

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年3月12日（14:00～16:52）

3月13日（9:00～14:02）

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（ 〃 ）
中村清次（審議委員）
亀崎英敏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（ 〃 ）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（12日）
藤田幸久 財務副大臣（13日）
内閣府 松山健士 内閣府審議官（12日）
大串博志 内閣府大臣政務官（13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（13日）
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	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	橋 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（13日）
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	峯岸 誠

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。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、最後に2月13、14日開催の会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

お手許の資料-1、2（参考計表）【追加】を使ってご説明申し上げます。その前に、まず概況であるが、前回会合以降の国際金融市場では、ギリシャ第2次支援の合意、ECBによる2回目の3年物オペの実施、堅調な米国の経済指標、さらに直近ではギリシャPSIへの参加率が一定の水準に達するなど、緊張を緩める方向の材料が重なり、投資家におけるリスク回避

姿勢の後退が続いている。具体的には、イタリアなどの国債利回りや米欧の社債スプレッドが低下を続けたほか、米ドルやユーロのLIBORも引き続き低下している。また、各国の株価も総じて緩やかな上昇基調を辿った。我が国の関係でも、安全通貨である円が多くの通貨に対して下落して、これを好感して株価が欧米を上回るペースで上昇しているほか、低迷していたREIT指数も大きく水準を切り上げるなど、リスク性資産に回帰する動きがみられた。こうした変化をもたらした要因の一つとして、市場では本行の追加緩和策に対する海外投資家のポジティブな反応を指摘する声が多く聞かれている。もっとも、最近の為替円安化をドライブしたり我が国の株式やREIT相場を押し上げた中心はヘッジファンドなどの短期筋であり、年金、保険といった長期資金が株式市場等に本格的に流入している様子はない。円安にせよ株価上昇にせよ、その持続性はグローバル投資家のリスクセンチメントに依存する部分が大きく、足許の地合いの改善については、なお慎重にみておく必要がある。この間、金融市場調節の関係では、追加緩和により2年物金利が低下したことの影響が目立つ。すなわち、金融機関においては、緩和前から保有する2年国債の売却からキャピタルゲインが得られるようになったこともあって、最近の資産買入等基金の国債買入れオペでは、応札倍率の上昇がみられた。一方で、2年物金利の低下は、都銀等が行ってきた、基金の固定金利オペで資金調達を行って2年国債で運用するという旨味を消してしまい、固定金利オペへの応札を消極化させる要因となっている。

それでは、図表2-2をご覧頂きたい。外貨資金市場の動向である。ドルの資金市場では、引き続き緊張の緩和がゆっくりと進行しており、ドルLIBORは低下傾向、LIBORベースのドル転コストも、欧州系銀行についてなおカウンターパーティ・リスクが意識されているとはいえ、じわじわと低下している。各国中銀のドルオペについても、最近では応札が大幅に減少しており、先週末時点における4中銀のオペ残高は649億ドルと、前回会合時の1,091億ドルの2/3程度になっている。一方、図表はないが、ユーロの資金市場では、先月末にECBが第2回3年物オペを実

施した。今回の3年物オペにおける資金供給額は5,295億ユーロと、前回の4,892億ユーロから若干増加した。この間、適格担保の範囲拡大が行われたこともあって、応札先数は800先と前回の523先から大幅に増加し、中小金融機関も含めて幅広い金融機関の資金繰りを支援したと受け止められている。また、2回の3年物オペで供給された約1兆ユーロ——ネットでは5,000億ユーロ——は、欧州金融機関による向こう3年間のリファイナンス需要の大半を充足したとみられている。さらに、こうした潤沢なオペ資金の一部が、周縁国の中期国債へのキャリー取引に使われるとの連想から、特にイタリアの2年物金利が大きく低下した。

図表2-4(2)をご覧ください。米国長期金利は、良好な経済指標やギリシャ第2次支援の決定を受けて2%をやや上回った後、ほぼ2%で横這う展開となっている。欧州情勢の好転や株価の上昇といった金利上昇要因はあるが、長期ゾーンについては、Fedのオペレーションツイストが一定のアンカーとなっており、余剰資金を抱える米銀なども、今のところ米国債での運用を大きく減らすことはない模様である。ドイツ国債については、ギリシャ支援合意などから安全資産としての需要は弱まる可能性があるが、他方で欧州景気の減速見通しが広がっていることから、10年物金利は米国より低い1.8%程度となっている。(1)の我が国の長期金利であるが、基金による国債買入増額の決定を受け、2年、5年の利回りが低下している。ただ、2年物金利について、投資家からは、0.11%と既に限界に近いレベルまで低下しており、ここからさらに低下する余地は小さいとの声が聞かれている。この間、5年物金利は前回会合までの0.33~0.34%といったものが0.30%レベルに低下した後、この前後で揉み合いとなっている。一方、10年債については、本行の追加緩和を受けてやや金利が低下する場面がみられたが、株価の上昇に加えて米金利の上昇に対する警戒感も徐々に意識されてきているとあって、均してみれば0.9%台後半での横這い推移となっている。

図表2-7(2)の表をご覧ください。短国は、全てのタームで流通利回りが0.1%フラットとなっている状況に変化はない。ただ、3か月物の発

行金利をみると、レートが前回会合時に比べやや強含んでいる様子がみて取れる。これは、本年入り後の発行額の上積みが若干の荷もたれ感をもたらしている中で、税揚げなどの資金不足要因により、都銀におけるキャッシュ潰しのニーズが一時的に減退しているためと考えられる。また、海外投資家についても、短国運用残高は高水準で横這いとなっている模様である。欧州情勢が改善し、円転コストが一頃より上昇している中で、安全資産としての短国買いや円転見合いのキャリー取引の増加が一服している可能性がある。図表 2-9 の CP 発行レートのスプレッドであるが、発行残高が前年を上回るもとでも全体に落ち着いている。業績悪化が伝えられる電機などの業種では、仕上がりレートが若干高めとなっているが、ここから一段と水準を切り上げる様子はみられない。図表 2-10 の (2)、(3) の海外の社債流通市場であるが、ここでも堅調な米国の経済指標やギリシャ支援の進展が好感され、金融セクターを中心にスプレッドの縮小、地合いの改善が続いている。発行市場では、欧州金融機関の起債環境がさらに好転しつつある。具体的には、周縁国の金融機関の一部でも 5 年物などの長めのタームのシニア無担保債がローンチされ始めているほか、ボリュームの点でも周縁国の金融機関全体でみた 2 月の起債額は、スプレッドは厚めであるが、1 月対比で大きく増加している。(1) のグラフは国内の社債市場であるが、投資家の投資意欲が強い中で引き続き流通スプレッドがタイトである。エルピーダメモリの会社更生法適用申請は、3 年前の公的資本注入以降の業況の厳しさを市場が織り込み済みのため、今のところ社債市場全体への影響は軽微である。発行市場では、幅広い業種の起債がみられる中で、東北電力が原発を有する電力会社として震災後初の起債を行い、復興銘柄という特殊性や市場実勢に沿ったスプレッド設定もあつて、600 億円と当初の予定額の 2 倍超の増額発行となった。

図表 2-13 をご覧頂きたい。(2) の米国の株価であるが、底堅い経済指標を材料として緩やかに上昇しており、NYダウは当面の節目とされた 13,000 ドルを上回る場面もみられた。もっとも、2 月末のバーナンキ議長の議会証言を契機に QE3 への期待がやや後退する中で、流動性相場を囃

す短期筋のモメンタムにやや陰りがみられているほか、原油価格の上昇が景気を下押しするとの懸念も浮上しており、ここへきて米国株価には足踏み感も窺われる。欧州の株価も、堅調ではあるがさらに上抜ける勢いは欠いている。一方、(1)の我が国の株価であるが、これまで米欧に比べて出遅れ感が強い展開となっていたが、前回会合以降の為替円安を背景に明確な上昇に転じており、売買高にも回復がみられる中で、先週金曜日及び本日の日中には1万円台を付ける場面もあった。セクター別にみると、円高が頭を押さえていた外需関連銘柄の回復が目立っているほか、追加緩和策の恩恵を受けるとの連想から不動産株も上伸している。もっとも、足許の株価上昇は、海外短期筋の買いに支えられている面が大きく、リアルマネーなど海外の長期資金が本格流入するには至っていない。また、急ピッチな値戻しの結果、騰落レシオなどのテクニカル指標でみると高値警戒感が意識されつつあることも事実で、出遅れ感や割安感のみで買い進めることは徐々に難しくなっているとの声も聞かれている。図表2-15、東証REIT指数の推移をご覧頂きたい。株価と同様に割安感のあったREITだが、先々予定される投信法改正が好感されている中で、本行の政策変更を契機に海外投資家の見直し買いが入り、価格は大幅に上昇している。国内でも運用難に苦しむ地銀などが追隨的な買いを入れている模様で、公募増資による需給悪化懸念はひとまず打ち消されている印象である。

図表2-17(1)の為替市場であるが、ユーロの対ドル相場はほぼ前回会合の水準にあるが、真ん中と一番下の線が示すように対ユーロ、対ドルで円安が進んだ。この間の為替相場の大きな特徴は、図表2-19(1)の右側の対円変化率のグラフにあるように、円が独歩安となっている点である。この背景としては、元々欧州問題の懸念が和らぐもとで、安全通貨としての円に対する逃避需要が減少するとか、我が国貿易収支の悪化が円安材料として意識されたという素地があった。そうした中で、先の政策変更が海外投資家に強いインパクトを与え、追加的な円売り材料を提供した。この結果、図表2-18の(2)にあるように、ドル/円のリスク・リバーサルは、1か月物がドルコール超の領域で推移しているほか、ここにはな

いが、1年物もドルコール超に転ずる場面がみられたし、(3)のIMM先物ポジションも昨年5月以来の円ショートに転ずるなど、当面の円安を見込むセンチメントが優勢になっている。こうした中で、主要プレイヤーの動きをみると、資源価格の値上がりなどを反映して輸入企業のドル買い圧力が高まっているほか、外為証拠金取引を手掛ける個人投資家も、一部には従来と逆に順張りのなポジション構築を行う動きがみられるなど、当面の円安にベットする動きもみられているところである。

図表 2-20 (3) のコモディティ価格であるが、イランを巡る地政学リスクを主因に上昇している原油価格を除けば、然程大きな上昇はみられない。これについては、欧米のみならず、中国やブラジルなど新興国の経済見通しが下方修正される中、世界経済の先行きに確信が持てないことが影響しているという見方が多いようである。

次に図表 1-1 をご覧頂きたい。金融調節の実績の推移である。無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、本行の潤沢な資金供給のもとで基本的に落ち着いた地合いで推移したが、新年度入りを控え、ライン確保を狙った取引実績作りや、資金調達力のテストなどを目的とする調達訓練が集中したため、加重平均レートは幾分高めの水準となる日が多くみられた。無担保コールレート（オーバーナイト物）の一日当たりの出来高は通常 7,000 億～8,000 億円であり、当座預金の非付利先である投信や生保から 0.070～0.085%で調達するといった取引が主流となっている。調達訓練では、当預付利金利を上回る高めのレートで纏まった金額の調達希望を提示することが通例であって、数千億円規模の訓練が行われる場合には、加重平均レートを 0.01～0.02%押し上げることになる。図表 1-2 の当座預金残高の推移であるが、3月2日の税揚げに向けて大幅な資金不足基調が続くもとで低めの水準で推移した。こうした資金不足に対応するため、金利入札オペを前倒しで積極的に実施したものの、金融機関の資金需要は弱く、当座預金残高は次第に減少し、3月5日には 24.6 兆円と、昨年の震災以降のボトムを更新した。先行きについては、暫く資金不足基調が続くものの、今月 21 日の国債大量償還以降は、4 月半ばにかけて財政

資金が大幅な払い超となるため、当預残高は一転して大幅に増加する見通しである。

6 頁の図表 1-5 をご覧頂きたい。最近のオペ結果である。まず、資金供給オペの表にある金利入札方式による共通担保資金供給であるが、回を重ねるごとに応札倍率が低下する展開となった。2 月 29 日には、税揚げ日スタートとなるオペを 2 本、合計 2 兆円オファーしたが、そのうち期末越えの 1 本は札割れとなり、資金需要の弱さを裏付けた。国債買入れ——いわゆる輪番オペ——については、引き続き月 1.8 兆円のペースでの買入れを継続しており、1 年以下、1~10 年などいずれの区分についても旺盛な需要がみられている。次に、資産買入等の基金の表であるが、固定金利方式による共通担保資金供給については、低調な応札が続いている。特に 6 か月物では、2 月 16 日オファー分が初の札割れとなり、その後 2 回、計 3 回連続で札割れとなった。また、3 か月物についても、3 月 6 日オファー分で応札倍率が 1.0 倍まで低下するなど、総じて応札は低調である。潤沢な資金供給が続くとの予想から長めの資金調達ニーズが弱いことが基本的な背景であるが、基金による国債買入れが増額され 2 年物金利が低下したことも、固定金利オペに対する需要の一層の減少に寄与しているとの声が聞かれている。すなわち、メガバンク等では、固定金利オペで調達した資金で 2 年債に投資し両者のスプレッドを稼ぐという一種のキャリートレードを行っていたが、2 年物金利がオペレートである 0.10% に近づくにつれ、こうした取引の妙味がなくなっている。実際、前回会合後、複数のメガバンクが固定金利オペに対する応札を減少させている。国庫短期証券であるが、先程申し上げたような短国需給の引き緩みを受けて応札状況が改善しており、前回会合後幾分ペースを速め本日までに 3 回実施したが、3 倍前後の応札倍率が続いている。もっとも、短国の需給は季節的な資金需給の振れや海外投資家の行動などで大きく変動するため、この先も楽観はできない状況である。国債買入れについては、前回会合での増額を踏まえ、それまでの月 6,000 億円から月 1 兆 5,000 億円にペースアップし、これまでに 3 回実施した。買入対象銘柄についても、従来は残

存期間が2年に近い6銘柄を買入対象としてきたが、前回会合後、初回オファー分は残存期間1年半以上2年以下の全銘柄、2回目以降は残存期間1年以上2年以下の全銘柄に順次拡大した。過去3回の落札結果をみると、応札倍率が2~5倍となっているほか、落札決定レートも下限金利0.10%を幾分上回る0.102~0.107%となっており、比較的順調である。この背景であるが、5頁の(1)のグラフをご覧頂きたい。折れ線が2年国債の流通利回り、その時々々の2年債の発行レートや国債買入れの落札レートも大体この折れ線の辺りにある。グラフからみて取れるように、銀行等が保有する2年債は、直近発行のカレント物を含め追加緩和以前に0.12~0.14%ないしはそれよりさらに高いレートで取得したもので、これを本行オペで現在の市場実勢を反映した0.105%とか0.11%といったレートで売却すれば、キャピタルゲインを得ることができる。国債買入れオペに必ずインセンティブが高まった訳である。なお、(2)の表で落札した銘柄の内訳をみると、前回会合後1回目となる2月15日オファー分、2回目となる2月27日分は、「新発債」と「前回債」と書かれた2年債の直近発行2銘柄が合計で8~9割と大部分を占めたが、3回目の3月7日では、7割程度にとどまった。「その他」と書かれた残存期間がやや短めの銘柄も相応に落札されていて、買入対象銘柄の拡大が効果を発揮したと言える。今後も暫くは、金融機関が売却益の出る2年債をオペに持ち込む動きが予想されるが、やや長い目でみれば、国債買入れオペへの応札は大手銀行のポートフォリオ運営のスタンスに依存するものと思われる。すなわち、大手行全体としてみれば、残存期間2年以下の国債が保有国債の3~4割を占めている。今後、大手行が残存期間1~2年の国債を売却し、より長いゾーンへのシフトをどの程度進めていくかがポイントとなると考えられる。なお、(2)の表であるが、基金が買入れる国債のうち黒い枠で囲んだ部分は、通常分の国債買入れの対象銘柄にもなっている。そのうち2年債の「その他」——直近発行2銘柄以外——が、買入額の拡大に合わせて基金の買入対象に加わった。この部分につき、金融機関が二つのオペをどう使い分けるかが注目されたが、実際のところ、残存1~2年の玉は引き

続き通常分の国債買入れにも持ち込まれており、(3)の表にあるように、通常分のオペで買い入れる国債の平均年限が長くなるという傾向は、これまでのところみられていない。6頁の資産買入等基金の表に戻って頂き、社債等買入れの欄をご覧頂きたい。社債買入れについては、先週金曜日に2,000億円のオファーを行い、1.12倍の応札があった。昨年、11月、12月の札割れ後、3回連続で何とか札割れを回避している。CP買入れは、2月に月2回、期末月となる今月は月3回のペースで実施しているが、良好な発行環境を受けて安定的な応札が続いている。ETFの買入れはない。J-REITについては、前回会合以降4回、合計54億円の買入れを実施した。以上の結果、資産買入等基金の残高は先週末3月9日時点で45.3兆円となっている。最後に7頁、米ドル資金供給オペについては、今月6日に年度内最後となる3か月物をオファーしたが、応札額は1億ドルにとどまった。1週間物の応札額も、このところゼロないし極く少額にとどまっている。この間、被災地金融機関支援オペであるが、2月27日に53億円、それから成長基盤強化を支援するための資金供給は、今月7日に合計7,469億円を実行している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

ECBによる3年物LTROという大規模な資金供給だが、先程の説明にあったように、これで欧州の金融市場が一時落ち着いたようにもみえるが、本当の問題がこれによって今少し霞んでいるような感じもしない訳ではない。これのメリット、デメリットというか、これだけ大きな金額で、確か1年後には返済しても良いというオプション付きではあるが、これをどのようにみているのか。

青木金融市場局長

L T R Oの功罪であるが、プラス面としては、ヨーロッパの銀行の資金繰り懸念を後退させて金融システム不安を小さくしたということが一つあるし、欧州周縁国の国債利回りを低下させて、ソブリン不安も小さくしたということも言えると思う。また、グローバルにも、市場の安心感を高めてリスク性資産の市場を回復方向に導いたなどのメリットがあったのだらうと思う。一方で、マイナス面というか、多少問題があるとすれば、恐らく、L T R Oを進めるに当たって一部担保要件を緩和したということがあったと思う。これによって欧州の中央銀行の資産を、方向としては劣化させる方向となって、ブンデスバンクなどが言っているように、中央銀行の信認の問題も多少惹起しているのかもしれない。それから、亀崎委員がおっしゃる1年後の期限前返済があり得る仕組みではあるが、3年物のL T R Oというものはやはり長いので、E C Bのバランスシートの規模を適切なタイミングで正常化させることに難儀する惧れがあるという点もあると思う。それから、先程亀崎委員がおっしゃったように、仮に、L T R O が市場環境を改善したことが本来の問題を隠してしまう、あるいは財政健全化に向けたモメンタムを弱めるということがもしあるとしたら、それもマイナスかもしれない。ただ、それがあつかどうか何とも言えないところだらうと思う。

白井委員

図表 2-18 (2) のリスク・リバーサルをみると、ドルコール・円プット超になったのが昨年12月末位からである。一方、(3) I M Mネットポジションをみると、2月の初め位から円ショートになっている。つまり、リスク・リバーサルの方がかなり前に先行していて、全く関係ないかもしれないが、I M Mの方が少し後に追随する形になっている。この12月末からドルコール超になった背景であるが、例えばタイの洪水で生産や輸出が影響を受けているという話があった頃なので、それがきっかけでこのように転じたのか。どのような背景でリスク・リバーサルは早くからドル

コール超になっているのか。

青木金融市場局長

この辺り——昨年の12月以降のところ——は、洪水などの影響もあったかもしれないが、基本的には欧州ソブリン問題、それから米国の景気指標が、背景としては大きかったのだらうと思う。ただ、勿論ユーロ／ドルの方がより欧州ソブリン問題を鮮明に反映する。例えば図表2-18(2)の右側のグラフにあるように、ユーロ／ドルは2月の終わりの方で下がったり上がったりしているが、これは欧州ソブリン問題の反映だと思う。基本的にはそういうものがあって、日本について言えば、為替介入であるとか金融緩和というものが影響していたのだらうと思う。

雨宮理事

一般的にリスク・リバーサルとIMMのネットポジションを比べると、IMMのネットポジションの方がリアルタイムというか、どちらかと言うと順張りのようなポジションを反映する傾向が強く、図表2-18の(2)と(3)を比べてみても、IMMのネットポジションの方がその時の為替の動きとか介入とか、そういうイベントで大きく変わっているのがみて取れるかと思う。その意味で、投資家のセンチメントは——両方ともセンチメントなのだが——、どちらかと言うと、IMMの方はその時のイベントドリブンのリアルタイムでのポジションを反映している面が強い。相場の雰囲気というか場味は、どちらかと言うとリスク・リバーサルで1か月物、あるいは先程青木金融市場局長から申し上げた1年物が久し振りに上にきたとか、その辺の方がより反映している部分はあるかと思う。

宮尾委員

今のリスク・リバーサルについて、特に1年物の方なのだが、ここにグラフはないが、じわっと昨年の暮れ辺りから円安の方に戻ってきている。1年と期間は長いので、そういう意味では目線は少し長めの資金というか

プレイヤーが、やや円安方向にじわっと寄ってきているという印象を持っている。

白井委員

昨年末からか。

宮尾委員

昨年の秋位からだと思う。じわじわっと円安方向にずっと。その辺の解釈について、貿易赤字とかそういったところも睨んでの話なのか。そこは持続性のある動きというように解釈して良いか。

青木金融市場局長

円安の持続性については、リスク・リバーサル、IMMポジションに表れているように、事実としてはそのように円安方向の力が働いているが、1年物のリスク・リバーサルについては、足許では逆に少し円高方向に戻ってしまったりして非常に変動が大きい。リスク・リバーサルからだけではあまり決め付けるようなことは言えない。円安という意味では輸出勢、輸入勢という実需も大事だが、実需については、輸出勢の円買い・ドル売りは先の介入で大分吸収され、円買い圧力が何がしか吸収されたという面があると思う。一方で輸入勢は、原油高というものがあってドル買い・円売り圧力が高まっていると思う。従って、円買い圧力が少し吸収されてなくなっていて、逆に円売り圧力の方が少し高まっているというのが足許の状況だと思う。その持続性と言われてしまうと少し難しいところはあるが、足許はどちらかと言うと、実需の世界では円売りの力が強いなという感じがする。

白井委員

その関係で、ヘッジファンドはIMMの方が多いのか。そういうものは分かるのか。ヘッジファンドの取引はIMMが中心か。

青木金融市場局長

I MMの中心はヘッジファンドが多いと思う。

白井委員

実需はどちらかと言うとリスク・リバーサルか。

青木金融市場局長

これもオプションをやっている人ということになるので、実需の人達というよりかは…。

宮尾委員

機関投資家みたいな…。

白井委員

I MMとは投資家の種類が違うのか。

雨宮理事

I MMには、当然実需も機関投資家も含まれているが、ネットポジションというのは、いわゆる非実需と取引所が定義しているものを取っている。このグラフは何かと言われれば、取引所が非実需と認めたものを取っている。

中村委員

6 頁の共通担保・固定金利オペであるが、2 年物金利が潰れたために運用の旨みがなくなり、札割れが続いているということだったが、今は固定金利 3 か月、6 か月などがそういった運用で使われているということか。

青木金融市場局長

そうである。特にメガバンクを中心に大手の金融機関の場合は、そういうオペレーションが目立っていたと思う。勿論2年物だけという訳ではないが、元々ポートフォリオの運営上、2年物のところは期間のリスクも小さいので、2年物を買うというインセンティブは勿論ある。ただ、その際にこの固定金利オペの0.1%という金利が、緩和する前の2年物金利に比べれば有意に低かったために、総合するとそういうオペレーションになっていたと言えるのだろうと思う。

中村委員

2年物といった中期ゾーンで、こういう国債金利の利回りの状態だと、回を追うごとに札割れがひどくなっているのだが、こういう状態をどのように考えるのか。

青木金融市場局長

今後の見通しであるが、6頁の資金供給オペの表にある金利入札のところを、3月5日から一時的に止めてなるべく固定金利が入るようにしているが、それによって金利入札がないのだなということで固定金利で調達しようという動きはある。その場合中心になるのはやはり短い方——金利入札は短いので——の3か月物である。代替需要として3か月物への応札が出てくる訳であるが、一方、6か月の固定金利は、そういう代替ニーズを満たせない、金利入札の代わりにはならないので、やや極端に札割れが続いている。この先も、基本的には資金供給は潤沢であるし、これからも基金の資産買入れがどんどん進んでいくので、当座預金という意味では、恐らく6月で区切ってみても大体35兆円とか40兆円というオーダーになっていくと考えられる。そうすると、やはり基本的に資金はあまり必要ないということが変わらない、あるいはもう少し強くそういう方向に動くので、今後は一段と札割れのリスクは高くなっていくのではないかと感じている。

山口副総裁

これまで、国際的な金融資本市場の動きを規定する要素として、グローバル投資家のリスクオン、リスクオフがあるとされてきた。しかし、欧州ソブリン問題について、テールリスクの表面化が遠のく中で、市場を規定する要素としてグローバル投資家のリスクオン、リスクオフの動きが少し後退したように見えるのだが、そのように理解してよいか。また、仮にそうだとすると、グローバル投資家のリスクオン、リスクオフの動きに代わって、どのような要素がマーケットを規定するようになっているのか。その辺りについてどうみているのか。

青木金融市場局長

リスクオン、リスクオフでグローバル投資家の行動が変わる——リスク資産に向かう、やめる——というものは、これは今後も多分変わらないと思うのだが、問題はリスクオン、リスクオフの何をみるのかということである。山口副総裁がおっしゃったように、ソブリン問題のところは、そういう意味では大分落ち着いてきたということなのだろうと思うが、この先、マーケットにおいては、米国経済が本当に上向いていくのかとか、あるいはコモディティに余剰資金が入って行って多少インフレ的になっていくのかといった方に意識が段々移っていくのだろうと思う。従って、欧州の国債の価格をみる時も、例えば、今まではソブリン・リスクという目でみていたものが、その辺が段々変わってきて、むしろファンダメンタルズというか、実際の経済あるいは物価の方がどうなのかという方に、意識が段々移ってきているというように見える。

白川議長

国債に関連して二、三、質問がある。図表 1-5 で基金による国債買入れオペと成長通貨オペの両方に跨る国債の買いオペについてどういう応札状況かということだが、取り敢えずは両方とも応募しているということだ

と思う。これが今後どうなるのかということなのだが、少なくとも増額以前に比べると、残存2年以下のものをより買うということになってくると、相対的には、やはり成長通貨オペにはそのゾーンの買入れは応募が減ってくるのかなとも思う。確か前回この会合でも議論があったが、金利が低下する過程では、どちらかと言うと期間が短くなっていくというのが過去の経験則だった訳である。そういう目で(3)の表をみると、少しずつ長くなっているようにも見えるのだが、その辺はどうみれば良いだろうか。

青木金融市場局長

いわゆる輪番オペの残存のところは、結構フラクチュエートしていて、あまり傾向はみえていない。それから、先程おっしゃったように、2年物がどちらに入ってくるのかということも、今のところ無差別になっている。当初考えていたのは、輪番よりは基金の方に持っていけば、基金の方は2年までの枠なのでよりよく札が入るが、輪番の方は1~10年の枠の中で2年を売っていくことになるので、札が上手く入るかどうかが確度が低くなる。従って2年物は基金に持ち込まれやすいということだった。2年物はどちらかと言うと基金の方にくるのではないかと思ったのだが、そういうことも今のところは起こっていない。

白川議長

分かった。ここは従来の成長通貨オペの性格がまた少し変わってくるかもしれないので、注意してみて頂きたい。

それからもう一つは、これはマイナーな論点ではあるのだが、このところ国会でよく出てくる論点の物価連動国債である。物価連動国債自体は、勿論流動性がないのでそこから情報は基本的に抽出できないということで、それはそれで私はいいと思うのだが、ただ抽出できない世界であるにせよしかし一応変動はしている。その変動している理由をどう考えるのかということである。一つは、全体にリスクオンのモードになって、その分何がしかリスクが減ってきて、流動性も増ってきているというのが一つの

説明。もう一つは、消費税率の引き上げをそれなりに少しずつ織り込み始めているということ。三つ目は、よく言われるようにインフレ予想が変わってきているということ。三つ位あり得るのだが、今取り敢えず流動性の低い世界で議論しても意味がないかもしれないが、取り敢えずそこをどのように考えておけば良いか。

青木金融市場局長

真っ直ぐな答えではないのだが、そういった消費税とか物価というよりは、需給がきつくなって、そういった必要な情報が全部見えなくなってしまっている。基本的に物価連動国債がどんどんなくなっていってしまう中で、単純に需給というか、ものが足りなくなったということだけが、情報として手前に出てきてしまっているというようにみえている。

白川議長

その場合には、ブレイク・イーブン・レートが下がってくると思うが、足許は上がってきている。その上がってきていることを説明する理由として、ということである。

雨宮理事

これについては分析が凄く難しいのだが、まず取引高や残高からみる限り、リスクオンの結果、流動性が戻ってきているとは少し考えにくいと思う。物価連動債については、商品性をどうするかという議論もあって、流動性という意味ではあまり良い材料はないので、今の客観情勢の中で流動性が戻ってきているとは少し考えにくい。そのうえで、市場参加者の顔ぶれが引き続き一部のファンド中心であるというのは全く変わっていない。従って、何か日本のファンダメンタルズに基づくインフレ予想とか、そういうものが変わったとみなされているかということも少し考えにくく、私は個人的には、足許TIPSが上がっているようにみえているのは、ある種日本銀行のアクションとか足許の日本経済の変化に着目して、インフ

レ率が上がる方向にベットした一部ファンド筋の動きが大きく動かしていると解釈すべきではないかと思う。従って、端的に言うと、流動性が引き続き乏しいもとで、日本銀行のアクション等を一つの材料にしたファンド筋の買い仕掛けが大きく動かしているという可能性が大きいように思う。

白川議長

あと三点目は、20年国債や30年国債の金利なのだが、今のところそうではないとは思いますが、前回の発表以降、マネタイゼーションの危険だとか、あるいは大きな意味でそういうものに日本銀行が巻き込まれていくのではないかという議論があったと思う。そういう目でみて、国債の価格形成において何がしか変化があるのか。あるとすれば非常に長いものだと思うが、イールドカーブをみると、短いものは下がって長いものは下がっておらず、どちらかと言うと少し上がっている。この辺はどのように考えればよいか。

青木金融市場局長

20年のメインプレイヤーである保険とかそういうところが大きく行動を変えているというようにはみえない。ただ長い方のデュレーションのリスクが高くなっているという意識は強いので、限界的かもしれないが、メジャーなプレイヤーではない人達が敢えて20年に手を出さなくなっている、というようなことが起こっているのではないかと思っている。

白川議長

分かった。他はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

海外経済の現状評価をご報告する。席上お配りしている国際局の資料－3（参考計表）【追加】をご覧ください。まず、前回会合以降の海外経済の動きを概観すると、世界経済の減速ペースは緩んできているという評価である。米国については、雇用、消費を中心に改善の動きがみられている。ユーロエリアについても、停滞色の一段の強まりには歯止めが掛かってきている状況である。また、新興国についても、これまで減少してきたNIEs・ASEANの輸出・生産がほぼ下げ止まっている状況と認識している。そういった中でのリスク要因をみると、前回の会合対比では、イラン情勢の緊張感の高まりといったものが最も大きな動きとして挙げられると思う。既に、米国や欧州ではガソリン価格が大幅に上昇している。先行き、国際商品市況が一段と上昇することがないか、世界経済に強い悪影響を与える惧れがないか、こういった点について注視していく必要が一段と強まっているとみている。この間、欧州債務問題については、先週末にかけて、ご承知のとおりギリシャ国債について集団行動条項——CACs——が発動された。今のところ、市場は落ち着いている。もっとも、ギリシャを含む欧州債務問題が根本的に解決した訳ではないので、その動向については、引き続き要注意という状況に変わりはない。

それでは、まず図表1、グローバルベースでの生産動向をみたいと思う。これは製造業のPMIであるが、(1)のグローバルベースの製造業PMIをみると、昨年11月を底に生産PMIは緩やかに上昇している。これを地域別にブレークダウンすると、(2)の米国、それから(4)の新興国では緩やかに改善している。また、(3)のユーロエリアについても、一頃と比べると生産PMIは上を向いている。ただ、水準としては分岐点の50前後であるということで、他の地域と比べると改善の遅れが目立っている形である。こうしたグローバルにみた生産PMIの改善の背景としては、在庫調整の進展による受注・在庫バランスの改善といったところが挙げられる。受注もこのところ改善しており、当面、グローバルにみて生産は緩

やかに上昇していく可能性が高いとみられる。しかし、今のところ先進国、新興国とも最終需要のはっきりとした回復は確認されていない。従って、先行き世界経済の成長ペースが高まっていくのかどうかについては、依然不確実な状況と言えらると思う。以上がPMIからみた世界全体の動きである。

地域別にみたいと思う。図表 2、まず米国である。(1)の雇用者数は、2月は+23万人で、市場予想比若干良かった。手前の2か月も上方修正されて、過去3か月間は20万人を超えるプラスが続いた。雇用情勢が着実に改善するもとの、(2)の実質可処分所得も緩やかな増加が続いている。雇用・所得環境が改善するもとの、(3)の個人消費は緩やかに改善、そして(4)の消費者コンフィデンスは上昇を続けており、所得の改善と併せて考えると、先行きも個人消費は緩やかな増加を続ける可能性が高いとみている。ガソリン価格上昇の影響は気になるところであるが、この点は後程ご説明させて頂きたいと思う。企業の方の設備投資についても、(5)の設備投資サーベイをみても企業の設備投資スタンスが積極化しつつあることが窺われる。設備投資は、昨年秋頃の投資スタンスの慎重化から足許幾分減速しているが、先行きは増加していくと考えられる。こうした需要動向を受けて、(6)のISM指数は、製造業、非製造業ともに50をはっきりと上回っている。生産は、緩やかではあるが増加を続けているという状況である。このように、米国経済は緩やかな回復を続けている訳であるが、先行きについては、住宅在庫は高水準で推移し、バランスシート調整圧力は残存していることから、米国経済にとってなお重石になるというところは変わらないと思う。ただ、そうした中で、雇用が所得の増加に繋がり家計の支出も増加していくという意味での前向きなメカニズムが、次第に起動し始めているようにも見受けられる。先行き、国際商品市況高や国際金融資本市場の再度の混乱などによって、こうした自律的な回復の芽が摘まれることがないかどうかといったところを主に注視していきたいと思っている。

次に欧州経済である。図表 3 をみて頂きたい。まず、最近の企業と家計

のマインドをみる。(1)のPMIをみると、製造業、サービス業ともに、11月を底に小幅ながら上昇している。改善・悪化の分岐点となる50は依然下回っているが、景況感の悪化には歯止めが掛かっているとみられる。

(2)の消費者コンフィデンスについても、イタリア、スペインでは悪化した状態が続いているが、ドイツ、フランスでは、この数か月、持ち直しの動きがみられる。次に、1月のハードデータについて確認すると、(3)の小売売上数量のマイナス幅が縮小している。また、(4)ドイツの投資財受注については、国内受注が下げ止まりつつある一方、ユーロ域内向けについては減少が続くというような違いが鮮明にみられるところである。

(5)民間の見通しであるが、成長率見通しはこここのところずっと下方修正が続いていたが、漸く歯止めが掛かってきた形である。2012年の成長率見通しは、足許では-0.3%と慎重な見方である。これは、先般下方修正したECBの見通し、それからその前の欧州委員会の見通しもほとんど同じで、-0.3%とか-0.5%といった若干のマイナスになってきたということである。それから、欧州情勢については、ユーロ圏各国によるギリシャの第2次支援策が纏まった。官民間でPSIについて合意され、先週末にかけてはギリシャ国債への集団行動条項が発動された訳である。市場環境をみると、ECBによる流動性供給もあって、資金市場では改善の動きが維持されている。それから、国債市場についても、周縁国の国債利回り——図表4-2にスプレッドを出している——の低下基調が続くなど、落ち着いた動きとなっている。この図表4-2の中では、イタリアとスペイン、それからアイルランドの動きが注目される。まず、財政再建の信認が強まっているイタリアについては、特にはっきりと低下している。一方、スペイン、アイルランドでは、財政赤字目標の下方修正、それから財政協定を巡る国民投票の実施といったニュースを受けて、前回会合時点とほぼ同水準でとどまっており、こういう明暗の格差が出てきているという状況である。

