

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2010年4月30日（9:00～13:13）

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 野田佳彦 財務副大臣

内閣府 津村啓介 内閣府大臣政務官

（執行部からの報告者）

理事

堀井昭成

理事

井戸清人

理事

中曾 宏

企画局長

雨宮正佳

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

企画局審議役

吉岡伸泰（11:46～13:13）

企画局企画役

中村康治

企画局企画役

中嶋基晴

I. 開会

(9時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行である。最初に金融経済情勢に関する執行部の報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポート基本的見解の取り纏めと採決、最後に4月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは野田佳彦副大臣である。内閣府から津村啓介大臣政務官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。なお情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后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。今回もそのような運びとしたいと思うので宜しくお願いする。

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。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお本日は、展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思うので、執行部は前回の会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いします。

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

それでは、金融調節と金融・為替市場動向からお願いします。

外山金融市場局長

まず金融調節の運営実績について申し上げる。図表 1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.089～0.097%と概ね誘導目標水準近傍で推移した。もっとも、レートは一貫して 0.1%を下回っている。これは 3 月下旬以降、財政資金の流入で潤沢な資金を抱えた地銀がコール市場での調達を見送っていることから、相対的にシェアの高まった都銀の調達レートが平均レートを押し下げているためである。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。図表 1-2、日銀当座預金の保有状況であるが、3 月末までの早い積み進捗にもかかわらず、4 月に入ってメガバンクが急ブレーキを踏んだことから、3 月積み期については都銀全体の超過準備は小幅にとどまった。一方、地銀は流入した財政資金を放出し切れなかったことから、超過準備額が大幅に増加した。4 月積み期入り後は、地銀に加え、円転が効くタイミングで海外拠点からの回金を受けた外銀がさらに大きな超過準備額を抱えているが、都銀はほぼ平準化された積みベースを維持している。図表 1-3 で GC レポ・レートのスポネ物をご覧頂くと、0.115～0.140%とやや高めレンジで推移した。積み最終日にかけて都銀が先日付での資金放出に慎重になったこと、さらに一部都銀がレポ市場での資金放出はレート目線が合わないリスクが高いとして、国庫短期証券の運用に軸を移しつつあることといったことが背景にある。

図表 1-6 で最近のオペの結果である。市場機能の維持に配慮しつつ、潤沢に資金を供給する姿勢に変化はない。固定金利方式オペをはじめ、長めの資金を軸に供給する一方、資金偏在は市場での調整に極力委ね、両者のバランスをとっている。4 月入り以降、それまでの資金供給の期落ちが続いたことや 15 日の年金定時払いで財政の払いが一服し、20 日以降は資金不足期へと転じたこともあって、1 週間程度の金利入札方式の共通担保オペもほぼ毎日オファーできるようになっている。しかしながら、企業金融支援特別オペ、CP 等買現先オペが順次期落ちを迎えていることとも相俟って、オペによる資金供給先の業態シェアが変化していて、これがそれ

ぞれの業態の所要準備の水準にも影響することによって、資金偏在の解消がやや円滑さを欠く結果を招いている。すなわち、固定金利方式の共通担保オペは適格担保を有している限り、補完当座預金付利と同じレートで資金を確保できるということで、幅広い業態からの応札がみられてきたが、その分、これまで金利入札方式の共通担保オペや企業金融支援特別オペ、CP等買現先オペでシェアの高かった都銀、邦証、外証、短資が割り負けする結果となっている。これによって、必要な流動性需要を満たせない邦証、外証、短資といったところが、やや高めのレートでレポ市場での調達や国債買現先、金利入札方式の共通担保オペへの応札を余儀なくされているとか、市場に出し返しきれない地銀等で超過準備が増加し、本行の潤沢な資金供給の効果が減殺されているといった指摘もある。固定金利方式の共通担保オペはロール・オーバー分と追加分をそれぞれ毎週オファーしているが、これまでに計 14.4 兆円を供給した。前回決定会合以降のオペでは、応札倍率は 7 倍以上確保していたが、4 月 26 日、27 日オファー分については、それぞれ 6 倍強、6 倍弱まで低下した。運用難から資金使途を見出せない信託、地銀、外銀といったところが応札を見送り出したためである。国債買現先オペは、日々、1 週間物を中心に 6,000 億円オファーした。CP等買現先オペはオファーを見送っている。この結果、4 月 28 日に期日が到来した分をもって残高はゼロとなった。市場では本行がオファーを見送り始めた当座は、ある程度オファーが残るという期待もあったが、4 月 12 日に 3 月決定会合の議事要旨が公表され、CP等現先について平時の運用に戻していくことが適当との執行部説明が明らかになると、そうした期待は大きく後退した。

次に、マーケットの状況である。図表 2-1 まで進んで頂きたい。短期金利であるが、特に T I B O R が——ここでは国内円 T I B O R を提示しているが——、3 月 30 日以降、16 営業日連続で低下した。低下幅は約 4bp になる。ユーロ円レート、短国レートは低位で横這いといったところである。図表 2-2、(2) CP発行レート (3 か月物) の推移をご覧頂きたい。グラフではやや分かりにくいですが、同一銘柄で比較すると、CP等買現先オ

