

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年6月14日（14:00～16:21）

6月15日（9:01～12:51）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）

山口廣秀（副 総 裁）

西村清彦（ 〃 ）

須田美矢子（審議委員）

野田忠男（ 〃 ）

中村清次（ 〃 ）

亀崎英敏（ 〃 ）

宮尾龍蔵（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 香川俊介 大臣官房総括審議官（14日）

池田元久 財務副大臣（15日）

内閣府 梅溪健児 大臣官房審議官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事

井戸清人

理事

山本謙三

理事

雨宮正佳

企画局長

櫛田誠希

企画局審議役

吉岡伸泰（15日）

企画局参事役

加藤 毅

金融市場局長

外山晴之

調査統計局長

門間一夫

調査統計局参事役

関根敏隆

国際局長

大野英昭

（事務局）

政策委員会室長

飯野裕二

政策委員会室企画役

橘 朋廣

企画局参事役

坂本哲也（15日10:33～12:51）

企画局企画役

中村康治

企画局企画役

奥野聡雄

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日は、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、二番目に成長基盤強化を支援するための資金供給に関する執行部説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五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、六番目に5月10日及び5月20、21日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは、香川俊介大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向についてお願いします。

外山金融市場局長

それでは、お手許の資料に即して、まず金融調節の運営実績について申し上げます。図表1-1の資料をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.086～0.106%と概ね誘導目標水準近傍で推移してい

る。とはいえ、地銀が依然として調達に回らずに取り手が限られる中、投信や一部系統、生保が都銀に対し、0.060～0.075%といった低いレートでの放出に応じる場面も増えてきており、加重平均は0.090%前後で仕上がる日が多くなっている。レートが0.1%を超えたのは、一部邦証と一部地銀が同日に調達訓練を実施した6月8日のみとなっている。当座預金残高は14～18兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。前回決定会合以降、税揚げを控えた6月1日までは高めの水準で推移させていたが、2日以降はやや絞り気味に運営している。

図表 1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、引き続き地銀、第二地銀の超過準備が高水準で推移している。一方、外銀については、ドルの流動性が逼迫する中、一部欧州銀行で本部や他拠点からの回金が減少したことを主因として、5月積み期の平均超過準備額は、13日までの途中ラップで前期に比べ3,000億円程度減少した。この間、都銀は概ね積み進捗をコントロールしてきたが、5月末にかけて本行が厚めの資金供給を行う中、一部行で予期せぬ預貸上振れから積みが大きく進捗し、その後もレポ・レートが大きく低下して、資金放出が思うに任せない状況が続いたことから、最終日を数日残して積み終えることとなった。この結果、都銀全体としても——13日までの途中ラップであるが——5月積み期の平均超過準備額は1,000億円程度となっている。

図表 1-3、「10/1月積み期以降の短期金利」というグラフで、GCレポ・レート（S/N）をご覧頂くと、0.105～0.135%で推移した。月末にかけては、一部都銀が余資運用を短国や中期債へとシフトさせたため、レポ市場での資金放出が細ったこと、また一部邦証が短国を大量落札したものの、落札レート近傍のレート水準では投資家の買いが入らずに在庫を抱え込んだといったような要因で、レートが強含んだ。しかし、5月27、28日に本行が3月19日以来となるスポネ物現先オペを実行して、市場に安心感が広まったことや、都銀の資金放出が再びしっかりと入るようになったことから、レートが低位で推移した。ただし、足許では積み最終日が意識され、レートは再び強含んでいる。図表 1-4 と図表 1-5 で無担コール

市場残高をご覧頂くと、じりじりと減少してきている。

図表 1-6 でオペ運用についてご説明する。市場機能の維持に配慮しつつ、潤沢な資金供給を実施している。また、欧州ソブリン問題等から海外市場のセンチメントが悪化していた 21 日には、7 日、10 日に次いで即日で金利入札方式共通担保オペを実行するなど機動性にも意を用いている。この間、固定金利方式共通担保オペの残高は、本日オファー分も含めて 20 兆円に達するところまできている。これは、短期オペ残高の約半分を占めるといった金額である。一方、企業金融支援特別オペは、16 日——明後日であるが——に残高がゼロになる予定である。目先 6 月後半は、財政が月初の税揚げを起点とすると、15 日の年金定時払い、21 日の国債大量償還を主因として、約 10 兆円の余剰方向に振れる時期に当たっていて、固定金利方式共通担保オペ以外の短期オペは、全体として次第に縮減させていかざるを得ないが、そうした中でも今後、レートの急激な変動等に機動的に対応できる余地をできる限り確保するよう腐心している。具体的には、6 月第 1 週まではほぼ毎日実施していた金利入札方式共通担保オペについて、第 2 週以降は、頻度や期間を調整しつつある一方で、レポ・レートや短国レートの落ち着きも踏まえ、6 月 4 日には、国債買現先オペの 1 週間物を 6,000 億円から 4,000 億円へ減額、また国庫短期証券買入オペについても 4,000 億円から 3,000 億円への減額に踏み切った。固定金利方式の共通担保オペは、週二回のペースでコンスタントにオファーしている。このところの応札倍率は約 6~7 倍となっている。現時点で、同オペを通じて供給されている残高 19.2 兆円の業態別内訳をみると、都銀等が 4.5 兆円、信託が 2.4 兆円、地銀、第二地銀が 0.6 兆円、邦証が 3.6 兆円、外証が 3.3 兆円、短資が 2.2 兆円、外銀が 1.6 兆円、系統等その他が 1.2 兆円となっており、金利入札方式の共通担保オペと比べると邦証、外証、短資といった業態のシェアが低くなっているのが特徴である。国債買現先オペについては、先程申し上げたように、4 日以降 1 週間物のオファー額を 4,000 億円に引き下げたが、落札レートはその後も 0.10~0.12%と落ち着いて推移している。また、国庫短期証券買入オペについても、4 日以降オ

ファー額を縮減したが、その後も市場実勢に沿った応札がみられている。米ドルの供給オペであるが、明日、84日物をオファーする予定である。今回はECBが84日物のオファーを見送っているため、本行単独でのオファーとなる。

続いて、最近の金融・為替市場の動向についてご説明する。図表2-1、短期金利の推移である。TIBORの3か月を掲げているが、ここに掲げている全ての日が0.390%となっていて、国内円TIBORについては、20営業日連続、本日までレートが変動していない。ユーロ円TIBORについても、6月7日までの14営業日連続でレートが保ち合ったという展開となっている。このところのLIBORのやや強含んだ展開をみて、TIBORが下がりにくくなっているといった指摘が市場からは聞かれている。ユーロ円金利については変動はなかった。一方、短国のレートであるが、3か月のところで、5月26日以降やや切り上がったところがある。海外投資家の動きであるが、5月初めから中旬にかけてはアジア中銀を中心とした買いが目立っていたが、5月の下旬以降は海外からの買いが中東の中銀程度に絞られてきてしまったといった指摘が聞かれている。こうした中で、一部邦証が強気に応札した短国が売れ残り、処分を迫られたこともレートを上昇させた。ただ、全体としては非常に落ち着いた展開ということだと思う。

図表2-2の(2)、CP発行レートをご覧頂くと、グラフからはややみにくいですが、いずれの格付けについても低位弱保合いといった動きである。銘柄間の格差も縮まっている傾向に変化はない。図表2-3の(2)、ドル転コスト対ドルのLIBORスプレッドであるが、為替スワップ市場においては、基本的には円転地合いが続いている。短いトムネ物については、大きなマイナスとなるいわゆるスーパー円転地合いとなる日から円投地合いとなる日までボラタイルに動いているが、その日々のドルの需給を反映した動きである。今回、図表2-4で、ドルLIBORの動向及び為替スワップの流動性の図表を付けている。まず、ドルLIBORであるが、5月下旬以降は、ほぼ横這いの動きが続いている。実勢のキャッシュ・レー

トについても、徐々に落ち着いてきているが、ただターム物の出合いには  
捗々しい改善はみられていない。東京市場では、ターム物については、な  
お出合いがない状況であるし、ニューヨーク市場においても  
でも3か月物のCDを1か月物でのロールに切り替えることを余儀なくさ  
れているといった声も聞かれている。「為替スワップ市場のビッド・アス  
ク・スプレッドの推移」で、為替スワップ市場の流動性をご覧頂くと、特  
に3か月物で大きく跳ねてはいるが、それでも前回決定会合以降徐々に落  
ち着いてきている傾向が窺われる。

図表2-6、長期金利についてご覧頂く。我が国の長期金利は、中期ゾー  
ンを中心として大きく低下してきている。特に中期債については、複数の  
メガバンク、あるいは地銀といったところが積極的に投資をしていて、一  
時0.37%といった水準まで低下した。これは、2003年8月以来の水準で  
ある。10年物の長期債についても、1.2%台前半でのレンジで推移してい  
る。投資家が期待していたいわゆるアノマリーも不発に終わり、目線が一  
段と低下したといった様相である。(2)で10年国債利回りの推移である  
が、ここに掲げている米債、ドイツ債、日本債は全て逃避買いの対象になっ  
ていて、特にドイツ国債の金利は一時2.54%まで低下した。これは、1989  
年にユーロが導入されて以来の水準である。図表2-7、欧州各国の長期  
金利とソブリンCDSプレミアムの推移であるが、これまでのギリシャ、  
ポルトガル、アイルランドに加えて、スペイン、イタリア、フランスまで  
やや利回りが拡大してきたのが特徴である。ドイツの財政再建策の発表に  
よる反射的効果でフライト・トゥ・クオリティの動きが強まったと言われ  
ている。ただ、その後、先週半ば以降、ポルトガル、スペイン、イタリア  
の入札が順調であったことから、落ち着いた動きを取り戻している。ソブ  
リンCDSプレミアムについては、ECBの国債買入れで、国債スプレッ  
ドが落ち着きを見せていた間も上昇していたが、極く足許は、これも落ち  
着いた展開になってきている。

図表2-10、社債流通利回りの対国債スプレッドの推移であるが、まず  
欧米市場については、金融セクターあるいは投機的格付けを中心にスプ

レッドが拡大していて、重い展開が続いている。このところ、バンク・オブ・イングランドの社債買取プログラムの応札が増加していることから窺われるように、ディーラーがポジションを軽くしようとする動きが目立っている。こうした中で、欧州では、発行がほぼ止まっている状況がなお続いている。一方、日本であるが、下位格付けの銘柄については、欧州問題の波及やノンバンクへの警戒等からスプレッドが拡大してきている。上位格付けについても、金利低下局面での益出しという側面もあるが、地合いは弱く、様子見ムードが続いている。

図表 2-12、株式相場の推移であるが、前回決定会合以降色々な材料があつて、大きく低下をした後、足許若干戻した。まず、低下局面の中では、ドイツの空売り規制、スペインのカハスールの中銀管理下入り、フィッチによるスペインの格下げ、ハンガリーの財政赤字を巡る発言、米国の雇用統計、それからBPの原油流出事故の影響拡大といったことが材料となっていたが、足許、中国の貿易統計、それから先程申し上げたポルトガル等の入札の順調、それから先週末はミシガン大消費者信頼感指数といったようなことを材料として、幾分戻した。図表 2-13、主体別売買動向をご覧頂くと、5月はやはりずっと外国人が、株価が下落する中で、売り越した。ただ、売り越し額は次第に縮まってきている。この間、個人が大きく買い越した。

最後に、図表 2-14 以降で、為替の動向であるが、足許やや値を戻しているが、大きくみるとユーロが値を下げ、ドルや円がその分買われた展開であった。ユーロ／ドルについては、2006年3月以来の水準、それからユーロ／円については、2001年11月以来の水準までユーロ安が進行した。図表 2-15、通貨オプション等の動きであるが、(2) のリスク・リバーサルでユーロ／ドルをご覧頂くと、足許少しユーロが戻した局面の中で、少し戻していることがご確認頂けると思う。ドル／円のリスク・リバーサルについては、(1) にあるインプライド・ボラティリティとの相関が高いことが読み取り頂けると思うが、足許は、若干ボラティリティが低下した局面の中で、ドルのプット・オーバー幅が若干縮小した。図表 2-16、クロ

ス円であるが、ほぼ横這いの動きである。この間、利上げをした中銀が幾つかあって、カナダが6月1日、それからニュージーランドが6月9日に利上げをしている。

図表2-17、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、軟調に推移してきた。特に大きく値を下げたのが、韓国ウォン、ハンガリー・フォリントであって、韓国については、地政学的リスクによって、大幅に下落した。この間6月13日に外貨取引規制、通貨関連デリバティブの持ち高規制が公表されている。それから、ハンガリーのフォリントについては、6月3日以降、財政を巡る発言等から大きく下落したが、その後、政府の歳出削減策発表等で若干戻したといった展開である。この間、人民元のNDFレートであるが、人民元の上昇を残した相場ですっと展開していたが、このところ引締め策によって実体経済がやや軟調になるのではないかといった見方、それからユーロ安が大幅に進んで、こうした中で、実効為替レートが上昇してきていることから、足許では、ほぼスポット・レートに戻った展開になっている。それから、コモディティ価格については、軟調保合いといったところであるが、金については、史上最高値圏での動きになっている。私の方からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

固定金利方式の共通担保オペの残高が19.2兆円と、ほぼ20兆円近くなってきた。やや長めの供給オペ残高はほとんどこれで一杯になっていると思うが、今後、こういう20兆円がずっと残る中において、金融調節は相当厳しいものがあると思う。今後の見通しはどのような感じか。

外山金融市場局長

特に6月下旬に大きく財政が払い超に転じてくる。こうなってくると、



段々私共の方から供給できる短期オペ残が、どうしても減少していかざるを得ない。足許 40 兆円強あるが、これが今週以降 40 兆円を割り込む展開になっていくと思っている。このうち、固定金利オペが 20 兆円、さらに短国の買入れが 9 兆円強ある。それから、1 週間物の国債買現先が 2 兆円あるので、結局その他のオペを打つ余力が数兆円程度にとどまらざるを得ない。できるだけこのりしろを効果的に使えるように、場合によっては、多少短めの期間になろうかと思うが、頻度をできるだけ確保するような調節を 6 月下旬にかけてやっていきたいと思っている。7 月以降は、税揚げを過ぎれば、段々と財政が不足超へと転じてくるので、我々の方としてもオペを打つ余力が出てくると思うので、それ以降については、自然体の調節に戻していけるのではないかと考えている。

#### 野田委員

1 か月位前までは、売りオペという言葉も少し出ていたような気がするが、そういうことはもうないか。

#### 外山金融市場局長

それは、可能性としては勿論排除できないと思っている。実際、コールレートが今 0.09% 前後で推移してしまっている。これがさらに下方に突っ込んでいくことがあれば、私共が頂いているディレクティブを守れないことになってしまいかねないので、その場合には、吸収オペをやっていかざるを得ないと思うが、足許少し目線が落ち着いてきて、これ以上突っ込んでいかないというところで止まってくれることを期待しつつ、6 月下旬についても何とかこのまま走ってくれないかと思っている。ただ、可能性としては排除できないと思っている。

#### 須田委員

ドル・オペであるが、E C B は見送った中で、日銀単独でやることの意味について。ドルの資金調達について、何か問題が起きているということ

ではないということの良いか。

外山金融市場局長

然り。ECBは一番最初に84日物をやったが、1週間物についてはコンスタントに行っており、必要があれば1週間物でドル資金を取ってもらおうということであるが、私共は1週間物は実行していないので、84日物を一月に一度位は——需要がそれほど見込めないということではあるが——打つことが市場の安心感に繋がるのではないかと考えている。

須田委員

ということは、これからそうやって単独で1か月に一回位やっ払いこうということになるか。

外山金融市場局長

然り。状況が大きく好転すれば、一月に一度もやらなくても良いと思うが、足許のように神経質な地合いが何がしか残っている状況の中では、一月に一度程度打っていくのが適当ではないかと考えている。

野田委員

先程、固定金利オペの業態別残高を足早に説明されたため、書き留められず、理解もできなかったのだが、金利入札オペとの違いの意味するところ——インプリケーション——は何かあるか。

外山金融市場局長

邦証、外証、短資が割負けている——金利入札型のオペに比べてややシェアが小さくなっている——ということを申し上げた。固定金利方式の共通担保オペは、特に資金は必要ないという先であっても、そのまま当座預金に積んでおけば損はしないといったことから、色々な業態が多く手を挙げてくる。ところが、実際に、証券会社等が在庫ファイナンスのために

短い資金が必要である場合には、こうした長い資金をある程度取っていたとしても、それ以上に資金が必要になったような場合に対応できないということで、比較的短期の金利入札方式の共通担保オペとか現先オペが、彼らにとっては重宝な資金調達手段ということだ。短期オペの残高をコールレートとの関係でさらに積み増すのが難しいということであれば、どうしてもそういったところが金利入札型のオペとか現先オペを縮減させていかざるを得ない。そうすると、どうしても短い資金が必要な彼らはレポ市場でやや高いレートで調達したり、あるいは数少ない金利入札方式のオペでビット・アップするといった動きも出かねない。ただ、今のところは、多少そういうことでレポ・レート等が上昇したとしても、短国レート等に大きく波及するといったことにはなっていない。むしろ、そちらの方は、我々が資金を潤沢に供給していることがアンカーとなって、非常に低位での推移が続いている。

#### 須田委員

今の部分も含めてだが、短期金融市場における市場機能をなるべく活かして欲しいと言っているが早く積みが終わってしまったとか、なかなか短期のオペが取れないので、できるだけ固定で取ってきて積んでおいて機動的に行動しないと、先程おっしゃった。そういう意味で、市場機能が少し落ちているという気がしないでもないが、その辺の評価は如何か。

#### 外山金融市場局長

それは、じわじわとやはりそうしたことになっているように思う。ただ、早く積み終えてしまったところはあったが、姿勢としては、メガバンクは全て積み進捗は今後とも守っていきたいと言っているので、そこがアンカーとなって市場機能はぎりぎり確保できていくのではないかと考えている。それから、足許は、地銀が3月下旬以降財政の資金が大きく出た中で、資金を抱えたままなかなかマーケットから調達しないとあったことが続いているが、これが段々期日が経過するに従って調達に入ってくること

があれば、コール市場における極めて弛緩した地合いが少しは戻ってくる。そういったことがあれば、他市場との裁定等もある程度はまた復元してくるのではないかと期待している。

山口副総裁

図表 2-1 の短期金利について聞きたい。先程の説明で T I B O R については 20 営業日連続で横這いの推移を続けているということだったが、T I B O R の先行きは、どうみておけば良いか。ほぼ下げ止まりの領域に入ってきたとみて良いのか。

外山金融市場局長

一応、金先等では 3 か月後位には 0.35%位に低下することを見込んだ動きになっている。都銀等にヒアリングした感じでも、趨勢的には低下傾向を辿っていくだろう、ただ足許は欧州市場の動揺に端を発した L I B O R の高止まり、あるいは上昇といったところがあるので、なかなか日本円についても切下げていくのは難しいというようなことである。ただ、ここは  
となつていふことでもあるので、  
のうえで、これ以上の低下余地がどこまであるのかを、  
ということではないかと思う。

中村委員

ドルのアベイラビリティだが、先程、少し長めになると邦銀でも厳しいと。逆に、短めのものなら、欧州系等であっても、あまり問題ないのか。

外山金融市場局長

欧州系で余程バッド・ネームでない限り、少なくともアベイラビリティについて特段大きな影響が出ているということは聞いていない。一頃スペインの銀行がニューヨークでも調達が難しくなっていると言われていたが、仔細に聞いてみると、スペインの銀行は実はこれまでドルを

ニューヨークで調達して、これをユーロ転させてユーロ圏内で運用するといったビジネスを行っていたそうである——これはB I S統計上も確認できる動きである——が、ドルの調達コストがかなり高くなったこともあって、わざわざドルを調達してユーロに転じることは見送るということで調達が低下しているため、マーケットで先程冒頭申し上げたような言われ方をされたようである。2週間程前に、私は での会合で、 それから にこの辺の感触について聞いたが、いずれについても、ヨーロッパの銀行については多少レートが高いということはあったとしても、アベイラビリティの面として特に問題があるということはないと聞いている。

#### 野田委員

市場の動きで観察される限りにおいては、いわゆるカウンターパーティ・リスクに対する意識が緩んできたとか、和らいできたということはないと考えるのか。かなりタイトだと言いながら、最終的なアベイラビリティは大丈夫だというその辺の感覚が何か少し分かりにくい。それから、5月の連休前後から足許まで1か月半近くある中で、少しは動いているのか。カウンターパーティ・リスクに対する意識が少しは和らいでいるのかどうか。微妙なところだとは思いますが。

#### 外山金融市場局長

LIBORが実勢を必ずしも反映していないとは思いますが、実勢は、5月の連休直後に大きく跳ね上がった後、大きく跳ねたところから少しずつ落ち着いてきて、ほぼ横這いといった展開の中で動いている。少しどうなるか分からないといった不安なところからは少し落ち着いてきたが、しかしこれで先行き安心だということではないので、今申し上げたような実勢レートの動きに繋がっている。一つは、6月末の四半期の銀行決算がどうなるかをみてみたいといったことがマーケットから聞かれている。それから、もう少し長い目でみると、2013年にかけて欧州の銀行がリファイナ

ンスしなければいけない社債が、ある投資銀行の推計で1.4兆ユーロあると言われていて、これが順便にリファイナンスできるかどうかの一つの不安材料として抱え込まれたままであることが、カウンターパーティ・リスクについてもなお慎重な動きにさせている。やはりギリシャ、ポルトガル等に多額なエクスポージャーを持っているかどうか、それから欧州経済が特にアセットの価格等の面で変調を来した場合に、不良債権が積み上がっていくことはないだろうか、こういった二つの面から、欧州の銀行セクターについてストレステストの個別行の内容が開示されないということとともに、少し神経質にさせていると思う。

須田委員

欧州の金融機関について、ECBの金融安定報告書の中で、今年から来年にかけての不良債権あるいは資産のロスの拡大見込みとかが出ていたが、それ自身は何か……。

外山金融市場局長

それもニュースとして警戒感を高めたという動きに結び付いている。クレジット市場等においてプレミアムが上昇したとか、あるいは社債のスプレッドが上昇したといった動きに結び付いた。

西村副総裁

落ち着いてきたという意味が今一つよく分からないのだが……。

外山金融市場局長

これは両面あるかと思う。それまで調達がターム物等で難しくなっていた中で、銀行もわざわざ長いものを取らずに自らのマネージできる範囲内の資金調達にとどめるという傾向が強まっている。表面的に何かこう非常に大きな摩擦が起きて——ドルの流動性が干上がってしまった——、レートが大きく跳ね上がるといったようなことは今なくなってき

つつあるという意味で、落ち着いていると思う。しかし、連休の前の落ち着いた状況に比べて、そこまでレート等が戻っている訳ではないので、幾許かの神経質な不安を残したまま、表面的には大きなスパイクは起こっていないということだと思う。

野田委員

国際局か、あるいは金融機構局かもしれないが、先程少し出たストレステストの結果開示はまずあり得ないという見方なのか。

外山金融市場局長

欧州サイドは行わないと言っていて、それに対して米国のガイトナー長官等がプレッシャーをかけている。

野田委員

そういう構図は変わらない訳であるな。まだ。

須田委員

私自身があまり知識がないので少しお聞きしたいのだが、先程、株が下がった材料として、BPの問題——原油流出の問題——を採り上げていたが、アメリカにしても英国にしても結構騒いでいる感じがする。そこをどう受止めておけば良いのか、少し気になっている。

外山金融市場局長

私も実はこれについては、報道されていること以上に然して情報がある訳ではないが、ブリティッシュ・ペトロリアムという10年前の社名をオバマ大統領が使ったことにイギリス国民が——実際にはBPはアメリカの会社と合併して、アメリカの従業員の方が遥かに多いにも関わらず、そう言われて指弾されているということに——感情的に対立しているとも言われている。実際、湾岸における原油流出事故による環境汚染等々はか

なり深刻になってきていて、原油流出を止める手立てについても色々検討されてはいるが、なかなか決め手となるものが見当たらないといった中で、賠償額が幾らになるか分からない。日本の一部商社等も出資しているということで、そういったところも株式市場では売り浴びせられるという動きもある。BP本体についても、そうした不測の事態の可能性が株価を大きく下落させているといったことがある。そうすると、配当金を払うかどうかで、これに大きく依存しているイギリスの年金等が、これを払ってくれないととても困るといったことにもなるし、しかし、アメリカ・サイドからすれば、社外流出させてしまうと十分な賠償支払いの余力がなくなってしまうということも、二国間の大きなイシューになっている。

#### 須田委員

そのイシューが何か大きく採り上げられ過ぎているということでもないのか。どの程度皆のマインドに影響があるか。

#### 外山金融市場局長

地域によって違うが、FT等の英国の新聞をみる限り、毎日のように——1面でなければ2面で——大きく報道されているし、アメリカのメディアについても環境汚染といった取り上げ方——オバマ大統領も現地に三回赴くといったような——をしている。やはりそれだけ選挙民の関心が高いということだろうと思う。そういったことが心理を冷やしていると思う。

#### 宮尾委員

欧州のソブリンについて、ポルトガル、スペイン、イタリアの国債の入札が比較的順調だったという話があったが、他の小国——ギリシャとか、アイルランドとか——はまだ依然厳しいのか。それともそこについても比較的入札は順調なのか。



外山金融市場局長

ギリシャについては、EUとIMFのお金が出て、今後2年間はリファイナンスしなくても良いことになったので、敢えて資金を調達することはないと思う。アイルランドについても、足許では、たまたまかどうか入札がなかった。

宮尾委員

特に問題はないということか。

外山金融市場局長

然り。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

次に、海外経済情勢について、報告をお願いします。今回は国際関係の副分担の山本理事と大野国際局長をお願いします。

大野国際局長

それでは「海外経済・国際金融の現状評価」、資料-3の追加分をご覧頂く。まず、米国である。1行目の実質GDP1~3月期の前期比年率は+3.2%が当初であったが、小幅改訂されて+3.0%である。昨年12月期の+5.6%という高めの成長から減速しつつも、3期連続のプラス成長を記録している。個別の指標をみると、まず個人消費については、緩やかに増加しているとの判断に変わりはない。3行目の実質個人消費の4月は単月では横這いとなったが、四半期でみれば増加傾向、5行目の小売売上高の5月は、除く自動車、ガソリン、建設資材ベースでみると、+0.1%で

ある。この両方をみても、幅広い財・サービスで緩やかな増加傾向を維持という形が確認できたところである。なお、貯蓄率については数字が改訂された。上方改訂であるが、4行目をみて頂くと、第4四半期から3.7%、3.4%、3.6%と並んでいる。改訂前は第4四半期の3.9%から第1四半期の3.1%と、急激に減少という形であったが、リバイスされてみると、今年に入りほぼ3%台半ばの横這い圏内での動きという姿となっている。先行きの貯蓄率については、欧州信用不安に伴う株価の下落、これが逆資産効果を通じて個人消費を下押しし、貯蓄率はその裏で上昇するのではないかという見方が多くなっている。

次に、住宅についてみる。足許では、住宅税控除措置の期限は契約ベースで4月末、引渡しベースでは6月末である。その前の駆け込みということで、8行目の住宅着工、それからここに掲載していないが、住宅販売についても新築、中古ともに増加している。しかしながら、水準としては極めて低い水準を出ていないし、引き続き差押え物件の流入もあって、中古住宅の在庫水準が高止まっている。こうした需給環境のもとで、住宅価格をみると、9行目のケース・シラーは横這い圏内の動きを続けているが、もう一つの代表的指標FHFA価格指数をみると、緩やかな低下といった姿となっている。一方、設備投資については、勿論、建設投資の中で、商業用不動産の減少傾向が止まらないが、一方で、10行目の非国防資本財受注は増加基調にある。機械投資を中心に増加している姿がみられる。設備投資全体として持ち直しているという判断をしている。こうした中で、12行目のISMで示される企業の生産活動は緩やかながら回復を続けている。

次に、雇用環境であるが、15行目の非農業部門雇用者数は国勢調査に伴う臨時雇用が少し見方を難しくしている部分がある。それを除いたベースで均してみると、4~5月平均で23.9万人、4~5月の民間部門の雇用者数の増加幅は平均で13万人位であるので、1~3月期7.9万人から13万人ということで、臨時雇用の部門を除いても雇用者数自体は持ち直しているという評価が可能だと思う。もっとも、5月単月の民間部門の雇用者数

