず続けている。従って、実体経済は全体として堅調を維持していると思われるが、インフレの昂進が懸念材料である。50年に一度の深刻さと言われる中国南部干ばつの影響から、5月の卸売食糧価格は前年比+11.9%と大幅に上昇した。ただし、ここ数日、逆に大雨となって被害が出ているという報道もあり、この信憑性はよく分からないが、食糧価格への影響はさらに不透明になっている。その他、CPIウエイトが3%を超える豚肉の価格が大きく上昇している。加えて、前回指摘した電力不足解消のため、一部の省で電気料金が値上げされている。そのため、CPI上昇率のさらなる上昇が予想されている。賃金の上昇も顕著であり、物価と賃金の上昇スパイラルに入りつつある可能性は否定できない。現在、金融引締めによるソフトランディングでインフレの終息と高めの成長が同時に達成できるという楽観シナリオが市場の大勢のように思われる。しかし、現状は既に過熱状況にあり、金融の若干の引締めでは状況に然したる変化はなく、今後もインフレが続き、結局、急激な引締めをせざるを得なくなる可能性は否定できないと思う。

我が国経済だが、震災の影響による生産や輸出の低迷と国内民間需要の弱い動きは続いているものの、足許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回復しつつある中で、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。

企業部門についてみると、4月の輸出が3月に続いて前月比減少となったほか、法人企業統計の設備投資額が1~3月は前期比減少となるなど、震災後の弱さは確かに否定できない。しかし、足許をみると、電力制約の緩和、サプライチェーンの想定比早めの復旧などを背景に、4月の鉱工業生産指数が小幅のプラスに転じ、実勢ベースでみた先行きの生産予測も上

方修正されている。設備投資では、機械投資の一致指数である資本財総供給（除く輸送機械）が、1～3月に前期比で減少後、4月は1～3月対比増加に転じている。先行指標である機械受注は、民需（除く船舶・電力）で若干足踏みではあるが、5月に行われたQUICK短観や商工会議所早期景気観測などからも、企業の景況感は、大企業、中小企業とも弱い中にも下げ止まりないし持ち直しの動きがみられると考えられる。

家計部門は、震災後弱い動きが続いているが、家計センチメントが幾分回復しつつあり、持ち直しの動きがみられている。新車登録台数は除く軽で、4月に前年比-51.0%の減少となった後、5月は前年比-37.8%と引き続き大きなマイナスだが、マイナス幅はかなり縮小している。家電販売額は節電目的等の需要増加から、4月以降増加に転じる動きがみられている。サービス消費でも、外食産業売上高が3月の前月比-11.6%の後、4月は+7.2%と反動増となるなど、一部に持ち直しの動きがある。センチメント指標やヒアリング情報をみても、景気ウォッチャー調査で前回先行きの大幅な回復を指摘したが、今回は先行きに加えて現状も大幅な回復となった。企業へのヒアリング情報を併せると、前回言及したセンチメントの回復が確認されつつあるように思われる。また、ヒアリング情報によれば、住宅投資は広告自粛等により4月にかけて大幅に購入意欲が減退した後、5月入り後は徐々に購入意欲が回復しつつあるように思われる。

しかしながら、少し長めの先行きをみると、下振れリスクは依然として大きいというに、新たな要因も加わっていると思う。まず、国際金融市場で米国経済の先行き不安から米国金利が低下、それを背景にドル安傾向が鮮明になり、円の名目実効為替レートが高止まる状況が続き、特に輸出産業のマインドに影響を与えてきている。

また、足許の回復傾向だが、多くは震災前との比較ではまだ低水準にとどまっている。さらに、そもそも震災前の水準そのものが低位にあったことを忘れてはいけないと思う。加えて、雇用・所得環境では、震災の直接的な影響に加え、国家公務員給与の減額が決定されるなど、今後さらに厳しさが増す可能性もある。さらに、旅行に代表されるように、相当の期間、

需要の回復が望めないとの声が聞かれる分野もある。

特に、このところで注意しなければならないのは、今後の電力供給の見通しである。報道されているように各地の原子力発電所を巡る状況から、この夏だけではなく、中長期的に電力供給事情が急激に厳しさを増すことになることから、企業の日本での中長期的な成長期待が急速に悪化し、生産拠点の海外移転が進み、それが雇用・所得環境にフィードバックして家計の中長期的な所得期待をさらに下げるといった負の連鎖が生じる可能性が否定できない。推移を注意してみていかなければならない点であると考えている。

物価については、月報概要の記述に違和感はない。本年8月に切り替わる2010年基準でも、若干のプラスの領域で推移すると考えられるが、時間がないので、この点の評価については第2ラウンドで申し上げたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

まず、全体感だが、前回の政策決定会合以降も、世界経済は、先進国経済が緩やかに回復を続けている中、新興国の堅調な成長に牽引され、全体としても緩やかな拡大が続いており、概ね展望レポートの基本シナリオに沿った動きとなっている。一方、我が国経済は、東日本大震災の影響から、大きく下押しされた状況が続いているが、生産、輸出、消費等で前向きな動きがみられる。

国際金融市場では、新興国を中心に引締めの金融政策運営が続いていることに加え、米国の主要な経済指標が事前の市場予想を下回っていることや、FRB幹部による米国経済の先行きに関する慎重な発言、また、欧州ソブリン問題の帰趨について、ギリシャを中心とした懸念の強まりなどから、総じてリスク回避姿勢の強い展開となっている。こうした中、主要

国の中長期国債利回りは低下し、株価も軟調に推移している。また、国際商品、新興国通貨・株などのリスク性資産も調整地合いの中で推移している。また、避難通貨として円が買われ、足許 80 円を挟む為替円高水準で取引されている。

海外経済についてだが、米国経済については、2011 年 1～3 月期の実質 GDP は前期比年率 +1.8% と、伸び率を縮小させつつも緩やかな持ち直しが続いていることを示している。一方、4 月以降の動きをみると、5 月の輸出は前年比 +18.8% と堅調裡に推移しているが、GDP の 7 割を占める個人消費は、ベージュブックも指摘しているとおり、軟調な株価や既往の原油高に伴う家計の実質購買力の低下もあって、やや弱い動きとなっている。5 月の自動車販売も、供給制約による影響とも相俟って、前月比 -10.4% となり、9 か月振りの前年実績割れとなっている。こうした動きは、1～4 月の日本・アジアからの輸入コンテナ貨物の前年比伸び率が +4.2% と、昨年 1 年間の +15.4% と比べ大幅に鈍化していることや、5 月の鉄道貨物取扱高も同様に伸び率が低下しており、物流のペースダウンとも符合しているようである。生産についても、大震災に伴う供給制約の影響もあり、5 月の製造業 I S M 指数は前月比で大幅低下するとともに、4 月の鉱工業生産指数も、前月対比横這いの動きとなっている。

先行きについては、FRB による緩和的な金融政策の継続方針のもと、供給制約要因は徐々に解消し、足許、原油高が一服していることもあって、生産や消費の弱めの動きは緩やかに後退し、持ち直し経路に復していく可能性が高いとみている。もっとも、5 月の雇用統計は、雇用情勢の改善ペースが力強さに欠けることを改めて示したほか、家計のバランスシート調整が重荷となって、住宅市場も引き続き低迷していることなどから、景気回復ペースは、緩やかなものにとどまるとの従来からの見通しに変わりないとみている。しかしながら、原油高が今後進行した場合の消費の下押しリスクには留意が必要である。

ユーロ圏経済は、1～3 月期の実質 GDP が +6.1% となったドイツをはじめとした堅調なコア諸国と、ギリシャ等の低調な周縁国との格差を伴い

ながら、全体としては緩やかに持ち直している。この間、ECBは、6月は政策金利を据え置いたが、物価は上昇傾向にあり、先行きの金融引締めを強く示唆している。

先行きについては、周縁国のソブリン問題が、各国間の利害調整もあって抜本的な対応策が見出しにくい中、市場の懸念材料として、引き続きくすぶり続けることが避けられない。また、域内諸国の財政再建に伴う下押し圧力もあって、全体として持ち直しペースは緩やかなものとなると想定される。

中国経済については、インフレ圧力が強い状態のもと、高い成長が続いているものとみられる。もっとも、ここもと経済成長の増勢ペースが幾分か緩やかになっていることを窺わせる指標も散見される。例えば、5月の輸出は前年比+19.4%と、これまでの伸び率と比べ鈍化したほか、5月の製造業PMIも50は上回っているが、52.0と低下傾向にある。また、5月の自動車販売が-3.9%と、2か月連続で前年割れとなり、減少幅も拡大している。

先行きについては、中国人民銀行は引き続き強いインフレ抑制姿勢を維持するものと思われるので、成長ペースはやや鈍化する可能性がある。

NIEs、ASEANやインド等のアジアの新興国の経済は、生産面では我が国の震災に伴う供給制約の影響が一部にみられるが、総じて堅調に推移している。こうした中、多くの国ではインフレ圧力の高まりに警戒を強めており、引き続き引締め方向の金融政策運営が続くとみられる。

国内経済については、2011年1~3月期の実質GDPの改訂値は、前期比年率-3.5%と小幅修正となったが、全体としては大きく下押しされた状態にあることに変わりない。一方、4月以降の動きをみると、そうした状態が徐々に緩和されつつあるようである。生産については、4月の鉱工業生産指数は、水準的には震災前2月の85%程度と低いものの、3月対比では小幅増加となった。主力の輸送用機械は、サプライチェーン修復の進捗などから、減少幅を前月比-1.5%と、3月の-46.7%より大幅に縮小している。各社の発表等によれば、自動車本体や基幹部品の生産再開、操

業度の引き上げについて、前倒し傾向で進んでいるようである。また、個人消費についても、小売業販売額、百貨店売上高、スーパー売上高は、いずれも3月の落ち込みを4月に取り戻した姿となっているほか、4月の家電販売額は、3月の減少分を上回る増加となっている。一方、一頃に比べれば自粛ムードは後退したものの、外国人来客数が激減していることもあり、旅行関連産業などの戻りは鈍いようである。また、4月の求人倍率は前月比低下したほか、雇用者所得も名目賃金の低下を反映し、前年比-0.8%と減少するなど、雇用・所得環境は軟調に推移している。

先行きについては、夏場は電力制約のもとで生産が抑制気味となるものの、秋口にかけては本格的な量産体制への移行に向けたサプライチェーンの修復や、総じて堅調な海外経済のもと、生産・輸出が緩やかに持ち直していくものとみている。生産予測指数前月比は、5月が+8.0%、6月が+7.7%と改善方向を示しているほか、5月の景気ウォッチャー調査の先行き判断DIも引き続き改善している。また、復興需要の本格化や、供給制約の緩和に伴う企業や家計のマインドの改善などから、2012年度に向けては徐々に持続可能な成長軌道に復していくと想定される。

こうした中、リスクとしては、第一に、震災が我が国経済に及ぼす不確実性が一時に比べれば軽減したとはいえ、未だ大きいことが挙げられる。原発絡みで、電力供給制約が全国的に拡大した場合の供給制約のほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される。第二に、海外経済について、米国経済の足許の弱めの動きが想定以上に長引く可能性を含め、欧米経済のリスクは下方にある。また、中国をはじめとする新興国・資源国経済については、インフレの進行や経済の過熱といった上振れリスクや、その後の調整局面が長期化した場合の下振れリスクのほか、既往の金融引締め等が足許の景気を減速させるリスクである。第三は、中東・北アフリカ情勢の緊迫化等地政学リスク等を背景に国際商品市況が上昇し、実質購買力の低下や企業収益の悪化を通じて国内民間需要を下押しするリスクである。

さらに、サプライチェーンの修復は前倒しで進捗しているが、その一方で、我が国製品の海外市場シェアが浸食されたり、あるいは、生産拠点や

部材調達先の海外シフトが加速する可能性にも留意が必要である。また、公務員給与減額の影響が広範囲に波及し、個人消費を下押しする可能性にも注意しなければならない。

最後に、物価についてだが、5月の国内企業物価の3か月前比や、4月の消費者物価（除く生鮮食品）は、前年を上回る水準で推移している。なお、先行きについては、8月の2010年度基準への変更や、10月のたばこ税、損害保険料引き上げ要因の剥落等から、消費者物価指数の前年比が下方修正となる可能性には注意が必要である。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

まず、全体感であるが、米国経済に関する慎重な見方が台頭するなど、海外経済を巡る不確実性は幾分増している。しかし国内では、電力供給面での不安は残るものの、供給制約の解消に向けた動きは一頃考えられていたよりも速く、設備投資等の企業行動も必ずしも委縮しているという訳ではない。こうしたもと、秋口頃には輸出を起点に緩やかに回復していくとの見通しは、より確かなものになりつつあるということで良いと思う。

海外経済については、基本的には新興国に牽引される形で高めの成長が続くと見通している。ただ、所々で減速感が出始めており、米国の実体経済の動向や欧州周縁国の財政問題などの下振れ要因を、これまで以上に意識せざるを得なくなっている。

米国だが、前回会合以降、大方の経済指標が市場予想を下回ったり、前期比悪化したりするもとで、経済に対する慎重な見方が広がっている。確かに、6月の雇用統計も非農業部門雇用者数の増加幅が市場予想を大幅に下回るなど、労働市場の改善が足踏み状態に入る可能性を示しているようにもみえる。バランスシート調整の重石や財政再建の道筋が定まっていな

もともと、米国経済については、以前から本格的な回復軌道に入るとい  
う見通しは立っていなかった。足許では、ガソリン価格の上昇等の影響か  
ら個人消費が幾分減速しているが、国際商品市況は一頃の水準からは調整  
されているし、日本のサプライチェーン障害が自動車等の生産に与えてい  
る影響も、時間とともに解消されるとみられる。力強さを欠きながらも緩  
やかなプラスといった、下の方ではあるが、想定の範囲内の動きであると  
みて良いのではないかと思っている。先行きも、新興国・資源国向けを中  
心に輸出は増加基調を辿るとみられるし、ここ数週間、調整局面にある株  
式市場もやや長い目でみれば底堅さを保っていると言え、そうしたも  
とで個人消費や設備投資が大きく崩れるとは考えにくい状況である。下振れリ  
スクを意識しつつも、過度に悲観することなく情勢を見守りたいと思う。

次に、欧州経済をみると、輸出、内需ともに堅調なドイツ等を牽引役と  
して、全体としては緩やかな回復を続ける見通しである。問題は、ソブリ  
ン・リスクに伴う金融市場の混乱である。金融市場から実体経済全体にダ  
メージが広がるのが懸念されるので、深刻化したギリシャをはじめ周縁  
諸国の財政立て直しの行方と、現在も刻々と動いているEU内での対応を  
引き続き注視していく。

新興国・資源国経済は、堅調な内需を核として拡大が続いている。先行  
きも、インフレ懸念が高まるもとの金融を引締める動きが続くとみられる  
中、経済は幾分減速しつつも高めの成長率を維持する見通しである。中国  
については、足許、自動車の販売、生産でやや減速感があるものの、固定  
資産投資は依然高い伸びを示し、電力制約の影響も限定的とみられること  
から、全体として堅調に推移するものとみている。NIEs、ASEAN  
では、日本からの部品出荷の停滞が一部生産に影響しているが、設備投資  
や個人消費などの国内民需が引き続き堅調に推移し、輸出も増加基調を  
辿るとみられる。

次に、国内経済である。自動車産業を中心に企業の横断的取組みを含め  
た懸命の努力により、サプライチェーンの復旧時期を前倒しする動きが随  
所にみられるなど、先行きはつきりと生産が回復する確からしきは高まっ

ている。こうした中、海外経済が全体としては高めの成長を維持するとみられるもと、我が国経済は、秋口頃には輸出を起点に緩やかに回復していく見通しである。

まず、実質輸出だが、自動車関連を中心に4月も大幅に減少するなど、サプライチェーンの寸断の影響が如実に現れている。もっとも、自動車をはじめ輸出メーカーは、供給の空白期間を最短にすべく全力を傾注しているので、為替動向には要注意だが、やや前倒しで7~9月のどこかのタイミングで、抑え込まれていた出荷が大きく動き出す可能性はある。

設備投資に関しては、資本財総供給、法人季報等の指標をみる限り、意外に底堅いとの印象を受けている。震災の影響による企業心理の悪化はあるものの、全体として企業の成長期待は安定しているということの現れではないかと思う。こうしたもとで、設備投資は、当面一進一退はあると思うが、2010年度の高収益を背景に底堅く推移し、秋口頃からは経済の復調、資本ストックの復元に伴って緩やかな回復パスに移行するとみている。