ペ見送りをきっかけとして、先月末以降 1~2bp 程度の上昇をみている。格付けの低い物ほど上昇幅が大きくなっているが、a-1+格の電力会社でも 3 か月物で 0.12%台半ばでの発行となっていて、官民逆転はほぼ解消されている。これによって、投資家の購入意欲が戻ってきている一方で、引き受け業者のファンディングに支障は出ていないといった声も聞かれている。図表 2-3、主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをご覧頂くと、ドルLIBORがやや上昇しているのが目立つ。この背景としては、SFP増額やGSEのバイアウトといった短期金利全般の上昇要因に加えて、ゴールドマン・サックス訴追による金融機関のカウンターパーティ・リスク、さらには足許では欧州ソブリン危機を受けたリスク回避的な動きも言及されている。もっとも、一時、流動性の逼迫懸念も台頭していたが、これは足許では若干後退している。また、為替スワップ市場についてみると、このところ欧州銀行の海外拠点でドルやユーロの資金が逼迫し、円投でドルやユーロを調達する動きが出ていて、こういったことで再び円転地合いに振れやすくなっている。図表 2-4 の (2) と (3) で円LIBORとドルLIBORを比較しているが、申し上げたようにドルLIBORが上昇していて、3 か月物で足許 0.34438%まで上昇している。これを受けて両者の差は拡大している。図表 2-6 で長期金利である。まず、米国ではFedによる利上げ期待の剥落に加え、4 月上旬の入札が好調だったこと、さらに足許ではギリシャやポルトガルの格下げでリスク・オフが強まったことで低下した。日本では、これら海外要因に加え、株価頭打ち、期初の買入れ、財政規律への期待の芽生えといった固有の要因も手伝って、レートが低下した。図表 2-7 で欧州各国の長期金利とソブリンCDSプレミアムの推移をご覧頂くと、ギリシャやポルトガル等の対ドイツ国債スプレッドが急拡大する一方、図表 2-6 に戻って頂いて、ドイツ国債については逃避買いの動きもあって金利が低下した。ただし、28 日のドイツ財務大臣、IMF専務理事、それから昨日の欧州委員会委員長等の声明を受けて、昨日は 1,000 億~1,200 億ユーロのプログラムが週内にも纏まるといった見方が広がり、スプレッドは縮小した。この間、イタリ

アが 77 億ユーロの起債を支障なく実行できたことやポルトガルが 10 億ユーロの国債買戻しを実行したことも好感された。図表 2-10 まで進んで頂いて、社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、タイト化の流れが加速しており、特に低格付け銘柄での縮減幅が大きくなっている。余剰資金を抱える投資家が選別的にはあるが、B B B 格社債の購入にも積極的に乗り出していて、A 格も含め高格付け銘柄では過熱の様相さえ呈している。一方、ギリシャのサムライ債、ユーロ円債は 2 千数百億円あり、本邦クレジット市場への影響は免れないとの見方も出ている。

図表 2-12 で株式市場であるが、米国では良好な経済指標、予想を上回る企業決算、F e d の低金利政策が持続するとの見方等から上昇した。ギリシャ、ポルトガルの格下げを受けて、27 日には一旦急落したが、その後、好決算等を受けて値を戻している。我が国の株価は為替につれた動きになり、一旦回復したが、28 日の段階では、ギリシャやポルトガルの格下げを受けて下落した。欧州株も昨日以降反転していて、中でもギリシャ株式——とりわけギリシャの銀行株——は大きく買い戻された。

図表 2-14 で為替市場であるが、ドル／円は、米金利低下や人民元切り上げを巡る思惑を受けて軟調な展開が続いた後、欧州ソブリン危機を巡るニュースに日々振れる展開となった。足許は 94 円前後で推移している。ユーロ／ドルは、ギリシャ情勢を巡り神経質な動きとなり、足許は 1.32 ドル台半ばで推移している。

図表 2-17 のエマージング、コモディティ市場であるが、総じて横這い圏内で推移したが、足許ギリシャ、ポルトガルの格下げ等々、リスク・オフあるいはその戻しといった流れの中で推移している。図表 2-18、前回の人民元切り上げ前後における円とアジア通貨相場の推移である。この時、2005 年であるが、円は一時的に買われたが、その後減価トレンドに回帰している。一方、韓国、台湾、タイ、シンガポール、マレーシアの通貨はほぼ 1 年程度増価を続けた。韓国、台湾、タイについては変動相場制であるが、自国通貨高への抵抗が強い通貨である。シンガポール、マレーシアはバスケット方式での管理フロート制を採用している通貨である。近い将

来、仮に人民元が切り上げられた場合、それが円の実効為替相場にどのような影響を与えるかは、切り上げの結果、景気減速懸念が強まるか、逆に景気拡大の持続性への期待が高まるかに依存するほか、アジア通貨が増価に抵抗する姿勢をみせるかにもかかっていると整理できる。