の増加幅は市場予想を下回っているし、足許、新規失業保険申請件数の減少ペースが鈍化していることも併せてみると、先行きについても、米国の雇用者数の増加ペースは緩やかなものとなって、いわゆるジョブレス・リカバリー的な色彩からはなかなか脱しきれないという見方が妥当とされている。そういった中で、14行目の失業率は9.7%であるので、依然、高水準横這い圏内の動きだと思われ、平均の失業期間もピークを更新し続けている。こうした点を踏まえると、雇用環境は依然として厳しい状態に変わりはないとみて良いかと思う。米国の最後、物価面については、CPIは今回公表されていない。18行目のユニット・レーバー・コストは指数が改訂されたが、改訂前の前年比-3.7%から-4.2%とマイナス幅を下方改訂している。インフレの低下圧力は根強いということが改めて確認されている。

次に、ユーロをみたい。ユーロエリアについては、実質GDP1~3月であるが、これは前年比年率+0.8%と速報値と不変である。今回、需要項目の内訳が判明した。その内訳をみると、輸出が増加を続け、在庫投資もプラス寄与、その一方で、個人消費は小幅減少して、総固定資本形成も減少を続けるという形で、内需が弱い姿が改めて確認されている。また、国別にみると、ドイツが+0.6%、フランスが+0.5%、スペインが+0.3%と、少し濃淡が付く中、スペインについては、住宅投資の減少幅が主要国と比べ引き続き大きくなっている。個別にみると、まず3行目のPMI輸出受注は58.5と、50台後半で引き続き推移している。輸出の増加基調にはこれまでのところ変化がみられていない。10行目のPMIをみても、製造業の生産は緩やかに増加していることが確認される。内需関連では、4行目のドイツの国内投資財受注が持ち直しつつある。設備投資の減少幅が小幅になっていることが窺える一方で、個人消費については、6行目の小売が4月も減少し、引き続き弱い動きを続けているほか、8行目の消費者コンフィデンスは低水準横這い圏内の動きとなっている。11行目の失業率も依然上昇基調を続けている。こうした雇用環境の厳しさも、引き続き個人消費の重石となるとみられる。要は、ギリシャ・ショック以降——5

月以降——多くの不安材料を抱えるユーロの実体経済を注意してみている必要があるということかと思う。物価面についてみると、12行目のCPI総合はエネルギー価格の上昇などによってプラス幅を拡大させているが、コアのCPIは前年比のプラス幅を縮小させる傾向にある。先行きについても、内需が弱く、財市場の需給が緩んだ状況が続くもとにおいては、欧州において、インフレの低下圧力が引き続き続くという見方が大方となっている。

次に、英国経済について、1行目の実質GDP1~3月も改訂されているが、こちらの方は速報値の前期比年率+0.8%から+1.2%と上方改訂されている。今回判明した需要項目別の内訳をみると、個人消費がVAT税率の引き上げ、それから寒波の影響から小幅の減少となっている。一方、設備投資が増加に転じている。在庫投資もプラス寄与となっている。輸出については、1~3月について寒波による輸送の遅れから横這いになっている。ただし、足許の輸出については、3行目のPMIをみると、輸出受注が50台後半で推移していることからみて、ポンド安を受けた輸出の増加基調は維持されているのではないかとみている。こうした中で、7行目の製造業PMIも50台後半で推移している。製造業の生産も緩やかながら増加していることが窺われている。一方、内需関連では、4行目の小売が+0.3%と、年明け後のVAT引き上げ後の減少の後、足許で若干増加に転じているが、5行目の消費者コンフィデンスをみると-19と横這い圏内で、引き続き弱い地合いである。英国は、以上である。

アジア各国経済の状況を確認したい。中国については、5月の計数が出ている。全体としては、内需を中心に高めの成長を続けているという、これまでの判断に沿った動きとなっている。すなわち、4行目の小売、5行目の固定資産投資は高い伸びを続けているほか、ここには掲載していないが、自動車販売をみると、4~5月平均で150万台と、去年の月間平均の114万台を大きく上回る高水準で推移している。また、6行目の輸出は海外経済の回復から増加しており、そうしたもとの、2行目の工業生産の方も+16.5%、前期比で+0.2%と増加を続けている。この間、中国では政

府による不動産取引の抑制策を受けて、一部都市の住宅価格に下落圧力がかかるなど影響が出ているようである。今年下期にかけて、不動産取引の減少から民間住宅建設が減少し、住宅価格の下落がより明確になっていくものと考えられる。もっとも、生産活動が全般に好調であるほか、個人消費も現状を維持するものとみられるので、今後も基調としては高い成長率を維持すると判断している。

他のアジア諸国についてみる。インドでは、1行目の実質GDP1~3月が公表され、前期から伸び率を拡大し+8.6%である。2行目の鉱工業生産も生産の増加率を加速させ、3行目のPMIも高い水準を維持しているなど、経済が高めの伸びを続けていることが確認されている。

NIEs、ASEANについても、シャド一部分の台湾、タイ、フィリピンの1~3月のGDPが出た。いずれの国も前期比年率+10%を超える高めの成長を続けている姿である。これによりGDPの1~3月は全て揃った訳であるが、全ての国でプラス成長となったほか、NIEs、ASEAN全体としてみると、10~12月から成長率をさらに高め、着実に回復している姿が確認される。内訳をみても、内外需のバランスが保たれている。在庫投資、最終需要の増加を受けてプラス寄与を拡大している。足許の個別指標をみても、輸出と生産はIT需要の拡大にも牽引されて増加を続けている。内需関連も韓国や台湾の一部指標で景気刺激策の終了に伴う一時的な減速がみられているが、基調的には増加傾向が確保されている。

物価動向をみると、本年入り後の前年比のプラス幅を達観してみれば、全体として横這い圏内で推移していると言って良いかと思う。エネルギー価格、それから食料品価格の伸びの高まり、それから生産要素の稼働水準の高まりから、インフレ上昇の潜在圧力は高まっているとみられるが、これまでのところ通貨高による輸入物価の上昇抑制がインフレ上昇の顕現化を防いでいるとみている。

最後に、海外の金融関連に若干触れたいと思う。図表5、図表6をご覧ください。欧州周辺国全般のソブリン・リスクは引き続き懸念され、不安定な地合いが続いている。短期金融市場では引き続き緊張が続いているほ

か、クレジット面でも投資家のリスク・アペタイトの低下から、4月下旬以降、低格付け物を中心に社債の対国債スプレッドは拡大している。株価、長期金利も欧州の財政問題の影響、それから金融機関経営を巡る不透明感などを背景に、振れの大きな動きを続けている。特に、欧州の周辺国の長期金利が5月初旬にギリシャ危機から急上昇した後、中旬に一旦低下しているが、足許では、ハンガリーで政府高官から財政状況を危惧する発言が相次いだことなどから、再び上昇圧力を強めており、引き続き注意を怠れない状況である。

以上、総括すると、前回会合以降公表された経済指標自体は、引き続き世界経済は緩やかな回復を続けているとの標準シナリオに沿ったものと言える。米国では、消費と輸出の増加が続く中、設備投資も持ち直してきている。欧州については、少なくとも現時点までの経済指標で見れば、内需が弱めの動きを続ける中であっても、輸出と生産が増加する姿は変わっていない。アジアでは、1～3月のGDPが出揃い、いずれも高成長を続けている。もっとも、先行きについては、欧州周辺国全般のソブリン・リスクが引き続き懸念されている中で、金融資本市場が不安定な状況が続いていること、さらに欧州の財政問題が景気を下振れさせるリスクは高まっているとみておくべきだと思う。また、米国についても、欧州信用不安に伴う株価の下落が逆資産効果を通じて個人消費に陰りを落とす可能性がある。また、アジアについても、中国政府による不動産取引の抑制策によって、一部都市の住宅価格に下落圧力がかかるなど、影響が出始めている。従って、先行きの世界経済については、緩やかな回復を続けていくという標準シナリオは変わらないが、去年の10～12月、あるいは今年の1～3月の成長スピードに比べると、これから下期にかけて幾分減速感が出てきてもおかしくはないとみている。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

## 西村副総裁

二点伺いたい。一点は、ユーロ安でユーロエリアの消費者物価にどういう影響が出てくるのか。直ぐには出てこないだろうが、これが続くとかなりの影響が出てくるように思う。その辺りについて国際局の見方を教えて頂きたい。もう一点は、先程の須田委員からの質問とも関係するが、BPの原油流出事故の影響は単なる一企業を超えて影響を及ぼしているように見える。原油価格への影響——特にイラン問題との関連もある——、センチメントへの影響、経済に対する影響、それから、政治情勢がかなり厳しくなっているから、それが経済政策にどのような影響を及ぼして行くのか。特にカトリーナとの類似点を最近かなり指摘されているようなので、それなりに少し心配な要素がある。その辺に関して国際局でどのように考えているのかお聞かせ願いたい。

## 大野国際局長

まず、ユーロ安の物価面に及ぼす影響であるが、これだけ急速なユーロ安であるので、当然のことながら消費者物価と卸売物価に対して何らかの上昇圧力は働くと思う。ただしその一方で、このユーロ安が始まる前から、ソブリンあるいはフィスカル・コンソリデーション、それからギリシャや南欧の諸国に対するインターナル・デバリュエーションという形のデフレ圧力はかなり根っこで大きいということがあったと思うので、むしろそこをオフセットする形で作用するのではないかと思われる。今後のユーロ安の進行状況にもよるが、そのどちらの方のモメンタムが強いかと言えば、デフレないしはインターナル・デバリュエーションの方がユーロ安に伴う上昇圧力を上回るという形で、全体としてコア・インフレでみた場合には、場合によっては、少し低下する可能性の方が高いのではないかという総合判断をしている。

二番目のBP関係、原油あるいはイランとの複合効果について言えば、スポットについては、4月20日から足許までむしろ6~8ドル位低下している。従って、イランの問題——先週決議があったが——に対して、双方

向においてそれほど大きな影響が今回のB Pの問題であったという見方は、これまでのところ少ないと思っている。ただし、足許については価格にそれほど大きな影響はないが、少し気になるのは、先物の価格が少し上がっていることである。この背景は何かだが——色々な見方があるが——、今回の問題において、政治的な対応として原油の開発等に対する規制強化が恐らくオバマ政権をはじめとして出されるのではないか、そういう懸念から、将来的な供給に対する制約要因がちらほらと意識され始めている状況ではないかと思っている。

それから、センチメントや経済に及ぼす影響ということでは、ちょうど前回のページブックで多少F e dがみている。彼らの見方は、原油の生産力について直接的な影響は当面限定的であろう。ただし、米国経済については、二つ言っている。一つは、メキシコ湾岸周辺の観光、もう一つは、漁業についての影響を注視しなくてはいけないと言っている。

それから、カトリーナと政治情勢は繋がっていると思うが、やはり今回のB Pに対するオバマ政権の対応があまり迅速かつ適切でなかったとして、米国民の不満は非常に大きくなっているようである。4月20日から約2か月弱でまだ事態の收拾がみられないということで、米国民の憤り、それからブッシュ政権の時のカトリーナのような状況、つまりオバマ政権に対する批判の材料としてこの問題が大きくクローズ・アップされているということがあると思う。これがどう影響するかは、勿論、中間選挙等に対するオバマ政権の求心力もあるし、政策面でみた場合には、やはり国民の不満が大きくなると、環境問題に対するプライオリティと産業政策とのプライオリティとでは、どうしても環境政策の方を強く意識せざるを得ないといった形で、原油や油田の開発についてはかなり抑制的なスタンスが出てくるかと思う。ひょっとすると、それ以外の産業政策、競争政策においても、環境問題的な配慮とのトレード・オフにおいて、どうしても環境保護にウエイトを置かざるを得ないといったこともあるかもしれない。



## 須田委員

海外経済の全体的な評価について、先程、緩やかな回復を続けているが、下期にかけて幾分減速感が出てきてもおかしくないとおっしゃった。中国について基調として高い成長という言い方をされていたが、全体としては、メインとして少し成長が落ちる——これまで考えていたよりも少し成長率が下がっていく——ということ想定しているのか。それとも、リスク——下振れリスク——としておっしゃったのか。他方、ECBのその後のシナリオをみると、彼らは相変わらずリスクはバランスしている——物価も成長もリスク・バランスはニュートラルだ——というような言い方をしている。国際局として、その辺の見方は少し下方に向いているのか、それともあまり変わらないのか。

## 大野国際局長

私共のメインの標準シナリオについては、それほど大きくは変えてはいない。ちょうど前回のこの会合でもあったと思うが、大きなリスク・バランスとしては、欧州のリスク・バランスが少し増えて、足許までについては、エマ諸国が少し我々が思っていたよりも高いということの引っ張り合いで、リスク・バランスの帳尻はそれほど大きく変わっていないということである。今日申し上げたのは、むしろ成長のパスというか、ペースをみると、去年の10～12月から1～3月にかけて世界経済全体として相当高いペースできている。特にアジアのエマ諸国は強い。就中、中国が相当ふかしているため、いわゆる加速というか成長スピードのペースが今年の後半から来年にかけて少し緩やかに減速するのではないか。それは、リスクというよりも、持続的な成長のためには少しペースが落ちた方がむしろ好ましいかもしれないという思いを込めて説明した。

## 須田委員

NIEs、ASEANの成長率の高さは、在庫の寄与が結構大きい。これをどのようにみておけば良いか、とても気になる。特に1～3月が大きい

いと思っている。

大野国際局長

これまでのところ在庫が、過剰な販売——需要——の予測に基づいた在庫の積み上がりではないとみている。ただし、少しだけ気になっているのは、今、世界経済の一つの牽引力として——i P a dやモバイル等——I Tが相当引っ張っている。これは事実であるし、現に米国も欧州も消費は全体としては伸びが鈍いが、その中でI T関係が売れている。米国は良いとしても、欧州も含めてこれらの需要が引き続き伸び続けてくれるかどうかという心配と、メーカーとか業者の見通しとの間にひょっとすると少し乖離が生じる可能性がなきにしもあらず、ということが少し気になっている。ただし、その部分の在庫が現時点で増えているということではないが、I T関係の生産とか設備を含めて、将来の需要と予想が上手くマッチしていくかどうか、その辺の在庫事情については、丹念にみておきたいと思う。

野田委員

N I E s、A S E A N各国で区々であるとは思いますが、いわゆるマクロ的な需給バランスは改善している、あるいは逆にもう需要オーバー位まできているかもしれないが、そういったものと、先程言っていた通貨高の打ち消し合いが現状では上手くバランスしてきている。今後となると、ギャップがこのままの勢いでいくとどうやらインフレ圧力の方が強まってくる、勝ってくるという気がしてならない。そういう見方に対して、どのようなお考えか。

大野国際局長

おっしゃるとおりだと思う。全体として非常に快調なペースを続けている中で、ばらつきは勿論あるし、需給ギャップとか過熱感といったことについても、かなり心配される国とまだ大丈夫な国が混在していると思う。ただし、これだけ急拡大を続けている中で、徐々にマクロの引締め政策が

きちんと行われなければ、どんどん心配なグループが増える可能性もあると思う。何回か申し上げているが、心配な国は、インドであるとかベトナムであるとか、ひょっとするとフィリピンとかインドネシア辺りも少し警戒をしなくては、あとマレーシアもである。そういった国のうち、インドであるとかマレーシアは利上げのようなものはやってきているが、それが現下の経済のスピードの速さとの兼ね合いで十分に政策的にキャッチ・アップできているのか、次第にやはりビハインド・ザ・カーブになるリスクが大きくなりつつあるのではないかと言った場合、私は後者の可能性がより大きくなりつつあることが心配材料として指摘できるのではないかと思っている。

#### 中村委員

中国の物価動向についてであるが、今年の政策目標として 3%を掲げ、また最低賃金の引き上げとか、大幅賃上げとか言っていてインフレが懸念される一方、消費は強いようであるがそれほど過熱感はないという見方もある。これからの中国のインフレ、それから賃金について、政府はむしろ生活力を上げるために所得倍増などと言っていて、あまり抑える気はないようだが、政府としてインフレについて——住宅の価格は別として——どのように懸念しているのか、あるいは取り組もうとしているのか。

#### 大野国際局長

まず、中国の当局はということであると、先月、この一連の数字を出した後、当局者が記者会見を行って、物価についてかなり楽観的な見通しを述べている。あまり説得的ではないのだが、例えば、農作物については今年是中国を中心に豊作が予想されている、それからエネルギー価格等が直近で下がっている、として今 3%のC P Iの上昇率が+1%位で収まるのではないかという見方を披瀝している。私は、それは少し楽観的過ぎるのではないかと思っている。さらに、今、中村委員がおっしゃった最低賃金についても、日系の自動車メーカーや台湾のメーカーで、労働争議とか自

殺が多いということが大変大きな社会問題となっているため、中国の共産党当局としても最低賃金の引き上げといったことに動いている。元々、これは二年に一度位やらなくてはいけないものを、去年は世界的な危機だということで、多くの中国企業で見送った経緯がある。今年はやろうと、当初 10%から 15%位の引き上げにしようと言っていたが、こういった問題があるので、2割とか——省によって違うのだが——の最低賃金の引き上げが多くなるだろうというのがほぼ大方の見方である。全体として、中国がこれだけ経済が勢い良く成長する中で、需給がかなり引き締まっている、さらに最低賃金が引き上げられるといったことが物価の上昇圧力に対して限界的にそれを押し上げる効果もあると思っている。従って、今CPIの上昇率が 3%であるが、これが 4%とか 5%の方に向かって——今のバランスだと——行ってもおかしくないと思う。そういう中において、先程申し上げた不動産については、行政的な手法で相当強硬な手段を講じたが、金利政策であるとか——これは為替政策も関わるが——、そういったツール——マクロの経済政策——についても、経済の行き過ぎを防ぐためのブレーキとして踏むことは、中国にとって必要な措置ではないかと考えている。

#### 須田委員

中国の消費者物価について、前から中国はデータが正しいかどうかの問題になっている。消費者物価について、かなりコントロールしているのではないかという話が聞こえてくるが、そうすると、実感として感じているインフレ率は、もっとデータより高く、国民の不安感というか、インフレ率が高くなるとそもそも中国では結構国民の不満が出ると言われているので、そこをより心配している。データを操作しているというのはどの位確かなのだろうか。例えば、豚肉をどうこうとか、お酒も安いものだけを入れているとか、色々話としてはアネクに出てくるのだが。

大野国際局長

この場でお答えするのが適切かどうかは少し悩むところであるが、一般的に言われていること——C P I について、公表されている数字と一般市民の感覚にずれがあるのではないか——については、ほとんど間違いないことを当局者も含めて認めている。どのようにやっているかは色々な説があるが、大まかに言うと、当局としてC P I は非常に注視しているので、同じお酒でも、C P I の対象の銘柄とそうでないものが沢山ある訳であるが、やはり意識的に対象銘柄についてこれを多少アーティフィシャルに抑えるというようなことが少なからず行われているという見方もある。であるので、C P I の数字——3%——の動き方をみて、それが上昇している場合には、恐らくその何割か増し位の形で国民経済的な負担が増えていると思う。我々は北京事務所もあるので、そういったことも含めて情報を注意してみていきたいと思っている。

宮尾委員

中国の銀行貸出について、マクロでみると対前年比の伸び率が大体 20% 位で推移しているが、住宅向けの貸出については、ミクロの不動産取引を抑制する対策が各種講じられている中で、住宅向け貸出は 50% を超えて拡大している。それはどのように考えれば良いのか。

大野国際局長

まず全体の数字で 20% を切るというのは、今年の当局の目標である。そういう意味で、5 月になって 21.5~22% になってきているように、低下傾向が明らかになってきたことはグッドニュースだと思う。恐らく、5 月以降の動きも含めて、人民元貸出については相当絞り込む政策が浸透しつつあるということで、10% 台に突っ込んでくれば良いなと思っている。そうした中で、当局者が抑えようとしているのは、いわゆる商業用の不動産とか大手の業者であり、そういうものを今相当厳しく締めようとしている。アネクドータルな話では、北京とか一部上海では、取引量が前月比 2 割位

落ちている、あるいはもっと落ちているということで、相当引締めが効いている。

西村副総裁

4割か。

大野国際局長

その位もあるかもしれない。場所によっては、2割位が多いらしいが、一部では、3割、4割と急激に取引を絞っている。しかし一方で、住宅——個人の住宅——に対しては、これは供給しなくてはいけないという大きな政策があるので、むしろ相対的なウエイトとして個人向けの住宅についてはある程度確保する、一方で、商業用のデベロッパーとか不動産の投資については急激に締める、そういうことが今中国の中で起こっているようである。しかもそれはこの5月以降、1か月とか1か月半の間に急激な変化として起こっている。

白川議長

欧米での社債の発行であるが、発行金額をみると欧米ともに今回急速に減少している。リーマンの破綻直後に比べると、まだレベル的には若干今回の方が高いが、しかしこの落ち方のスピードという意味では大変なものがある。一方でこういう現象が起きているが、他方でマネー・マーケット等については——勿論不安定な地合いは続いているが、先程の金融市場局の時の議論にもあったとおり——、リーマン・ショックの時ほどには、プライスのデータでみる限り、悪化していない。勿論、流動性でみると、プライスでみるより状況は悪いが、こうしたマネー・マーケットのイメージと、社債市場でこれだけ減っているというのは、どのように考えれば良いのか。これは、たまたまと言うか、非常に急激に事態が変化し、ボラティリティが高まっているので、取り敢えず社債の発行を見合わせる、つまり投資家と発行体の条件が折り合わなくて取り敢えずこの足許は発行が

減っているが、いずれこれはプライスが調整して発行量もそれなりに戻ってくるということか。これについて何か説明があるか。

大野国際局長

米国と欧州とでは、少し場合によっては違うのかなという気がしている。米国の社債については、少し前までは大手企業を含めて社債市場で相当プライスも良いし、投資家も来るということで、発行額も大きかった訳である。恐らく、米国の企業自体の状態がそんなに悪くない中で、状況がかなり不確実になってきて、マーケット自体もあまり良くないということで、少し待つということであろう。先程の議長の話で言えば、米国の大企業については、市場が安定してくれば、もう少し復活してきてもおかしくないというような気がしている。一方、欧州については、多分同じストーリーではないと思う。元々、社債に頼るウエイトは欧州の場合は相対的に少ないが、そういう中で、欧州の起債市場、それからマネー・マーケット全体に対する緊張感は米国よりも相当きついと思うし、投資家というか、資金自体が相当程度欧州から外に出始めている。そういうことから言えば、恐らく数字ではあまり出てこないが、欧州の社債市場あるいはマネー・マーケットの状況は、もっと不安定で、もっと緊迫感があり、しかも企業の活動自体に対する先行きの不透明感も米国の経済に比べて——それぞれ業種によって違うかもしれないが——きついということであれば、かなりディフェンシブな企業経営ということで、今は「打ち方止め」と言うか、辛抱の状況になっているということではないかと思う。従って、米国には落ち着けば回復して欲しいと思う一方で、欧州については、ひよっとするところといった状況がもう暫く続くこともあり得べしかという感じである。

白川議長

分かった。他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

門間調査統計局長

それでは、本日お配りした「経済活動の現状評価」参考計表【追加】という資料でご説明する。1頁目であるが、1～3月の実質GDPの二次速報である。中段の表のシャドーがかかっているところが二次速報であるが、全体で前期比+1.2%と、欄外に書いてある一次速報から変化はなかった。厳密に言えば、年率では一次速報の+4.9%から二次速報の+5.0%へと若干の上方修正である。需要項目別には、個人消費が寄与度+0.2%から+0.3%へと幾分上方修正になっている。また設備投資は、厳密に言えば若干の下方修正であるが、下一桁までの寄与度ベースでは+0.1%でご覧のように変化がなく、2四半期連続のプラスが維持された。その他、在庫が下方修正、公共投資が上方修正となっている。なお、GDP全体の2010年度へのゲタも+1.5%で変わらなかった。以上、今回の二次速報はほとんど変化がなかったので説明は以上である。

GDP以外で、この資料の中でご説明するのは図表3である。中小製造業の設備投資計画、これは日本政策金融公庫により年二回行われている調査であり、上段の太い実線の右端、×印、今回出た2010年度の計画が前年比-5.1%となっている。この後、どの位上方修正されていく傾向があるかという、中段の太い灰色の線、1982年度～2009年度までの平均でみて、当初10%以上のマイナスから始まって実績は0近傍というのが平均的なパターンである。今回は当初が-5.1%と過去の平均より高い所からの発射であり、景気回復期でもあるため、実績はそれなりのプラスになる蓋然性が高いとみて良いと思う。次に図表4、今度は企業物価指数であるが、まずちょうどシャドーが切れている辺りに日本銀行国際商品指数があるが、5月は前月比-12.2%と調整局面になった。そのことが一部5月の輸入物価に反映され始めており、上から6行目の輸入物価(円ベース)



の前月比が-0.2%とマイナスに転化している。さらにその影響もあり、中程の国内企業物価をご覧頂くと、5月は前月比+0.1%とプラス幅がかなり縮小している。4月が+0.5%とプラス幅が大きかったので、5月についても3か月前比であると+0.8%と、前月並のプラス幅を維持している。しかし、この後6月は国際商品市況軟化の影響が続くので、国内企業物価の前月比は一旦小幅のマイナスになり、3か月前比でも+0.5%を切る位までプラス幅が縮小する蓋然性が高いとみている。このように足許は多少の振れがあり、先行きも国際商品市況次第ということかと思うが、今のところ国内企業物価は緩やかな上昇傾向を続けているという判断で良いと思う。この資料は以上である。

それでは、事前にお配りしている資料-4（参考計表）をご覧頂く。図表7の輸出である。実質輸出の4月分、実質輸出計の行でご覧頂くように、前月比で+6.5%、1~3月対比で+8.9%と非常に強い数字になっている。因みに、通関統計の5月上中旬までのデータも強くて、それも入れると第2四半期の1~3月対比は+11.4%とさらに強さが増す数字になっている。さすがにこれだけ強いと5月の下旬あるいは6月にそれなりの反動が出る可能性が高いように思われるが、少なくとも1~3月までの輸出の強い動きが4~6月も続いているということは、ほぼ間違いなさそうである。取り敢えずこの4月分までの数字——第2四半期の列——で地域別の動向を確認しておくと、米国向け、EU向けが再び高い伸びになっている。ただし、これらは1~3月が一旦マイナスになったことの反動という面があるし、内容的にも自動車の現地在庫の補填にかなり集中しており、基調的には緩やかな増加傾向と言う位ではないかと思われる。これに対し、東アジア向けとその他向けであるが、1~3月まで強い伸びを示し続けた後に4~6月も強いという状況である。なお、欧州のソブリン問題については企業によってはユーロ安の業績面への影響が出そうであり、先行きの競争力を懸念する声も一部聞かれているが、全体として今のところあまり大きな影響は出ていない模様である。さて、以上のように、輸出がアジア向けを中心に上振れ気味の推移を続けている背景の一つとして、先程も若干議論

があったが、注目しておきたいのが世界半導体出荷である。図表 10 であるが、中段のグラフ、若干線が込み入っていて申し訳ないが、細い折れ線グラフ、これが 2010 年 5 月時点、ついこの間出た W S T S の最新の見通しである。ご覧のように、2010 年第 2 四半期は、季調済前期比がほぼゼロまで減速して、その後 7~9 月は一旦マイナスになるという見通しになっている。ところが、実績の方はどうかと言うと、棒グラフを積み上げた太い黒の折れ線グラフ、現時点で直近実績が 4 月であるが、その 4 月に 1~3 月対比で、ご覧のように実績が見通しを足許から大幅に上回るという状況になっている。このように半導体の出荷の勢いが止まらないという、この現象には二つのインプリケーションがある。一つは、半導体は産業の米と昔から言われているように、半導体の強さは幅広い分野における需要の拡大を反映している側面が強いということである。実際、下段のグラフにある各種情報関連最終製品の世界需要は勿論のこと、これ以外にも自動車、インフラ関連に至るまで多くの分野で電子部品需要が伸びていると聞かれている。新興国の成長が最も基本的な背景であるが、こと I T 関連分野に関しては、スマートフォン、パソコン、デジカメ、テレビ等、先進国の需要もしっかりとしている模様である。新興国という地域的な成長の軸に加えて、世界的な I T 関連の比較的大きな波が到来している可能性がありそうである。半導体出荷が強いことのもう一つのインプリケーションは、半導体関連の内外における設備投資の追い風になるということである。実は、リーマン・ショック後の不況で、世界中の電子部品メーカーが一旦供給能力をかなり抑制したため、半導体電子部品は現在品薄状態にある。日本のテレビメーカーの営業部門からは、液晶パネルが不足していて必要な量を作り切れないとクレームがきているという声が聞かれるほどである。当然、世界の I T 関連生産の集積地であるアジアを中心に設備投資意欲が強まっており、日本の半導体製造装置メーカーでも受注が急速に回復している。その装置メーカーが装置を作るための半導体も現在品薄であるということである。先程のテレビメーカーの場合もそうであるが、長年の経験の中で、これほど部品調達に苦労することはかつてなかったと言う声が複