次に、新興国経済をみたいと思う。図表5をご覧頂きたい。まず、中国経済である。先週末に、中国では1月と2月の統計が纏めて公表された。

(1) の小売売上高の前年比は昨年末から減速している。最近では、自動車販売が伸び悩んでいるほか、住宅販売の減少から大型家具、家電の販売が伸び悩んでいるという話もアネクドータルには聞かれている。しかし、雇用・所得環境は良好であるほか、(2) の物価上昇率の低下も消費を後押しする方向に作用すると考えられる。小売統計は、1月と2月はタイミング的に前年比の格差が大きく生じやすいというクセがあるが、これは旧正月の時期の影響である。このため、消費の基調の強さを判断するには、もう1~2か月統計をじっくり確認する必要があるとみている。現時点では、先程申し上げた消費を巡る所得環境の堅調さ、それから実際に生産をみると相応の伸びを維持していることから、足許の消費について過度に悲観する必要はまだないのではないかと、暫定的には判断している。次に(3) の固定資産投資であるが、こちらは堅調な伸びを続けている。住宅価格は下落し、不動産販売も前年割れを続けており、民間不動産投資は弱めの動きを続けているようである。しかし、インフラ投資、製造業の設備投資などがカバーして、全体としては高めの伸びを維持しているという構図である。中国の内需は、全体としては高めの伸びを維持しているとみられるが、これまでの輸出の減速から(4) の生産は伸びを縮小させている。ただ、その減速幅は小幅にとどまっているという状況である。次に、NIEs・ASEANであるが、(5) と(6) である。(5) の輸出・生産については、1月はいずれも大幅なプラスとなった。2月についても、韓国、台湾の新規輸出受注PMI——製造業の業況判断——は、両方とも久方振りに改善している。こうした企業マインドも併せてみると、NIEs・ASEANの輸出・生産はほぼ下げ止まったとみて良いと判断している。(6) の物価情勢であるが、NIEs・ASEANでは、インフレ率は緩やかに低下してきている。特にNIEs・ASEANについては、実質購買力の回復、それから政策対応余地の拡大に通じるので、今後の内需の回復を支えることが期待できるのではないかと考えている。一方で、他のエマージング諸国については、インド、ブラジルなどでは過剰流動性が解消していない。インフレがなお根強い状況であり、そこに中東情勢の緊迫から原油価格が

上昇しているということもあるので、そういった国においては、物価と成長が両立できるか不透明感が非常に強い状況となっている。このように、国によってのばらつきが、引き続き拡大している状況だと思う。

最後に、原油価格の動きについて、一言申し述べたいと思う。図表6をご覧ください。原油価格は2月中旬頃から上昇ペースを速めているが、今回の原油価格上昇を昨年の国際商品市況の上昇局面と比較した場合、三つの特徴がみて取れる。一番目の特徴点は、今回は上昇がほぼ原油に限られているという点である。(2)の非鉄金属、農作物の価格をみると、昨年の上昇局面では原油と同様に上昇していたが、このところ上昇幅は非常に限られている。二番目の特徴点は、市場では原油価格が先行き一旦低下するとの見方が根強いことである。(3)原油先物カーブをみると、2008年のピーク時は、先行きも高水準が続くとの見方が支配的であった。昨年のピークでは、先行きは、リビア情勢が安定化し低下するとの見方から右下がりカーブになっている。今回も同様の認識で、前回同様下落ということなのだが、その下落ペースは昨年のリビア情勢緊迫化の時点よりも大きくなると、市場はみているということである。三番目の特徴点は、(4)先物ポジションで見られるように、これまでのところ金融市場での投機的ポジションの積み上がりも、ほぼ原油に限られているという点である。以上の点は、いずれも現時点までの原油価格の上昇に対する市場の見方ということであるが、そこから導き出されることは、仮説と言っても良いと思うが、今回の上昇の原因は、今のところ世界経済の需要の強さに起因する持続的なものというよりも、主として地政学リスク、すなわち供給ショック懸念による一過性のものであるとみられているということを示していると思う。これは、米国の金融緩和や世界経済の回復期待を材料に商品市況全体に投機マネーが流入し、多くの商品で価格が上昇した昨年とは今のところ大きく状況が違っているとみて良いと思う。もっとも、先行きについては、地政学リスクに投資家のリスクテイク姿勢の前傾化などが加わるというようなこともあるかもしれない。そうした場合、国際商品市況の上昇に拍車をかけるリスクといったものも、なお残っているとみた方が良く

思う。グローバルな金融環境に対する期待が強まって、新興国への資金フローが増加する兆しも窺われている。仮にこうした動きが強まって、新興国や国際商品市場に資金が流入するようなことがないかどうかについては、引き続き注意してみていくポイントとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をお願いします。

白井委員

宜しいか。二つあるのだが、まずアメリカである。最近アメリカの新聞でも指摘されているが、失業率の低下傾向について、過去のピークの10%から今は8.3%位と、オクンの法則からみられる成長率と失業率の関係よりもずっと下がっているという指摘があって、理由として二点挙げられている。一つは、非常に大きなショックがあって、企業が過敏に反応して、今それが戻って安定してきているので、一時的にオーバーシュートして雇用している結果、失業率が下がっているという見方である。もう一つは、生産性の伸びが低下してきているので、より多く雇用するのではないかという見方であるが、今の失業率の低下傾向をどのようにみたら良いのか。一時的に凄く下がっているとみるのか、趨勢的とみたらいいのか、ご意見を伺いたい。

もう一つは、中国である。先程ご説明頂いたように、中国は1月、2月の小売売上高が+14.7%で今までよりも落ちている。自動車なども、1~2月の販売台数は-6%でかなり悪いと思う。住宅の方もデータが出ていて、1~2月は、例えば住宅販売総額だと前年比で-25%、住宅販売面積だと-16%ということで、アネクドタルな情報ではあるが、そういう住宅販売の不振が実は自動車とか家電とかの消費の減退と関係があると言われている。住宅の問題とこの消費の問題がどの程度関係あるのか、もし分かれば教えて頂きたい。

大野国際局長

一番目の米国の失業率については、オークンの法則はチェックしているが、先程白井委員がおっしゃった中では、一番目の要因がかなり効いているのではないかと思う。リーマン・ショックの後に人切りを相当アグレッシブにやったために、オークンの法則でプロットすると、2008年、2009年はやはり凄く失業率が上がる方に飛び出している。足許のこの半年位をみると、ちょうど中心点の逆側に下がってきているということがあるので、大体恐らく2008年、2009年に前傾的に人切りをしたその裏が今出てきていて、それは早晚元の関係に回帰する方向に動いていくのではないかと思っている。生産性の方は、色々議論はあるが、生産性が非常に低下したために足許の雇用が増えているというところは、少し確認しがたいとみている。

それから中国については、住宅を起点として消費が落ちているということは、ほぼ間違いないと思う。それが自動車まで及ぶかどうかについてはあまり説得的な材料はないが、例えば、家具や内装品といった家にまつわる色々な商品が目に見えて落ちているということがある。これについては、白井委員もご承知の保障性住宅というものがあって、政策的に動かすことは可能で、政策当局の方も、これまでの不動産規制については少し緩める、また中・低所得者向けの住宅については積極的にやっていくということがあるので、この傾向はどこかで下げ止まって反転してくれるということは期待したいと思う。自動車についてはよくは分からないが、全体として消費マインドが少し低下しているということと、もう一つ、自動車に対する何らかの政策的な補助金等が出てくるのではないかという噂が中国の巷で出始めているので、そういうものを期待した買い控えが何がしか影響しているのではないかという見方も出ている。

森本委員

中国なのだが、貿易収支が11か月振りに赤字だとか、赤字幅が大きい

とか言われている。私自身は、生産PMIなどもまだ改善しているし、11か月振りというのは春節の後の一時的な現象なのかなと思っているのだが、国際局としては貿易関係とかその辺はあまり心配ないとみているのか。その辺の見方について教えて頂きたい。

大野国際局長

貿易関係については、森本委員がおっしゃったとおり、1、2月のところは春節で非常に振れる。それで、今回の特徴点としては、11か月振りに大きな赤字ということもあるのだが、赤字自体は1~3月はわりと出やすいというパターンがあるので、赤字を気にすることはない。一方で、輸出については欧州向けを中心に少し落ちている。これはこれとして、しっかりとした情報として捉えるべきである。ただ、赤字に関しては、季調をかけると、輸入の方が、2月を12月や1月と比べると少し戻ってきている感じがある。赤字は悪いのだが、中国自体の生産に関して言えば、生産財等の輸入が2月は少し戻ってきているというところは、むしろポジティブにみて良いのではないかという見方をしている。

亀崎委員

中国では、GDP成長率の目標を7.5%に引き下げた。中国では、長い目でみて、生産年齢人口の減少とか、あるいは農村の過剰労働力がほぼ解消されてきたとか、格差是正とかが生じているという見方がある。これまで結構長い間10%以上の成長を続けてきており、日本の1960年代のように高度成長期にあった訳であるが、これが中成長期に変わっていく転換期にそろそろ差し掛かっているのかどうかという点はどうか。

大野国際局長

非常に難しいご質問を頂いた。いつまで続くかということについては、いつかは恐らく低成長に入るということは間違いないと思っている。日本と比較した場合ということで言うと、一つは、先進国に対しての技術的な

キャッチアップというものがある。それからもう一つは、今亀崎委員からご指摘のあった都市化の動きと労働力人口の増加、これは二つに分けられると思うので、合わせて三つになる。三つのうち、一番目の先進国に対するキャッチアップについては、恐らく日本と同じようなことは十分起こり得ると思う。もう一つの労働力人口については、ご承知のとおり大体2015年にピークアウトすると言われており、そこから先の減少については、相当急ではないかと言われている。この二つについては、そう遠くない先に中成長に入ってもおかしくないという要因になる。三つ目の都市化——いわゆるルイスの転換点をいつ迎えるか——については、これは学者の間においてもかなり賛否両論あるようである。もう入ったと言う方と、もう暫くかかるだろうと言う方がいるが、この都市化については、私は、もう少しはゆとりがあるのではないかと思っている。従って、一番目と二番目については、5年以内に来てもおかしくないということであるが、都市化については、多少まだ数年は大丈夫ではないかと思う。それから四つ目は、これはかなり個人的な意見ではあるが、日本と違って中国の場合には、やはり軍備の拡張、軍事における需要というか政策的なものに、相当程度景気を引っ張る力がある。国際的ないわゆる安全保障とは別の問題であるが、その部分が違いとしてあるのではないか。従って、亀崎委員からのご質問なので敢えて申し上げれば、向こう数年位は、相対的に高い成長は維持可能ではないかと思う。ただし、先程のルイスの転換点、あるいは労働力人口の転換点といったことからすれば、5年、10年単位では相当程度低成長期に入る、あるいはショックが生じた場合には屈折点を迎えるという可能性も否定できない。最後は全く個人的な意見であるが、そのように感じている。

石田委員

米国について、先程から雇用者の数字が出ているが、こういう問題は、このトレンドが続くのか、あるいはこの今の増加が経済実態に合っていないのか、そういう議論だと思う。私も楽観的にみていたのだが、自動車が

売れているとか小売が伸びているとか言われているのに、個人消費が足許は低い。それは、暖冬でガスとか電気の消費が少なかったのだという説明がなされているが、実質可処分所得なども少し弱いし、図表 2 (6) の I S M の数字も、良い良いと言われながら 2010 年などに比べるとかなり低い。感想みたいなものになって申し訳ないが、そういうところをみると、特に個人消費には、案外そう大した強さがないのかなという気がする。

もう一つは、中国が、確かに財政出動余力があって、例えば自動車のリベートなども出すのかもしれないが、欧州の景気低迷を受けた輸出の減退が案外大きいのではないかと思う。もしそうであると、政策余力もあるし元々の成長率も高いのでそれほど酷いことにはならないが、ソフトパッチというか、若干低めの成長が続いて、それがブラジルとかの資源国、あるいは N I E s ・ A S E A N とかの近隣国の景気に案外悪影響を与えるような気がしてきている。感想みたいなものにお答え頂くのは難しいと思うが、こういう見方についてはどう思うか。

大野国際局長

まず中国については、当局としては今までの成長目標の 5 年ベースで 8% を 7.5% にしたということである。ただ、実際それはボトムラインであるので、今までも 8% と言いながら 9.5% とか 10% であったので、石田委員が指摘された周りに対するネガティブなエフェクトというラインは、恐らく 8% とか 9% とかを下回って 7% 位にブレーキがかかるかどうかということだと思う。それについては、今の国際局としての見方は、8% 台位は維持できるのではないかということである。ただ、オルタナティブなリスクシナリオとして、中国で、石田委員がおっしゃったような輸出の減退が思った以上に大きいとか、あるいは当局の政策対応みたいなものが十全にぴったりできなかつたとかという場合に、そういうリスクシナリオが現実になる可能性は、少ないとは思いますがあり得るのではないかと感じている。

それから、米国についての見方は、国際局としては比較的慎重めの見方

をずっとしていたし、今でも所得並みの個人消費の緩やかな伸びを想定している。大体、暦年ベースで、これからの風速でもいわゆる潜在成長率と言われている2%台前半位を、緩々と、しかし次第に確からしきというか底堅さを持ちながら進んでいくという見方である。従って、石田委員がお感じのこととそう違いはないと思っている。むしろマーケットでは、これまで悲観と楽観の繰り返しであったが、足許についてももう少し強めの見方をする米国ウォッチャー、エコノミストが徐々に増えてきているということだと思う。

石田委員

前から少しよく分からないのだが、潜在成長率のところ、住宅セクターはどうみているのか。普通の力で住宅セクターが行った場合というものなのか。それとも、今みたいにバランスシート調整があるということをも前提にして潜在成長率をみているのか。

大野国際局長

潜在成長率自体について、勿論Fedも時々何らかの形でディスクローズする訳であるが、ザ・潜在成長率というものはまず存在しないということだと思う。ただ、米国の政府関係者等の発言をみると、少し前まで2.5%位と言っていたものが今では2%台の前半かもしれないということを使う者がちらほらいるということだと思う。

西村副総裁

正確に申し上げますと、アメリカの Congressional Budget Office が一応出していて——これはバイパーティザンで基本的には比較的中立なところである——、大体今後1~2年が1.9%、その後は大体2.4%位まで回復する——2.5%が大体平均である——というものはある。

石田委員

それは、住宅セクターについては、どういう見方をしているのか。

西村副総裁

いちいちそういうことでやっているというよりは、全体としてマクロの動きで……。

石田委員

要するにマクロの成長見通しではないのだな。

西村副総裁

成長見通しから出てくる。先程あったオークンの法則とか色々なところから出してくることは可能なので、そういうところから出てきたものを幾つか組み合わせて……。

石田委員

そうすると、過去のデータで計算しているとする、結局バランスシート調整の分は入っていないので、潜在成長率と言われるものでそれが実績として出ていけば、その他部門は非常に強いということになる。

西村副総裁

幾つか申し上げると……。

石田委員

だから、そこがどの位かが知りたいのである。住宅部門以外はかなり強いということなのか、それとも、そうでもなくてその他の部門も潜在成長率並みで行っているのか。

西村副総裁

住宅部門はもう随分小さくなってしまっているの、あまり影響は…。

石田委員

もう小さくしているのか。

西村副総裁

もうかなり小さいのであまり影響はないということである。だから、建設のその他の部分に関しては比較的小さい形である。

石田委員

そうすると、今後バランスシートの問題が外れば、かなり潜在成長率が上がるとみられるのか。

西村副総裁

それは、明日私がやろうと思っている。少し小出しを…。

石田委員

その辺がポイントになりそうな気がする。

西村副総裁

まさにそのとおりで、先程のオークンの法則の話も明日やろうと思っていたのだが。

石田委員

それでは、時間の問題もあるし明日にするか。

西村副総裁

オークンの法則というのは、線の上を動くというのではなく、線の回り

をぐるっと回るものである。だから、同じ方向に続けて動くというか、ぐるっと回るので、先程大野国際局長が言ったことは全く正しい。ただし問題はぐるっと回った時の平均の動きがどうなっているかということである。これが 2007 年以降相当下がってきているので、これが今一番大きな問題になっている。先程あったように、現在のところ、
や
の話を色々聞いても、やはり過去のもをそのまま使っているために基本的には過去に引きずられるので、バランスシート調整がどの位大きいかということに関してはあまり入っていない。というよりも、最終的には元に戻るだろうと皆思っていると言った方が正確だと思う。

中村委員

先程の中国の話で、懸念材料もあるということだったが、一方で住宅価格などで、需要が強いにもかかわらず引き続き色々な手段を使って抑制している。また、財政なども限られているということであったが、7.5%や8%といったその辺の成長については多岐に亘る政策手段もあり、若干輸出が減るにしても、今年、来年はあまり問題ないのではないかと思う。中国経済の先行きについてもっと大きな危惧が想定されるのか、そこはどうか考えているのか。

大野国際局長

比較的短期と言うか、例えば数か月とか今年一杯位のところでは、輸出が欧州向けで多少は少なくなるということを前提にしても、内需主導、場合によっては政策対応によって——今回、政府は 7.5%と出しているし、今年には 10 年に一度の政権の交代ということであるから、そこは政策対応はフル動員で——、目標は 7.5%であるが 8%以上の成長は、まず間違いなく到達できると思う。ただ、あまり無理をすると、来年以降、その先に歪みが出ることもあるかもしれないので、そこはあまり楽観し過ぎず、コーシャスリー・オプティミスティックでみていくのが良いと思っている。

西村副総裁

その点で凄く気になっていることがある。先程大野国際局長が指摘したように、確かに季調をかけると少し上がってきているかもしれないが、輸入のトレンドは明らかに下がってきている。中国の場合、輸入の動きで国内の情勢が比較的分かりやすいので、この辺はかなり心配なのだがどうか。政策余地としても、勿論保障性住宅を1,000万戸やるというような巨大な計画もあるが、それをやった後の multiplier effect みたいなものが段々小さくなっているような気がする。これも完全に感覚的な問題で、答えるのは無理な問題であることはよく分かっているのだが、それに関して何か変調が来ていないかについて、当局はどうみているのか。

大野国際局長

今のところは、まだ変調は確認できていないということである。ただ、直ぐ出てくるというようにみている訳でもない。1月は春節で物凄く統計が歪んでしまったのでみるのが難しいのだが、それでも直近の2月の数字については回復という方向が少しみえているので、本心的には少しほっとしたかなという感じではある。むしろ、中国の経済であるので、ミクロ情報とかアネクドータルなところに耳を澄ませていこうと思っている。その観点では、若干ポジティブな材料としては、最近中国周りの用船の需要が極めて良いという話が複数寄せられている。これは、西村副総裁がおっしゃったように、元々中国の輸出入については少し弱くなるのではないかということで、用船とかその辺を抑えていたものが、足許相当受注が入ってきてかなりヒッチが生じているというような話である。むしろ中村委員の方がお詳しいのかもしれないが、そういう情報が事務所ベースでは入っている。そういうものを併せてみていきたいと思っている。

中村委員

今の運賃の話はバルカーか、コンテナか。

大野国際局長

運賃というより、用船が間に合わなくなってきた、色々探す必要が出てきているということが、上海、それから外側の香港、シンガポールからも聞かれている。

中村委員

上海ベースのコンテナの運賃が、船の需給もあるのだろうが、かなり急激に上がってきている。

山口副総裁

今日のご説明を聞いていると、このところ、アメリカとヨーロッパと中国については、それぞれデカップルされた状態の中で独自の動きを示すということではなくなっており、先行きに関しては、どこかの時点でカップリングしてくるといった見通しを持っているように受け止めた。なぜそうなるのか分かりにくい感じがしないでもないが、米国、欧州、中国の回復を支える力は、どういう形で出てくるとみているのか。

大野国際局長

多分、この半年位は非常に減速が強まったというところで、今の時点からみると米国経済の動きが大きかったのではないかとみている。米国が、多くの人達の予想以上に回復基調が確かになってきているということがあって、恐らく中国、それからNIEs・ASEANについてはそのルートが相当強いと思う。それともう一つは、一方で中国自体が、色々先行きについては不透明であるが、それなりの巡航速度を保っている。それにASEANとNIEsがくっついている。大きく言えば、アジアの経済圏の底堅さというものがある中で、米国経済が去年の夏から暮れにかけて相当シュリンクする惧れがあったものが上向いてきているということが、じわじわと世界経済全体の下支え感というか浮力というものに繋がっているのではないかと、というのが一点である。それからもう一つは、マインド的

にみた場合には、欧州の債務情勢の進展が、マーケットを通じたプラス材料として、極く足許ではあるが、今年に入ってから、その部分が金融面から重なっているということではないかと思う。逆に言うと、今年に入ってからの実体経済面、それから金融面も含めたネガティブな追加材料がみえていないということが、これも安心感に繋がっていると思う。

山口副総裁

取り敢えず実体的な動きということで考えると、この2年余り、米国については、楽観、悲観を繰り返してきたが、振れを伴いつつ緩やかな回復しか実現できなかったということである。そう考えると、世界経済について、米国が何らかりード役を果たしてくるというのは、少し考えにくいのではないか。一方、ヨーロッパについても、停滞色がどんどん強まっていくということには、一定の歯止めが掛かることにはなる。ただ、それが世界経済を引っ張っていくだけの力になり得るかということ、これも想定しにくい。残されているのは結局新興国、あるいは中国であり、結局のところそれが世界経済の先行きを決めていくことになるのではないか。

大野国際局長

リード役ということで言えば、山口副総裁がおっしゃったとおり、中国をはじめとしたエマージング諸国がどれだけ全体を持ち上げるか、拡大のペースを維持するかどうかということが、第一の要因であると思う。ただ、最初におっしゃったとおりデカップリングという訳ではないので、そういう中国、ASEAN、それからラ米もそうであるが、彼等自体の内需の強さというものはあるが、米国に対する輸出、先進国に対する輸出が相当大きな要因として作用しているということだと思う。従って、彼等の内需の成長期待というより潜在成長力と、先進国の中で米国がそこに対して発注する家電や自動車といったものをある程度買ってくれるという部分は、無視しがたい要因としてあるということだと思う。欧州については、もうほとんど去年位からプラス成長を維持してくれば良い位に思っているの

で、彼等が要するに失速をしなければというのが基本的な世界経済の構図だと思う。一番減速のきっかけになったこととして、米国経済がまた風邪を引いてしまったのではないかということで、ITをはじめとした在庫調整のような動きが去年の秋から出てきたといったことが一つあったが、このNIEs・ASEANの減速のきっかけになったという重石から今少し解き放たれているというところが高揚感に繋がっている、という見方はできるのではないかと思う。

西村副総裁

逆に言えば、それは単なるずれで、実態は本当は良くないにもかかわらず、そのずれとずれとが上手く重なった時は良くみえて、それがたまたま悪くいくと凄く悪くなるというような形で、実質的には、良くない方向に向かっているのではないかと取れないこともないのだが、そういうことはないか。これは非常に悲観的な見方であるが、要するに、当局は基本的にはコンセンサスを堅めにみているのだが、それでも、もしかしたらそれよりももっと悪いかもしれないという可能性はないか。つまり、先程山口副総裁がおっしゃったように、要は、アンダーラインでみればどこにもエンジンがみえないにもかかわらず、それなりに良いものがちょこちょこ出てきて、それがたまたま重なった時は良いのだが、逆に重なった時には元へ戻っていくような気持ちになってしまう。そういうようなまさにみせかけの強さみたいな話に我々が陥っていないかどうかというのが、やはりポリシーメーカーとしては非常に気になる訳である。それに関してはどうか。

大野国際局長

「重なった」とおっしゃったところについては、恐らくリーマン・ショックの後の大きなドスンというところを除けば、それはやはり中国とラ米も含めたエマージングによって世界経済全体が相当部分下支えられて成長してきた。これは、20年、30年振り返った場合でも、全世界ベースで+4%を維持できたというのが、相当程度アジアをはじめとした新興国のポテン

シャルな成長力によっていたということだと思う。ただ問題は、それをどこまで続けられるかとなると、勿論彼等だけで永遠にできることではないし、例えば米国と欧州が相当下押ししているということになれば、先程の山口副総裁のお話にもあったが、それはカップリングでエマージング諸国の方が引きずられるということも、将来ないとは言えない。しかし、今の欧州と米国とそれから日本も含めて先進国がなかなか良かったり悪かったりというものが続いている中において、現時点までのところは、中国を含めたエマージング諸国の経済の成長力は、過去5年、10年の世界経済の拡大を今暫くはそれなりに支え続けられるのではないかという見方をしている。

白川議長

二点ある。今の直前の議論はまた明日議論しようと思うが、その背景については置いておいて、国際局として現状をどうみているのかというファクトに関する話である。先程の総括判断で、世界経済について減速のペースが緩やかになってきているということだったが、緩やかになってきているということは、成長率はまだしかし下がっているというイメージである。しかし先程来の説明を聞いていると、成長率はこれまで下がってきたが、今はその下がった水準でスタビライズしているというように聞こえた。緩やかと言うとまだ下がっているという感じなのだが、そこはどのように認識しているのか、というのが一点である。

大野国際局長

そこについては、私の言葉が足りなかったと思うのだが、成長率ではもう第4四半期とかはバックミラーの話なので、私が減速と言ったのはむしろPMIとか生産とか、そういった今年になってからの動きに着目して申し上げたかったことである。それからすると、恐らく1月か2月位に底を打って、むしろNIEsやASEANについては上に向き始めているというところである。ただ、成長率でみてしまうと、やはり10~12月位まで

は下がっているということであるので、今の動きが続けば、まだ今は3月だが、1～3月のNIEs・ASEANの成長率がむしろピックアップしてくる世界というものの可能性が高いのではないか。

白川議長

その背景をどう理解するかについてはまた明日議論するが、一応現状認識はそういうことであるな。それからもう一つは、中曽理事にお聞きしたいのだが、ギリシャの債務削減の交渉について、元々三つシナリオがあった訳である。PSIが上手くいくケース、PSI自体では十分集まらないがCACsを発動して債務削減を強制するケース、それから無秩序なデフォルトのケースの三つの可能性があって、現状は二番目のケースになってきた。それで、当初の評価は色々あったと思うのだが、今のこのケースは、結局色々考えられるオプション、可能性の中では、比較的良いところに着地しているのかなという感じがする。事前の評価と現状どのような評価になっているか、その辺の感じを教えてください。

中曽理事

これは、私の方からお答えする。結論的には、当局からみてベストの選択肢が実施されているということだと思う。それはなぜかと言うと、基本的には図表4-2にあるが、当局が一番意識しているのはイタリアではないかと思うからである。まず第一の選択肢のPSIであると、これはあくまでも民間の自主的な参加によるので、CDSによるプロテクションが使えないという問題がある。CACsはPSIと二つ違うところがあって、一番違うのは、これは後出しじゃんけん的ではあるのだが、100%遡及して債務削減が行われる。もう一つは、CACsはクレジットイベントになるので、明確にCDSの引き金を引くということになり、そうするとCDSによるプロテクションが使えるということである。多分、欧州当局が一番恐れていたのは、CDSの市場の機能が発揮できなくなるということの意味合いである。どういうことかと言うと、CDSは勿論ギリシャの国債

の投資家がヘッジをする時に使う手段なのであるが、それ以外にもギリシャの銀行、そしてギリシャの企業をプロキシヘッジする手段で使われていることが多い。さらに言えば、今イタリアと申し上げたが、イタリアの場合はさらにCDSが使われる度合いが高いようであり、要すればギリシャの国債にCACsが適用されないことによって、つまりクレジットイベントにならないことによって発動ができない、つまりCDSが使えないという状態になると、これはイタリアに波及してしまう。その場合、どういう波及かというところ、CDSが使えないので、投資家はCDSによりプロテクションを買う代わりにイタリア国債を売ったり、別の手段でヘッジをする。そうするとこのイタリア国債の利回りは、却って上がってしまう。そういう混乱を非常に懸念したのではないかと思う。従って欧州当局はCACsのそのような利点にむしろ着目する形で、その発動を目指して着々と準備をしていたということではないかと思う。CACsの発動は勿論デフォルトになるのだが、あくまでもボンドは交換されるので、オーダーリーなデフォルトになる。白川議長がおっしゃった三番目の無秩序なデフォルトは、ボンド交換もなされないので非常にストレートなデフォルトになる、これはどうしても避けたいということだったと思う。結果的には、CACsが発動されているので、今のところは彼等が思うように進んでいるということではないかと思う。ただ、我々からすると、そうは言っても多少留意点があると思っている。自分自身がみていて、一つは、CDSはデフォルトなのでポルトガルはどうなるのだろうか。これは連想による波及なのだが、こういうチャンネルが一つあるかなど。それからもう一つは、ギリシャ国債がデフォルトになると、いわゆるクロスデフォルト条項というものを通じて、ギリシャ政府が関与しているデリバティブ取引が一括清算をされてしまうというリスクがあるのかなと思っていた。これはどうなるかまだ分からないのだが、後者、つまりデリバティブのところについては、どうもISDAのマスター上は、今回のギリシャのデフォルトというのは、リストラクチャリングによるデフォルトなので、これはISDAのデリバティブ上のデフォルトの構成要件に該当しない、つまりデリバティブのク

ローズアウトをトリガーしないのではないかという話をつい先程聞いた。ここはもう少し確認する必要があると思う。いずれにしても、こういうリスクはあるが、一応欧州当局の思うような形で、ギリシャについては債務削減が進んでいるということだと理解している。

山口副総裁

それに関連して、ポルトガルに伝播しないというのはどのように考えたら良いのか。元々PSIの方が望ましい、CACsはできれば発動したくない、一番いけないのは無秩序なデフォルトだ、と言っていた訳である。そうした頭の整理の中には、他国へのコンテージョンリスクをミニマイズしたいという発想があったと思う。今回の対応で、それをミニマイズできたと判断して良いのか。

中曽理事

彼等のそれに対する答えは何かというと、これまでのユーロサミットなどのステートメントで、CACs適用はギリシャだけだということを再三言ってきている。ギリシャについては特別にこういう形で対応した。PSIの議論から始まって、結果的にはCACsなのだが、そこを信じるかどうかということだと思う。ある市場関係者は信じるかもしれないし、そうではない人達もいるかもしれない。そういう不安定な状況ではないかと思う。私もそこは多少まだ疑問が残るということだと思う。

山口副総裁

ポルトガルとギリシャとの間に何らかの違いがあるとすると、それはどういう点か。

中曽理事

これも多分ステートメントなどで彼等が強調するのだが、ポルトガルは、財政再建の努力はそれなりにしている。それから、経済のパフォーマンス

もギリシャに比べればそうは言っても相対的に良いので、ポルトガルは違うのだということは再三彼等は説明をする。だから、そこをどの程度信じるかということだと思う。非常に冷徹な見方をする市場の言い方を借りれば、やはりポルトガルも第2次支援みたいなものがいずれ必要になってくるのではないかという人もいるので、そこはもう少し見極めていく必要がある。いずれにしても、この点については不安定要素は抱えたままではないかと思う。

西村副総裁

タイムスケールというか、時間的にはどの位なのか。つまり、もしポルトガルに何か事が起こるとすると大体どの位のタイムスケールで考えればよいか。

中曽理事

ここは本当に分からない。ギリシャが一応これで決着が着いた。この後、多分IMFなどが支援額を決めていく形になるので、ギリシャが片付いたと思った辺りで、今度はポルトガルに目が向いていく。

西村副総裁

何か特定のイベントがあるとかいうことではないのか。

中曽理事

特に意識されているイベント的なものはないのではないかと思う。

白川議長

他にないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

本日お配りしている資料－4（参考計表）【追加】からご説明したいと思う。まず図表1のGDP統計である。10～12月の2次QEが出ているが、ご案内のとおり前期比は－0.2%で、1次QEの－0.6%に比べマイナス幅が小幅になった。中身は、法人季報を反映して設備投資が＋0.2%から＋0.6%へと上方修正されている。法人季報の設備投資については、7～9月が他の関連指標に比べて弱過ぎた感じがあるので、10～12月にはある程度反動増となる可能性は意識していたが、それにしても逆に強く出過ぎた感がある。ただ、いずれにせよ、10～12月のGDPは小幅のマイナスで着地ということであるので、経済が横這い圏内という現状判断に影響はないものと考えている。なお、2011年度については、1～3月が仮に前期比0%だとすると年度で－0.4%、前期比＋1%であれば年度で－0.1%となる。恐らくこの間位で着地するのではないかと思っているので、小幅のマイナスでの着地とみて良いと思っている。

今朝ほど国内企業物価指数が出た。図表38の中程、2月の国内企業物価の前月比は＋0.2%と小幅のプラスとなっている。3か月前対比は、1月の－0.1%の後、2月は＋0.1%であるので、なおほぼ横這いの動きである。このところ、原油価格が上昇していることなどを踏まえると、先行きは当面強含んでいくと考えている。その下のCSP Iであるが、12月は除く国際運輸でみて0%というところまで改善していたが、1月は－0.3%と再び若干のマイナスとなっている。これは、12月に大幅に改善した広告が昨年1月に強かったことの裏もあって、反動減となったことが背景である。ただ均してみると、ゼロ近傍まで改善してきているという基調に変わりはない。その下の全国CPI（除く生鮮食品）であるが、12月に続いて1月も前年比－0.1%と、若干のマイナスで着地している。今後どうなるか

ということであるが、このところ原油価格が上昇しているので、これは幾分CPIを押し上げる方向に寄与するとは考えているが、図表 39 (2) をご覧頂くと、これは全ての国際商品市況がそうであるが、実は昨年春頃にかけて上昇しているので前年比でみるとCPIのプラスにはそれほど効かないということになる。向こう数か月で考えた場合、上がってもCPIの前年比はせいぜい若干のプラス程度と考えているので、これまでの「当面、ゼロ%近傍で推移する」という見方を維持することで良いと考えている。以上が追加資料に沿ってのご説明である。

次に、事前にお配りしていた資料-4 (参考計表) をご覧頂きたい。図表 3、4 の公共投資である。図表 4 (1) の公共工事出来高をみても分かるとおり、現状は公共事業については下げ止まっているという判断で、変化はないと思っている。ただ一方で、図表 3 の公共工事請負金額の前期比をみると、7~9 月が+1.6%の後 10~12 月は+3.6%、そして1月の10~12 月対比が+5.6%と増加がはっきりしてきており、恐らく工事ベースでもこの1~3 月には増加に転じる可能性が高いと思っている。

続いて図表 5 の輸出入であるが、実質輸出については 12 月が前月比+1.1%の後、1 月は+0.2%とほぼ横這いとどまっている。後程ご説明するが、これは中国等の春節の影響もある。四半期ベースでは、1 月の10~12 月対比はまだ 0.0%であるので、なお横這い圏内という評価で良いと思う。一方、輸入については、1 月が前月比+6.2%と素原料を中心に 1 月は大幅な増加に転じている。こういう輸出入の結果、国際収支の表をご覧頂きたいが、この資料を配付した後新しい数字が出ているので口頭で申し上げる。まず、貿易収支は 12 月の-0.22 兆円の後、1 月が-0.70 兆円、貿易・サービス収支が-0.76 兆円とマイナス幅が拡大しており、その結果経常収支が 0.12 兆円となり、黒字は維持しているがかなり黒字幅が縮小した。原計数では、1 月が 4,373 億円の赤字になり、現行の統計では過去最大と言われている。現行の統計は 1985 年からであり、その前は国際収支の第 4 版まで遡れば 1980 年 1 月が 8,026 億円の赤字であったので、それよりは赤字幅が縮小している。元々 1 月については、正月休みの影響