最後に、ギリシャのソブリン・リスクを巡る問題であるが、リスク回避姿勢の強まりを通じ、為替市場や株式市場に直ちに伝播したが、その他に為替スワップ市場にも欧州銀行の円投活発化という形で波及がみられている。さらには、クレジット市場への影響を懸念する声も出始めている。しかし、現時点では、短期円市場において、欧州銀行のカウンターパーティ・リスクがこれまで以上に警戒されているという証跡はみられていない。また国債市場についても、他山の石とすべきとの論調は高まってはいるが、金利はむしろ低下しており、直接の影響は現れていない。私からの報告は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

短期金融市場の話であるが、資金偏在は4月下旬になって少し落ち着いたのか。短期のオペレーションを連日やっているな。前回もご説明頂いたように記憶しているが、その先——5月、6月と——をみた時に、少し厳しくなるのか。

外山金融市場局長

6月の下旬になると、年金の定時払いと国債の償還が重なって資金余剰期に入るので、そこではある程度タイトになっていくことが予想されるが、それまでは資金不足期が続き、我々から潤沢に資金を供給できるという時期になるので、それまでには落ち着いてくるのではないかと期待している。

須田委員

ギリシャについての見通しであるが、それほどはっきりしていないというようなトーンでお話しされたと思う。より長い目で見た時の問題としては、どの程度大きな問題というように考えておけば良いか。

外山金融市場局長

これからどのような展開を辿るかに依存する。現在、ギリシャの問題が幾つかのヨーロッパ周辺国に飛び火をしつつある状況と思うが、これがより中核的な欧州の財政状況の悪い国にも飛び火するようになると、欧州を越えて、ソブリン・リスク全般に対する警戒がマーケットに広がるということが一つあるかと思う。それから、欧州内でギリシャ、スペイン、ポルトガル等への与信が多い銀行に対してカウンターパーティ・リスクがより意識されるようになると、足許でも為替スワップ市場に一定の影響が出ていると申し上げたが、国内円市場においてもこうした銀行に対するクレジットが供与されにくくなるといったリスクにも注意をしていかなければならないと思っている。

白川議長

他にご質問はないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済・国際金融の現状についてご報告申し上げます。国際局、資料－3、「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】というのをご覧頂きたい。図表1、まず米国であるが、1. 米国GDPの第1四半期がブランクになっている。この1～3月の数字は、日本時間

の本日夜公表の予定である。直近の市場の予想では、前期比年率+3.3%位ということである。10~12月の+5.6%から減速するものの、米国の潜在成長率を上回るペースで回復するという見通しになっている。個人消費については、小売売上高が様々な業態で3月まで緩やかな増加を続けている。一方、住宅については、4月末までの契約を条件とした減税措置がある。これによって、少し駆け込みが入っている。そのため、着工、販売は増加している。しかしながら、水準としては、低水準域内を脱していない。差し押さえ物件の流入もあって、中古の在庫水準は、高止まっている。こうした需給環境のもとでは、価格——これまで大幅に低下した9. ケース・シラー——は横這い圏内の動きとなっているが、FHFA等他の指数をみると、緩やかな低下ということである。米国において、住宅市場を起点とする下振れリスクは、依然注意が必要という状況である。機械投資の動向を示す10. 非国防資本財受注は、低水準ながら持ち直し傾向を続けている。さらに、輸出の増加もあり、13. 鉱工業生産は緩やかに増加をしている。物価面で、16. コアCPIは引き続き減速している。+1.3%から3月+1.1%である。内訳をみると、家賃の伸び低下が目立つほか、他の品目でも伸びが低下している。以上、米国である。

図表2-1、ユーロである。ユーロについては、輸出が好調である。2. 輸出、それから3. PMIの輸出受注にみられるように、増加傾向が足許まで続いている。一方、内需、特に6. 小売売上数量、7. 新車登録台数に窺えるように、消費は弱めの動きを続けている。9. 鉱工業生産や10. PMIは、輸出主導で生産が増加を続けていることを示しているが、今後の景気展開を考えるうえでは、これらが内需に波及していくかどうか、引き続き重要な鍵を占める。この点、欧州においては、第一に、時短補助による保蔵された余剰雇用が依然として存在すること、その結果でもあるが、二番目に、失業率が高い。さらには、ECBの中小企業サーベイから窺えるように、企業金融の厳しさといったこともある。さらには、財政問題を抱えた国における調整の深刻さなど不安材料が幾つもある。そういったものを勘案した場合、欧州において外需から内需への波及には相応の時間が

かかるとみておくべきと考えている。このように財市場の需給が緩んだ状況が続くもとで、物価面については、デフインフレ圧力が引き続き懸念される状況にある。12. 消費者物価、3月のコアCPIは+0.8%から+0.9%と、プラス幅が0.1%ポイント拡大しているが、こちらの方は、今年のイースター休暇が3月下旬にかかったことから宿泊代、航空運賃上昇の影響が前年比ベースの上昇として出ている。このため、4月以降、こういう要因は剥落するとみている。