数のソースから聞かれている。他方で、そういう I T 関連以外では、新興国の需要に減速の兆しが全くない訳でもない。典型的には鉄鋼や化学製品のアジアの需給が一頃に比べて若干緩んでおり、強気一辺倒できた市況がこのところ、アジアで軟化している。これは中国の実需自体が鈍っているのか、先行きの減速懸念により、流通筋が一時的に買いを手控えているのか、今の段階では判然としないが、いずれにしても日本の鋼材とか化学製品の輸出は当面頭を抑えられる可能性がある。以上のような情勢から総合的に判断すると、輸出全体としてさすがに足許のペースに比べれば先行きは減速していくと考えられるが、さりとて、増加基調自体が近い将来に途切れそうな雰囲気は今のところは感じられないと申し上げて良いと思う。輸出は以上である。

次に、設備投資関連である。図表 16、設備投資の先行指標であるが、上段の機械受注、今回の 4 月のデータ分から携帯を除いた系列が正式な統計になった。点線で示した系列である。ご覧のように、昨年の中頃をボトムに綺麗に緩やかながら持ち直してきている。右端 4 月も 1~3 月対比で +7.5% となっている。一方、下段の建築着工床面積の方は、右端 4 月は反動減が出ている。やはり一気に回復とはいかないようである。1~3 月を均してみれば、下げ止まりははっきりしてきているように思われる。図表 17 であるが、2010 年度の大企業の設備投資計画を日経新聞の調査で確認しておく。上段、大企業全産業で +11.0% という計画である。特に中段の大企業製造業の増加率が大きく、+17.3% という計画になっている。自動車や電機が中心である。この調査は海外投資分も含んでおり、国内の内訳が分かる限られたサンプルの情報によれば、国内も海外ほどではないが、しっかりと伸びる計画になっている。ただし、設備投資の水準自体はまだ低い。仮に日経調査どおり、2010 年度に +11.0% 増えたとしてもそれで漸く落ちる前の 2007 年度に比べ 8 割程度の投資水準になるという、そういうレベル感である。

次に、企業収益を確認しておく。図表 20 である。上段が上場企業の連結ベース経常利益であるが、上段の左側、製造業は 2010 年度に一気に大

幅な増益となる見通しになってきている。右側の非製造業も 2010 年度ははっきりとした増益に転じる見通しである。中段の大企業収益の修正状況をご覧頂いても、細い実線が 2010 年度の見通しの修正状況であるが、左の製造業はコンスタントに上方修正されてきているし、右の非製造業（除く金融）も、ここに来て上方修正の動きが出始めている。しかし、下段の右であるが、小企業の採算 D I をご覧頂くと、足許漸く若干上向きの動きがみられるようになってきているが、ご覧のように水準自体は 2002 年の水準にも達しておらず、回復の遅れが目立っている。企業関連は以上である。

次に、家計関連である。図表 22 の上段の太い実線であるが、消費水準指数（家計調査＜除く住居等＞）は右端の 4 月がかなり大きく落ちている。これは家計調査であるから、振れの部分が大きいと思われる。ただし、より実態に近いはずの細い線、支出総額（家計消費状況調査）も足許弱くなってきている。反動が出ている家電だけではなく、様々なものが弱いので、さすがにこれも振れの要素があるのではないかと思っている。下段の販売統計からみた耐久消費財については——太い灰色線であるが——、この家電販売額が右端の 4 月は増勢一服となっているが、駆け込み需要の反動はこれでみる限りそれほど大きくはない。それから自動車は右端が 5 月であるが、意外に粘り腰で高水準を維持している。業界の感触も 5 月は期待していた以上に良かったということである。図表 23、上段の各種小売統計、それから下段のサービス統計、いずれについても下げ止まって横這い圏内という動きが続いている。以上のような販売サイドの統計の動きからみると、先程みた需要サイドの統計の弱さにはやはりかなり振れの要素が入っているとみるべきだろうと思う。ただし、販売サイドの統計も下げ止まっているという段階であって、そこからなかなか持ち上がってこない状況であるということも確かである。図表 25、消費者コンフィデンスであるが、下段の景気ウォッチャー調査、これが一番新しい 5 月末の情報であるが、これも改善が一服している。ミクロ情報でも家電業界からはゴールデンウィーク明け後の地合いが予想以上に悪いということを危惧する声が、こ

れは一部ではあるが聞かれている。全体としては、そこまで暗い見方は少なく、可もなく不可もないというトーンが続いているが、いずれにしても個人消費が一気に明るくなっていくという感じはない。足許は株安がマインド面に多少影響している可能性があるし、より基調的な背景として、後程申し上げるように雇用・所得環境の改善ペースはやはり緩やかである。個人消費については、先行きも含めて持ち直しという判断で引き続き良いと思うが、同時に下振れリスクへの注意も怠れないと思う。図表 27、住宅投資関連指標である。上段の太い実線の右端、4月の新設住宅着工戸数は幾分減少している。下段のマンション販売動向は右端4月は好調であったので、着工の持ち直し傾向は続いていくとみておいて良いと思うが、恐らくこれからも一本調子で増えていく訳ではないと考えられる。住宅投資の回復が明確化していくには、なお時間がかかる可能性が高いというこれまでどおりの判断が妥当かと思う。

次に、生産である。図表 28、上段の表をみて頂き、4月の生産の前月比は+1.3%、本日の確報でも+1.3%で変わっていない。5月、6月の予測指数も小幅なプラスとなっている。こうした計数や、先程の輸出の状況、それに我々のミクロ情報等も踏まえると、足許の生産は、引き続き上振れ気味に推移しているという解釈である。前回の本席で4~6月の生産の増加について、実勢ベースで前期比+2.0%前後になるのではないかと申し上げたが、現時点ではそれが+3.0%位になる蓋然性の方が高いとみている。業種的には一般機械、電気機械、電子部品・デバイス等を中心に増加するとみている。その後、7~9月については、前回同様2%台半ばの増加という見方を現時点では変えていない。こうした実勢の見通しに対応する公表統計の季節調整値は、4~6月が+1%台半ば、7~9月はゼロ近傍になる可能性が高いとみている。従って、公表統計だと、4~6月以降ガクンと減速する感じになってしまうかもしれない。しかし、実勢ベースでは、1~3月の+7.0%も本当は+4.0%弱位であるから、そこから4~6月が+3.0%、7~9月が+2%台半ばという見通しであれば、緩やかに減速はしつつも、当面しっかりと増加を続けるとみて良いと思う。生産は以

上である。

次に、雇用関連である。図表 33、上段の太い実線の完全失業率であるが、緩やかな低下傾向にあるが、足許は 3 月、4 月と上昇して右端の 4 月は +5.1% である。細い線の有効求人倍率も、右端の 4 月は久方振りに若干低下している。右頁の図表 34、上段の太い折れ線であるが、労働力調査の雇用者数は右端の 4 月が前年比 -0.2% となっている。3 月が単月では一旦プラスになったが、やはりこの統計は振れが大きいので、3 月はさすがに出来過ぎであった可能性が高いと思う。プラス基調が定着していくには、やはり時間がかかりそうということだと思う。ただし、下段の所定外労働時間については、足許そのペースが幾分緩やかではあるが、着実に増加傾向を辿っている。そうした労働時間の増加もあり、図表 35 であるが、上段の名目賃金は右端が 3~4 月という変則的な括りになっているが、単月にばらしても 3 月も 4 月も二か月連続で前年比プラスになっている。濃い灰色部分の所定外給与が先程の時間の増加によりプラスになっているほか、白い部分の特別給与もプラスに転化している。なお、斜線部分の所定内給与もマイナス幅が縮小しているが、これも専ら労働時間の増加によるものである。時間当たりの所定内給与は中段のグラフに細い線でパートの分だけ書いてあるが、これに一般労働者を含めてみてもマイナス幅はむしろ拡大している。この先のボーナスは多少プラスになっても所定内のプラス転化には時間がかかりそうなので、先程の雇用者数と併せて、雇用者所得の改善は当面極く緩やかなものにとどまる可能性が高いとみている。雇用関連は以上である。

次に、物価であるが、C G P I は先程ご説明したので、図表 42 に進んで頂き、C S P I ——企業向けサービス価格——である。図表 42 の下段の右側、除く国際運輸の前年比であるが、マイナス幅が緩やかな縮小過程に入っていると思うが、右端の直近 4 月に関しては、-1.5% とマイナス幅が若干拡大してしまっている。積み上げの比較的上の方にある格子模様、これは不動産であるが、マイナス寄与が拡大している。C S P I の不動産賃貸料は、オフィスの空室率の推移に対して経験的に 1 年程度のタイ

ムラグがあるので、まだ空室率が完全に頭を打ったとは言えない今の段階では、マイナス幅の拡大は十分あり得る動きだと思う。それから積み上げの一番下、薄い点々が諸サービスであるが、官公庁向けの入札物が下がっているほか、鉄鋼メーカー向けの機械修理等も下がっている。原料高で収益が圧迫されかねない鉄鋼メーカーから値引き要請が強かったと聞かれている。鉄鉱石・原料炭の価格上昇がむしろサービス価格の下落という形で負の波及をもたらしているという面もあるということである。ただ、C S P I 全体としてみると、需給ギャップとの相関が実はC P I のサービスよりも高い位であり、この点はもうすぐ公表する日銀レビューでも紹介する予定であるが、C S P I は景気循環に対して割合感応的である。そのことを踏まえると、基調的にはC S P I のマイナス幅は縮小傾向を辿るとみて良いと考えている。

次に、C P I、図表 43 である。上段の右、太い折れ線グラフが除く生鮮食品の前年比であるが、右端の 4 月は $-1.5\%$ とマイナス幅が拡大している。しかし、これは高校授業料の影響で、今月から別のグラフもご用意した。図表 45 である。上段が高校授業料を除いた指数の前年比である。太い方が除く生鮮食品から高校授業料を除いたもの、すなわち展望レポートの見通し対象系列であるが、右端の 4 月は $-1.0\%$ とマイナス幅は緩やかな縮小傾向にある。この後 5 月は電気代やガス代が上昇し、石油製品の前年比プラス幅も拡大するので、 $-0.7\%$ 前後までマイナス幅が縮小する可能性が高いとみている。その後、国際商品市況が緩やかに持ち直していけば、景気の緩やかな回復を背景にして、特にたばこ税の引き上げが予定されている 10 月以降は前年比のマイナス幅が  $0.5\%$  を切っていくことが展望できるとみている。

以上、前回会合以降出てきた指標や情報の特徴は大きく言えば二つあり、第一に、輸出や生産はしっかりしており、上振れ傾向がなお続いているということである。新興国経済の強さ、世界的な I T 関連需要の強さが基本的な背景である。その一方で、第二に、家計部門については、雇用関連指標、個人消費、住宅投資、いずれも改善傾向に総じて一服感がみられてい

るということである。ただし、これは基本的には前月辺りまで家計部門の改善が予想以上のペースで進んできたことの取り敢えずは反動とみて良いと思う。勿論、海外の動向や株価の動き等、様々な下振れリスクがあることを十分認識したうえでではあるが、企業収益や設備投資の動向も含めてみれば回復への動きが僅かずつではあるが、引き続き進行しているとみて良いと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

今、世界的な I T 需要の波が来ていることは、様々な指標をみて感じている。I T 需要は、先進国よりむしろ人口の多い中国、インド、アフリカ等において、富裕層が増えるに従って当然増えてゆく。この分野で日本は——台湾、韓国もそうであるが——優位な地位にあるのではないかと思うので、これは続くと思うし、非常に明るい材料と思うが、どうか。

門間調査統計局長

まさに、そうであって欲しいと思う。おっしゃるとおり、新興国の需要が強いのはこれはもう間違いのない事実である。かつ、それは恐らく中長期的に続くだろうと思う。特に足許は、ワールドカップのせいもあるのか、テレビが先進国でも結構売れている。それから、そもそも先程申し上げたスマートフォンとか i P a d、その類の新商品需要が世界的な需要を喚起している面がある。ただ、I T 関連はいつもリスクが付き物なのである。今は、非常に部品が足りないと言われているが、ここで一気に設備投資をしていくと、その頃には部品が余り始めるということも往々にして生じる。特に今、部品が足りないと言っている時ほど焦って部品を確保しようと思って、場合によっては二重発注、三重発注になるリスクもある。例えば、これもテレビメーカーからの話であるが、普通は年末の需要に向けては秋



位から作り始めるので、夏休みが終わってから部品調達をするのだが、今、部品メーカーから「今のうちに発注してくれないと冬分はない」と言われているということで、休みの前に発注するかどうか、そういった意思決定をしなくてはならない状況らしい。そういったことが随所に起こっている可能性があり、リードタイムのかなり長い意思決定をすると、結果的にそれが間違った時の調整も大きくなる可能性もあるので、そういうリスクは常に警戒しなければならない分野だと思いながら、おっしゃったような楽観的なシナリオをある程度信じていければ良いと思う。

#### 中村委員

私もある電機メーカーに聞いたら、「足りないが、取り敢えず既存の設備でマックスやる」とおっしゃっていて、設備投資にはとても慎重である。全体に、やはりそうなのか。

#### 門間調査統計局長

結局、今部品が足りないというのも、韓国勢という非常にアグレッシブな所も含めて元々立ち上がりが遅かったということがある。全般に部品がタイトだが、だから供給サイドを急かして設備投資をやらせるというところまで、あまり強いスタンスでユーザーの方も言っていない。どちらかと言うと「部品が足りない分は仕方がない、逸失利益になってしまうけれども」という感じである。その背後には、おっしゃったように、この前の大きなショックもあったし、欧州の不安もあるので、なかなか強気になりきれない、だから取り敢えず部品がある範囲でしっかりと作っていこう、そういうスタンスが、今のところみえている基本的なシナリオである。

#### 須田委員

消費について、ちょっと反動もあつたりして、少しトーンが弱いかなという気がするが、上振れる可能性はあるか。

#### 門間調査統計局長

可能性は常に両方向あって、なるべくその真中を通すように見通しを作っているので、当然、両方向の可能性がある。今、足許のマインドとか、4月の数字が弱い。その辺りは5月もそうであるかもしれないが、それは3月まで強かったことの一時的な反動と、それから足許のもやもや感の反映であるとする、このもやもや感が取れてくれば、個人消費に対しての重石はなくなってくる。このもやもや感は何かということだが、ある種リーマン・ショックの時のように大幅に株安になるとか、急速に円高が進行してビジネス・マインド全般が暗くなって雇用にも悪影響が及ぶのではないかという懸念が出てくるところまでいくと、不安が顕在化する。しかし、そうはなりそうもない、ということさえ確認できれば、今年はボーナスも増えてくる訳であるし、雇用環境も若干は良くなっていく方向であるから、個人消費はそこそこしっかりしてくるという展望を持ち得ると思う。であるから、欧州の問題自体は残るが、それがリーマンとかドバイの時のような大きなショックにはならないということが確認されることが恐らく大事なのではないかと思う。

#### 亀崎委員

今日発表された法人企業景気予測調査——5月15日調査時点——をみると、設備投資は上期が+15.9%、下期が+3.2%、年度で+9.2%となっており、全産業、製造業、非製造業のいずれも増えている。そのため、6月の短観でも、設備投資は相当しっかりした値が出てくるのではないかと思うが、どうか。

#### 門間調査統計局長

然り。それは先程から申し上げている中小企業の設備投資調査、それから日経調査、今回の法人企業景気予測調査、どれも同じような増加を示している。恐らく短観もそういった感じになる蓋然性が高いと思っている。ただ、これも先程申し上げたように、昨年度の2009年度が相当落ちたの

で、ここから 10%位増えても漸くピーク対比で 2 割減位の水準に過ぎないということである。逆に言うと、それ位増えてこないと、なかなか「持ち直し」とも言えないレベルに実は落ちているということだと思う。実際、話を聞いても、能力増強投資は先程の半導体関連の極く一部で少しある位で、ほとんどのところが昨年度緊急避難的に止めた投資を再開するとか、それから止むに止まれぬ更新投資をするとかそういう話が多い。よって、まだまだレベル的には戻り切っていないという中での「持ち直し」である。

須田委員

賃金をみると、時間当たりの所定内給与がマイナスというのは、4月になってもあまり縮まっていない。これからもまだまだマイナスは続くともみることが良いのか。

門間調査統計局長

マイナス幅の拡大は、どこかで止まると思う。というのは、特に月給で貰っている方々は、ある種休日数が減るだけでも、時間当たりの賃金はマイナスになってくるので、そういう面が今はあるのだと思う。ただ、マイナス幅の拡大が止まっても、なかなか前年比のマイナスが取れない状況は続き得ると思う。というのは、アネクドータルにも、定昇はぎりぎりあっても、ベアはないというところがほとんどである。そういう中で、まだまだ雇用の過剰感も強いので、そう簡単にコアの賃金が上がる感じにならないのではないかと思う。前回の景気回復局面でも、賃金が上がってきたのは 2006 年とか 2007 年位である。よって、そこに行くにはまだ時間的な距離があるのではないかと感じる。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境をお願いします。

榎田企画局長

「金融環境の現状評価」参考計表に基づき、前回会合以降に出た計数を中心に説明する。最初に、家計・企業のインフレ予想である。(2)消費動向調査(内閣府)であるが、これは資料配付後6月10日に発表されているので、口答で数字を補足させて頂く。4月の数字が+0.6%であったが、5月の計数は+0.8%で、+0.2%ポイントの上昇になっている。

同じように、図表2、エコノミスト・市場のインフレ予想の(1)ESPフォーキャスト調査であるが、これも6月調査の数字が出ている。5月調査に比べ、各期間で若干小幅の上方修正ということで、2010年の第2四半期の-1.3%から一番右端の2012年第1四半期で+0.0%である。年度で見ると、2010年度が-0.9%、前回調査が-1.0%だったので小幅上方修正、2011年度が-0.1%、これは前回調査と同じである。このように今回出たインフレ予想の数字は足許のCPIのマイナス幅縮小に沿った格好で上方修正されてきている。

続いて、政策金利水準と実体経済のグラフであるが、数字自体はほとんど変わっていない。(注)の2のところであるが、実質化する際のCPI系列は、4月以降、授業料の問題もあるので、今後、制度要因を除くベースでこの数字を作るということだけ付言する。

続いて、図表5、資金調達コスト関連であるが、貸出約定平均金利は、今回分の資料では3月分、4月分の2か月分が入っている。約定金利については、除く交付税特会向けで基調をご覧頂きたいと思うが、短期は3月の1.428%から4月の1.400%に、長期はほぼ横這いで推移している。総合(除く交付税特会向け)は、2月の数字は表に入っていないが、2月は1.400%だったので、それが3月1.380%、4月1.370%へと緩やかな低下傾向を辿っている。続いて、中段のスプレッド貸出のスプレッドの推移で

ある。短期のスプレッドについては、昨秋以降極めて緩やかになお低下傾向を辿っている。長期については、区々であるが、4月は小幅上昇という姿である。その下は、CPと社債発行レート関係である。まず、CPのスプレッドであるが、a-1+格、a-1格はほぼ横這いで推移している。a-2格は4月に比べて5月は若干低下しているが、個別の銘柄要因を除くとほぼ横這い推移ということで良いかと思う。これを受けて、CPの発行レートもほぼ横這いである。続いて、社債のスプレッドであるが、A格は4月の+0.54%から5月の+0.27%と、スプレッドが大分下がった。これには発行銘柄の要因もあり、4月はスプレッドの比較的厚い不動産関連等の発行が嵩んだほか、5月はスプレッドの薄い商社であるとか、製造業の発行が多かったという要因がある。こうした個別銘柄要因を除いた実勢でみると、5月はほぼ横這い圏内、流れで言えば、4月に積極的な買い姿勢からスプレッドは低格付けを中心に縮小、5月はほぼ実勢で横這いとなった。ただ、先程、金融市場局からの説明にもあったが、5月末以降については、これまでの急速なスプレッドの低下であるとか、ギリシャ問題等を背景とした投資家の様子見姿勢が広がっているということで、一部流通市場でスプレッドが拡大しており、発行環境という点でも一部発行を延期したりする傾向が出てきているというのが社債市場の動きである。

こうした調達コスト関連の動きをトータルの資金調達コストでみた場合にどうか、ということで次の頁、図表6の総資金調達コスト、(2)総資金調達コストの内訳をご覧頂きたいと思う。3月末は、貸出が伸びる時であり、グラフ上は3月は上がって4月は下がるという格好であるが、そうした貸出ウエイトの要因を除くと、企業の直面する総資金調達コストは緩やかに低下していることが読み取れる。ここのグラフでみると、1.0%を切ってきている——4月は0.92%まで来ている——ということである。

続いて、こうした企業の資金調達コストを、企業収益との関連でみた場合にどうかという点を、図表10の上段のグラフ(1)企業のROAと平均支払金利の関係でご覧頂いても、企業の収益との対比でみた調達金利の水準は、緩和度合いが強まる形で推移しているのが読み取れると思う。

続いて、図表 11、民間部門の資金調達の関係である。資金需要面では、企業の運転・設備資金需要は後退しているが、一部アネクドータルには、非常に厚くなった手許流動性を取り崩すといった話も聞かれている。こうした動きを背景に、民間部門の総資金調達の推移をみると、5月は-2.3%で、3月、4月と概ね横這い、ないし若干減少幅縮小という動きである。寄与度の内訳をみると、銀行・信金・外銀計が-1.6%、それに対して直接市場調達は4月の-0.1%から+0.2%と、社債等がプラス寄与を引き続き続けていること、CPのマイナス寄与が若干減ったということで、直接市場調達がプラスに転化している。民間銀行貸出残高の推移およびCP・社債の発行残高の推移をご覧ください。まず、銀行の貸出関係である。5月は前年比-1.9%と、4月の-1.7%からマイナス幅を若干拡大し、6か月連続でのマイナスである。内訳をみると、都銀等のマイナス幅が大きくなって-4.0%、地銀Ⅱも先月のプラスから再び-0.1%とマイナス転化になっている。一方CP・社債計は、4月の+0.9%から5月は+1.5%と、プラス幅を若干拡大している。以上は、残高の推移であるが、下の〈国内公募社債、転換社債、株式の発行額〉をご覧くださいと、5月の国内公募社債の発行額は7,005億円。4月は8,720億円とかなり発行が進んだ訳であるが、5月も規模的には相当な額が発行された。スプレッドの縮小を受けて発行した先が結果的には相応に多かった。先程申し上げた流通市場における投資家の様子見姿勢は5月末頃から強まっており、6月入り後は、5月の発行が進んだ状況にやや一服感がみられているのが最近の状況かと思う。

続いて、図表 17、企業金融関連指標である。〈金融機関の貸出態度〉のところで、日本公庫の中小企業からみた金融機関貸出態度判断の5月分、それと資金繰りDI——これは日本公庫と商工中金——の5月分が出ている。それぞれ方向は若干区々の面はあるが、金融機関の貸出態度、資金繰りDIとも、1~3月平均の数字と対比すると明らかに改善の方向が続いており、これまでの動きに大きな変化はないということで良いかと思う。

続いて、図表 20、こうした金融環境のもとでの企業の倒産関連指標の動きである。倒産件数の5月分であるが、1,021件、前年比では-15.1%、

負債総額でも5月は3,313億円、前年比-38.6%と、10か月連続で前年を下回って推移している。

最後に、マネー関連指標、図表22をご覧ください。マネタリーベースの前年比の推移であるが、日銀当座預金残高の前年比の伸びが高まったことを主因に、マネタリーベースは4月の前年比+2.9%から5月は+3.7%と伸び率を高めた。マネーストックであるが、M2が比較的高い伸びを続けている。4月の+2.9%から5月は+3.1%となった。内訳をみると、預金通貨の伸びがこのところ高まっている。M1の内訳の預金通貨は4月の+1.6%から5月は+2.1%となった。CDも引き続き高い伸びで4月の+18.1%から5月は+19.6%である。広義流動性についても、3月が+1.0%、4月は+1.6%、5月は+2.0%と伸びを高めている。これには多少技術的な問題——統計処理の問題——がある。下段の主要金融商品の内訳をご覧ください、金銭の信託は、これは平残で174兆円とそこそこのボリュームがあるが、3月の伸びが-4.4%、4月が-1.7%、5月は+1.5%となった。これは3月末時点の時価で評価替えをする統計である。昨年3月末の株価8,109円に対して今年3月末の株価が11,089円で、35%強上がった。こうした期末株価で評価替えをすることが一つの要因であるほか、末残統計であるので、これを広義流動性ベースの平残統計に直す時に、2か月に亘ってその影響が出る。これが、広義流動性がこのところ伸びを高めている一つの要因になっている。

以上、金融関連で新しく出た指標を中心にご説明した。全体としてみると、従来の緩和方向の動きが続いている中で、これまで急テンポで改善してきた低格付社債等の社債市場においてギリシャ問題等を一つの要因として投資家の様子見姿勢が足許出てきている、こういった状況かと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

須田委員

今日の説明で、あまり重視する必要はないということは分かっているのだが、ファイナンシャル・インバランスの指標をみて、どうなったら注意しないといけないのか。今、マネーサプライが少し——3%とか——増えている中で、マネーギャップの伸びがこれまでと比べ高まっている姿もみえるが、今のところはただみていけば良いということか。

櫛田企画局長

ギャップの前にマネーの伸びをどうみるかである。説明は省いたが、図表 24 で、マネーがどういった要因で伸びているかをご覧頂くと、今は貸出金利等が下がる中で、企業が直面する調達環境は非常に良いが、貸出が伸びない。企業の手許には非常に潤沢な流動性がある。そういう状況のもとでも相対的にマネーサプライが伸びているが、主として財政要因を主体にマネーが創出されている構図にはほとんど変化がない。勿論、どういう要因でマネーが創出されても、経済との関係で過大になれば、それはよくみていかなければならないが、一方で、経済の体温である物価であるとか、そういったことを総合的にみたときに、直ちにマネーが留意を要するような動きになっていることではないとみている。そういう意味で、ここでは多少マネーギャップが出ているが、これ自体を今きちっとみていかないと、というところまではいっていないと思う。

野田委員

貸出ギャップはまだプラスにあるのか。ずっと縮んできているが。

櫛田企画局長

縮んではきている。

野田委員

去年の効果が残っているということであるな。



白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

次に、金融経済月報の概要について、報告をお願いします。

関根調査統計局参事役

それでは、私から実体経済、物価について報告させて頂く。今月については、現状、先行きともに総括文は前月と同じである。この他の部分も実質的な変更点はない。下線が付されている所だけ、極く簡単にフォローさせて頂く。まず、現状だが、「雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる」については、先月も各論部分で同様の主旨の文章があったので、ここにきて何か判断の変更があるということではない。さらに物価であるが、国際商品市況高の前に「既往の」が入っている。これは、このところの国際商品市況の反落を踏まえ「既往の」という言葉を入れた。それに続き、下線だと「基調的にみると下落幅は縮小を続けている」がある。これも先月は「その幅は縮小傾向を続けている」としていたものを単に言い換えただけであるので、ここにきて判断の変更があるということではない。なお、先程、門間調査統計局長のご説明の中で、先行きの国内企業物価の上昇幅が鈍化するという話があった。これを踏まえて、先行きの国内企業物価だが「当面、緩やかな上昇を続けるとみられる」を、「当面、緩やかな上昇傾向を続けるとみられる」と「上昇」に「傾向」を付け加えればと考えている。私からは以上である。

加藤企画局参事役

続いて、金融について説明させて頂く。まず、マーケットの状況である。先月の決定会合時は、円／ドル相場は1ドル90～91円程度であった。金

利は、10年の利付国債で見ると1.23～1.25%程度、株価は、日経平均で見ると9,700円前後であった。従って、本日の相場ないし明日も大体同じ位であれば、アンダーラインを付しているように、「前月と概ね同じ水準」と記述したいと考えている。

次に金融環境であるが、先程櫛田企画局長からご説明したように、大きな方向性、全体感ともに先月からあまり変化はしていないので、基本的に修正していない。一か所アンダーラインを付している所は、低格付社債の発行環境である。先程の説明にもあったように、低格付社債の発行は一部に見送りがある。加えてスプレッドが流通面で拡大していることを踏まえ、先月「低格付社債の発行環境にも改善の動きがみられている」と記述していたのを修正し、改善の動きが少し止まっている感じを表現しようとしている。ただし、原案は表現がきついため、「CP・社債市場では、」の後に「総じてみれば、良好な発行環境が続いている」と続け、「総じてみれば」で改善の動きが一部に少しとどまっている点を読み込むことが適当ではないかと考えている。それ以外の所は特に大きな変更はない。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。

須田委員

これまで、雇用について書く時は、消費に結び付けて書いていたと思うが、独立に雇用を書く時は、これからもこういう文章が入ってくるということか。

関根調査統計局参事役

未来永劫という訳ではない。あくまで今回の局面においては、今後の自律的回復を考えていく時、収益から設備にいくところ、それが雇用を経て消費にいくということで、やはり雇用・所得環境はキーとなるので、そこ