次に、個人消費については、震災直後の自粛ムードが徐々に和らぐもとで、地合いは正常化しつつあり、自動車販売、家電販売、百貨店売上等の直近の実績は、いずれも底打ちする姿となっている。また、消費者態度指数等からみてマインドも幾分改善しつつあるため、先行きの個人消費は徐々に緩やかな持ち直しに向かっていくとみて良いのではないかと考えている。勿論、夏場の電力需給がサービス業に与える影響には注意が必要であるし、長引く原発問題や節電意識は消費者マインドに影を落とすものと思う。また、雇用・所得環境も、賃金面を中心にやや厳しさが増している。このため、持ち直しと言っても、その足取りはかなり緩やかなものとなる可能性が高いと思う。

こうした中、生産面では下押し圧力が続いているものの、持ち直しの動きもみられている。先行きに関しても、自動車関連を中心とした本格回復時期の前倒し、クリーンルーム等を対象とした電力使用制限の緩和措置の導入など、秋口を待たずに夏場からかなりの水準まで戻ってくる可能性を示す材料が目立つ。ただし、中部電力・浜岡原発の停止が他の原発立地地

点、そして電力需給に与える影響には引き続き留意が必要である。いずれにしても、上振れ、下振れ両方向のリスクがあるが、当面は未曾有の災害の影響や海外経済を巡る不確実性など、やや下振れ方向のリスクを意識する必要があると思う。

最後に、物価であるが、企業物価指数、消費者物価指数（除く生鮮）とも概ね想定範囲内の動きであり、先行きの見通しに関しても、国際商品市況の動向等を踏まえても、展望レポート時の想定から大きな変化はない。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

亀崎委員

日本経済は、震災による供給制約が和らぎつつあり、4月の展望レポートで見通したとおり、元の緩やかな回復経路に復していく蓋然性が高まってきているとみている。一方、世界経済は、米国景気に減速感が窺われるなど、やや気がかりな状況となっている。足許、多くの国で、日本の震災による供給制約や既往の資源価格の上昇等が景気指標の下振れ要因として指摘されていることからすると、こうした状況は一時のものであり、構造変化が起こったと捉えるべきではないと思う。とはいえ、今後、公表される指標の動きとその背景については、従来にも増して目を凝らしていかなければならないと考えている。

世界経済について、各国・地域別に述べる。まず、米国は、5月の景気指標をみると、ISM製造業指数や自動車販売が悪化、鉱工業生産や非農業部門雇用者数は伸びが鈍化するなど予想比下振れとなるケースが目立ち、成長が鈍化しているように窺われる。しかしながら、単月の指標のみでこれまでの回復基調が腰折れするというメカニズムの変化と捉えるのは早計であると思っている。とはいえ、住宅と雇用という米国経済にのしかかるストック面での重石が、国債発行を巡る議会の紛糾や、いわゆるQ

E2の終了など、景気刺激策の後退で再び強く意識されたこともあるかもしれない。一昨年来、米国経済の見方は楽観と悲観とを繰り返してきたが、高めの成長への移行がなかなか実現しない、すなわち経済主体の期待が何度も裏切られるような状況が長期間に亘って繰り返されると、成長期待そのものが次第に切下がってしまう可能性がある点、注意が必要だと思っている。

ユーロエリアは、これまで同様、ドイツの輸出が牽引する形で、全体として緩やかな回復が続いている。懸案の欧州周縁国問題については、目先の流動性が確保できたとしても、財政赤字の圧縮が本当に進むかは不明であり、中長期的な流動性やソルベンシーの強化には繋がらない。こうした中、ECBは先週の理事会において、非伝統的金融政策を継続することで周縁国金融機関への配慮をみせてはいるものの、来月の利上げを強く示唆しており、周縁国の状況を一段と厳しくしている。また、欧州各国の政治・行政の要人からは不規則発言も繰り返されており、市場では、周縁国国債の対独スプレッドが既往ピーク圏内で高止まるなど、不安定な動きが続いている。このことは、今後とも域内経済を下振れさせる可能性があるばかりでなく、国際金融市場の動揺を通じて世界経済を下振れさせるリスクも孕んでいることには、注意が必要だと考える。

中国は、高成長を維持しているが、強まるインフレ懸念に対応し、人民銀行は金融引締め策を行ってきた。今のところ、人民元貸出や工業生産、製造業PMIなどが幾分減速しているが、固定資産投資は依然として高めの伸びを続けており、さらなる引締めが予想される場所である。今後とも、金融政策が景気・物価情勢に与える影響について、注意深くみていく必要があると考えている。

NIEs、ASEANも、景気の回復が続く中、インフレ圧力の強い状態が続いている。足許、全体として生産が幾分減速しているが、生産・所得・支出の好循環メカニズムが途切れるとは考えにくく、この先も景気は拡大基調が続くものとみている。

新興国全般をみると、このところ景気に不安要素が加わってきたように

窺われる。しかし、インフレ懸念や過熱感が薄れたとまでは言いがたく、金融政策はビハインド・ザ・カーブだとの指摘もある中、引締め策を続けるを得ないと思われる。その結果、この先、世界経済の牽引役である新興国経済は幾分減速することが考えられるが、むしろ息の長い持続的な成長を続けていくうえでは、望ましい姿ではないかと思っている。

日本経済は、震災後、3月から4月にかけて、生産・営業設備の直接被災や部品不足、停電などによる設備稼働の停止を主因に、企業や家計のマインド悪化もあって大きく落ち込んだ後、その回復とともに持ち直しの動きがみられている。鉱工業生産や自動車、家電販売、大型小売店売上、景気ウォッチャー指数など、落ち込みの大きかった指標ほど力強く戻っている。これは展望レポートでの想定よりやや早い動きであると評価している。

先行きも、復旧・復興の本格化もあって、設備投資や公共投資が出てくることから、当面しっかりした動きが続くものと思われる。もっとも、幾つかの原発について、安全性に対する立地県の合意が得られず、定期点検後の再稼働への懸念が高まっている。足許、東西を問わず、夏場の電力不足に加え、その先も原発停止による電力不足が全国に広がっていく可能性が出てきていることには懸念を抱かざるを得ない。加えて、円高の進行や、公務員給与をはじめとする所得減少懸念、他国に代替された需要が奪回できない可能性などもあって、下振れリスクは大きいものと考えている。

なお、このところ、日本企業による海外企業の買収が目立って増えてきている。日本全体が様々な方面で閉塞感に陥る中でも、円高で海外物件が割安となったことを奇貨として、海外の高い経済成長を取り込んで企業の発展に繋げようという企業の積極・果敢な経営姿勢を評価したいと思う。海外投資の増加は国内の空洞化と結び付けられやすくもあるが、高い投資利益の獲得は日本のマクロ経済にとってもプラスである。このように、輸出だけに頼らず、優れた経営資源や技術を駆使した投資立国として発展していくことは、これからの日本経済の成長が期待できる進路の一つだと思う。

次は、物価面である。最近の国際商品市況はほぼ横這いとなり、我が国

の輸入物価や国内企業物価も、5月にはこれまでの上昇ペースが鈍化している。4月の全国CPI（除く生鮮食品）をみると、高校授業料実質無償化の影響の一巡や、食料品や石油製品の価格上昇から、前年比+0.6%と2008年12月以来のプラスとなった。もっとも、食料とエネルギーを除いた指数は前年比-0.1%とまだマイナス圏内にあり、指数を構成する個別品目をみれば、まだ前年比マイナスの品目数が圧倒的に多い状況である。また、この夏に予定される基準改定では下方修正される可能性が高く、まだデフレから脱却したと言える状況ではないと考えている。なお、震災の影響は、鶏卵やヨーグルト、納豆など一部食料品の価格上昇に表れたが、これは、飼料工場の被災や、計画停電及び停電リスクによる操業停止が供給減少に繋がったためとみられる。飼料調達の回復や、計画停電の終了が確実となってからは供給が戻り、実際、5月の東京CPIではこれらは値下がりしているため、全国ベースでみても震災の影響は小規模かつ短期間にとどまったものと想定している。先行きについても、国際商品市況が横這い圏内の動きで、為替相場も円高方向で推移していることから、CPIが急速に上昇幅を拡大していくようには窺えない。ただし、想定どおり、日本経済が持続的な成長過程に復していくことを前提とすれば、需給ギャップは基調として縮小していき、遠からずデフレから脱却できるものと考えている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いする。

白井委員

まず、初めに、足許の金融経済情勢と先行きの見通しについては、展望レポートで示した見通しに沿った動きとなっており、基本的に私の見方に変更はない。前回会合からの変化としては、原油価格の上昇が一服している一方で、米国、欧州、アジアでは製造業を中心にやや景気の減速感がみられる点が指摘できる。こうした世界経済の減速懸念によって投資家のリ

スク回避姿勢が強まり、それが株安・債券高をもたらしている。

地域別にみると、米国では、住宅市場の低迷が続く中で、ISM製造業指数の大幅低下、小売売上高の前期比伸び率の縮小、雇用改善ペースの鈍化など景気減速を示す材料が多く出揃った。ただし、こうした動きは、サプライチェーン寸断による自動車の生産・販売の減少、ガソリン価格高騰による家計の実質所得の減少、洪水や竜巻の被害など一時的ともみなし得る要因も影響していると思われる。また、ベージュブックによると大半の地域で景気が着実なペースで拡大を示しており、商工業向け融資が下げ止まり、ハイ・イールド債の発行も増えるなどのプラス材料もある。一連の経済指標が示す経済減速サインが緩やかな経済成長シナリオを下方修正するものなのかどうか、もう少し見極める必要があると思う。

欧州については、第1四半期にドイツ、フランス主導で前期比年率+3.4%という高い成長率を実現したが、今後は緩やかな回復基調を維持するとみている。こうした中、インフレ率は+2%を超える状態が続いており、ECBは、一方で、インフレ圧力に対処するための金融引締め必要性、他方で周縁国の景気後退と銀行の流動性不足に対応するための金融緩和継続の必要性との間で、深刻なジレンマに直面している。先週、ECBでは3か月物の無制限資金供給の9月までの継続を決定したが、政策金利については緩やかなペースで引き上げられていくと思われ、その結果生じるユーロ高が外需で成長せざるを得ない周縁国の景気回復を抑制する懸念がある。

また、ギリシャの債務問題の行方も引き続き大きな不安定要因となっている。6月初めにギリシャに対するプログラム進展状況の審査で、より厳しい改革を実行することで、政府とEU・IMFが暫定合意したことを受けて、7月に第5回目の融資が行われる見込みである。ただし、その条件として関連法案がギリシャ議会で成立することや、必要な国債発行額、例えば2012年から2014年までの場合、約900億ユーロの国債償還額に加え、財政赤字ファイナンス分の市場での発行が事実上不可能になっているため、この穴埋めをEUまたはIMFによる追加融資、民間投資家による自

発的なロール・オーバー、ギリシャ国有資産の売却の組み合わせで行うことを決めなければならない。EUは追加支援でほぼ合意しているが、金額や負担のシェアについては未定で、今年20日のユーログループ会議での決定を目指しているが、クレジット・イベントとみなされないような民間投資家による自発的な債務再編の実現に向けた交渉については時間を要する。

また、その結果次第では、金融・資本・外為市場が動揺し、世界のマーケットを不安定化するリスクがある。しかも、現在のギリシャに対する一連の取組みは政府債務自体を減らすものではなく、債務持続可能性すなわちソルベンシーの問題が残されており、いずれはEUレベルで本格的な債務削減に取り組むことになるかとみている。いずれにせよ、今後も欧州の動向は注視していく必要があると思う。

アジアについては、各国でインフレ抑制を狙った金融引締め動きが続いたことで、マーケットでは金融引締めによる景気減速に関心が集まっている。多くの新興諸国が海外からの資本流入による過剰流動性、つまり融資の高い伸びとマクロ需給バランスのタイト化に直面しており、それがインフレ率の上昇をもたらしている。実際、中国の場合、第1四半期の資本流入は1,100億ドル余りで同期間の外貨準備増加額の8割を占めているが、最近では、償還額を差し引いたネットでの中央銀行手形発行による不胎化をほとんど行っておらず、それがベースマネーの拡大に大きく寄与している。しかも、インフレ圧力が賃金上昇をもたらすセカンド・ラウンド・エフェクトも生じている。総合CPI伸び率は最近やや低下しているが、コアインフレ率が上昇している諸国が多くみられる。前回会合でも指摘したように、私は、アジアではインフレは上振れリスク、成長率は下振れリスクを重視しているが、今のところソフトランディングは可能だと思う。ただし、その実現を確保するためにも通貨の上昇、金融・財政引締め、マクロ・プルデンシャル規制等のより適切な組み合わせが望まれ、政策対応に注目していきたいと考えている。

以上、世界経済が第2四半期に入り減速気味だと指摘してきたが、我が

国では生産面で下押し圧力が続く中でも、幾つか明るい兆しがみられている。具体的には、サプライチェーンの回復ペースが予想以上に速く、5月以降の鉱工業生産では大きな改善が見込まれている。企業ヒアリング等によれば、夏の節電の影響は当初想定したよりも限定的になりそうである。

また、今年度の設備投資計画は製造業を中心に底堅い動きとなっている。この間、家計の実質消費支出は前月比プラスとなったほか、消費者態度指数や景気ウォッチャー調査の現状・先行き判断が前月比でプラスに転じており、企業・家計のマインドも改善している。ただし、復旧・復興事業の本格化の時期についてやや不確実性があることから現時点では、本格的な景気回復は秋口からという基本的なシナリオを変更する必要はないと判断している。

なお、物価については、消費者物価（除く生鮮）の前年比伸び率が指数改訂の影響を織り込んだとしても現在概ねゼロ%となっているが、コモディティ価格が高止まりしていることや、需給ギャップも先行き緩やかに縮小していくとみられることから、今後は小幅なプラスを続けるとみている。

最後に、先行きの懸念材料として、中長期的な電力コスト上昇のリスクを挙げておきたいと思う。先月の静岡県浜岡原発の運転停止をきっかけに原発運転、あるいは運転再開が困難になる可能性が出てきているが、中長期的な電力不足は生産・消費への影響に加え、生産コストの増加により、企業の競争力低下につながる恐れがあり、留意が必要である。

なお、中長期的な課題として、引き続き潜在成長率を引き上げるための成長戦略と改革の実行が早急に必要とされていることも併せて強調しておきたいと思う。私からは、以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

内外の金融経済についての情勢判断、言い換えると、現状判断、先行きのシナリオ、それにまつわるリスク要因に関しては、概ね皆さんのご指摘のとおりであり、格別付け加えることはない。

私からは、来月の展望レポートの中間評価に向けて、日頃感じていることを若干話しておきたいと思う。我々の経済見通しは、大震災の影響を除くと、この1年余り大筋において正しかったと認識している。にもかかわらず、私自身ある種の居心地の悪さをいつも感じていたというのが率直なところである。

それはなぜか。幾つか要因はあると思うが、ここでは二つ位に絞って話したいと思う。一つは、経済見通しの正しさというのは、時々金融政策運営の妥当性を必ずしも保証しないということである。特に、為替相場が大きく円高に振れた場合、その妥当性を保証しない度合いは強くなるということである。我々自身として、長期金利や為替相場の先行き見通しを市場との間でコミュニケーションできないという立場にある訳であるが、そうである以上、半ば避けがたい問題なのかもしれない。しかし、コミュニケーション上何らかの工夫はないのか、いつも考えたくなる。

二つ目は、我々の経済見通しの枠組み、つまり経済・物価の先行きの中心シナリオを描き、それにまつわる上振れ・下振れ要因を抽出するという枠組みのもとでは、内外経済の潜在力についての展望を描写することが難しいということである。言うまでもなく、経済の循環的な変動と構造的な変動を二つながら正しく理解することに困難は伴う。しかし、内外経済が構造変化の大きなうねりの中にあることを考えると、この点もまた我々にとって重要な課題であると思っている。

今述べた感想のようなことを頭に置いて、当面、私自身が具体的に問題意識を有している点を、ここでは四つに絞って簡単に話しておきたいと思う。

一つは、米国経済についてである。この1、2年、市場の見方は、楽観、悲観を概ね半年毎に繰り返してきたように見受けられる。年の半ば、今頃

と言って良いのかもしれないが、いつも一つの節目であったというふう  
に思う。この間、我々の米国経済に関する見立ては、少なくとも定性的には、  
ほぼ的中していたと言って良いと思う。しかし、定量的に予想と実績の乖  
離を把握し、評価するといったことは、勿論できていない。また、このよ  
うな経済の推移のもとで、米国のポテンシャル自体が、どう変化している  
のか、といった点になると、展望レポートの中にも十分取り込めていない  
というのが実情である。FRBがいわゆるQE3に慎重であるのも、ポテ  
ンシャル低下の可能性とそれへの政策面からの対応の限界といったこと  
を意識しているからなのかもしれない。