図表2-2、英国経済に移らせて頂く。1. 実質GDPの1~3月は+0.8%、2期連続のプラス成長となっている。現時点では、産業別の内訳のみ公表となるが、ポンド安による輸出増加を受けた鉱工業が増加している。その一方で、悪天候、それからVATの年初の引き上げを受けたサービス業は伸びが縮小し、建設も減少が続いている。こうした輸出、生産の増加と、内需の弱さといったコントラストは、下の個別指標からも確認できる。物価情勢については9. CPI、総合ベースでは、2月+3.0%から3月+3.4%と、ガソリン価格の上昇を受けて伸びは拡大しているが、コアベースについてみるとほぼ前月並みの数字になっている。英国は以上である。

図表3-1、新興国であるが、中国について指標が出揃った。1~3月のGDPは前年比で+11.9%、人民銀行推計の季節調整済みでは年率は+12.2%、大変高い成長が続いている。また、3月までの個別指標をみても、小売売上高が高めの伸びを続けているし、固定資産投資、それから公共投資は若干減速していても、全体としては非常に高い伸びを維持している。輸出は、3月単月では、前月の旧正月に伴う減産によって供給が絞られた影響で多少弱めの動きとなったが、1~3月を均してみれば、増加が続いている。このように需要が高い伸びを続けるもとで、CPIは依然+2%台半ばと——+2.7%から+2.4%に若干下がっているが、これは例年の旧正月に伴う値上がり要因で、少し凸凹しているが——、趨勢的には高い伸びとみておいた方が良いと思う。そういった中で、不動産市場の過熱傾向も依然続いている。中国政府による過熱抑制策が不可欠な状況に変わりはない。この点、貸出残高をみると、高い伸びではあるが減速してい

る。銀行の貸出増加額も縮小しているという情報は入っているが、政府の貸出抑制策の効果は、それなりに現れているとみて宜しいかと思うが、中国政府は引き続き住宅価格抑制策を追加的に打ち出している状況である。こうした中で、引締め策の効果、それから為替政策を含む中国政府の政策スタンスについて、引き続き注意を要する状況であると言える。

他のアジア諸国をみたいと思う。インドについては、2. 鉱工業生産が増加傾向を辿っている中、4. 卸売物価が高い伸びを続けている。6. 貸出も足許伸びが高まっている。そうした中で、ご承知のとおり、インド準銀が2か月連続の利上げに踏み切っている。また、図表 3-2、NIEs、ASEANについては韓国の第1四半期のGDPが+7.5%と高い伸び、さらにシンガポールが多少凸凹しているが、1~3月が年率でなんと+32%という伸びである。足許の個別指標をみても、輸出、生産は、IT需要の拡大に牽引されつつ、高めの伸びを続け、内需関連も堅調に推移している。アジア経済においては、今のところ好循環が改めて確認されている。

海外の金融関連では、一番最後の頁、図表 6 としてギリシャ関係の資料を付けている。金融市場局長からも説明があったので、極くポイントだけ申し上げる。市場においては、ギリシャ危機とその域内の影響を巡って神経質な地合いが続いている。ギリシャでは、ソブリン・リスクがさらに高まっているほか、(3) 銀行の株価下落、それから (4) CDSのスプレッド急拡大がみられるなど、銀行経営に対する懸念も高まっている。さらに、他のPIIGS、特にポルトガルのCDSスプレッドも急上昇をするなど、財政赤字問題の広範化の兆しも窺われるようになっている。いつこの問題自体が収束に向かうか、視界は極めて不良の状況である。(5) のイベントのところを書いてあるが、次の山は5月19日で、ギリシャ国債の償還81億ユーロが控えている。IMF、EUのプログラムについては「来週はない」というように言っているが、ここが一つの大きな山ではあるが、この山を乗り越えても、その後も相当厳しい状況が続くとみておくべきと考えている。

最後に一言だけ、リスク面を整理させて頂きたい。これまでと同様に、

第一に、米欧先進国については、バランスシート問題による下振れリスクを伴うということであるが、そういった中において、米国と欧州との間の格差が明らかになりつつあるとみられる。特に、財政赤字問題を抱えたP I I G Sの下振れリスクとその域内への波及リスクの高まりには、細心の注意を要する。他方、新興国については、インドの連続利上げ、シンガポールの引締め方向への為替政策の変更、さらにはブラジルの金利引き上げ、こういった緩和政策の修正に向けた動きが引き続きみられている。しかしながら、海外からの資本流入が続く中、依然、短期的に景気が過熱するリスクに晒されていることには十分注意していきたいと思う。国際局からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

米国の住宅なのだが、4月の住宅減税の期限切れを前にした駆け込みから、様々な指標が振れている。一応下げ止まっている感じはするが、低迷を続けている。今後、追加の財政支援策など、この住宅問題について、米国はどのように支援しようとしているのか。あるいは、財政状況も厳しいので何もしないのか。