で原計数でみると輸出が出にくいということがあるので、時々赤字になっているが、この1月は春節の影響で輸出があまり伸びない一方で、原発が止まったこともあり、また寒かったこともあって、素原料の輸入がかなり集中したために、原計数の赤字幅が少し拡大したということかと思う。図表7の地域別の輸出については、1月の10～12月対比をみると、米国が+2.3%と増加を続けている。EUについては、第4四半期が-10.5%の後、第1四半期は少しプラスに転じているが、船舶の輸出など一時的な要因も寄与しているので、基調的な動きかどうかはもう少し様子を見る必要があると思う。東アジア向けについては、中国が-5.1%、台湾が-7.7%、シンガポールが-5.1%であるので、春節の影響——春節は昨年が2月、今年が1月であったので——が出ているものと考えている。一方でタイについては、第4四半期が-22.2%の後、第1四半期が+21.8%と大幅反動増となっている。先行きの輸出であるが、当面は、まずタイの洪水の影響の反動が幾分プラスに効くと思う。基調的にも、海外経済が少しずつ持ち直してくれば、徐々に我が国からの輸出も横這い圏内の動きを脱していくということで良いと思う。実際、図表8で財別にみても、先月も申し上げたが、(2)にあるとおり、米国の自動車販売は2008年の前半位までかなり回復してきており、先程大野国際局長からも説明があったように、情報関連の在庫調整が世界的にかなり進捗しており、輸出の持ち直しに繋がる動きもみられ始めているということだと思う。企業ヒアリングでも、海外需要は大底といった見方が増えているように思う。ただ、先程もご議論があったが、ウエイトの高い中国向けについてはまだ持ち直しの動きが限定的であり、輸出全体として明確な回復が近づいているとまでは企業は自信が持てないということではないかと思う。

二点だけ付け加えて申し上げたい。図表10の(4)で今月から機械受注の外需の動きを示している。過去、資本財の動きと同じか若干先行するという傾向はあるが、この点線の部分は見通しで、10～12月対比が+23.8%という動きであった。今朝ほど1月の外需が出ていて、これがかなり高い伸びで、10～12月に対して+31.8%と大幅に増加している。ただ、気を

付けて頂きたいのは、化学関係のプラントでかなり大口のものが集中したということであるので、それを除けば若干のプラスであり、これはやや一時的な動きとご理解頂ければと思う。もう一つは図表 13 で直接投資関連の図表を、今月から現状評価にも掲載することにした。一点だけ申し上げると、左下の海外M&Aであるが、1月まで数字が入っているが、引き続き年明け後も企業の海外M&Aの動きは高水準を維持していることが確認されている。

続いて国内であるが、図表 15 の企業収益である。まず法人季報の 10～12 月の動きを業種別、規模別に確認しておくとして、(1) と (2) は製造の大企業と中堅中小企業であるが、いずれも 10～12 月については弱めの動きとなっている。(4) の非製造業中堅中小企業では、振れが大きいので割り引いてみる必要があるが、基本的に内需の堅調を反映して、収益は増加している。(3) の非製造業大企業についても、電力を除くベースを点線で示しているが、電力を除けば堅調な動きということで、短観などのマインド指標と概ね整合的な動きとなっている。

図表 17、企業マインドの月次調査の 2 月がほぼ出揃っているのご説明する。2 月は大体上中旬に行われているので、中旬以降の株高あるいは円安がまだ織り込まれていないということがあると思うが、大きくみて変化はないと思う。むしろ、(1) 大企業の製造業については、前月も少しその可能性を指摘しておいたが、恐らく 2 月上旬にかけて決算発表があってそれが良くなかったことの反映だと思うが、QUICK短観、ロイター短観とも少し弱めの動きとなっている。企業マインドについては、最近の国際金融市場や海外市場を取り巻く環境の好転がどのように影響してくるかということは、3 月の月次調査あるいは短観で確認していきたいと思っている。

図表 18、設備投資である。今朝ほど機械受注が出たので、口頭で申し述べる。機械受注の 1 月の前月比は、12 月 -7.1% の後 $+3.4\%$ と少しプラスになり、前年比も 12 月 $+6.3\%$ の後 $+5.7\%$ とプラスを維持している。この結果、1 月の 10～12 月対比は、10～12 月 -2.6% の後 $+2.9\%$ となっ

た。従って、10～12月は少しマイナスであったが1月は再びプラスになったということである。傾向的に最近機械受注がそれなりに増えている業種を少し申し上げておくと、一つは自動車である。二つ目に通信、三つ目に建設、この辺りが比較的しっかりと増えてきている。自動車については、リーマン・ショック後一旦相当落ちているし、最近生産活動が上がってきているので、そういう面で国内での更新投資が出てきているのではないかと考えている。当然、これから海外生産シフトの動きがあるとは思いますが、取り敢えず現状はそういう感じである。もう一つの先行指数である建築着工床面積は、1月は前月比で+13.1%、四半期で見ても+16.6%と、恐らく着工が集中して強めに出ていると思われる。7～9月、10～12月が小幅減少であったので、均してみると増加基調ではないかと思う。一方で、資本財総供給——これは一致指数であるが——は、ここまで3四半期連続プラスであったが、1月の10～12月対比が-0.4%と若干のマイナスになった。先行指数、一致指数、全部均してみれば緩やかな増加基調という判断を変える必要はないと考えている。

法人季報であるが、今回かなり強かったのだが、その最大の理由は図表19(4)の非製造業の中堅中小企業である。7～9月にかなり落ちて10～12月がそれ以上の倍返しになっているが、元々ここはサンプルの問題もあって振れが大きいということである。中堅中小企業については国内需要も良いので、それなりに設備投資が増える理由はあるが、この10～12月の動きはやや強過ぎたのではないかと考えている。

設備投資について、図表22をご覧頂きたい。企業行動に関するアンケート調査が内閣府から出ている。これは1年に一度である。この1年は震災や円高、あるいはユーロ危機と色々なイベントがあったので、企業の中長期の成長期待が崩れていないかと心配はしていたが、(1)あるいは(2)で見ても分かるとおりに、成長期待が下方に振れているということではなく、それなりに維持されていることが改めて確認された。むしろ、リーマン・ショックによる落ち込みからの緩やかな改善傾向は持続している感がある。(3)は設備投資であるが、これは連結ベースなので海外の設備投資も

含むが、(4)の単体ベースの雇用の動きも併せてみると、製造業も含めて、海外シフトなどで国内投資を大きく減少させるというところまでの動きにはなっていないと判断している。設備投資については、それなりのしっかりとした計画が維持されているようであるので、こうした企業の成長期待等も踏まえると、海外需要や生産が持ち直してくれば設備投資の増加も先々はっきりしてくるとみて良いのではないかと思っている。

次に、個人消費である。図表 24 の (3) をご覧頂きたい。これは普段あまりご説明しないが、GDP ベースの消費と、内閣府が作っている消費総合指数——GDP の動きに合わせて月次で作っている動き——、また我々も消費包括指数という同じような指数を作っているが、いずれでみても、まず 7~9 月、10~12 月辺りで震災の落ち込みを取り戻した後、1 月はさらに幾分増加しており、消費については底堅さを増している感がある。これには、図表 25 の (2) にあるように、エコカー補助金の導入等色々な要因があるが、自動車販売の大幅な増加が寄与しているということだと思うが、それ以外についても、例えば図表 26 の (2) にあるサービス消費を含めて、消費は総じてしっかりした動きとなっていると思う。

図表 27 の消費者コンフィデンスは、この資料をお配りした後、色々な指標が出ているが、ものによって違うが、総じてみるとあまり変わらず、総じてしっかりした動きになっているということである。この辺りも踏まえて、個人消費の先行きであるが、後程ご説明するように賃金はなかなか伸びないので、順調に増加していくとまではみていないが、第一にエコカー補助金の効果は当面続くということがある。第二に雇用環境については改善が続いているし、さらに第三に株価も持ち直してきているということも踏まえると、個人消費は底堅く推移していくとみて良いのではないかと思う。

図表 30、生産の鉱工業指数統計をご覧頂きたい。生産は、1 月が前月比 +2.0% と、12 月に続き増加している。出荷については、1 月 -0.7% と大幅減少しているが、これは 12 月が +4.6% と相当大きく伸びた反動とみて良いと思う。在庫については、+3.1% とかなり増えたが、これは基本的

に自動車の船待ち在庫ということである。生産を四半期でみると、1月の10～12月対比は+3.6%と相当大きな増加となっているが、これはいつも申し上げているとおり、公表統計については季節調整の歪みが影響しているということである。それを修正した我々の試算では、10～12月が前期比で-2%位の後、1月はまだ小幅の増加ということになるので、現状はなお横這い圏内という判断で良いと思う。ただ、予測指数については、公表計数で2月+1.7%、3月+1.7%と、さらに2か月連続で増加していく。実勢ベースでも増加が続くということで、1～3月でみれば実勢ベースで1%位の増加になるとみている。また、4～6月も、企業ヒアリングではやはり増加が続くそうだという感触を得ているので、この辺りを踏まえると、生産が増加に転じていくという蓋然性は少しずつ高まりつつあると考えている。

最後に雇用、図表 35 の労働需給であるが、(1) 有効求人倍率は緩やかな改善が続いている。失業率は振れが大きいですが、均してみると緩やかな低下傾向と判断している。(3) 所定外労働時間は、足許製造業を中心に緩やかな改善傾向にあるということだと思う。図表 36 (2)、賃金をご覧頂きたい。これは、震災直後に経済活動が落ち込んだ頃に比べると少し改善しているが、なおプラスには転じていない。従って、(3) に示したLW、雇用者所得についても前年比ゼロ近傍の動きを脱しきれていない。雇用者所得の先行きについては、恐らく経済活動の回復がこれから下支えに作用していく一方で、今年度下期は、製造業大企業の収益がかなり厳しかったので、これが夏場にかけて賞与の押し下げに働く可能性があると思う。また、公務員給与もこれから引き下げられるということであるので、当面目立った回復も期待しがたいというこれまでの見方を維持することで良いと思っている。

以上、実体経済について纏めると、まず現状判断であるが、データで確認できるところでは横這い圏内の動きであると判断している。そうした中で、生産あるいは公共投資などにおいて、先行きの持ち直しを示唆する動きが少しずつ増えていると考えている。1月の中間評価との関係でみると、

来年度に入って経済活動の持ち直しが次第にはっきりしてくるというシナリオだったと思うが、そのシナリオに沿った動きであり、しかもその蓋然性が少しずつ高まりつつあると評価できるのではないかと思う。リスクについては、欧州債務危機によるダウンサイドのテールリスクが低下する一方で、イラン情勢を巡るリスクのウエイトが相対的に高まっていると思う。原油価格については、米国のWTIに比べると、地政学リスクの影響からドバイの上昇の方が少し大きいということがある。日本はこの辺りに頼っており、我が国の場合、そういう中東への依存度が高いほか、現在は原発停止のもとで発電の化石燃料の輸入への依存度を高めていることなどを踏まえると、その辺りのリスクには、これまでよりもう少し注意を払っていく必要があると考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

先程、図表 18 の機械受注では、更新投資が増えているかもしれないということであったか。

前田調査統計局長

自動車については、である。

白井委員

自動車であるか。

前田調査統計局長

自動車については、恐らくリーマン・ショック後に投資を相当圧縮したので、維持・更新も十分にできていない状況である。そうした中で生産が上がってくるので、多分その更新投資が増えているのであろうということ

である。

白井委員

そうすると、図表 19 の (1) でみると、製造業の大企業が一番減価償却費と差があるが、今のところは自動車だけということであるか。

前田調査統計局長

自動車だけではないが、自動車を中心にということである。それ以外でも例えば化学といったところも少し増えている。

白井委員

機械受注で1月のデータをみると、非製造業の方が伸びが大きくなっている。

前田調査統計局長

先程申し上げたが、3業種あって、一つは自動車、一つは通信、あと一つは建設である。建設は、恐らく色々な復興関係だと思う。恐らく通信は、一つは震災でやられた基地局を作るというのと、もう一つは、例のスマートフォン関係で色々な設備を増強する動きが始まっているので、この辺りではないかと思っている。それは来年度にかけて設備投資を上押しする要因になっていると思う。あと、はっきりは分からないが、これは前々から申し上げていることであるが、色々な耐震強化の動きは何がしか出ているのではないかと思う。

亀崎委員

消費者物価について少々テクニカルなことであるが、デジタル家電品群が全体のウエイトの160持っていて、3割も前年比で下がっている。従って、これが全体を0.486%ポイントも引き下げている。この中にはパソコンとかカメラとか色々入っているので一番分かりやすいテレビをみると、

2010年基準への改定時に物凄くウエイトが大きくなって97、ほぼ1%である。2012年1月はこれが-36.1%であったので、これだけで0.35%ポイント下げている。これだけ大きく0.35%ポイントも引き下げるような状況は、実態とは少し違うのではないか。テレビはもう大量には売れなくなってきている。そうすると、CPI（除く生鮮食品）の実態は——将来はまた2015年基準で改定になるであろうが——やはり-0.1%よりももう少しあるかもしれない。それは——今日配られたラスパイレス連鎖指数もまだここまでは入っていないと思うが——この辺は非常にテクニカルではあるが、この品目はウエイトが大きいだけに、なかなか動かないCPIが0.35%ポイント動くというのは大変なことである。今はその中でこれだけテレビが大きな役割を占めているということである。これは実態と少し乖離しているのではないか。そういうところをよくみておかないと、見誤ってしまうかなという感じを持っている。

前田調査統計局長

幾つか申し上げたいが、今日お配りした資料の図表46をご覧頂きたい。(1)が刈込平均である。これはテレビだけではなくて、テレビは下がっているものとして刈り込まれているが、逆に上がっているものも刈り込んでいるので、一応ペアになっているものである。これで見るとやはり緩やかに改善してきていて、足許+0.2%とプラスになっている。ただ気を付けて頂きたいのは、生鮮食品が気温の低下でかなり上がってしまったので、生鮮食品が刈り込まれる方に行き、これまで刈り込まれていた石油製品が刈り込まれなくなったことによって上がっているという面はある。しかし、いずれにせよそういう細かい話を除けば、(1)の刈込平均値をみても、(2)の上昇・下落品目比率をみても、やはり緩やかな改善が続いているということだと思う。それでテレビを除いてみるかどうかは別にしても、やはりゼロ位まで改善してきているということである。それを申し上げたうえで、テレビについては1月までは相当下がっているのだが、2月の東京をみるとマイナス幅はかなり縮小しており、これは全国もそうなるかどうかは分

からないが、少し銘柄変更の過程でマイナス幅が縮小しているので、場合によってはもう少しマイナス寄与がこれから縮小してくるかもしれない。あと、我々が連鎖をみる時に、2010年基準の場合は例のエコポイント等の影響でテレビのウエイトがボーンと上がったのだが、家計調査で2011年のテレビのウエイトが実はかなり下がり、その部分を連鎖で見るとその面からの押し下げ寄与は縮小するという変化が出ている。連鎖はそもそも普通のラスパイレース指数よりも低めに出やすいのだが、逆にテレビのウエイトは少し下支えする方向に働くということになりそうであり、テレビがどんどん暴れて消費者物価をみにくくするという度合いは、一頃よりは少しは低下していくのではないかと思っている。

亀崎委員

この連鎖には、いつ頃から、何か月遅れ位で反映されるのか。

関根調査統計局経済調査課長

1月分から遡及され3月末に出る。整理すると、今度出てくる全国は2月であるが、1月分から遡及されるということである。

前田調査統計局長

この辺りについては、テレビに限らず家電については結構銘柄変更があつて、今回はたまたまマイナス幅が縮小の方向であつたが、逆もあるので、出てみないと分からないということである。取り敢えず当面はそのような感じである。

森本委員

国際商品市況であるが、今日配られた図表39をみると、原油以外にも――穀物も非鉄も――それなりにここのところ強含んできているのかなと思うが、先程の国際局資料の図表6では、原油が強含む一方、非鉄金属、農作物は横這いの格好で動いている。これは、輸入する構成の違い

といったことなのか。基調的に農作物や非鉄もそれなりに上がっていているという感じで良いのか。

前田調査統計局長

多分、国際局の図表6をご覧になっても、何だかんだ言いながら去年の秋をボトムに少しずつ上がっている。これは恐らく月次の数字なので、ぐちゃぐちゃしてみにくいのだが、ボトムよりは明らかに上がっている。

森本委員

1月位からみると横這いのようにもみえる。ここ当面という感じではあるし、あまり細かいことを言っても仕方ないのだが、基調がどうかである。確かに去年の秋口位から上がってきているのは事実であるが、ここへ来て、原油の方はまだ強含む一方、農作物、非鉄は少し横這いに入っているようにみえる。

前田調査統計局長

我々の数字は、確か月中平均なので、そういう意味では均された数字というようにみて頂きたい。

森本委員

日本への輸入金額で合成しているということか。国際局のはそうではないということか。

前田調査統計局長

基本的に原油を中心に上がっていることは事実であるが、穀物とか非鉄についても、世界経済回復の影響が何がしか影響しているとは聞いている。

森本委員

ただ、非鉄などは中国等の需要が少し落ちているといった格好で、少し

弱いような話もない訳ではない。

前田調査統計局長

日によってはそういうニュースが出ることもあるが、全体としてみると、米国等の経済指標の改善といった辺りが好感されて、非鉄も少しずつ上がっているということである。ただ、両者にはかなり差があって、その差は地政学リスクであるとお考え頂ければと思う。あと、我々のグラフで図表 39 の (3)、(4) にあるように、電子部品関係も少し底を打っている感じもある。

宮尾委員

設備投資のことでお聞きしたい。企業の成長期待は、アンケート調査から窺われる限り、この1年間非常に厳しかったにもかかわらず、設備投資の見通しに関してもしっかりしていたということで非常に良かったと思う。一方で、機械受注など足許の設備投資の動きは、緩やかな増加基調である。レベルでみると本当にゆっくり動いてきていて、当然これから復興需要とか震災関連の色々な支出等が出てくるのであろうが、企業のアンケート調査で謳われているほどのしっかりとした設備投資の本格回復は、まだ窺われないかなというイメージを持っている。そういう実力ベースのと言ったらおかしいが、先程の設備投資は海外も含んでいるので難しいと思うが、国内の設備投資で本格回復を期待できる兆しみたいなものはまだ出ていないのか、それとももう出始めているのか。その辺についてはどう考えたら良いか。

前田調査統計局長

図表 22 (3) にある今後3年間の設備投資伸び率の見通しがしっかりしているのは事実であるが、この伸び率が本格回復と言えるほど高いかというと、4%位なので、そもそも一桁台後半のような伸びが期待されている訳ではない。今、機械受注等についても数パーセントの伸びであるので、

この両者が凄く大きく違うかというところもそうでもないと思う。あまり本格回復というような設備投資がどんどん出てくることは、多分それほどないのではないか。そう言うと言い過ぎかもしれないが、成長期待が潜在成長率で0.5%位、この大企業の成長期待でも1%位なので、それほど設備投資がどんどん増えていくということは、私は期待していない。

宮尾委員

私のイメージは5%とかその位である。例えば、2011年のGDPの設備投資は、対前年の伸び率が最終的に結局マイナスか1%と、本当に横這い圏内であったと思う。民間の色々なシンクタンクの設備投資も、3%とかわりと慎重にみているところもあれば、もう少し強めにみているところもあるかもしれないが、それには当然復興需要とか色々なものも含まれていると思う。ただ、復興需要は復興需要であってある種上乘せされた部分なので、民間の実力ベースの設備投資というのが成長力あるいは生産性向上には鍵になると思う。そういう成長期待を本当に高める——今ゼロ%台半ばであるので、この1.5%程度の成長期待を本当に実現する——のであれば悪くないと思うが、そういった1.5%位の成長期待をしっかりと実現するために必要な国内の設備投資の伸びが5%なのかは分からないが、何がしかの設備投資の水準が必要であろう。それがこの1年間控えられてきた。これからどういう形で出てくるのか考えているのだが、そういった復興需要を除いたうえで、海外には当然出ていくのであろうが、海外に何割か出ていくにしても、ある程度国内もしっかり出てこないとその成長期待はなかなか維持できないと思う。それを、本格回復というイメージとして申し上げたのだが、8%とか10%の設備投資伸び率、あるいは2003～2004年のような非常に大きな設備投資の伸びは勿論考えていないが、それにしても、ある程度しっかりした成長期待を実現する位の設備投資というのが出てくる兆しはあるのか。

前田調査統計局長

兆しはまだそれほどないと思うが、設備投資のところでご説明したとおり、ここ数か月は海外あるいは為替に関する不確実性がかなり高かったので、設備投資を一時抑制し、先送りするような動きもあったと思う。実際、企業からそういう話も聞く。従って、逆に言えば、海外に対する見方がしっかりしてくれば、それを本格的な伸びとは思わないが、順調な設備投資の伸びになっていくのであろうと思うので、今年半ば以降の話だとは思っている。ただ、まだ確認されている訳ではない。

西村副総裁

労働需給について、図表 35 の (1) の完全失業率はあまりきれいに動かないし、過去にもそういうことがあったが、何となくミスマッチが増加しているような気もしないでもないが、感覚としてどうか。

前田調査統計局長

これは我々も気にはなっていて色々みているが、まず被災地ではミスマッチが増加していると思う。建設関係に対する労働需要やあと失業保険で長引いているというのもあるが、東北の有効求人倍率は相当上がってきているのに雇用がなかなか増えていないのには、そういう理由がある可能性があると思う。実は、東北 6 県では有効求人倍率が足許 0.72 倍まで上がっているが、震災直後は 0.47 倍であったので 0.25 ポイントも上がっている。全国では 0.1 ポイント位しか上がっていない。このように、相当上がっていて、水準的にはリーマン・ショック前の 2007 年末頃位まで上がっている。そのわりに、雇用に結び付いていない。それはミスマッチの部分があると思う。リーマン・ショック後、製造業が雇用を相当抑制したために失業者が出たのだが、その後、製造業も多少は求人しているが、どちらかというところ介護とかヘルスケアインダストリーのようなサービス業の求人が増えている。しかしそこになかなか移っていないというのも事実であるので、そういう意味でやや長い目でみて緩やかなミスマッチもあるのではない

かと思う。ただ、マクロでUV曲線のようなものでみた時に、凄く上がっているかというところまでは上がっておらず、個別に分析したものとマクロの指標が上手くいかないのが、これは我々も頭を悩ませているが、じりじりミスマッチが増えているのかなというのが、取り敢えず現時点での私の認識である。

白川議長

他にないか。

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

本日席上に配付させて頂いている資料-5(参考計表)【追加】でご説明する。なお、後程事前に配付している資料-7も使わせて頂く。まず資料-5(参考計表)【追加】の図表1、予想インフレ率の関連である。(2)は家計の1年後の予想インフレ率であるが、右端が1月分で、数字で申し上げると+1.73%である。先程2月分が出たが、+1.80%ということで久方振りに若干上がった。この2月分というのは調査時点が2月15日で前回決定会合の翌日であるが、それが反映されたというよりは、むしろ生鮮食品が若干上がっているといったことが影響している可能性があるということかと思う。図表2のエコノミストのCPI見通しであるが、(2)の年度見通しの3月調査では、こちらは調査時点が2月23日から3月1日なので前回会合の結果を織り込む時間的余裕も十分にあり、しかもエコノミストであるが、2013年度についても+0.1%ということで物価見通しには変化がないようにみえる。(3)、(4)は新しいデータは入っていない。図表3(1)のQSS債券月次調査は、右端直近のデータは2月調査分だが、これは調査期間が2月21日から2月23日で、これも決定会合の後の調査であるが、ご覧のよ

うにほとんど変わっていない。太線の2年先から10年後という中長期のインフレ予想が若干上がっているようにもみえるが、四捨五入すれば+1.0%で変化はない。なお、ここに掲載していないが、今回特別調査としてCPI前年比+1%が達成される時期に関するアンケートも行われている。ご参考までに申し上げておくと、2013年中という回答が全体の8%、次が2014年中という選択肢がなく2014~2015年中という粗い選択肢になっているが、それが34%、それから2016年以降という回答が57%となっている。図表3の(2)インプライド・フォワード・レートであるが、これも横這い圏内である。以上、各種のインフレ予想は前回会合での決定を織り込んだはずとみられる情報を含めて前月時点からほとんど変化はなく、中長期を中心に安定的に推移している。

次に図表9の総資金調達コストである。(1)の新規貸出約定平均金利、社債とCPを合成した総資金調達コストは、いずれも相変わらず振れはあるが、引き続き緩やかな低下傾向にある。このうち貸出金利について図表10でご覧頂くと、(1)の短期の金利は横這い圏内である。長期はこれまでのベースレートの低下を徐々に反映する動きが続いており、緩やかな低下傾向にある。(2)の貸出スプレッドの足許の動きについても、特に下段の長期は幾分低下しているようにみえる。振れの範囲内とも言えるが、アネクドタルに貸出競争の圧力が強いという話も聞かれている。

次に、図表14のボリュームである。資金調達であるが、民間部門総資金調達をみると、2月分の前年比が-0.3%となっており、前月と同じであるが、四半期ベースで均せばマイナス幅は縮小傾向にある。この動き全体を規定しているのが相変わらず銀行貸出であり、銀行計でみて2月の前年比は+1.0%までプラス幅が拡大している。ただし、この後、電力向けの貸出が昨年の震災後に急に増えたことを考えると、その裏として今年の4月以降に前年比伸び率を縮小させる方向に効くと考えられる。同じ表のCP・社債については前月の流れが2月も続いており、CPの残高は前年比+6.7%とはっきりとしたプラスが続く一方で、社債は-0.8%と引き続き若干のマイナスとなっている。ただし、社債のグロスの発行額そのもの

は、1月は低調であったが、2月は高速道路会社の起債がたまたま多かったという面もあるが、6,500億円と大幅に回復しており、2月はむしろ昨年あるいは平年を上回る発行額になっている。社債発行を抑制する要因として、業況が良くない電機を中心に起債を先送りしてCPに振り替える動きや、中低位格付企業で銀行借入にシフトするという動きがみられているが、一方で、社債発行の増加要因として、企業買収関連で、昨年銀行借入でファイナンスした分を社債に切り替えて長期化を図るといった社債市場からみたシフトインといったようなことも起きている。また、初の起債案件も引き続き出ており、発行体の裾野に相変わらず広がりもみられる。こうした状況からみて、社債の発行環境については総じて良好というこれまでの評価で宜しいと思う。それから、最近話題になっている東北電力の発行は、3月なのでこの数字には入っていない。3月のところに600億円入ってくることになる。

次に、図表19である。今回法人季報が出ているので、今申し上げたような資金需要の全体像を企業部門のバランスシートの変化の中で確認しておきたいと思う。まず、(2)をご覧頂くと、下向きの白い部分がキャッシュ・フローであり、下へ行くほどキャッシュ・フローが大きいということを表しているが、それに比べて上に出ている設備投資のためのキャッシュ・アウトが相対的に小さいという状況に足許大きな変化はない。むしろ中長期で傾向的にみると、金余りが緩やかに拡大するというトレンドが続いているように窺われる。これが企業部門のいわば根幹をなす資金需要の構造であり、これに様々な短期変動要因が加わって(1)の図表になる訳であるが、その結果、足許のところは運転資金需要等の増加があり、かろうじて若干プラスになっているという状況である。しかしこの後、先程申し上げたように電力が若干落ちるということも考えると、この根幹となるコアの部分の(2)のグラフからは、この後貸出が一気にプラスを拡大していくという展開はなかなか考えにくい。そのことが、先程申し上げた貸出競争の激化などといったことにも繋がっている可能性がある。

次に、図表20の企業金融関連のDIである。今月新しく出た指標は、

それぞれみると若干悪化方向に動いているものばかりである。金融機関の貸出態度は、中小企業（日本公庫）の2月分が+29.2%ポイント、資金繰りD Iについても、中小企業（日本公庫）が-2.8%ポイント、中小企業（商工中金）が-4.8%ポイントである。しかしながら、いずれもレベル的には2000年以降の平均ないしそれを上回っているし、傾向的にみれば改善傾向が緩やかに続いているという判断で宜しいと思う。

図表25のマネー関連であるが、まずマネタリーベースは2月分の前年比が+11.3%とやや伸びが低下している。短期オペに対する需要が低下しているもとの、日銀当座預金の伸び率が低下したことが効いている。この後、国債の大量償還等から3月下旬以降当座預金の増加が見込まれるが、それでも3月、4月辺りは前年比では震災後の大量資金供給の裏が出るので、前年比ではかなり小さなプラス、場合によっては若干のマイナスとなる可能性も否定できないと考えている。

以上、金融環境については、資金調達コスト、資金調達のボリューム、アベイラビリティともに、振れのような動きを別にすると傾向そのものに変化はなく、「緩和の動きが続いている」というこれまでの評価で宜しいかと思う。

続いて、事前にお配りしている資料7で、3か月に一度の成長基盤強化支援資金供給の実績をご報告する。資料7、まず1.の本則については、3月7日に第7回を実施した。ご案内のとおり、3兆円の上限に達した第5回以降は、返済された資金を繰り回せる範囲で新たに貸出をしているが、それが今回は1,469億円であった。注1にあるが、借入希望額は第5回以降、ばらつきは結構あるが1回当たりになると3,000億円前後となっており、そうしたニーズの約半分位を満たしているという状況である。2.の特則分であるが、やはり3月7日に第3期分を実施した。金額は380億円であり、第2期の175億円よりも増加している。貸付先数は13先とあるが、そのうち今回初めて実施した先も4先存在している。残高ベースでは、金額が891億円、先数で26先となっており、5,000億円の枠に比べるとまだ少額であるが、着実な利用の広がりがみられている。以下、参考2に

個別投融資の残高の内訳、それから3頁に個別投融資の平均金額や平均期間が纏めてあるが、詳しい説明は省略させて頂く。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

山口副総裁

最後の説明の「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」という資料で本則の実施結果の(注1)をみると、借入希望額が漸次減ってきている。これは、未充足需要が漸次落ちてきていると理解すべきか。それとも何らか特別な事情があってということなのか。

門間企画局長

そのところは、ルーカス批判ではないが、制度に対しての向こうの対応ということもあるので、なかなか判断は難しいが、長めの金利まで低下しているということで、相対的に旨みが若干薄らいでいるということは若干聞かれてはいる。ただし、3メガについてはもう1,500億円まで行っているので別としても、やはり毎回1,500億円位しか出てこないということが二回やって分かってきているので、持ち込む方もやはり駄目かなという感じであまり持ち込んでこないというような話も若干聞かれている。ということで、我々の制度設計によってこの程度に段々減ってきているということも多少あるような感じもするので、その辺は先程申し上げたように少し識別が難しいかなというように考えている。

白川議長

他にないか。

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

私の方から実体経済・物価についてご報告する。まず、実体経済の現状の冒頭であるが、「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」としている。「横ばい圏内」という基調判断に変更はないが、先月、「海外経済の減速や円高の影響などから」としていたところを「持ち直しに向けた動きもみられているが」に変更することによって、若干明るさを滲ませた形になっている。それに対応するのがどこかということについては、続く各論の一番最後の行をご覧頂きたい。先程の前田調査統計局長の説明にもあったが、生産予測指数や公共工事請負統計を踏まえて、「生産や公共投資などにも、先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている」ということである。同じ段落の少し前、個人消費については、「自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増している」。先月までは「底堅く推移している」としていたが、エコカー補助金等の効果も踏まえて、若干表現を変更している。最後に、同じ段落の一番上のところだが、先月は米国、欧州、新興国・資源国についてやや詳しく書いていたが、この辺はあまり変わっていないということもあるので、今月は「海外経済は全体としてなお減速した状態から脱していない」と非常にシンプルな形にしている。

先行きについても、結論として「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」というところは変わっていない。ただし、そのタイミングが時間の経過と共に徐々に近づいてきているといったニュアンスを出すために、「次第に横ばい圏内の動きを脱し」という形で、先月まで「当面、横ばい圏内の動きを続けるとみられるが」としていたところを変更している。同様の趣旨の変更を、各論の部分であるが、輸出についても行っているし、設備投資について「海外経済減速などの影響は残るものの」としたことも、

減速の影響が徐々に薄まっていくタイミングが近づいてきているということニュアンスとして出したものである。最後に生産であるが、震災復興需要等も出てきていることもあるので、今後は内外需要をみていこうということで、「こうした内外需要のもとで、生産は緩やかに増加していくと考えられる」としている。

物価であるが、C G P Iの先行きについて、先程も説明があったが、「強含む」ということで、先月までの「横ばい圏内で推移する」から変更している。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融については、二点記述を変更させて頂きたいと考えている。まず一点目だが、金融市況について、株高円安を反映して、「前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」とさせて頂きたいと考えている。二点目だが、C P残高について、2月の前年比プラス幅は幾分縮小したということであるので、前月の「前年比はプラス幅がやや拡大する」から、今月は「前年比はプラスで推移する」にさせて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

ないようであれば、本日はこれで終了する。明日は午前9時に再開する。金融政策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。以上である。

(16時52分中断、13日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行を説明する。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、最後に2月13、14日開催の会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは大串博志大臣政務官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。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。発言の順番であるが、本日は森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、中村委員の順番である。それでは森本委員からお願いします。

森本委員

前回会合以降、我が国経済は、内需を中心に堅調に推移しており、中間評価時の見通しに沿った動きとなっていると考えている。しかし、欧州債務問題の緊張は和らぐ一方で、原油価格は前年ピーク圏に上昇しており、これが世界経済へ与える影響を十分に注視していく必要がある。

まず、欧州情勢である。金融資本市場をみると、ECBが2月末に実施した二度目の3年物資金供給では、比較的小規模な金融機関も含めた800先から約5,300億ユーロの申込みがあり、合計で1兆ユーロを超す流動性を供給したことが市場の安心感に繋がって、欧州金融機関の資金調達環境が改善している。3か月物EURIBOR-OISスプレッドは危機が欧

州全体に波及する前の7月の水準にまで低下しているし、ドル調達もLIBOR-OISスプレッドやドル転コストが一頃に比べて低下している。また、ギリシャ第2次支援に関しては、PSIについて集団行動条項が発動されることとなったが、これによる債務減免額が当初計画を上回り、ユーロ加盟国とIMFによる支援も承認されることが確実になったことでひとまず安心感がみられ、イタリア、スペイン等周縁国の利回りも低下傾向が続いている。ただ、ギリシャの国内情勢を踏まえると、国際社会に約束した財政緊縮策を確実に実行できるかは依然不透明である。また、3月2日のEU首脳会議では新たな財政協定に署名するなど、財政ガバナンス強化に向けて前進したが、欧州安定メカニズムの最大融資額の規模の引き上げについては未だ結論が出ていない。何より、最終的には個別国がそれぞれで財政改革など不均衡の是正と競争力の強化に確実に取り組む必要があるが、その実現に向けたハードルは高く、それまでの間に市場の緊張が再び高まる可能性があることには注意が必要である。

こうしたもとで実体経済をみると、10~12月期の実質GDPは前期比年率-1.3%と2009年4~6月期以来の落込み幅となった。周縁国を中心とした財政緊縮への取り組みや金融機関の貸出態度厳格化の影響から、個人消費や設備投資などの内需が弱含みで推移している。足許では、家計や企業のコンフィデンスには下げ止まり感も窺われ、ドイツでは景況感の改善に加えて失業率も6.8%と歴史的な低水準となる一方、周縁国では逆に上昇が目立つなど、国別のばらつきが大きくなっている。こうしたもとで、2012年の実質GDP成長率の欧州委員会見通しは、-0.3%に下方修正されている。先行きは、ユーロ安による域外輸出の下支え等もあり、ドイツなど一部コア国を中心に経済が年後半に向けて徐々に安定化していく方向にはあるとみている。しかし、財政協定を遵守する過程でユーロ圏全体として財政緊縮が進むとみられることから、経済の自律的な回復に繋がるには今しばらく時間を要すると思われる。

続いて、米国経済については、株価がリーマン・ショック後の高値圏内で推移し、雇用情勢も引き続き改善するもとで、消費者コンフィデンスも

向上しており、個人消費を中心に底堅く推移している。また、ISM非製造業景況指数も1年振りの水準まで上昇し、企業のマインドも明るさを保っている。ただ、個人消費は、暖冬による春物販売の下支えや自動車の供給回復などの一時的な要因により押し上げられている面もあり、足許ガソリン価格も上昇しつつあるもとの、持続的に増加していくか不透明である。また、差し押え物件等を含めた住宅在庫がなお高水準であることを踏まえると、住宅価格も当面は軟調に推移する可能性が高く、バランスシート調整の解決には時間がかかるとみられる。先行き、緩和的な金融環境が設備投資を下支えする面もあるとみられるが、歳出削減などによるフィスカル・ドラッグの影響もあり、回復ペースは依然として緩やかなものにとどまると思われる。