二つ目は、EU経済についてである。EU経済は各国間のばらつきは大き  
い訳であるが、総じてみると、緩やかな回復経路を辿っているようにみ  
える。しかし、政府と民間のバランスシート調整が重くのしかかることで、  
経済主体の成長期待は悪化し、経済全体の潜在力は低下しつつあるのでは  
ないか。このこと自体がEU経済の先行き見通しに、いつ、どのような影  
響を与えてくるのか、この辺りについては、不確実性もある訳であるが、  
可能な限りの努力をしてみたい必要があると思っている。

三つ目は、今申し上げたような意識の延長線上ということになる訳であ  
るが、新興国経済、別けても、中国経済について、その成長の限界をどの  
ようにみておくべきかということだろうと思う。エネルギー資源等の供給  
制約が昨今特に問題になっている中で、非常に気になるポイントである。

四つ目は、我が国経済についてである。震災後の回復過程は、我々の想  
定を上回ってかなりのペースで進んでいるように見える。しかしながら、  
やや長い目でみると、電力の供給制約や、サプライチェーンの海外シフト  
の動きなどから、サービスの生産を含めて、国内生産を全体として恒常的  
に下押し可能性も小さくないというように思う。言い換えれば、日本経済  
の潜在力は何がしかの低下を免れないのではないかとということである。  
とすれば、当面、震災後の復旧のプロセスは想定以上のスピードで進  
むにしても、そう遠くない将来、回復ペースはかなり緩やかなものにな  
っていくということかもしれない。元々、人口動態などを背景に、日本

経済のポテンシャルについては、低下の圧力がかかっているとみていただ  
けに、経済のポテンシャルにまで及ぶ震災の影響を加味すると、経済の先  
行きについては、益々厳しくみざるを得ないような気がしてくる。この点  
も来月の展望レポートの中間評価に向けてしっかり検討していきたいと  
思っている。私からは、以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の現状認識について、海外経済からポイントを絞って申  
し上げる。まず、米国経済だが、バランスシート調整の重石を抱える状況  
に変わりはなく、減速しつつも緩やかな景気回復が続いている。回復ペー  
スの鈍化は、直近のGDP統計、住宅市場関連指数、ISM製造業指数、  
雇用統計、消費者コンフィデンスなどに表れている。一方で、非国防資本  
財受注など設備投資関連の回復は緩やかながら続いているほか、輸出に関  
してもアジア新興国向け等を中心に増加基調にある点などプラス材料も  
みられる。先行きであるが、金融・財政政策によるこれ以上の追加的サポ  
ートが期待できない中で、米国経済の年後半の回復が、米国の自律的回復力  
を試す局面になろうかと思う。その際のポイントであるが、世界経済・新  
興国経済の堅調な成長を背景に米国の企業収益のベースはそう崩れてい  
ないのではないかと見受けられること、それと金融面であるが、2.8兆ド  
ルを超える中央銀行の巨額のバランスシートとマイナスの実質金利とい  
う極めて緩和的なスタンスが当面維持されること、などを考えると、潜在  
成長率近辺の緩やかな回復のモメンタムは維持されるとみている。しかし  
同時に、金融危機から2年以上が経過して、各種の景気刺激策が実施され  
て、なお成長期待が高まらないのもまた事実であり、それは足許の軟調な  
株価や長期金利の3%割れの状況に反映されているように窺われる。また、  
それらの結果、やや中期的な観点から、ドル安基調が継続する可能性も高

いとみている。

欧州・アジア新興国については、執行部の総括判断に違和感はない。それぞれ一点だけ触れておきたいと思う。欧州に関しては、ギリシャへの追加支援策と何らかの債務再編の可能性などを巡り、関係者の合意形成が難航しており、特にEU財務大臣とECBとの間の溝がなかなか埋まらないという点が懸念されている。その点を嫌気して、ギリシャ等のCDSレートは既往最高を更新し、ユーロ安とドル高・円高が進むなど、足許ではリスク回避的な動きが強まっている。最終的には、国の財政負担をベースに関係者がコストを分担して解決が図られる筋合いのものとみているが、そこに至る過程においては、市場がさらに不安定化する可能性もあり、注意が必要である。

アジア新興国については、従来からビハインド・ザ・カーブの問題が指摘されてきたが、最近の相次ぐ政策金利の引き上げはインフレ懸念を和らげ、持続的成長をより確かなものにするという点で歓迎すべき動きと受止めている。今後もこうした動きが継続し、ソフトランディングが実現するかどうか注意してみていきたいと思う。

次に、我が国経済・物価情勢についてである。我が国経済は、震災の影響により、生産面、需要面になお下押し圧力が続いているものの、持ち直しの動きもみられている。

まず、鉱工業生産であるが、3月に大幅に落ち込んだ後、4月には小幅増加に転じている。企業ヒアリング等の情報によれば、足許サプライチェーンは早期回復の度合いを強めており、5、6月の生産は着実に増加、7～9月頃には震災前の水準にまで回復することが展望されている。こうした動きを映じて、足許、下押し圧力が続く輸出についても徐々に増加に転じていくものとみられる。

一方、需要面であるが、1～3月のGDP改訂値が前期比-0.9%と変わらず、民間消費、企業設備投資などの落ち込みが改めて確認された。個人消費関連では、百貨店・スーパーの売上等で改善が続いているほか、消費者コンフィデンスの改善もみられる。とりわけ、家電製品は、震災後の復

旧需要や地デジ対応などから売上げが好調に推移している。もっとも、それ以外は、売上高前年比がなおマイナス圏にある場合が多く、特に旅行関連は、震災後の大幅な落ち込みから持ち直すまでには至っていない。

設備投資関連であるが、4月に実施された日経調査において大企業が今年度+10%台半ばの投資増を計画している。この計画には海外での設備投資や前年度実行されずに先送りされた投資計画も含まれているが、全体として企業の成長期待は大きく崩れていないことが窺われる。一方で、震災後の輸出主導の成長力、あるいは自律的回復力を判断するという観点からは、国内で設備投資がどれだけ実行されるか、ということがカギとなる。また、国内設備投資の先行指標となる機械受注についても、4~6月期には高い伸びが予想されているが、4月単月の値でみると前月比減少となっており、ここでも発注された機械設備が実際に導入、購入されるかどうか重要なポイントとなる。

この点に関して、企業の収益見通しをみると、本年度は大幅に下方修正若しくは減益が予想されている。企業は、サプライチェーンの復旧や代替調達、電力不足への対応など、必死の努力を続けており、相当なコスト増を強いられている。それが設備投資の重石になる可能性は相応に高いとみている。

前回会合でも指摘したが、問題は、供給制約の解消が展望される秋口以降の回復のモメンタムがどの程度しっかりとしたものであるか、という点であるかと思う。これについて、以下の諸点を考慮すると、本年度後半以降の回復経路について、引き続き慎重にみておくべきと考えている。

第一に、雇用・所得環境に関する下振れが依然、和らいでいないという点である。すなわち、生産・消費の落ち込みに伴うキャッシュ・インの減少や震災対応に伴うコスト増、公務員給与の大幅削減の計画、あるいは海外での生産や設備投資が進むことで企業部門の回復が国内の雇用・所得へ波及する力をさらに弱める可能性がある、といった点が懸念される。これらのリスク要因が顕現化して、雇用・所得環境がより悪化すれば、個人消費の下振れを通じて、国内需要を下押しする。

第二に、電力制約についてである。浜岡原発停止の影響、原発事故の原因究明の遅れなどが相俟って、停止中の原発再開の目途について不確実な状況が続いている。その結果として、関西、九州でも夏場の節電を要請する動きがみられており、来年以降も電力制約が残る可能性を排除できない。電力不足とその対応が長期化することは、日本経済全体にとって持続的なコスト増要因になると懸念される。

第三に、最近の世界経済の不透明感や米国経済の回復鈍化を背景に、円高基調が続き、それが国内輸出企業のマインド悪化や企業収益にとって重石となることが懸念される。それはまた、企業のさらなる海外シフトや雇用・所得の悪化をもたらす可能性がある。

以上申し上げてきたことを総合的に判断すると、これまでの会合でも申し上げてきた中心シナリオ、すなわち、震災前に想定していた経路よりも、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のではという私自身の中心シナリオに変更はない。また、リスクについても、雇用・所得環境、電力制約、円高基調といった面を中心に、下振れリスクをより強く意識している。

最後に、物価動向であるが、4月の消費者物価の前年同月比は+0.6%となり、先行きも小幅のプラスで推移していくという見通しに変化はない。ただし、以下の観点から物価の下押し圧力が存在しており、引き続き、その動向を注視していきたいと思う。

第一に、4月の除く食料・エネルギー・高校授業料でみた消費者物価指数は前年比-0.1%となり、前月の+0.1%から小幅減少している。この指数は需給ギャップ、経済の Slack との相関が高いことを踏まえると、需要の改善度合いがなお弱い様子がみてとれる。

第二に、これまで急騰してきた国際商品市況が、足許の調整後の水準で今後も推移するということになる、先行きの消費者物価のインフレ率のプラス幅はより抑制されたものになるという点である。

第三に、8月の基準改定により消費者物価は-0.5%ポイント程度の方修正が見込まれているが、直近の情報家電の売上げ増の影響により、現

行基準の指数に含まれている上方バイアスがさらに拡大し、新基準での下方修正幅がより大きく表れるという可能性にも注意しなければならない。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いする。

野田委員

金融経済情勢について総括すれば、前回会合以降明らかになった経済指標や情報は、展望レポートで示した経済・物価情勢の見通し並びに上振れ・下振れ要因に関する判断を大きく変えるようなものはなかった。国内では、サプライチェーンの修復が着実に進展しており、今夏場の電力問題についてもほぼ目途がついてきており、生産の見通しを巡る不確実性の度合いは、前回会合時点からさらに一段と弱まっている。海外経済については、回復テンポが幾分鈍化しているとはいえ、回復の基調自体は崩れていない。従って、先行きの見通しについても、供給制約がさらに和らぎ、生産活動が回復していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくという中心シナリオには変化はない。

まず、海外の動向からみていくと、米国経済であるが、主力の個人消費について、前四半期からみられたガソリン高による家計の実質購買力の低下を主因とした減速が、足許続いている。悪いことに、日本車の供給制約から自動車販売も比較的はつきりと落ち込んだ。住宅市場は引き続き軟調であるし、雇用創出力の弱さも改めて確認された。また、ISM製造業指数も大きく下振れ、市場では、米国の景気の先行きに対する慎重な見方が広がっている。

私は、4月7日の会合において、3月のFOMCにおける景気見通しの上方修正を受けて、循環的な側面からみれば、修正の方向自体に違和感はないが、楽観に振れ過ぎたという昨年の轍を踏むことになりはしないかと案じていると述べた。まさしく、私が予想していた方向に進んでいると

言って良く、バランスシート問題という構造問題の重さを改めて実感させるものであるが、ここまでの動きはいわば想定内と言って良いと思う。5月入り後の原油価格の軟化を受け、ガソリンの小売価格は下落に転じており、それもあってISM非製造業指数は若干改善し、また、一部の消費者コンフィデンスには改善の兆しがみられている。また、輸出は引き続き堅調であり、それに伴って、日本の自動車メーカーなどの一時的な減産を割り引けば、生産も緩やかに増加している。国際商品市況の動向に大きく依存するとはいえ、米国経済が緩やかな回復を続けるとのこれまでの基調的な見方を現時点で変える材料もないと思う。

ユーロ圏経済であるが、景気回復のペースに国ごとのはっきりとした格差を伴いつつも、全体としては好調な輸出に支えられて緩やかな回復を続けている。ECBは先日の理事会で、物価のアップサイド・リスクに対して強い警戒感を示し、市場は7月の次回理事会での二回目の利上げを確実視しているようである。緊縮財政のもとで高金利による下振れリスク懸念の大きい周縁国経済への追加的な負担が懸念される場所である。

欧州における最大のリスク要因であるギリシャの債務再編問題は、今のところは、昨年来の時間稼ぎの延長にとどまっている。踏み込んだ問題解決に向けた次なる進展には、なお、不確実性が高いことから、欧州周縁3か国の対独スプレッドは、高止まっている。本問題の顛末については、暫くは一瞬たりとも目が離せない状況にあるというふうに理解している。

新興国経済については、我が国の震災の影響や既往の金融政策の修正などの影響が生産面でみられているが、総じて内需の改善を伴った景気拡大が続いている。また、国際商品市況の上昇も重なって、強いインフレ圧力に晒されている状況にも変化はない。

次に、我が国経済であるが、4月の生産は、3月の大幅な減少の後、小幅のプラスとなった。さらに、5月、6月の予測指数も市場の予想を上回って、明確な回復を示している。前回会合で、私は供給体制の正常化について、さらなる前倒しを期待して良いと述べたが、直近までのマイクロ情報でも、企業の生産見通しは先月の見通しを比較的にはっきりと上回った。輸出

については、3月に続き4月も前月比マイナスとなったが、国内の生産体制が整うにつれ、輸出は増加に転じていくものとみている。ただし、自動車輸出については、輸送船のキャパシティの問題から船待ちが生じているとの声も聞かれており、生産に比べると、目先、緩慢な回復となる可能性は残っている。個人消費については、消費者のマインドがはっきりと改善しており、財・サービスの販売にも随所に持ち直しの動きがみられている。この間、設備投資関連先行指標は、総じて堅調と言って良いと思う。

物価については、4月の消費者物価の前年比は、高校授業料の影響が剥落したことを主因に小幅プラスとなった。基調的な変動を示す刈込平均値も前年比下落幅が再び縮小をみている。先行きについても、震災の影響による不確実性が払拭できないものの、基本的には、国際商品市況の上昇トレンドも反映して、比較的しっかりとした上昇が続くというシナリオを引き続きメインに置いている。

最後に、リスクについて触れる。リスク要因のメニューは、引き続き、展望レポートの時点で挙げたものから大きな変化はない。サプライチェーンの修復など震災からの復旧に関する不確実性が低下したことから、リスクは、短期的には何がしかは上下バランスする方向に向かっている。ただし、震災後、一貫して私が懸念を示しているとおおり、長期的には原発問題が我が国エネルギー政策に何らかの変化をもたらし、それが経済全体のコストの変化を通じて、経済構造の変化に繋がる可能性がある点を改めて指摘しておく。現在稼働中の原発も随時、定期点検に入っていくため、国としてのはっきりとした安全基準が示されない限り、運転再開の不確実性が高まり、中期的にも経済活動を下押しするリスクが日に日に高まっていくということが避けられない状況にある。金融環境については、次のパートで述べる。私からは、以上である。

白川議長

景気の見通しであるが、皆さんの間で大きな意見の違いはなかったように思う。それから、基本的には、4月の展望レポートで示した見通しの線

に沿って動いているということだと思うので、私の方から各論について、詳しく総括することは避けたいと思う。若干感想的な点を中心に申し上げたいと思う。

まず、景気の現状であるが、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、持ち直しの動きが比較的是っきりみられてきていると思う。何よりも、現在の景気下押しの最大の要因であった供給制約、それが関係者の努力によって、和らいできていると思う。サプライチェーンがそうであるし、それから電力の供給不足がそうである。供給制約が和らぐことによって、家計や企業のマインドも幾分改善しつつある。その結果、国内民間企業にも若干の持ち直しの動きがみられているということだと思う。昨日、前田調査統計局長が述べていたように、鉱工業生産を実勢ベースでみた場合には、7～9月期のどこかで震災以前の水準に復帰してくるということであろうし、その後の姿は震災前の本来のように内外の需要の伸びに規定されていく、そういう経済に戻っていくのだろうと思う。数字的にみると、取り敢えず、大きく落ち込んで、それからプラスなので、そういう意味では、アルファベットで表現するとすれば、V字回復ということになるが、問題は、生産水準が元に復帰した後の姿である。この点で二つのことを申し上げたい。一つは、現状は供給制約によって、日本経済の動きが世界経済から切り離された状態になっている訳であり、その間に、世界経済の成長スピードに幾分減速感がみられる。このため、輸出や生産がいわば日本としての正常レベルにまで復した後、輸出の回復速度に影響が出てくるかどうか、そこがポイントであろうと思う。この点で若干地域別にみた時に、まず米国である。ほとんどの方が触れられたように、米国の景気については、ある程度、予想した姿であるが、強気、弱気、強気、弱気の繰り返しを今我々はみている。そこまでは、程度の差こそあれ、皆が認識していることであると思う。先程、山口副総裁が言ったこととも重なると思いながら聞いていたが、成長率が本来もっと高いはずだというように思うと、足許も景気が弱いということになるが、しかし、大きなバブルが崩壊した後の経済はかなり長期間に亘って平均的な成長率が低く