大野国際局長

減税政策については、おっしゃるとおり、当初の期限が今年の11月だったものが契約ベースで今年の4月に延長され打ち切られる。ただし、その間にも政府としては、HAMPであるとか、いわゆる住宅借入者に対する猶予みたいなスキームを何段階かにおいて実行している。住宅市場の状況次第では、またそういった施策が出てくる可能性はあると思う。その背景には、いわゆる猶予した中に、潜在的な貸し倒れ、差し押さえ、こういった圧力が中古市場において非常に高まっているということがある。そう

いった予備軍が数百万戸、非常に大きい場合には 600 万戸位あるのではないかという推計もあるので、各種の猶予措置が講じられたとしても、それはやはり時間を追って在庫が高止まる、さらに高まるという要因として懸念される。このため、米国の住宅市場については、暫く——今年から来年にかけて——この問題が尾を引き続けると思う。

野田委員

F e d の証券買入れの停止で、モーゲージ金利が少し上昇したという情報があったが、これは色々な政府の促進を打ち消すような形で働いているのか。そこまでのショックは今のところないか。

大野国際局長

まず、F e d の M B S の買入れ停止について、M B S のマーケットは非常にソフトランドしたと思う。直後で 20bp 程度、事前の予想では 40bp とか言っていた訳であるから、それ自体まずは良かった。ただし、モーゲージの方は、やはり住宅市場の需給であるとか、貸し倒れに対するクレジット・リスクが引き続き高いといったことで、M B S の買入れ停止に伴って、M B S のマーケット自体は非常に緩やかな上昇しかなかったが、その代わり貸出の方は——モーゲージ金利の方は——、さらにもう少し高くなるという状況ではないかと思う。

須田委員

景気後退が今年の半ばで底を迎えたかどうかについて N B E R が判断を延期した理由として、一つは、二番底がこれからまだ起こるかもしれないこと、それからデータがどう改訂されるかが分からないこと、を挙げたという記述があった。その二番底について、これから先、米国経済が今年の半ばより景気が悪化していくことをどの程度本気に考えていると思われるか。

大野国際局長

報告の最後に一言申し上げたが、今、先進国の経済の中で順番を敢えて付けるとすれば、やはり米国が相対的に健闘していて、恐らく日本が次、欧州がさらに相当厳しい状況であると思う。ここから先の米国経済をみた場合には、一頃言われたようなダブル・ディップというか、二番底のリスクは半年前に比べれば少なくなったと言って宜しいかと思う。その中で、米国の足を引っ張るとすると、やはり住宅にどれだけ調整の時間がかかるかというダウンサイドのリスクがあるのではないかと思う。先程の判断の話については、詳細までは承知していないが、去年の半ばとか去年の終わりのところで底を打ったと判断するかと言えば、それはやはりもう少し後かもしれないということではないかと思う。先行きについては、断定的には言えないが、この1~3月とか4~6月が米国に関しては——他の欧州であるとか、エマージング諸国の状況が急変しない限りは——、ワーストタイム・イズ・ビハインドであるという感覚を多くの人達が持っているのではないかと思う。

堀井理事

米国経済自体だと、今、大野国際局長が申し上げたが、これは本席でも何回となく議論されているとおり、大きな調整圧力が残っている。その中で、今回のギリシャ問題もまさに典型的に起こっている訳である。先程、金融市場局長から話があったように、取り敢えず木曜日の市場では、一安心という状況になってはいるが、元々かなり大きな財政赤字削減をしなければいけない、しかも、ヨーロッパ全体として他の国にもやはり財政赤字の問題がある中で、それに倍して削減しなければならないとなると、当然、政治的にも難しいことである。また、それだけでは済まないということで、他の国からの支援——別に贈与ではないが——、一時の調整資金として、EUが2/3、IMFが1/3を出すという資金供与のためのプログラム策定が今されていて、特にドイツでは、関係者が与野党の政治家に対して説得工作をしている状況にある。それで、取り敢えず来週にかけて、パッケー

ジができると期待している訳であるが、この過程でご承知のように、水曜日に——これも金融市場局長から今あったが——1,000~1,200 億ドルの数字が出たものだから、逆に、これを下回るということになると、最悪の場合、失望感が広がる。そして、それが他の国に波及する。仮に、これがポルトガル、スペイン、場合によってイタリアなどに波及していけば、当然、そこでとどまらないで、リスク資産のプライシングの見直し、リプライシングが全面的に起こるリスクもある。勿論、その確率は然程大きいとは思っていないが、そうした危険な状態を内包しながら、米国にせよ、それからヨーロッパにしても、先程PMIの数字を申し上げたが、良い数字が出てきているということかと思う。

亀崎委員

昨日のFOMCで「Labor market is beginning to improve.」と。確かに直近をみるとそうみえるが、しかし、この「improve」というのは、相当時間がかかるのではないかと思う。一方、失業率は9.7%の高止まりで、長期失業——27週以上——が4%以上と過去例のない位高い。これは簡単には改善されていかないということを考えると、それにもかかわらず、米国のGDP——2010年が+2.5~+3.5%——が強いのは少し理解しにくいところがある。