次に、新興国・資源国経済をみると、欧州経済の減速を受けた成長ペースの鈍化に歯止めが掛かりつつある。このうち中国経済をみると、2月の貿易収支は11か月振りに赤字になったが、製造業PMIが3か月連続で50を超え生産活動が持ち直しつつあり、個人消費や固定資産投資も、自動車販売や鉄道投資等一部に低下傾向がみられるが、全体として高い伸びを続けている。今回の全人代では、実質GDPの目標値を+7.5%に引き下げはしたが、今後も所得水準の上昇や都市化を背景とする構造的な内需拡大の余地は大きく、引き続き高めの成長は続けていくとみている。NI Es・ASEAN経済については、欧州経済減速やタイ洪水の影響から10~12月期はマイナス成長となったが、足許、洪水被害からの復旧もあって生産・輸出が下げ止まりつつあり、先行きは次第に持ち直していく見込みである。インド、ブラジルでは既往の金融引締め等の影響により内需が減速していたが、金融緩和にシフトするもとの、足許では製造業PMIが改善するなどやや持ち直しの兆しがみられる。新興国・資源国全体としてインフレ率が徐々に低下してきており、実質購買力の回復による消費下支えも期待でき、成長率が次第に高まっていくとみられる。

こうしたもとの国内経済をみると、10~12月期のGDP2次QEは、設備投資が上方改訂され、年率で前期比-0.7%となった。本年入り後は、

タイ洪水による供給制約が概ね解消したほか、復興関連需要もあって、底堅い動きとなっている。また、生産予測指数による1~3月見通しは実勢ベースで前期比+1.1%となるなど、持ち直しの兆しがみられている。様々な不確実性には注意が必要だが、先行きは、1月の中間評価でみたとおり、2012年度前半には、新興国・資源国が牽引する形で輸出、そして生産の改善の動きが明確になり、緩やかな回復経路に復していくと考えている。

足許の動きをやや詳しくみると、個人消費は、雇用環境に改善がみられるも、震災等で一旦抑制された需要の復元や補助金効果による新車販売の押し上げもあって、底堅く推移している。また、円安株高が進行するも、景気ウォッチャー調査の先行き判断指数が4年10か月振りに50を上回るなど、企業と家計のマインドも幾分改善している。企業設備投資については、輸出企業にみられる収益の大幅下方修正が投資抑制に繋がる可能性もあるが、被災地設備の修復・建替等復興の本格化や耐震強化等もあり、緩やかな増加基調が続くとみている。この間、公共投資は、被災地自治体による復興計画策定が進捗するも、公共工事請負金額が増加基調にあり、復興にかかる大型予算執行に伴って徐々に本格化するとみられる。

また、引き続きダウンサイド・リスクには注意が必要である。実体経済に大きな影響を与え得るリスクとして、欧州債務問題の深刻化、イランに関する地政学リスクの高まりによる原油価格高騰、夏場の電力需給の不確実性の三点に、引き続きしっかりと目配りしていくことが大事だと思う。とりわけ原油価格については、足許、前年ピークを更新するなど強含んでおり、情勢が緊迫化してさらに大幅に上昇することとなれば、世界経済を減速させ、我が国にとっても、貿易収支や企業収益の悪化などを通じて景気の下振れ要因となるため、十分注意が必要である。

最後に物価である。国際商品市況は、イランを巡る地政学リスクの高まりなどを背景に上昇に転じている。企業物価指数の前年比をみると、プラス幅が徐々に縮小してきたが、足許の国際商品市況の上昇を受けて2月は若干拡大しており、先行きは強含むとみられる。生鮮食品を除く消費者物

価指数の前年比は、価格転嫁が進みにくいこともあって、当面ゼロ近傍で推移するとみている。今後、需給ギャップの改善や家計等の中長期的なインフレ予想を映じて、徐々にプラスに転じていくと考えている。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

前回の会合以降の金融経済情勢は、概ね中間評価で示した見通しどおりに推移してきていると考える。一方で、先行きについては、力強い回復に対する確信がまだ得られていないことも確かである。

国際金融情勢は、欧州を中心に引き続き緊張度は高めであるものの、足許は、ECBによる大量の流動性供給やギリシャ第2次支援の合意などにより、総じてみれば一頃に比べて幾分落ち着いた状況が続いている。こうした安定自体は好ましいことであるが、このことが逆に「kick the can down the road」の誘惑、すなわち問題先送りの誘惑に繋がっていないかが懸念される。欧州には、この先の欧州諸国の国債の大量償還、フランス、ギリシャの選挙、ギリシャの経済財政改革と支援の帰趨、デレバレッジの行方、金融機関の自己資本増強、フィスカル・コンパクトの着実な実行やESMの構築など、未だ道筋がみえない多くの差し迫った問題が山積している。ネガティブイベントが発生すると一気に金融市場に不安が広がる一方、これに対応する施策はユーロ各国間の審議と調整に時間を要する。このため、これからも問題が顕在化する度に金融市場が不安定化するといった状況が繰り返されることが懸念されるだけに、欧州債務問題については当分の間注意を怠れない。

この間、世界経済に与えるリスクとして浮上してきたのが、原油価格の上昇である。イランを巡る中東情勢が緊迫化したことによる地政学リスクの高まりが原油価格上昇の主たる要因とはいえ、世界的な金融緩和を受け

た投機的な資金の流入が、一層の価格上昇をもたらすことがないか注意が必要である。今のところ、足許の原油価格の上昇が経済の下押し圧力として働くような状況にはなっていないが、原油価格の上昇は緩やかな回復を続ける世界経済の下押し要因となりかねないだけに、今後の動きを注視していく必要がある。

各国・地域別に述べる。米国は良好な経済指標が続いており、緩やかな景気回復が続いていると判断している。このうち、2月の自動車販売台数が年換算で1,510万台となったのは、既往の買い控えの反動やエコカーへの乗り換えブームなどの要因もあって、やや出来過ぎの感はあるにしても、リーマン・ショック後をボトムに、昨年のサプライチェーン毀損による一時的な落ち込みを挟んで増加を続けている。このことは、個人消費が緩やかな改善傾向を続けている証左であるとみている。

米国経済の先行きについては、雇用情勢の行方、住宅市場の動向のほか、先程触れた原油価格が鍵になるとみている。まず雇用情勢だが、先週発表された雇用統計によれば、非農業部門の民間雇用者の増加数は22万人超となり、このところ3か月連続で20万人超と改善が続いている。先行きについては、建設業やサービス業といった大量の雇用を生みやすい業種において雇用が拡大するかがポイントとなる。住宅市場については、引き続き抑制された情勢が続いている。先月末に公表されたベージュブックでは、大半の地区で住宅市場について幾分改善したとの報告もみられているが、ケース・シラー指数でみた昨年12月の住宅価格は、全米20都市中6都市でボトムを更新し続けているほか、全米20都市平均でも下がり続けており、底入れしていない。住宅価格は、1997年頃から上昇し始め2006年にピークに達した後、下落を続けている訳だが、この先ボトムを打ったとしても、反転し上昇に転じることが明確になるまでには、まだ相当の期間を要するものと思われる。原油価格の高騰の米国経済への影響については、米国ではガソリン価格が1ガロン4ドルに達すると消費者マインドに悪影響を与えるとの経験則があり、現状既に1ガロン3.7ドルないし3.8ドルと危険水域に達しつつある。雇用環境の改善や好調な株価もあって、

今のところ消費者コンフィデンスの低下はみられていないが、今後投機的なポジションが積み上がり原油価格が高騰すれば、実質購買力の低下を通じて内需が縮小する可能性があるため、注意が必要である。

欧州経済は、引き続き停滞色の強い状況にある。昨年10～12月のユーロエリアの実質GDPは、前期比年率で-1.3%と2009年4～6月以来のマイナス成長となった。先行きについては、先程述べたように紆余曲折が予想される欧州債務問題が景気を大きく下振れさせる可能性があるため、注意深くみていく必要がある。

新興国については、中国が高めの伸びを続ける一方、他の新興国は輸出・生産面での減速感が止まりつつある。中国は、全人代で目標成長率を+7.5%と昨年より0.5%ポイント引き下げると発表した。これまでの歴史的な高度成長期から中成長期への転換期に差しかかりつつある中、今回の全人代での目標値は持続的成長に繋がっていく方向性を示したものと捉えられるため、期待したいと思う。NIEs・ASEAN経済は幾分減速しているが、このところ輸出・生産の数値が上向いている。もっとも、アジアの1～2月の統計は、春節の時期のずれ、タイの洪水からの復旧もあって、読みづらくなっている。世界経済の先行きについては、新興国・資源国が牽引する形での成長シナリオを描いているため、回復時期が後ずれすることがないかを注視したいと思う。

次に日本である。これまでのところ横這い圏内の動きを続けているが、そうした中、このところ明るさを示す指標も散見され始めている。先週、昨年10～12月のGDP2次速報値が公表され、国内民間需要が堅調に推移し、同時期の成長の落ち込みは年率-0.7%にとどまったことが確認された。足許では、鉱工業生産の予測指数などから、タイ洪水による生産下押し効果が剥落する中で、生産活動が小幅の増加を続けているとみられることや、昨年12月の公共工事の出来高が前月比でプラスに転じたことや、公共工事請負金額も振れを伴いながらも増加していることなどから、国の補正予算の執行が進捗するにつれて被災地等の復興需要が徐々に始まっていること、自動車のエコカー減税の駆け込みがみられることなどで、経

済の明るさを示す動きがみられている。

先行きについて、展望レポートでは、震災からの復興需要と海外経済の回復によって、日本経済は緩やかな回復経路に復していく姿を描いている。このうち復興需要については、補正予算の執行に伴い公共工事が今後本格化することが期待できる。一方、海外経済の回復については、1月の実質輸出の計数をみる限り、昨年末にかけての輸出の落ち込みからは立ち直りつつある姿がみえている。地域別にみると、アジア向けでは、ASEAN向けがタイを中心に急回復しているものの、特に中国やNIEs向けにやや弱さがみられる。1~2月のアジア向け輸出は春節の時期のずれやタイの洪水からの復旧の影響を相応に受けていることもあって統計がみえづらくなっており、3月の統計もみながら実勢を確認する必要がある。こうした先行きの見通しについては、復興需要の出方、海外経済の減速の程度、原油価格上昇の程度といった点で不確実性が存在するほか、原発の不稼働が経済活動の制約となるリスクがある。先般行った福岡での金融経済懇談会においても、原発停止が地域経済に与える影響は大きく、電力の安定確保が懸念されるとの声が聞かれたほか、電力コストは電力会社、需要家双方の大きな関心事項であった。仮に再稼働が難しい場合には、計画停電や電力の使用制限、これを回避するための省エネ促進等による需要抑制、あるいは電力会社等による供給力の積み増しがなされなければならない。ただ、これらはいずれも簡単に実現する施策ではない。また、コストの問題もある。特に、現在原油価格が強含んでいるため、火力発電のコストは高まってきている。昨年から今年にかけての貿易収支の赤字も、石油やLNGの輸入が増えたことが大きな要因となっている。原発を継続するにしても、安全強化のためのコストが必要になるだろう。仮に電力料金が引き上げられる場合には、実質購買力の低下や企業の収益悪化に繋がる可能性がある。いずれにせよ、原発の再稼働と電力需給の状況については注視していく必要がある。

最後に物価について、既往の国際商品市況を映じて輸入物価が伸び悩む中で、国内企業物価の前年比は概ね横這い圏内で推移している。もっとも、

先行きについては、原油、穀物、非鉄金属など国際商品市況が強含んでいることに加え、足許の為替円安もあって、輸入物価の上昇を通じて、国内企業物価は上昇ないしは強含むものとみている。

こうした中、1月の全国の消費者物価(除く生鮮食品)は、前年比-0.1%と前月から横這いとなった。先行きについては、前年比で価格が上昇した品目から価格が下落した品目を差し引いた品目数は、昨年1月の-206からこの1月には-59へと基調的には徐々に少なくなってきたこと、10%の刈込平均値でみた消費者物価の前年比はマイナス幅を縮小させてきており、極く足許ではプラスの領域に入り始めていることを踏まえると、国際商品市況が強含み、需給ギャップが縮小するもとの、全国消費者物価(除く生鮮食品)の前年比でみた物価上昇率はプラスの領域に入っていく、デフレから脱却していくものとみている。もっとも、そのペースは相変わらず緩慢であることから、はっきりとしたプラスの領域に移行するまでにはなお相応の時間を要するとの中間評価を変えるものではない。なお、このようになかなか消費者物価が上がりにくいテクニカルな要因の一つとして、2010年に大量に販売されたテレビの大幅な価格下落を指摘することができる。消費者物価(除く生鮮食品)に占めるテレビのウエイトは2010年基準では約1%であり、これが昨年1年間で平均3割低下していることから、これだけで昨年の消費者物価を0.3%ポイントも押し下げたことになる。家電エコポイントと地デジへの移行が終了し、薄型テレビの販売が減少しているにもかかわらず、2015年の基準改訂までこの要因が残ることには注意しなければならない。このため、ラスパイレス連鎖指数などと組み合わせながら、基調的な消費者物価の動きを的確に捉えていくことが益々重要になってくると思う。以上である。

白川議長

それでは白井委員お願いします。

白井委員

まず、国際金融市場については、前回会合以降、投資家のリスク回避姿勢が弱まる中で、株価、原油、幾つかの新興国・資源国通貨が上昇している。日本についても、円安・株高が進み、投資家心理が改善している。とはいえ、先行き不透明感が強い中で、全体としては安全資産とされる主要国国債の長期金利が低位で推移していることから、本格的なリスクオフの状態ではなく、国際金融市場は依然として不安定な状態にあると判断している。

世界経済については、緩やかな回復基調を維持しているが、これを下振れさせる要因として二つのリスクに注目している。一つは、イラン情勢悪化による原油価格上昇がもたらすリスクで、もう一つは、欧州債務問題がもたらすリスクである。前者の原油価格上昇リスクについては、ユーロ圏では、既に2月のインフレ率がエネルギー価格高騰を反映して上昇に転じていることから、景気停滞がさらに強まる可能性があることに加えて、米国ではガソリン価格高騰により消費が抑制されるリスク、日本では原油輸入価格上昇分を最終財価格に十分転嫁できずに企業利益が下押しされるリスク、新興諸国では原油輸入国についてはインフレ圧力が再度高まることで成長と物価の両立を難しくするリスクが考えられる。

もう一つの欧州債務問題がもたらすリスクについては、確かにECBによる2度の3年物資金供給により金融市場の緊張が和らぎ、デレバレッジは予想よりも小規模にとどまっている。EBAによると、欧州金融機関の自己資本比率増強計画のうち、融資抑制や資産売却によって実現する部分は全体の僅か1割程度にとどまったと発表している。また、ギリシャでは、ギリシャ法のもとで発行された国債の民間保有者の約86%がPSIに参加し、残りは集団行動条項が適用されることになったことで、第2次支援が近く開始されるのでテールリスクは和らいだと言える。しかし、集団行動条項適用によりCDSが発動されることになり、それが市場へ及ぼす影響が限定的で済むのかどうか幾分懸念している。また、ギリシャでは今後とも財政再建、経済改革が頓挫し、これだけの債務カットをしても将来的に

第3次支援が必要な可能性が残る。このほか、最近では2013年に長期国債の市場発行を計画しているポルトガルで、市場調達ができずにギリシャのような第2次支援が必要になるとの見方が広がっており、ポルトガルの長期金利が高止まりしているのが気になる。しかも、経済規模が大きい他のユーロ圏諸国への波及を防止する安全網が十分構築されていないために、国際金融市場を不安定化させるリスクは残っている。これら二つのリスクについては、今後も注視していきたいと思う。

これらのリスクを踏まえたうえで、以下、米国、新興諸国そして我が国の経済・物価情勢について概観する。まず米国経済については、比較的堅調で、昨年10～12月期の実質成長率が住宅投資と設備投資を中心に上方改訂されている。1月に入り、鉱工業生産は前月比横這いで、製造業受注は減少しており、これらの要因は引き続き2月のISM製造業景況感指数が下落する原因となっているが、指数のレベル自体は経済活動の活発化を示す50を31か月連続で超えており、比較的好調である。ISM非製造業景況感指数については、50を超えており3か月連続で上昇している。労働市場については、民間部門の雇用増加と新規失業保険申請件数の改善傾向に加えて、現行人員による労働時間の増加がほぼ限界に達しつつある。こうした雇用環境の改善と株価上昇を反映して消費マインドは改善し、自動車販売は買い替え需要の顕在化もあって大きく伸びており、実質個人消費も暖冬による暖房費減少の影響を除けば増加している。住宅市場については住宅着工件数、許可件数、中古住宅販売件数のいずれも増えているが、住宅価格の下落と住宅ローンの延滞率は高止まりが続いており、金融機関の融資基準が厳格化している中で住宅ローン金利が低下しても借入が難しい家計も多く、住宅需要の大きな改善は当面期待できないとみている。

新興諸国については、主に輸出低迷によって成長が鈍化しているが、今年に入り資本流入が拡大しており、足許一服感が窺われつつも株高、債券高、通貨高がみられる。今年の成長率は、減速しつつもインフレ圧力も鈍化しており、原油価格の高騰などでインフレ圧力が再び高まらない限り金融緩和余地があるほか、財政拡大の余地も大きいので比較的堅調な成長を

持続できるとみている。中国については、2012 年成長率目標がこれまでの+8%から+7.5%へと引き下げられたが、2012 年の成長率はこの目標を上回る+8%超となる見込みである。目標率の引き下げ自体は、中国政府が、過度なインフレと住宅バブルを抑制しながら低中所得者の収入を高めることで内需型成長への転換を目指していることから、望ましいと判断している。2月のインフレ率は、食料価格の前年比伸び率の大幅下落によって+3.2%へと低下したが、成長率の減速と不動産価格の抑制継続により、今年は政府目標の+4%程度に収まり、物価安定と成長の両立は可能だと思う。

我が国経済については、昨年 10～12 月期の経済成長率が、輸出が減少しているものの民間設備投資を中心に上方改訂されたが、同時に民間消費も堅調であることが確認された。また、タイ洪水による部品不足の解消が進むことにより、鉱工業生産と実質輸出が 2 か月連続して前期比で増加している。しかし、燃料輸入も増えているので、貿易収支は赤字が続いている。一方、国内では、公共工事請負額が増加しており、被災地を中心に復興需要が本格化しつつあるようである。こうした経済活動の緩やかな回復を受けて、新規求人倍率や所定外労働時間も改善している。消費については、テレビ販売の不振や大雪で百貨店販売額が停滞したが、自動車を中心に小売業販売額が堅調である。以上より、現状判断は「持ち直しに向けた動きもみられるが、横ばい圏内にある」が適切だと思う。

先行きについても、今後は復興需要が本格化し、エコカー補助金復活を受けて自動車増産が継続し、次第に海外需要が回復に向かう中で輸出も徐々に増加すると予想されるので、「緩やかに回復経路に復していく」という判断で良いと思う。リスク・バランスについては、先程指摘した原油価格高騰リスクと欧州債務問題がもたらすリスクを中心に、下振れリスクの方が大きいと考えている。

物価については、GDPデフレーターが昨年 7～9 月期の-2.1%から 10～12 月期には-1.8%へ下落幅が縮小し、国内需要デフレーターも同様に下落率が低下していることから、デフレ圧力がやや緩和されている。コ

アCPIについては、12月から下落率が縮小する傾向がみられる。今後は、4月からの大口需要家に対する電力料金の値上げのほか、国際原油価格の上昇が円安と相俟って石油関連価格の上昇をもたらすと思われるが、それがどの程度CGPIとCPIの押し上げ圧力、あるいはGDPデフレーターの下押し圧力をもたらすのかに注目していきたいと思っている。物価に関するリスクは、当面は上振れリスクに注意する必要があるとみている。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

最初に、国際金融資本市場の動きからお話ししたいと思う。ギリシャ支援問題の進展やアメリカの経済指標の改善を背景に、国際金融資本市場は落ち着きを取り戻してきているとみている。短期金融市場についてみると、金融機関の資金調達環境は改善の動きが続いている。ECBによる潤沢な資金供給や第2次ギリシャ支援策の決定などを背景に、ドルやユーロの銀行間取引金利やドル転コストは、引き続き低下している。欧州諸国の国債利回りをみると、ギリシャやポルトガルの国債利回りは足許高止まっているが、その他の国では横這いしないし低下している。特に、財政改革路線への信認が取り敢えず高まっているイタリアの国債利回りは、ほぼ半年振りに5%を割り込むなど、目立って低下している。米国や欧州の株価については、一時期やや大きく下落したが、達観してみれば、米国経済指標の改善などを背景に引き続き上昇傾向にある。米国、ヨーロッパの社債スプレッドは、依然高水準ながら、比較的幅広い業種において縮小傾向が続いている。為替市場では、米国経済指標の予想比上振れなどから、前回会合以降、均してみればドルが多くの通貨に対して増価している——高くなっている——ということである。

今お話ししたように、国際金融資本市場は落ち着きを取り戻してきてい

るが、なお楽観はできないとも思っている。一つは、ギリシャへの今回の支援決定で問題が本質的に解決した訳ではないということである。ギリシャの財政再建計画の実効性はこれから試されることになる。先行き、支援の前提が崩れる可能性も否定できないとみている。第二に、E F S FやE S Mの融資能力増強についての結論が先送りされるなど、抜本的な危機対応策についての議論が遅れている。この帰趨も予断を許さないと思っている。

次に、海外経済の動向について述べたいと思う。このところ、米国経済に改善の動きがみられている。欧州経済も停滞感の強まりに歯止めが掛かっている。しかしながら、全体としてみると、減速局面から脱した訳ではないということだろうと思っている。各国・地域については、既に三名の方がお話しになった線と基本的に変わっていないので、取り敢えず省略する。

先行きの海外経済についてだが、欧州経済という重石を抱えながらも、新興国・資源国が牽引役となる形で、成長率は徐々に高まっていくと考えている。米国経済については、緩和的な金融環境にも支えられて回復が続くとみている。ただし、問題はその回復のペースである。雇用環境の改善と家計のバランスシート調整による下押し圧力がせめぎ合うという構図は、すぐには変わらないとみている。従って、当面、回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。欧州経済については、差し当たり、停滞色の強い状況が続くとみている。コア国での輸出の増加と、周縁国を中心とする財政・金融両面からの下押し圧力の綱引きという構図だろう。新興国については、国ごとのばらつきを伴いながらも、インフレ圧力の低下に伴う実質購買力の回復などにより、全体としてみれば、成長率は徐々に高まっていくとみている。

しかしながら、海外経済の先行きを巡る不確実性は、依然として大きい。三つほど指摘しておきたいと思う。一つは、欧州債務問題についてであるが、取り敢えず、国際金融資本市場でのテールリスクの表面化は回避されている。欧州系銀行によるデレバレッジの動きも、欧州の一部を除いて小

康状態を保っているように見える。しかし、今回のギリシャ債務再編にしても、他の周縁国への問題の波及を、やや長い目でみて本当に封じ込めることができるものなのかどうか、なお見定めがたい面があるとみている。また、周縁国が、必要な財政・経済構造改革をそれに伴う痛みを甘受しながら本格化することができるのかどうかも、この先の不確実要因である。欧州債務問題は、やや急性的な症状を経て、いよいよ慢性的な症状にその本質を変化させていくのかもしれないと思っている。

二つ目は、このところ原油価格の動向が大きなリスク要因となっているということである。これが、地政学的な問題を背景に供給ショックという形で顕在化した場合には、世界景気もたついている間に、インフレ圧力が高まるという厄介な状況に陥る可能性も否定できない。

三つ目は、新興国では、ソフトランディングに向けて各国間になおばらつきがあるとみているが、そうした中で、各国とも成長重視の観点に立って、金融緩和方向に舵を切ってきている。こうした政策転換が、長い目でみて各国経済のソフトランディングに寄与するのかどうか、最近の原油価格の動向とも併せ、気になるところである。また、多くの新興国で、中長期的な予想インフレ率がしっかりとアンカーされていないということも、こうした懸念を増幅させるところである。

続いて、我が国経済についてお話ししたいと思う。足許の景気をみると、内需を中心に意外に底堅い一方で、輸出や生産は横這い圏内から抜け出したとは言いがたい。従って、経済全体としては、なお横這い圏内にあるとみている。設備投資は、被災設備の修復などから、緩やかな増加傾向を維持している。個人消費も、底堅さを増している。一方、輸出については幾分持ち直してきているが、均してみれば昨年秋口以降横這い圏内の動きが続いており、生産も1月は伸び悩みを示した。

我が国の先行きについては、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まる、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくといったことを背景に、「次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していく」ということを標準シナリオと考えている。既に、先行きの持

ち直しを窺わせる動きがみられていることも事実である。主に二つあるとみている。一つは、公共工事請負金額が着実に増加してきており、この先の公共工事の増加を窺わせているということである。もう一つは、生産について、このところ予測指数の下振れ傾向が止まってきている。この辺りも、生産の増加の確からしさを窺わせるものであると思っている。問題は、今後の海外経済の動向と、輸出がはっきりと回復する時期がいつかということである。先程述べたように、海外経済は、一部に明るい動きがみられるが、減速局面から脱した訳ではない。輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムをある程度確認するまでには、もう少し時間を要するのではないかと思っている。我が国経済を巡る不確実性については、引き続き大きい。欧州債務問題や国際商品市況の動向については、先程述べたとおりである。国内要因としては、原発再稼働問題の帰趨が読めない中で、夏場の電力問題が当面のリスクだと思っている。

最後に、物価であるが、現状評価、先行き見通しとも、特に大きな変化はない。ただし、原油価格の動きとその国内物価への影響については、これまで以上に注意してみていく必要があると思っている。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

まず、欧州債務問題から申し上げる。ECBによる3年物無制限供給オペの第2弾の実施により、ネットで約5,000億ユーロの資金が供給され、金融システム不安はさらに沈静化した。そして、これまで懸念されてきたギリシャの債務交換プログラムも無事完了し、同国向け第2次支援が確実になるなど、欧州債務問題を巡るテールリスクは、取り敢えず後退したと言える。欧州の実体経済については、全体としては停滞色が強い状況が続くものの、一段の悪化には歯止めが掛かっている状況である。今後は、財

政規律の確保と経済成長の両立に向けて、欧州内の改革を加速していく必要があるが、ドイツをはじめとするコア国とイタリア、スペインなどの周縁国との利害対立はなお根深いものがあり、紆余曲折が続くと予想される。

続いて、米国経済である。家計のバランスシート調整や政府の財政再建といった構造問題が依然重石として作用し続ける結果、景気回復のスピードは引き続き緩やかものにとどまるとのこれまでの見通しに変わりはない。もっとも、雇用・所得環境は着実な改善が続き、ペントアップ需要の蓄積も窺われる中で、個人消費、住宅投資が底堅く推移しており、バランスシート調整の重石は、もしかすると徐々に軽くなってきているのではないかという感覚も得ている。見方を変えると、企業部門を起点とした景気回復のメカニズムが途切れることなくこれまで機能してきた結果、2%台の緩やかな成長はより確度をもって実現できるといった見方が強まり、景気下振れへの耐性も、これまでに比べればより備わってきた可能性がある。もっとも、現在の雇用の回復は、例えば暖冬で嵩上げされているといった指摘もあり、これが間違いなく本当の実力かどうかは、もう少しデータを見極めて判断したいと考えている。そのうえで、当面のリスクはやはり原油高の進行で、現行1ガロン3.7ドル程度のガソリン価格が4ドルを超えて上昇してくると、中低所得者層を中心に実質所得を圧迫して、景気下押し要因となるとみられる。イラン問題に起因すると言われる原油価格の高騰が、一時的な現象にとどまるかどうか、注視していきたいと思う。

アジア新興国については、中国、NIEs・ASEAN諸国とも、皆様が示された情勢判断に私も同意するので、ここでは割愛させて頂いて、我が国経済について述べたいと思う。

我が国経済であるが、持ち直しに向けた動きもみられているが、海外経済の減速や円高の影響などから、なお横這い圏内にあると認識しており、こうした見方が、先週公表された昨年第4四半期の実質GDPの改訂値でも改めて確認されている。年明け以降足許にかけて、内需は堅調に推移する一方、輸出、生産、設備投資が横這いかやや弱含む状態が続いている。この間、企業・家計のマインドに関するサーベイをみると、足許明確な改

善は窺われていないが、特に2月後半以降、つまり我々の金融政策決定会合が実施された以降の調査では、特に先行きについて改善の兆しが窺われている。これは景気ウォッチャー調査や日本商工会議所のL O B O調査に表れている。

今後は、海外経済の減速が底を打ち、復興関連需要が顕現化してくるにつれて、我が国の経済は徐々に横這い圏内から脱していくとみているが、問題はその時期と力強さという点かと思う。この点に関連して、我が国の持続的な成長力という観点からは、設備投資の動向が重要だとみている。設備投資については、これまで弱めに出ていた法人季報の数値が昨年4四半期に前期比大幅に改善したものの、資本財総供給では、1月単月ではあるが減少を示すなど、総じてみればなお横這いか弱めの動きをしていると認識している。一方で、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」によれば、企業は、今後3年間の我が国の実質成長率を+1.5%程度、設備投資の伸び率を+4%程度とみており、成長期待、投資意欲とも下振れていない状況が示唆されている。また、海外生産の比率も、足許2割弱、5年後の見通しでも2割強であり、国内と海外の生産比率のバランスは、このデータをみる限り維持されているようである。このような企業の見通しをベースとすると、企業のキャッシュ・フロー対比あるいは減価償却費対比でみた国内設備投資は、本来もっと顕現化してもおかしくないとみられ、その意味でペントアップ需要というものは相応に蓄積されてきていると思われる。投資意欲は失われていないにもかかわらず、実際の設備投資が手控えられてきたとすれば、それは恐らく、株価の低迷や円高の継続、あるいは欧州不安、世界経済の減速懸念などによって、意思決定が先送りされてきたものと推察される。言うまでもなく、企業の設備投資は、需給ギャップを改善させるとともに、経済の成長力を高め生産性を向上させる重要な経済のドライビングフォースである。足許の円高修正、株高の動きが継続して、企業の設備投資が実力である成長期待に見合うペースで、かつ内外のバランスの取れた形で着実に増加していくかどうか、我が国のデフレ脱却と持続的成長にとって、極めて重要なポイントであると考えて

いる。

最後に、物価動向であるが、1月のCPI（除く生鮮食品）の前年比は、前月と同様-0.1%となった。食料・エネルギーを除いたベースでは、前月の-1.1%から-0.9%へと若干改善したが、依然として-1.0%近傍の低迷が過去数か月間続いている点は気がかりである。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

2月会合以降の経済データは、国際金融市場、海外市場、国内経済ともに2月会合時の予想よりも相対的に良いものが多く、足許底堅さが増している。欧州金融市場の落ち着きにもよるが、特に米国のデータの好調が目立ち、世界経済の回復、特にセンチメントの回復に影響を与えている。そこで、以下、米国経済の状況に絞って金融経済情勢を評価したいと思う。

米国経済については、慎重な楽観、こうしたオプティミズムがエコノミスト、市場参加者ともにコンセンサスになっていると思う。実際、複数の有力な政財界関係者からは、今後2、3年を展望すると、最も hopefulなのは米国経済であるという発言が聞かれている。昨年12月から均してみれば平均25万人、しかも広範な産業に亘る雇用創出、昨年8月の9.1%から今年1、2月の8.3%への失業率の急速な低下、そして先程もお話があったが足許年換算1,510万台という自動車販売の好調、住宅着工の底打ちと思われる動き、銀行融資の回復などが、ゆっくりながらもバブル崩壊後のバランスシート調整の進展の証左であるという見方が、次第に支配的になっている。そして、今年前半は2~2.5%と言われる潜在成長率を若干下回るが、後半にかけては過去の景気回復と同じく潜在成長率を上回る成長が期待されている。ここまでは良い話なのだが、これからは悪い話が出てくる。

しかし、米国経済の今後をみるうえで、三つの留意点がある。第一は、

季節調整の歪みから足許のデータが良く出過ぎている可能性である。第二には、これはもう既に何人かがおっしゃったが、ガソリン価格再高騰の可能性で、それぞれ今後の推移次第では、4～6月以降にセンチメントを大きく後退させ経済活動を押し下げる可能性がある。第三には、より根本的に米国経済の構造変化の可能性で、これはやや長めにみて米国の成長力の低下、そしてインフレ傾向の再燃の可能性を含んでいる。

まず、第一の季節調整の歪みの可能性を、現在最も重要な雇用統計に即して説明したいと思う。米国の雇用は、2008年11月から2009年3月にかけて過去に類例のない規模で大きく減少した。この雇用減を従来同様季節変動と捉えると、年末から年初にかけて、季節調整後の雇用増加のペースが実態よりもかなり過大に見積もられることになる。実際、大統領経済諮問委員会内部での非公式の試算によれば、2007年までのデータに基づいて季節調整を行った場合、雇用統計公表値で12～2月平均25万人程度という力強い雇用増は、実態としてはそこそこの15万人程度の雇用増に過ぎないということになる。実際このところの雇用増は、ほぼ全分野でみられており、季節調整の歪みは全分野にみられるはずなので、まさにこの季節調整の歪みと整合的ではある。もっとも、多くの市場参加者やエコノミストは、逆にこれは雇用増が遍く行き渡ってきているポジティブなサインと捉えているので、考え方はかなり違ってくる。いずれにせよ、もし足許雇用増のかなりの部分が季節調整の歪みに起因するとすれば、4月以降に徐々にその反動がくる。その場合、年央から年後半にかけて、雇用増の公表値が実態以上に伸び悩み、それがセンチメントの急速な悪化をもたらすという可能性には注意したいと思う。これは、実は2010年、2011年と既に二度起こっている問題ではある。それに対する学習が進んでいると思うので、二の舞はないと思うが、人間そして市場は懲りない性癖を持っているので、注意が必要であると考えている。

第二は、ガソリン価格再高騰のリスクである。少し大きく世界の需給環境をみると、米国では比較的在庫は潤沢である。しかし、他の国の在庫水準は相対的に低いレベルにある。加えて、もし新興国が再び成長軌道に戻

り始めると、彼等のエネルギー効率は先進国に比べてかなり低いために、石油需要は成長対比大きく伸びて需給が逼迫する。さらに、これは多分正しいと思うが、中国で戦略備蓄の第2弾が始まっているようである。これに対して、供給側をみると供給余力は低下したままである。様々な理由で石油価格の上昇にもかかわらず、非OPEC諸国での生産能力は伸び悩んでいる。OPECをみると、サウジアラビアが圧倒的な供給余力を有している訳であるが、その規模、そして価格を安定化させる意思についての信認が実は低下している。こうした中では、ちょっとしたショックでも大きな影響を価格に与えることになる。実際、イランの核開発を巡る地政学リスクの顕在化は、石油供給余力が相対的に小さいことと相俟って、石油価格再高騰のリスクを高めている。石油価格再高騰のリスクはガソリン価格の再高騰をもたらし、昨年夏と同じようなセンチメントの急な悪化をもたらすリスクは存在していると思う。実際、先程亀崎委員から指摘があったが、今週初のAAAのガソリンの平均価格は3.81ドルであって、昨年同時期の3.52ドルを既に上回っている。これも既に二方から指摘があったが、一般的にガソリン価格が4ドルを超えると大きな政治問題になるという経験則が言われているが、これにかなり近づいていることになる。ただ、米国は少し特殊要因があり、米国ではシェールガスの生産が進み、輸出がしにくい天然ガスの価格が相対的に低く抑えられている。しかも、いざとなると戦略備蓄を放出するということがほぼ定説になっているので、今年は全般的なエネルギー価格の上昇は起きにくく、インパクトは昨年より小さいという主張もある。しかしながら、先程申し上げた、需給のバッファが少ないということから考えると、大きく跳ねるということもあるので、この点は注意しなければならないと思っている。また、他のリスクと複合した場合のインパクトには注意しなければならないと思っている。