なってくる。それを潜在成長率というかどうかは別として、中長期的な成長率が下がってくるという過去の経験則を前提にすると、足許の景気を弱いとみるのは、それ自体が常にフラストレーションが溜まっていくような感じのメンタリティになっていく訳であるが、しかし、元々そういうものではないかという感じがしている。そういう意味では、これ自体を強気、弱気の振れというように表現すること自体が、事実としてはそうであるが、そういうふうに捉えることが本当に良いのか、という感じがする。基調は、先程のバブル崩壊後の経済の姿に規定されて、そこに例えば、政策的に、去年の年末がそうであるが、財政面から刺激が加わってくると何がしか景気がピックアップする、あるいは去年の夏以降がそうであるが、米国の金融緩和からのイグジットが当初想定されているより少し遠のくというようになると、その分、それが金融市場の金利形成、あるいは為替や商品市況にも影響が出て、何がしかプラスになってくる。しかし、それがなくなってくるとまた元に戻ってくるということで、これを単純に強気、弱気の振れと考えるのは適切ではないのではないかと。元々、そういう意味で、潜在成長率自体が当面は下がってきている。これ自体はバーナンキ議長がこの前の講演でも言っていた。それに対して金融政策で立ち向かっていこうと思っても、それは金融政策は基本的に万能薬ではないのだという政策観に繋がっていくのではないかと、私自身はバーナンキ議長の講演を読んでいた。米国経済については、そういうような感想を持っている。

それから、欧州については、これはほとんどの方が触れられたように、緩やかに回復はしているが、ソブリン・リスクの問題は意識しておく必要があると思う。ギリシャの状況を考えた場合に、ギリシャの債務問題がどういうふうに決着していくのか分からないが、一連の議論をみていて、ここでもその中央銀行の役割、位置付けは、非常に難しいということを感じる。欧州の銀行セクターの状況について、正確なデータがある訳ではないのでなかなか計量的な評価は難しいが、仮に、今、ギリシャがデフォルトし、その結果、関連する幾つかの国がデフォルトするなり、あるいは国債の価格がさらに大きく下落すると考えた時に、欧州内の広い意味での金融

機関で誰が一番大きな損失を被るだろうかという計算をすると、多分、それは間違いなく欧州中央銀行であろうと思う。それは、いわゆるアディクテッドバンクスに対する資金供給もそうであるし、それからそうではない金融機関がギリシャ等に持っているエクスポージャーを考えた場合、最終的なロスを計算していくと、欧州中央銀行の負担が非常に大きいと思う。今、欧州域内では、フィスカル・トランスファーをどういうふう to 実現していくのかが議論されている。しかし、今、事実として欧州中央銀行がそれに近いことをやっている訳である。それだけに、欧州中央銀行が非常に強いスタンスで各国の政府に対して注文をつけていくのはよく分かる話である。しかし、ここでも、例えば、これを我々自身景気の下振れリスクと認識する訳であるが、景気の下振れリスクということは、政策的に何か対応しないといけないというインプリケーションを含む概念である。しかし、少なくとも欧州中央銀行にとっては、そういう意味での上振れ・下振れということではないような感じもする。

そういう見方では、新興国の方は割合シンプルで、多くの方が触れていたように、持続的な成長を実現していくという意味では、金融引締めの結果、成長率が鈍化することは、むしろ長い目でみて、望ましいということである。こちらの方は、考え方として、比較的単純で非常に教科書的な話だという感じがする。いずれにせよ、世界経済の動きについては、今、申し上げたことを意識している。

そして、少し本線に戻り、取り敢えずのV字回復の後の論点として、今、世界経済の話を書き上げたが、もう一つは、震災の発生が日本経済の供給サイドに及ぼす長期的な影響である。この点では、企業経営者がそういう懸念を表明しているが、今回の震災によって、企業の海外シフトが一段と加速するのではないかということである。震災との関係で言うと、この地震国の日本で複雑なサプライチェーンを維持することのコスト、これを改めて、どう考えるのかという話であるし、それから原発の再稼働がなかなか難しくなっているということで、中長期的な電力供給への不安である。この二つとも、確かに経済活動に対して下押し要因ではあるが、通常

言う意味での景気の下振れリスクというような範疇では、多分、もはやないのであろうという感じがする。これ自体も日本経済の潜在成長、潜在GDPの水準、それ自体をパーマネントにシフトする要因かもしれない。そうなるかどうかは分からない。ここでも先程の欧州中央銀行の文脈で言うと、景気の上振れ・下振れという整理の仕方は非常に大事な訳だが、その上振れ・下振れというものは、政策対応とリンクできるような上振れ・下振れではないという感じがする。勿論、このことが、こういう中長期的なリスクがきっかけになって、短期的なリスクを惹起することも勿論あるが、しかし、問題がこういう根深い問題であるだけに、景気の見通しを語る時に、中心シナリオとそれから上振れ・下振れという形でみるのは、ある種の居心地の悪さを感じるという気がする。先程、山口副総裁も、私が感じていることと同じようなことを言われていたと感じる。いずれにせよ、日本銀行にとっても、各国の中央銀行にとっても、その経済の判断、それから、そのうえでの政策判断が非常に難しい局面だという感じがする。以上である。

#### 野田委員

確かに、リスク要因として、それが直ちに上振れても下振れても、我々の政策判断に直ちにリンクするかどうかは、おっしゃるとおりかもしれないが、一つ、その中で、我々が復習しておかなければならないし、これまでも痛い目に遭っているのは、それそのものが——山口副総裁が少し最初に指摘されたことでもあるが——金融市場あるいは為替市場という金融資産価格に微妙に影響する。微妙というか、大きく影響する。投資家のリスク・アペタイトにも影響する。ここのルートを通じるというのが、やはりリーマン・ショック以降、大きな教訓であった。だから、そこの部分を外せば、白川議長のご指摘、整理は、そのとおりだと思う。しかし、どうしてもそこで我々は大きく別の方面からの判断を迫られたというのが、ここ数年の経験である。これは、マクロの金融政策と別の範疇だろうと言えば、それはそうなのだが、なかなかその辺が、もう我々も政策判断の中で

区分できなくなるし、また区分しても意味がなくなっているというのが現実である。

#### 白川議長

これは、経済、あるいは政策をどう考えるかという基本的な議論になる。今、野田委員がおっしゃったことに私自身も近くて、大きなショックが発生した時に経済に対してさらに追加的な影響を及ぼす、その最大のルートが金融市場だと思う。つまり、金融市場の安定、金融システムの安定をどう維持するかで、この面で中央銀行の果たす役目は、非常に大きいと思っている。今回、震災の後、日本銀行がやったのは、まさにそのことで、金融市場のインフラ、金融システムの安定をどう維持するかと。それは最後の貸し手としての機能、あるいは決済システムの運営もそうであるが、この面での中央銀行の役割は非常に大きい、というのが私自身の一貫した哲学である。一方で、先程申し上げたのは、例えば、米国の文脈で言うと、いわゆる金利政策という意味での金融政策が、例えば10年間の平均成長率が非常に低いという状況を解消することができるだろうか。それはなかなか難しいとなると、つまり、その中での小さな波、その波を何がしか、相殺することはできるかもしれないが、しかしその波自体も実は政策自体が作っているという面もまたあるなという感じがする訳である。そういう意味で、私が先程申し上げたのは、中央銀行無力論ということではなくて、むしろ私自身は、無力論というよりは、中央銀行がどこでしっかりとした役割を果たすべきか、それから、どの分野では大きな力を発揮できないのかといった、大きな経済のメカニズムを認識した政策論が必要なのではないか、という感じなのである。

#### 宮尾委員

今の論点は、私も非常に重要だと思っている。例えば、米国経済の去年の夏から後半以降の動きをみると、まさに中長期的な景気・物価が下振れている中で、金融財政が発動された。金融財政の役割は、やはり持続的と

いうよりも、どちらかと言うと、短期的である。やはりその影響が長続きせず、金融財政政策は万能薬ではない。基本的には、構造政策が必要である。その構造的な転換というのが、やはりなかなか時間がかかるという状況で、経済政策、金融財政政策が、どういう役割を果たすのかという、非常に根本的な問題だと思う。そういう観点から言うと、万能薬ではないということでもあるし、影響は短期的かもしれないが、しかし、短期的にもし効果があるのであれば、中長期の構造問題を解決するエネルギーを補強するというか、その意味から構造改革を後押しする面がもしあるなら、短期的な刺激というものの意味もあるかもしれないと思う。そこは、見方が分かれるかもしれないが。いずれにしても、我々は——山口副総裁がおっしゃったとおり——、もし景気見通しが下振れる時に、それが本当に中長期的な面で下振れた時に、どうコミュニケーションをしていくかが大事である。

#### 山口副総裁

付け加えさせて頂くと、循環的な変動と構造上の変動を実はリアルタイムで峻別できないという大きな問題がある。それは、多少時間がかかっても峻別できない、識別できないということだろうと思う。そういう中で、政策をどうするかということになる。結局、両者を識別できないまま、ある種の割り切りをしながらみていくということにならざるを得ないのだろう。

#### 野田委員

明らかに構造的な問題を循環的な問題と片付けてしまう危険もあるし、その逆もある。それは、やはりそうは言っても、リアルタイムで認識できないにしろ、やはり必死で認識できるように努めることは必要である。

#### 山口副総裁

私が言いたかったのは、そういうことである。

## 野田委員

結果的に、非常に挫折感をもたらすことになるのかもしれないが。

## 西村副総裁

米国をみていけば、確かに循環と構造がはっきりしているが、他の国は、ほとんどの場合は、はっきりしない。というのは、どちらかと言うと、ある種のいわゆる履歴効果というか、ヒステリシスというか、過去の循環的な低さがそのまま構造的な低さになったり、逆のケースもあることから考えれば、完全に峻別して、二つ別のものでやって、それに対してそれぞれ違う対策でやっていくというのは、なかなか難しい。それは、山口副総裁もおっしゃっていたし、それからマーケットも関係ある。その辺のところは、どうやって組み合わせでやっていくか、我々は既に構造的なことに対しても、特に金融システムから色々な方策を打っているから、それと上手くシナジーがあるような形に持っていくのが、多分一番望ましいものだろうと思う。問題は、それをどうやって市場とコミュニケーションするか。これが非常に難しい。市場は、適当に勝手に自分に都合の良いように解釈するということがある。その中で、まさにコミュニケーション・ポリシーの最大の肝の、一番難しいところに我々は入っているというように思う。

## 白川議長

米国の 1930 年代が大きな失敗になったのは、まさに経済が金融不安の原因となって、その金融システムの不安を放置した結果、それがさらにまた経済の悪化をもたらしたということで、それが、やはり中央銀行が学んだ最大の教訓だと思う。そのうえで、金融システムの安定ということで思うのだが、自分自身が各国の中央銀行をみて、一番関心というか、大変だなという思いを持っているのは、欧州中央銀行である。この 1 年間、去年の 5 月にギリシャの置かれた状況を考えると、もしあそこで欧州中央銀行が動かなければ、さらに金融システムが悪化していただろうとい

うことで、それは正しい選択だったと思う。そして、全体として、各国政府なり、民間が対応策を採るということである。しかし、この1年間、状況はさらに悪化してきており、そういう意味で、この1年というタイムスパンで見た時に、望ましい方向にいつているようにはなかなか思えない。そうした中、欧州中央銀行は、セパレーション・プリンシプルのもとで、この4月に金利を上げて、金利政策は上げていく、一方で、無制限供給オペをやっていく、ということをやっている訳である。彼等自身の悩みを考えた時に、それから欧州の置かれた状況を考えた場合に、先程、私が申し上げたような問題が、やはり尖鋭に現れているなという感じがする。

今日多くの方から議論があった中長期的な電力のことについて、追加的に何かご意見はあるか。あるいは、電力を離れて、何か他に論点があるか。

ないようであれば、ここで一旦中断して、今10時22分であるから、10時30分に再開したいと思うが、宜しいか。10時32分でも良いのだが。皆様、ゆっくりされる感じか。それでは、10時32分に再開する。

(10時22分中断、10時32分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等に加え、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の取扱いに関する意見も含め、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは、西村副総裁にお願いします。

西村副総裁

金融環境であるが、短期金融市場では、無担保コールレート、GCレポ・レート等は極めて低い金利で安定して推移しており、ターム物金利も横這い圏内で推移している。クレジット市場では、一般債流通市場で電力銘柄の格下げなどもあって、神経質な動きがみられている。しかし電力銘柄を

除けば、社債流通利回りの対国債スプレッドには全体としてタイト化圧力がかかる姿となっている。

企業金融をみると、貸出金利は緩やかな低下傾向にあり、調達環境は総じて緩和の動きが続いているとあって間違いのないと思う。厳しい状況が続いている中小企業の資金繰りについても、日本商工会議所のL O B O調査をみると3月、4月と悪化を続けてはいるが、5月は厳しい状況ではあるものの、若干改善した。社債発行残高も前年水準を上回って推移しているほか、C P発行残高は概ね前年並みとなっており、全体としては、発行環境は改善し良好であると判断できると思う。もっとも、一部電力会社では社債の起債に向けたプロセスを中止したところもあり、東京電力以外の電力会社にとっても資金調達環境が厳しめ方向に変化する兆しがみられる点は十分に注意が必要な状況だと思う。

次に、現在望ましいと考える金融政策について述べたいと思う。前回会合で、マインドに働きかける形の資産買入増額の提案を見送った際、潜在的な追加緩和の必要性が減退した訳ではないので、今後、下振れリスク顕在化の兆候がある場合には、タイミングを計りながら早めに、その時の状況に応じた的確な措置を講じるべきである、と私の考えを述べた。先のラウンドで述べたように、前回会合後の金融経済情勢の変化は、足許から短めの先行きについては比較的速やかな回復となる展望を拓きつつあるが、長めの先行きをみると、電力供給不足の広がりなど幾つかのリスク要因が顕在化しつつあり、下振れリスクは依然として強いと言わざるを得ない。従って、短期にマインドに働きかける形の追加緩和ではなくて、従来のように長めの金利に働きかけ金利を通じるトランスミッション・メカニズムを通して経済活動を活性化する形の追加緩和の潜在的必要性は高くなってきていると判断している。加えて、物価情勢について、8月の基準改定が近づくにつれ、その影響はかなり大きく下方に出て、新基準で、見通し期間中に「物価安定の理解」の水準に近づく展望がなかなか拓けない可能性が出てきている。その場合、企業や家計の中長期的な物価の予想が下方にシフトすることもあり得、これを脱却するためには新たな方策を考えな

ければならない可能性も小さくない。以上を考えると、次回までの金融市場調節方針は現状維持が望ましいものの、今後については、今後のデータ、特に物価関連のデータを慎重に判断していく必要があると考える。

なお、「成長基盤強化を支援するための資金供給」についてだが、本資金供給は、回を追うごとに幅広い金融機関が参加し、かつ各金融機関が成長基盤の強化に向けた自主的な取組みが進み、投融資枠の総額が 8 兆円を超えるなど、「呼び水」としての十分な効果を果たしていると考えている。しかしながら、成長分野への出資、新規先開拓、起業支援という面では残念ながら効果は限定的で、また足許、対象先数や対象先における投融資枠の増加ペースも大きく鈍化しており、「呼び水」効果はかなり逡減しつつあると考えざるを得ない。また、本資金供給の本来の趣旨と外れた利用のされ方がなされ、本来あるべきリスクをきちんと評価した金利決定が必ずしもなされていないといった批判があることも事実である。

従って、本資金供給の今後の取扱いとしては、単純に枠を増加させるのではなく、今までのところ、必ずしも十分とは言えない成長分野に対する出資や、不動産担保や個人保証という高いハードルのため、なかなか融資が出にくい新規起業へ融資が出るような仕組みを、日本銀行として積極的にサポートしていくような形で、新たな融資枠を設定することが望ましいと考えている。私が参加した昨年 12 月の関東経済産業局のシンポジウムでも、こうした出資や、特に不動産担保や個人保証に頼らないような融資スキームの重要性ということは、高い技術力を持つ中小製造業企業や、ユニークなノウハウを持つ中小非製造業企業の参加者から強い要望が出されていた点である。また、現在、東京大学生産技術研究所を中心に新しい試みとして、木材に I C タグを付け、高い品質管理をして、高付加価値化を図るといった試みがあるが、事業のファンディングに Asset Based Lending を利用したものの、なかなか金融機関には受入れてもらえなかったという話も聞いている。従って、A B L を積極的に取り上げることも考えて良いのではないかとこのように考えている。その際には、東大の例からみても、個別投融資の期間は限定せず、また対象となる一件当たりの金額を引き下

げて、新規プロジェクトが出やすい形を工夫する必要があると考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員にお願いします。