大野国際局長

おっしゃるとおりだと思う。ただ、3、4か月前と比べた場合のグッド・ニュースとしても、委員がおっしゃるように、失業率の回復であるとか、労働市場の改善は時間がかかると思う。時間はかかると思うが、取り敢えず少し底は打ったというプラスのポジティブな数字が出てきたのは、非常にグッド・ニュースだと思う。そういう意味では、安心感がじわじわと漂って、消費についてもムード的なもの——これからどんどんまだカットされるのではなく、取り敢えずは少しずつでも反転していくのではないか——に消費者のマインドが向かってくるというのが一つ。それからもう一つは、

やはり外需で米国経済の+3%前後という今の予測が上方修正されている。その中には、純輸出のマイナス寄与の減少、つまり輸出が少し引っ張ってくれるという部分がある。これは、一重にエマージング諸国の追い風が米国に対しても背中を押しているということである。その辺をみれば、+2.5～+3%位はあながち達成不可能ではないとみて宜しいかと思う。

堀井理事

株価が上がってきている。その裏には、企業収益が上がってきて、さらに上がるだろうという見通しのもとで、資産効果が消費にもそれなりに出始めているということだと思う。であるから、なおさら先程も少し申し上げたが、広範リスクとリウワードの関係のリプライシングが始まると、細々とこの経路で上がってきている景気回復の芽を折らないかという懸念があるということではないかと思う。

須田委員

雇用について、地方政府が厳しいので、教師を多ければ30万人位カットするというような話も出ていた。やはり地方政府が米国経済に与えるマイナスの影響は色々な面でかなりあると考えておいた方が良いのか。

大野国際局長

そうである。雇用の面もそうであるし、財政支出の面からみても、地方政府の状況が厳しいということは、これはやはり決して無視し得ない問題であるとみておいた方が良いと思う。

宮尾委員

アジア新興国の景気過熱リスクに関して、それに関連する資本流入の動向の現状について教えて頂けないか。資料をみると、例えば、ソブリン債への投資は、去年の秋から順調に拡大して行って、資本流入が続いている状況かと思う。流入の状況、あるいは逆に流出した場合のリスクなど、何

か留意すべき点があれば、教えて頂きたい。

大野国際局長

昨年のドバイ・ショック以降、一旦リスク・アペタイトが慎重化して、それから回復する過程における一つの大きなキーワードは、選別的なリスク・アペタイトの回復——弱いところが狙われる——である。それはどこかと言うと、11月の場合はドバイだったが、その後はご承知のとおり、欧州ギリシャのソブリン・リスクになった。その反射効果として、どこに向かっているかと言った場合、第一にはアジアのエマージング諸国であるし、アジアだけではなく、資源国、オーストラリア、そしてブラジル、南米、こういったところに向けて資本の流入というか、選好が続いていると思う。そういった中で、一部の主要国は金融政策等のノーマライゼーションを進めている訳で、現段階においては、さらにそういったものが、例えば昨日のブラジルであるが、利上げをすると、為替もそれから株も上がるという形で、さらに好循環的に資本が流入している。資本の流入を受けている国々は、それこそアジア通貨危機であるとか、その後の色々な歴史的な教訓からみて、あまり入ってくるのは怖いという感じはあると思う。それは、今後直ぐということはないと思うが、米国や先進国の景気が次第にしっかりと復調してきて、その中でノーマライゼーションが進んでいくことになる、その時期に今度は流出するという危険がある訳である。今の状況だと、エマージング諸国の方がむしろ堅調であって、米国や特に欧州は非常に先行きが暗いということであれば、短期的にみた資本の流れ、選別の対象先としてのアジアをはじめとしたエマージング諸国の流れは多分変わらないと思う。次にあるとすると、中国であるとか、アジアのエマージング諸国がやはり景気が過熱し過ぎて、そういった中で、バブル・アンド・バーストみたいな動きが出てきた時に、大きな揺り戻しが出てくるリスクも一定程度あるとみておいた方が良いと思う。大雑把には、そういう感じである。

須田委員

今のことにに関して、国際局の資料によると、足許、エマージングの債券ファンドに凄く資金が入っているが、これは加速しているということか。

大野国際局長

加速している。対象先については、これはアネクドタルな話しか分からないが、今は取り敢えずソブリンというか、国債である。そちらの方に行っている感じがある。それで、勿論、高金利通貨、オーストラリア、それから最近やはりブラジルに対して相当向かっている。こういう動きがそのまま続いていくと、次は株であるとか、そういったところにいく可能性がある。噂によれば、日本においても某証券会社が月末にかけてそういうソブリンのファンドを沢山考えているという話もあるので、まずは高金利・資源国の国債から入って、次に民間の債務を物色するという動きが、足許の1、2か月の間に相当高まりつつあると思う。それはやはり先進国というか、欧州における先進国のソブリン・リスクの高まりの一つの裏側の動きとみられるかもしれない。