については、暫くの間はしっかりとメンションしていった方が良いと考えている。

野田委員

消費に結び付けられる時がくれば、きちんと結び付ければ良いな。

関根調査統計局参事役

然り。

白川議長

他にご質問はないか。

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

(16時21分中断、15日9時01分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に「成長基盤強化を支援するための資金供給」に関する執行部説明、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案の取り纏めと採決、六番目に5月10日、5月20、21日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2010年7月～2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは池田元久副大臣である。内閣府からは梅溪健児大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえて、ご発言をお願いする。なお、情報管理の

観点から、議案作成のための中断の際や閉会后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

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。最近の金融経済情勢についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番だが、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員、野田委員、西村副総裁の順番である。それでは中村委員、お願いします。

中村委員

前回会合以降、ハンガリーやブルガリアといった、ギリシャをはじめとするP I I G S以外の欧州諸国についても財政問題が意識されるようになってきている。こうした中、欧州のソブリン問題の拡散により、欧州系金融機関の財務体質悪化懸念が徐々に高まっていることなどから、ドル資金を中心にターム物金利が強含んでおり、欧米の金融市場は緊張感が高い状況が続いている。ユーロに対する下押し圧力が続いているが、市場からはユーロという通貨統合システムのガバナンスの再構築を問われており、複数の国の利害が絡むだけに、最終的な決着に至るには相応の時間を要すると考えざるを得ない。足許では、市場関係者の米欧経済の先行きに対する強気の見方が幾分後退しているようにも窺われるが、堅調な経済指標や株価等に注目して楽観的になっていた見方が、最近の様々な出来事を材料に、やや悲観的な方向に振れているようにも思われる。そもそも、米欧諸国での多岐に亘るバランスシート調整には時間を要し、金融機関の信用仲介機能が弱めの動きであることや、これまで経済を支えてきた拡張的なマクロ経済政策の持続が難しいだけに、先進国経済の回復のテンポは緩やかなものとならざるを得ないと考えている。なお、月報の概要については、違和

感はない。

続いて、海外経済についてだが、米国では、経済は引き続き緩やかに回復している。設備投資は、非国防資本財受注（除く航空機）が増加傾向を続けているほか、4月の非居住用建設支出も、単月の振れの可能性もあるが、12か月振りに前月比増加し、底入れを窺う動きとも考えられる。雇用・所得面では、5月の民間部門雇用者数は前月比4万1,000人の増加にとどまったが、雇用者所得は増加している。こうした中、個人消費については、5月の小売売上高（除く自動車・ガソリン・建築資材）は、前月から小幅ながらも増加し、緩やかに回復しているようである。総じてみれば、経済指標の改善幅が鈍化しつつあり、景気回復のスピードは緩やかなものにとどまっている。27週間以上失業状態にある長期失業者の割合が引き続き上昇傾向にあるほか、住宅の差し押さえ件数が積み上がる中で住宅価格も目立った改善はみられず、個人消費の回復は緩やかなペースにならざるを得ないと思う。

ユーロ圏については、5月の複合PMIや消費者コンフィデンスが前月比低下しており、欧州ソブリン問題による混乱が、企業及び消費者マインドに影響を与え始めているとも考えられる。各国の失業率をみると、ドイツが低下傾向にある反面、スペインやポルトガルでは上昇傾向に歯止めが掛かっていないように、域内の経済情勢は国ごとにより異なっている。ただ、経済規模の大きいドイツやフランスが、ユーロ安にも支えられて成長していることから、ユーロ圏全体では経済は持ち直している。先行き、個人消費の回復力が弱い中で、ドイツを含めた各国が緊縮財政を進めた場合、ユーロ圏全体の景気持ち直しにどのような影響が出てくるのか、各国の個別の実体経済を仔細に点検し、ソブリン問題の帰趨とともに注意深くみていく必要がある。

中国経済については、5月の各種指標が公表され、経済が引き続き高めの成長を続けていることが確認された。すなわち、消費や輸出の前年比伸び率が拡大したほか、都市部の固定資産投資や工業生産も引き続き高い水準を維持している。一方では、最大の輸出先である欧州のソブリン問題に

加えて、中国当局の不動産価格抑制に対する措置が経済成長を下振れさせるとか、最低賃金引き上げの動きがインフレ率の高伸に繋がるとして、中国経済の先行きに警戒感を強める向きが少なくない。これまでのところ、当局は慎重に対応しており、経済成長の基調が大きく崩れるとは考えにくいようだが、慎重にみていく必要がある。

続いて、国内経済についてだが、国内経済については、新興国・資源国の高成長を背景に、輸出・生産が4月も高い伸びを続けるなど、緩やかに回復しつつある。すなわち、4月の実質輸出は新興国向けが増加を続けたほか、米欧向け自動車関連の大幅な伸びにより1~3月対比では8.9%増加した。生産も、増加ペースが実勢としては徐々に鈍化しているようだが、4月も増加を続けている。某鉄鋼メーカーの話では、「今年度の生産量は前年度比1割程度増加する見通しだが、増加分の太宗は海外需要であり、輸出比率は従来の30%から45%となり、間接分を含めると70%に達する」とのことであり、まさに海外需要が足許の生産の増加を支えていることを示唆している。もっとも、輸出・生産はともに、昨年3月以降、急回復しているが、水準的にはリーマン破綻直前の9割程度にとどまっている。

設備投資の先行指標である機械受注（民需、除く船舶・電力・携帯電話）をみると、4月は前月比6.5%増加しており、機械投資の持ち直しが続いていることが確認できた。一方、民間非居住用の建築着工床面積の推移をみると、改善の動きは鈍く、設備過剰感が依然として強い中、設備投資全体の持ち直しの動きは緩やかなものとなっている。大手総合電機メーカーからは、「薄型テレビでは部品の供給不足により生産が滞っている商品があるものの、これから能力増強投資を行っても設備が完成する頃には、需要がピークを過ぎ、値崩れを起こす可能性もあるため、当面、既存の体制下で残業等により増産に対応していく」との話も聞かれ、企業収益が改善する中でも、新規投資に対しては慎重姿勢を崩していないようである。

雇用環境については、4月の有効求人倍率や失業率が前月比悪化しているが、昨年夏以降の改善基調に変化はないと思われる。また、現金給与総額も所定外給与や特別給与の増加などから、2か月連続で前年を上回って

おり、雇用環境は、引き続き厳しさは残るものの、その程度は幾分和らいでいるようである。

個人消費は、エコポイント制の駆け込み需要の反動から4月の家電販売額は幾分減少したが、全体では引き続き耐久消費財を中心に持ち直している。ただし、客単価下落の動きが続いているとの話が聞かれるほか、4月は、平均気温が昨年比3.2度も低いといった天候要因もあり、衣料品の販売が低迷したほか、5月は、天候要因に加え、株価下落が重石となり高額商品の動きが鈍るなど、消費の持ち直しは弱い動きとなっている。小売業の経営者からは、「景気が徐々に回復しつつある中で、消費が底割れするとは考えていないものの、これまで好調だったユニクロも売上が3月、4月と2か月連続で二桁台の前年割れとなるなど、先行きが一段と見通しにくくなっており、自律的な消費回復の糸口がなかなか見出せない」との声も聞かれた。

住宅投資も、分譲物件を中心に下げ止まっている。特に、在庫調整が進んできた首都圏のマンション販売は持ち直しに転じつつあり、最近では政策による下支え効果もあって、100戸以上の大型マンションが即日完売した事例もあり、首都圏では明るい兆しが窺われるが、地方では厳しい状況が続いているようである。

続いて、物価についてだが、5月の国内企業物価指数は、これまで国際商品市況高の影響から前年比0.4%上昇したが、足許では国際商品市況が反落しており、先行きの上昇幅は緩やかなものとなりそうである。また、消費者物価（除く生鮮食品）については、マクロ的な需給バランスが徐々に改善する中で、高校授業料無償化の影響を除いた物価の基調は下落幅を縮小させている。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員、お願いします。

## 亀崎委員

国際金融市場は、一段と不安定な状況になっている。ギリシャに端を発したソブリン・リスク問題は、南欧諸国からハンガリーへと飛び火し、欧州周辺国の財政は一段と信用力が低下している。ユーロシステムを動揺させるニュースは連日報道されており、市場の警戒感が高まっている。こうした先行きの警戒感が高まる中、米国の雇用増加ペースが遅いとか、ベージュブックが成長ペースを「modest」と表現したとかいう、元々分かっているはずの事実で何ら新しい情報でないにもかかわらず、米国の株価は下落で反応するなど、市場は振れの大きい不安定な状況が続いている。一方、世界の实体经济は、高い成長が続く新興国・資源国と、景気の勢いが付きにくい先進国とのコントラストはあるが、全体としては緩やかな回復が続けている。今後も、基本的にはこうした緩やかな回復が続くものと考えているが、市場の不安定化により、欧米の社債発行が大きく減少し、企業の円滑な資金調達に支障が出てくる可能性もあり、先進国の下振れリスクはやや高まっていると思う。

各国・地域別に述べる。米国経済は、引き続き緩やかに回復している。確かに、5月の民間部門の雇用者数は小幅の増加にとどまり、失業期間もさらに延びているが、失業率や就業時間数、ISMの雇用関連指数など改善している指標もあり、雇用が極く緩やかな改善方向にあること自体に変化はなさそうである。こうした中、議会証言においてFRBのバーナンキ議長が、景気が個人消費主導の回復に移りつつあると指摘したことや、景気予測の多くが今後年間3%ペースでの成長が続くと見込んでいることなど、明るい話題も増えている。もっとも、このところの株安が消費減退に繋がる可能性もあり、不安材料もある。いずれにせよ、雇用や住宅の改善は緩やかであり、回復に勢いが付くまでには相応の時間がかかる、というこれまでの見方に変わりはない。

ユーロエリア経済は、全体として輸出と生産の増加により持ち直しており、ユーロ安もあって、今後もこうした傾向は続くものと思う。ただし、失業率がさらに上昇するなど雇用情勢の悪化が続く中、ソブリン問題によ



る金融面の不安もあって、消費者コンフィデンスは悪化しており、国内民需は弱いものにとどまっている。通常であれば景気刺激策が必要な場面であろうが、事の発端が財政悪化にあるため、逆に財政引締めが議論されているところに問題解決の難しさがある。緊縮財政が景気を一段と冷え込ませないか、それが財政状況の改善を困難なものとしなないかなど、明るい展望が持てない。そのため、景気下振れリスクが一段と高まっていると思う。

中国経済については、私自身、昨年10月以降9か月間、高成長との判断を続けている。今後も、内需の成長力が強いというえ、政府の適切な政策運営により、基調的には高成長は持続するものと思う。ただ、このところ景気の下振れリスクにも注意が必要となっている。すなわち、住宅向けの過熱抑制策は効き過ぎているとの指摘が聞かれ始めている。また、広東省で労働争議が頻発しており、賃金と物価の上昇が、人民元為替の切り上げや利上げといった、マクロ的な強い過熱抑制策の早期開始を余儀なくさせるような状況になりつつある。さらにこの先、欧州景気が下振れた場合には、輸出が減少するリスクもある。

NIEs、ASEAN経済は、政治混乱があったタイの4月の指標はやや悪かったものの、傾向としては着実な回復が続いており、今後も力強い成長が期待できるものと思う。ただ、中国の状況次第では、輸出の減速もあり得るため、やや注意が必要かと思う。

日本経済は、緩やかに回復しつつある。これまで景気を主導してきた輸出は、高成長が続く新興国向けのみならず、先進国向けも自動車、半導体などを中心に増加している。耐久財消費は、政府のエコ関連施策を起爆剤としてその他の財にも広がりが見られており、年度明け後も大きな反動はみられない。今後は、さすがに輸出や耐久財消費の増加はこのペースでは続かないのではないかと思う。もっとも、足許で、稼働率の上昇や企業収益の改善、雇用者所得の増加や子ども手当の支給開始といった、設備投資や個人消費全般の改善に繋がる環境が整いつつあり、景気は自律的回復過程に乗る可能性が高まってきたものと思う。ただ、企業も家計も、所得の増加が支出の増加にスムーズに繋がっていかない可能性も捨てきれない。

このほか、欧州のソブリン問題が、欧州景気の低迷や、株安や円高を通じて、輸出や投資、消費の下押し要因となる可能性もある。現在、こうした点について、懸念を持ってみているところである。

物価情勢について、まず商品市況は、欧州のソブリン問題を受けて引き続き下落しているが、新興国を中心とした世界景気の回復が見込まれる中で、今後の上昇見直しを変更する必要はないとみている。企業物価指数は、5月は約1年半振りに前年比プラスとなったが、今後も上昇傾向が続くものと思う。CPI（除く生鮮食品）については、4月は、高校授業料の実質無償化の影響を除けば、前年比マイナス幅が一段と縮小した。しかし、前年比プラスの品目数からマイナスの品目数を引いた値は、さらに拡大して-227、全品目に対する比率にして-43.3%ポイントと、既往ボトムである2002年9月の-44.4%ポイントに迫っており、価格下落が一段と広がりを見せていることは気にかかる。ここへきて前年比マイナスに転じた品目は、食料・エネルギーを除く財や、一般サービスに多くみられる。具体的には、夏物衣料品の幾つかやレンタカー料金、音楽の月謝、水道工事費などである。衣料品の下落は天候要因と思われる一方、一般サービスの下落は、既往の雇用・所得環境の悪化の影響が4月の価格改定期に表れたのかもしれない。前者は一時的であろうが、後者は雇用・所得環境が大きく改善するまで続くかもしれず、デフレの根強さの一端を示しているように思われる。このほか、原油価格の反落や、対ユーロでの円高も、目先の下押し圧力となるように思う。なお、今後、企業物価の上昇と消費者物価の下落が、長期に亘って並存するようだと企業収益が圧迫されかねず、これが設備や雇用へ与える影響にも注意しなければならないと思う。

最後に、国内の金融市場をみると、欧州ソブリン問題の影響は、株価の下落、円の対ユーロでの上昇、国債金利の低下などに表れている。また、低格付け社債の流通金利の上昇を受け、新規発行がストップするという形での影響もみられる。もっとも、今のところ、それ以外には企業の資金調達環境に大きな影響はなく、全体としては緩和方向の動きが続いている。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

それでは最初に、国際金融資本市場の動向から確認したい。欧州のソブリン問題を背景に、市場は緊張感の強い状況が続いている。各種の政策措置が、5月初めに矢継ぎ早に打ち出され、順次実行に移されてきているが、ギリシャ等欧州周辺国のCDSのプレミアムは、達観すれば、高止まり状態にある。また、欧州系金融機関に対する市場の目線も依然厳しい。

まず、短期金融市場では、欧州系金融機関のカウンターパーティ・リスクに対する警戒感が根強く、ドルLIBORは高止まりを続けている。米ドル資金供給オペが実施されているにもかかわらず、こうした高止まりが続いている背景は、一つはソブリン問題が欧州域内のどの国まで及ぶのかという、いわゆるコンテージョンの問題、二つ目は、その過程で各国の国債市場等にどのようなインパクトが生じるのかということ、それから三つ目に、それが金融機関のバランスシートにどの程度の影響を与えるのかといったこと、などについて不確実性が高いからであるとみている。

長期金利についてみると、安全資産であるドイツ国債の利回りが低下傾向にあるが、一方で、その他の欧州各国の国債利回りは、高原状態が続いている。また、社債市場においても、対国債流通利回りのスプレッドは拡大している。ソブリン問題とそれに伴う欧州経済の下振れ懸念などを背景に、投資家のリスク・アペタイトあるいはリスク選好は低下しているようにみられる。こうした状況が続けば、金融面から実体経済に対する下押し圧力が強まるとともに、実体経済から金融のタイト化を促すフィードバックも作動する可能性がある。

米欧の株価についてだが、このところ振れが大きい状態が続いている。今後、欧州のソブリン問題などを背景に、株価が軟調な地合いを続けるとすれば、逆資産効果を通じて、実体経済に対してもマイナスのインパクト

が及ぶ可能性を否定できない。

国際金融市場は、これまでのところ、各種の政策対応が迅速に実施されたこともあって、リーマン・ショック後のような市場機能の急速な低下にみまわれている訳ではない。しかし、欧州のソブリン問題については、問題の根深さからみて、短期に解決の道が拓けるとは思えない。当面、市場はかなり神経質な地合いを続ける可能性が高いと思う。その間に、金融面から実体経済への影響、そして、その後の実体経済から金融面へのフィードバックも、急性症状的に進行するのではなく、ボディブローのように、じわじわと進んでいく可能性がある。これらも踏まえると、国際金融市場の動向については、引き続き目が離せない。

次に、世界経済の動向についてお話ししたい。まず米国だが、景気の緩やかな回復が続いている。個人消費についてみると、消費者コンフィデンスが上昇する中で、幅広い業態において小売売上高が増加するなど、緩やかな増勢が全体としても続いている。設備投資も、機械投資を中心に持ち直してきている。こうしたもとで、生産は増加を続けている。雇用についてみると、非農業部門の雇用者数が、幅広い業種で持ち直しつつあるが、失業率は、労働参加率の上昇もあって、引き続き 10%程度で高止まっている。このように、労働市場のスラックが大きい状態が続いており、時間当たり賃金の前年比上昇率は低下傾向が続いている。一方、不動産市場であるが、依然調整は継続中であり、家計のバランスシートの調整圧力は引き続き残存している。この先株価が軟調に推移するとすれば、逆資産効果を通じて個人消費を下押しするリスクにも注意する必要があるとみている。米国経済の先行きについては、回復を維持すると考えられるが、家計部門を巡る状況を踏まえると、そのテンポは緩やかなものにとどまらざるを得ないとみている。

一方、欧州経済であるが、全体としては持ち直していると評価している。新興国・資源国向けを中心に輸出が伸び、それを受けて生産も増加している。設備投資の減少も小幅になってきている。先行きについても、ユーロ安に伴う輸出の増加を見込めば、緩やかな回復に向けた動きは継続してい

くものと考えられる。ただ、回復に向けてのスピードはこれまでの想定よりは幾分下振れる可能性があると思う。冒頭述べた金融資本市場の動向や欧州各国での財政緊縮の動きが、景気に対して下押し圧力を強めるリスクは小さくない。こうした動きが出発点となって、金融と実体経済の間の負の相乗作用が働く可能性も排除できない。いずれにせよ、欧州経済の先行きを巡っては、中心的なシナリオ自体が多少下振れているとみられるうえに、先行きのさらなる下振れのリスクも同時に意識しておく必要があると思っている。

一方、アジアを中心とする新興国・資源国だが、想定を多少とも上回る力強い成長を続けている。中国では、政府による不動産価格の抑制策が効果を現し始めている。先行き、公共投資も減速していくとみられるため、景気の過熱感は抑制されていくことが期待できる。こうしたもとの、個人消費が引き続き堅調に推移すると見込まれるので、中国経済は、政策的にある程度コントロールされる形で、高めの成長を維持するようにみている。NIEs、ASEAN諸国については、IT関連を中心に輸出が増加を続け、国内民需も増加基調を辿っている。新興国・資源国は、引締め政策を漸進的に進めており、こうしたファインチューニングが奏効すれば、物価安定のもとでの持続的成長を続けるとみてよいだろうと思っている。

以上のような動きを整理すると、世界経済は、全体として現在までのところ、緩やかな回復を続けている。また、先行きについては、欧州は、多少とも下振れ方向の一方、新興国・資源国については、上振れ気味で推移していくのではないかと思う。従って、全体としてみると、欧州の下振れと新興国の上振れが打ち消し合う形で、世界経済全体の先行きは、想定比変わらないということになるのではないかと思う。ただし、経済の先行きを、このように単純な足し算・引き算で考えて良いのかというそもそも論もある。カップリングとデカップリングの中間に現実があるとしても、その程度を見極めることは難しい。この点、7月の中間評価に向けて検討を深めていきたいと思う。

次に、我が国経済についてである。まず、輸出や生産は増加を続けてい

る。4月の輸出は、やや出来過ぎという感じがあるが、中国など新興国・資源国向けの資本財が増加したほか、米国向けの自動車輸出が増加している。この先、月々の振れはあると思うが、傾向的には、新興国・資源国向けを中心に輸出の増加が続くとみておいて良いであろう。生産については、国内の自動車販売が堅調なことに加えて、資本財などの輸出が好調なことから、引き続き増加している。先行きも、実勢ベースでみる限り、7~9月も増加基調を維持するとみている。こうした輸出・生産の増加、それから企業のコスト削減努力などを背景に、企業の収益も回復してきている。設備投資については、法人季報の数字はやや弱めであったが、先行指標である機械受注は増加が続いている。日本経済新聞の設備投資調査でも、2010年度の設備投資計画は、3年振りにプラスになった。これらを踏まえると、先行き、設備投資は持ち直していくとみている。雇用・所得環境だが、4月は、有効求人倍率や失業率が若干ではあるが悪化した。一方で、一人当たり名目賃金は3月に続いて4月もプラスになっている。従って、雇用・所得環境については、なお強弱の両材料が交錯する状況ではあるが、全体観としては、厳しさが幾分和らいできているとの評価が可能である。この間、個人消費については、耐久消費財の売行きが好調を続けている。一時、一服感のみられた自動車販売も、再び増加してきている。他方で、気になるのは、株価が個人消費に及ぼす影響である。一頃、デパートなどにおける高額商品の販売に動きがみられるとの話があったが、株価の上昇も、何がしかプラスに寄与していた可能性がある。この点を考えると、このところの株価の変動が個人消費に与える影響については、注意してみいく必要があるように思う。

以上の動きを踏まえ、景気の現状判断としては「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という前回の判断を踏襲して良いだろうと思う。また、先行きについても、「回復傾向を辿る」とみておいて良いと思う。なお、前回まで、国内民需の自律回復の動きについて、「その芽はふくらみ始めている」といった評価をしてきた。さらにそうした動きが広がっているかどうか今回注目していたが、これまでに出了たデータなど

をみる限りは、この点大きな前進は取り敢えずみられていないということであろう。回復のペースが緩やかである以上、当然と言えば当然のことだと思ふ。次に、物価についてであるが、消費者物価の前年比は、高校授業料の影響を除いたベースで見ると、基調的には下落幅は縮小を続けている。また、先行きについても、原油価格をはじめとする資源価格が、今後どのような推移を辿るかが気になるが、消費者物価の前年比としては、一応下落幅の縮小傾向を辿っていくとみて良いように思う。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

それでは、経済・物価情勢の現状認識を申し上げる。前回決定会合以降に公表された経済指標を点検する限り、新興国経済が高成長を維持して、それをベースとして米国及び我が国経済において足許堅調な回復過程が継続しているとみている。ユーロ圏については、緩やかな景気回復が続いているものの、ギリシャ問題に端を発する市場の混乱が収束しておらず、日米の金融市場にもその影響が及んでいる。今後、こうした動きがどの程度継続するか、その場合の実体経済、世界経済への影響をどうみるかについては、引き続き注視していく必要がある。

それでは、まず、海外経済について各地域の状況を見る。米国経済は総じて堅調な回復基調が続いている。内需の柱である個人消費についてみると、4月の実質個人消費、実質可処分所得とも緩やかな増加基調が確認された。また、5月の小売売上高は、市場予想に反して減少したものの、販売促進政策が終了した住宅建設関連等を除いたベースで増加基調を維持している。消費者コンフィデンス指数も改善が続いており、ミシガン大学の6月の指数では2008年1月以来の高水準を記録している。バランスシート調整や失業率の高止まり、さらには欧州発の金融市場の混乱を経てもな

お、人々の消費態度に大きなダメージがみられない点は特に注目に値する  
と考えている。企業の設備投資についても、非国防資本財受注が増加基調  
にあるなど、総じて回復基調を辿っている。物価水準は、これまでの大幅  
な需給ギャップを反映して、コアCPIの前年比伸び率の低下が続いてい  
る。

欧州経済については、国ごとのばらつきを伴いながらも、足許引き続き  
持ち直し基調にある。雇用面では、失業率がなお10%台で高止まりして  
おり、厳しい状況が続いている。そうした中、個人消費については、小売  
売上高が前年比マイナス、消費者コンフィデンスが低水準で横這いになる  
など、弱めの動きが続いている。一方、域外輸出は引き続き増加基調を維  
持しており、それを背景に、生産面でも緩やかな増加基調が続いている。  
この間、ギリシャ等における財政問題やバランスシート調整に対する懸念、  
問題国支援を巡る域内協調の不安定さを主因に、金融市場の混乱は未だ収  
束しておらず、それが景気回復の下振れリスクとなっている。この点は、  
後程やや詳しく申し上げる。英国経済は、ポンド安を背景とした輸出の伸  
びを起点として、個人消費が下げ止まるなど持ち直しの動きが続いている。

アジアを中心とした新興国経済は、内需・外需ともに堅調で、高めの成  
長を維持している。中国経済については、輸出の高い伸びが続いている中  
で、生産活動は堅調に推移している。なお、不動産市場については、融資  
規制の強化が進められているが、その一方で、住宅向けの銀行貸出は前年  
比50%を超えるなど増加基調を強めている。貸出増を伴う不動産市況の  
動向には今後とも注視していく必要がある。インド経済やNIEs・ASEAN  
諸国の経済も、IT関連輸出主導で着実に回復ないし拡大している。  
なお、新興国では、一部の国——インド、マレーシア等——を除き、これ  
までのところ政策金利の引き上げは行われていないが、不動産に関するミ  
クロ規制だけでなく、マクロ政策の金利引き上げによる流動性供給の適切  
なコントロールがより重要になりつつある。

一方、我が国経済についてだが、引き続き、自律的回復に向けた経路を  
着実に辿っているものと判断される。すなわち、輸出については新興国経



済の高い伸びや米国経済の回復基調を背景に増加を続けており、通関データによれば5月も高めの伸びを維持する見込みである。こうした輸出の動向を映じて鉱工業生産指数は増加し、先行きについても生産計画の堅調な増加が見込まれている。設備投資は、先行指標である機械受注において、コアの民需ベースで増加基調が継続するなど持ち直しが続いているほか、法人企業景気予測調査でも本年度は大幅なプラス見通しにある。個人消費も耐久消費財を中心に回復の動きが続いており、百貨店、スーパー、コンビニエンスストアの売上高も下げ止まりつつあるなど、引き続き対策関連以外の消費への広がりも窺われる。この間、雇用・所得環境については、雇用調整助成金の中小企業の申請件数が高止まりを続ける一方で、毎月勤労統計ベースの雇用者所得は、所定外給与や特別給与の増加から2か月連続して前年比プラスとなるなど、厳しさを残しつつも改善している様子が窺われる。物価については、4月の消費者物価指数は、食料・エネルギー・高校授業料無償化等の要因を除いたベースで前年比マイナス幅が縮小したほか、5月の国内企業物価が17か月振りに前年比プラスに転ずるなど、デフレ脱却の過程が続いている。

このように、我が国経済は、4月の展望レポートの時点で想定した持続的成長への復帰に向けた経路を着実に辿っているものと思われる。先行きについては、設備投資や雇用環境の改善が緩やかな中で、秋以降には耐久財の販売促進策が段階的に期限を迎えるなど、回復スピードが幾分減速する可能性がある。しかしながら、総じてみれば、新興国経済の高成長と米国経済の着実な回復基調を背景に、メインシナリオに沿った動きが続くものとみている。

そうした中で、リスク要因としては、引き続き、ユーロ圏の財政問題を発端とした金融市場の混乱の帰趨を注視していく必要があるという点である。ユーロ圏の財政問題については、5月上旬からこの間の一連の施策により、欧州金融市場は落ち着きを取り戻すものとみていたが、その後も海外機関投資家によるリスク削減のためのポートフォリオ組替えの動きなどを通じて、混乱は収束していない。この背景として、問題国支援の中

核をなすドイツの支援姿勢に対する懐疑的な見方が未だ存在している。二つ目の背景は、問題国における財政再建実行の困難さに対する懸念と、実行した場合の景気回復の遅れに対する懸念がある。そして第三の背景としては、「まだ見ぬものへの不安」といったものの存在が挙げられるかと思う。これは例えば、スペイン貯蓄銀行における住宅ローン、ハンガリーの財政問題、あるいはネイキッドCDSのポジション造成など、まだ見ぬ潜在的な問題が次々と表面化するのではないかと、といった漠たる不安が市場を支配しているように思われる。前回決定会合で申し上げたとおり、根深い財政問題を抱えるギリシャ等の国々の経済規模を考えると、定量的には仮にショックが起きたとしても、他のユーロ諸国の経済力で十分に吸収可能であり、ユーロ経済全体の腰折れまでには至らないものとみている。しかし、そう申し上げたうえで、ユーロ圏の経済見通しが厳しい状況にあることは間違いなく、そうした中、海外機関投資家によるユーロ建資産売却の動きが長期化する可能性は排除できないことから、その動向については、いま暫く注視していきたいと考えている。