第三は、米国経済の構造変化の可能性である。特に現在問題となっているのは、GDP成長率が然程回復しない中での失業率の急速な低下であり、昨日も話題になったが、いわゆるオークンの法則のシフトの可能性である。オークンの法則は、長期の米国経済データの中で、際立って特徴的な安定

した関係として存在している。具体的には、失業率が年換算1%ポイント低下するためには、年換算GDP成長率が潜在成長率を大体2%ポイント上回る必要があるという関係である。過去数十年、振れはあるものの、長い目でみれば極めて安定した関係を持っていた。しかしながら、このオウクンの法則は、リーマン・ショック以降には変調を来しているようにみえる。2007年第4四半期以降のデータに基づくと——データが少ないので、これでもって変わったということは言えないのだが、試算ということである——、失業率が変化しないGDP成長率という意味での潜在成長率は、巷で言われている2~2.5%から低下して、大体1.9%位のところにとどまっているし、失業率を1%程度低下させるために必要なGDP成長率は、潜在成長率を大体1.5%程度上回る程度で良いことになってしまう。つまり、一番最近のリーマン・ショック以降をしてみると、潜在成長率は低下し、かつGDP成長率が上昇した時の失業率でみた経済のスラックの減少度合いは、過去よりも大きいということを示す。つまり、経済はより早くインフレ気味になっていることを示唆している訳である。これに対して、Fedを含めて大方の見方は、2009年は経済成長率よりも失業率の悪化の方が予想以上に酷かったので、その分反対に失業率が改善するスピードも経済成長率よりも速いとみている訳である。つまり、リセッション中に企業が過剰なレイオフをしたために、その調整が今になって失業率の急低下という形で表れているだけなので、オウクンの法則と一致する水準まで今後失業率が直ちに上昇するということはなく、8.3%というのは実体を伴う失業率で錯覚ではないという考え方である。つまり、リーマン・ショックの影響がまだ続いているので、それが終われば比較的早く長期的なオウクンの法則に戻るということになる。しかしながら、これは私がいつも強調していることなのだが、米国では高齢化が進むうえで厳しいバランスシート調整が長期間続いている。従って、一般には極めて伸縮的と考えられている米国経済が、硬直的、少なくとも差し当たり硬直化しているということを示す幾つかのアネクドタルな事実、それから数量的な事実もある。労働者の地域間、産業間でのモビリティの低下、新規企業の減少、移

民の純流入の低下等である。これら、硬直化した状況はオークンの法則のシフトと整合的であるし、これらは自然失業率の上昇をもたらし、失業率が高い状況でインフレ傾向をもたらすことになる。やや長い目で見た場合には、この構造変化の可能性にも十分注意したいと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以降に公表された内外の経済指標をみると、米国では雇用統計をはじめ経済指標が総じて改善の動きを示したほか、我が国では内需関連指標に底堅さが確認されるなど、全体としてはポジティブな動きを示すものが多かったと受け止めている。従って、我が国経済の現状評価について、「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」との執行部の現状評価に違和感はない。先行きについては、これまでのメインシナリオを引き続き維持しているが、依然としてリスク、不確実性は大変大きく、安心できる状況にはないと思う。

まず海外だが、欧州については、ギリシャのP S Iが成立し、無秩序なデフォルトが回避された。また、E C BのL T R O 2により、欧州金融機関の資金繰り、またこれに加えて周縁国の国債借換えに対する警戒感、懸念も緩和されている。こうした動きのもと、マインドを示すソフトデータは底入れの兆しを示しているようにもみえる。しかしながら、これからの周縁諸国の財政再建による景気下押し圧力がどの程度となるのか、また、幅広く格下げとなった金融機関が、バランスシート、財務内容改善を図る過程で、民間部門へ資金を回していけるのか、注意を要するところである。私は、欧州はここ暫くは低位横這いとみているが、今後欧州がどの位世界経済の足を引っ張ることとなるのかが、その新興国に与える影響の大きさも含め、我が国にとって大きなポイントになると思う。

米国については、雇用統計が引き続き強めの動きを示す中で、個人消費の持続性にかかる懸念材料とされていた貯蓄率の水準も、4%台半ばまで上方修正されている。企業部門をみても、輸出や設備投資が緩やかに増加する中で、生産も緩やかに増加している。こうしたもとで、企業・家計のマインドもまずまずの動きとなっており、米国経済は、引き続き緩やかな回復を続けるものとみている。ただし、足許ガソリン価格が1ガロン4ドルへ迫っており、これから夏場にかけて景気の足を引っ張る懸念があること、またここ何度か強めの指標が続いた後に弱めの指標が続くということを繰り返しており、Fedやエコノミストの一部には、雇用の増加が生産や消費の水準に比べて強過ぎるとの見方も根強く、This time is different. なのか注意していきたいと思う。ここ2、3か月がポイントとなると思う。

新興国については、インフレ率が落ち着いていくもとで、金融緩和の動きが広がっており、国によって差異はあるとしても、全体として、成長のポテンシャルは失われていないと引き続きみている。もっとも、先進国、殊にユーロ圏の景気低迷の影響がかなり出てきており、中国でも、輸出・生産の低下が生じている。こうした動きが、資源国の輸出・生産にも影響してきていると思う。新興国・資源国についても、内需依存には限界があり、これらの国の成長率が高まるためには、やはり先進国の景気回復が欠かせないと思う。新興国・資源国の経済の先行きに若干の懸念を感じるころである。

我が国については、輸出・生産は引き続き横這い圏内の動きとはいえ、内需については、個人消費に底堅さがみられ、設備投資も緩やかながら増加の動きが続いており、先行き、海外経済の下振れがなければ、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横這い圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくというシナリオどおりにみている。足許の景気の実態は、震災後1年が経過して、ほぼ震災前の水準まで戻ってきているものと思う。そこで、ここ暫くの間は、もう一度成長軌道に臨む大事な時期にあると考える。

以上であるが、物価面については、従来の見方から特段変化していない。リスクについては、一つは、欧州の景気等が大きく下振れて、これが新興国へ波及するリスク、二つ目がイラン問題を含めた原油価格高騰のリスク、三番目が夏場の電力供給問題、これらが当面ダウンサイドの大きなリスクと考えている。また、アップサイドとしては、米国経済回復の加速があると思う。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

2月会合以降の世界経済、日本経済の現状並びに先行きについては、1月中間評価に沿った動きが続いている。世界経済は減速しつつも全体としては回復傾向を維持しており、我が国経済は、持ち直しの動きはあるものの足踏み状態となっている。

国際金融市場では、第2次ギリシャ支援策や財政協定の基本合意、ECBによる3年物資金供給オペの実行等により欧州債務危機の最悪の事態は取り敢えず回避できたとの安心感や、米国の主要経済指標が事前予想を上回ったことを背景に、リスク回避姿勢が後退した状態にある。こうしたもと、為替レートは円安方向にシフトし、株価は上昇した。もっとも、ギリシャをはじめとする欧州各国政府による財政赤字削減策の推進や国際競争力の強化など、抜本的な欧州債務問題の帰趨については、引き続き不確実性が強い状態にある。

海外経済であるが、米国経済は、緩やかな回復が続いている。消費者マインドは雇用情勢の回復や株価上昇などから改善を続けており、新年入り後も小売売上や自動車販売は増勢を維持している。企業マインドも持ち直し基調にあり、生産も自動車を中心に回復傾向にある。先行きも、緩和的な金融環境のもと、雇用環境の改善、社会保障減税及び失業保険給付延長などに支えられ、底堅い個人消費を中心に回復を続けると思われる。もっ

とも、ガソリン価格高騰や家計のバランスシート調整が続くほか、欧州債務危機の長期化による下押し懸念もあり、回復ペースは引き続き緩やかなものにとどまるとの見通しである。

ユーロ圏経済は、2011年10～12月期の実質GDP成長率が、域内最終需要や在庫投資の減少により、10四半期振りのマイナス成長となった。1月入り後も、コンフィデンスの低下、緊縮財政策の追加、欧州金融機関の資産圧縮の動きなどから実体経済が下押しされており、全体としては停滞している。この間、ユーロ圏経済の牽引役であるドイツは、IFO企業景況感指数が改善するなど一部に持ち直しの動きもみられ、低調な周縁国とは異なる展開となっている。

先行きについては、EU委員会は2012年のユーロ圏経済の成長見通しを-0.3%に下方修正している。各国の緊縮財政が続く中、欧州債務危機に対する再発防止に向けた根本的な解決策が実行に移されるまでの間は、下押し圧力が強く働くほか、欧州系銀行による資産圧縮の動きによる実体経済への影響も懸念される。

中国経済は、世界経済の減速の影響や多岐に亘る物価や不動産価格抑制策が奏功し、成長ペースは高めながらも鈍化している。春節の影響による振れを均すために1～2月の指標の平均をみても、輸出、工業生産、小売売上高など、幅広い指標で前年比プラス幅が縮小傾向にあり、消費者物価指数前年比の1～2月平均も+3.9%と、低下傾向にあることが確認されている。先行きについて、中国政府は今般の全人代において、2012年の実質GDP成長率見通しを、前年実績を下回る+7.5%とし、中国人民銀行は預金準備率を50bp引き下げたが、物価安定のもとでの持続可能な経済成長を目指す姿勢を鮮明にしている。こうした中、足許の世界経済の弱さ、不動産市場抑制策等の影響から、成長率は比較的高めながらも鈍化傾向が続くものとみている。

NIEs・ASEAN経済は、輸出や生産を中心に弱い動きとなっている。先行きについては、当面は成長ペースが緩やかになると思われるが、その後は、旺盛な域内内需やインフレ圧力の後退に伴う金融緩和余地もあ

り、持ち直しに転ずると思われるが、インフレ抑制と成長促進の舵取りの行方には注意が必要である。

続いて国内経済であるが、2010年10～12月期の前期比実質GDP成長率は、設備投資の上振れを背景に大幅に上方修正された。1月の実質輸出は、春節の影響等もあり前月並みにとどまる中、生産も概ね横這い圏内の動きとなっている。設備投資は持ち直し基調にあるほか、公共投資も底入れしつつある。個人消費は、1月の小売売上等を中心に総じて底堅く推移しているほか、2月の自動車販売台数もエコカー補助金の再導入もあって高めの水準を維持している。企業は、今後の拡大が期待され消費性向も高めと言われるシニア層の需要の取り込みを模索中だが、嗜好が多様であり、マスとして捉えにくいシニア市場の開拓には苦慮しているようである。そのような中であって、ミニスーパー化してきたとも言われているコンビニ業界は、品揃えやインターネット、宅配等との組み合わせにより、シニア層や女性の来店客数の増加等に繋げており、手応えを感じているようである。

我が国経済の先行きは、足踏み状態が続いた後、新年入り後は、震災関係予算の本格的な執行に伴い公共投資が始まっていくほか、設備投資も増勢を強めていくと思われる。また、新興国経済の持ち直しに伴う輸出の増加やエコカー補助金による自動車販売への後押しもあり、緩やかな回復に復していくと思われる。

最後に物価についてであるが、2月の国内企業物価の3か月前比は+0.1%と、前月からプラスに転じている。また、1月の消費者物価は、前年比-0.1%と趨勢的にはマイナス幅は縮小傾向にあり、当分はゼロ%近傍での推移が想定される。なお、イラン情勢等の地政学リスクなどに伴う原油や天然ガス価格の上昇を背景とした世界的なインフレ圧力の台頭と、これに伴う世界経済の成長鈍化の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

景気の現状及び先行きの判断であるが、皆さんのご意見を聞いていると、従来の我々の判断を変えるといったご発言はなかったという感じがする。勿論、先行きについては色々な不確実性があるし、様々な論点が提起されたが、取り敢えず現状及び先行きの判断について、従来の判断をそう大きく変えるものではないと思った。大きな違いがなかったと思うが、足許の動きについては、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横這い圏内であるということだったと思う。後程またステートメントで皆さんの意見は確認するが、そうした判断であったと思う。私の方からは、皆さんの意見陳述と多少重なるところもあるが、自分自身がどのように感じているかということ、何点か申し上げたいと思う。

一つは、欧州債務問題である。言うまでもなく、世界経済にとって最大のリスク要因であったし、これからもそうだと思うが、この欧州債務問題を見てみると、資金市場の機能が改善に向かっている、それからテールリスクが全体に後退してきていると思う。このことは、イタリアの国債金利が一頃7%を超えていたものが、今は5%程度まで下がってきたことにも表れている訳である。勿論、この後色々な課題があるということは皆さんご指摘のとおりである。ファイアーウォールの充実、財政ガバナンスの強化、それから競争力強化に向けた経済構造改革といった難しい課題はあるし、短期的にもギリシャについてひとまず前進があると今度はポルトガルがどうかという不確実性もある。しかし、大きな流れとしては取り敢えずテールリスクが後退してきているのというのは、ポジティブな動きだろうと思う。こうしたその改善の要因は、言うまでもなくECBによる3年物の無制限の資金供給が効いているし、それからギリシャ問題について一定の進展が図られたということだろうと思う。債務削減交渉についても概ね決着し、これによってギリシャの第2次支援が正式に承認される訳であるし、またこれによってIMFの資金基盤強化の議論が本格的にまた始まってくるということだと思う。懸念されていたデレバレッジングの方であるが、これは確かに進行しているが、これまでのところ、全体として欧州域

外の実体経済に対して悪影響を与えるような急激なデレバレッジは避けられてきていると思う。ただし、欧州の銀行のプレゼンスが高い地域、つまり中東欧であるとか、あるいはプレゼンスの高い分野、つまりプロジェクトファイナンスや貿易金融の面については引き続き注意が必要だろうと思う。

翻って、今年の夏場以降、世界経済がその減速傾向を強めてきた訳であるが、それについて足許歯止めが掛かってきたように見える。この大きな流れをどのように理解するのかということであるが、昨日山口副総裁からも執行部説明の後に問題提起があったように思うが、世界経済の減速の原因は何だったのかということで、私自身は三つ位に整理している。一つは、今年の夏から一段と深刻化した欧州債務問題である。これについては、直前に申し上げたとおり、昨年末ないしは今年の年初位からひとまず改善方向に向かってきており、この影響は大きいように思う。二つ目の世界経済減速の要因は、新興国のインフレないしは金融引締めの影響であったと思う。この点については、インフレ率が徐々に低下方向になって、そのもとで金融緩和の余地が生まれ、現実にも金融緩和がなされている国もある訳で、そうしたことの影響が出てきているということである。三つ目は、世界的なIT関連財の在庫調整が進捗してきたということだろうと思う。このうち一番影響が大きいのは、欧州の問題であり、その次は新興国だろうと思う。このように、世界経済全体の動きを捉えた場合、日本経済にとっての外需はどうかということであるが、今申し上げた世界経済全体の動きが、当然日本の外需にも反映される訳であるが、加えて、日本の場合には欧州債務問題の改善の影響もあって円高が止まり、足許では円高が幾分修正されてきているということだろうと思う。さらに特殊要因としては、タイの洪水の影響が減衰してきたということがあると思う。このように考えると、輸出は、この先、減少から——現在は横這いであるが——いずれ増えてくるということも予想はされるが、現時点ではまだハードデータでは確認できていないということである。ただ、色々なミクロの情報も総合すると、先々の改善を示唆する動きも出てきていると思う。以上が、世界

経済の減速の背景と、足許それに歯止めが掛かってきたことの解釈である。

前回の会合との比較でみると——前回もこの問題は議論されたが——、今回は原油価格上昇の影響を指摘する声がさらに強まってきている。原油価格の上昇の影響については、私自身もこの点について格別の見解がある訳ではないが、常識的に考えてみて、地政学リスクの高まりということが主因であろうし、あとは欧州の緊張緩和の影響、米国経済の改善の影響、世界的な金融緩和の進展などの要因が一応要因としては挙げられる。昨年夏場にかけての商品市況の上昇と比べると、今回は原油価格の上昇が特に大きいというところからみて、地政学リスクの影響が大きいようには思うが、しかし、原油以外の国際商品市況もよくみるとそれはそれなりに上がってきているということも事実であるし、そういう意味では先程申し上げた世界経済全体の改善、あるいは世界的な金融緩和の影響、こうしたものも影響を与えているかもしれないので、そこはやはり注意してみていく必要があると思っている。

以上申し上げたような世界経済、あるいは日本にとっての外需のインプリケーションを考えた場合、元々内需については、この先震災に伴う復興予算といった支出が出てくる訳であるし、政府支出に直接関係していないその他の国内需要についても、意外に健闘しているということを見ると、年度の後半から緩やかな回復経路に復していくことの蓋然性は、少しずつ高まってきていると思う。いずれせよ、ここは注意しておく必要があると思っている。以上が私の意見である。

白井委員

反対は何もないが、デレバレッジについて追加的な意見を申し上げたい。トルコへ行ったので、トルコで聞いた話を紹介したい。確かに、プロジェクトファイナンスは欧州の方から少し減っているということで、トルコの場合、ギリシャ系の銀行がかなり大きなシェアを占めているのでさぞかし影響があるだろうと思ったが、ほとんど影響はないということであった。その理由は、ギリシャ、フランス、イタリア系の銀行は、まず資金調達を

親会社に全く依存していないということである。地場のトルコ国内で安定的に調達できているのでほとんど関係がなく、収益が高いからということであった。よく言われていたのは、トルコのように非常に成長力が高いところで、人口が伸びていて平均年齢が 28 歳のようなところは、潜在成長力が非常に高く十分利鞘も取れるので、こういうところはデレバレッジの先としても最後になるだろうと言っていた。従って、確かにプロジェクトファイナンスで、一部影響はあるが全体としてはほとんど軽微で、他からの代替があるということをやっていた。

山口副総裁

先程、宮尾委員が、米国についてもバランスシート調整がかなり進んできていて、いわば自律回復の動きが展望できるのではないかという趣旨のことをおっしゃっていた。その辺りどのようなお考えなのか伺いたい。

宮尾委員

基本的に失業や住宅といった重石がある中で、しかし雇用・所得環境が着実に改善している。その点は、先程西村副総裁からもご指摘があったように色々な留意点があって、持続性がどれだけあるのかについてはまだ留保が必要だと思う。この点については、実は私も申し上げようと思っていた点の一つがある。雇用がある程度持続して改善したことは、2010年、2011年、2012年と、ちょうど年の初めにあった。今回も同じように3か月続いて20万人以上増えているが、過去2回と質的に少し違う点は、新規失業保険の申請件数が2010年と2011年は40万人を超える高いレベルであったのが、今年も30万人台と着実に改善してきているという面もある。その辺から、過去2回の短期的な改善よりも、雇用の改善の底堅さがしつかりと窺える。この点、先程触れられなかったので追加的に申し上げたいと思う。そういうところを含めて、もう少しみなければならぬが、じわっと回復力あるいは下に振れることへの耐性力が付いてきているようにも窺われると指摘した。ここは、まだ皆さんと意見が若干違うところかもし

れない。

白川議長

米国の当局者が、家計のバランスシート調整の進展を数字で根拠付けて言う時、デット・サービス・レシオの改善をよく挙げる訳である。確かにあの数字自体は改善しているが、私がいつも懐疑的にみているのは、その場合のインカムはかなりの程度移転所得に支えられている感じがするのと、あれはストックの部分、エクイティの部分のカウントしていない数字なので、ネガティブ・エクイティがまだ2割を超えていることを考えると、デット・サービス・レシオの改善は本当にそのように解釈して良いのだろうかということである。全体的にストックの統計を重視して、ストックの統計をみると、トレンドの引き方如何ではあるが、なかなか楽観説に与しにくいように思われる。勿論、宮尾委員が楽観説に与しているという意味ではないが、私自身は、米国当局者の意見を聞きながら、そのような感じを持っている。

山口副総裁

昨日も少し話したが、今、白川議長が言われたような米国経済の慎重論に立つと、世界経済を見渡して自律回復の力を持っているところはどこかという話になってくる。結局、新興国ということにならざるを得ないし、そこをどの程度強くみていけば良いのかという話になる。多分、4月末の展望レポートではその点が大きなテーマになるのではないかと思う。それとの関係で、原油価格が仮にもう少し上昇した場合に、自律回復の芽が削がれることになるのかどうかも、大きなテーマになると思う。

白川議長

昨日、山口副総裁が今の論点提起をされたが、自分自身はそれを意識して先程の話を申し上げた。世界経済を積極的に牽引するものが出てきて足許持ち直してきているということではなく、大きなマイナスが消えてきて、

今は少しそれがスタビライズしてきているということだと思う。日本のバブル崩壊以降の経験から考えてみると、日本の場合幾つかの特殊要因もあったが、潜在成長率が少しずつ下がってきて——米国経済もそうであるが——、2000年代半ば以前の高い成長率に復帰していくということではないのではないかと思う。そうすると、何をノーマルな水準と考えるのかということではないのかという気がする。国際商品市況の上昇に関して、振り返ってみると、過去数年間しょっちゅう上がったり下がったりしているが、全体として高い水準である。新興国の高い成長率が、やはり商品市況に影響してくる。今日ここで決着するような話ではないが、世界経済全体の成長率の目線を考え直していく必要があるのではないかという感じがしている。そのように考えると、国際商品市況上昇の影響をどう考えるかという時に、原油と食料品を除いたベースで考えていくというコアについては、自分自身は予てからかなり強い違和感を持っている。つまり、世界経済全体が、先進国より新興国のウエイトが高まってきており、潜在成長率についても従来の想定よりも少し低いのではないかという時に、世界経済を牽引するパートを除いて物価を判断していくことには、落とし穴があるのではないかという気もしている。皆が色々な仮説を持ちながら考えていくことだとは思いますが、そういう気持ちもあって、先程あのようなことを申し上げた。

他にご意見はないか。ないようであれば、コーヒーブレイクを取って、10時30分から再開する。

(10時21分中断、10時30分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは再開する。このラウンドでは、討議に入る前に、前回2月13、14日の決定会合における議論を踏まえて、「成長基盤強化を支援するための資金供給」及び「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレー

ション」について、貸付受付期限到来後、どのような取扱いが考えられるか、執行部から検討内容の報告をお願いしたいと思う。説明の後、この件に関する質疑応答の時間を設ける。それでは執行部から報告をお願いする。

梅森企画局審議役

それでは、資料－8【追加】をもとにご説明させて頂く。ご指示を受けて、「成長支援資金供給」の今後の扱いについて、検討を行ってきた。1頁の1. に掲げた四つの措置案について成案を得たので、ご審議・ご決定頂きたい。ただし、(4) の米ドル枠の新設については、さらに実務的な検討をさせて頂きたい。また、4月末に受付期限が到来する「被災地金融機関支援オペ」については、期限延長をご審議・ご決定頂きたいと思う。

それでは、2. 成長支援資金供給の措置案から順次ご説明申し上げる。

(1) 経緯であるが、本資金供給は、2010年6月に上限3兆円で本則を導入し、1年後には上限5,000億円でABL特則を導入した。受付期限はいずれも2012年3月末である。本則は上限に達しており、到達後は一回当たり3,000億円前後の新規借入希望に対し、約半分の1,500億円前後が実行されている。一方、ABL特則分は約900億円の実行にとどまっている。

2頁(2) 今後の取扱い案である。成長力強化の重要性に鑑み、民間金融機関の成長基盤強化に向けた自主的な取り組みに対して、中央銀行の立場から支援を拡充するため、四つの措置を講じることが考えられる。まず第一、本則である。本則については、5,000億円の増額と新規貸付受付期限の2年延長が考えられる。その背景であるが、イ、本措置が金利引き下げ競争を助長しているとの一部金融機関の懸念の声が、以前ほどではなくなっているとみられることである。ロ、上限到達後の借入希望は地銀が中心で、他に信金もみられており、こうした先が引き続き成長基盤強化の態勢整備を進めていることが窺われる。本行としては、このような前向きの動きの支援を拡充することが適当と考えられる。ハ、増額幅であるが、増額は支援強化の効果を持つ一方、過大な増額は却って一部金融機関の金利引き下げ競争への懸念を再燃させる可能性があることを勘案すれば、

5,000 億円とすることが適当と考えられる。二、期限の延長については、金融機関の取り組みをしっかりと支援していく観点から、1年ではなく2年延長することが適当と考えられる。第二の措置案であるが、ABL特則についても、2年延長が考えられる。なお、この特則は多くの残枠があり、増額の必要性はないと考えられる。三番目に、金融機関による成長基盤強化に向けた取り組みをより幅広く支援するため、小口の投融資を対象とした新たな貸付枠を設定することが考えられる。その際、本則の取扱いとは別に、特則として具体化が必要な事項を申し上げると、イ、対象とする投融資については、本則では対象としていない1件当たり100万円以上1,000万円未満の小口案件を対象とすることが考えられる。本則による資金供給を実施してきた過程で、勿論、小口投融資の中にも、成長基盤強化に資するものが少なくないとの声が聞かれたところである。また、小口投融資の中には、将来有望な企業の黎明期のものが含まれているということも十分考えられる。次に、本則との役割分担の明確化や本貸付枠が結果的に大ロットの投融資に偏って利用されることを防ぐ観点からは、本則における個別投融資の最低額1,000万円未満のものを対象とすることが適当と考えられる。それから、小口の成長分野向け投融資については、金額当たりの手間やコストが相対的に大きいことを踏まえると、金利引き下げ競争という形ではなく、個々の金融機関が独自の目利き力や特徴を發揮しやすい分野と考えられる。

次いで、ロ、貸付枠である。小口投融資は件数は非常に多いものの、纏まった金額になりにくいことから、貸付枠は5,000億円とすることが適当と考えられる。ハ、対象先金融機関毎の貸付限度額であるが、対象となる投融資が金額が小口であるという以外は本則と同範囲であるので、小規模な先も含めて幅広い金融機関に利用機会を提供する観点から、本則と合算で1,500億円とすることが考えられる。本則では、直近四半期に実行された投融資を対象としているが、新たな貸付枠については、本則導入時に対象となり得たもの、すなわち2010年4月以降に実行された1年以上の個別投融資で、投融資高が残存しているものを幅広く対象とすることが考えら

れる。これは、A B L特則で用いた残高方式と同様であるが、この方式を採ってはどうかということである。ニ、貸付受付期限であるが、延長後の本則、A B L特則と同様、2014年3月末までとすることが適当と考えられる。

その次に、四番目の措置として、米ドル枠を作ってはどうかという提案である。拡大するグローバル需要への対応は、我が国経済の成長基盤の強化にとっても重要である。金融機関が、我が国企業のこうした前向きな対応を後押しするための自主的な取り組みについて、外貨資金供給面から支援するため、本行が保有する米ドル資金を貸し付ける新たな貸付枠を設定してはどうかということが考えられる。新たな貸付枠の設定に際して、本則の他に具体化が必要な事項は以下のとおりである。4頁であるが、まずイ、対象とする投融資は、我が国経済の成長基盤強化に資すると認められる1年以上の外貨建て投融資を対象とすることが考えられる。貸し付ける資金は、国際基軸通貨として利用ニーズの高い米ドルが適当と考えられるが、幅広いエリアでの金融機関の取り組みを支援できるよう、対象とする外貨建ての投融資の通貨は、米ドルに限らないとすることが適当と考えられる。本措置は——留意事項であるが——、金融機関の自主的な取り組みを尊重しつつ、我が国経済の成長基盤強化に資する適切な支援となるよう設計する必要があると考えられるので、そうした観点から、対象先金融機関に対しては、事前に取り組み対象とする投融資が我が国経済の成長基盤の強化にどのように結び付くかが明確になるよう、取り組み方針の策定を求め、本行がその内容を確認する扱いとしてはどうかと考えられる。例えばであるが、企業がより効率的な国際的分業態勢を構築するとか、あるいは国内産業の高度化といった戦略的な取り組みと一体となっていくことで、競争力の強化を図る、そしてそれが国内の設備投資や雇用に好影響を与えることが期待されるケースというのが、一つの典型的なケースと考えられる。事務的な話であるが、適切な本行の確認事務ができるよう、実務的な検討が必要と考えられる。次に、ロ、対象先金融機関である。成長支援資金供給の対象先金融機関のうち、米ドルの受け渡しができる先ということであり、

ニューヨーク連銀に米ドル口座を持っている先、あるいは持っている先に決済を委託している先が適当と考えられる。ハ、資金供給方式であるが、米ドルオペで利用実績がある共通担保貸付とすることが適当と考えられる。この際、担保は円建て、貸付は米ドル建てとなるので、オペ先が差し入れる担保の所要額は米ドルオペと同様、円換算した貸付額に為替変動リスクを勘案した率を乗じた金額とすることが適当と考えられる。ただ、米ドルオペの場合と貸付期間が異なるので、具体的な率については別途検討する必要があると考えている。ニ、貸付期間であるが、長めの貸付期間とすることが望ましく、本則と同様、貸付期間1年、最長4年とすることが適当と考えられる。ホ、貸付利率である。貸付利率については、米国の金融政策運営への配慮のほか、国際的にみて本行が不当な補助金を与えているという批判を招かないよう、LIBORなど指標性の高い市場金利とすることが考えられる。ただ、具体的にどのような金利が適当かについては、市中の取引実態等も踏まえながら、なお検討を行うことが適当と考えられる。ヘ、貸付総額である。本行保有の外貨資産の4兆円強——約570億ドル——という規模、あるいは本則の貸付総額が今回増額後のベースでいうと3兆5,000億円であることとのバランスを勘案すると、本行が保有する米ドル資金のうち、1兆円相当とすることが適当と考えられる。1兆円相当という規模であれば、本行が他に外貨を使う場合、すなわち国際協力や邦銀に対する緊急時の外貨流動性供給といった本行保有外貨資産のその他の活用に、特段の問題は生じないと見込まれる。ト、対象先金融機関毎の貸付限度額であるが、貸付の極端な集中が生じないよう、金融機関の実態を踏まえ、なお検討を行う必要があると考えられる。チ、貸付受付期限であるが、他の成長支援資金供給措置と同様、2014年3月末とすることが適当と考えられる。以上が、成長支援資金供給関連である。

次に、被災地金融機関支援オペ関連である。経緯は、2011年4月に上限1兆円、受付期限2011年10月末ということで導入したが、その後、受付期限を2012年4月末まで延長した。同時に導入された適格担保の要件緩和措置も、2013年4月末まで延長したところである。被災地支援オペ

の利用状況であるが、上限の1兆円に対して約5,000億円となっている。担保要件緩和措置を利用した担保の差入実績は、現在のところない。今後の取扱い案であるが、オペ及び担保要件緩和措置の期限をそれぞれ1年延長してはどうかということが考えられる。その背景であるが、まず、今後復興関連需要が徐々に強まっていくと考えられる中、復旧・復興に向けた資金需要への対応を引き続き支援することには、一定の意義が認められると考えられる。被災地金融機関からも、現在資金繰りに問題はないが、本措置をバックストップとして位置付け、期限の延長を求める声も聞かれている。次に、延長期間については、復興関連需要が強まるタイミング等を巡りなお不確実性が大きいことに加え、本措置の貸付期間が1年であるので、1年後に期日が到来した枠をもう一回フルに使うという観点からは、やはり1年延長することが適当と考えられる。上限の半分の約5,000億円が残っていることに加え、今申し上げたように期限延長により貸付枠が復活するので、貸付枠の増額は必要ないと考えている。なお、対象先毎の貸付限度額は、延長に際しては、改めてオペ対象となる先があるかどうか、あるいはオペ先から抜ける先があるかないかを確認して、割当てを行うことが適当と考えられる。最後のバーは、技術的な点であるが、既にオペ先が借りている資金については、満期まで回収しないことが当然適当と考えられるので、こうしたグランドファザリングを行った場合、新規オペ先が非常に積極的に応札すると、一時的に上限の1兆円を超える可能性がない訳ではない。可能性は極めて低いと思うが、これに対する規程上の手当も一応行っておくことが適当と考えられる。

以上について、関連する規程の制定等に関する付議文である。13頁をご覧頂きたい。まず、成長基盤強化を支援するための資金供給関連の付議文である。ポイントをご説明させて頂く。「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」の制定等に関する件。案件。わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の取り組みに対する支援を拡充するため、下記の諸措置を講ずること」として、六つの規程の制定・改正等を行おうとするものである。以下、ポイントをご説明申し上げ

げる。

15 頁をご覧頂きたい。別紙 1. は、小口特則の制定である。1. の趣旨は、「わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の取り組みをより幅広く支援するため、「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」の貸付対象先が行う小口投融資に関して、特則を定める」というものである。3. 貸付限度額等をご覧頂きたい。(1)、貸付総額の上限は本則——拡張後で 3.5 兆円であるが——とは別に 5,000 億円とする。(2) は、貸付先ごとの貸付額の算定に当たっては、本則とこの小口特則に基づく貸付額は合算ベースで行うということである。(3) は、一回ごとの貸付上限はトータル 1 兆円であるが、これにはこの特則に基づく貸付実行額は算入しないということである。(4) はやや技術的であるが、金額要件で重なるところがある A B L 特則と小口特則とで対象の投融資をダブルカウントしないという定めである。4. は貸付受付期限で、平成 26 年 3 月 31 日である。

別紙 2. は、本則の期限延長と 5,000 億円の増額である。「9. 貸付限度額等」として、「貸付総額の上限は、3 兆 5,000 億円とする」と改正したいほか、その他のところはいずれも 2 年の延長を定めようというものである。

別紙 3. であるが、これは貸付対象先の選定基本要領であって、2 年間期限を延長しようというものである。別紙 4. は、A B L 特則の期限延長を行おうとするものである。5. (4) は、先程、小口の特則のところでご説明したダブルカウント防止のための手続きを、A B L 特則側から定めたものである。6. は、期限延長の定めである。別紙 5. は、成長支援資金供給を記載した業務方法書の変更の延長を定めるものである。

別紙 6. は、成長支援資金供給にかかる事務分掌を定めた日本銀行組織規程の一部変更の期限延長をしようとするものである。

以上が成長支援資金供給関係であり、23 頁から被災地金融機関支援オペの基本要領の一部改正である。案件は、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション等を活用することにより、引き続き、被災地金融機関における復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するととも

に、被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、」——これは担保の要件緩和をするという意味だが——「下記の諸措置を講ずること」としている。別紙 1. はオペの本則で、附則の 2. に書いてあるが、グランドファザリングを行った時の 1 兆円を仮に超えた場合の手当の規程である。別紙 2. はオペ先の選定要領の期限延長、別紙 3. は担保の要件緩和措置の期限延長の定めである。

本文の 7 頁、5. 今後の取り運び案である。以上、ご説明申し上げた付議文を決定頂いた場合には、成長支援資金供給における小口投融資に関する特則については、その概要を——後程ご説明申し上げますが——別紙 3 のとおり公表することとしたいと考えている。その場合には、同特則に基づく初回の資金供給については、本則、ABL 特則に基づく資金供給と同様、本年 6 月に実施できるよう実務的な準備を進めたいと考えている。また、米ドル特則については、ご審議の結果、具体的な検討を行うことが適当とされた場合には、その骨子素案を——後程申し上げますが——別紙 4 のとおり公表したうえで、次回の金融政策決定会合に検討結果をご報告することとしたいと考える。

27 頁は、小口特則の概要である。読み上げながら説明させて頂く。「成長支援資金供給における小口投融資を対象とした新たな貸付枠の概要。1. 対象とする投融資。わが国経済の成長に資すると認められる、1 件当たり 100 万円以上 1,000 万円未満の投融資。金額以外の要件は本則と同じ。2. 対象先金融機関。成長支援資金供給の対象先金融機関。3. 資金供給方式。有担保貸し付け」。注が振ってあり、担保は共通担保であるということが脚注に書いてある。「4. 貸付期間。1 年とし、3 回の借り換えを可能とする（最長 4 年）。5. 貸付利率。貸付実行日における誘導目標金利。現行は年 0.1%」ということである。2010 年 10 月に誘導目標金利を 0~0.1% とレンジで示すことになり、ピンポイントの金利ではなくなったので、その際、改めて年 0.1% ということを別途定めたところである。このように丁寧に記載することによって、この金利が変動金利で、4 年間ずっと 0.1% ということでは必ずしもないということを明らかにしようとするもので