中村委員

商品についても同じような動きか。油とか。

大野国際局長

商品の方は、一頃に比べると、物凄い過剰な流動性のもとで、投機的な資金が行くというより、もう少し落ち着いていて、特にオイルもそうだし、貴金属についても、趨勢的にかなり流れている感じはあるが、一方的に投機的資金がコモディティに向かっているというほどにはまだ至っていないと思う。むしろ、全体的なリスク・アペタイトが物凄く増えているというより、限られた穏やかなリスク・アペタイトの回復の中で、選別色を強めている、そういう動きという気がしている。

白川議長

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

事前にお配りしている資料－4の参考計表からご説明したいと思う。図表5、実質輸出であるが、3月も増加している。前月比+2.8%となり、これで昨年の3月から13か月連続で増加している。1～3月の前期比は+5.2%になっている。伸び率は徐々に減速してきているが、それでも+5.2%は高い伸び率である。むしろ意外に減速しなかったというのが1～3月の状況であったかと思う。ただし、地域別のコントラストははっきりしてきた。米国向けとEU向けは減少に転じている。振れの部分もありそうだが、基調的にみても、自動車関連が10～12月辺りから伸びなくなってきた。在庫復元の力と政策効果が剥落してきて、最終需要の回復ペースの鈍さが表面化しつつあるということかと思う。他方で、東アジア向けは今のところ勢いが全く衰えていない。その他向けも一部便宜置籍船の影響もあるが、3～4四半期連続で1割前後の伸びとなっている。このように1～3月の輸出は、全体として新興国・資源国の強さを背景に、3か月前の予想よりもしっかりと増加したと言って良いかと思う。ただし、足許の新興国・資源国の需要拡大のペースは、持続可能なペースを上回っていると思うので、4～6月以降の輸出は伸び率がもう少し減速すると考えている。しかし、それでも輸出の増加自体は続いていくと考えている。輸出は以上である。

図表13、設備投資関連の機械受注である。1月、2月と2か月連続で減少している。ただし、これは12月の大幅増加の反動であるので特に問題はない。1～2月の前期比だと+1.5%の増加で、2四半期連続の増加であ

る。携帯電話が入っているが、除くともっと増加が鮮明であり、機械受注は持ち直し過程に入っていると判断して良いかと思う。設備投資関連ではもう一つ、図表 16、日本政策金融公庫の中小企業の設備投資実施企業割合をみると、全産業では、中小企業でもどうやら底を打ったとみて良さそうである。設備投資は以上である。雇用・家計関連もこの資料では割愛する。

図表 31、国内企業物価である。3 か月前比の 3 月は+0.4%で、3 か月連続でプラスになっている。為替・海外市況連動型、すなわち国際商品市況の影響を受けやすい部分に加えて、鉄鋼・建材関連も鉄・スクラップの上昇を反映してプラスになってきている。この後、4 月も概ね同様の品目を中心に 3 月と同じ位のプラスになると予想している。図表 33、企業向けサービス価格指数であるが、前年比の月次グラフでは、3 月は前年比-1.3%で、引き続きかなりのマイナスではあるが、マイナス幅は徐々に縮小傾向に向かいつつあるようにみえる。特に広告のマイナス幅が一頃に比べて小さくなってきている。ヒアリング情報でも企業の広告出稿姿勢が多少は上向いてきているようである。収益の回復を反映して、企業の節約志向が幾分和らいできているということかと思う。この後、4 月はがちりした予測はないが、前年比で-1%位、場合によっては-1%を若干切るくらいまでマイナス幅がさらに縮小するという感触である。

次に、追加資料の鉱工業生産指数である。生産は 3 月の速報が本日出ており、前月比で+0.3%であった。市場の予想が+0.7~+0.8%の増加であったので、若干弱かった。ただし、4 月の予測指数が+3.7%でかなり強い。5 月は若干マイナス——-0.3%——であるが、四半期ベースで見ると、第 1 四半期が+6.7%の増加の後、第 2 四半期も、6 月が横這いという前提で、+3.5%の増加になっている。第 1 四半期の+6.7%は、数か月前の想定対比でかなりの上振れであり、この上振れの中には実態的にアジア向け輸出の好調等を反映して上振れたという部分と、4 月 15 日の年間補正、季調替えによって統計上上振れているという両方の面がある。このうち、前者の実態的な上振れ分については、2 月分まで出ていた前回会

合時点で大分明らかであった。本日の3月のデータは、その前回合時点からみて、さらに追加的に上振れているという感じはない。まだ詳しく分析できていないが、ポジティブ・サプライズというほどのことではなかった。4～6月については、我々の見通しではもう少し数字は低いが、これも6月如何ということで、もう少し様子を見たいと考えている。基本的には4～6月については、自動車国内販売の減少を中心に減産になっていくというのが現段階の見通しである。従って、生産は増加基調を続けていくが、4～6月は若干ペースが鈍化する、場合によってはかなり鈍化する可能性が残っているとみている。生産は以上である。