最後に、欧州発の問題が、失業率が高止まりしている米国経済に及ぼす影響についても、注意を払う必要があると考えている。金融市場の混乱が長期に継続する場合には、足許堅調に推移している消費マインドが悪化することなどを通じて、米国の景気回復ペースがこれまでの想定よりも遅れるリスクがある。危機により低下したとみられている潜在成長力の回復にも、これが重石となるようであれば、それは我が国経済に対しても重大なリスク要因であり、円高・株安を通じて無視し得ない影響を及ぼすであろうという点についても留意すべきであると考えている。以上である。

白川議長

それでは須田委員、お願いします。

須田委員

最初に総括判断だが、輸出・生産は足許、想定以上の強さで増加してい

るが、消費にみられるように自律的な回復力はまだ不十分であり、「緩やかに回復しつつある」という現状判断を維持した執行部案に異論はない。先行きについては、国際金融資本市場の帰趨、米欧経済の回復のモメンタム、中国をはじめとする新興国経済の持続性、耐久財を中心とする各種対策効果の反動の消費や生産への出方、輸出を起点とする回復の国内設備投資への広がりなど、内外で不確実性が高まり、見極めが必要な点が増えているように思われる。私としては下振れリスク、特に今年度後半にかけての下振れリスクが気になっている。以下では、こうした点に焦点を当てながら、前回会合以降に公表された経済指標をみていきたいと思う。

まず、海外経済だが、G20 共同声明で「世界経済は予想されていたよりも速いペースで回復を続けている」と記されたように足許の景気指標が上振れ、国際機関が世界経済の今年の成長率見通しを上方修正する中で、ブルームバーグの投資家アンケート調査によると、世界経済の現状について、悪化していると回答した投資家の比率が、1月時点から42%に倍増するなど、投資家の見方は逆に慎重化しているようである。今後も様々な指標に市場が振れ、ボラティリティの高い状況が続くと思われるが、来月の中間レビューに向けて、世界経済の回復のスピードについて下方修正を必要とするのか、あるいはリスク・バランスで下振れを意識していくとするのか、しっかりと見定めていきたいと思う。

それでは、米国の経済指標からみていく。米国の景気はベージュブックからも示唆されるように、緩やかな回復を続けているというこれまでの判断に変わりはない。雇用については、民間部門雇用者数が市場予想を大きく下回り、ネガティブ・サプライズとなったが、ISMの雇用指数が製造・非製造とも改善を続けているほか、労働時間の増加を受けて雇用者所得が増加を続けるなど、雇用・所得環境は着実に改善している。消費者コンフィデンスも大きく改善し、消費も緩やかに増加している。しかし、失業期間がピークを更新し、新規失業保険申請件数の高止まりなど、依然として雇用環境が厳しいことには変わりなく、また、家計のバランスシート調整圧力や株安による逆資産効果もあるので、引き続き慎重にみておきたいと思

う。住宅市場でも、減税効果に伴う駆け込みで4月の住宅販売や着工は大きく増加したが、許可件数が減少しており、その反動が懸念される。また、住宅価格指数は下げ止まったとはいえ、なかなか横這い圏内から脱することができない中、差し押さえ比率も既往ピークを更新している。商業用不動産問題などにも目立った改善はみられておらず、依然、住宅市場は不透明感の強い状態が続いているとみざるを得ない。一方、設備投資関連では明るい動きもみられている。すなわち、非居住用建設支出が久し振りに増加したほか、耐久財受注も市場予想を上回る伸びとなった。いずれにせよ、このまま緩やかな回復が続き、徐々に自律回復へ向けた動きが広がっていくのか、輸出の動向やB P問題の行方も含めて各種指標を丹念に点検していきたいと思っている。

ユーロエリアについても、国によるばらつきはあるものの、全体としてみれば持ち直しの動きを続けている、というこれまでの見方に変更はない。1~3月期の実質GDP成長率が輸出と在庫復元によって3期連続の増加となり、ユーロ安のもと、輸出受注PMIや新規受注PMIも、当面は、輸出と生産がユーロエリアの景気持ち直しを牽引していくことを示している。しかしながら、内需は消費、投資とも弱めの動きとなっている。こうした中、ギリシャ危機に端を発したソブリン・リスクが国境を越えて拡大し、欧州系金融機関の不良債権問題への関心が高まり、市場も不安定化しており、今後このような動きの帰趨とその波及効果を注意深くみていく必要がある。さらに、2011年度にかけて、各国政府による財政健全化の動きが本格化していくとみられ、こうした動きがユーロエリアの経済にどの程度の下振れ圧力として作用していくのか、来月の中間レビューに向けて慎重に点検していく必要があると思っている。

この間、内需を中心に高めの成長を続けている中国についても、その拡大ペースに鈍化の兆しが窺われている。具体的には、5月の工業生産、PMI新規受注、乗用車販売台数、1~5月の都市部固定資産投資の伸び率が鈍化しているほか、一部の中国鉄鋼メーカーからは、家電メーカーなどからの受注減を背景に、7~9月には減産に踏み切るとの声も出ているよ

うである。こうした動きが望ましいスピード調整に終わるのか、ある程度の景気下振れに発展するのか、留意が必要である。輸出についても、5月の輸出は思いのほか高い伸びとなったが、今後、対ユーロでの元高の影響が出てくる可能性もあるし、賃金の上昇などによる企業の収益悪化も想定されるので、楽観はできない。こうした輸出の動向と併せ、住宅市場の過熱防止対策の行方や中央銀行の独立性がない中でのインフレ・リスクの高まりなど、中国経済の持続性に関わる要因について、引き続き注意深く点検していく必要がある。

次に、日本経済についてだが、前回会合以降判明した点として、輸出・生産が足許想定以上に強いことに加えて、自律的回復に向けて重要な、次の強弱二つの点を指摘することができる。すなわち、第一に、エコポイントの対象から外れる一部商品への駆け込みの反動もあって、個人消費にやや不透明感が強まっている点、そして第二に、設備投資関連指標に持ち直しに向けた明確な動きが広がりつつある点である。まず、個人消費の不透明感の強まりが最も端的に現れているのが、5月の景気ウォッチャー調査である。同調査の中の家計動向関連の現状判断DIは6か月振りに低下となったが、その判断理由から、エコポイント対象から外れる一部商品への駆け込みの反動、株価下落などを背景とするセンチメントの悪化、天候不順などが響いていることが窺われている。実際、家電販売店から、ゴールデンウィーク明け以降、明らかに変調を来たしているとの声が聞かれているようである。雇用者所得の前年比が2か月連続でプラスになるなど、雇用・所得環境が緩やかながらも着実に回復を続けるもとの、景気ウォッチャー調査の足許の悪化が一時的なものに終わるのか、生産の下振れにまで繋がってしまうのか、丁寧にみていきたいと思っている。二つ目の設備投資関連指標についてであるが、4月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比が2か月連続でプラスとなったほか、中小企業の動向を示す代理店経由が二桁の増加となった。日本政策金融公庫の中小製造業設備投資動向調査でも、2010年度はプラスとなる可能性が高いと思われる。企業収益の増加が見込まれる中、このように設備投資関連指標には、中小企業も

含めて、持ち直しに向けた明確な動きが窺われており、7月初めの短観が注目されるところである。この間、物価動向も想定の範囲内の動きを示している。5月の国内企業物価指数の前年比が1年5か月振りにプラスとなったほか、消費者物価指数（除く生鮮）も、高校授業料無償化を除く実勢ベースで、-1%程度までマイナス幅を縮小させた。また、刈り込み平均も着実にマイナス幅を減少させている。足許、企業行動について価格競争から質的競争へ重点をシフトさせる動きに広がりが見られる一方で、資源価格の上昇は一服しており、こういった動きにも注目していく必要があると思っている。

その他のリスクについては、前回会合で述べたとおりなので、時間の関係で省略する。私からは以上である。

白川議長

それでは野田委員、お願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降利用可能になった経済指標、調査結果等は、我が国経済が緩やかに回復しつつあることを裏付けるものであった。輸出や生産が増加を続ける中、国内民間需要への波及の動きがみられ始めている。4月の展望レポートとの比較では、中心的な見通しに概ね沿って推移している一方で、リスク面では欧州のソブリン問題から下振れリスクへの意識が高まった状況が続いていると評価している。

前回の定例会合以降もなかなか落ち着きを取り戻さない国際金融資本市場からみていく。ギリシャ問題に端を発したソブリン・リスクへの懸念から高まったグローバルな規模での投資家の質と流動性への逃避姿勢は、強まりこそすれ弱まる気配はみえない。株式をはじめとするリスク性資産の価格は、軟調で不安定な地合いが続いている。火元のギリシャをはじめとするP I I G S諸国の国債の対ドイツ国債スプレッドをみると、EU等の措置を受け、一旦は縮小したものの、その後再び拡大傾向に戻って

る——拡大基調に戻っている——と言える。短期金融市場は、欧州系金融機関の資産悪化懸念から、カウンターパーティ・リスクが意識され、本行を含む主要中銀間のドル・スワップ協定の再開後も、ドルのLIBOR-OISスプレッドの拡大には歯止めが掛かっておらず、ドル資金の市場流動性が低い状況が続いている。このように、動揺がなかなか収まらないのは、本源的には、一つは、ギリシャをはじめとする欧州周辺国の財政再建や債務返済問題、二つに、その裏にあるユーロシステムそのものに内在する問題、この双方とも解決が容易でなく、これまでのEUやECBの対応策が時間稼ぎに過ぎないとの認識が市場関係者の中で徐々に根付いてきているからであると思っている。

ところで、5月下旬に、私はギリシャをみてきたので、少しギリシャについて触れてみたいと思う。ギリシャ国外では、大規模なデモをはじめとする国民の反発に関する報道が目立つが、実はそのデモが一週間に一回程度行われる日以外は首都アテネの街は至って平穏を保っていたし、財政再建策と構造改革に取り組むしか手がない——no alternative——との認識も国民の間に広がっていて、現に、付加価値税の引き上げ、公務員給与の引き下げ、年金改革法案の閣議決定など、財政再建策は着実に実行に移されている。もっとも、独自の金融政策や為替政策を行使できないという手枷足枷がある中で、まず第一に、熱しやすく冷めやすいと言われるギリシャ国民が財政再建に協力を持続させ、実際に成果を示せるのか、二つに、財政緊縮や主力の観光産業の不振から想定以上に経済が落ち込まないか、三つに、長期金利が高止まり、財政再建がさらに困難化することはないのか、四つに、国際的競争力を強化し、輸出と投資主導型の経済モデルに転換しようとする新戦略は果して実現可能なかどうか、等々の疑問に対する明確な答えを見出すには些か時期尚早であったと言える。このギリシャをはじめとする欧州周辺国のソブリン・リスクからは、当面目が離せそうもない。

次に、世界経済に目を転じると、新興国・資源国経済の力強い成長に牽引される形で、緩やかな回復を続けているという姿に変わりない。以下、

特に目に付いた点だけをピックアップする。米国は、5月の雇用統計で民間部門就業者数の増加が大きく鈍化し、市場を失望させたが、これは今後の景気拡大のペースが緩慢であることを示唆するものであろうとみている。ユーロ圏であるが、ユーロシステム・スタッフの経済見通しにおいて、2011年の成長率見通し——中心値——を、ユーロ安にもかかわらず、内需の回復の弱さを反映させ、+1.5%から+1.2%へと小幅下方修正したが、ソブリン・リスクの高まりと各国の財政緊縮化などがその背景にあるということは、容易に推察されるところである。

次に、中国経済は、インフラ投資を中心とする固定資産投資と急回復した輸出が両輪となって、経済全体の高めの成長を牽引している。その中であって、工業生産の対前年比増加率は4月、5月連続で鈍化し、製造業PMIも5月は低下した。ところで、燃料を含む原材料価格が上昇し、これを製品価格に転嫁しようというのが素材産業におけるグローバルな動きであるが、中国では足許で逆方向、つまり値下げの動きが特に鉄鋼と製紙業界でみられている。在庫の積み上がりがその背景にあるようであるが、中国経済の基調の変化——成長スピードのペースダウンという意味での基調の変化——だが、これを示唆するとの見方もある。このほか、5月の不動産販売額の前月比顕著な減少、自動車販売における前年比伸び率の2か月連続の低下なども同じ文脈の中での材料として指摘されている。一方、原材料費のほか、もう一つの生産コストである人件費もストライキ多発から上昇しているとのアネクドータルな情報もあり、この面からのインフレ懸念も一層高まってきている。

次に、我が国経済について述べる。4月の実質輸出は、14か月連続の増加となり、しかも伸び率を高めた。東アジアを中心とする新興国経済の想定を上回る回復に支えられている。水準も、直近ピークの9割超まで戻した。この先は、在庫復元の効果減衰等から増勢はさすがに鈍化するものの、海外経済の改善が続くもとで、増加基調は続くともみている。

次に、設備投資をみると、法人季報では1～3月期は前期比-2.6%と減少したが、GDP2次速報ベースでは同じく+0.6%となったほか、先行



指標の機械受注（船舶・電力と携帯電話を除く民需）の増加基調がはっきりとしてきた。法人季報では企業収益の1～3月期までの持ち直しと潤沢な内部留保が併せて確認され、決算見通しの集計結果からは2010年度の増益も見込まれていること、また足許まで上振れ気味で推移してきている生産はミクロ情報からしても少なくとも今年度前半までは比較的是っきりした増加が見込まれるということ等々から、設備の稼働率も引き続き上昇していくとみられる。これらを併せ考えると、今後、設備投資の持ち直しの動きがはっきりしてくる蓋然性が高まったと言えそうである。

個人消費も、全体として持ち直してはいる。しかし、1～3月期のGDP統計で家計最終消費支出の内訳を対前年同期比でみると、財のうち耐久財が+35.3%と大きく増加しているのに対し、半耐久財、非耐久財はそれぞれ+0.1%、+0.5%と僅かな増加にとどまっており、サービスに至っては0.0%となっている。エコポイント等の政策による押し上げ効果——これはまさしく需要の先食い効果であるが——が如何に大きかったかを如実に示しているが、このことを裏返せば、この先政策効果が減衰していき、需要先食いの反動が現れることがはっきりしている中で、これを消費の自律的な回復力——すなわち、実質可処分所得の回復あるいは消費性向の上昇——で補っていけるのかに今後改めて注目していくことになる。

最後に、物価について述べる。高校授業料無償化の影響を除くベースでみたコアCPI、コアコアCPI、10%刈り込み平均の全てにおいて、前年比の下落幅は縮小した。昨年前半からの需給ギャップのマイナス幅縮小の影響がタイムラグを経て出始めたようであり、4月の展望レポートの見通しに沿った動きであると判断している。私からは以上である。

白川議長

それでは西村副総裁、お願いします。

## 西村副総裁

金融経済情勢については、すでに他の委員方が主要な点を指摘されておられるので、手短に要点だけを述べたいと思う。端的に申し上げますと、日本経済は前回会合の見立てどおり「緩やかに回復しつつある」と言えると思う。実体経済をみる限り、2 四半期連続年率換算 4%台後半から 5%成長という 6 月の 2 次 Q E 結果に象徴的に表われているように、「回復しつつある」というより、若干、「回復している」に近い状況だと考えている。第一に、前年落ち込みが激しかった後の在庫、そして生産の反動、第二に、それに薄型テレビ、スマートフォンなどに代表される世界的な電気機械・情報通信関連産業の上昇サイクルが同期したこと、そして第三に、欧米先進国の回復が緩やかであるために、比較してみれば他の先進国に比べてしっかりした回復になっている。この点はきちんと評価しておくべきであろうと思っている。しかしながら、先行きについては、今後の海外経済についての不確実性が高いことも事実である。下方リスクとして、一方でユーロ圏の小国及び周辺国の国家財政問題に端を発する国際金融資本市場の再動揺が広がり、それが実体経済に及ぼす影響が懸念されている。それが世界的なリスク資産・株価等の下落をもたらし、我が国センチメント指標にも中だるみを示すものが出てきている。先程指摘があったが、特に景気に敏感な景気ウォッチャー調査などでは若干の踊り場の様相を示している点に留意する必要があると思う。他方で上方リスクとして、新興国景気の過熱状況が次第にモメンタムを持ち始めているようにみえること、そのため政策が些かビハインド・ザ・カーブ気味になっているようにみえる点があげられる。中国では足許景気の過熱的な状況が当局の直接規制的指導にかかわらず続いているようであり、またインド、ブラジルといった新興国も引締め気味に転化した金融政策にかかわらず過熱状況に変化はない。日本の報道そしてセンチメント指標はどちらかというところ前者の下方リスクに、より反応する傾向が大きいようであるが、後者の上方リスクについても十分に考えておく必要があると考えている。特に後者の上方リスクは、その後の反動を通じて振幅を大きくするというテール・リスクを含

んでいるのでなおさらである。

新興国景気の過熱——とまで言えるかちょっと若干問題はあるが——、過熱状況について、一点注意すべき変化があることについて指摘したいと思う。従来新興国景気の日本経済に及ぼす影響については、プラスとマイナスの二つの視点が必要であった。一方でこれら新興国の需要増大が日本の生産する財への需要増大というプラスの量の影響を日本経済にもたらず点である。他方で、新興国需要増大は、稀少自然資源への需要増大となり、それがさらに投機を誘発し、資源価格の高騰をもたらし、それが日本にとって交易条件の悪化を通じてマイナスの価格の影響をもたらす。この両者のどちらが大きいかの判断が重要であった。この二点は今後も重要な視点ではあるが、足許では新しい視点が必要になりつつあるように思う。それは特に中国で明確だが、賃金コストが大幅にかつ広汎に上昇し始めてくるようにみえる点である。金融の情報化・国際化が喧伝されているが、生産の情報化・国際化も進んでいることを考えれば、中国の賃金コストの大幅な上昇は、従来と比べ他の新興国の賃金コストに速やかに影響する可能性は十分にある。中国における賃金コストの上昇は、二つの面で影響を持つ可能性がある。第一は、直接の影響である。中国賃金の上昇は中国生産の製品価格の上昇をもたらし、それが中国産品を輸入する国での輸入価格の上昇あるいは下落緩和となり、日本を含め世界的に下落方向にある物価を下支えすることになる。と同時に、中国産品と競合する産品、特に国内産品の競争力を相対的に高める。従って、国内に十分に競争的な生産能力が残っている限り、いわゆる輸入代替が起こり、国内生産にはプラスになる。第二は、間接的な影響である。企業の生産が情報化し、国際化していることを考えると、中国における賃金コストの長期的な上昇予想、そして単に賃金コストだけではなく、最近の動きをみていると、労務管理コストの大幅な上昇予想、それに付随する制度的な不確実性も増大している。これは、中長期的な生産設備立地の判断に次第に影響をもたらす可能性がある。地産地消という観点、そして産業インフラの厚みという観点から現地生産へのシフトの動きが続いているが、事態の進展次第では再考を迫ら

れるかもしれない。

そして無視できないのは、主要企業が協力企業のコストカット、つまり納入価格の引き下げ交渉に際して、彼我の賃金格差による競争力の絶対的な差、そのための生産海外移転を匂わせることが多かった点である。これが納入価格の低下、そして賃金の低下をもたらしてきた。これがいわゆるインターナル・デバリュエーションの本質であることは言を待たない。この構図に変化が生じる可能性が出てきた点で、最近の中国の賃金上昇の動きはウォーターシェッド・イベントになるポテンシャルを潜めていると思う。ただし、最近の動きはまだ局地的であり、これがどのように広がっていくかは分からない。従って、今まで述べた点は、現在はあくまで可能性の段階に過ぎない。従って、我々の見通しに目にみえる影響を与える段階ではないが、今後の動きには十分に注意してみていく必要があると考えている。

物価動向であるが、消費者物価（除く生鮮）前年比は、高校授業料の実質無償化の影響を除く基調をみると、下落幅が着実に縮小しており、その改善テンポは若干ながら強まっていると考えられる。5月全国消費者物価（除く生鮮）は、前年の裏もあり、さらに下落幅が縮小すると考えられる。今後はエネルギー価格、そして上述した新興国における賃金から物価への波及に影響されるが、展望レポートの見通しに沿って、あるいは若干心持ちペースを速めて、マイナスの縮小が続くと考えられる。

最後に、あまり日本では問題にならないが、イランの制裁問題を巡る中東等、各地の地政学リスクが再び高まっていることにも注意する必要があると考えている。現在の原油価格にはこのリスクは織り込まれていない。そのため、もし地政学リスクが顕在化した時にはかなり大きな短期的な影響が資源価格に出る可能性がある。特に現在B Pの問題で将来の供給に不安が出てきている状況なので、従来はこの種のリスク顕現時の価格予想をさらに大きく上回る影響になる可能性は無視できない。しかしながら、市場のコンセンサスでは影響は比較的短期なものに終わり、長期的なダメージはそれほど大きくないと考えられているようである。以上である。

白川議長

国内の景気であるが、我々は前回「海外経済の改善を起点として、緩やかに回復しつつある」という評価を出した。今日、皆さんの報告を聞きながら、大筋でこういう判断は前回と変わっていないという印象を持った。多くの方が海外経済、特に欧州のソブリン・リスクの問題について触れられた。そのことについて、私から三点ばかり感想を申し上げたい。一つは、欧州のソブリン・リスクの問題、二つ目は、先進国対新興国のコントラストをどう考えるか、三つ目は、足許の国内景気、特に輸出の増加についてどう考えるか、この辺について自分自身の感想を申し上げたい。

まず、欧州のソブリン・リスクの問題であるが、ソブリン・リスクが欧州経済、ひいては世界経済にどういう影響を与えるかということである。常識では、勿論これは欧州経済、世界経済の下振れ要因であるが、どういうルートを通じて下振れ要因となり得るのか。一つは、言うまでもなく金融市場を通じるルートである。今のところリーマン・ショック時ほどではないが、ターム物のドル資金市場の不安定さは依然解消しておらず、欧州の金融機関を中心に、カウンターパーティ・リスクが意識される状況に変わりはない。なぜ、カウンターパーティ・リスクが意識されるのかを考えた場合、元々欧州の銀行の資産内容については不透明だったが、それに加えてEUの中で最終的にどういう支援のスキームを加えるのかについても不透明性があるということである。金融市場で、具体的に実体経済との関係で影響を持ち得るのは、社債の発行が欧州や米国、特に欧州で大きく減少しており、こうしたことも含めて金融市場の変化が実体経済にどう影響していくのか、これが一つ目のルートである。二つ目のルートは、欧州における緊縮財政それ自体が経済を下押しすることである。三つ目は、これはたまたま数週間前に訪ねてきた欧州の某金融機関のトップが使っていた表現であるが、「自分達はリーマン・ショックの後、一回ゴーストを見た。あのゴーストが今回もまた出てくるかもしれないという感じが常に自分達にはある。」と言っていた。今のところ出ていないが、またゴース

トが出てくるかもしれないということである。これは昨日門間調査統計局長が言ったもやもや感と繋がっているのではないかと思うが、多分、実体経済を下押しする要因になり得ると思う。少なくとも直接的に欧州への影響を考えた場合に、この三つのルートがあり得る。一方で、金融政策決定会合では様々な可能性をバランス良く点検しないといけないことも私自身意識しているので、敢えて、上振れリスクがあるのかということも思考実験しておく必要があると思っている。色々なエコノミストのコメント等を読みながら、今回の一連の出来事を通じて、各国の政策対応に何がしか変化があるという見方が生まれているように思う。例えば、元々景気回復が弱く震源地でもある欧州はもとより、デフレ懸念を持っている Fed についても、金融政策の出口が以前よりは遠のいたという感じが広がっていると思う。それから、中国の為替弾力化も含め、新興国における引締めへの転換も、何がしかこの出来事によって遅れるというパーセプションもあると思う。さらに、そうした議論が正しいかどうかは別として、先進国全般において財政健全化が意識される結果、金融緩和方向へのバイアスが投資家サイドにあることも事実であろう。これらを全部合わせると、現在、世界的に異例な金融緩和を続けているが、こうした金融緩和がより長く続くという見方が少なくとも数か月前に比べると広がっていると思う。足許、国際資本市場は一旦落ち着いているが、金融緩和の継続という対応が正当化しやすい環境となっている。ここで私自身が歴史を振り返って思うことは、大きなバブルは途中でそこそこ大きな危機があり——1987年のブラック・マンデーもそうであるが——、そこから本格的に金融緩和が長続きする。後から振り返ってみると、さらに大きなリスクを生んでいることも少なからずある。今回、これがメインシナリオだとは思わないが、多くの人が下方リスク、下振れリスクを強調した。常識的にはこの下振れリスクを考えないといけないと私は思うが、一方で上振れリスクもどこか頭の片隅に置いておく必要があると思った。

二つ目は、世界経済全体をどうみるのかという時に、ほとんどの方が触れていたが、新興国の力強い拡大と先進国の相対的に緩やかな回復のコン

トラストをどう考えるかということである。これは、たまたまそういうコントラストになっているのか、あるいはもう少し深い理由があるのか。我々に限らず国際機関も含めて、新興国の景気の強さをずっと過小評価してきた、結果として世界経済は予想を上回って拡大してきたという事実が、少なくともこの半年以上ある。これは新興国の本来の強さを我々自身が単に過小評価していたのか、あるいは何人かの方が触れられたように、新興国の金融政策の調整の遅れによるもの、つまりビハインド・ザ・カーブになっていることによるものなのか。あるいは先進国の金融緩和が長く続いている、あるいはこれからさらに続くだろうとの見方が、様々なルートを通じて新興国の景気拡大をさらに強くしているのかもしれない。この二つの現象は、たまたま別々に二つの現象があってどちらが勝つか負けるかということではなく、全体としてどう理解すれば良いのかが気になる。

三つ目は、国内の景気であるが、皆さんの話を聞きながら私自身もそうだが、今月印象に残ったことの一つは、輸出が改めて強いということである。その結果、生産も上振れする訳である。第2四半期の実質輸出の伸びはでき過ぎの面はあるが、しかし際立っていると思う。これは勿論先程申し上げた新興国の景気拡大が主因であると思うが、もう一つ、今回我々自身が改めて意識しないといけないと感じたのは、ITサイクルと同期している——先程の西村副総裁の言葉を借りると——こともこの局面では意識する必要があるということである。iPad、スマートフォン、薄型テレビをはじめとして、新興国だけでなく先進国も含めて需要が拡大していることの影響、しかもそうした商品に相対的に日本が強いことの影響もあるのかもしれないが、いずれにせよ輸出の強さを改めて感じた。一方、国内民需は、4月以降比較的強いデータが出たが、前回会合以降はやや一服感があると多くの方から報告があり、私自身もそう感じた。その中で、敢えて差を挙げれば、家計周りについてはこの1か月やや一服感があるが、設備投資については、機械受注あるいは設備投資の計画等にやや持ち直し方向の材料が多かったように感じる。景気については以上である。

次に、物価であるが、これは我々の見通しどおりに動いていると思う。

物価の前年比マイナス幅の縮小について、その程度はまだ非常に緩やかなテンポであるが、数字で確認すると、総合（除く生鮮食品・高校授業料）ベースで見ると、1月が-1.3%、2月が-1.2%、3月が-1.2%、それから4月が-1.0%である。経済全体の需給が緩和状態にあるもとで、物価は下落しているが、需給ギャップのマイナス幅が縮小に転じ、大体1年位のラグを経ながら、物価のマイナス幅も基調的に緩やかな縮小を続けているというフェーズにあると思う。皆さんの報告を聞きながら、印象に残ったことの一つは、先程、西村副総裁が少し長い目でみた物価環境ということで、中国の賃金コストの上昇について触れられ——他の委員方も何人か触れられたが——、近年世界の物価を引き下げる方向で中国は大きく寄与したので、その中国が少し長い目でみてどうなるのか、先程の西村副総裁の言葉だとウォーターシェッド・イベントになるのかどうか、今の段階ではまだ分からないが、中国の賃金・物価について、そうした観点からみていく必要があると改めて感じた。私からは以上である。

須田委員

今、白川議長がおっしゃった上振れと言った場合、バブル的というか、もう少し後になって大きな変動を伴うような形での足許の上振れを意識されているということか。

白川議長

足許というより、もう少し先である。

須田委員

もう少し先であるか。今おっしゃった例えば緩和政策が持続するとか、あるいはエマージングもそうであるが、政策がビハインド・ザ・カーブになるということは、結局は、後で下振れてしまう、そういうことを意識したうえでの上振れリスクであるか。