ある。「6. 貸付総額。5,000 億円。7. 対象先金融機関毎の貸付限度額。(1) 対象先金融機関毎の貸付残高の上限は、本則と合算で、1,500 億円。(2) 各対象先金融機関は、2010 年 4 月以降に行った、期間 1 年以上の個別投融资の残高の範囲内で、借り入れを行うことができる。8. 貸付受付期限。2014 年 3 月末（新規貸付の最終実行期限は同年 6 月末）」である。

続いて、別紙 4 に米ドル資金供給の骨子素案を掲げている。「成長を支援するための米ドル資金供給の骨子素案。1. 対象とする投融资。わが国経済の成長に資すると認められる、1 年以上の外貨建て投融资。各対象先金融機関は、成長に向けた取り組みと対象とする投融资の関係が明確になるよう、取り組み方針を策定し、日本銀行の確認を受ける。2. 対象先金融機関。成長支援資金供給の対象先金融機関のうち、ニューヨーク連邦準備銀行に米ドル口座を保有する先および同行に口座を保有する先へ米ドル決済を委託している先。3. 資金供給方式。米ドル資金の有担保貸し付け」。これも共通担保方式である。「4. 貸付期間。1 年とし、3 回の借り換えを可能とする（最長 4 年）」。「5. 貸付利率」は、現在のところ「市場金利」とだけ記している。「6. 貸付総額。日本銀行が保有する米ドル資金のうち、1 兆円相当。7. 貸付受付期限。2014 年 3 月末（新規貸付の最終実行期限は同年 6 月末）」。「8. に残された検討ポイントを書いている。「8. 対象先金融機関毎の貸付限度額等。対象先金融機関毎の貸付限度額や具体的な貸付利率等については、成長に資すると認められる外貨建て投融资への金融機関の取り組み状況等を踏まえて、さらに検討を進める。以上」。私からの説明は以上である。

白川議長

本件に関する討議は金融政策運営に関する討議と併せて行おうと思うので、ただ今の説明についての技術的な意味でのご質問を受けたいと思う。ご自身の政策的な意見表明についてはまた後程願います。どうぞ。

森本委員

米ドル資金供給であるが、5頁のト、対象先金融機関ごとの貸付限度額で、従来は金融機関ごとに上限1,500億円と設定されている。海外の成長分野を取り込んでいる過去のケースをみると1件ごとの金額が結構大きいので、貸付けの極端な集中が生じないように検討を行う必要があり、1件ごとの上限額なども検討していくという趣旨で宜しいか。

梅森企画局審議役

そうである。

森本委員

最後の付議文のところでは、金融機関の貸付上限額としかなっていないが。

梅森企画局審議役

既に円で行っている投融資についても、個別の案件に対象が集中することがないように運用として調整しているので、そうした運用は考えられる。また、貸付金額についても、本則でいくと1,000万円相当以上ということになるが、この点についても引き続き検討していきたいと思っている。

森本委員

案件ごとにその辺を詰めるということか。

梅森企画局審議役

その辺は引き続き検討させて頂ければと思う。

白川議長

今の運用で調節しているというのは、運用で調節するにしても内部基準を持っていると思うが、具体的にはどのようにやっているのか。

梅森企画局審議役

円のベースであれば、取引先に提示しているのは 1,500 億円の 1/3 を超える 500 億円が過度な集中と考えて、そういう集中が生じないようにという注意喚起をしている。

千田企画局企画調整課長

1/3 ではなく半分である。

梅森企画局審議役

失礼した。半分の 750 億円である。

亀崎委員

今のことに関連するが、先程、対象投融資の代表的な例として、4 頁に例えばということを書いてあるが、効率的な国際的分業態勢の構築、国内産業の高度化で競争力の向上を図り、国内の設備投資や雇用に好影響を与えるというのは非常に典型的な優等生の案件だと思う。この成長分野を今やっている成長基盤強化分野にスライドさせるとすると、今あるものとしては例えば資源確保・開発というのがある。一方、JBICは「日本にとって重要な資源の海外における開発及び取得の促進」ということを一番に掲げている。森本委員からもお話があったように、金額は結構大きなものがある。資源確保という分野はたまたまこちらにも入っているが、資源確保というところ存知のように 1 件で数千億円というような強烈な金額になってしまう。そして JBIC もこういうこともやっている。こういうことを考えると、こういうモデルケースではないケースの範囲が広いので、少しこの辺は工夫が必要かなという感じがする。

梅森企画局審議役

その点、十分留意して検討を続けたいと思う。

雨宮理事

そこは、むしろこれから実態も金融機関にヒアリングしながら詰めていくところであるが、実はこの文章のポイントが幾つかある。一つは、国際的分業態勢の構築、国内産業の高度化といった取り組みと一体として行うことで、国内の設備投資や雇用に好影響を与えることが期待されるという格好である。成長基盤強化ということでやる訳なので、やはり国内で何らかの格好で成長と一体としてのプロジェクトのようなものになるかどうかについて、概念としてきっちりできるかどうかということは、ヒアリングを通じて考えていきたいと思う。これは成長支援資金供給の本則を導入した時もそうであるが、単純に成長を加速するというだけであれば、既存の企業が既存の工場で既存の製品を増産するだけでもある種成長率は高まる訳であるが、元々の狙いはそことは違う。ここのコンセプトとして、外貨を使う事業が国内の成長と結びつくかどうかという考え方で、少し整理をしてみたいと考えている。

石田委員

その時は、今の成長基盤強化の対象先と変わっても良いということか。

雨宮理事

そう考えるかどうか、18の資金使途の中でとするとそこがポイントである。

石田委員

例えば中堅・中小企業のメーカーが、自分で販社を海外に作りたいので、その元入金や運転資金を日本から親子で貸したい、そしてそれをドルでやりたいというようなものであれば、日本の成長に寄与する訳である。日本で作ったものを海外で売るということなので。

雨宮理事

そこはむしろこれから検討することであると思う。

石田委員

そういうふうにならないと、何か向こうでぽかっと買うというだけではなかなか難しい。

雨宮理事

今、石田委員がおっしゃった例が、ぽかっと買うものとの程度違うかという判断なのだと思う。

石田委員

こちらで作ったものを、販社を作って売るとかということである。

白川議長

それでは、この後皆さんからの意見陳述があつて、これについて検討のゴーサインを出すかどうかであるが、今日の段階ではこういう点について、例えばこれから執行部が検討する時のポイント——これをきちんと意識して頂きたいということ——を、このセッションあるいはその後でもいいので、できるだけ出して頂くということである。そういう意味では、また後程議論する話なのかもしれないが、先程の4頁に典型例として書いてある「もって、国内の設備投資や雇用に好影響を与えることが期待されるケース」というところである。先程雨宮理事が言ったように、単に雇用が増えれば良い、投資が増えれば良いという話ではなく、最終的に成長力に結び付くかということである。そういう意味ではどう表現するかというのは難しいところがあるが、「もって」という時には多少抽象度が高い表現だとすると、実は「もって」国内の成長力に貢献するということである。その国内の成長力に貢献するということをどうやって判断するかという時には、長い目でみた投資や雇用ということだろうと思うが、何か即時的

に投資、雇用ということであれば必ずしも成長基盤ではないところもあるので、今の段階でどう表現すれば良いのかというのは考えた方が良いでしょう。

山口副総裁

六つほど質問がある。技術的な質問だけである。最初に2頁の(2)今後の取り扱いで、①イ、「金利引き下げ競争を助長しているのではないかと懸念の声は、以前ほど強くはなくなってきている」、この点について背景を教えてくださいということが一つ。もう一つは、①ハ、である。貸付枠の増額幅については、「一部金融機関が再び金利引き下げ競争への懸念を強める可能性を勘案すれば」の後に5,000億円という数字が出てきているが、なぜ5,000億円なのかというのが二つ目である。それから三つ目は3頁である。「1件当たり100万円以上1,000万円未満の小口案件を対象とすることが考えられる」と書いてあるが、1件当たり100万円以上1,000万円未満の小口案件を対象とした場合に、金融機関の貸金のうち件数ベースないし金額ベースでどの位のウェイトを占めるのか、その辺りを教えて欲しい。それからもう一つは、ドル資金の関係であるが、4頁のロ、の対象先金融機関である。地域金融機関はほとんど入ってこないのではないかと思うが、今回のことをきっかけとして、地域金融機関のドルベースでの貸付を促進する効果はある程度期待できるのかどうか。調査をしないと分からないのかもしれないが、雰囲気だけでも教えて欲しいというのが四点目である。それから五点目は、5頁のドルの貸付期間である。「本則と同様、1回の貸付期間を1年としたうえで、最長の貸付可能期間は4年とする」ということである。元々の本則の1年として借換えを3回まで認めて最長4年としたことについては、政府系金融機関の貸付期間とのバランスを意識したと思うが、今回ドルベースでの貸付期間を最長4年とした場合に、J B I Cとの関係などについてはどのようにみておけば良いのか、というのが五つ目である。最後は、今回全体として成長支援の資金供給を拡充するということであるが、本則の5,000億円の増加は、既に大手行が

かなり枠を使ってきていることを考えると、概して地域金融機関向けであると考えて良いのかどうか。もう一つは、小口の特則は、第二地銀も含むのかもしれないが、概して言えば信金業界向けというように整理できるのかどうか。それから、ドルの貸付けは、一応の整理としては大手銀行向けというように考えて良いのかどうか。この辺りについて教えてもらえればと思う。

梅森企画局審議役

まず、最初の本措置に対する懸念の声であるが、これは声に対する印象なので勿論定性的なものだが、一頃は特に信金等と議論するところいう声はよく聞かれ、政策委員方の地方での金融経済懇談会の場でも、こういった声が聞かれたというように記憶しているが、最近はそういうことはあまり聞かれなくなってきたと思う。一つは、きれいに言えば理解が浸透してきたということであると思うが、その信金等の中にもやはり準備体制がそれなりに進み始めて、対応が進み始めているということがあると思う。先程上限到達後の申し込み状況では地銀が中心と申し上げたが、信金からも一定の申し込みがあるので、こういったところが背景になっているかと思う。

二番目であるが、要すればその増額の効果とその引き下げ競争への懸念を強める可能性を勘案すれば5,000億円ということである。なかなか理屈のない世界ではあるが、仮に何兆円というオーダーで増額をすると、地域金融機関、特に小さな信金等では、もう一度これを原資に上位業態が玉突きで彼等の優良貸出先を金利を梃子に取っていくのではないかと、彼等から見れば金利による借換え競争が起こるのではないかと懸念するということはあると思う。もう一つ、これは後付けであるが、現在3,000億円程度の借入希望に対して1,500億円程度の貸付を実行しており、不足分が1,500億円程度である。5,000億円ということはこの不足分で考えると3回ちょっと、4回位の不足分を賄う水準であると思う。元々この成長基盤の本則を導入した時に、総額3兆円に対して1回ごとの資金供給の上限が

1兆円ということで、3~4回はできるという発想であったと理解しているので、それとのバランスから考えても、5,000億円増額すると現在のような申し込み状況であれば、満額まで3~4回位できるという試算になるということも一つの根拠になろうかと思う。

三番目であるが、100万円から1,000万円未満のところの貸付であるがマクロの統計はない。特に地銀でも貸金の規模というのは5,000万円以下といった区切りになっているので、マクロの統計はないが、私共が信用金庫に対して調査をして、ヒアリングや資料徴求ベースで聞いているところでは、大体金額ベースであれば1割弱程度、件数ベースであれば大体1/4程度というのが、我々が接している金融機関からすれば、そういった程度のウエイトである。ただ、マクロの情報がないので、それは地域金融機関全体ではどうなるのかということとは分からないが、我々が調査している限りではそういう状況である。

四番目であるが、ドル特則が地銀の背中を押す効果があるかということであるが、これもまた意向を聞いてみないと分からないが、ドル特則の最大の眼目が仮に市場金利ということであれば、ドルのアベイラビリティリスクと借換えリスクがなくなるということなので、安定したファンディングができるならば少しやってみようかという考えを持つ地銀が出てきても不思議ではないと考えている。

山口副総裁

現状はほとんどないのだな。

雨宮理事

ないとおっしゃるのは、NY連銀に口座を持っているかどうかということとか。

山口副総裁

いや、地域金融機関の外貨建ての貸付のことである。

梅森企画局審議役

若干はあるが、ユーロ円インパと外貨建てで2兆円位ということである。多分ユーロ円インパが結構多いのではないかと思うので、純粋な外貨建てというのはおっしゃるとおりかなり少ないと思う。

白川議長

今の金額は地域の金融機関か。

梅森企画局審議役

地銀と地銀Ⅱ計である。

白川議長

ユーロ円インパと外貨で2兆円か。

梅森企画局審議役

そうである。

中村委員

船舶金融はドル建てで地域銀行が貸したりしている。

白川議長

その数字も今の中に入っているか。

梅森企画局審議役

地銀がやっていたら入っていると思う。

白川議長

確かに私も地銀がやっていることは聞いている。ただ、私の感じではも

う少し他にもあるような気がするのだが。

雨宮理事

私もはるかに大きいように思う。これは非居住者向けか。

梅森企画局審議役

外貨建て貸付である。

雨宮理事

外貨建て、円建て非居住者、両方か。入っているな。

梅森企画局審議役

五番目は貸付期間である。4年というのはやはり公的金融を意識する必要があると思う。例えば過去のツーステップ・ローンで外貨を調達した時があるが、その時はやはり5年一括返済であった。政策金融はそういった取扱いなので、そこでのバッティングを考えれば避けておいた方が良くかと思う。ただ、今J B I Cがやっているのは、貸付期間は5年などとは言わずに個別の決定であるが、やはり5年というのは過去にやった例からしても公的金融が目の向くところであると思うので、そこへの一定の配慮は必要かと思う。

最後の、今回の措置のどの業態向けかという点であるが、小口が信金向けだとか、本則の増額が地銀向けだとか、ドルがメガ向けということを意識した訳では当然ないのだが、それぞれの業務内容、それぞれが今成長基盤強化支援について準備体制を整えていると考えると、結果としてそういうところがそれぞれのファシリティを多く利用するということは十分あり得ると思う。

山口副総裁

了解した。

白井委員

先程の質問についての質問だったのだが、先程のデータは例えば地方銀行が海外に子会社を作って営業している場合の融資というのは入っていないのか。

梅森企画局審議役

入っていない。これは国際業務部門の国内店分と海外店分を合算した数字である。これは決算状況表から取っているのだが、国際業務ということを取っているので外貨建て貸付とユーロ円の貸付が混在している。であるから、その中の外貨建てが幾らかというのは分からないし、海外の今おっしゃったような取引でも分からない。

白井委員

了解した。先程金利の引き下げ競争の懸念が減ってきているということであったが、その一方で貸出約定平均金利が長期の方で最近急に低下してきているが、それとの関係で問題はないのか。

雨宮理事

それは私からお答えする。約定平均金利ベースでは、この金融緩和の浸透に応じて徐々に低下してきている。これだけ金融緩和を長期に続け資金を大量に供給し、かつ設備投資等の資金需要がそう強くはないというもとでは、どうしても金利は下がり、貸出競争は激しくなる方向にある。元々成長基盤を入れた時のそうしたご意見やご批判も、この仕組みがあるが故のものなのか、元々大きな緩和の結果、あるいはその金融構造の結果としての金利競争なのか、必ずしも明確に区別はされていない部分があったように思う。1年、2年経って次第にそういう声が少しおとなしくなってきたのも、その辺の認識が進んできたという部分もあるかもしれない。

梅森企画局審議役

先程山口副総裁からの質問の5年の関係であるが、今J B I Cの貸出の加重平均の残存期間の計数を後席から入れてもらった。これが5.4年ということだそうである。やはり制度として5年と限っていなくても、目線は5年で行っていると思う。

宮尾委員

一点宜しいか。5頁のドル供給の貸付利率について、これは具体的にこれから検討を行うということであるが、イメージで結構であるが、従来の我々が持っている外貨資産をこちらに1兆円振り向けるということで、従来持っている期間収益、運用の利回りが多分あると思うが、これをこちらに振り向けることでその運用利回りは大きく変わるのか、それともあまり変わらないと考えたら良いのか。勿論貸付金利をどのレートに設定するかによっても変わると思うが。分かる範囲で結構である。

梅森企画局審議役

仮にLIBORとすると、LIBORは足許6か月物で0.75%前後、1年物では1.06%辺りである。今持っている我々のドルの平均運用利回りは勿論これより高い訳なので。

宮尾委員

かなり高いのか。

梅森企画局審議役

かなり高いということであるので、収益的には低下方向に作用するものと予想される。

雨宮理事

山口副総裁のご質問の六つ目、枠等を色々考えると結局地域金融機関向

けが中心になるのかというご質問については、我々は制度の設計の時に必ずしも特定の業態の支援という頭はない訳であるが、恐らく既に本則の方でメガバンクはかなり枠を一杯使っているということ、それから元々その成長を支援するという概念の中で、大企業が大手メガバンクから借りて大規模なプロジェクトをやるということは、それはやってもらえば良い訳である。例えばABLでもあったが、黎明期や発展途上の早期にある段階の企業を応援する、それをできるだけ幅広く全国で中小の金融機関も含めて応援する、という設計思想を考えると、やはりその1件当たりの金額等も、そうした小口でも遍く津々浦々使えるようにするというのを念頭に設計することが適当ではないかという感じを持っている。

白川議長

ABLについてであるが、これは山本理事にお答え頂いた方がいいと思うが、我々自身ABLを旗に掲げることによってこのABLの火を大きくしていきたいということで後押しをして——これは時間のかかるプロセスであるが——、金融機構局や支店でも色々な取り組みをやっていると思うが、今はどのような感じか。

山本理事

ABL自体は、一つは、リスク管理がやはり難しいという感じを、実際に扱った各金融機関が持っている。ABLで受け取ったものが結果的には破綻し、担保を取り損なったというケースが実際に少なくないということである。もっとも、そうした認識が浸透してきたことによって、むしろリスク管理の高度化というか、リスク管理をより厳格にやるやり方も徐々に分かってきており、それを基に徐々にABLを扱う金融機関が引き続き増え続けている、というのが今の状況であると思う。従って、急激に増えるということは考えにくいですが着実に拡大している、と理解している。

白川議長

分かった。

雨宮理事

一つ宜しいか。ここは技術的セッションであるが、最後に一つ、前回の会合で宿題を頂いた時に、我々が考えたポイントして一点だけ補足させて頂きたい。前回の会合で物価安定の目途と買入基金の増額を決定して、デフレに対する強い政策意思を示す、それに合わせてデフレ脱却のためにはそうした金融緩和と成長力強化の両方が必要であると、前回はここで金融緩和を一段進めた訳であるが、併せて成長力強化も進めていくべきであるという、いわば二本立てであるというご議論を踏まえ、これはわりと大きな作りにした。それは金額、内容も含めてである。内容も、普通の貸出からABLに展開し、今回大口から小口、さらに内から外という格好で、質的にも拡大している。また金額も、実はこれで元々の大きさである3兆5,000億円が2兆円拡大して5兆5,000億円になるので、その意味では前回の決定と合わせてかなり大きなものとして、デフレ脱却のために両方二つをパッケージできるということで設計したつもりである。

白川議長

まだ技術的な質問はあるかもしれないが、その時にはまた適宜説明をしてもらうことにして、それでは次回会合までの金融政策運営について、ただ今執行部から報告のあった成長基盤強化を支援するための資金供給および被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションに関するご意見も含めて、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。それでは先程と同じ順番であるが、森本委員からお願いします。

森本委員

我が国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、緩和的な状態が続いている。金融市場では、長短金利とも極めて低水準で推移し

ているが、前回会合での資産買入等の基金の拡充を受けて、2年債利回りは0.1%近傍まで一段と低下し、5年債など周辺ゾーンの金利も押し下げている。こうした環境下、企業の資金調達コストは緩やかに低下している。資金供給面では、企業からみた銀行の貸出態度も改善傾向にあり、CPや社債の発行環境も引き続き良好である。資金需要も、運転資金や企業買収関連を中心に増加している。こうしたもとで、企業の資金繰りも総じて改善した状態が続いている。為替市場をみると、米国経済の好調な経済指標や欧州債務問題の進展によるリスク回避姿勢の後退、我が国の貿易収支の赤字傾向や1月には過去最大の経常赤字になったこと、そして本行の金融緩和姿勢をより明確化したこと等を映じ、円が幅広い通貨に対して下落している。こうしたもと、株価は円安を好感して上昇し、これを受けて企業や家計のマインドはこのところ改善傾向にある。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。前回会合では、日本銀行の政策姿勢を明確化するとともに金融緩和を一段と強化したが、そうしたもとで、先行きの金融政策運営については、我が国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き強力な金融緩和を推進するとともに、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援に着実に粘り強く取り組んでいくことが肝要である。

まず、成長基盤強化支援資金供給についてであるが、執行部から本措置の取り組みを強化するという提案があったが、基本的に異論はない。これまで我が国経済にとって成長力強化が極めて重要な課題であることを踏まえ、成長基盤強化に向け積極的に取り組んできた。これまでの運営状況をみると、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などの多様な取り組みを活発化しており、投融資額も日本銀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ていると言える。また、出資やABLを対象とした特則は、金融機関の取り組みに漸く前向きな手応えを感じ始め

たところであり、この動きを定着させるにはさらなる後押しが必要である。これらの措置は、この3月末に新規貸付の受付期限が到来するが、デフレ脱却を確実に果たすためにも、そうした前向きな動きを引き続き力強く支えていく必要があり、提案があったように、現行措置の新規貸付の受付期限を2年延長したうえで、新たに設定する小口貸付枠と米ドル資金供給とを合わせた貸付総額を相応に拡大することが適当だと思う。本則分については、既に上限枠の3兆円に達しており、執行部からも説明があったが、毎回償還分の約1,500億円が追加になるが、このところ3,000億円程度の借入希望が出ている。大口分野については呼び水効果を十分に果たしたとの見方もできるが、遅れて参入した金融機関の粘り強い取り組み等に応じて、後押ししていくことは有意義であり、5,000億円程度増額することが適切と考える。この程度の規模であれば、金利引き下げ競争を助長するとの声にも十分配慮した形になると思う。そして経済全体の成長力を強化する観点から、今回裾野を広げ、これまで対象外の1,000万円未満の小口投融资を対象とした新たな貸付枠を設けることは大いに意義あることと考える。この場合、小規模の積み上げになることから、5,000億円程度が妥当と思う。さらに近時増大するグローバル需要を取り込み、成長力を高め、収益力を強化する観点から、これからの成長分野に対し積極的に対応する動きが拡大している。こうした動きは、国内における管理部門をはじめとした雇用の増加や、研究開発の積極化等による競争力の強化等にも繋がる。こうした海外需要の取込みを行うに当たり、長めの外貨を安定的に調達する必要があり、この面でのニーズが高まっている。一方、本行は外貨資産を現在4兆円強保有しているので、需要動向等を総合的に勘案のうえ、このうちの相応の米ドル資金を活用・供給し、国内企業の基盤強化を図っていくことは、我が国の成長力強化の観点から大変望ましくかつ必要なことだと考える。貸付期間や貸付利率等、具体的なスキームについては、企業の海外需要への取り組み状況や、外貨建て投融资への金融機関の対応等を踏まえ、さらに検討を進めてもらいたいと思う。

次に、4月末に新規貸付の受付期限が到来する被災地金融機関支援オペ

についてである。この資金供給オペは、導入から5か月間で約4,500億円に達した。被災地の金融機関の資金繰りに総じてゆとりがあるため、最近の利用は少額にとどまっているが、復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援するという目的に照らし、安全弁としての効果を発揮している。復興がこれから本格化していくことや、被災地金融機関から本措置の延長を求める声があることも考慮し、1年程度延長し、引き続き金融面からも復興を支えていくことが適当ではないかと思う。

最後に、資産買入等の基金についてである。現在は、長期国債で月額1.5兆円ペースに引き上げるなど、拡充した基金の買入れを加速させており、残高を積み上げつつある。その効果は、足許の極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。ただ、国債買入れの増額により市場の資金余剰感が強まる中で、ここにきて6か月物の固定金利入札が3回連続で札割れとなった。応札額は資金需給や市場の金利水準に左右されるので、積み上げが難しい局面も生じてくると思う。今後も、市場動向を注視し、タイミングを図りながら、本年末までに着実に65兆円まで積み上げていくことが大切だと思う。政府や民間による成長戦略の着実な実施と併せ、こうした方策により、金融面からも経済の持続的成長をしっかりと下支えし後押しすることが重要であり、引き続き適時適切な対応を図っていききたいと思う。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、長短金利とも、本行による潤沢な資金供給や包括金融緩和の効果もあって、引き続き低水準で安定的に推移している。また、国内資本市場をみると、前回の金融政策決定会合による資産買入等の基金の増額を受けて、2年物金利が同買入れの下限金利である0.1%近傍まで低下してきている。ドル/円相場は、本行の政策変更、貿易収支の赤

字、米国経済指標の改善などを反映した日米金利差拡大などが意識され、足許 82 円台で推移している。こうした中、株価については日経平均が一時 1 万円に達し、本日も先程 1 万円台に達し現在 1 万円近傍で動いている。こうした中、国内金融環境は、引き続き、企業の資金調達コストの観点、企業の資金のアベイラビリティの観点で、いずれも極めて緩和的な状態である。

前回の金融政策決定会合では、「当面、消費者物価の前年比上昇率 1% を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」ことを決定した。こうした決定に沿って、まず次回会合までの金融市場調節方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を 0 ~ 0.1% 程度とすることにより、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と考える。

次に、資産買入等の基金については、前回会合において 10 兆円増額したため、今後年末に向け残り 20 兆円程度の残高を着実に増額することによって強力な金融緩和を推進し、その効果を見極めることが重要であると考える。なお長期国債については、本行は、資産買入等の基金において 19 兆円、このほかいわゆる銀行券ルールのもとで年間 21.6 兆円、合計で約 40 兆円の買入れを実施している。この額は、毎年新規に発行される建設国債や特例国債の合計額に匹敵する規模である。こうした規模での国債買入れは、ややもすると財政ファイナンスと受け取られかねない。基金は、バランスシート上、分別管理のうえ、透明性の高い形で運営しているということを機会あるごとに丁寧に説明し、対外的な理解を十分得ていくことが重要であると考える。

次に、先程執行部から説明があった成長基盤強化を支援するための資金供給に関する意見を述べたいと思う。まず、本則は既に資金供給残高が上限の 3 兆円に達している。貸付先は 137 先となり、個別投融资の平均期間は 6 年を超えているほか、環境・エネルギー分野をはじめとして幅広い分

野の投融資案件に適用されており、一定の呼び水効果を発揮してきていると考えられる。もっとも、資金供給が上限に達した後も、2,000億～3,000億円前後の借入希望が寄せられているのに対し1,500億円程度の新規貸付しか行えておらず、引き続き本資金供給に対するニーズは強いとみられることや、他方で、信金等から低金利競争を助長しているとの批判もみられたこと、この双方を勘案すると、執行部提案どおり増額を5,000億円程度にとどめ、期間を延長することが適当と考える。延長期間については、日本経済全体が成長力を高めていくことが今最も求められているという問題意識を一層深め、浸透させていくという観点から、1年ではなく2年程度とすることが適当であると考ええる。

次に、特則についても、新たな金融面の手法の一段の定着を図り、成長基盤強化に向けてさらに積極的に取り組むことを支援する観点から、期間を延長することが適当と考える。本特則での資金供給額は、昨年6月の設定以来これまで三度で900億円程度となっており、残高上限まで4,000億円以上の余裕があるため、延長に当たり基金の増額は不要であると考ええる。延長期間については、個別投融資案件もまだ徐々に増加している状況で、かつ、日本におけるABL等の活用に向けた取り組みの歴史が浅いこともあり、金融機関にさらなる取り組みを促す観点から、息の長い支援をしてしかるべしと考える。ただし、本則の期限との関連を考慮に入れると、期限延長は2年程度とすることが妥当だと考える。

次に、小口投融資を対象とした新たな貸付枠の設定についてである。今回、従来の本則、特則に加え、新たに小規模な投融資案件を発掘し、企業を育成していくという観点からの支援を開始することは大変意義深いものと考ええる。こうした観点から、執行部から提案のあった投融資の最低額を100万円以上1,000万円未満とする貸付枠を新たに設定することに、賛成である。その際、各金融機関の個別投融資枠は、幅広く地域金融機関や信用金庫等に利用機会を提供する意義を考えると、本則分と合算で貸付残高の上限である1,500億円を維持することが望ましいと思う。また、貸付総額は小口の投融資案件の積上げであることを勘案すると、特則と同様

5,000 億円程度を上限とし、期間も他の成長基盤強化の資金供給と同様、2年とすることで特段の問題はないと考える。

最後に、本行が保有する米ドル資金を活用した新たな貸付枠の設定についてである。拡大するグローバル需要への対応は、我が国経済の成長基盤の強化にとっても重要である。このため、外貨流動性の面から企業の前向きな取り組みを支援する観点から、本行が保有する米ドル資金を貸し付ける新たな貸付枠の設定には賛成する。ただし、今後スキームの詳細を詰めるに当たっては、以下の点に留意する必要があると考える。第一に、米ドルを対象とする投融資案件は、環境・エネルギーや資源確保、開発分野をはじめとして、1件当たりの金額が非常に大きな案件が少なくない。特定の大型案件のみに基金が使われてしまうことのないよう、できる限り中小規模案件に幅広く適用されるような枠組みとした方が良いと考える。第二に、他の政策金融との線引きの明確化である。例えば、日本にとって重要な資源の海外における開発や地球環境の保全を目的とするプロジェクトなどに対して、国際協力銀行は外貨建ての政策金融を実施している。このように従来他の機関で行われている貸付と本行の新たな貸付とが競合することのないよう、棲み分けを明確化する必要がある。第三に、貸付利率の決め方であるが、貸付利率の設定によっては本行による不当な補助金とも取られかねないだけに、どういった利率を適用するのが良いか慎重に検討する必要がある。

被災地金融機関支援オペについては、この2月までで毎月1回ずつ、合計10回実施してきた。第10回実施後のオペの残高は、上限である1兆円に対して約5,000億円と半分弱の金額となっている。本オペについては、延長後の貸付受付期間がこの4月末で終了となるが、本オペが被災地金融機関の資金調達のバックストップとなっているため、被災地の金融機関における復旧・復興に向けた活動に万全を期す観点から、延長することが適当と考える。延長期間は、執行部の提案どおり、本オペの貸付期間が1年であることに鑑み、1年間とすることが適当と考える。

米ドル資金供給オペについては、国際的な金融環境の緊張度が幾分緩和

する中で、足許では3か月物、1週間物ともに落札額が次第に小さくなってきている。しかしながら、残高としては引き続き200億ドル弱まで積み上がっているほか、引き続き国際金融情勢に不透明感が残る中、ドル資金の調達環境の安定を維持するため、今後とも定期的にオペを実施し、金融市場の安定確保に貢献していくことが重要と考える。

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へと復帰するため、中央銀行としての貢献を粘り強く続けている。日本銀行は、今後もその目的の達成のために必要な政策をプロアクティブに実施していくべきだと考える。そのうえで、本行がこうした政策を実施するうえでの留意点を二点ほど述べたいと思う。一点目は、強力な金融緩和の副作用にも十分目を配る必要があるということである。我々はかつて金融緩和がバブルを招く一つの要因になったという苦い経験を有している。金融緩和を強力に進めると同時に、金融面での何がしかの不均衡が生じていないのか、これまでどおりしっかり検証することが極めて重要である。例えば、日本の財政状況は厳しく、政府債務残高の対名目GDP比率はギリシャ、ポルトガル、イタリア以上に高水準であるにもかかわらず、足許では本行の金融緩和もあって、日本国債の金利は低位に抑えられている。各国の国債の保有者別内訳をみると、日本は欧米諸国に比べて海外投資家の保有比率が低いので安心であるとの楽観的な見方もある。しかしながら、欧州債務問題からの教訓は、一旦財政への信認が低下すれば国債も安全資産とみなされなくなる惧れがあるということである。危機は毎回違う形で現れると言われる。先月の金融政策決定会合の公表文にも示したように、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを確認していく必要がある。二点目は、一点目とも重なる部分もあるが、デフレからの脱却は、日本銀行だけの努力で達成できるものではないということである。本行が金融面からできる限り、例えば現在のこの成長基盤強化の種々の施策を含めて、後押しを続けていくのは勿論大事であるが、それと同時に、民間企業、金融機関、そして政府がそれぞれの役割に応じてバランスよく取り組みを

続けていくことが極めて重要であると考え。そして、この認識をそれぞれの当事者が共有し、それぞれの役割に沿って確実に実行に移していくことが何よりも求められていると考える。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、次回会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」が良いと思う。金融環境は緩和的状态が続いており、短期資本市場での余剰感は強く、3か月物の資金供給では応札倍率が低下しており、6か月物オペでは3回も札割れとなっている。一方、ドルオペについても前回会合以降、応札額はゼロまたは極めて少額となっており、ドル調達は順調にできているようである。企業金融については、CP・社債発行レートは低水準で推移しており、新規貸出約定平均金利は低下傾向にある。金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、CP・社債発行環境も良好である。最近では、被災地を中心とする運転資金や生産設備復旧、海外企業買収を中心に民間銀行貸出が緩やかに拡大しており、CPや電力債を除く社債の発行額も増えている。

前回会合で決定した時間軸政策の強化と国債買入れによる一段の金融緩和の効果についてであるが、金利先物のフォワードカーブについてはあまり変化がなかった。しかし、購入対象の2年物国債利回りは0.1%まで低下し、5年物国債利回りもより高い利回りを求める投資家の動きを反映して0.3%前後まで低下している。また、海外投資家のリスク姿勢が強まるタイミングとマッチしたことも追い風となって、本行の追加緩和措置をきっかけに円安が進み、我が国の株価やREIT指数も大きく上昇している。

なお、日本銀行による積極的な金融緩和が続けられていることで、企業

の資金調達環境は緩和的な状態にあるが、それが企業・個人の旺盛な資金調達の拡大へとなかなか回っていかない。人口が減少している我が国では、潜在成長率が低下し、それが経済構造の転換の遅れと将来不安に基づく貯蓄性向の強まりとともに、長期に亘って需給ギャップが解消せず資金需要が高まらない原因となっている。こうした状況下で、日本銀行も中央銀行としての従来の金融政策の枠組みを超えて、成長力を引き上げるために何ができるのかを検討し、2010年に「成長基盤強化支援のための資金供給オペ」が導入された。このオペの目的はあくまでも金融機関の成長基盤強化への取り組みを支援する呼び水効果を狙ったものであるが、同時に本行のデフレ脱却に向けた姿勢を示すうえでも、極めて重要な位置を占めている。

本日は、この成長基盤強化オペの受付期限が今月末に迫っているので、執行部案に基づき四点、意見を申し上げたいと思う。まず第一に、本則については既に昨年9月に上限の3兆円に達しており、現在は期日前返済等により生じた余剰分を新たな貸付けに回している状況である。昨年9月、12月、今年3月の3回の事例をみると、借入希望額に対して4割から7割弱程度応じている状況となっている。按分により金融機関が本行から借入できなかった案件の多くが、地方を含む中小金融機関の申請が中心で、しかもこうした金融機関の対応が遅れたために、ようやく最近になって借入希望を増やしているところもあるようである。金融機関の競争が激しく、貸出約定平均金利が低下している現状で、本則オペがさらに金利競争に拍車をかけるとの批判もあるようだが、ヒアリング情報によると最近では金融機関の間で本オペの理解が深まっており、地域銀行が成長という言葉を全面に出して取引先企業に融資を自ら提案しやすくなったとか、省エネ・エコ案件及び医療・介護分野など将来性のある分野での資金需要がみられる、との金融機関の声も耳にする。従って、この際、受付期限を2014年3月末まで2年ほど延長すると同時に、上限額についても既存の3兆円から一定程度の金額、例えば5,000億円ほどを増やして、そうした中小金融機関の要望に応じていくのが、成長基盤強化の動きを後押ししていくうえ