中村委員

まず、企業金融環境についてだが、我が国の金融環境は、本行の積極的な資金供給により、緩和的な状況が続いている。震災前までは、企業の手許資金が厚めであったこともあり、資金需要は総じて低調裡に推移していたが、震災後は、売上の減少に伴う運転資金の手当てや手許流動性を積み増す動きなどもみられ、銀行貸出残高も前年比マイナス幅が緩やかに縮小している。

こうした中、足許の資金調達環境については、企業の資金調達コストは、総じて低下傾向にあり、CP市場は、前回決定会合以降も、落ち着いた動きとなっている。一方、社債市場では、電力債のスプレッドが、信用力に対する懸念などから拡大している。しかしながら、投資家の新発債に対する投資意欲が強いことや、徐々に再開しつつある一般事業法人の起債が、まずまずの仕上がりとなっていることなどから、全体として、落ち着きを取り戻しつつある。電力債を除けば、市場は震災前の状況近くまで戻っているようであり、今後は起債銘柄も増大していくと思われる。

次に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、昨日、執行部から報告があったが、6月8日の第4回目の資金供給に伴い、総額3兆円の融資枠をほぼ使い切った状態となった。

当該資金供与の対象となった各金融機関の融資への取組みをみると、事業分野の広がりや8.4兆円の投融資枠の設定、平均6.4年の貸付期間等、本行の資金供与の枠組みをいずれも上回っているほか、応募してきた金融機関も153先と多数になっている。各金融機関は、成長基盤強化のための金融面からの取組みを積極的に行っており、呼び水効果を狙った当該制度

創設の所期の目的は果たせたと評価できる。また、本制度の単純な資金の増枠や延長は、金融機関の利下げ競争や他行肩代わりを助長しているといった副作用をより強めることも懸念されるので、今後は金融機関の自主的な取組みを見守ることとし、本制度は当初の予定どおり終了させるべきと考える。

一方、我が国経済は、今なおデフレ状態にあり、潜在成長率や生産性を引き上げていくことが引き続き重要な課題であることに変わりはない。我が国は、従来から、諸外国に比べ新規事業や成長分野への資本性資金の提供や、創成期の企業等に対する動産担保等柔軟な担保要件での融資などの取組みが不足していると言われてきた。この点に関しては、残念ながら、本制度でも成果は非常に限定的であり、引き続き課題として残っている。

従って、成長基盤強化に向けたさらなる支援のためには、新規事業や成長産業分野の事業に対する、金融機関による資本性資金の提供や、動産・債権担保融資の活用などへの取組みが重要である。本行としても、金融機関の、この種の資金提供の多様化への取組みを、資金面から積極的に後押しできる効果的で副作用の少ない制度の導入を検討してはと思う。

なお、先般の奈良での金融経済懇談会では、「最近の医療や介護関係の設備はハイテク化が進んでいることを背景に先端技術や充実した設備・施設があることが、顧客を惹きつけるうえでの重要なポイントとなってきており、投資額も多額となりつつある。また、これまでは、奈良県民の多くは、仕事や消費を大阪都市部で行っていたが、今後、高齢化の進展に伴い、間違いなく奈良に回帰してくると思われる。従って、高齢化社会に伴うこの種の新規ビジネスや、当地の緑豊かな環境を活かした研究開発拠点の誘致などで、引き続き強い資金需要の可能性があると考えている」との趣旨の話が聞かれた。こうした分野のみならず、人口構造の変化、新製品の開発、技術革新、新興国需要の取込み等に向けた、成長産業や新規事業が今後さらに拡大することが期待される。民間金融機関には、本制度の終了後も、こうしたニーズを自ら掘り起こし、金融仲介機能を発揮し、成長基盤の強化に繋げる努力を続けて頂きたいと思う。

最後になるが、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは、以上である。

白川議長

それでは、森本委員にお願いします。

森本委員

金融市場をみると、欧米とは少々異なり、全般に落ち着いた動きとなっている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は0.1%を下回る水準で推移しているし、ターム物レートも、低水準横這い圏内での動きとなっている。また、長期金利は1.1%台前半の狭いレンジで推移している。

次に、企業金融だが、全体としてみれば、緩和の動きが続いている。CP発行レートは震災前並みの低水準で推移しているし、発行残高は前年並みまで回復している。また社債市場でも、先月半ば以降、起債が活発化している。電力債を除けば、震災の影響からほぼ脱したと言って良いと思う。一方、間接金融だが、貸出金利は引き続き緩やかな低下傾向にあり、金融機関の前向きな応需姿勢のもとで、貸出の前年割れ幅も縮小している。ただし、複数の機関の調査によれば、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。この点には、引き続き留意して参りたいと思う。

次に、金融政策運営である。以上の金融面の動向等を踏まえて、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。

先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き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、必要な

場合には適切な措置を講じていくことが重要であると思う。

このうち、成長基盤強化支援のための貸付けについて、第4回の貸付けが実行され、累計貸付総額は上限である3兆円にほぼ到達した。これに対する昨日の執行部の評価は妥当であると思う。すなわち、幅広い金融機関が自らの顧客基盤や地域性などの特性に応じて、成長を支援するファンドを組成する等の多様な取組みを活発化している。投融資額も本行による貸付額を大きく上回るなど、本制度の狙いであった呼び水効果は発揮されたと言える。ただし、出資や新規開拓等への取組みに果たした効果は今一つで、その裏返しとして、地域の貸出市場における競合激化が助長されているといった指摘がある。

こうしたもとの、今後の本スキームはどうあるべきかという点だが、個々の金融機関がこれまでの経験を活かしながら、現場ニーズに沿って創意工夫を凝らす、といった民間の自主的な取組みを、より一層広範に、かつしっかりと後押しする役割を担っていくことが望ましいと思う。そうした中、本行としては、これまで以上に、潜在的な成長の芽の掘り起こしに焦点を当てるため、出資等を対象とした、ある程度インパクトのある規模の専用枠を設定することが適当であると思う。出資等であることを踏まえて、貸付期間を長めとするほか、隅々に至るまで肌理細かく成長の芽を掘り起こし、ニーズに応じていく観点から、案件ごとの最低額を引き下げ等、使い勝手の良さに配慮した工夫を取り入れることも望ましいと考えている。

最後に申し上げたいことだが、私は、本行として金融面から本制度を掲げ、継続していくことは、日本経済が成長率の趨勢的な低下という状況から脱するための一種の強いメッセージ、問題提起となっていると考えている。このため、本行の成長基盤の強化を支援する姿勢はこれまでと全く変わっておらず、今回の措置も、そうしたスタンスの現れであるという点を強調し、情報発信していくことが極めて重要であると思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

国内金融市場をみると、短期金利は、本行による潤沢な資金供給のもと、低水準で安定的に推移している。また、長期金利は1.1%台前半の狭いレンジで推移している。一方、為替市場をみると、米国金利の低下等を背景として、円高が進んでいる。この円高進行と米国株価の軟調な展開を受けて、日本の株価も軟調に推移している。

こうした中、企業金融の動向をみると、CPの発行環境は良好、社債発行も順調に回復している。また、銀行貸出は企業の運転資金等の増加により減少幅が縮小している。CP、社債、銀行借入といった企業の調達金利も、全般に低位で安定している。このように、リーマン・ショック時とは違って、企業金融は全体として円滑である。こうした背景には、震災直後に本行が非常に潤沢な資金供給を行ったほか、CPや社債などリスク性資産の買入増額を決定したことの効果もあったものとみている。ただ、中小企業については、資金繰りが悪化しているとする先が増えていることはやや気がかりである。これが震災による一時的なものかどうか、注意していく必要があると思っている。

金融市場の調節は、引き続き物価の安定が展望できる状況にはなく、金融面での不均衡の蓄積も認められないため、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0~0.1%とするべきである。今後とも、こうした状況が続く限り、この実質的なゼロ金利政策を維持するというコミットメントを維持し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきだと考える。そのための対外的なコミュニケーションにも、十分気を遣っていく必要がある。

資産買入等の基金については、社債スプレッドなどのリスク・プレミアムの縮小や、長短金利の一段の低下など、着実に効果を発揮しているものと思う。今後については、40兆円の満額まで買入れを進めながら、その

効果を確認していくことが必要だと考えている。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、第1回目の貸付総額は741億円だが、地域金融機関に幅広く利用されたものと思われる。次回以降は、各金融機関の応札準備が整ってくるため、貸付総額は増えるものとみている。今後は、2回目以降の応札状況や、利用した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思う。

「成長基盤強化を支援するための資金供給」は、第4回目を実施したところで、満額の3兆円にほぼ到達した。本施策は、金融機関間の融資先争奪戦を通じて金利引き下げ競争を招いているなどとの指摘もあるが、昨日の執行部からの説明のとおり、当初の目論見どおりの呼び水効果を発揮したものと評価して良いと考えている。

今後とも、日本経済が中長期的観点から成長力を強化するという課題に取り組んでいくことの重要性に変わりはない。従って、本施策の継続は必要と考えるが、このままの形で増額しても、限界的な効果が逡減する一方、低金利競争などの副作用は逡増するとみられる。こうしたことを勘案すれば、これまで以上に企業が成長事業を行うために必要とする資金を、簡単には他行が肩代わりできないような仕組みを取り入れるなどしたうえで、増額することが必要と考える。金融機関にとって、他行の肩代わりではなく、事業の成長性を見極めながら資金供給を行うことは難易度の高い業務だが、目利き力の向上に繋がるものと思われる。こうした仕組みを取り入れた場合、資金供給の絶対額は必ずしも多額なものに上るとは考えられないが、これまでのスキームと異なる点を考えれば、金額の多寡は然程重要ではないと思われる。

なお、こうした金融政策が十分な波及効果を発揮するためには、前半パートで経済の構造問題に関する議論もあったが、財政の健全化も必要である。私は、政府が抱える多くの政策課題のうち、社会保障と税の一体改革について、しっかりとした日本の将来ビジョンと財政再建に向けた道筋を示し、その実現を図っていくことは、最も急を要することの一つだと考えている。報道によると、来週にもその最終案が示されるとのことであり、

まず第一歩として大変結構なことと思う。問題はその先の実現に向けて、しっかりと執行に移されていくことが今後の長期的な日本経済にとって極めて重要だと考えている。

最後になるが、本行は、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、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく旨、コミットしている。今後とも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは、白井委員にお願いします。

白井委員

我が国の金融環境の評価については、全体として緩和の状況が続いていると判断している。また、本行の潤沢な流動性供給スタンスの維持や基金等による資産買入れに加え、サプライチェーンの回復やマインドの改善によって景気に持ち直しの動きがみられることもあり、マーケットは落ち着いた動きとなっている。

短期金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.1%を下回る水準で推移し、資金の余剰感は続いている。ターム物金利も横這い圏内の動きとなっている。CP市場では、CP発行レートは震災前と同程度の低い水準で横這い、対短期国債スプレッドも横這い圏内の動きとなっており、全体として安定した環境にある。この間、社債市場については、新たに起債する動きが活発化しており、投資家の投資意欲も旺盛なことから発行環境に改善の動きがみられている。もっとも、電力会社については、原発を巡る損害賠償スキームが依然不透明なこともあって、CDSスプレッドが拡大し、関西電力が起債に向けたプロセスを一時中断したことから、社債発行がやや難しい状態にあることが懸念される。今後の原発事故の損害賠償を巡る政府の対応及び電力会社の格付け動向が社債市

場等に及ぼす影響、さらには電力会社に投融資を行っている金融機関の株価等に及ぼす影響について見守っていきたいと思う。長期金利については、米国長期金利の低下を受けて、低水準で推移しているが、国債市場参加者が注目する債券利回り変動要因をみると、このところ第2位に債券需給要因が入っていることから分かるように、我が国の財政の行方が国債のリスク・プレミアムに及ぼす影響について注視していく必要がある。財政規律を維持すべく明確な財政再建の策定と実行が望まれる。

なお、金融機関別の貸出状況であるが、中小企業の資金需要が顕在化しつつあることから、地方銀行による融資が積極化しているようである。その一方で、被災地では地方銀行のローンの延滞率が高まっており、不良債権化がさらに進めば倒産件数が増える恐れもある。このため、金融機関の中には新たな貸出に慎重なところもあるようである。現在は、運転資金需要を中心に融資が伸びているが、やがて設備投資など本格的な復興需要が出てきた時に金融機関がそれに応じる姿勢を維持していくのか、今後の貸出動向には特に注目している。

こうした金融環境に対する評価に基づき、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持が適当だと判断している。

次に、本行が昨年より取り組んでいる成長基盤強化支援オペについて、意見を述べたいと思う。本オペについては、6月8日の第4回目の貸付けによりほぼ上限額に達したが、この機会を捉えオペの効果、あるいは副作用等についてレビューすると同時に今後の対応について考えていく時期にあると思う。

まず、現状評価であるが、第一の狙いであった金融機関が成長基盤の強化に向けた取組みを進めるうえでの呼び水効果は、ある程度発揮されたと考えている。その理由は、本オペの対象先が153先に上り、地域・業態も広がっていること、対象先の投融資枠総額が本オペの貸付枠の2倍以上の8.4兆円に上っていること、個別融資期間も本オペの資金供給期間の4年を超えて6.4年になっているからである。その一方で、最近では、その効果は徐々に逡減しているように見える。元々、我が国では、預金が増え続

けている中で、企業の資金需要が少なく新規需要の掘り起こしには限界があるし、地域金融機関を中心に、本オペが金利引き下げ競争や他行の肩代わりを煽っているという批判を耳にするからである。

こうした状況を踏まえた今後の対応についてであるが、本オペは、成長基盤強化を支援する取組みであるので、最終実行期限まで1年を残すタイミングで上限に達した状態を放置することは、本行の取組み姿勢が消極化したとの誤解を招く恐れがある。とは言っても、単純な増額でも副作用を考慮すると適切ではないと思う。そこで、生産性向上や潜在需要の創出に資する事業などへの投融資のさらなる拡大を図る観点から、本オペの使い勝手を向上させていくことにフォーカスし、その範囲内で必要に応じて一定の増額を図っていくのが適切だと思う。

とりわけ成長分野への投資、あるいは出資、新規先開拓、成長力のある中小企業支援への取組みという点では工夫の余地があるように見える。例えば、中小企業や新興企業では、新規事業の規模自体が小さく、少額の資金で十分なケースもあるようなので、現在1,000万円となっている個別投融資の最低額の引き下げが考えられる。無論、審査の手間等がかかるというデメリットもあるが、地域金融機関を中心にこうした要望も聞かれるので、有効な方策になり得るかと思う。さらに、金融機関が直接出資するのに限界があるのであれば、投資したファンドが実際に企業に投融資を実行する前でも、本オペの資金供給の対象にするのも一案だと思う。また、不動産担保不足、あるいは社債による資金調達が難しいベンチャー企業などで、それらに依存しない動産・債権担保融資等へ担保範囲を拡大するのも有効かと思う。こうした制度の手直しは市場からみるとテクニカルな見直しと取られる可能性があるものの、次のステップとして、使い勝手の改善により呼び水効果を高めていくことが重要だと考えている。

なお、前回会合で指摘した、本オペと東日本大震災の復旧・復興に向けた対応との兼ね合いについては、復興に向けた資金需要がまだ本格化しておらず、企業の復興に向けた取組み、あるいは財政出動が本格化するタイミングで改めて整理するのが良いと考えている。

因みに、東日本大震災からの復旧・復興に向けた対応ということでは、先程も触れたが、政府による被災地の個人・企業に対する二重ローン対策や現在国会審議中の金融機能強化法改正案が成立後にどのように地方金融機関の貸出行動に影響を及ぼすのか、その動向を見極めていくことが重要である。同時に本行の「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」による資金供給が収益性の高い企業に十分回っていくのか、ヒアリング等の調査をしていくことが望まれる。私からは、以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

まず、我が国の金融環境の評価については、大筋皆さんがご指摘されたとおりとみている。

次に、当面の金融市場調節方針であるが、皆さんと同様、現在の方針を維持することが適当であると考えている。

最後に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の今後の取扱いについて述べておきたい。まず、これまでの資金供給の評価である。やや掴みどころのない話であるが、今回の我々の措置を通じて、一般企業にせよ、金融機関にせよ、我が国経済にとって成長基盤の強化が最も重要な課題の一つであるという認識がかなり広がったように思う。実はこれが最大の功績といって良いのかもしれない。金融機関の対応をみると、かなりの数の金融機関が我々のリファイナンスを受けた。また、金融機関自らが設定する投融資枠の規模も、我々の資金供給額を大幅に上回っている。これらの事情から判断して、特に昨年末頃までは、想定した以上の呼び水的な効果が現れていたとあって良いと思う。他方、本年初辺りからは、企業の新規の資金需要はほとんど出ていない、金融機関間の金利引き下げ競争や肩代わり競争が目立っている、といった声が中小金融機関を中心にかなり聞かれるようになっていた。このように、時間の経過とともに、我々の措置に