白川議長

バブル的な上振れは、常に上振れと最終的な下振れという話になるが、ただ、繰り返しになるが、これがメインのリスクシナリオということでは勿論ない。

須田委員

私も中国の物価がどうなるかずっと気にしている。インフレ的な環境が続いているが、賃金の上昇が続いた時に当局がそれを許容し、物価の上昇を許容できるのか。私は、彼らはあるところに来たらやはり通貨価値を上げていくのではないかと、その方が対外的な調整コスト負担としても望ましいのではないかと考えている。もう少し為替で調整される部分はあるのではないかという気はしている。

野田委員

I Tサイクルはずっと意識していた。むしろリーマン・ショック後はこれを意識しないで済んでいたと言った方が良い。それまでは、とにかく毎回I Tについて注目していたが、それが暫くその必要がなかった、枕を高くして寝ていたという感じだ。これからは、ここまで集中的に色々な同期性があるということになると、何らかのショックで、例のI Tバブルの後を思い起こすようなことが出てくる懸念まで考えるべきかどうか、今の時点でそこは誰にも分からない。かつてのサイクルのようには読めない。I T関連の方の何方も分からないと言っている。

白川議長

今回の場合は——私は専門家ではないが——、I Tサイクルが半導体のサイクルということではなくて、新しい製品が出て、それが非常に効果的に市場に浸透して行って、それがサイクルを作っているという、かつての半導体のサイクルとは少し違うサイクルだろうと思っている。

#### 中村委員

携帯電話は、いわゆる新しいマーケットである新興国——アフリカとかインド、あるいは中国——でかなり浸透している。また、液晶テレビも同様であるが、やはり今までなかったマーケットがかなり出てきていることが原因ではないか。

#### 西村副総裁

技術的に言えば、スマートフォンはほとんどPCの置き換えになるので、これが本当に出てくると、凄まじい買い替え需要になるはずである。これはポテンシャルが物凄く大きい。それが起こるのではないかとと思っている人が片方について、しかしまだPCは大丈夫だという人もいて、両方でやっているから相乗作用で非常に大きな需要が出ている訳である。Windows 7もそうである。従って、この二つの見方のうちでは、どちらかが必ず潰れるはずなので、今度くるダウンターンは結構大きなものになる可能性がある。であるから、これは心配と言えばやはり心配である。

#### 野田委員

民間調査統計局長もおっしゃっていたように、幾つも同時に色々なところに発注しているという姿もある訳であるな。では、それがどれだけ設備の拡張に繋がるのか、その辺のキャパがどの位大きくなるかは、7月の展望レポートのレビュー時に間に合うかどうかは別として、やはりその次位までにかけて少し入念に我々なりの見方を用意しておく必要があるかもしれない。

#### 須田委員

昨日、私も少し気になったのだが、やはりITと言えばNIEs、ASEANが先行指標だから、それをみていると、1~3月の成長における在庫のウエイトが凄く高くて、その背景がよくみえない。それと、たまたま聞いた大手の電機の人が「日本では少し急に電化製品が売れなくなった。

4月以降売れるかもしれないと、注文を取っているのだけれど、全く売れない。」と言っていた。そのギャップと調整スピードについての怖さがある。そういう部分をみていくと、昨日の二重三重の発注の話も含めて、よくみえない。かつ、グローバルな話と日本の話とには別の問題があるということを見ると、強い強いと思いつけて良いのかと少し気になっている。だから、やはり相当注意深くみていかなければいけないと思っている。

#### 野田委員

それと、私も触れさせて頂いた個人消費について——これは先程申し上げたことの繰り返しになって恐縮だが——、改めてエコポイントの影響——自動車は少し収まっているが、テレビを中心とする大型耐久消費財——の大きさを認識すると、この穴は本当に埋まるのか——成長率的には、放っておいたらマイナスに働く——、この穴を埋めるのは相当なエネルギーがいるという感じが少しする。定量的にも、あるいは直感的にもその辺を来月にかけて少し点検しておく必要があると思う。須田委員も同じようなご意見だと思うが。

#### 西村副総裁

その点で、やはり自動車が比較的底堅い、残ったという感じがある。逆に言えば、液晶とかは中国からの輸入が多いから、国内的に考えればやはり自動車が残ったのは物凄く大きい。これは本物なのかどうか、これが住宅と上手く繋がってくれるのかどうかは、やはり一つの大きなポイントだと思う。

#### 亀崎委員

新興国の予想以上の強さは、先程、本来の強さなのか、金融政策のビハインド・ザ・カーブのせいなのか、あるいは先進国の金融緩和の影響なのかという話があった。私は、基本的には新興国の——中国、インド、ASEAN、NIEs、いずれも——本来の強さだと思う。パーヘッドの所得

が2,000ドルから3,000ドル位になってきた頃からモータリゼーションが進んだうえ、白物家電、あるいはインフラストラクチャー、ITに対する基本的な需要が盛り上がってきている。しかも、労働力は豊富であるし、人口が多い——マーケットが大きい——ということで、この動きはなかなか止まらない。つまり、本来の力を持っているのではないか。そこに金融政策の遅れがあり、たまたまというか、今の世界的な金融緩和がさらにそれを後押ししている、というように、新興国の発展にとって非常に良い環境に恵まれている。元々、本来の強さがある中で、それを後押しするような環境になっていることで、今こういう状況が続いているのではないか。基本的な需要は——まだまだモータリゼーションにしても、インフラにしても、白物家電にしても、ITにしても——あるので、結構強いのではないかという感じを持っている。

#### 須田委員

私は、その点に対して結構悲観的である。やはり世界に占める中国ないしインドの大きさを考えると、これだけ高い成長を続けていったら資源制約に絶対にぶつかるので、その成長については、日本がオイルショックの時に安定成長に移行したというようなことが、そのうち起こると思っている。要するに、ここまで資源需要を増やして——世界需要に占めるウエイトが高くなっているのに——10%の成長を続けることがフローの意味で続くはずがないと思っている。早晩、資源制約にぶつかって、安定成長に行かなくてはいけなくなるその時が恐ろしいと思っている。高い成長だから隠されている不良債権問題等様々なものがあるので、その時のショックは少し考えるのも恐ろしいと思っている。

#### 亀崎委員

私も二桁の成長が未来永劫続くとは全く思っていない。日本も高い成長がある程度続いた後、成長が段々低下してきた。従って、クラッシュがあつて、その先がないなんていうことはあり得ないと思う。二桁成長は一時的

であって続かないだろうし、一時的なクラッシュもあるかもしれない。しかし、それで終わりではなくて、さらにまたそこから伸びていくだろう。その時の成長率は二桁ではなくて、ある程度モデレートなものとなろう。私は、ポテンシャルとしてはその先もまだまだ強いと思っている。

野田委員

今のような伸び率をどこでモデレートさせていくのかという政策の舵取りは、やはりこれからの最大の注目点である。

亀崎委員

そのとおり。

西村副総裁

ただ、過去の成長と若干違う点は、金融の動きが過去の経済発展の時と違う。それは、どういう形で起きているかと言うと、中国の場合は住宅価格が非常に高くなってきている。日本も住宅価格が高かったが、日本の場合は、地価の動きをみていくと分かるが、最初は工業地が物凄く上がって、その後で住宅地が上がり、その後で商業地が上がっている。ところが、中国の場合は、一緒にどんと上がっている。これはどうして可能かと言うと、日本の場合は、1970年代までは住宅ローンはなかった訳である。実際上は、であるから、そういう意味で、借りて何か買うということはできなかった。これに対して、特にこの1年位の間で、中国は住宅ローンが爆発的に伸びている。つまり、借りて買うことができる。こういうところにやはり金融の問題が実は入ってきていて、その金融の問題が今の高い成長のかなりの部分を説明しているかもしれない。とすると、我々が過去に経験した10%の成長とは違う成長をしている可能性がある。ちょうど日本の1970年代と1980年代を一緒に合わせたようなことが今起きているかもしれない。とするならば、日本の1980年代に対応させて考えるのはかなり危険であると思う。それと絡むが、先日、アメリカの元高官と話し

ていると「私は中国については心配していない、中国の政策はジャスト・イン・タイム・ポリシーだ。」と言うのである。つまり、困った時にぱっと出てきて、総理が「住宅が駄目だ」と言うと、わーっと皆でがーっとやるという。ああいうスタイルはちょうど感覚的に言うとグリーンспан・プットと同じである。そうすると、これは、期待がどんどん高まり、マグマがどんどん溜まっていく。すると、どこかの時点でコントロールが利かなくなる可能性がある。今のところは、コントロールが利くと皆思っているが、特に金融の問題がそこに入ってくるとコントロールが利かなくなるのは、我々の過去の経験であるし、そしてラインハートとロゴフの本の中のメッセージでもある。そういう意味で、将来に対する振幅を凄く大きくするという可能性は、我々はやはり世界的にも考えなければいけない状況ではないかと思っている。

白川議長

他にないか。先月との対比で今月大きな動きがあった訳ではないから、世界経済全体の先行きという比較的大きなテーマを議論した。欧州のソブリン・リスクの問題、それから中国、インド等の新興国の動向、それから内需の面では、各種の政策措置が切れた後の需要の帰趨といったことも含めて入念に点検していきたいと思う。それでは、ここで10分休憩を取って、10時40分に再開したいと思う。

(10時29分中断、10時40分再開)

IV. 「成長基盤強化を支援するための資金供給」に関する執行部説明（資料-7）

白川議長

それでは、再開する。次に「成長基盤強化を支援するための資金供給」に関し、執行部からの説明をお願いします。本件については、前回5月の決定会合において「成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案」を

取り纏め、公表した。本日は骨子素案に基づく金融機関との意見交換等を踏まえ、執行部において検討した資金供給の具体的な枠組みについて説明をしてもらう。なお、本件については、執行部からの説明の後、説明に対する技術的な質問、確認の時間を取るが、具体的な対応については、次の金融政策運営に関する討議のラウンドで議論したいと思う。

#### 吉岡企画局審議役

それでは、執行部から報告させて頂く。本日、席上配付した「成長基盤強化を支援するための資金供給の導入について」をご覧頂きたい。5月20、21日の金融政策決定会合において取り纏められた骨子素案が公表されたことを受け、金融機関との間で色々と議論を重ね、執行部としては、民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から支援するために、新たな資金供給の枠組みを時限措置として導入することが適当ではないかと考えるに至った。本日お諮りするのには、そのための所要の措置、具体的には、「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」等の四本である。

今回、執行部で考えた枠組みの狙いと留意点について、まずご説明する。本資金供給の狙いは、金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを進めるうえでの呼び水と考えている。また、金融機関が自らの判断で行う多種多様な取り組みをできるだけ幅広く後押しするといったところを狙っている。また、本資金供給の枠組みを決めるに当たっての留意点としては、日本銀行自身が個別の企業や業種への資金配分に直接関与しない、政策金融との競合を回避する、並びに資金供給の規模や期間の点で金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないといったことが挙げられる。

以下、お諮りする内容についてご報告する。今回お決め頂く肝になるところ、「成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領」である。具体的な要領については、8頁以下に原文を書かせて頂いている。後程、資料の中で概要・ポイントをご説明させて頂く。今回の枠組みのポイントである1.の対象金融機関については、前回の骨子素案でお決め頂いた共通担保オペの対象先——日本政策投資銀行も含む——のうち希望する先を対

象とすることを考えている。そして、各対象金融機関からは、成長基盤強化に向けた取り組み方針を策定して頂き、基本要領別紙の要件を満たすことについて、日本銀行の確認を受けてもらうということを考えている。基本要領の別紙は、11 頁に「成長基盤強化に向けた取り組み方針の要件」を添付している。これは、先程申し上げたように、今回の仕組みの狙いが幅広い活動を支援するものなので、ここで 18 項目列挙しているが、これはあくまでも対象業種の例示である。これ以外にも当然のことながら成長基盤強化に向けた取り組み等はあると思うので、それは幅広く中身を確認しながら受けていこうと考えている。2. は、融資先及び当該資金について、国内居住者——具体的には銀行等を除く——また海外において外国法人が行うような本制度の趣旨からかなり遠いものは外すということで付けている。3. は、今回の制度の趣旨に鑑みて不適当なものは除外するというで付けている。今日お決め頂いた後、実務の方で撥ねさせて頂く際のキャッチオール的な条項である。

それでは、2 頁にお戻り頂き、2. の資金供給の方式である。これも前回骨子素案でお決め頂いた点であり、今回の資金供給は公開市場操作ではないが、共通担保オペと同じ仕組みを使うことを考えている。3. は貸付期間、借り換え可能回数である。貸付期間については、原則 1 年ということで骨子素案でお示し頂いたが、三回まで借り換えを可能とすることでどうかと考えている。結果的に最長貸付期間は 4 年になるということになる。新規貸付については、四半期に一度のペースで実施してみてもどうかと考えている。4. の貸付利率については、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標水準を考えている。そして、5. の貸付限度額であるが、金融機関等との話し合い、私共の金融政策の円滑な遂行に支障を来たさない等々の視点を踏まえて、こういうような形ではどうかと考えている。貸付総額については、貸付総額の残高上限、これは 3 兆円程度。一回当たりの貸付総額は——これはオファーしてみないと、どういう形で消化されるのかみえない点もあるので——1 兆円を限度として反応をみてみたいと考えた次第である。前回は、個別の対象金融機関ごとの貸付限度額は、まだブラン



クということで特段書いていなかったが、色々と議論をしていく中で、対象金融機関ごとの貸付残高の上限を 1,500 億円程度で設けてはどうかと考えたところである。各対象金融機関からは、先程お示ししたような取り組み方針を提示してもらい、その後、四半期ごとの実績を踏まえて借り入れてもらうことを考えている。6. の貸付受付期限は、前回の会合でも数年程度と色々な議論があったが、これは 2012 年 3 月末、具体的には 1~3 月の実績を踏まえて最終的な貸付を行うので、貸付の実行については同年の 6 月末という形で置かせて頂いている。

続いて、「成長基盤強化を支援するための資金供給における貸付対象先選定基本要領（案）」である。どういう形で手を挙げてくるかという点は資金供給基本要領で書かせて頂いたとおりであるが、どういう先を利用先として選定するかという点を決めさせて頂くものである。すなわち、成長基盤強化を支援するための資金供給の対象先については、骨子素案のとおり、共通担保オペの対象先のうち希望する先とすることを考えている。また、本行が通常行っているオペの対象先に対して求めている遵守事項等についても、同様に求めることを考えている。以上の 2 件が基本要領であるが、それ以外に、今回の施策は、共通担保オペレーションの仕組みを使った貸付けになるので、日本銀行組織規程、日本銀行業務方法書の中身を改訂しなくてはならない。これは財務省等に届け出るものである。これを読み上げる。「日本銀行業務方法書および日本銀行組織規程の一部変更」。こちらは業務方法書の中身をなぜ変えるのかということであるが、これはかなりテクニカルな話である。日本銀行業務方法書第 9 条に有価証券を担保とする貸付けがある。これについては、現行は割引のみで認められているが、今回の資金供給については、共通担保オペの仕組みを導入するので、利息を後取りとするものも加えることにした。もう一つの日本銀行組織規程であるが、今回の施策は、公開オペレーションという位置付けではないので、貸付けという形になると、金融機構局の事務所掌に入ってくる。しかしながら、今回の資金供給については、共通担保オペを所掌していることを踏まえて、金融市場局に担当してもらう形で組織規程の改訂を行うこ

としたい。中身についてはやや技術的であるが、14、15 頁をご覧頂きたい。業務方法書中の一部変更であるが、四. の「利息の徴収」のところで、「または後取り」を付けさせて頂いた。組織規程の方は、具体的には金融機構局の所掌を「成長基盤強化を支援するための貸付け」を除くという形にして、金融市場局の方に持っていくということである。以上が本日お諮りする中身である。

それでは 3 頁にお戻り頂きたい。5. の今後の予定をご説明させて頂く。本件について、ご議論頂き、仮に了解を得られれば、別紙のような形で对外公表してはどうかと考えている。そのうえで、これも了解を得られれば、本日から実施してはどうかと考えている。具体的には前回頂いたマンドートができるだけ速やかに、例えば夏場頃を目途として、というものなので、今回ご決定頂ければ、本年 8 月末を目途に開始できるように体制を整備したいと考えている。

次に、公表文として執行部で用意したのが、4 頁の別紙「成長基盤強化を支援するための資金供給について」である。本日もご決定頂ければ、こういう形で公表してはどうかと考えている。ポイントだけ掻い摘んでご説明させて頂く。1. は、この制度の導入の趣旨である。これは、日本経済が直面している最も重要な課題は、潜在成長率や生産性の引き上げであり、そしてそもそもこうしたものは、民間経済主体の果たす役割が大きい、政策当局——私共も含めて——も民間経済主体の革新的な活動を促す環境整備等、それぞれの立場から役割を果たすことが必要なのではないかということである。日本銀行がなぜこうした資金供給を行うのかという点は、その次のところであるが、「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を実現する観点を踏まえつつ、こうした面でどのような貢献を果たし得るか検討してきた」、その結果として、先程ご説明したような案を用意させて頂いた次第である。2. は、制度の枠組みを丁寧に書かせて頂いた。この資金供給については、市中で色々と誤解されている点もあるが、「民間金融機関による成長基盤強化に向けた融資・投資の取り組みに応じて、当該金融機関に対し、長期かつ低利の資金を適格な担保を裏付

けとして供給する」とした。「適格な担保を裏付けとして」というところについて、市中ではやや誤解があるようなので、ここは正確に記述した。そしてこの制度を上手く使って頂きたいという願いを込めたのが、次のフレーズである。「本措置を利用する金融機関に対しては、生産性の向上や新たな需要の創出に資する事業などへの融資・投資を広げていく契機として、本資金供給を適切かつ効果的に活用することを期待している」。3. は、先程ご説明した枠組みの狙いと留意点である。ここでは繰り返さないが、「本資金供給の枠組みを決めるにあたっては、日本銀行自身が個別の企業や業種への資金配分に直接関与しない」——政策金融ではない——、「ならびに資金供給の規模や期間の点で、金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないことに留意した」という点を書かせて頂いた。4. は、今後の対応等についてである。お決め頂ければ、本資金供給については、執行部としては本年 8 月末を目途に開始できるよう準備を進めたいと考えている。以下、我々の期待であるが、「日本銀行としては、本措置の実施を通じて、企業や金融機関などによる日本経済の成長に向けた取り組みが、一段と活発化することを期待している」。また、これだけで終わるということではなく、「成長基盤強化に資する金融市場の整備などに向けて、中央銀行として引き続き貢献していく方針である」と公表文の終わりの箇所で記述させて頂いた。

最後に付議文である。4 件ある。表題、「『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』の制定等に関する件。案件。物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する観点から、金融調節の円滑を確保しつつ、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支援するため、下記の諸処置を講ずること。記。1. 『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』を別紙 1. のとおり制定すること。2. 『成長基盤強化を支援するための資金供給における貸付対象先選定基本要領』を別紙 2. のとおり制定すること。3. 『日本銀行業務方法書』（平成 10 年 3 月 24 日付政第 29 号別紙 3）を別紙 3. のとおり一部変更すること。4. 『日本銀行組織規程』（平成 10 年 3 月 24 日付政第 29 号別紙 5）を別紙 4. のと

おり一部変更すること。以上」。執行部からの説明は以上である。

白川議長

ただ今の報告に対して、ご質問があればどうぞ。

野田委員

確認であるが、「本資金供給については、本年 8 月末を目途に」ということは、8 月末までに実際の資金供給を行うということであるか。

吉岡企画局審議役

そうである。具体的には、4～6 月の実績を踏まえた話を持ってきてもらい、8 月末を目途に資金供給を具体的に実施するということである。

雨宮理事

実際の供給日は「8 月末を目途に」であるので、8 月末前後で 9 月に入るとは可能性として排除していない。

野田委員

私が言いたいのは、8 月末と言っているのは、何を以て言っているのか、ということである。

雨宮理事

お金を出すところである。8 月末の目途はお金を出すところである。

野田委員

そうすると、それまでの我々の準備は基本的にはどういうものが考えられるのか。

#### 吉岡企画局審議役

例えば、取引先金融機関との間で、まずこの制度の詳細についての説明会を行うことになっている。成長基盤強化に向けた取り組みを取引先金融機関から説明してもらい、私共としては確認を行う。若干後になると思うが、もし金融機関の側で本資金供給の枠組みを利用したいという希望があれば、枠組みに合致する実績を洗い出して頂き、それを例えば7月、8月に向けて私共に報告してもらおう。それらと並行的に行うことになるが、業務局、金融市場局、金融機構局では、取引先金融機関との間で各種のやりとり、例えば今回の枠組みを利用する先を選定しなければならないが、各種の証をやりとりするといった作業を進めることを考えている。

#### 雨宮理事

イメージで言うと、6月末までに説明会をやって、基本方針と約定を締結して、7月中に確認作業を行う。4～6月の数字を出してもらわなければならないので、纏まるのが6月～7月であろう。取り組み方針と数字を出してもらって、それを確認する作業が7月中。そうすると、8月初位に第一回目に出す数字を固めて連絡し、8月末を目途に出す、というイメージで考えている。

#### 須田委員

取り組み方針を金融機関から出してもらうに当たり、それ以前にかなり話し合いが行われるということか。

#### 吉岡企画局審議役

ご了解を頂ければ、本日夕方位から、例えば支店等に制度の趣旨を連絡したいと考えている。やりとりに当たっては、支店も含めて先方との間で齟齬がないように私共も前店に準備をしたうえで対応していきたいと考えている。

中村委員

実際には、金融機関ごとに各銀行の方針に基づいて、枠組みを新たに作ることになるのであろうか。個々の融資案件を持ってこられても困るであろう。

吉岡企画局審議役

具体的には、今、事務方では、今日の決定を前提にこういうことを考えている。例えば「貴行ではどういうところを重点的に考えているか。この制度の趣旨に反しないような形のものを作って持ってきてくれ」とお願いすることを考えている。この枠組みに合致するような制度を作っているところは、我々がそれに合わせれば済むが、新たに作ってくるところも出てくるかもしれない。

雨宮理事

両方あると思う。今まで金融機関と話した感じだと、行内にある種の制度的なものを既に作っているところがあるので、そういうところはそれを持ってきて基本方針だけを作れば良いし、これから取り組むところもあるであろう。いずれにしても 2012 年 3 月まで取ってあるので、その間にある程度時間をかけて取り組んで作って頂けたら良いと思う。

宮尾委員

取り組み方針の文言について、11 頁の別紙に資金使途が例示されている。ここでは「資金使途が以下に該当するなど」とあるが、6 頁では「資金使途が以下の例示に該当するなど」とある。11 頁では「例示」が取れているが、これは何か意味があるのか。

吉岡企画局審議役

私共が用意した 11 頁は基本要領の別紙であるので、法律的に「該当するなど」と書いている。ただ、外に説明するに当たっては、やや丁寧に公

表文等々を用意したということである。例えば、6頁では、敢えて注で「上記以外の資金使途であっても成長基盤強化に資するものは対象とすることができる」としている。それ以外にも私共がこれから金融機関との間でやりとりしていく中で、事務的な規程の中では、こういったところは明示していく。

宮尾委員

例示と言うと、国民の目に映る方はより丁寧な方であるということか。

吉岡企画局審議役

そうである。より見やすい方である。

山口副総裁

一点確認であるが、この件については、我が社のコンピューター・システムに修正を加える等の対応は全く必要ないということで良いか。

吉岡企画局審議役

細かなところまでは全て承知している訳ではないが、共通担保オペに倣って電子貸付方式でいくということをご了解を頂いており、先程申し上げた8月末頃スタートで十分対応可能であるという点は確認が取れている。

須田委員

それに乗っていないところはきちんと対応して参加してくれるのか。

吉岡企画局審議役

そういった先のうち、幾つかの先から問い合わせがあった。これを機会に日銀ネット端末を導入してみたいという話もきている。

白川議長

先程の分野の例示について、今 18 あるが、これを作るに当たっては、政府の成長戦略にかけられたものや、民間の団体が提案するもの等を集めていわゆる和集合として作ったということだと思う。この 18 の中で、政府の成長戦略からそのまま引用したものはどの位あるのか。

吉岡企画局審議役

例えば、⑤は科学立国という話の中で出てきている。それ以外にも、政府の成長戦略の中には結構細かな項目があるが、例えば、環境に優しい戦略等は言わずもがなであって、⑦に引用させて頂いている。政府の指摘が 6 項目あって、その中に、例えば「社会インフラの整備・高度化」という形で纏められている中にも、例えばアジア地域に色々持っていきたいという話もある。

白川議長

そういう意味では、どういうふうにグルーピングするかによって、その数の数え方が変わってくるということだな。

吉岡企画局審議役

そのとおりである。

白川議長

それから、もう一つ。その後、民間の機関が色々と提案してきて、我々からみても「もっともだ」というグルーピングがあった時——これは例示であるので、例示以外のものでも勿論対応すれば良いのだが——、この措置が活着している間は、それは全てこれ以外は「など」で読むということになるのか。



吉岡企画局審議役

今の段階ではそう考えている。こういう分野なので、どういう展開で——例えば白川議長が今ご指摘になったように——、何かこういう括りで大きなものが出てくるような時には、例示ではあるが、そこはより分かりやすく改めるということはあるのかもしれない。ただ、今の段階では和集合である。

須田委員

個人ローンは外していくということなのか。それはどこかに入るのか。

吉岡企画局審議役

そもそも今回の枠組みの趣旨の中で読み込もうと思っている。この紙には具体的に明示していないが、有限な貸出の総額をまず効率的な事業向けに出していくというのが、資金供給の枠組みの趣旨である。この後、例えば金融機関やメディアに対して説明等をして明らかにし、下部の規程等々ではその点を具体的に書いていこうと思う。

山口副総裁

もう一点、2頁の3.の注に「日本政策投資銀行を含む」と書いてあるが、この考え方はどういうことか。

吉岡企画局審議役

日本政策投資銀行については、1頁の対象金融機関のところ「(注)」の形で書かせて頂いた。通常の共通担保オペの対象になるかという点、これは現状では預金取扱金融機関ではないので対象にならない。ただ、例外的な扱いではあるが、危機対応業務の範囲内で、共通担保オペの対象先として認めている。また、現在の法律の中では、政策金融からの撤退が予定されているので、民間金融機関としても融資を実施しているところでもある。4月30日に議長指示を頂き、民間金融機関等と議論した中で、先方

から私共に対して、民間金融機関としての融資部分については勘案して頂けないかという議論があり、今申し上げた「(注)」の箇所を検討した結果、これは入れて良いのではないかとということで提案させて頂いた。

須田委員

少し分かりにくいところがある。民間金融機関として融資も実施していることに着目するとしたら、それを共通担保オペの対象先として含むと書いてしまうと、少しギャップを感じなくもないが。

吉岡企画局審議役

あくまでも限定的な範囲であるが、共通担保オペの対象先にはなるので、書き振りとしてこういう形で用意させて頂いた。

須田委員

これは外に出すものか。

吉岡企画局審議役

外に出す段階のものは、共通担保オペの対象先ということしか書かない。

亀崎委員

ニューマネーということについては、公表文のどこに新たな取り組みということが書いてあるのか。「成長基盤強化に資するものであること」ということは、概要の要件の中に書いてある。これらは実際には審査のところで確認していくということか。

吉岡企画局審議役

そうである。審査のところだと考えている。具体的には、2頁の2.の5.で簡単に説明してしまったが、四半期ごとの融資・投資の実績額の範囲内というのは、これは新規のフローという意味である。各四半期ごとに実

績として出てきたものというのが、亀崎委員がおっしゃったニューマネーである。これは基本要領の中で「新規実行額」と明確に書かせて頂いた。何より公表文でもニューマネーと分かるように書かせて頂いた。

雨宮理事

前回の決定会合でも色々のご議論のあったニューマネー、新規である、単に金利が安いことだけで出すことは駄目である等については、具体的に金融機関から提案をもらう時に議論していこうと思っていたが、それを読める根拠がないと困る。その根拠がどこにあるかと言うと、別紙の公表文や概要の中に全部埋め込んだつもりである。例えば、4頁の公表文に「生産性の向上や新たな需要の創出に資する事業などへの融資・投資を広げていく契機として」使っていくということであるので、そういう議論があった時には、一応読めるように設計しているつもりである。

宮尾委員

一点、文言だけの確認であるが、4頁の公表文で、「当該金融機関に対し、長期かつ低利の資金を適格な担保を裏付けとして」というところで、この「長期」というのは最長4年であるが、その言葉遣いで良いのか。「長期」と言うとは5年以上等のイメージが多分あると思うが…。

須田委員

1年以上ということか。

雨宮理事

1年以上が長期という定義がどこかに書いてある訳ではないが…。ここでは、少なくとも三回ロール・オーバー可能であることと合わせると「長期」ということで使っている。

白川議長

本件に関しての技術的なご質問は他にないか。

## V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

次に、当面の金融政策運営等に関する討議に入りたいと思う。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等に加え、成長基盤強化を支援するための資金供給に関するご意見も含め、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。先程と同じ順番である。それでは中村委員お願いします。