で適當ではないかと感じている。

第二に、これまで本則では対象外としてきた小口の投融資額にも焦点をあて、これを対象とする新たな貸付枠、例えば5,000億円ほどを設定するのが良いと思う。小口案件に対象を絞るためにも、現在は投融資額1件当たりの最低金額を1,000万円以上と定めているがこれを100万円以上に引き下げると同時に、上限を1,000万円未満と設定するのが適切だと思う。中小金融機関の顧客には小口案件が多いこと、中小企業が利用すると思われるABL特則では既に100万円に引き下げていることから、この範囲の設定が適切だと思う。

第三に、昨年9月に開始したABL特則についても今月末に期限が迫っているが、今のところ5,000億円の上限に対して891億円と2割弱しか活用されていない。ABLの普及には担保評価手法の浸透など時間がかかること、及びABLに対する金融機関と企業の関心がかなり高まっていることから、受付期限を本則と同じく2年延長して経過を見守るのが良いと考えている。なお、私自身は、成長基盤強化支援のオペの中では特に小口案件とABLを重視している。2月に発表されたある民間シンクタンクによる「地域経済における金融機能の向上に関する調査研究」結果によると、創業間もない若い企業や小企業の場合、企業側のニーズとは関係なく担保・保証に依存した融資が余儀なくされ、そのために資金調達自体が困難になる場合があると指摘されている。また、金融機関が審査の際に、企業の売上・利益状況、過去の融資返済実績といった点を重視し過ぎ、事業内容の将来性、成長性、技術・ノウハウを考慮していないとの不満も示されている。こうした現状から、日本銀行が成長基盤強化オペを拡充するに当たり、金融機関が健全なリスク管理体制を維持すると同時に、事業計画内容の理解力や関心を高め、ビジネスマッチングなどニーズの高い分野でのビジネスモデルを発展させ、ABL等の新しい担保資産の評価力の向上に努めていくことを強く期待している。

第四に、最近では、中堅・中小企業の中でも海外事業展開への関心が大きく高まっているように窺われる。我が国の2011年の対外直接投資額を

みると前年比 1.8 倍の 9 兆円にも達しており、直接投資収益は 34%増の 3.8 兆円と過去最高額で、その収益率は約 6%にもなるようである。特にアジア向けの対外投資の収益率は高く、輸出入取引だけではなく海外拠点の設置を希望する企業が増えているようである。先程指摘した民間シンクタンクの調査によると、金融機関に対して現地の資金・為替の供給のほか、現地での財務管理、貿易金融、リスク管理、情報提供などのサービス提供を望む声が企業の間で高まっているものの、現状では地域金融機関が企業のニーズに十分応えられていないとの評価が示されている。このことは、地域金融機関にとっても新たなビジネス機会の可能性を示唆しているが、同時に金融機関自身もビジネスモデルの転換や現地金融機関や関連企業との連携、ネットワークの開拓が必要とされている。こうしたニーズの高い分野で金融機関が柔軟に対応していくのを後押しするべく、成長基盤強化支援オペを拡充して、日本銀行が保有する外貨資産を活用して 1 兆円ほどの外貨資金供給を行うのが適切だと思う。地域金融機関の比較的小さめの投融資案件が鍵だと思う。

最後に、被災地金融機関支援オペについてであるが、受付期限が 2012 年 4 月末までとなっているが、現在のところ 1 兆円の上限に対して約半分の 5,061 億円しか活用されていない。被災地では瓦礫処理や復興計画作成の遅れなどから漸く復興需要が本格化してきているので、受付期限を 1 年程度延長し、仮に金融機関で資金需要が強まった時にも即座に応じられる体制を維持しておくのが適切だと思う。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

最初に金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進する中で、我が国の金融環境は緩和の動きが続いていると判断している。この点は、前回会合から変わらない。

次に、当面の金融政策運営についてであるが、まず、前回決定した金融緩和の現時点での——極めて暫定的とあって良いと思うが——評価に関して述べておきたいと思う。市場の反応をみると、総じて好意的に受け止められているようである。国債金利は、中短期ゾーンを中心に弱含んでいる。為替は円安方向の動きとなり、株価は上昇している。特に円安・株高に関し、追加緩和の効果を指摘する声が少なくないようである。しかし、これまでの円高・株安の背景を考えると、実際には、米国経済の改善、欧州債務問題の一定の前進を背景とする投資家のリスク回避姿勢の後退が、相当影響しているとみるのが自然だと思っている。追加緩和が、この1か月、市場心理面を中心に何がしかのプラス効果を持ったことは事実としても、そのインパクトを殊更に強調することには、私自身は多少の違和感を禁じ得ない。ともあれ、我々としては、前回決定した方針に基づき、今後基金の残高を着実に積み上げていく中で、その効果の波及をしっかりと確認していくことが重要であると思っている。金融政策は、大胆であると同時に細心の注意をもって運営していかなければならない。前回会合以降の国債金利の動きは、本行のそうした政策運営姿勢を市場が評価していることの顕れでもあると受け止めている。円安と株高の動きというよりも、私自身は、この国債市場の動きに日本銀行に対するクレディビリティが現れているという捉え方をしている。

次に、先程執行部から説明のあった成長支援資金供給、それから被災地金融機関支援資金供給についてお話ししておきたいと思う。まず、3月末および4月末に到来する期限の延長については、執行部の案に異論はない。続いて、成長支援資金供給にかかる新しい工夫に関してであるが、いずれも執行部案に違和感はない。我が国経済のデフレからの脱却は、成長力の強化と金融面からの後押しなどを通じて実現されていくものである。前回、金融緩和をさらに強化したのに続いて、今回、成長支援策を一段と拡充することは、その意味で適切なことであると思っている。私は、前回の金融緩和と今回の成長支援資金供給の拡充は、一つの政策パッケージと位置付けるべきであろうと思っている。執行部からは、円貨とドルの双方につい

て、資金供給の具体的な拡充策が示されている。円貨のいわゆる本則部分については、これまでも未充足需要が存在していた訳であるし、また最近では、地域金融機関を中心に成長に向けた融資活動の体制整備が漸く図られたといった声があることを踏まえると、一定の増額を図ることが望ましいと思っている。また、小口の投融資を対象とする新たな貸付枠の導入に関しても、従来より信金などから強いニーズが示されていたことであり、適切な対応であると考えている。さらに、ドルによる資金供給についても基本的に異論はない。これまで我々は、我が国の成長力強化のためには、内需の掘り起こしとともに、グローバル需要の取込みが不可欠であると考えてきた訳である。円貨による資金供給が内需の掘り起こしに対応するものだとすれば、ドル資金の供給は、外需の取込みに向けた企業や金融機関の努力を後押しするものであると思っている。もとより、実施に移していくとすると、色々な点についての踏み込んだ検討が欠かせない。企業の大口のドル資金需要に応えるのであれば、成長支援の観点に立っても環境整備、インフラ関連、資源関連等多彩なニーズが存在し、とても我々の持てるドル資金では間に合わない訳であるし、敢えて我々がサポートすべき分野とも思えない。我々としては、比較的小口の資金ニーズに対応しつつ、企業の発展を支えひいては我が国の成長力強力に資するものとして、どのようなものが考えられるか、どのような分野に資金を流していくのが適当なのか、こうした点を中心に具体的なスキーム作りを進めていくことが必要であると思っている。

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

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

我が国の金融環境について申し上げます。まず、企業の資金調達環境につ

いては、引き続き緩和の動きが続いていると思う。次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向であるが、まず為替レートは、対ドルで82円台、対ユーロで108円台の水準で推移しており、前回会合時と比べて大きく円安方向に変化した。そういった円安の流れも受けた形で、株価については、例えばTOPIXは780ポイント程度から850ポイント程度にまで大きく回復した。こうした変化、特に円高修正の動きについて、市場では幾つか背景が指摘されている。まず一つは、主に海外の投資家筋が中心のようであるが貿易赤字継続などに伴う円売り、二番目は、米国景気回復見通しに伴うドル買い、三番目には、欧州不安の後退に伴う主に短期筋による円買い圧力の緩和、リスク回避の後退による円買い圧力の緩和、四番目には、輸入の増加に伴う本邦実需筋のドル買い、といったものが背景として指摘されている。それに本行の先般の政策決定が加わる形で、それも大きく寄与したという評価が得られているようである。

インフレ予想に関してだけ一言付け加えておくと、特に短期のインフレ予想について、なかなか立ち上がってこないという構図に変化はないとみている。これは中長期的なアンカーに収束していく力を弱める方向に働くもので、物価見通しを下振れさせる要因であり、注意が必要である。この点は、足許若干懸念が強まっている石油価格の上昇が、取り敢えず今のところ一時的だという判断に基づいた評価になる。

そう申し上げたうえで、前回の我々の政策決定がもたらす効果について、少し時間を頂くかもしれないが考えてみたい。2月に行った一連の政策決定は、1%を当面の目途として緩やかな物価上昇を目指すという日本銀行としての強い緩和姿勢、より強いコミットメントを、実際のアクションを伴って示したものと理解している。そういった我々の強い決意が、人々あるいはマーケットに伝わり円高修正あるいは株高の動きが今後も継続するとすれば、企業・家計の前向きな意思決定に働きかけ、最終的に景気・物価の経路にプラスの効果을及ぼす、つまり持続的成長と早期のデフレ脱却に働きかけ得ると考えている。この点をもう少し敷衍すると、今回の政策決定がもたらした効果波及メカニズムをどう考えれば良いかというこ

となのだが、人々の将来に対する様々な予想に働きかける経路というものが考えられるのではないかと思う。すなわち、将来も積極的な緩和が続くと人々やマーケットが予想することで、①円高の修正や株価の持ち直しが将来も続くのではないか、②景気は刺激され成長期待も高まる、あるいは下支えされるのではないか、③緩やかながら物価も上昇していくのではないか、といった予想を人々に抱かせ、そういった人々の予想が実際に企業や家計などの前向きな意思決定に働きかけて、景気や物価に影響を及ぼし得るという経路が考えられる。これは、経済学で、前向きに将来のことを考えて人々が意思決定するという考え方に基づいてよく強調される経路である。こういった予想に働きかける経路の効果が、今般みられるように、金融指標の基礎的条件に沿ったものとして発現していけば、その効果は極く短期的なアナウンスメント効果あるいは市場心理の改善のみならず、より息長く持続して、実体経済とりわけ設備投資の改善に働きかけることが期待できると考えている。そう申し上げたうえで、人々の予想に働きかけると言っても、経済の実力や基礎的条件を超えて、例えば円安や株高、あるいは成長やインフレを予想させるということは、一時的、短期的には可能であっても、長続きしないし、また実力以上の株高、円安を促すことは、バブルを発生させるということであるので望ましいことではない。しかし、第1ラウンドでも申し上げたが、日本の企業部門は、今安定的な成長期待を維持している。先行きの設備投資計画も堅調な伸びを予想している。そういった成長期待や設備投資の見通しは、例えば1年前、つまり震災前に実施された同じ調査結果を現時点で上回るものである。そういった底堅い企業の見通しからすると、足許の設備投資の実績は、例えばGDPのデータでみて2010年の実質の伸びは+0.5%、2011年は+1.1%という低い伸びである。色々な震災等の要因もあった訳だが、これは明らかに抑制され過ぎているという評価も可能かと思うし、それに関連して株価の水準も、例えば震災前の基調的な水準に十分回復しきっておらず、まだ上昇の余地はあるのではないかと推察される。為替レートに関しても、例えばドル/円レートでは、長期的な日米物価の比率で説明される水準が一つの比

較としてある訳だが、それを例えば過去約 35 年のデータに基づいて私自身推計してみたところ、円高方向への乖離がここ 1 年半ほど継続して拡大している。また、とりわけ製造業で著しい訳であるが、日本とアジア諸国との間の競争力格差が足許でどんどん縮小してきているという問題は、本来ならば円安方向に作用すべき要因と考えられる。これらの側面に限ってだけ申し上げると、実力以上あるいは基礎的条件以上に円高が進行してきたのではないかということが示唆されているとも考えられる。このように、現在進行中の株高あるいは円高修正の動きが、幾つかの基礎的条件に沿った動き、あるいは基礎的条件に向かって復元する動きと解釈できるものであると考えられる。もしそうだとすると、そういった金融指標の動きが続くことが、手控えられてきた企業の設備投資を促し、実力に見合った成長期待を実現する。そして、実際に我が国の生産性、成長力を高めるとともに、インフレ期待にも働きかけ、それらを通じて景気・物価の回復経路を引き上げることが可能になると予想されると考える。そして、こういった動きを、日本銀行のより積極的、能動的な緩和姿勢が促し得るとすれば、それ自体は望ましいことではないかと考えている。なお、この場合に刺激されるのは、単なる将来の需要、あるいは海外の需要というよりも、本来起こるべきであるがこれまで控えられてきた需要——つまりここでは企業の設備投資——が刺激されることによって、成長力を高め、デフレ脱却にも寄与すると考えられるのではないかと思う。

このような考え方に基づくと、これからも積極的、能動的な緩和姿勢をさらに強化して、例えば必要であれば追加措置も果敢に実施して、持続的成長への回復経路を後押ししていくことは極めて重要であり、かつ必要なことと私自身考えている。この点、つまり今後も必要であれば追加措置を果敢に行っていくという構えについて、ボードメンバーの皆様にご意見をお伺いできればと思う。というのも、私自身は、今回の会合も含めそう遠くない時期に追加的な措置を果敢に実施して、強い決意を再び行動で示す必要があると考えているからである。勿論、何人かの委員がご指摘されたように、前回増額した長期国債はこれからスケジュールどおりに着実に

買っていく訳であるが、そういったスケジュールどおりの着実な購入をもって資産買入等による強力な金融緩和とみなすという考え方も勿論ある訳だが、市場の一部には、日本銀行は本当に積極的、能動的な姿勢に変わったのか確信が持てないというような声もある。そうであれば、スケジュールどおり資産を買い入れることが、能動的な姿勢とみなされないというリスクもある。本当に我々の本気度が伝わるのかどうかという問題があるように思う。そう申し上げたうえで、一方で、例えばもし今日この後の議論で——例えば、であるが——、先月のアクションに引き続いて今月の対外公表文に先程申し上げた点、つまり「必要と判断される場合には、追加的な措置も果敢に行っていく」といった文言を明確に盛り込むことができれば、追加措置は今後どのタイミングで実施されても不思議ではないといった予想に働きかけることができるので、我々の本気度や能動性というものを人々に伝えることができ、現在までの円高修正あるいは株高のモメンタムを当面維持できる可能性も相応にあると考えている。従って、そういった文言を今月の公表文に盛り込むことができるかどうか、あるいはそれについてどうお考えになられるか、もし可能であれば論点として取り上げて頂ければと思う。

そう申し上げたうえで、次回会合までの金融市場調節方針に関しては、現状維持が適当と考えている。追加緩和の必要性については、また皆様のご議論を踏まえたうえで申し上げたいと思う。

最後になったが、先程執行部からご提案のあった成長基盤強化の資金供給と被災地支援オペに関してである。まず成長基盤強化に対する資金供給については、四つの措置について、いずれも異論はない。特に今回新設される小口の融資枠は、これまで本則では対象から漏れていたものであり、中小の金融機関のニーズにも応え得るものだと思う。また、米ドルの資金供給については、我が国の国内の長期的な成長力強化に資するという点が着実に担保されるよう、制度設計に是非盛り込んで頂きたいと思う。また、これは本行保有のドル資金を利用するものであるが、為替市場には影響を及ぼさない、あるいは為替政策では全くないという点については、誤解さ

れないよう情報発信に気を付けなければならないと思う。いずれにしても、成長基盤強化の資金供給は、民間金融機関の自主的な取り組みを後押しする呼び水としての役割を担うもので、今回の色々な取り組みの新設あるいは本則の増額に当たっても、そういった本来の狙いを今一度確認しておきたいと思う。また、被災地オペ資金については、1年延長が適切と考える。以上である。

白川議長

時間が厳しくなっているので、少し時間に配慮したご発言をお願いします。それでは、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の評価に違和感はない。単刀直入に金融政策運営方針について述べたいと思う。まず、次回までの金融政策運営方針は、現状維持が適切と考えている。前回、日本経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、金融緩和を一段と強化した。今回、これと連続する形で、そしてそれと一体となった形で成長基盤強化支援供給の面でさらなる拡充策を実施するということが適切であると考えている。内容については執行部案に賛成である。また、被災地金融機関支援についても執行部案に賛成する。ただ、いわゆる米ドル特則について、幾つかの留意点だけを述べておきたい。まず、当該投融資が我が国の成長基盤強化に資するということが明確になっている必要があると思う。特に当該融資による海外活動の活発化を通じて、国内の成長基盤を強め、国内での雇用、国内での所得が当該投融資に伴って増加することが前提であると思う。これは、あくまでも成長基盤支援資金供給のフレームワークの中で考えて、呼び水としての効果を期待するものであるということである。次に、言わずもがなであるが、これはそもそも為替市場に影響を与えようというものでもないし、ドルで金融政策をやろうという話でもない。そのような無用な誤解・曲解を招くような可能性はできるだ

け排除しなければならない。そのため、今回会合では執行部提案の骨子素案を決めることとし、次回会合までに具体案を詰めるということを執行部にお願いしたいと思う。

次に、資産買入等の基金について、前回会合でデフレ脱却の意思を明確にするとともに、経済が特に前向きの動きが出ているのを後押しする形で、10兆円という思い切った規模の増額をした。その後の動きをみると、市場金利は中長期ゾーンを中心に低下しており、為替市場は円安に振れ、投資家はより積極的なリスクテイク姿勢に転じている兆候がみられる。

今後であるが、第一ラウンドで述べたが、これから年後半にかけて、若干注意しなければならないものがあると思う。特に、現在の回復を主導している米国経済で、市場参加者、企業、家計のセンチメントに変調が来る可能性については気を付けなければならないと思っている。つまり、先程申し上げた米国は、季節調整の歪みから、これから実態とはかけ離れたデータの下振れが出て現在の楽観を急速に悲観させることもあるし、米国の失業率と実体経済、物価上昇率の関係がまだ不確実で、景気の下振れが実体として起こる可能性も否定できない。それから、イランを巡る地政学リスクがさらに原油価格を高騰させるリスクということがある。さらに欧州経済、新興国経済についても、現在緩やかな回復軌道というメインシナリオからの下方リスクは小さくない。それが現在のところ底堅い日本経済に与える下方リスクには注意しなければならないと思っている。従って、足許は、資産買入等の基金については、前回決定した金融資産の買入等を着実に進め、その効果の波及を確認し、今後の方向性を考えていくのが望ましいと考えている。しかし景気への下方リスクが高まるなど、当面目指す消費者物価の対前年上昇率1%の達成がより難しくなるような蓋然性が高まる場合には、果断な対処が必要になると考えている。以上である。

白川議長

次に、石田委員お願いする。

石田委員

国内の金融環境については、本行による強力な金融緩和の推進により、緩和の動きが続いている。我が国の景気について、現状は横這い圏内から回復過程へ繋がる大切な時期である。回復の動きをしっかりと支えるためにも、現在の極めて緩和的な金融政策を粘り強く続けていくことが望ましいと考える。また、基金は残高ベースで約 20 兆円の資産を今後 9 か月で積み上げていくことになる。政策として最大の効果を図るべく、個別のマーケットの状況等に応じて、柔軟な対応を取っていくことが望ましいと考える。他方、市場の一部には、既に追加緩和を期待する声もあるようである。現在の政策は、時間の経過とともに累積的に緩和効果を強めていくものなので、金融政策が一種のイベントとして市場で受け止められることがないように、コミュニケーションについて今後とも一層の留意を払う必要があると思う。

次に、成長基盤の件であるが、本則の期間の延長並びに枠の増加、小口枠の追加については特に異論はない。本則の金利競争については、導入時から時間が経ち、長期貸金の新規貸出レートもかなり下がってきていること、大手行の枠は既にかなり使われていること等から、懸念は縮小していると思う。また、特則については、元々時間がかかるものであり延長が当然と思う。一層利用が進むよう利便性を高める必要があると思う。外貨ファシリティについては、大企業の大口案件に集中して消化されることは避けたいと思う。幅広い効果が望めるように、主たる対象は中堅・中小企業になるのが望ましいのではないかと考える。また、地域金融機関、特に地銀については国際業務の拡充に注力しているところであるので、参加を期待できると思う。被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの延長については、復興計画の全体的後ずれ等もあり、特に異論はない。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

国内金融市場の動きについては、各委員からのコメントと同じであるので省略する。

2月会合での金融政策の評価についてであるが、昨年夏以降大きく下押しされていた株価やJ-REIT指数は、安全通貨として買われてきた円が2月入り後は円安方向へ転じたことなどから、海外勢を中心に好感され大幅に上昇した。こうした海外勢の姿勢の変化には、欧州債務危機を巡る緊張感の緩和、米国経済の持ち直しなどによるリスク・アペタイトの改善、1月の我が国貿易収支の大幅赤字に対する警戒感のほか、物価安定の目途の文言の変更に伴い、本行のデフレ脱却に向けた取り組み姿勢が再認識されるとともに、資産買入等の基金についても、追加の10兆円に加え、累次に亘る増額措置の結果として積み上がった基金の総額が65兆円の規模に達していることが改めて意識されたことなども、影響していると考えられる。もっとも、こうした中、当該基金の10兆円の増額により、長期国債の購入は、継続して行っている趨勢的な銀行券需要見合いの買入れとも相俟って年末までの年間買入総額は約41兆円に達する。平成24年度の新規財源債の発行額が44兆円であるので、約41兆円という買入総額の大きさを強調すると、財政ファイナンスに手を貸しているかのような誤解を招きかねない。金融緩和策の一環として行っている基金を通じての長期国債買入れ19兆円と、銀行券需要見合いの資産としての国債購入額21.6兆円とは、経理上も分別管理しているが、こうした誤解を避けるためにも、それぞれの買入目的が全く異質であることを対外的に明確に説明するとともに、数字が独り歩きしないような配慮と工夫が必要と思われる。

続いて、成長基盤強化支援資金供給オペの拡充についてである。成長基盤強化を支援するための資金供給オペの一段の拡充を図るための執行部

案については、賛成である。若干の意見を述べたいと思う。まず我が国経済は、長期に渡る実質ゼロ金利政策の導入にもかかわらず依然としてデフレ状態にあり、こうした状態からの脱却には、政府、日本銀行をはじめ各種経済主体がそれぞれの役割に応じて取り組み、我が国全体として潜在成長力を押し上げる努力を続けることが極めて重要である。こうした認識から、先月の会合では、デフレ脱却に向けての本行の姿勢をより明確にするとともに金融緩和策を一段と強化した。今回の成長基盤強化支援のための資金供給策の一段の拡充もその一環として行うものであり、民間金融機関の自主的な取り組みを本行が後押しし、金融仲介機能を通して成長基盤強化を幅広く支援しなければならない。従って、政策の実効を上げるためにも、このような本行の認識と政策目的につき、幅広い国民の理解を深める努力が必要である。なお、本制度の設定時には、本行が過度な金利の引き下げ競争を助長しているとの批判もあったが、その後の金融環境の一段の緩和、本制度の趣旨への理解の深まりもあり、潤沢な手元資金等の理由から借換えの応募を見送る金融機関もみられる状況となり、金利引き下げ競争の副作用は薄れてきており、増額への支障は限定的と考えられる。

またドル資金供給の制度設計に当たっては、次のような配慮が必要と思われる。まず、為替政策とは無関係であることの明確化や他の政策金融との重複の回避、二つ目として、資金使途は我が国経済の成長基盤強化に貢献できる分野に限定するとともにその判断基準の明確化、三つ目として、長期安定ドル資金に対する需要は少なくないと想定される一方、資金枠に1兆円という制約があることから、対象金融機関並びに個別案件ごとの限度額の設定、四つ目として、本制度の導入に伴い、本行の外貨建て資産の保有並びに運用の方針につき考え方の整理等が必要と思われる。

被災地金融機関の支援オペの期限延長についてであるが、被災地金融機関支援資金供給オペについては、被災地金融機関のニーズは極めて限定的のようだが、来年度入り後には復興関連事業が本格化することを控え1年間延長することにより、被災地をしっかりと見守りながら不測の資金ニーズに備えることを通じて被災地の復興に貢献し、必要とあれば新しい融資

制度の確立等を検討すべきと考える。

最後に、金融市場調節方針である。次回会合までの金融市場調節方針は現状維持として、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

委員方のご意見を纏めると、まず金融市場調節方針については前回会合で決定した内容、すなわち無担保コールレート(オーバーナイト物)を0～0.1%程度で推移するよう促すということであり、私自身も同じ意見である。それから、資産買入等の基金については、前回55兆円程度から65兆円程度に増額し、今後年末までに残り20兆円程度の資産買入を通じて強力に金融緩和を推進していくことを考えると、現時点では金融資産の買入等を着実に進め、その効果の波及を確認していくことが適当であるという意見が多かったように思う。この点については、宮尾委員から、日本銀行の本気度を示すために、期待に働きかけるという観点から金融緩和を強化する必要もあるのではないかという趣旨のご発言があった。

成長基盤強化を支援するための資金供給であるが、この点については前回の発表文でも強調しているとおり、日本経済がデフレから脱却して物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰していくためには、成長力強化と金融面での下支え、この両方が重要であるということを強調したところである。そのためには、企業、民間金融機関、政府、日本銀行、それぞれがそれぞれの役割に応じて努力をしていくことが大事であるということを行った訳である。そうした観点から日本銀行は金融緩和を強化したが、もう一つの成長力強化という点については、日本銀行の役割がこの面では大きい訳ではないが、しかしこの面でも日本銀行が持っている資産でもって貢献できることはないかということを考えてスタートしたのが、2年前の成長基盤強化を支援するための資金供給である。多くの方というか全員であると思うが、そうした取り組みが非常に大事だということで、今回の強化のこの措置について基本的に賛成であるという趣旨の発言をされた。勿

論、幾つかの留意事項についてのご発言もあったが、方向として支持する発言であったと思う。そういう意味で、日本経済のデフレ脱却と物価安定のもとでの持続的な成長の実現に向けて、前回、日本銀行の政策姿勢をより明確化し金融緩和を一段と強化したことに続き、今回はそれとパッケージをなすものとして、成長基盤強化支援について現行貸付額の期限を延長するとともに、本則を増額しかつ本則でカバーできない小口融資やさらには外貨建て投融資を対象として、新たな貸付枠も導入してはどうかというご意見であったように思う。それから、被災地支援のオペレーションについては、現行の1兆円の貸付枠のもとで期限を1年延長することが適当であり、担保要件についてもその適用期限を1年延長することが適当であったということだったと思う。

こうした整理で宜しいようであれば、討議を二つに分けたいと思う。最初に、成長基盤強化支援資金供給の取扱いと被災地オペを扱い、その後金融政策運営に関するそれ以外の議論を行いたいと思う。既に先程の執行部からの説明の後、技術的な論点との関係で今後検討すべき点が幾つか提起されたが、それ以外の点も含めてご意見があればお願いします。

森本委員

私は、米ドル資金支援について金額を申し上げなかったが、皆さんのご意見なども伺いながら判断したいと思っていた。基本的にこうした海外成長分野を取り込んでいくことについて賛成する。今までのケースをみると、1件ごとの金額が結構大きい資源確保などは雇用と結び付く面が少ないので多分排除されると思うが、小口にしてもそれなりの金額になるので、ボリュームとしてはある程度必要だと思う。一方、本行の米ドル資金が3兆円強であれば、1/3位の1兆円という執行部の提案で良いと思う。先程は金額を申し上げなかったが、私もこれで結構である。

石田委員

これから執行部でも色々細かいことを調べると思うが、ある程度集まっ

た段階で我々に還元して頂きたいと思う。

白川議長

他にご意見はないか。外貨分野での成長基盤強化支援については、これがどういう形で国内の成長力の強化に繋がっていくのかは、概念的には勿論理解できるが、それをどういう形で担保していくのか、先程来の資源関連もそうであるが、しっかり考えて欲しいと思う。そうした検討を行うためには、ある程度金融機関から話を聞かなければならないが、現状では聞けないので、今回は検討の指示を出して今後検討していくことになる。しかし、次回の会合までそれほど時間がないので、石田委員からお話があったように、途中で還元をして頂きたい。そのうえで、4月の初回の会合で一番良い制度を何とか設計して世の中に打ち出したいので、宜しく願います。時間の関係で細かい話は省略するが、基本的には、先程の執行部説明について検討していくことで良いということであったと受け止めた。執行部から説明のあった骨子素案を会合終了後に公表する対外公表文に盛り込むことが適当だと考えられる。執行部においては、本措置について具体的な検討を行って、次回の会合で報告するよう宜しく願います。成長基盤関係は以上である。

次に、金融緩和政策の方に移りたい。先程、私自身はこの点について意見を述べななかったので、少し申し上げる。多くの委員と同じである。金融市場の反応は、中短期ゾーンの金利低下、株価の上昇、あるいは円高是正など、総じてポジティブであった。その要因としては、何と言っても欧州問題の改善によるリスクオンムード、米国経済の改善、日本の貿易赤字報道等が大きかったと思う。加えて、日銀の政策姿勢も相応の要因であったと思う。日銀の政策姿勢については、従前から、デフレ脱却に向けて全力を尽くしていくということは繰り返し申し上げていたが、その姿勢についてもし疑念があったとすれば、前回の措置はそれをある程度改善する効果があったという感じはする。しかし、我々自身は、あの前と後で本気度が変わった訳ではない。従来も今も、同じように真剣に取り組んでいると私

自身は思っている。それから、成長力強化と金融面の下支えの両方が必要だというメッセージは、先程、亀崎委員が二つ目の点として特に強調しておっしゃったと受け止めたが、私自身も全く同じ思いである。このメッセージについては、それなりに浸透しているようにもみえるが、しかしまだまだ十分には理解されていないという感じがする。だからこそ、成長基盤強化支援を今回さらに拡充していくことに意味がある訳である。それから、先程金融市場についてポジティブな反応と申し上げたが、一方で多少気になる反応もある。金融市場が多少客観情勢に恵まれてポジティブな反応を示したこととも相俟って、金融緩和で解決ができるのだという見方が広がると、これはこれでむしろ逆効果であると思う。この成長基盤強化にしっかりと取り組んでいかない限りデフレからの脱却は難しいという意味では、この両方が大事であると思う。国債買入れの効果についても同様で、これがもしマネタイゼーションだとみなされると、日本銀行の政策意図とはむしろ逆行してしまっ、リスク・プレミアムが乗ってしまう結果、長期金利が上昇し、その結果实体经济活動にも金融機関経営にも大きな影響を与えていく。その意味では、先程山口副総裁がおっしゃったように、「大胆にして細心」というまさに両者のバランスが——前回の措置は大胆と映る行動ではあるが細心さも兼ね備えており、その両方が——非常に大事だと自分自身は強く感じている。前回、我々は「理解」から「目途」に表現を変えて出したが、「理解」から「目途」に変えただけでは我々の思いはなかなか伝わらない。そういう意味では、その言葉と併せてアクションを伴うということで、金融資産の買入れを10兆円増やした訳である。それは、我々自身の姿勢を示していくことをいわば裏打ちしていくというものであった。国債買入れそれ自体が何かマジックを生むということではなく、基本的には、中短期の金利を下げそれが色々な形で波及していくということだと思う。そのルートに期待するということである。中短期の金利は今回また若干下がったが、しかし5年物金利を考えると0.3%を少し切っている、金利の低下余地が限られていることも事実である。そういう意味で、先程の成長基盤強化を支援していく努力が非常に大事だと

いうことを改めて感じている、というのが私の意見である。

先程、宮尾委員からもし意見があればということであったが、前回会合後の公表文では、「当面、消費者物価の前年比上昇率 1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」ということを文書で公表している。その意味で、日本銀行の基本的な構えは非常にはっきりしているように思うので、先程、宮尾委員がおっしゃった点について追加的に議論する必要があるのだろうかという感じが、個人的にはしているが、もしご意見があればおっしゃって頂きたい。

白井委員

私も、今の白川議長のご説明と基本的に一致している。色々な方と話をしていて、デフレの背景について十分なコンセンサスが取れていないことが一つの大きな問題だと感じる。日本銀行は、従前から日本銀行の考え方も言って来たし、従来の中央銀行のやり方とは違う成長基盤強化オペもやっている。それらは、最近少しずつ理解が深まっていると思うが、まだまだもう一步だと思う。その背景には色々な理由があると思うが、日本銀行側からすれば、コミュニケーションのうえでもう少し分かりやすい言葉や表現を使うことで、今後の改善の余地が絶対にはないとは言えないと思う。そういう意味で、今後も不断の努力をして、如何にしたら一般の国民の皆様にお分かり頂けるかという配慮が必要である。その意味から、前回 2 月のコミュニケーション政策は、私は時間軸政策がより強化されたと思っているし、それに対するクレディブル・アクションとしての 10 兆円には大きな意味があったので、私は、そういうコミュニケーションの流れの中で、非常に大きな一步を前回示したと思っている。今はどちらかと言うと、私自身としては、このデフレの背景をより皆様に理解して頂き、企業、日銀、政府それぞれが何ができるかを、もう少しコンセンサスができる形で頑張っていきたいと思っている。その意味で、2 月の措置でデフレ脱却には金融緩和もやるべきことはやるし、成長力強化も他のところも含めてやる

ことはあるだろうという中で、今回はその一つの解答として、日銀としてはその成長力強化のところであらうこの成長基盤をさらに拡充するという答えを出した。私は、今回のテーマは成長基盤と思っているので、そこに新たに金融緩和を示唆することは、少し噛み合わないような気がする。否定はしないが、今回の文脈とは若干違ふような感じを受けている。

山口副総裁

宮尾委員のご意見には、二つの要素があると思う。一つは、消費者物価の前年比上昇率について、当面1%を目指すという旗を掲げた訳であるので、そう遠くない将来に追加緩和が必要になるはずだ、あるいは追加緩和をするべきである、という考えがまず一つである。もう一つは、そうした先行きについての政策観を持った場合には、それをある程度示唆するようなプレゼンテーションを対外的にも日本銀行は行うべきであるという考えである。重要なのは最初の部分だと思う。それについて、私の考えを申し上げておくと、今の段階でそう遠くない将来に追加緩和が必要であるとは私自身思っていない。2月に政策姿勢の明確化と10兆円もの大量の資産買入れを行うことを決めたので、むしろ我々としては、その効果の波及をしっかりと見極めていくべき段階にあると思う。一方で、2月に手を打ったのだから今回は何もしなくて良いのかということに関しては、先程来議論があったとおり、我々としては金融緩和と成長力強化を併せ行うことによって、日本経済のデフレ克服をなるべく早期に実現したいという立場にあり、その立場を貫徹する意味では、成長力強化に向けての我々の構えと対応をしっかりと打ち出していくことで、一つの完結した政策になると思う。

亀崎委員

私も同感である。金融政策の決定は、予め何かを持っていてやるものではないと、この5年間ずっと思っていた。一つの施策を打って、その結果がどうかも一方でみないといけなない。みないうちに次をまたやるという頭は、私にはない。次の会合までとは限らないが、その途中途中を追って

きながら、例えば段々上がってきたCPIが大変なショックが来て折れるような状況になれば別であるが、そういう訳でもなく段々上がっていく時にもう既に次をやるんだという頭は、少し予断を持ちすぎるのではないかという感じがする。

森本委員

私は、皆さんがおっしゃっているパッケージ論は当然だと思う。今回は、もう一つの柱である成長基盤について、より小口の方まで裾野を広げるし、さらに内外需というか、内も外も取り込めるものは取り込んでいこうという、ありとあらゆる努力をしていこうということで、3.5兆円を5.5兆円に、相当な決意を込めてやっていく。このコミュニケーションをしっかりと図っていくことで、我々の強い姿勢をみてもらうのではないかと思っている。

石田委員

宮尾委員の考えは、前回のコミュニケーションはある程度成功したけれども、それを定着させたい、定着させるためには今回も必要だということか。

宮尾委員

今回かどうかは、ご議論次第である。私がまずご検討をお願いしたかったのは、先程の山口副総裁が纏められた二つのポイントのうち一つ目に関してで、仮に皆さんと共有できなくても、「必要と判断される場合には追加緩和を行う」という文言をステートメントに表してはどうかという点である。これは、亀崎委員がおっしゃるように、毎回毎回やるということ必ずしも示唆する訳ではない。「必要と判断される場合」というのは事前には分からない訳なので、来月なのか何か月後なのか事前には分からないけれども、必要と判断される場合には追加緩和措置を行うという構えは、多分我々は皆持っていると思う。それを文章で表わすということ自体非常