対する評価が変化してきている辺りに、今回の措置の呼び水としての役割の限界をみることもできるように思う。

しかしながら、我が国経済の成長力強化は引き続き大きな課題である。成長基盤強化支援のための資金供給を、このタイミングで完全に打ち切ってしまうのも適当ではないと思う。

これまでのような資金供給については、既に一定の限界がみられる以上、今までとは違った方法で、何らかの対応を図っていくことが必要であると考えている。例えば、出資等の資本性を有する投融資や、従来型の担保・保証に依存しない融資を後押しするような枠組みを新たに作り、そのもとで資金供給を行っていくことを考えても良いのではないかと思う。こうした枠組みのもとであれば、金融機関、企業いずれの立場からも、高めのリスクと高めのリターンを追及することが可能になり、これまでのフレームワークの限界を多少とも打破することができるのではないかとみている。

なお、日本経済の成長基盤強化と震災からの復興とを一体的に考えていくことは勿論重要である。従って、我々の支援も、成長基盤強化と復興を一体として捉え、実行していくことも、勿論、十分に考えられるところである。ただ、震災からの復興のための資金需要がいつ本格化してくるかについては、政府の復興プラン、そのもとでの信用保証協会や政府系金融機関の対応、さらには民間金融機関の取組み姿勢とも関連するだけに、今の段階で、それを見極めることは難しいと思う。復興資金需要に対して、我々としてどのような貢献があり得るかは、今述べたような状況をよく見極めながら、今後しっかり検討していくということで良いのではないかと思っている。私からは、以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

金融環境の評価から申し上げる。金融環境の評価は皆様と同じく、総じ

て緩和的な状況が続いていると判断している。企業の資金調達コストは低下傾向が続き、CP・社債市場とも、一部電力債関係を除いて良好な発行環境が続いている。また、この間、企業の資金繰りについては、中小企業の一部には若干厳しい先もみられているが、総じて改善していると判断している。

次に、成長基盤強化を支援するための資金供給について、総括的な評価を申し上げたいと思う。本施策は、昨日の執行部の整理にもあるように、これまで幅広い金融機関において、我が国経済の成長基盤の強化に向けた自主的な取組みを進めるうえでの呼び水効果をしっかりと果たしてきたと考えている。それは、特に金融機関独自の投融资枠が本融資総額を大きく上回って設定されたということからも窺われる。また、本措置をきっかけに、成長力強化の重要性が改めて広く国民に認知され、また金融機関は借り手企業とより密接に向き合うようになったという声も聞かれており、これらは定性的ながら、重要な効果であったというように考えている。

一方で、一部の金融機関からは、本施策が貸出金利引き下げ競争や他行肩代わり融資を助長しているといった批判も受けた。また、成長分野への出資や、企業支援といった取組みについては実績が少なく、その分野における呼び水効果は限定的であったと考える。

こういった評価を踏まえて本制度の今後について考えると、貸付総額が上限の3兆円にほぼ達したこのタイミングを捉えて、金融機関が金融面の手法を一段と広げて、これまで必ずしも十分でなかった成長分野への出資等への取組みをさらに後押しするような工夫を検討して、焦点を絞って増額を検討するというのが一つの方策として考えられると思う。

なお、被災地の復興資金需要への本格対応の検討も重要ではあるが、これについては、なお時期尚早とみられることから、本件はそれとは切り離して検討することが妥当ではないかと考えている。

次に、金融政策に関しての意見を申し上げる。前半のラウンドで申し上げたとおり、景気・物価見通しの中心シナリオに関しては前回と基本的な変更はなく、またリスク評価に関しては、世界経済の不透明感や円高基調

などの面で、より下振れリスクが強まっていると判断している。特に、やや繰り返しになるが、供給制約の解消が見込まれる秋口以降から来年度にかけての回復という局面において、企業・家計は大きなハンディキャップを背負った道のりを辿ることが予想される。そのような厳しい環境の中で、日本経済全体が復興のエネルギーを蓄えて、震災前に想定した回復経路にしっかりと復帰するために、金融面から人々の取組みをさらに追加的に後押ししていくということを検討することは意味のあることだと考える。

そのようなタイミングを見極める時期はさらに近付いてきていると私自身考えており、今後、以上のような見通しをサポートするようなデータがさらに確認されれば、先程、前半の自由討議で議論したような点も踏まえ、適切な政策対応が検討されるべきと考えている。以上のことを申し上げたうえで、次回決定会合までの金融市場調節方針については現状維持が適切であると考えている。私からは、以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

我が国の金融環境は、社債の発行市場において、一部を除いて発行環境は顕著に改善し、起債が活発化したという点を除けば、前回会合から変化はない。総じてみれば、緩和の動きが続いているという総括で良いと思う。

次に、前半パートでも述べたとおり、我が国経済は、4月の展望レポートに沿う形で、持ち直しに向けたパスを辿っており、供給制約解消の見通しを巡る不確実性の度合いも弱まりつつある。こうした持ち直しの動きを支える観点から金融政策運営については、3月会合で増額した資産買入等の基金を通じた買入オペと長めの資金供給オペを、大きな流れとしては市場の予見可能なかたちで粛々と進めること、さらには包括的な金融緩和政策におけるもう一つの柱である時間軸に対する強いコミットメントを引

き続き市場にしっかりと発信していくこと、これらを淡々と継続することが適当であると考えている。

また、ディレクティブとしての次回会合までの金融市場調節方針は、現状の「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」を維持することが適当である。

次に、成長基盤強化支援措置について述べる。本措置の再活用に関しては、前回会合で私はトップ・バッターとして総括評価と若干の問題意識を述べさせて頂いたので、今回ここでは、ラスト・バッターとして、皆さんのご意見の重複を避けて本措置の総括的な評価のうち、副作用の部分について一点だけ触れておきたいと思う。

一部の中小地域金融機関から、本措置により、金利引き下げ競争が激化し、利鞘の縮小を余儀なくされたとの批判があることは、私も十分承知している。ただ、こうした競争激化と利鞘の縮小には、より本質的な背景があるということにも留意しておく必要がある。つまり、長めのターム物の金利も含めて実質的なゼロ金利政策という超緩和的な金融政策全体の浸透と定着化により、イールドカーブはフラット化し、金融機関の利鞘は縮小を続けてきた。

金融機関の資金調達手段としても、本措置の他にも、タームこそ3か月と6か月と若干短いとは言いながら、0.10%という超低金利の固定金利調達にアクセスする途が実は十分開かれていた訳である。本成長基盤強化措置だけをもって、金融機関の利下げ競争激化の元凶であるかのような議論は、些かバランスを欠いているのではないかということを描き指摘しておきたいと思う。金融機関のALMの観点からみても、我々が便宜的に区分している政策目的にかかわらず、調達サイドの金融機関としては、こうした区分は必ずしも眼中にはなく、本措置による調達というものはタームごとの超低金利・超低コスト調達に合算されて管理されていることを改めて思い起こしてみる必要があると思う。私からは、以上である。

白川議長

議論の効率上、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の取扱いに関して最初に議論し、これについて一定の方向感を出した後、当面の金融政策運営の方に移りたいと思う。

最初に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の取扱いに関してである。本件に関する私自身の見解も含めつつ皆さんのご意見を纏めてみると、概ね次のような整理かと思う。まず、これまでの実績の評価である。我々が企図した呼び水効果という意味で、これは効果があったというのが皆さんの、そして私自身の評価でもある。その場合、呼び水効果ということの意味であるが、私自身はこれを二つの意味合いで考えた方が良くかと思う。一つは、先程、森本委員がメッセージという言葉が使われたが、日本経済にとって大きな課題が成長力をどう強化するかということであり、金融機関についても、成長基盤を強化していくといった取組みが大事だというメッセージを、日本銀行として送っていく、そしてそのことについて理解度がどれ位高まっていったかということである。そういう意味でのメッセージ効果というか、認知効果というか、それは私自身が思っていたよりも大きかったという感じがする。勿論、これはまだ十分ではないが、我々の企図したことが、実効性はともかくとして、認知という意味では、1年前に比べるとずいぶん上がってきたという感じはする。もう一つの呼び水効果は、もう少し即物的な意味での呼び水効果である。この点については、資金供給の対象先数が拡大を続けてきたことや、あるいは各金融機関の取組み方針における投融資枠の総額が3兆円を大きく上回っていること、あるいは個別融資の平均期間が4年を超えていること、こうしたことが呼び水効果の具体的な証拠として挙げられると思う。一方、留意点も幾つか挙げられた。まず、成長分野への出資などの取組みについては、融資とは違って呼び水効果が限定的であったと思う。また、この声をどう評価するかについては後から申し上げるが、一部の金融機関から本資金供給が貸出金利の引き下げ競争や肩代わり競争を強めているのではないかという声があることについても、何人かの委員からご指摘があった。以上の

ような呼び水効果や留意点、副作用といったことを踏まえたうえでの本資金供給の今後の取扱いについては、今のままでいくと、新規の貸付けがほとんど行えないという状況になる。そういう中で、この制度をやめてしまうことは、先程の最初のメッセージ効果という意味でも、非常に具合が悪いと思う。そういう意味で、金融機関が金融面の手法を一段と広げて、我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だということが、みなさんのコンセンサスであったと思う。その際の方向性としては、先程の留意点なども踏まえると、既存の枠組みを単純に増額するということは適当ではなく、出資等の資本性を有する投融資や、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いう意見が多かったと思う。この点に関連して、先程触れた肩代わり競争やそれを強く意識した貸出金利の引き下げ競争を巡る金融機関の声について、私なりの考え方を申し上げたい。先程、野田委員がおっしゃったことと共通する部分が多いが、必ず世の中には債権者がいれば債務者がいる。世の中足してみると、ポジションはスクエアになるが、必ずいつの時でも色々な声は出てくる。金融機関自身が利鞘の縮小について不満を感じることは、金融機関の声としては勿論分かるが、我々としては、そうした声を聞いたうえで、我々自身の政策という観点からの評価が必要だと思う。単純に肩代わり競争がいけないということではなく、我々自身の狙っていること、つまり成長基盤を強化していくという目的に照らしてどうなのかということだと思う。それから、本制度は金融緩和措置ではないが、我々が現に進めている金融緩和政策との関係でどのような効果、副作用を生んでいるのかという評価に立って、この金融機関の声を咀嚼する必要があると思う。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、むしろそれは我々自身が狙ったことである。一方、金融機関からして利鞘が圧迫されているという印象を強く持っているとするれば、それは成長基盤強化支援の枠をさらに広げていくうえで、現在の枠組みによる追加的な効果が徐々に小さくなって

いるという可能性を示しているように思う。また、金融緩和という観点からみると、先程、野田委員がおっしゃったことと重複するが、これはこの制度の固有の話というよりは、我々自身が全体として進めている金融緩和政策が金融機関に対してどういった影響を与えているか、そのことがまた我々自身が最終的に狙っている金融緩和効果にどのような影響を与えているかということだと思う。長短の金利水準が下がり、長短の金利スプレッドが小さくなる、あるいは信用スプレッドも潰れていく、そういう中で、金融機関自身が貸出のインセンティブを十分に持たなくなってくると、我々が狙っている金融緩和効果自体についてもマイナスになってくる、そうした領域にどこで入ってくるか、その見極めだと思う。そうしたことを全部考えたうえで、今回、単純に成長基盤強化の支援の枠を増額するのではなく、金融機関が、企業の成長力を見極め、独自の戦略に基づいて、ある程度リスクを取りつつ、高いリターンを追求するようにさせていくためには、若干の工夫が必要だと思う。幾つかの方向性については、先程出たので、後からまた少し詳しく議論したいと思う。

あと、この資金供給と復旧・復興支援との関係について、どのように整理するかについて、何人かの方が意見を述べられたし、この決定会合でも過去何回か議論してきた。まず、復興と成長には重なる面もあるという見方や、あるいは復興を成長力強化に結び付けていくことが望ましいという見方が示された。ただ同時に、多くの委員から、復興に関連した資金需要が本格的に高まる時期は、今暫く後になる可能性が高いということにも留意する必要があるというご指摘もあった。これらのご意見を踏まえて、復興支援については、成長基盤強化支援のための資金供給の枠組みに取り込むのではなく、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、これを別途の問題として改めて検討していくことが適当ではないかということだったと思う。以上が、私自身の見解も含めた取り敢えずの取り纏めであるが、本件についてより具体的に討議を進めるために、委員のご意見も踏まえ、本資金供給をそうした

方向で見直す場合、どのような仕組みが考えられるか、執行部から補足的な説明を求めたいと思う。説明の後、技術的な点について質疑応答の時間を取りたいと思う。それでは、梅森企画局審議役お願いします。

#### 梅森企画局審議役

それでは、委員方のご意見を踏まえ、考えられる取組み案について補足説明を申し上げます。まず、委員方のお考えとしては、金融機関が金融面の手法を一段と広げ、我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という観点から、従来の貸付枠とは別に、出資あるいは動産・債権担保融資——いわゆるABLだが——、こうしたものなどを対象とする新たな貸付枠を設定してはどうか、ということだったと理解した。その際、具体化が必要な事項としては、次のようなものが考えられる。

まず、対象とする投融資であるが、金融機関の自主的な取組みをさらに後押ししていく観点からは、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。このため、出資・株式の取得、劣後ローンなど資本性を有する投融資——これは以下、「出資等」と総称する——や、ABLや知的財産権——例えば、特許権や著作権である——といったものなどを担保とする融資など、不動産担保や人的保証に依存しない融資——以下、「ABL等」と呼ばせて頂く——を対象としてはどうかということだったと理解した。説明資料1.の最初の横棒のところであるが、米国に比べると我が国のABLのウエイトは非常に小さいので、我が国においてもノウハウの蓄積等が進めば、この分野は拡大する余地があると考えられる。二番目の横棒であるが、これは、本資金供給が低金利競争を招いているのではないか等の批判との兼ね合いである。まず、出資はリスクテイクの度合いが大きいため、本措置により仮に本行が低利でリファイナンスしても、これによって、例えば、出資競争が起こるといようなことはなかなか考えにくい。また、ABL等は、担保資産の継続的なモニタリングなどが必要であって、金融

機関が企業と継続的な関係にあり、その経営内容を熟知しているということが前提となる。従って、出資やA B L等については、専ら低金利を梃とした競争は生じにくいのではないかと考えられ、本行の支援の対象としても、低金利競争を助長する等の批判を招く可能性は低いと考えられる。なお、最後の横棒であるが、キャッシュ・フローに着目した他の融資手法としては、ノンリコース・ローン、プロジェクトファイナンス、無担保ローン等があるが、既に相当程度普及している。また、担保・保証に着目すれば、ノンリコース・ローン、プロジェクトファイナンスは、不動産の担保を前提とする場合が多いようであるし、事業者向けの無担保ローンについても、代表者の個人保証を前提とする場合が多いので、本貸付枠の対象外とすることで良いかと思う。

次に、貸付期間である。新たな貸付枠として実施する本行の貸付期間については、金融機関が長期的観点から取り組みやすいようにという視点からは、長めが望ましい。一方、本行財務の健全性等への配慮からは、あまり長い貸付けは好ましくないということで、これらのバランスをとれば、一回の貸付期間を従来の2倍の2年としてはどうかと考えられる。なお、借り換え可能回数は一回として、最長の貸付可能期間は従来と同じく4年間とすることが自然と考えられる。

次に、貸付限度額である。金融政策上の観点に加え、金融機関における出資やA B L等の実施状況も踏まえれば、本貸付枠の貸付総額は5,000億円としてはどうかと考える。また、貸付けの極端な集中が個別先に生じないよう、個別先ごとの貸付枠は500億円を上限とするということで良いのではないかと考えられる。最初の横棒は、金融機関の成長分野の出資状況であるが、これはなかなか統計が乏しい。例えば、地域金融機関による企業育成や地域再生ファンドへの新規出資額は、金融庁によれば、2008年度で277億円、2009年度は126億円と、200億～300億円程度という規模である。また、大手行では、政投銀等と提携した事業再生ファンド、あるいはベンチャー向けの投資ファンドを設立する動きがみられるが、いずれも数十億円から数百億円程度といったボリューム感であり、いずれにして