中村委員

当面の金融政策運営方針について述べたいと思う。まず、既に前半でも議論されたことであるが、我が国経済は、展望レポートに示したシナリオに沿って、回復傾向を辿ると見込まれる。欧州のソブリン問題の長期化による国際金融市場の混乱や世界経済の下押し懸念がリスク要因として挙げられるが、欧州経済については、ソブリン問題をある程度は織り込んだうえで、慎重に見通していたことや新興国や資源国の経済成長が当初の予想を上回っていることもあり、現時点ではシナリオを見直す必要はないと思われる。欧州における金融面での緊張感の高まりは、市場を通じて世界的に伝播している。市場における不確実性やリスク回避姿勢の高まりは、金融規制の動きとも相俟って、資金調達コストの高まりや流動性の不足に繋がり、金融機関の金融仲介機能を収縮させる可能性がある。こうした状況下では、金融が実体経済を下押しし、経済の自律的な回復に力強さを欠く中では、世界経済回復の大きな足枷になる懸念もあり、その推移を見守る必要がある。

続いて、企業金融についてである。国内の企業金融を取り巻く環境は、業種や規模によっては厳しさが続いているが、全体としては緩和基調が続いている。企業の資金需要が弱い中で、多くの金融機関は運用難に陥って

おり、優良貸出先に対しては、貸出条件を一段と緩和させているようである。また、業績の改善に伴い手許資金が潤沢となってきた企業の中には、リーマン・ショック後に予防的に積み増してきた手許資金を極力圧縮し、借入金の返済原資に回す動きもみられる。一方では、足許の金融市場の混乱を受けて、投資家はB B B格などの低格付社債に対する投資姿勢を慎重化させているようである。緩和的な金融環境のもとで、発行スプレッドの拡大は受け入れにくいとして、発行体が起債を先送りした事例もあるようで、低格付銘柄の発行環境改善の動きは足踏みしているようである。

固定金利型共通担保オペについては、昨日のオペにより当初予定の 20兆円まで残高が積み上がる見込みである。元々ターム物金利の低下余地が小さかったこともあり、同オペの金利への影響は限定的であったが、応札倍率が一貫して 5~7 倍程度と需要が高い状態が続いた。機動的な金融調節を行う観点からは、同オペの残高の積み上がりは、金融市場局の負担をやや重くしているようであるが、一定の緩和効果はあったと思われる。今般の欧州市場での混乱を受けて、我が国を含めて先進主要国はドル供給オペを再開した。今回のオペの目的はバックストップとしての機能であり、リーマン・ショック時のように市場でドル資金の流動性が枯渇するという事態には陥っておらず、これまでのところ、我が国を含めて利用は限定的である。ただし、ドルのターム物金利は高止まったままであり、市場は予断を許さない状況にあるだけに、引き続き事態を注視していく必要がある。

次回会合までの金融市場調節方針は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを積極的に支えるために、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要であり、現状維持とすることが適当だと思う。

最後に、成長基盤強化支援策について若干述べたいと思う。「成長基盤強化を支援するための資金供給」の導入の背景は、我が国経済が少子高齢化や人口減少などにより国内需要の減少が見込まれる中、成長率や生産性を引き上げていくことが喫緊の課題となっているためである。我が国が世界に先駆けて本格的な少子高齢化社会を迎えるだけに、新しい枠組みに対

して、自ら対応策を見出し、総力を挙げて試練に取り組みなければならない。日本銀行として貢献できることは限定的であるが、デフレから脱却し、持続的な成長経路に復帰するためにも、中央銀行が有している機能を活かし、日本経済の成長基盤の強化を金融面から支援する必要がある。本制度の主体はあくまでも金融機関並びに企業等の事業主体であり、本行は初期段階において資金供給面から側面支援を行い、金融機関の自主的な取り組みの進展を見守る立場だと思う。金融機関には、これまでの融資や投資行動の延長線上ではなく、新たな視点で案件を掘り起こし、金融の仲介機能を強化し、成長基盤強化に資する資金需要を喚起するための手段の一部として当制度を活用して頂きたいと思う。従って、当制度の枠組みは、金融機関にとって自主的で多様な取り組みを効率的に行いやすいようなものとし、かつ金利政策や金融調節運営との整合性を確保していくことが肝要である。この観点からは、執行部から提案のあった、対象金融機関、貸付限度額、貸付受付期限、借り換え可能回数等の設定に関する原案に賛成である。

なお、対象先を選定するに当たっては、民間金融機関の自主的な取り組みを支援するとの趣旨から、政策金融との重複、競合は回避しなければならない。また、一部でも財政融資や政府保証債を通じて長期固定の低利資金を調達している先については、純粋な民間金融機関とのイコール・フットィングの観点に齟齬を来したり、政府資金の日銀による一部肩代わりといった誤解を招くことがないように、当該案件につき慎重に精査して頂きたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

前半パートで述べたように、景気が緩やかに回復しつつあり、金融環境の緩和方向の動きが続いている中でも、デフレからの脱却にはなお相応の

時間を要すると思う。従って、金融市場調節の方針としては、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を現行の十分に低い0.1%に維持して金融緩和効果の一段の浸透に努め、デフレ脱却を推し進めていく姿勢を続けるべきだと考える。

なお、金融政策運営に当たっては、引き続き以下の点に留意していく必要がある。まず、国際的な金融面の動きである。欧州のソブリン問題の広がりや、中国の過熱抑制策や米国の景気回復ペースの鈍さへの不満とも相俟って、不安が広がっている。実際、国家の破綻危機への対応は、リーマン破綻以上に難しい面もあるため、当時以上に市場がリスク回避的行動を取る可能性があり、実体経済に与える負の影響には注意が必要である。

次に、各国の金融・財政政策の動向である。先進各国は、大きく悪化した財政を建て直す方向で動き始めているが、それが景気の下振れに繋がるリスクがある。もっとも、市場に急かされて、ただ闇雲に財政再建を目指すのではなく、景気への影響にも配慮しながら、持続可能な財政に向けて計画的に進めていくことが正しい処方箋のように思う。その際、実現可能と思われる工程表を掲げ、国民や市場の理解を得ていくことが重要である。日本でも、新首相が「強い経済、強い財政、強い社会保障」を掲げているが、このことを念頭に置いているものと思われ、その実現につき大いに期待している。

このほか、世界経済の構造変化にも注意が必要である。ここ数年来、欧米先進国経済は、米国の住宅バブル崩壊に始まり、リーマン・ショック、欧州ソブリン問題と、かつてない規模で立て続けに揺さぶられている。こうした中、CDOなどの証券化商品、GSEなどの公的金融、銀行と証券の一体化などの金融自由化、国家間の経済統合といった、欧米先進国が生み出した、これまで理想とされていた様々な金融経済制度のあり方が、根本から問われ直す事態となっている。一方、これまでリスクが大きいとみられていた新興国、特にアジア経済は、財政収支や国際収支の面など、相対的なロバストネスが認識されるようになってきている。欧米先進国の問題解決が長引き、アジア新興国の安定が続くようであれば、世界の貿易

構造や資金循環などに変化が生じ、また様々な制度も変わっていく可能性があると思う。そうした中で、アジアの中の日本の今後の成長は、そのアドバンテージをどう活かしていくかが鍵を握っているような気がしている。

次に、日本経済の成長基盤の強化に資する取り組みであるが、先程執行部より説明のあった実際のスキームについて、異存はない。すなわち、一、対象案件を広く採って使われやすい形としながらも、新規実行分に絞って新たな取り組みを促していること、二、貸付総額を3兆円とし、意味ある規模の確保と金融調節への影響回避の両立を図っていること、三、受付期間を2年弱とし、銀行の準備期間を考慮しつつも早めの取り組みを促していること、四、借り換え可能回数を3回として、設備資金として必要な一定の長さを確保しつつ、政策金融と競合しにくい4年間となるよう配慮していること、五、1先当たりの貸付上限額を設けて特定の銀行に集中しないよう配慮していること、六、1回当たりの上限を設けて早期に本施策が終了してしまわないようにし、銀行側のこれからの取り組みをディスカレッジしないよう配慮していることなど、妥当な内容だと思う。実際、銀行サイドからそれなりのニーズが聞かれるとのことであり、実効性も期待できると思う。そのうえで、このスキームの運用においては以下の点も重要だと思うので、付け加えるべき観点として敢えて指摘しておく。まず一つ目は、銀行から対象案件向けの貸出金利などの条件や案件の進捗状況などを聴取し、本施策の効果を逐次把握・分析できるようにしておくこと。二つ目は、実行状況とその効果などを適切な方法で对外公表し、本施策のアカウントビリティを高めること。三つ目は、本施策は初の試みであり、想定外の事態の発生も考えられることから、ジャスト・イン・ケース、必要に応じたスキームの見直しも排除しないことを念頭に置いておいてはどうか、という三点である。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。



## 山口副総裁

最初に、我が国の金融環境について述べたい。まず、短期金融市場であるが、米国と欧州の市場での緊張感の高まりにもかかわらず、国内については総じて落ち着いた状況が続いている。ターム物金利については、短国レートが0.1%台前半で安定的に推移し、ユーロ円レートも低位横這いで推移している。長期金利についても、大きな変動はみられていない。企業の資金調達コストは低下傾向が続いている。企業収益が回復する中で、低金利の持つ金融緩和効果は高まってきていると評価している。クレジット市場をみると、CPの発行環境は、企業の外部資金需要が弱いこともあって、引き続き良好である。社債市場についても、総じてみれば、良好な発行環境が続いていると評価している。もっとも、欧州のソブリン問題を背景とした国際金融資本市場の不安定化の影響が、一部でみられていることも事実である。米国、欧州に比べると、僅かではあるが流通スプレッドが上昇しており、低格付社債を中心に発行環境はやや厳しくなっており、起債を見合わせるといった動きも出ている状況である。今後の動向を注視していく必要がある。以上のような状況を踏まえて、金融環境の現状判断としては、「厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている」ということで良いと思う。

次に、金融政策についてであるが、我が国の経済情勢を踏まえると、金利面や流動性供給の面から、引き続き、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが必要だと思う。従って、現在の誘導目標水準を維持しながら、低金利の持つ緩和効果をさらに引き出していくということが適当であると考えます。

最後に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について述べたい。まず、結論であるが、執行部から説明のあった資金供給の枠組みについては違和感はない。金融機関からも、相応のニーズがあるということなので、実務上の詰めを行ったうえで、できるだけ早期にスタートさせていく必要があるだろう。そう述べたうえで、この資金供給に関する基本的な考え方

について、私なりに整理しておきたい。ポイントは幾つかある。一つは、枠組みを設計するに当たっては、二つのことに留意する必要があるということである。日本銀行がミクロの資金配分に直接介入することは避けるべきであるということ、それから金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないこと、この二点である。二つ目は、この資金供給の狙いは、民間金融機関の取り組みを促すうえでの「呼び水」ということである。従って、資金供給の規模と実施期間については、抽象的な言い方であるが、多過ぎもせず少な過ぎもせず、また、長過ぎもせず、短過ぎもせず、といったほど好い加減が大事であると思っている。三つ目は、金融機関の多種多様な取り組みをできるだけしっかりと後押しすること。大手行だけではなく、地域金融機関の取り組みも支援していくこと、これが大事だと思っている。四つ目は、金融機関からの申し込みを受け付けるに当たっては、金融機関の自主的な判断をできるだけ尊重することが必要だと思っている。五つ目は、なかなか難しいことであるが、民間企業から具体的なニーズの提示が直接、間接にあれば、それについても柔軟に対応していく姿勢を持っておく必要がある、ということである。我々は、企業に直接の融資を行う訳ではないが、企業のニーズの実体を汲み取りながら金融機関と対話をしつつ、望ましい対応を図っていくことが大事であるという意識である。最後に、政府系金融機関の制度融資との違いを明確にすることである。

こういった点を基本的な考え方として整理しておきたいと思う。なお、前回は申し上げたことであるが、成長基盤強化に資するような資金供給の枠組みは、今回の措置に限られるものではない。金融機関の融資や投資を裏付けとした証券化商品の組成やその市場作りといったことも、その一例になり得る。成長基盤強化のためには、リスク・マネーの供給、言い換えれば、エクイティの供給が重要であることは言うまでもない。エクイティを組み込んだ証券化商品の組成とその市場作りのために、日本銀行が何らかの形で貢献していくことは中央銀行らしい仕事の一つであると思う。今後、この面でどのような動きが現れるかは、なお見通しが難しいが、我々自身としては、今回の資金供給の実施で事足りるとせず、さらに柔軟な発

想と構えを持ちながら、引き続き金融機関等と議論を重ねつつ、勉強を深めていくことが大事だと思っている。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

それでは、金融政策に対する意見を申し上げる。先程述べたように、我が国経済に関しては、欧州金融市場の混乱による下振れリスクはあるものの、基本的には新興国経済の高成長と米国経済の着実な回復と関連しつつ、4月の展望レポート策定時に想定した持続的成長への復帰の経路を着実に辿るものとみられる。また、この間の我が国の金融環境については、欧州発の金融市場の混乱を背景に海外の投資家がリスクを削減する動きが続いているが、その中で、一部B B B格の企業が社債発行を見送らざるを得ない動きがみられるものの、総じて緩和方向の動きが継続している。また、欧州を中心に銀行間で信用リスクテイクに慎重な動きがみられており、ドルのL I B O Rが高止まりをしているが、我が国金融機関に関しては外貨の資金繰りには特段の混乱はみられていない。従って、こういった諸点を踏まえると、次回政策決定会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持して、引き続き緩和効果の浸透を図っていくことが適当であると考えている。

続いて、中長期的な成長基盤強化を支援する今回の措置に関して申し上げたいと思う。今回、執行部から具体的な資金供給案の概要が示された。その内容に対して特段の異論はない。しかしながら、その実際の運営に当たっては、本制度の導入趣旨に鑑み、以下の諸点に配慮して頂きたいと思う。

まず、融資対象とする業種に関してであるが、執行部案では、具体的な資金使途や成長業種の例示はしつつも、資金供与を行う金融機関の取り組み方針の内容を踏まえ、例示されなかった業種を含めて幅広く容認する方

向にあるということである。日本銀行の業務の中立性や、本施策が産業金融でないということを明確化するという観点から、一部特定業種に限定される施策であるというように誤解されることがあっては決してならない。本制度の運用に当たっては、金融機関の取り組み方針に基づき柔軟な対応を行うとともに、融資対象業種に関する誤解を招くことがくれぐれもないように、金融機関だけでなく国民に対しても十分な説明を行っていく必要があると考える。

次に、本行が供給する資金の用途についてであるが、これも業種の扱いと同様に、形式的に資金用途を限定するのではなく、金融機関の独自の取り組み方針を支援できるよう、柔軟な対応が求められる。しかしながら、当初は本制度の趣旨どおり成長基盤強化の融資というものであったとしても、その後の融資先の経営環境の変化等により、資金繰り資金に流用されるといった可能性は否定できない。特に、資金用途が研究開発のための長期運転資金といったようなケースでは、その境界が曖昧になる恐れもある。このため、金融機関からの申し込み段階や融資実行後の定期的なチェックの機会においては、資金供給先である金融機関との対話を十分に行って、本制度の趣旨に沿った利用がなされるよう不断の確認をしていくことが重要であるというように考える。以上である。

白川議長

須田委員お願いします。

須田委員

最初に、前回会合以降の市場の動向からみておきたいと思う。国際金融資本市場では、欧州周辺国のソブリン・リスクへの警戒、欧州系金融機関の信用リスク、米欧における金融規制を巡る動き、中国の金融引締め観測などを背景に、前回会合以降も神経質な地合いが続いている。ソブリン・リスクはより広がりを見せているし、市場参加者からは、特にソブリンを利用したデリバティブが、どういった金融機関に、どの程度の損失を与え

ているのか全く分からないといった、漠たる不安を示す声が聞かれている。このような欧州の財政問題や金融機関経営を巡る不透明感などを背景に、株価は不安定な地合いが続いている。また、リスク回避の強まりから、質への逃避が生じており、クレジット市場では低格付物を中心に対国債スプレッドが拡大しているし、社債発行も大幅に減少している。それが一時的なものでとどまるかどうか、気になるところである。いずれにしても、リスク回避度の程度如何で、資金は金融商品や国境を越えて自由にシフトするため、金融市場の不安定な地合いは今後も続くともみている。なお、日本のクレジット市場にも海外市場の軟調地合いが波及しているが、その程度は大きくはなく、全体としてみれば底堅い地合いが続いている。この間、ドル・ターム物のLIBOR-OISスプレッドに上昇圧力がかかっているが、これには、欧州系金融機関に対するカウンターパーティ・リスクのほか、Fedのドル供給の消極的な姿勢や金融規制強化に伴って、資金の最大の出し手であるMMFが長めの資金放出を絞っているという背景もあるようである。MMFが最大の資金の出し手ということでは、CPやCDの市場も同様だが、こうした動きが流動性問題にまで発展するようなことがないか、引き続きアンテナを高くしておく必要があるようである。我が国の短期金融市場に目を転じると、GCレポ・レートが、一部証券会社によるファンディングを背景に、若干不安定化する場面もあったようだが、短期金利は、ターム物レートやCPレートも含め、概ね低位安定的に推移している。

以上のように、国際金融資本市場では予断を許さない不安定な地合いが続いている。また、経済・物価情勢のパートで指摘したように、我が国経済を取り巻く不確実性は、依然として高く、私はメインシナリオを大きく変えるほどではないが、下振れリスクを意識している。このような状況下、日本銀行としては、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持し、我が国経済が物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰していくよう、粘り強く支援していく必要がある。従って、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が適当だと考える。なお、固定金利オペ残高が 20

兆円に到達し、その残高を維持しつつ、年金払いや国債償還といった資金余剰に対応していく必要があるため、市場では資金偏在に対する不安が囁かれているようである。執行部におかれては、潤沢な資金供給と誘導目標金利の維持、さらには市場機能への配慮と、難しい舵取りが迫られると思うが、引き続き丁寧なモニタリングを続けながら、柔軟で肌理の細かい調節を行って頂きたいと思う。

次に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」についてだが、政策当局の役割は環境整備であるので、役目を終えたら早々に退出すること、潜在成長率を高めるニューマネーのためであって安易な利用を排除すること、ミクロの資金配分に直接関与しないこと、金融調節や金利政策の制約にならないこと、政策金融との住み分け、迅速な行動を促すために受付期間はあまり長くないことが望ましいこと、呼び水であって貸出量が問題ではないことなど、前回会合までに指摘した留意点への配慮が窺われるので、基本的にはこの案に賛成である。以下、コミュニケーション上の留意点と執行部へのお願いを幾つか指摘しておきたいと思う。

今回の施策の打ち出しに対するこれまでの評価は、大した効果は期待できないとか奇手とか政府に擦り寄ったといった評価や、財政政策に近い領域に踏み込むといったネガティブな評価がある一方で、敢えて身を切り成長政策総動員への一石を投じた背景に危機感の強さと覚悟を感じるという少々過大だがポジティブな評価まで様々である。今回の施策は、日本銀行が財政政策に近い領域に踏み込むことでも、敢えて身を切るというほどでもなく、ポジティブな評価もネガティブな評価も、必ずしも真意を十分に理解してもらっていない感じがする。この施策は、潜在成長率や生産性を引き上げていくことが待ったなしの喫緊の課題であることを、国民が共通に認識するだけでなく、課題克服に向けてそれぞれの役割を果たすべく、皆が具体的な行動に出る必要性に既に迫られているという逼迫感、危機感を示すとともに、日本銀行も自らの役割の中で何ができるかを考え、行動に移す必要があると考えて、導き出したものである。自らの役割を果たすということであるので、用いる手段そのものはインセンティブの高い

特別なものでもなく、また財務の健全性という観点からみて、取るリスクも限定的であり、その意味からも財政政策に近い領域に踏み込むということでも、身を切るといふほどでもない。今回、対外公表文で、この施策の位置付けをしっかりと説明することで、より正しい評価に繋がっていくことを期待しているが、今回の施策について施策の打ち出し自体がもたらす外部効果をより意識しているので、幅広い観点からこれを評価し、外に示していく必要があると思っている。今後とも成長基盤強化の重要性を指摘し続けることが重要であるので、当然ながら、資金の使われ方も具体的に示していくことも必要だと思う。未だ聞かれる市場のネガティブな反応も、具体的な姿がみえてくれば、真つ当な評価に繋がっていくかもしれないし、今回の措置の理念や我々の危機感を地道に訴え続けることによって、前向きなアクションも生まれてくるかもしれない。

この施策はスピードが重要であると捉えているので、今日これが決まったら、先程も説明があったが執行部におかれては大変だろうが、スピード感をもって、かつ全国的な広がりを持った動きとなるように、支店などを通じて積極的な働きかけをお願いする。

なお、執行部の説明にあったように、この資金供給において個人の住宅ローンは対象としないことで良いと思うし、日本政策投資銀行を入り口で排除すべきでないという考え方も理解できる。しかし日本政策投資銀行への資金供給については、政策金融との住み分けの観点から、あるいは財政の領域へ日銀が踏み込むといった評価に繋がりがやすいという点から、気を付ける必要があると思っている。日本政策投資銀行に民の部分がありその部分のみを対象とするにしても、彼等にはこれまで培ってきた様々なノウハウがあり、民の部分といっても完全な民間部分とは違うところがある。彼等には、完全な民間部分では難しい彼等の比較優位を活かした分野での貢献が望ましく、この意味でも役割分担を期待したいと思う。日本政策投資銀行が参加を申し込んできた場合には、案件を確認する段階でその点をしっかりと議論するとともに、くれぐれも財政ファイナンスとの疑念を惹起するようなことのないよう、十分注意を払って頂きたいと思う。また、この施策によって

金融機関だけでなく、借り手である企業の金利負担低下にも繋がるよう、工夫を宜しくお願いしたいと思う。

このようにオール・ジャパンで行動を起こすことの必要を指摘する一方で、金利政策において、必要以上に超低金利を長引かせると、構造変化への取り組みを遅らせる可能性があるということにも注意が必要だと思っている。生物が成長するにはまず古い細胞を壊してからということのようだが、ゾンビ企業を存続させ、ヒト・モノ・カネをそこから開放しないで成長を高めることは、本来、難しいということも、しっかり意識しておきたいと思っている。以上である。

白川議長

それでは、野田委員お願いします。

野田委員

まず前半で触れなかった金融環境であるが、前半パートでもこれは述べたが、実体経済や企業収益が着実に改善してきているということが確認され、この面から低金利による緩和効果も着実に高まっている。欧州のソブリン問題によるグローバルな金融資本市場の動揺が収まらない中で、我が国においては、株式市場ではボラタイルな状況が続いている。このほか、社債流通市場において特定業種を中心にスプレッドが幾分拡大したり、発行市場において一部起債を見送るなど投資家の様子見姿勢も窺われるが、いずれも限定的なものにとどまっており、またその他の市場は落ち着いている。このように欧州のソブリン問題の影響は現在までのところ限定的であると断じて良いと思う。金融環境は全体として改善の方向の動きが続いているとの評価は変える必要はない。現在の循環的な回復の動きを抑制する要素は、少なくとも金融環境の面からはほとんど窺えないと言って良いと思う。

次に、金融政策運営について述べる。前半で述べたとおり、実体経済・物価ともに4月の展望レポートでの見通しに概ね沿って推移している。金



融経済・物価情勢や先行きの見通しと、それを巡るなお高い不確実性や様々なリスク要因を踏まえると、現在の方針を維持することにより、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することを金利政策面から支えていくことが重要である。すなわち、ブロードな意味での金融市場調節方針として、潤沢かつ弾力的な資金供給を行うことにより、短期金融市場において、やや長めの金利を含めて、極めて低水準の金利を維持し、このことを通じて、極めて緩和的な金融環境を確保していくこと、それから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）を0.1%前後で推移するよう促すということがそれぞれ適当であると思う。

次に、「成長基盤強化を支援するための資金供給」について述べる。前回会合で、私は幾つかの論点について述べた。すなわち、一つに、ミクロの資金配分である産業金融とははっきりと一線を画すべきであること、並びに金融機関の方針と自主的な判断を極力尊重すべきことから、対象となる融資の括り出しは極力幅広いことが望ましいということ、さらに二つ目として、成長基盤強化は我が国経済にとって喫緊の課題であることから、金融機関の前倒しの努力を促すことが必要であり、それには金融機関からの受付期間を例えば展望レポートの見通し期間のように比較的短い期間を設定するのが望ましいこと、三つ目に、成長基盤強化に資する資金の性格が本来息の長いものであることから、貸付期間は比較的長期が望ましいこと等である。本日、執行部から示された基本要領は、これらの論点も含めて、前回会合までに共有された考え方を十分に踏まえたものとなっており、基本的に異論はない。そう申し上げたうえで、もう少し議論しておきたいという点を一つだけ挙げるとすれば、貸付総額と対象先1先当たりの貸付限度額についてである。金利政策あるいは金融調節運営のフリーハンドを十分に留保しておくという観点から、貸付総額と1先当たりの貸付上限額を予め設けることというのは、必須であるということは前回会合でも指摘したとおりであるが、執行部の説明によると、大手先では数千億円規模の需要が発生する可能性もなしとしないとのことである。本措置の理念、

あるいは趣旨に鑑み、金融機関の積極的な取り組みを呼び水としてサポートすることが必要であることは言うまでもないが、一方で、これが逃げ水となってディスカレッジすることはあってはならない。そこで、貸付総額等については、実施後、一定の期間を経た後、実績によっては見直しもあり得べしとの考え方もあって良いような気がするが、この点如何であろうか。亀崎委員は、もう少し広いスコープでの柔軟性の確保ということを指摘されていたように承知している。

最後に、本趣旨について、もう一度、理念というところで確認しておきたいことを申し上げる。今、我が国に求められていることは、デフレや成長率の低下という課題を克服していくということであり、そのために潜在的な需要の発掘、あるいは生産性の引き上げに向けて民間企業、我々を含めた金融機関、政府、それぞれが全力を尽くすことである。本措置の実施により潜在的な需要の発掘・捕捉あるいは生産性の引き上げこそがデフレ脱却の喫緊の処方箋であるということを示す、あるいは訴える意義は極めて大きいものがあると考ええる。私からは以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国際金融市場では、前回決定会合以降も欧州のソブリン問題の影響で、ドルやユーロの資金市場で短期金利が強含み、また長めの取引が成立しにくくなるなど流動性の低下を示す傾向が引き続きみられた。しかし、先週後半、問題視されていたユーロ圏諸国の国債入札にかなりの応札があり、またドイツ最高裁判決でドイツのユーロへのコミットメントへの不安が後退したことを反映し、ここ数日の動きはそれなりの落ち着きがみられる。日本に対する影響は、限定的ではあるものの、一部に低格付社債市場において投資家に慎重姿勢がみられるなどの影響も出てきてはいる。企業の資金調達コストの低下傾向は続き、CP・社債市場も良好な発行環境が続い

てはいるが、低格付社債市場では投資家の慎重姿勢をみて有利な発行が見込めないと発行を見送る先も出ている。企業の資金繰りをみても、一進一退の状況であり、「厳しさを残しつつも、緩和方向の動きが続いている」という前回と同じ文言の月報判断に違和感はない。しかしながら、日本経済は、足許、経済活動は想定比やや強めではあるものの、先行きのリスクは大きいと言わざるを得ない。足許の強めの動きは、依然として景気のサイクルに沿った動きに過ぎない部分が多いと思う。人口の減少、高齢化の進展に十分に対応できず、商品開発力の低下、アジアへの物作り能力の移転等が進む状況で、企業・家計の中長期的な成長期待に依然下振れのリスクが付きまとっている。従って、物価安定のもとでの持続的成長経路を確保するための中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくためには、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」という、現在の金融政策を維持することが望ましいと考えている。

執行部から説明された「成長基盤強化を支援するための資金供給」にかかる基本要領の案であるが、主要な点については全て他の委員から指摘があった。私も通常は、ほとんどそれに賛成すると言うのだが、今回の場合は、全て賛成したいと思う。特に、最後の野田委員の点と、それから亀崎委員の点であるが、柔軟性の確保、これが極めて重要な点で、運用の中でこの柔軟性については、十分に担保していかなければいけないと考えているので、執行部の方には宜しく願います。ここでもう一度、この新しい試みは、過去に直接比較できる具体例が少ないという点で確かに異例ではあるが、中央銀行の役割を考えると、その役割を十分に果たすための必要な措置であるということを確認しておきたいと思う。