に強いメッセージ性があるが、それは来月やることを約束する訳では絶対ない。私自身の政策判断として、もう少し手前辺りでやった方が良いという必要性は感じているが、その必要性については他の委員方のご判断とは違うと思う。

石田委員

そうすると、前回のような、基金を通じて強力な緩和を続けていくというだけでは足りないということか。

宮尾委員

従来から、デフレ脱却に向けての我々の強い姿勢は、ステートメントで例えば、実質ゼロ金利政策を続けていくと…。

石田委員

いや、今回はそれにもう一つ基金が入っている。

宮尾委員

基金の強いメッセージとしては、10兆円増やし、長期国債をあと15兆円買い増していく、それは着実に必ずやっていくという…。

石田委員

私が言いたいのは、そうやって徐々に期待を強めていった場合、期待が醸成されてしまって、それが起きなかった時の反動は非常に大きいので、金融政策上は、どの位のマグニチュードで刺激するのかを非常に慎重に考えないと危ないということである。前回あれだけのことをやったが、宮尾委員のおっしゃることを聞くと、今回はより強いメッセージになっている。それは、少し危ないと思う。

宮尾委員

その点については、先程申し上げたように、まだファンダメンタルズに沿った動きが考えられ得るとというのが私の判断であるが、それは違うか。

石田委員

マーケットでは、前回の緩和について、海外の有名なエコノミストでも「日銀がとうとうマネタイズしたから、円は安くなる」という受け止め方をした人がかなりいる。それは非常に慎重に考えないといけない。受け止めるのは彼等であって、彼等は儲けようとしてポジションを持ってしまう訳である。

中村委員

今でも、「日銀は量的緩和をしていて、結果的にではあるが3~4か月ごとにそれを拡大している」と言われている。「だから、今度もそれ位はするだろう」という受け止め方をしている人もいる。逆に、それ位しないとマーケットは満足しないということにもなりかねないと思う。

白川議長

先程、私はマネタイゼーションの話をした。記者会見の席でも、国債買入れの目的はマネタイズではなく、デフレから脱却し物価安定のもとでの持続的成長を実現するための金融政策としてやっている、いつも言っている。基金を設けて分別管理していることも勿論言っている。しかし、マーケットからすると、日本銀行が言っていることは分かるが、大きな意味で日本銀行がどういう行動に組み込まれていっているのかをみている訳である。すなわち、我々自身のレトリックを問題にしている訳ではなく、我々自身が大きなメカニズムに対してどうなっているのかをみている訳である。それがこの問題の本質だと思う。そのように考えた時に、国債の買入れが1対1でデフレ脱却に繋がっていくのであれば、それはそれで勿論良い訳であるが、国債の買入れはマジックではないので、期待に働きかける

と言っても、最終的に期待を支えるメカニズムがあつて、それに支えられるからこそ影響があるということである。そのように考えた場合には、大体 5 年以下のゾーンが企業行動に一番影響を与えるが、その金利が既に 0.3%を切っているもつとで、日本銀行がマーケットの見方——マーケットの見方といつてもポジショントークだとは思つうが——に対して、本気度というある種曖昧な概念で示していくことは、自分達が内なる軸をなくしていくことを意味していると思つう。そういう行動こそ、実はマネタイゼーションの危険性があるとマーケットから受取られる。勿論、そこまで宮尾委員がおつしゃつている訳ではないが、実はそういうことを秘めている話だと思つう。そういう意味では、大胆と細心、つまり我々自身の目的は、最終的に経済・金融の安定を凶るということであるので、単にインフレを起こせば良いという話ではない。まさに大胆さと細心さを我々自身考えながら、前回は文章にも誤解のないように苦労した。先程石田委員もおつしゃつていたが、時間軸の話と金融資産の買入れの両方を含めて、単にアクティブに考えているだけではないという趣旨も入っている。そのアクティブの意味は、大胆さと細心さのバランスを取つたということだが、その趣旨を皆さんがステートメントに込めたのだらうと、議長としては受け取つていた。

西村副総裁

宮尾委員のおつしゃつたことの一つとして、本気度をどのようにみせるかが重要になってくる。今回の場合は、単にものを買入れるのではなく成長基盤強化支援とパッケージになっていて、そのことで本気度をみせることが一番重要なことだと思つう。そういう意味で、基本的には我々の姿勢そのものが問われていて、勿論ポジション・トークはあるが、そのポジション・トークから透けてみえる我々の姿勢に対して漸くそれなりにポジティブな評価がみられているのであれば、デフレ脱却に対する本気度を、今回も連続してかつディサインプに示す、しかもかなり大きなパッケージで示す、これで本気度をみせるということである。それをどうやって上手く出

していくかが、根本的な問題だと思う。この点では、宮尾委員と我々で大きな差はないと思う。実際に本気なのだから、それをどうやって上手く見せていくかが重要であり、難しいということではないか。

白川議長

我々自身は、従来から本当に真剣に取り組んでいるが、ただその点に関して誤解があったことも事実であるので、先程白井委員からもご指摘があったが、我々自身は情報発信の面で今後とも改善していくことを意識しなければならない。それと同時に、本気度ということ言えば、成長力を強化していくことについての本気度も大いに必要で、これがないまま進んでいくことは、我々自身が目的としている究極の姿がなかなか実現しないということだと思う。政府だけではなく、我々自身、様々な取り組みが必要だということを、本気で示していく必要があると思う。

山口副総裁

私の宮尾委員の意見に対する受け止め方は、先程言ったことに尽きてはいるが、もう少し申し上げると、宮尾委員ご自身は、基金の買入れをどんどん増額させていくことによって、デフレ克服をより早く実現できるという立場に立っておられると理解した。仮にそうだとすると、立場の違いが鮮明である。私と宮尾委員がどれだけ議論をしてもある意味平行線を辿る。改めて宮尾委員にお考えを伺っておきたい。

宮尾委員

私の立場は、国債等の資産の増額を無制限にやれば良いという立場ではない。先程来議論があるように、当然、潜在的な副作用もある。追加緩和を行う潜在的な効果もある。その効果と副作用を考えて、今回か次回かどのタイミングでやるかは議論の余地はあるが、いずれにしてももう1回追加緩和を行うこと、基金を増額することのメリットがデメリットを上回ると考えている。特になぜもう1回やる方が良いかと言うと、私は先程申

し上げたメカニズムが存在すると思っている。今は期待に働きかけるメカニズムがある程度持続する局面にあるのではないかと思っている。やり過ぎたら危険だという石田委員のご指摘もあったが、今の局面では、まだそのメカニズムに働きかけて期待に働きかけることで得られるゲインが、私の中ではある程度明確に見通せる状況にある。それはかりそめの期待ではなく、ある程度実力に沿った期待に働きかけられるのではないかという思いがある。どれだけの資産買入れが必要かは、私には本当のところは分からないが、前回非常に思い切ったことをやって目標も明確化し緩和姿勢も強めたという中で、今またさらにもう1回やることのゲインがデメリットなり潜在的な副作用を上回るという点で、今の局面、今のタイミングが特に良いのではないかと思う。今からできるだけ近いタイミングでという判断はある。従って、どんどんやればどんどんメリットがあるというようには必ずしも思ってない。今はまだメリットのある領域にあるだろうと思っている。それをどのタイミングで出していくかについては、今回成長基盤ということもパッケージで出たので、もしかするともう1回位あるいはもう数回待っても良いのかもしれない。それにしても、そのようなロジックに立てば、必要と判断される場合には追加緩和を講じることがあると私自身は考えているし、必要と判断されるタイミングはわりと近い手前のタイミングであると思っている。

亀崎委員

今まだ年末まで20兆円ある。この効果をみないで、またやるということか。

宮尾委員

そこもおっしゃるとおりで、これを着実に買い増していくことの効果は、毎回毎回のマーケットに対するフローの効果としてあると思う。それと同時に、トータルで幾ら買い増すのかという総額の枠、ストックの効果もある。前回、最初にボンと2年物金利が潰れたのは、恐らく最初のストック

の効果が凄くドンと出たのではないかと思う。当然、フローの効果も毎月毎月出ていく訳であるから、それもあるとは思う。そのフローの効果は、これまでわりとしっかり働きかけてきた効果でもあるという考え方があり、さらにより期待に働きかける効果の有効性の点から言うと、よりストックの方がインパクトとしては大きいのではないかと思う。

亀崎委員

2月14日以降の円高修正・株高については、2月初から円高修正の方向にあった。先程来のお話にもあるように、米国経済が良くなって、日本が貿易赤字になったり、欧州が落ち着いたりといった諸々の要因があった。あくまでも間違っただけではないのは、2月14日の決定でこうなった訳ではない。私はそう思っている。様々の要因があってそういう動きがあって、その中のタイミングとしては早かった。しかし、毎回イベントがあるかという、我々はドラマをやっている訳ではない。毎回のオフレコ面談で、新聞記者からは会うたびに、「今度は何をやるのか」と聞かれる。それでまた何かやれば「次はもっと」というのでは、あまりにも実態からかけ離れている。しかも、まだこれから20兆円も買い入れるというところに、その効果もみないでまた打つということが、实体经济にどれ位のインパクトがあるのかわからない。

宮尾委員

私のメインのメカニズムは設備投資に働きかけられるかにあるので、それが3月、4月、5月位に出てくるのかどうかを見極めることも、一つの考え方としてあるのかもしれない。ただ、私の判断としては、これまでの設備投資の立ち上がり方があまりにも遅いので、そこに何とか働きかけられないかと思っている。

亀崎委員

設備投資が金融緩和の拡大で動くか。

宮尾委員

それは、私は可能であると思っている。

石田委員

それはどういうメカニズムなのか。

宮尾委員

それは、今の環境で、為替と株価という金利以外のより広い金融指標、金融環境に働きかけるということである。株はまだ過小評価されているのではないか、為替もまだ過大評価されているのではないかというロジックに立つと、今の動きをより強めるといえるか、今のモメンタムを維持させることが企業の投資意欲を後押しするのではないかと思う。私が懸念するのは、もし仮に何もなければ、今回に限らず我々の追加緩和措置がなかなか出てこないということで、今の為替、株価の勢いが落ちてきてしまい、企業家がこれまでと同じようにまた慎重な態度になるのではないかということである。

石田委員

前回の円安で、例えば自動車中心に国内で膨大な投資をしたら、非常に痛い目にあった訳である。投資はある程度長い時間でするので、今5円上がったとか下がったとか、そういうことではやらない。

宮尾委員

そういうご判断もあると思う。

白川議長

なかなか難しい論点である。継続的に議論していく必要のあるテーマだと思うが、結果的には結構な時間を使って議論したので、一応論点的には

出たと思う。繰り返しになるが、私自身が一番気になっているのは、期待に働きかけるというのは非常にフアジーな言葉であるということである。最終的には、我々自身が何かこういうことをやって、それは具体的にこういう形で影響があるというものと結び付いていないと、全て期待に働きかけることになる。つまり、マーケットがどうみているかに判断軸を置くことは、中央銀行としてはある種の自殺行為だという感じが私はしている。漠然と期待に働きかけて何か良いことが起こるということではなく、それが具体的に何なのか、F e d の場合、彼等はそれは長期金利だと非常に明確に言い切っており、これはこれで非常によく分かる議論だと思う。そうではなくて、漠然とした期待ということには、私自身はかなり否定的である。ただ、これは意見の差であるので、私自身の考えを押しつけるつもりはない。一応この辺で金融政策の議論を終える。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。財務省の藤田幸久副大臣、宜しくお願いする。

藤田財務副大臣

我が国経済をみると、緩やかな持ち直しが続くとみられるものの、欧州の政府債務危機に端を発する金融資本市場への影響等による海外景気の下振れ、原油価格の上昇や為替レートの変動等により、我が国の景気が下押しされるリスクが依然として存在しており、政府として引き続き大きな懸念を有している。

先般 3 月 8 日、平成 24 年度予算が衆議院で可決された。引き続き、予算関連法案と併せ、速やかな成立に向けて全力で取り組んでいく。

また、先般 2 月 17 日、「社会保障・税一体改革大綱」を閣議決定した。引き続き、年度内の税制抜本改革関係法案の提出をはじめ、関連法案の提出に向けて準備を加速していく。また、行政改革、政治改革に積極的に取り組むとの方針が示されている。政府としては、これらと併せ、成長戦略を加速し、安心できる社会保障制度と経済の好循環を実現させるべく取り組んでいく。

本日、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の延長が提案されたことは、震災からの復興に資する取り組みであると受け止めている。

政府・日銀は、デフレ克服が最重要課題であるとの考えで一致しているところであるが、消費者物価の前年比上昇率は依然としてマイナス圏で推移している現状にある。本日、前回に引き続いて、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について提案が出されたが、こうした成長力強化に向けた取り組みは、デフレ脱却に資する適切な取り組みと評価しており、今後しっかりと進めて頂くことを期待している。

また、前回2月14日の金融政策決定会合において、「資産買入等の基金」を増額するとともに「中長期的な物価安定の目途」を示し、時間軸として「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで」、「強力に金融緩和を推進していく」との日本銀行の方針が明確化された。政府としては、こうした一連の取り組みは、時宜を得た対応であると評価している。日本銀行におかれては、政府と緊密な情報交換・連携を図りつつ、先般明確化された方針のもと、引き続き、デフレ脱却に向け、情報発信を含めしっかりとコミュニケーションを図りながら、積極的かつ果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

大串博志内閣府大臣政務官、お願いします。

大串内閣府大臣政務官

我が国の景気は、海外経済の回復の弱さなどから輸出が弱含んでいるものの、緩やかに持ち直している。先行きについても、復興需要や、立地補助金やエコカー補助金等の政策効果に支えられ、緩やかな持ち直しの傾向が続くと期待される。ただし、欧州政府債務危機の影響や原油価格の高騰等の景気の下振れリスクには、十分な警戒が必要である。政府としては、

震災復興や景気の下振れ回避とともに、デフレ脱却に断固として取り組むことを当面のマクロ経済政策運営の基本スタンスとしている。特に、過去10年以上に亘る課題であるデフレからの脱却に向け、引き続き政府と日銀が緊密な連携のもと、一丸となって取り組むことが重要である。そのためには、需給ギャップの縮小、企業の我が国経済への期待成長率の改善、及び民間部門の期待物価上昇率の向上が必要と考える。

デフレ脱却に向けて、政府としては、実質GDP2%程度の押し上げ効果を持つ平成23年度第3次及び第4次補正予算の迅速かつ着実な実行により、需給ギャップの縮小を図るとともに、平成24年度予算の早期成立に努めているところである。また、我が国の潜在成長率を高め、民間部門の投資意欲を引き出す観点から、「新成長戦略」の実行加速や「日本再生の基本戦略」の具体化を通じて、成長力の強化に取り組んでいく。

前回決定会合の措置を受け、金融資本市場では、株価の上昇や過度な円高の是正など、前向きな動きがみられる。こうした動きをしっかりと定着させ、早期のデフレ脱却に繋げるため、日本銀行におかれては引き続き政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いしたいと思う。具体的には、先般、当面CPI上昇率で+1%を目指すことを決定されたが、まずはその結果を出すことが極めて重要だと考えている。このため、金融資産の買入れを含めた柔軟かつ果敢な金融政策運営を期待する。

また最後に、本日ご提案のあった成長基盤強化支援資金供給及び被災地金融機関支援オペ等の措置については、時宜にかなったものと考えている。米ドル資金貸付枠については、今後具体的な面を含めさらに検討をということになっているが、その際には、政府と日銀の役割を踏まえながら、その意図・目的を市場に対して的確に理解されるよう発信することが必要かと思う。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」の制定等に関する件の議案、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件の議案、以上に関する記述及び「成長を支援するための米ドル資金供給の骨子素案」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。「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」の制定等に関する件の議案、及び「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件の議案の内容は、先程執行部から説明したとおりである。

宮尾委員については、先程のご議論を踏まえて、議案の提案があるのかよく分からなかったが、どうされるか。

宮尾委員

対外公表文について、可能かどうかをご議論頂いたが、そこを確認し、やはりそれについては難しいということであれば、これだけ議論したので、私自身提案したいと思う。

雨宮理事

まず対外公表文の議論をし、内容を確認されて、その時に提案されるのであれば、改めて案を出して頂くということで良いか。

宮尾委員

結構である。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

それでは議案を読み上げる。まず、一枚紙からである。「議長案。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。次に、対外公表文の説明をさせて頂く。

「2012年3月13日。日本銀行。当面の金融政策運営および成長基盤強化支援の拡充等について。1. わが国経済は、現在、急速な高齢化のもとで、趨勢的な成長率の低下という長期的・構造的な課題に直面している。この課題への取り組みは、わが国経済の新たな経済成長の基礎を築いていくうえで不可欠である。デフレからの脱却は、こうした成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。以上を念頭に、民間企業、金融機関、そして政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことが、重要である」。このセンテンス全体が、前回の公表文の最後のパラグラフに相当している。「2. こうした認識のもとで、日本銀行は、2月に政策姿勢をより明確化するとともに、金融緩和を一段と強化した。これに続き、本日の政策委員会・金融政策決定会合においては、以下の通り、成長基盤強化を支援するための資金供給(以下、成長支援資金供給)を拡充することを決定した。円貨、外貨両面での拡充により、貸付額の総額は、3兆5千億円から5兆5千億円に2兆円増加する。(1) 成長支援資金供給(本則)では対象としていない小口の投融資を対象に、新たに5千億円の貸付枠(小口特則)を導入する(別紙1)。(2) 成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて、新たに1兆円の貸付枠(米ドル特則)を導入する(骨子素案、別紙2)。本特則については、議長は、執行部に対し、次回の金融政策決定会合までに具体的な検討を行い、報告するよう指示した。(3) 2010年6月に導入した成長支援資金供給(本則)について、新規貸付の受付期限を2014年

3月末まで2年延長するとともに、貸付枠を3兆円から3兆5千億円に5千億円増額する。(4) 2011年6月に導入した出資や動産・債権担保融資(いわゆる「ABL」)などを対象とした成長支援資金供給(ABL特則)について、現行5千億円の貸付枠のもとで、新規貸付の受付期限を2014年3月末まで2年延長する。3. 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、現行1兆円の貸付枠のもとで、貸付の受付期限を2013年4月末まで1年延長することとした。被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置についても、その適用期限を2014年4月末まで1年延長した。4. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、以下のとおりとすることを決定した(全員一致または賛成○反対○)。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す。5. 海外経済をみると、全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済にこのところ改善の動きがみられているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっている。国際金融資本市場も幾分落ち着きを取り戻してきている。わが国の経済は、持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある。国内需要をみると、設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高の影響などから、引き続き横ばい圏内の動きとなっている。この間、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、概ねゼロ%となっている。6. 先行きのわが国経済については、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、次第に横ばい圏内の動きを脱し、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。実際、このところ、生産や公共投資などにも先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や国際商品市況の動向、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界

経済を巡る不確実性が引き続き大きい。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などを、注視する必要がある。7. 日本銀行は、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率は、消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断している。そのうえで、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする。併せて、本日拡充を決定した成長支援資金供給を通じて、わが国経済の成長支援にも取り組んでいく。以上」である。別紙1の貸付枠——小口特則——の概要と別紙2の米ドル特則の骨子素案については、先程ご説明申し上げたとおりである。一番最後に、今回のパッケージの全体像として、これまでの本則、ABL特則、今回の二つの特則、それから今回変更した部分をシャドーにして、全体像をお示ししている。私からは以上である。

白川議長

まず、このステートメントについて議論をして、このステートメントの内容如何によってという話を、先程宮尾委員がされていたので、まずステートメントについてご意見はあるか。

亀崎委員

原油価格上昇のリスクは、国際商品市況の中に入っている訳だな。

門間企画局長

そうである。

白井委員

些細なことで、反対ではないのだが、5.の6行目「個人消費についても、

自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増している」という表現について、私個人としては「自動車に対する需要刺激策の効果もあって」という文言を入れる必要があるのかというのは、若干疑問がある。というのは、自動車に関しては、新車モデルの投入やペントアップ・ダイヤモンドも残っていたかもしれないが、やはりエコカー補助金の効果は大きく、確かに消費全体で見ると突出して自動車の販売が大きいというのはそのとおりだが、ただそれはどちらかというと自律的な消費ということではないので、そこだけを出す必要があるのかなというのは、若干感じている。他をみても、外食産業や旅行取扱業、コンビニ等でも消費が伸びているので、敢えてこの政策効果が大きい自動車のところを表現する必要があるのかなというのが、反対ではないが、少し引っかかる。

西村副総裁

「もあって」ということなので。

白井委員

そうではあるが、「個人消費についても、底堅さを増している」だけでも良いかとは思う。

西村副総裁

ちょっと理由が……。

白井委員

強い異論ではない。

白川議長

他にご意見はないか。異論がある訳ではないということだが、多少気になるということであった。私自身は、この趣旨を考えると、底堅さを増しているのだが、ただその増している中には多少こういう一時的な要因

もあるからということで「もあって」と入れたのだと思う。そういう意味では、白井委員と同じような趣旨で、そう書いているのではないかと、私は逆にそう読んだ。

白井委員

取り方によるかもしれない。

白川議長

つまり、これがなくて「底堅さを増している」と言ってしまうと、割合無条件で良くなっている感じになってしまうので。

白井委員

敢えて…。

白川議長

そういう意味では、若干ヘッジをしたのだと思う。

白井委員

そういうことか。

門間企画局長

そういう側面があると思う。

宮尾委員

そのうえで、問題になるところは、7.のところの2～3行目である。「そのうえで、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」とあるが、私をご検討頂ければと思っていた文言は、その後に入れて頂きたい。どういう文言かというと、

「今後も必要であれば追加措置を果敢に実施していく」といったような趣旨の文言である。「必要であれば」という条件付きだが、「必要であれば追加措置を果敢に実施していく」ということで、従って、次回を約束する訳でもないし、読みようによってはその前の文章に入っている文言だとも言える。ただ、そういう文言を付け加えて頂けないかというのが、提案である。

白川議長

先程の議論の感じは、2月の会合で金融緩和を強化し、3月は成長基盤強化、これをパッケージで増やすことが重要なのだというように私は受け止めたので、今の点について、もしこの案が良い、あるいはこの案が良いという方がいれば、それはそれでおっしゃって頂きたい。こういう文章は、前と同じ文章でいった方が良いというのが大方の意見だったと思うが、どうか。

山口副総裁

宮尾委員のお話を聞くと、明らかに先行きについて緩和が必要だということが前提になっているので、そういう発想に立っての修文には、私は反対である。

森本委員

私は、「必要であれば」と入れると、却って印象が弱くなる気がする。「果敢に」という言葉は入ってはいるのだが、「強力に推進していく」と言っているので、その後に「必要であれば」と言うと却って弱く受け止められるのではないかと、私はそういう感じがする。これは人の感じ方ではあるが。

亀崎委員

私はこの文章で十分意を尽くしているのではないかと思う。予め、次に

やるぞというようなことを言える段階では、私はないと思う。

中村委員

私もこれで良いと思う。

石田委員

私は、これはほとんど同じことだと思う。なので、万一、二つ並んで出たら、それはコミュニケーションとしてどうなるのかというのは、今はちょっと考えが及ばない。受けた人が、なぜこういうものが二つ出てしまったのだろうと。コミュニケーションとしては、やはりどちらかにした方が良い。意見が全く違うということではないので、表現の違いに近いところもある訳である。

白川議長

先程来の議論を聞いていると、私の理解するところでは、宮尾委員は明確に異なるということだと思う。つまり、国債を買えばデフレが脱却できる、従ってそれをやった方がいい、今はその局面である、ということで、基本的にそのメカニズムについての理解が、どちらが正しいかは分からないが、根本的に違うのだろうと思う。

石田委員

ただ、出てくる文言としては似たようなものなのではないか。

白川議長

今度は、文言、コミュニケーションという面からみると、議長という立場からみると、一つは、これを付け加えることによってどう変わったのか、人によっては強くなったと思う人もいるし、人によっては弱くなったと思う人もいる。いずれにせよ、前回のステートメントがコミュニケーション上不十分であったということを、我々自身が告白するような感じだと私は

思っていて、コミュニケーション上も不適當だと思う。議長という立場から離れて委員としてみると、私は反対である。

白井委員

私もこのままで良いと思う。強力に金融緩和を推進すると言うだけで十分強いと思っている。

白川議長

それでは、この案のままとする。そういう意味では、宮尾委員からは議案を提出されるということになるのか。

宮尾委員

私の追加緩和の必要性に関するスタンスというのは……。

白川議長

基本的な考え方というか、要するに議案を出すか出さないかという、その一点について。

宮尾委員

今回出させて頂くことにする。

白川議長

分かった。それでは、最終案が纏まった。

雨宮理事

議案をお配りして宜しいか。

白川議長

それでは、議案を配って頂きたい。

[事務局より宮尾委員の議案を配付]

宮尾委員

私の追加緩和提案ということになるのか。

山口副総裁

追加緩和の提案をされるのか。

白井委員

追加緩和ではなく、公表文についてだけではないのか。

山口副総裁

公表文の修文ではないのか。

白川議長

これは宮尾委員自身が決める話である。

亀崎委員

公表文ではないのか。

白井委員

私達は、公表文のところの表現だけだと思っていた。

山口副総裁

議案を出される訳か。

雨宮理事

公表文がもし先程のご提案でなければ、むしろ議案を出されるという理

解で良いか。

宮尾委員

そういうことで。

門間企画局長

それで宜しいか。

宮尾委員

申し訳ない。対外公表文を採決して、それが否決された場合はどういう形になるのか。

白川議長

ステートメントに拘るのであれば、議案を出すのではなく、例えばご自身の意見表明をする方法として、色々なやり方はあるが、対外公表文について賛否を取る時に、例えば脚注に「賛成 8、反対 1。宮尾委員は資産買入等の基金の増額が必要との判断から反対した」というのを入れるというのも一つの方法だと思う。

宮尾委員

なるほど。

山口副総裁

その場合には、議案を提案しないと…。

雨宮理事

その場合には、例えば対外公表文に反対して頂いて、その反対理由を書くという方法、どこに注を打つかというのは別にして、議案を出さずとも公表文には反対して頂いて、その議決結果の中で反対理由を書くという方

法が一つある。もう一つは、先程おっしゃっていた、仮に公表文がそうでなければ、議案を出してその採決結果を書いて、それを含めた対外公表文には賛成して頂くという、両方のパターンがある。

宮尾委員

最初のパターンで、対外公表文にだけ反対して議案を提出しない場合に、反対理由として、ここに「今後も必要であれば追加措置を果敢に実施していく」という文言を入れて欲しいから、というのはおかしいか。

白川議長

議長としてこの政策委員会の意志を表明する時に、それは非常に不適切だと、私は思う。

宮尾委員

そういう形の反対というのはできないということか。

白川議長

そういう文章を入れるということを…。

宮尾委員

なぜ反対したかを…。

雨宮理事

対外公表文は、政策委員会において議決したことをメッセージとして出すものなので、今までそういう格好で対外公表文の反対理由を書いたことは多分ない。

宮尾委員

分かった。議案を提出せずに、対外公表文だけ反対するということはで

きるのか。

雨宮理事

今まであったらどうか。

門間企画局長

いや、それはない。これまでではない。

飯野政策委員会室長

何をもって反対するかにかかっていると思う。従って、「基金の増額」ということをこの文面で注にいきなり書くというのは、凄く違和感があると思う。今までのそういう事例は、元の文面に基金の増額について内容が書かれていて、それに対してこの部分に反対したというのはずっと落ちるが、この公表文には基金について何も書かれていない。それは、はっきりと議案を提出して、そういう行為があって、ということだと思う。

石田委員

先程は今回やるということではなかった。

白川議長

先程の話では、皆さんの意見を聞いて、必ずしも今回ではないが次回以降も、というようにおっしゃっていた。それについて、先程議論をした訳である。

石田委員

マインドに働きかけたいということなのではないのか。

宮尾委員

そうである。

石田委員
言葉で。

白川議長
もう一つは、今回も議事要旨が出るので、その議事要旨で宮尾委員がこ
ういう意見であったということが、1か月後には出ることはなる。

石田委員
議事要旨は…。

山口副総裁
名前は出ない。はっきりさせたいのなら、議案を出されれば良い。

宮尾委員
分かった。それでは、議案を出す方向でお願いします。

雨宮理事
先程お配りしたので良いか。

宮尾委員
それで、私に何か説明する機会は与えられるのか。

飯野政策委員会室長
これの中身について、取り敢えずご発言頂いた方が良い。

白川議長
そうであるな。まだ発言されていない。

宮尾委員

それでは申し上げます。私が提出したい議案は、ここにあるように、5兆円程度の…。

白川議長

ここにあるようにという前に、まず提案理由をはっきり言って頂きたい。

宮尾委員

それでは申し上げます。私自身、先程も前段で申し上げたとおり、能動的な金融緩和姿勢をより明確にし、我が国経済のデフレ脱却と持続的成長の実現に向けた取り組みを金融面からさらに強力に支援するということが必要であると考えている。重要なのは、日本銀行が、これまでもそうであるが、強い決意をこれまで以上に人々にしっかり伝えることで、人々の予想に働きかけるということである。この予想というのは、単なる市場の予想ではなく、実体経済の参加者である主に企業の皆様方に是非働きかけたということである。繰り返しになるが、私自身が考えているメカニズムを申し上げますと、将来も積極的な緩和が続くと人々が予想することで、円高の修正や株価の持ち直しが続くのではないかというのが出発点である。それに応じて、景気は刺激され成長期待も高まるのではないか、そして緩やかながら物価も上昇していくのではないかとといった予想を人々に抱かせ、そういった人々の予想が実際に企業や家計という実体経済のプレイヤーの意志に働きかけ得るのではないか、そういう経路を通じて、景気や物価に影響を及ぼし得ると考えている。そういった観点から、資産買入をさらにこのタイミングで5兆円増額して、より一段と強力な金融緩和を行いたいということである。買い入れる資産については長期国債とし、私自身が考えているのは、現行の2年の金利は十分低下していることから、現行よりは残存期間をより長めの国債を対象とするというものを考えている。

白川議長

今の話の中に出てきた、より長めの国債を買うという話は、先程のラウンドでおっしゃっていたか。

宮尾委員

初めて申し上げた。

白川議長

議長としては、議案を出すのであれば、それについてははっきりとそれに関連した論点を出して頂いて、そのうえで最後に短い議案になるというのが、議事運営の基本的なエチケットだと思う。しかし、今回は時間の関係もあるので仕方がないが、次回以降、議長としては、そこは十分注意して頂きたいと思う。

宮尾委員

論点というのは……。

白川議長

例えば、長期国債について、我々自身は、今新たに長期国債を買った方が良いと言われた訳である。その点について、他の委員は発言する機会が全然なかった。我々自身は、従来が残存2年以内の国債を買うことについて、それをベースにして議論をしていたというのが私の理解である。ご自身の考え自体を否定する訳ではなく、議事運営上、後でこれは議事要旨、議事録になっていくので。そういう意味で、今回の提案は、「増額の対象資産は利付国債とする」というのが新しい提案になっている訳であるな。従来は残存2年以下であったので。

宮尾委員

現行よりは残存期間が少し長めの国債を対象とするということである。

私の議論の仕方が稚拙であればお詫び申し上げます。

白川議長

それでは最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、第二にただ今、宮尾委員が提出された議案、第三に「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資に関する特則」の制定等に関する件、第四に「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件、最後に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[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

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

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

金融市場調節方針である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定めた方針に沿って調節に努めるよう、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、宮尾委員の議案に関する採決をお願いする。

[宮尾委員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：宮尾審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

基金の増額に関する宮尾委員提出の議案である。採決の結果は、賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

次に、「成長基盤強化を支援するための資金供給における小口投融資

に関する特則」の制定等に関する件」に関する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

成長支援資金供給の結果である。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、速やかに適宜の方法により、執行部より対外公表することとする。

次に、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件」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
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
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

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である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件についても、本日、金融政策決定会合後、速やかに適宜の方法により、執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

門間企画局長

議長、今の採決の結果を入れてということであるが、先程宮尾委員から追加的な議案提出があったので、念のために、その採決の結果を入れる場所について簡単にご説明する。対外公表文の 2 頁目である。パラグラフの 4 番目、今「賛成○反対○ (注)」となっているが、ここを (注 1) として、その後の大きい方の括弧の外側、「。」の手前に「(注 2)」と入れて、そこに宮尾委員が提出された内容と、賛成、反対、すなわち「本日の金融政策決定会合では、宮尾委員より、資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し、70

兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された」という脚注を、脚注2として入れさせて頂く。

白川議長

反対多数というか、これは全て賛否を書いているのでは…。

門間企画局長

「反対多数で否決された」の後に、「（賛成：宮尾委員、反対：〇〇委員、〇〇委員）」とずっと続く。基本的に（注1）と同じ書き方になるが、反対多数ということである。

山口副総裁

それで良いのか。

門間企画局長

通常、これまでもそういうパターンで書いている。

山口副総裁

ここも金融市場調節方針にかかるのではないか。

門間企画局長

（注1）、（注2）と少し括弧の…。

白川議長

（注）を打つ場所は、調節方針のところではない。しかし、どこが良いのか。

門間企画局長

調節方針ではないが、その意味では、過去同じような事例があった時に

は、ここに入れていたという経緯がある。

白川議長

同じような場合というのは、例えばいつがあるのか。

山口副総裁

ないのではないか。

雨宮理事

過去に提案があった例では、昨年4月、増額の提案があった時には、決定事項そのものが簡単な決定事項で、「当面の金融政策運営について」で、オーバーナイト金利を現状維持で決定するという一枚紙であった。これは西村副総裁のご提案の時であったが、この時は、標題に（注）を付けていた。標題の「当面の金融政策運営について」の右肩に（注1）と打って、脚注のところで「本日の金融政策決定会合では、西村委員より」云々と書いてある。なので、（注）の打ち方としては今回もそうなのだが、わざわざ（注）を、今回強くやろうとしている「金融政策運営および成長基盤強化支援の拡充等について」という標題に打つかというと……。

山口副総裁

昨年4月の文面は、対外公表文か。

雨宮理事

これは対外公表文である。いや、これは違うか。

山口副総裁

違う。

神山企画局政策企画課長

展望レポートの時なので、これが対外公表文である。

雨宮理事

展望レポートの時のだったか。さらに特殊であるな、この時は。展望レポートの時であれば、いわゆる対外公表文がこれしかない時である。従って、標題に（注）を付けるのがなかなか厳しいとすると、他に付けるところがない。

門間企画局長

その意味では、全く同じ事例はなくて今回初めてなので、白地から考えるということで良いと思う。

山口副総裁

やはり、「当面の金融政策運営」のところに（注）を付けるのではないか。

門間企画局長

標題の途中ということになるか。

山口副総裁

そうである。標題の「当面の金融政策運営」のところである。

白川議長

先程の宮尾委員の立論からすると、この「当面の金融政策運営」に関するところであるので、少し不格好ではあるが、そこしかないか。

石田委員

金融市場調節方針ではないので……。

門間企画局長

分かった。

白川議長

ステートメントの一番大事なところに(注)が付くというのは、何かメッセージ性を弱めるような感じもするが、そこしかないだろう。

門間企画局長

それでは、それで準備する。

雨宮理事

それでは少しお時間を頂きたい。

白川議長

了解した。

飯野政策委員会室長

準備ができた。

白川議長

それではお願いします。

[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

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

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文である。採決の結果を申し上げる。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。政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

お待たせして申し訳なかった。先程の宮尾委員の提案については賛成 1、反対 8 であった。あとの議案は全て全員一致であった。

VI. 議事要旨（2月13、14日開催分）の承認

白川議長

最後に、2月13、14日に開催された会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議事要旨の承認である。採決の結果は賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、16日金曜日の8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了した。次回は、4月9、10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 14 時 07 分である。

白川議長

解禁時刻が 14 時 07 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(14 時 02 分閉会)

以 上