も金融機関として非常に大きな規模にはなっていない模様である。次に、A B Lの規模である。経済産業省によれば、ノンバンクによる実行分も含めた計数であるが、3,000 億円程度と言われている。以上を勘案すれば、新たな貸付枠は5,000 億円程度が適当と考える。最後の横棒であるが、出資やA B L等の取組みは、金額は大きくなくても、金融機関が成長基盤の強化に貢献する力を一段と磨くことに繋がる度合いも大きいと考えられるし、多数の委員からご指摘があったように、本行が後押しすることにより、この取引が認知度を向上させることも期待できると考えられる。ただ、最後のパラグラフであるが、出資やA B L等は小口のものが少なくない模様であって、本行による支援の対象に取り込むとすれば、それなりの工夫が必要かと考える。例えば、従来の資金供給では、対象となる個別投融資は、直近の四半期に実行されたものに限定していた。新しい貸付枠では、対象投融資をどこからとるかという時点は2010年4月に揃えたとしても、それ以降、四半期のフローベースではなく残高ベースで申請を可能としてはどうかと——小口も積もれば大きくなるという発想であるが——考える。また、A B Lは短期のロール・オーバーが少なくない模様であるほか、期間の概念のない当座貸越形態も存在しているようであるので、対象となる個別投融資の期間は、従来では1年以上に限定していたが、この限定を外すことで良いのではないかと考えられる。3頁目であるが、運用面でも工夫が必要かと思う。例えば、個別投融資の対象となる最低額は、現行1,000 万円だが、これを100 万円に引き下げることが考えられる。また、投資ファンド向けは、具体的な投資案件が未決定の場合は、現在は対象としていないが、これを未決定の段階でも、金融機関からファンドに出資した時点で資金供給の対象とするということが考えられる。ただ、実際にそのファンドからの出資がない場合の扱いも考えておく必要があり、例えば、1年後を目途に確認を行い、投融資の実績がない場合には、期限前に返してもらうといった工夫が必要かと考えられる。いずれにしても、対象金融機関が利用しやすいような工夫が必要ではないかと考えられる。なお、A B L等については、対象先金融機関の取り組み方針策定を求める

に当たっても、何分実績のない金融機関も少なくないと思われるので、策定しやすいような工夫をすることが考えられると思う。

最後に、貸付受付期限である。従来の資金供給と期限を併せ、新規貸付の対象となる個別投融資の受付期限は2012年3月末まで、これをもとにする新規貸付の実行期限は同年6月末までとすることが適切かと考えられる。補足説明は、以上である。

白川議長

ご質問をお願いします。

野田委員

1頁目の最初の説明のバーのところ、米国ではこれだけ使われているということ、一方、我が国はまだということであった。3行目に「ノウハウ蓄積等が進めば」とある「ノウハウ蓄積等」というのは、具体的にはどういうことを言っているのか。

梅森企画局審議役

このABLを実施する時に、実務上、最も大きなネックになると言われているのは、動産等の担保を評価し、またそれがちゃんとあるかということをチェックすることだと言われている。米国においては、この点を請け負う専門業者等がいるようであり、こういう専門業者が増えていけば、金融機関も取り組みやすくなると思われる。すなわち、ノウハウ蓄積等の「等」は、こうした専門業者等の外部環境というか、環境の整備が進むことだと考えている。

亀崎委員

成長基盤強化の中でやる訳なので、この出資や株式取得の投融資あるいはABL市場の活性化など、今まで18分野というのがあって、金融機関には方針を策定させたが、それは今回の場合は、少し起業を促進するとか、

あるいはA B L市場の活性化とかという趣旨を考えると、そこまでは絞らなくても良いのではないかとも思うがどうか。

#### 梅森企画局審議役

この点は、例えば、出資であると、頭の体操とすれば、単純な資金運用としての出資も株式取得もあるので、ここはやはり18分野との関連付けが必要かと考えている。一方、A B L等についても、基本は同じなのだが、こちらの場合は何分やったことがない金融機関が多いので、事前にどの分野を選べとか、そういうあまり厳しい縛りを付けると尻込みしてしまうのではないかと思う。この場合、A B L等については若干工夫が必要かと思う。いずれも取り組み方針を提出させることが適当だとは思いますが、A B L等についてはやってない金融機関が多いことを考えると、若干工夫が必要かと考えている。

#### 亀崎委員

工夫が必要というのは、今までは金融機関に策定させていたが、今回もその策定をさせるのか、させないのか。

#### 梅森企画局審議役

策定させることが適当だと考えているが、あまりリジットな取り組み方針をA B L等について求めることは、後押しする効果を削減するので、そこは運用の問題ではあるが、よく説明——例えば、本支店を通じて説明——するといったような対応が必要かと考えられる。

#### 雨宮理事

3頁の二つ目の棒線で、「A B L等については、対象先金融機関の取り組み方針策定を求めるにあたって、取り組みやすいよう工夫することが考えられる」と、ここはぼやっと書いてあるが、結局、この仕組み全体がその成長基盤強化という頭があるので、まず出資については、今、梅森企

画局審議役からご説明申し上げたとおり、普通の出資等があるので、ここはそれなりに取り組み方針は求めようと。それも、やはり今までの18分野を例示したような、同じような基本的な方針で取り組み方針の説明を求めることが適当と思っている。一方、ABLについては、委員ご指摘のとおり、今回は発展段階あるいは起業段階における企業の資金調達を、ABLという手法を使って支援していくという考え方なので、18分野といったいわゆる限定的な規定は、そこまでは要らないだろうと思う。しかし、やはり金融機関として、これからこのABLといった——あるいは知的財産権でも良いのだが——新しい融資手法を使って、その発展段階の企業をこれからアシストする、それに注力していくという基本方針を出してもらおうということである。従って、ここにある工夫というのは、基本方針は出してもらい、ただし、細かい分野まで限定せずにできないかということを考えている。

#### 中村委員

これは新しい取り組みでもあり、日本ではまだまだ馴染みが薄いということだと思う。受付期限が2012年3月というのは、かなり短いような気がする。これだけ準備するには、多岐に亘る準備を要すると思う。よって、受付期間については、既存の他の制度に無理に合わせる必要はないのではないかと思う。2012年3月までで取り敢えず、というのは何か意味があるのか。

#### 梅森企画局審議役

悩ましいところではある。これまでも、出資等は成長基盤強化支援資金供給の対象であった。また、ABL等についても、対象投融资がどういう担保をとっているかといった情報は徴求していないので分からないが、ABLを排除した訳ではない。今回は、これまで続けてきた成長基盤のところ、特に支援したい手法を取り出すということであるので、元々のものに取り敢えず合わせておくのが自然ではないかという考え方である。そこ

から先は、その時点でどうなるかは委員会のご判断としてあろうかと思うが。

#### 亀崎委員

日本のABL市場は物凄く小さい。米国は、このデータによると、2009年で5,000億ドルある。日本は、先程の話では2,000億~3,000億円であった。従って、市場が非常に小さいということ、それから担保が、商品だとか在庫だとか売掛金だとか、小さいものがいっぱいあるだけである。不動産ではないからである。そうすると、なるべく出しやすいような形にしないと、どれ位になるのかが一つ気になる。それを考えると、昨日のご説明の中で、3兆円の中で出資は3.3億円しかなかった。出資という形では、金利の問題ではなくて、むしろリスクの問題になる。そういう意味では、この方向自体は良いと思うが、5,000億円という規模では、打ち出してはみたが、ということにはならないだろうか。勿論、案件がある会社もある。ある事業再生ファンドは資本金1,000億円であり、うち金融機関が500億円、商社が500億円出資した。しかし、この案件に措置を使って良いか分からないが、そういう大手の再生ファンドが出てくるなら良いが、小さいところではどうだろうか。ABLの担保はそれこそ様々な商品であって、流動性があまりない。ここを推していこうということは私は賛成ではあるが、5,000億円の枠を設定したとして、利用についてはどう見込まれているのか。例えば、数百億円しか利用されずに終わっても良いのか、あるいは最初は3,000億円位にしておいて、段々増やしていく方が良いのか。3兆円の現行分と違って、どれ位積み上がってくるかについて、出資にしても、ABLにしても、まだ育っていない市場である。特にベンチャーキャピタルなどはハードルが高い訳である。5,000億円にどれ位の見通しがあるのか。

#### 梅森企画局審議役

正直言って、マクロ統計があまりない世界でもあるので、見通しを出す

ことはなかなか難しい。例えば、出資等であるが、100万円まで下げて、それからその累積でということであれば、一回目が50万円だったが、追加出資をして100万円を超えたとか、これ位は相応にあると思う。そういうものを拾っていく。現にそういうものを拾ってくれないかという声は、幾つかの支店長を通じて上がってきているし、白井委員もおっしゃったが、出資した時点でカウントして欲しいという声もある。そもそもファンドというのは、先に親銀行から資金をもらっておいて、何か良いものがあれば機動的に出資するものであるが、そこも制約になっているということである。そういう工夫をすると、プラス方向には行くとは思いますが、幾らかということとはなかなかお答えしにくい。ただ、ABLについては、一応、経済産業省の作った統計があって、それが3,000億円、少し前はこれは5,000億円であった。大体これ位の規模が一応あるということを考えれば、確かに多過ぎるのではないかということもあるかもしれないが、5,000億円と打ち出しては如何かと。答えになっていないが、計数がなかなかなくて申し訳ない。

#### 雨宮理事

それに尽きているが、金額については、確かになかなか金額そのものとしては大きくならない可能性はやはりあると思う。これは、元々のオリジナル版成長基盤強化資金供給制度でも、先程来ご議論があって、一種のメッセージ効果、認知効果というようなことを考えると、やはり日本銀行がここで出資あるいは従来型の担保・保証に依存しない融資に着目したということの効果はかなり大きいように思う。実際に、先程、西村副総裁からお話があったが、この成長基盤強化に取り組み始めて色々なところで講演活動などをやって、昨年12月は経済産業省と組んで西村副総裁にいらして頂いて講演会をやったりしたが、こういうものに対する新しい取組みをしたいという気持ちは、地域銀行・企業に相当強い訳であって、そこに日本銀行が着目したという効果は相当大きいのだろうと思う。

亀崎委員

それは私もそう思う。

雨宮理事

そのうえで、額が物凄く小さくて、非常にディスアポイントみたいなことになるかどうかという、例えば、最近の例でいうと、2003年にABS、ABCP市場を育成しようということで、ABS、ABCPの買取りを始めた時も、ちょっと枠は覚えていないが2兆円の枠で数百億……。

山口副総裁

ABSは10億円だった。

雨宮理事

10億円であったか。そういうことであるが、額が小さいという議論よりは、あれをきっかけに、例えば、今でも存続しているが、証券業協会が証券化市場懇談会を始めて、問題意識はずっと育ってきている訳である。今回も、実は、もし仮にこれをご議論頂いて、やるということであればABLというのはこういうものであるということ、またレビューのような格好で世の中に説明していくという努力も併せて行う必要がある、併せてご評価頂けるよう説明していくことが必要だと思ふ。

中村委員

従って、ある程度の規模を打ち出さないといけないということか。

雨宮理事

同時に、どういう取組みをするかということの説明することが大事である。

中村委員

民間の取組みを刺激するには、ある程度の規模の金額は必要ということであるな。

雨宮理事

それが、3,000億なのか4,000億なのか、5,000億なのかは、あまり決める理由はないので、普通こういうのは5で切りの良いところで決めるという位のことでしかないのだが。

梅森企画局審議役

亀崎委員のご質問に若干の補足をすると、先程、対象先金融機関ごとの貸付枠を500億円としてはどうかということを申し上げた。今は3兆円の枠で、個別が1,500億円であるので、5%である。今回は、恐らく既にノウハウの差はかなり金融機関間で生じているので、ある程度の集中を許す、ただ非常な集中は許さないというところから、総枠の1割というところまで広げれば、多少枠を積み上げる効果に資するのではないかと考えて、少し割合としては多めの枠にしている。

亀崎委員

経済産業省は、積極的に推進されているが、金額がどれも非常に小さい。例をみても。本当に、魚があつたり、肉があつたり、瓶があつたり、何かの原材料があつたり。大体、企業も卸売業で売上が10億円で従業員が100人とか、こういうところでやっている。とにかく5,000億円というのが、何となくやってみたが、ということにならないか、その辺をどう考えるかである。足りなくなつて増やす訳にはいかないかもしれないが、もしかして結果が100億円とかであれば、あまりにも見通しが甘いという気がしないでもない。ちょっとその辺を聞きたかった。

## 山口副総裁

そこは、私自身はある種割り切りの問題だろうと思っている。仮に、5,000 億円の看板を立てて、実際には 10 億円台、二桁台にとどまったとしても、この問題について言えば、やはり看板を掲げることに意味があるという割り切りで良いように思う。先程来、説明があったように、出資にしても、A B Lにしても、既に 3 兆円の枠の中で使えるものであった。従って、今回、改めてこの旗を振ったからといって、飛び付くように応募が出てくるとは基本的に想定しにくい。日本銀行としては、大きく旗を振り、その重要性を訴えていくことに、基本的な意味があるということではないかと思う。結果として、金額が小さなものにとどまったとしても、十分対外的に説明できるのではないかと思っている。

## 野田委員

ただ、割り切りは大事かもしれないが、先程、雨宮理事がおっしゃったように、これは生みっ放しでは多分育たないと思う。そういう惧れはある。確かに、そういうメッセージ性はあるが、やはりきちっとミルクも与え、這えば立て、立てば歩めでやっていく努力は必要だと思う。5,000 億円ということ自体は割り切るが、今後やはり、先程、私が最初にご質問申し上げたのは、そういう趣旨が背景にあったので、ノウハウ蓄積というのは必要である。だから、そこが我々も幾つかレビューで啓蒙すると言ったが、それ以外も含めて、先程、講演会の話もされたが、やはりありとあらゆる手段を通じてやっていくということが必要だと思う。そういう観点からすると、中村委員からご指摘のあった啓蒙が進んでいった時に、これがなくなってしまうという訳にもいかないので、その時はその啓蒙の進み具合も含めて、その時点でもう一回見直すということが必要であろう。

## 山口副総裁

今後の応募状況などについて然るべきタイミングで報告してもらい、我々として何らかの追加の対応が必要かどうか、考えていくということ

良いのではないかという気がする。

白川議長

技術的な論点から、段々本質的な論点に移ってきて、多少後に予定していたことを先に申し上げようかと思う。オリジナルの成長基盤強化支援と同じように、これについてもメッセージ効果は大事だと思うし、それからメッセージを裏付ける地道な努力というのはやはり非常に大事だと思う。既に言及があったが、色々な形で考えた方が良いと思う。ABLの市場は、確かに今は米国が非常に大きい訳だが、しかし、米国でも別に20年前に大きかった訳ではなく、ある時期から拡大していった。それで、今、日本のABLについて、この数年間、結構、専門家の間では注目されていて、そのわりにはなかなか成長していない。なぜ成長しないかといった時に、一つ目は、市場の規模が小さいのでなかなか先程おっしゃったような色々なインフラが整備されてこないという、つまり認知されていないから市場の規模も小さく、従って市場拡大に必要なインフラが整備されてこないという面もあるのだろうと思う。二つ目は、前半の議論とも関連するが、担保を有効に使うためのインフラ作り、それ自体に固定的なコストがかかる訳であるので、基本的に資金が潤沢にあって金利が低いもとでは、インフラ整備がなかなか起きにくいという、今の金融環境が然らしめるという面も冷静に考えてあると思う。それから三つ目は、インフラでも大分整備されてきた面もあって、特に経済産業省が音頭をとって色々な法律の整備が進んできているが——私は法律の専門家でもないが——、リーガル・インフラも完全に安定的かというはまだそうではない面もあると感じている。それから四つ目は、実務という面でみて、これは金融庁も日本銀行も勿論ABLについてシンパシーを持ってみていると思うが、ただ、本当の末端の査定というところにおいて何か障害になっていることはないかどうか。そういう目でみて、先程申し上げた四つのファクターのうち、金利についてはちょっと別の要因であるが、色々な面でこれを本当に成長させる努力が、残りの三つについては必要なことである。単にABLはこういうもの

であるという意味でのレビューというよりは、勿論、それ自体は必要であるが、市場を拡大していくためにどういうことが必要なのかについて、できるだけ総論的な話ではなく、実務に根差した話をしていくことが大事かと思う。その時にも、我々自身こういうことがあるというものがないと、単に説教だけしているということになってしまう。その意味で、金額について結果的に下回っても、我々の努力と並行してやって、その結果、金額が少ないのであれば、それは十分説明の付くことかと思う。

それから、こういう方向でやっていく場合に、どういうふうに説明するかということであるが、先程の梅森企画局審議役の説明の中で、部分的にはあったのだが、改めて、ABLと成長基盤強化がどういうふうに繋がっているのか。繋がっているようにも思うが、それがふわふわと、世の中からみて曖昧に映るところもあるので、その辺のロジックを整理して頂きたい。定量的なインパクトは別にして、ロジックとして。