日本銀行は、中央銀行として金融システム全体の安定、そしてその能力の向上に責務を負っている。人口減少、高齢化、アジアの発展等の大きな経済構造の変化に対し、現在の日本の金融システムが上手く適合できていないとするならば、その金融システムの役割の活性化を図るのは、中央銀行としての必要な役割である。経済発展、経済成長に、金融システムの効

率性、活性化が重要な役割を果たしていたことは経済と金融の歴史においてよく知られた事実である。例えば、シカゴ大学のジンガレスの一連の仕事などがその例である。そこでは、社会資本という形で、前回会合でも申し上げたネットワークが様々な分野で重要な役割を果たしていくことが指摘されている。そして、知的資本とこのネットワークの相乗作用が、経済の革新と発展に重要な役割を果たすことになる。前回指摘したように、こうしたネットワークの相乗作用が重要な分野で、金融システムの能力が十分に発揮されず、両竦みの状態に陥っている時は、この竦みをほぐして金融システムの能力が十二分に発揮されるような仕組みを中央銀行が提供することは、その中央銀行の目的に適っていると考えられる。ただし、竦み状況が解消されるならば、中央銀行の介入が続くことはモラルハザードを起こす可能性が生じるので、こうした仕組みには、期限を付け、かつできるだけ早く利用されるようにするということが望ましいことになる。

基本要領案は、以上の点を考慮したバランスの取れた案になっていると評価している。ただ、言わずもがなではあるが、これは宮尾委員と同じであるが、要件 1. のうちの 18 の例示はあくまでも例示であり、それが金融機関のイニシアチブを拘束するものではないことは、説明の中で丁寧に明らかにしていくことを要望したいと思う。以上である。

白川議長

それではまず、「成長基盤強化を支援するための資金供給」から議論したいと思う。幾つかの点については、各委員からの意見陳述にあったとおり、執行部からの説明に基本的に違和感はないということであった。多少重複することを承知のうえで、幾つかのポイントについて、確認的な意味も込めて申し上げたい。まず、本措置を始めるに当たっての基本的な考え方である。皆さんがおっしゃったとおり、現在、日本経済が直面している最も重要な課題を一つだけ言えと言われれば、日本の潜在成長率が下がっていていること、それとほぼイコールであるが、生産性上昇が停滞していることである。我々は、短期の景気循環の中で金融政策を行っているが、

我々が目指しているのは、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ことであり、それに全力を挙げている。その際に問題となるのは、復帰していく成長経路それ自体が実は問題になっていることだと思う。多分、日本の景気について、短期的にはそれなりに明るさが広がってきているにもかかわらず、人々が先々に対して自信を持っていない、明るくならないという基本的な理由は、戻っていくべき成長経路自体がどうもパツとしないことであると思う。そういう中で、人々が将来に向けて自信を持って消費・投資を増やしていくことになかなかかなりにくい。そのことが、デフレという形で表面化している訳である。そういう意味で、日本経済が直面している最も重要な課題は、潜在成長率や生産性の問題にどう対応していくかということだと思う。この課題自体は、日本経済そのものが直面している大きな課題であり、解決するには色々な主体の努力が必要である。

第一義的には、勿論経済であるので、民間経済主体の果たす役割が大きい訳であるが、政策当局も民間経済主体の努力・競争が実を結ぶ環境を作っていくことが非常に大事だと思う。日本銀行は、この面では物価安定、金融システムの安定ということで環境整備に努力している訳であるが、今回、成長基盤強化に向けた民間金融機関の自主的な取り組みを金融面から時限的な措置として支援することを考えてはどうかということである。私自身もそうすべきだと思う。資金供給の方法であるが、「民間金融機関による成長基盤強化に向けた融資・投資の取り組みに応じて、当該金融機関に対し、長期かつ低利の資金を適格な担保を裏付けとして供給する」ことで良いと思う。資金供給の狙い、制度設計の留意点であるが、全員がおっしゃったことであるが、一つは、金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを進めるうえでの「呼び水」となることを期待している。日本銀行自身が金融機関・企業に対してこうした融資を間接的にでも行うことではない。これは、あくまでも呼び水として行うということである。二つ目は、金融機関が自らの判断で行う多種多様な取り組みをできるだけ幅広く後押ししていくということに留意しなくてはならない。三つ目は、多少重なるが、

日本銀行自身が個別の企業や業種への資金配分に直接関与することはしない。四つ目に、資金供給の規模や期間の点で、金利政策や金融調節の円滑な遂行に支障を来たさないようにすることが必要である。

そうしたことを全て念頭に置いたうえで、具体的にどう制度設計していくかである。幾つかの論点について皆さんの意見を整理すると、まず、対象となる金融機関をどうするかであるが、金融機関に成長基盤強化に向けた取り組み方針を策定してもらい、それが一定の要件を満たしていることについて日本銀行自身が確認を行う。民間金融機関の自主的な取り組みもできるだけ尊重するが、最終的にそれが成長基盤の強化に役に立っていくことを日本銀行自身がやはり確認しなくてはならない。あまりそれを行過ぎると、日本銀行自身がミクロに介入していくことになるので、そのバランスは「言うは易く行うは難し」だとは思いますが、そうした気持ちでやって欲しいということが皆さんの意向であり、私自身もそう思う。従って、金融機関は、日本銀行の確認したそうした取り組み方針のもとで行った融資・投資の実績額の範囲内で借入れを行うことができるということである。先程申し上げた一定の要件については、ベースとして融資・投資の対象分野や事業を挙げているが、これらに対する成長基盤強化に向けた資金ということである。それから、融資・投資の相手先については、金融機関や地方自治体等を除く国内の居住者、あるいは外国法人であっても先程説明があった一定の条件を満たす先とし、期間は1年以上、そうした確認は勿論行う必要がある。それから、貸付期間については、原則1年として、3回まで借換え可能であり、最長4年まで可能とすることで皆さんの意見が一致した。これは元々成長基盤強化であるので、ある程度期間は長いことを考慮しなければいけない。他方で、金融政策面に対する影響や、政府系金融機関が行う政策金融との重複や競合を極力回避する観点から、期間1年で3回まで借換え可能ということが適当であると思う。政府系金融機関の行う政策金融と日本銀行が今回行う措置は、具体的にどこが違うのかを考えてみると、三、四点あるかと思う。まず、どこにお金を貸すのか、どこに投資するのかという判断自体は、政策金融の場合は政府系金融機関が行

う。今回の日本銀行の措置では、民間金融機関が行う。二つ目は、信用リスク——今申し上げた第一点からくるのだが——を、政策金融の場合には、政府系金融機関が第一義的に負う。日本銀行の場合は、勿論最終的に信用リスクがゼロという訳ではないが、これは金融機関に対する融資を適格担保で保全するので、信用リスクという面でも異なってくる。三つ目に期間であるが、政策金融は——政府系金融機関によって異なるが——通常5年以上の長期の資金として行っているが、日本銀行のこの措置は借換え回数をフルに使った場合でも最長4年である。四番目に、金額であるが、政府系金融機関の場合は、当然、当該貸付なり投資を全額ファイナンスするが、日本銀行の場合は必ずしも全額、全期間ファイナンスする訳ではない。幾つかの重要な点で政府系金融機関の政策金融とは大きく異なっている。そうした違いは勿論ある訳だが、そのうえで政策金融との違いを明確に意識して制度設計をしなければならないと思う。貸付総額であるが、残高上限は3兆円、一回当たりの総額は1兆円である。考え方だが、大手行を中心に融資・投資が相当な規模となる可能性がある一方で、金融調節等への影響を回避し得る規模とする必要がある。対象金融機関ごとの貸付限度であるが、貸付残高の上限は1,500億円で皆さん同意されている。ただ、そのうえで貸付総額の3兆円と1先当たりの貸付限度1,500億円については若干議論の余地があると思うので、また後から議論したいと思う。貸付の受付期限であるが、2012年3月末、新規貸付の最終実行期限としては同年6月末である。本資金供給については、本年8月末を目途に開始できるように準備を進めたいと思う。本制度そのものではないが、成長基盤強化に資する金融市場の整備に向けて、日本銀行として引き続き貢献を行っていく必要がある。今回のように金融機関に対して流動性の面で資金の提供をするという貢献もあるが、それ以外にも市場を整備していくという面は、中央銀行らしい貢献だと思う。この面でも、民間金融機関等様々な主体と議論する過程で、色々な知恵が出てきて、その知恵を何とか実現していく努力を続けていきたいと思っている。

多くの方から出たが、本措置についてはしっかりと説明を行っていくこ

とが大事である。この措置そのものも勿論大事であるが、この措置を発表する時に、この措置に込めた我々の思いをしっかりと説明していく必要がある。先程、須田委員が公表の外部効果とおっしゃったであろうか、私も確かにそうであると思う。今回の措置に対するマスコミやエコノミスト等のコメントについて、先程、須田委員が感想をおっしゃっていたが、私自身も全く同じような思いである。両方から相異なる批判が出て、大いに違和感を覚えている。自分自身が気になるのは、先程の話とも絡むが——適切な言葉はないが——、知的なニヒリズム、行動なき傍観者主義というものがあまりにも多いと感じる。これをやれば直ちに問題を解決するというものがあれば、当然、民間の経済主体も政府も含めてとっくにやっている訳である。現在の状況に至るには、長い時間をかけてこういう状況になっているのである。こういう状況から脱却するには時間がかかる。また、それには色々な力を合わせていくことが必要であり、知的なニヒリズム、行動なき傍観者主義が日本の経済を駄目にしていく一つの要因だという感じがする。だからと言って、我々自身が青筋を立てて何かを言っていく訳ではないが、やはり過不足なく説明していくことが必要であるという気がしている。

先程の意見陳述の中での具体的な論点について、二つ取り上げたいと思う。一つは、亀崎委員から、この制度の実際の運用に当たっては柔軟性が必要だという話があった。私自身の感じを申し上げますと、この制度をどうやって設計するかという時に、要件なしでは良くないので、ある程度要件を明確にしなくてはならないという要請と、しかしこういう成長基盤強化支援という性格上ある程度柔軟性を持っていないと実際に運用できないという要請がある。両方の批判を我々は意識しないとイケないと思う。一方で、この制度を実際に始めてみて、色々なことが分かる面もあると思う。8月末に制度を実際に施行していくと、色々な声が挙がってくるであろうし、様々な現場で色々な難しさも出てくるであろう。この決定会合の場でまた執行部から報告があると思うので、そうしたことも踏まえながら具体的にどのようにやっていけば良いかを考えていった方が良いと思う。執行



部に「良きに計らえ」という感じの柔軟性は適切ではないので、実際に始めてみてどんな感じになるか知恵を持ち寄ってみる必要があると思う。これについて何か意見があればお願いしたい。

それから情報開示の点であるが、この措置はオペではないが、オペについては情報開示をしているし、この措置についても何らかの情報開示は必要である。今の段階でどういう情報開示が良いかについて、もし成案があればお願いしたい。個々の金融機関に対して幾ら貸したかということ日本銀行は開示していないし、勿論、個別企業や個別プロジェクトについて金額を出している訳ではないので、どういう形で出すのが良いのか。分野の例示も、複数の分野に該当するものがあるので、必ずしもきっちり整理するのは難しいが、経験を積みながら情報開示の仕方をしっかり考える必要があると改めて思っている。それから、貸付総額3兆円と対象金融機関ごとの上限1,500億円について、取り敢えずスタートはこれで良いが、この先、この数字がネックとなって、今度はもう少し伸びるものが伸びないということは避けた方が良いので、どこかの段階で検討してはどうかという趣旨のご発言があった。どの位のタイミングが良いのかは分からないが、毎回報告してもらい、どこかのタイミングで少しレビューして見る必要があると感じた。

取り敢えず、議長としての感想ではあるが、今、二つ明示的に申し上げた点について、どなたかご意見があればお願いする。

#### 須田委員

柔軟性についてであるが、実際にどうなるか分からないということを上げたうえで、私自身はあまり柔軟にやることは望ましくないと思っている。元々、政策当局の役割は環境整備であるので、その役目を終えたら、さっさと出ないといけない。企業が成長していこうとし、成長戦略を考える時に、政策当局の資金を当てにするのは、私はそもそも矛盾していると思う。例えば、以前我々はA B C Pを買ったが、自分達も買えるとなったら金融機関自身がやれば良いということで、何も中央銀行に売る必要がな

かったということと同じである。要するに、金融機関のバランスシートは預貸率が凄く低いのだから、中央銀行のお金を使わずに、大して変わらない金利で自分達で貸せるなら、それはそれで良いことである。彼等が貸したいなら、そのための資金を我々が増やしていくという考え方は少し違うのではないかと思っている。だから、基本は呼び水であって、この資金供給量を貸出需要に合わせて増やしていくことは望ましいとは思わない。ただ、何が起こるか全然みえないもとでは、予断を持たずに様子を見ながら対応していきたいというのが私の意見である。

#### 中村委員

レビューについては、初めての試みなので、どういうことが起こるか分からないが、ただ、基本的にこれは民間の金融機関が自主的にやることだと思う。ニーズがあれば、ずっと日銀が付き合うことになるが、日銀のお金がないとこれはできないということになるが、それで良いのか。本来は、日銀がなくても市中金融機関にやって欲しいという趣旨だと思う。だから、少しその辺はどうなのかと思う。ただ、柔軟性という意味で、実際はどれ位出てくるのか分からないが、3兆円と決めておいて、1先当たり1,500億円——2年目であっても枠が余っていれば、2年目はゼロにしてまた新規の枠として1,500億円ということは考えるかもしれないが——の枠はニーズがあればどんどん積み上げていくということについては、少し私のイメージとは違っている。

#### 亀崎委員

先程「必要に応じたスキームの見直しは排除しないことを念頭に置いて」と言ったのは、最初からそれを公表するという意味ではなく、我々としてはそれ位の腹積もりを持って様子を見ないと、という趣旨である。初めてのことで、例えば、過去の例が良いかどうかは分からないが、社債の買入れの時とか、あるいは劣後ローンの時とか、今回のケースも、どういう状態になるかが分からないから、スキームを見直すことも腹積もりとし

ては持つておこうという意味である。本施策は、呼び水であり、時限措置である。これははっきりしている。しかし今、都市銀行と地方銀行の貸出総額は460兆円位あって、その他の金融機関も合わせれば、もっと大きな700～800兆円の貸出がある中での3兆円である。状況によっては、この金額を増やすことが必要となることもあるかもしれない。また、例えば3兆円の枠が余っている中で、ある金融機関は、まだ案件を持つているのに1,500億円に達してしまった、ということもあり得る。1機関当たりの限度枠にとどめておくのかということも、一つの例として頭の中にあった。そういうことも想定しながら、今から何かを変えるのではなくて、実施を進めていく中で何か不都合があるのであれば、最後までずっとこれを死守するのではなくて、柔軟な対応があっても良いのではないかという意味である。一番最初から柔軟な対応を外に出すということでは全くない。

白川議長

私もそういうふうに理解する。

中村委員

そういう意味であれば私も同じである。

野田委員

基本的な考え方は、ここに既にステートメントの形で整理して頂いている。要するに、ここからはみ出ることはないのだが、やはり走っていく中で、何かもう少しあっても良いかなということは、多分起こってくると思う。そういう中で、先程須田委員がおっしゃった、あるいはこのステートメントに書いてあるようなことは皆既に共有されている理念ないしは概念であるから、そこは守りつつも、何がしかの流動性を持つては如何か。ただ、それを、おっしゃるように初めから我々は融通無碍にやるということのアナウンスすることは全く逆効果である。ただ、我々の心積もりとして、対外的にどう説明していくかというのは非常に注意を要するところではあ

るが、心積もりとして、これがきちぎちのリジットなものではないという認識は共有しておいた方が良くのではないかという意味で、問題提起をさせて頂いた。

山口副総裁

今日の記者会見でも多分この点について質問が出るだろう。その時に、白川議長がどう答えるかということに直接関わる訳である。その段階で、貸付総額、1先当たりの貸付限度額について、見直しの可能性があるということは言えない。ただ一方で、スキームを決めた側としては、決めたものについてただひたすら拘り続けるというのも硬過ぎる。そうであれば、ふわっと、金融機関の反応などをみながらどういうことがあり得るのか、見直すべき点は柔軟に対応していく位のことが精一杯のような気がする。実際に我々自身がどうするかは、色々なニーズが挙がってきた後では、考え方が微妙に違ってくるのではないかと思う。従って、そこは出てきたところで、この場で議論するという事なのではないか。

野田委員

全くそのとおりだと思う。だから、そういうこと自体をここできちっと認識しておくことが重要だという意味で、私は問題提起をさせて頂いた。

中村委員

より良い制度にするためにということであるが、貸出総額については、周りの関心が非常に高いところなので、増額の有無等先行きのニュアンスについては注意を要する。

宮尾委員

私も今の皆さんの柔軟性の議論に全く賛成である。金額もそうなのだが、もしかしたら、あり得べきニーズとしてロールの回数なども金融機関の方から——もう少しこの研究開発資金を融通してくれれば、立ち上がるのに

など——何か出てくるかもしれない。そういうニーズがあった時に、我々はどうか対処したら良いのか。私は今の原案をある程度しっかり踏まえるべきで、あまり柔軟性が過ぎることはむしろ注意しなければいけないと思っている。そういうことも含めて、ベースは今の骨子を原則として守る。進捗状況に応じて、その場合にはまた議論し、検討するという位で考えておくべきではないかと思う。

白川議長

今、宮尾委員がおっしゃった特に借換えの回数などは、同じパラメータの中でもよりディープなパラメータだと思う。勿論、これはその時になって議論すれば良いのだが、私の理解するところでは、そういうパラメータを柔軟に変えていこうという感じは多分ないのだと思う。

須田委員

我々が今こう話していると、どうしても、何かがあるかもしれない、とミクロの話に入り込み過ぎだと思う。ここは、我々はあまりそこには入らないで、金融機関をただサポートしていただくだけである。あまり色々なことを、細かいことを気にしてはいけない、ということが、我々が決めていることだと思っている。よりマクロで何か改善する必要があるかどうかは、私もどういふものが出てくるか分からないので、意識はしているが、基本的には今決めたことをそれほど大きく変えていくようなことが起こるとは私自身は思っていない。

白川議長

対外的な説明の中で、この制度に即した説明という部分と、それからこの制度を我々が考えるに至った基本的な経済の状況認識、この後者の方についての説明というか考え方は必ずしも十分には理解されていないと感じる。私自身も先日の講演はそれを意識して行ったし、須田委員も先日講演をされていたが、例えば、生産性の話とか潜在成長率の話の中でよく出

てくる話だが、供給が減るのだから物価は上がるはずなのに、逆じゃないかという議論がある。その議論自体に我々が真っ向から入ってどうこう言うことではないが、基本的な認識については、やはり十分ではないと改めて感じる。また、比較的日本銀行を理解している方が、今回の措置について割合批判的に言う時の一つの理由は、日本銀行自身の主観的な意図、善意からスタートした措置でも、結果としてミクロの資金配分的な部分に段々関わっていくのではないかというパーセプションがあって、やがてそういうパーセプション自体に日本銀行自身も囚われていくのではないかという、多分そういう意味での批判がある。これは非常にまじめな懸念だと思う。そういうことも含めて情報発信は非常に難しい話ではあるが、この点ではやはり努力をしないといけない。成長基盤強化の方については以上にして、続いて……。

#### 野田委員

もう一点だけ。コミュニケーションの関係なのだが、これまでリーマン・ショック後、我々は色々な措置を取ってきた時に、大きく三つに分類してきちっと説明してきた。今回の措置は、はっきり言えば、どこかそういうものとは違うのである。そここのところはきちっと上手く我々のホームページなどでも経緯を説明してきたが、今回の措置は今までの措置と比べてどう位置付けられるのかということである。恐らく、この問題はリーマン・ショック後、直接的にリーマン・ショックと関係して我々が考えたということではないのだが、流れとしてはその一連の流れの中で、この措置を今回実施する訳であるから、世の中に対する説明として、我々はこれまで3つの柱を説明してきたので、これとどう違うのかということは、どこかで上手く説明できないかという気がしている。今後の説明の仕方は我々も執行部ともども考えていきたいと思う。

#### 白川議長

この件については宜しいか。

続いて、金融市場調節方針について議論を行いたいと思う。調節方針については、私も含めて全員現状維持ということである。金融政策運営に関する基本的な考え方については、今日は時間の関係もあったので皆さんが明示的におっしゃった訳ではないが、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復することが極めて重要な課題であると我々は認識していると思う。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。金融政策運営に当たっては、極めて緩和的な金融環境を維持していく考えである。

金融環境については、皆さんから言及があった中で、前月との比較で意識しておくべきことは、一つは、低格付社債の改善が前月以降の動きでみると一服していることである。株価については、世界的に株価が下がり、日本も株価が下がっているが、株価が下がるという形で日本の金融機関に影響を与えている。今は戻してはいるが、株価が下がっていくと、金融機関の信用仲介能力に影響が出てくる可能性もどこかで意識しなければいけない。ただ一方で、企業の収益がかなり急速に改善してきて、同じ金利の持つ金融緩和効果がこのところ確実に強まっていると感じる。もう一つ、金融環境という面で私が感じるのは、欧米と比べた場合、これは前回のリーマン・ショック以降もそうであったが、今回も欧米対比日本は金融市場への影響が相対的に小さいと改めて感じる。日本の金融システムが相対的に安定的だというこの強みは、今回はあまり意識されていないと思うが、これが日本の持つ強みの一つであると思う。調節方針については、何かご意見はないか。

では、大変お待たせした。ここで、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の池田元久副大臣から願います。

池田財務副大臣

漸く発言の機会をもらうことができた。財務副大臣として、財務大臣を代理して発言をしたいと思います。

我が国の経済情勢をみると、景気は着実に持ち直してきているが、なお

自律性は弱く、失業率が高水準にあるなどの厳しい状況にあると思う。先行きについても、国際的な金融情勢の動向、デフレなどのリスクが存在するほかに、雇用情勢の悪化懸念が残るなど、民需主導の力強い成長経路に復帰するための基盤は、依然として脆弱であると考えている。政府としては、現下の厳しい経済情勢のもと、デフレを克服し、景気回復を確実なものとしていくために、緊急経済対策を推進し、平成 22 年度予算を着実に執行するとともに、未来の成長への具体的な処方箋を打ち出すべく、「新成長戦略」の取り纏めを進めているところである。本日議論されている「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、こうした政府の取り組みと整合的なものと考えている。また、日本銀行においても、デフレ克服は極めて重要な課題であるとの認識のもと、「きわめて緩和的な金融環境を維持していくという考え」を示されているところである。引き続き、政府との緊密な連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営を行っていくことにより、デフレ克服をはじめ、経済を金融面から支えて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

次に、内閣府の梅溪健児大臣官房審議官をお願いする。

梅溪内閣府大臣官房審議官

新しく発足した菅内閣では、「強い経済、強い財政、強い社会保障」を実現し、日本経済の低迷、社会の閉塞感の打破を目指す。デフレからの脱却は、強い経済にとっても強い財政にとっても重要かつ喫緊の課題である。日本銀行は、展望レポートにおいて 2011 年度の消費者物価上昇率を +0.1% と見通しているが、政府としても日本銀行と一体となって、できる限り早期のプラスの物価上昇率実現に向け、取り組んでいく。また、日本経済の持続的な発展と豊かな国民生活の実現のため、政府としては、日本経済の中長期的な姿を描く「新成長戦略」を月内に完成させ、これを推進していく。さらに、「財政運営戦略」および「中期財政フレーム」にお



いて、財政健全化への道筋を国民にお示しし、その責任を果たす対応に取り組んでいく。日本銀行におかれては、中長期的にみて物価が安定していると理解する消費者物価上昇率に関し、「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」としていることを踏まえ、政府と密接な情報交換・連携を保ちつつ、こうした物価の安定ができる限り早期に達成されるよう、適切かつ機動的な金融政策運営を期待する。デフレ脱却は、政府と日本銀行の共通の政策目標であることを強く認識し、重ねて、適切かつ機動的な金融政策運営を期待する。

なお、本日執行部より提案のあった「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、これが民間金融機関による成長基盤強化の取り組みを着実に支援し、デフレ脱却のための施策の一つとして実効性が確保されることを期待する。以上である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは金融市場調節方針の議案、「『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』の制定等に関する件」の議案、および経済・物価情勢等と成長基盤強化を支援するための資金供給に関する記述を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。執行部は金融市場調節方針の議案と、対外公表文の議案を用意して頂きたい。なお、「『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』の制定等に関する件」の議案と、対外公表文に添付される「成長基盤強化を支援するための資金供給について」の内容は、先程執行部から説明したとおりである。

[事務局より議案配付]

楢田企画局長

それでは、最初に、「金融市場調節方針の決定に関する件」という議長案を読み上げさせて頂く。「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、0.1%前後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」。続いて、対外公表文である。「当面の金融政策運営について」である。1. は、ただ今議長案を読み上げさせて頂いたが、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す。」をプラスしている。2. は、景気の現状認識であるが、前月分との変更点についてご説明したいと思う。中段の「設備投資は持ち直しに転じつつある。」と次の「個人消費は」の間に、今回、「雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。」の一文を挿入する。雇用・所得環境について、ここに記述を盛り込むという趣旨である。それと、2. の最後の物価のところである。「物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、経済全体の需給が緩和状態にあるもとで下落しているが、基調的にみると下落幅は縮小を続けている。」とした。先月は「その幅は縮小傾向を続けている。」であったが、高校授業料無償化等を踏まえて、基調的な判断として「基調的にみると下落幅は縮小を続けている。」との表現に変えるということである。3. の先行きと4. のリスク要因は、前月と同じである。5. の前段は、これまでと同じであり、「日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。そのために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である。金融政策運営に当たっては、きわめて緩和的な金融環境を維持していく考えである。」としている。その後、「また、本日、日本銀行は、成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組みを導入することを決定した（別紙参照）。日本銀行としては、本措置の実施を通じて、企業や金融機関などによる日本経済の成長に向けた取り組みが、一段と活発化することを期待している。」との一文を付け加える。併せて、6. で、前回記述していた骨子素案を取り纏めた箇所を削除する。別紙については、先程ご説明した「成長基盤強化を支援するための資金供給について」という対外公表文、及びその別添として「成長基盤強化を支援するための資金供給の概要」、さらにその別紙

として「成長基盤強化に向けた取り組み方針の要件」、これを付け加える格好で対外公表したいというのが、この議案である。案件については以上である。

須田委員

一点だけ宜しいか。5.の「決定した」に関しては、これは、賛成云々とかは、いらぬのか。

雨宮理事

もし票が分かれた時には、また欄外で。

須田委員

それでは、もう皆……。

雨宮理事

分かれた時にはである。

櫛田企画局長

同じであればいらぬ。

須田委員

一応、前の方は、賛成、反対と書いてある。決定する案件であれば書くのかと思ったが、そうではないのか。

雨宮理事

実は、調節方針については必ず書く。その他の案件については、票が分かれた時に書くという仕方、大体やっている。

須田委員

了解した。

白川議長

この「日本銀行」という文章があって、次は「別紙」と右上に書いてある。次に「別添」があって、今度はカッコ付きの「別紙」がある。この二番目の「(別紙)」がちょっとこれで良いのかなと思う。スマートではないというか。

楢田企画局長

これについては、我々もこれで良いのかということを検討したうえで、形上はこれで良いということで書かせて頂いている。

白川議長

了解した。

野田委員

「別紙」の別紙が、「別添」なのだな。「(別紙)」というのものもある。

雨宮理事

「別添」の中で「別紙」とリファーしてしまっているので「(別紙)」とした。

白川議長

了解した。

雨宮理事

実際に、我々が色々ご説明に行く時は、最後から二枚目の「別添」を取った紙で回ることになる。これとセットになるのが一番最後の「(別紙)」で

ある。

白川議長

成長基盤強化支援も含めて、皆さんご意見はないか。ないようであれば、最終案が纏まったので、最初に金融市場調節方針、続いて「『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』の制定等に関する件」、最後に対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府出席者の方には一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針についての採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

次に、「『成長基盤強化を支援するための資金供給基本要領』の制定等に関する件」の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

いずれの案件も、全員一致であった。

VII. 議事要旨（5月10日、5月20～21日開催分）及び2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日等の承認

白川議長

次に、5月10日及び5月20、21日開催の決定会合の議事要旨、並びに2010年7月から2011年6月の金融政策決定会合の開催予定日等について、一括してお諮りをする。お手許に配付している議事要旨案、及び日程案について、ご異議はないか。

ないようであれば、採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

須田審議委員

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。いずれの案件についても、賛成8、全員一致である。

白川議長

議事要旨、及び日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨につい



ては、18日金曜日8時50分に对外公表する予定である。また、日程については本日の会合終了後、速やかに公表することとする。

## VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、7月14、15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、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時56分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時56分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時51分閉会)

以 上