#### 梅森企画局審議役

まず、出資については、リターンを計算して、それをリスクと照らし合わせて、そのリスク・リターンを取っていくことによって、金融機関の投資行動は活発になるし、それから企業を興すとか企業を拡大する時に一番必要であるが、日本ではなかなか供給経路が大きいリスクマネーの供給に繋がると考えられる。一方、ABLについては、手法に着目する訳であるが、そういう揺籃期にある企業とか、これからさらに拡大したい企業が、担保や人的保証がないために拡大が阻害されているというケースもあるかと思うので、それを金融機関が企業と一緒に——企業の方も自分の持っている技術や事業内容を金融機関に提示して——成長力を高めていくという取組みになると思う。こういった手法が広がれば、その企業だけでなく、金融機関のいわゆる一般に言われる目利き力、こうしたものの向上も通じて、成長基盤の強化に繋がっていくと考えている。

白川議長

今までの意見を改めて整理すると、次のようになるかと思う。第一に、金融機関の技術的な取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当だということである。これが第一点である。第二点は、こうした判断に基づき、出資や動産・債権担保融資いわゆるABL等を対象として、新たな貸付枠を設定することである。第三点は、これらの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取って、一回の貸付期間を従来の2倍の2年とし、一回の借換えを可能として最長4年とする。第四点は、貸付総額は金融機関における出資やABL等の実施状況も踏まえ5,000億円とし、貸付利率は0.1%とする。この四点に取り敢えず整理をしてみたが、以上のような整理で大体宜しいか。

それでは、本日、基本要領を含め、具体的な制度の詳細を決定し、新たな貸付枠の実務対応を速やかに開始することとしてはどうかと思うが、それで宜しいか。

それでは、ここで5分ばかり時間を取るので、執行部は、基本要領の案を作成して頂きたい。案の作成のため、ここで一旦会合を中断したいと思う。およそ5分であるので、11時57分位まででお願いします。

(11時52分中断、11時57分再開)

白川議長

会合を再開する。執行部は、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の取扱いに関する基本要領の案を説明して頂きたい。

梅森企画局審議役

それでは、お手許にお配りした資料、まず「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」の案に沿って確認し、その後、具体的な規程の書き方としてはどのようなことが考えられるかという案文のご説明

をする。

ただ今のご議論を踏まえると、「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」案は、以下のようなになるかと思う。まず、対象とする投融資は(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。対象先金融機関は、成長基盤強化支援資金供給の対象先。資金供給方式は、共通担保を担保とする貸付方式。貸付期間は、原則2年。1回借り換えを可能とする(最長4年)。運用の問題であるが、新規の貸付の頻度は四半期。貸付利率は0.1%。貸付総額は5,000億円(従来の3兆円の枠とは別に設定する)。対象先金融機関毎の貸付限度額は、貸付先毎は500億円(従来の1,500億円の上限とは別に設定する)。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、100万円以上まで引き下げる(従来は、1,000万円以上)。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、投融資が行われていない場合は期限前にお返し頂く。最後に、貸付受付期限は、2012年3月末(貸付の実行期限は同年6月末)。

以上の概要案についてみると、対象先金融機関、資金供給方式、貸付利率、このほか暗黙の前提として、貸付店は、本店は業務局および支店であるが、こうしたものは、従来の成長基盤強化支援資金供給と同じである。従って、新貸付にかかる規程は、従来の資金供給の基本要領の特則として定めるのが適切かと考えられる。また、横棒で記した内容は、現行では概ね基本要領ではなく、運用上のルールとして下部規程で定めているので、今回もそのようにしてはどうかと思う。ただ一点、対象投融資の期間1年以上というのは基本要領で定めているので、これを除いてあとは運用の規程であるので、そのように定めてはどうかと考える。以上を前提とすれば、付議文案としては次のようなものが考えられる。もう一つのペーパーをご

覧頂きたい。「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」である。案件としては、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、金融調節の円滑を確保しつつ、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ため、『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』を別紙. のとおり制定すること」。別紙の案としては、まず 1. 趣旨は、「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ため、『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』（以下、「基本要領」という。）の貸付対象先が行う出資等または動産・債権担保融資等に関して、基本要領に基づく資金供給を行う場合の取扱いについては、基本要領によるほか、この特則に定めるとおりとする」。このような書き方が考えられる。

2. 貸付期間である。「基本要領 5. の規定にかかわらず、特に必要と認められることから 2 年以内の期間とする」。基本要領 5. は 1 年以内と定めている。3. 借り換えについては、「満期日における借り換えについては、基本要領 7. (2) の規定にかかわらず、5. に定める貸付限度額の範囲内で 1 回を上限とする」。基本要領の 7. (2) は、借り換え回数は 3 回を上限とすると定めている。4. 貸付金額は、「貸付先の希望する額とする。ただし、その金額は、基本要領 8. の規定にかかわらず、5. に定める貸付限度額および当該貸付先が差入れている共通担保の担保余裕額相当額を超えることはできない」。ここで基本要領の 8. というのは、貸付金額を定めており、その後続く基本要領の 9. を引用しており、現行の貸付上限は 3 兆円という定めをここで置いている。これを修正するものである。5. 貸付限度額等である。「(1) 貸付総額の上限は、基本要領 9. (1) に定める貸付総額の上限とは別に、5,000 億円とする」。基本要領の 9. の (1) は 3 兆円を定めている。「(2) 貸付先毎の貸付額の上限は、基本要領 9. (2) に定める貸付先毎の貸付額の上限とは別に、500 億円とする」。基本要領 9. (2) は、個別貸付先毎の上限を 1,500 億円と定めたものである。「(3) 基本要領 9.

(3) に定める貸付実行日毎の貸付総額の算定にあたって、本特則に基づく貸付実行額は対象に含めない」。基本要領 9. (3) は、貸付 1 回当たりの上限は 1 兆円であるという定めを置いている。「(4) 貸付実行日毎の貸付先毎の貸付限度額は、基本要領 9. (4) の規定にかかわらず、別に定める時点における、次のイ. からロ. およびハ. を控除した金額相当額とする。ただし、貸付先が借り換えを希望する場合には、当該金額と当初貸付金額とを比較して、いずれか小さい方の金額の範囲内でこれに応じる」。これはどういう定めかという、基本要領の 9. (4) では、フローベースでこれは算定すると元々書いてある。これを、次のように変更する。まずイ. である。「当該貸付先が、基本要領 11. に定める成長基盤強化に向けた取り組み方針に基づいて、平成 22 年 4 月 1 日以降に実施した出資等および動産・債権担保融資等の残高」を基本にするということを言っている。その中から控除するものが二つあって、ロ. であって、「イ. の残高のうち、基本要領 9. (4) に定める貸付限度額算出の根拠となっているものの残高」である。これは既に従来の資金供給の対象としてカウントされたものは除くという趣旨である。例えば、既往出資分の 3 億円何がしというのがこれに該当すると考えられる。ハ. であるが、「当該貸付先に対する、本特則に基づく貸付残高」。これは 2 回目、3 回目とこの貸付けが進むと、1 回目、2 回目で貸付残高が生じているものは、既にそこはカウントしているのでこれは除くという考えである。6. 貸付受付期限であるが、「5. (4) に定める貸付限度額算出の根拠となる時点は、3. に定める借り換えにかかるものを除き、平成 24 年 3 月 31 日以前に限る。7. 成長基盤強化に向けた取り組み方針。基本要領別紙 1. において『期間 1 年以上の融資または投資』とあるのは、『出資等または動産・債権担保融資等』と読み替える」。これによって、対象が期間 1 年以上ということを外すと同時に、出資または動産・債権担保融資等についても取り組み方針の策定を求めると定めている。附則として、廃止年月を置いている。これは、従来の基本要領と揃えて、平成 28 年 6 月 30 日と定めている。付議文案の説明は以上である。本件をご決定頂ければ、8 月下旬に金額決定、オファー、9 月上

旬の実行に向けて実務的な準備を進めたいと思う。また、様々な委員からご指摘があったとおり、本支店から対象先金融機関に対して丁寧に説明するほか、ABLに関するレビュー等を作成・公表し、認知度向上等に努めていきたいと思う。説明は、以上である。

白川議長

ご質問、ご意見をどうぞ。

私から一点質問がある。本則の方の成長基盤強化の支援融資であるが、ほとんど限度一杯に達しているが、若干残っているほか、昨日、説明が門間企画局長からあったが、返済がある訳である。今後も予定どおり残った金額をオファーしていくということになるのか。

梅森企画局審議役

従来の資金供給であるか。

白川議長

そうである。

梅森企画局審議役

そのとおりである。

雨宮理事

従って、次回は1,000億円位の枠があるということである。

野田委員

その後も、期限前返済があれば、その分の枠空きはできるので、募集は続けるということになるのか。

雨宮理事

勿論、新規募集は2年間続けるということであったので。

亀崎委員

貸出期間は、その半分の1年であるな。

雨宮理事

そうである。

白川議長

特則の方の期間2年というのは、私はこれで良いと思うが、日本銀行の貸出の中で、今までの1年の時も一番長いのではないかと思っていたが、これは日本銀行の歴史の中で一番長いと行って良いのか。

梅森企画局審議役

調節上は、3か月を超えるものすら稀であったが、1年に延びた。私の記憶では、信用秩序維持では、例えば、コスモ信組に対する収益支援貸出とか、兵庫銀行の受け皿になったみどり銀行への劣後ローン供与、それから現在やっている住信への劣後ローン供与、こういうものはあるが、調節上と言うか、非プルーデンス政策では恐らく最長ではないかと思う。

白川議長

そういう意味では、プルーデンスというのはちょっとあれだが、即物的に言うと、先程のバブル崩壊後の幾つかの金融機関に対する劣後ローン供与を除けばなかったと。あの劣後ローンは何年であったか。

山本理事

住信向けは、永久である。

白川議長

それを除くとこれは最長だということか。

雨宮理事

一つ一つ潰してはいないが……。

白川議長

あまり厳密でなくても良いが。

雨宮理事

実際に、1998年、1999年には、段々調節のニーズが高まって、最後には、今、梅森企画局審議役から申し上げたとおり、本来のオペレーション手段は3か月までであったのを1年に延ばして、1年までオペでできるようにしたのが最長だったはずなので、最長だと思う。

白川議長

分かった。

野田委員

そこは、別に規定があるわけではないのだな。

雨宮理事

ない。

野田委員

これで新たに作るということだな。

白川議長

そうである。大震災があつて、経済自体が異例な事態になっているので、それに対して、我々自身も色々な政策を送り出している。段々、今、自分達がどういう政策をやっているのかについての大きな歴史観というか、そういうものがないといけないと思った。

他にご意見はないか。ないようであれば、本件については、後程、金融市場調節方針等と合わせて、採決を行いたいと思う。

金融市場の調節方針であるが、全員、現在の金融市場調節方針を維持するということであつた。宮尾委員については、本年の秋口以降の景気を展望した場合に、様々なリスク要因を意識し、追加的な後押しということを検討する、そのタイミングについて見極めている、そうしたタイミングが近付いているのではないかという趣旨の発言があつた。いずれにせよ、全員が金融市場調節方針については現状維持ということであつた。何か追加的なご意見はあるか。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。櫻井財務副大臣お願いします。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、東日本大震災の影響により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、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おり、また、原発問題の影響等を背景としたマインドの悪化も含め、不確実性が極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。

政府としては、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、早期復旧が可能なインフラ施設の復旧等に全力で取り組んでいる。そのうえで、足らざるものがないか、復興をどうするか、第 2 次補正予算も含め、しっかり検討していく。

また、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

についても着実な取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、「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ついて、「社会保障改革案」が取り纏められた。国民が安心できる社会を実現するためには、社会保障の安定・強化、それに必要な安定財源の確保と財政健全化の同時達成が不可欠である。この社会保障と税の一体改革については、今月の20日には政府・与党において成案を纏める方針とされており、現在、精力的に議論を行っている。また、中期財政フレームについては、年央に改訂を行い、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。

なお、前回の決定会合の場において、やや長い目でみた電力の安定供給について懸念が示されたことは、保秘にも留意しつつ政府部内の関係者にも伝えた。政府としては、電力制約の克服、安全対策の強化に加え、エネルギーシステムの歪み、脆弱性を是正し、安全、安定供給、効率、環境の要請に応える短期・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。本日も、リスクとしてエネルギー問題が指摘されたので、なるべく早い段階で方向性が打ち出せるように努力をしていきたいと思う。

それから、本日、成長基盤強化のための資金供給について、出資や動産・債権担保融資などを対象とする新しい貸付枠の設定の提案があり、政府が現在取り組んでいる「新たな成長を実現する取組みの強化」を後押しするものと考えられるだけでなく、金融面の新しい手法を広げていくということは、日本経済の活性化に資するものと思われる。

最後に、政府としても、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、海外経済の動向等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、末松内閣府副大臣願います。

末松内閣府副大臣

本年1～3月期の実質GDP成長率は、年率－3.5%となった。我が国の景気は、東日本大震災の影響により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、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、我が国景気は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、世界経済の動向等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。物価については、コアCPI上昇率は、4月にはエネルギー価格の上昇等に加え、高校無償化の影響の剥落により、前年同月比で28か月振りのプラスとなった。一方、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、我が国経済は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ついては、十分注意していく必要がある。

政府としては、我が国経済の震災からの早期立ち直りのため、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、講ずべき施策の必要性・緊急性などを見極めつつ着実に検討していく。同時に、「政策推進指針」に基づき、新たな成長を実現する取組みを強化し、日本経済の潜在的な成長力の回復に努めていく。また、財政に対する信認を維持することが重要であり、本日も委員からご指摘があったが、社会保障・税一体改革は、今月20日には政府・与党において成案を纏める方針としている。

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して頂くようお願いする。また、本日もご提案のあった新たな成長基盤強化支援の取組みについては、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申し上げます。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針の議案、「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」の制定に関する件の議案、及び以上に関する記述を含めた対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案と対外公表文の議案を用意して頂きたい。なお、「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」の制定に関する件の議案内容は、先程、執行部から説明したとおりである。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

宜しいか。それでは、議案は議長案のみである。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

対外公表文である。「2011年6月14日。日本銀行。当面の金融政策運営について」。1. はただ今の調節方針である。2. であるが「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」。ここで、前月からの変化点を申し上げると、前月は「生産面を中心に下押し圧力の強い状態」となっていたので、そこが変わっている。その代わりに「持ち直し」という言葉が入っている。また、4行目辺りであるが、「供給面の制約が和らぎ始め」あるいは「マインドも幾分改善」、その下の「持ち直しの動き」、この辺が新たな言葉である。その次、金融環境である。「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」。ここは変更ない。「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」。前月は、ここは「概ねゼロ%」となっていたが、「小幅のプラス」である。「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」。前月からの変化点であるが、1行目の「下押し圧力が残る」は、前月は「続く」と書いていたが、そこを「残る」と変えた。その後、前月は少し文章が長かったので、一旦切らせて頂いて、2行目で「供給面での制約がさらに和らぎ」と、足許少し和らぎ始めていることを書いているので、「さらに」と入れている。それから物価面である。「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」。前月は、ここは「転じていくとみられる」としていたが、もう転じたので、先行きは「推移するとみられる」とした。「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」。ここは同文である。「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、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」と、新興国に

ついて、「このところ減速の兆し」というのが今月新しく入った表現である。続いて、2頁目である。この間の国際商品市況以下については、前月と同じであるが、そのパラグラフの最後の文章で「以上様々な要因はあるが」は、前月は「とくに」と書いていたが、若干文章の繋がりが悪いので、そこは判断の変更ではないが、表現上「以上様々な要因はあるが」と修正した。物価面については、前月から変更点はない。先程の成長基盤強化について、これから決定頂くことを前提として、対外公表文については、この5.のパラグラフを挿入している。読ませて頂く。「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当と考えられる。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」である。6.のパラグラフは前月と同文である。次頁に別添があるが、これは、先程、梅森企画局審議役から説明をしてご確認頂いたものなので、私からの説明は省略する。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。ご意見もないか。

それでは、最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針、続いて、「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、最後に、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

次に、「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」の制定に関する件の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、執行部から対外公表することとする。執行部は、金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致である。

## VI. 議事要旨（5月19～20日開催分）及び2011年7月から2012年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

白川議長

最後に、5月19、20日に開催された決定会合の議事要旨、並びに2011年7月から2012年6月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。ないようであれば採決に移りたいと思う。

[金融政策決定会合議事要旨（5月19～20日開催分）の議案  
について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁  
山口副総裁  
西村副総裁  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2011年7月から2012年6月の金融政策決定会合の開催予定日の  
議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁  
山口副総裁  
西村副総裁  
野田審議委員  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。議事要旨、開催予定日、いずれの案件も賛成  
9、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程は、いずれも原案どおり承認された。議事要旨については、17日金曜日8時50分に対外公表する予定である。また、日程については、本日の会合終了後、速やかに公表することとする。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、7月11、12日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時42分である。

白川議長

解禁時刻が12時42分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時37分閉会)

以 上