次に、図表2、雇用関連である。有効求人倍率は、3月は0.49倍と、前月対比で+0.02倍上昇している。労働力調査は、雇用者数の前年比が3月は+0.3%でプラスに転化している。振れが大きい数字であり、数か月単位で結構振れるので、これでプラス基調が定着していくとまではみられないが、久方振りのプラスになっており、一つのグッド・ニュースである。一方で、失業率の方は、5.0%で若干の上昇ではあるが、5.0%内外のところで概ねこの2～3か月は安定しているとみて良いと思う。高止まっているが安定している、という言い方もできると思う。毎月勤労統計については、これは後程出るので、もしもサプライジングなデータが出れば、ご報告させて頂くかもしれない。

次に、図表3、個人消費であるが、本日出たのが、家計調査報告である。この中で、GDP統計に使われる部分に最も対応しているのが消費水準指数（実質・除く住居等）であるが、3月は前月比+4.7%でかなり増加した。1～2月の段階ではGDP統計は少し弱くなるかという感じもしたが、3月が出て、1～3月で+0.4%の増加、総じてしっかりしている。商業販売統計であるが、全国百貨店売上高が1～3月は+1.2%でプラスに転化しているし、全国スーパー売上高、コンビニエンスストア売上高もマイナスではあるが、マイナス幅が特にスーパーはかなり縮小してきている。個人消費全般に耐久消費財のみならず、薄く広く全般的に若干の明かりが射ってきているということかと思う。

最後に、図表 4、消費者物価である。除く生鮮食品の 3 月は前年比 -1.2% である。除く食料・エネルギーだと前年比 -1.1% であり、ともに 2 月と同じである。かつ我々の想定どおりであった。さらに東京 C P I 総合であるが、4 月は、除く生鮮食品で -1.9% 、除く食料・エネルギーで -1.4% と、いずれもマイナス幅が拡大している。ただ、ご案内のように、4 月から高校授業料が下がっている。この 4 月の東京 C P I 総合の除く生鮮食品に対する高校授業料の寄与は -0.37% ということが本日発表されている。約 0.4% ほど押し下げているので、実は東京の 4 月は、除く生鮮食品も、除く食料・エネルギーも、マイナス幅がある程度はつきりと縮小していると言えると思う。この中身は色々なものが縮小している。耐久消費財、被服、その他の財の諸々が 4 月はマイナス幅が縮小している。これらは全て全国と最近あまり合わないの、来月の全国がどうかということに占うには若干情報としてコンタミネーションがあるが、さは然りながら一つのグッド・ニュースかと思う。

総括すると、足許の景気は前回会合時点の評価と概ね整合的に展開していると思う。すなわち実体経済については、新興国の需要の強さを背景に 1 月の中間評価対比幾分上振れている。輸出・生産は順調に増加を続けているし、設備投資も先行き持ち直しに向かうという想定と整合的なデータが増えてきている。家計部門も昨年末頃までの冷え切った状態から、最近はほのかな温かみを帯びつつあるように思われる。新興国需要が足許までは持続可能なペースを超えて強かったと考えられるので、まだ予断を許さない。国内面でも設備や雇用の過剰はまだ大きいという点は意識しておく必要がある。しかしながら、自律回復力が徐々に強まっていくという展望は、3 か月前に比べれば幾分描きやすい状況になってきているとみて良いと思う。物価面についても、消費者物価のマイナス幅が縮小過程に入ったかどうかは、なお確証は得られていないが、本日出た東京 C P I 総合の 4 月をみる限り、その蓋然性は若干高まってきているとみて良いと思う。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

須田委員

物価について、4月はサービス価格が改訂されるが、その影響は東京ではどのように…。

門間調査統計局長

サービスの方は、あまり大きな変化はない。むしろマイナス幅が縮小したのは、財の方の耐久消費財や被服、その他の財であり、サービスはあまり大きく変わっていない。強いて言えば、外国パック旅行がプラス方向に動いているが、これは燃油サーチャージの影響である。だが、それだけで説明できないくらい改善しているので、実態的に旅行の価格も少し良くなっているのかと思う。外食辺りも微妙にであるが、マイナス幅が縮小している。一方で、家事関連サービスはマイナス幅が拡大しているなど、サービスは区々という感じである。

宮尾委員

雇用関連であるが、先程の労働力調査の雇用者数がプラスに転化したとの説明があったが、雇用者所得に関してはどうみたら良いのか。毎月勤労統計の名目賃金の動向と掛け算するということか。

門間調査統計局長

雇用者所得は、1～2月の段階でもマイナス幅はかなり縮小してきている。7～9月、10～12月が-3%から-4%であったものが、足許は-0%台まで縮小してきているので、かなりマイナス幅が小さくなってきていると言えると思う。プラスに転化したかどうかについては、まだ慎重にみておかなければならないと思っているが、一頃ほどの厳しさは和らいできているかと思う。

西村副総裁

労働力人口が増えたということは、かなり戻ってきたということか。

門間調査統計局長

取り敢えず、今月はそうなる。月々、数字が振れるので分からないが、恐らく失業率が多少上がったのもその影響があるのではないかと思う。

中村委員

企業向けサービス価格は足許前年比マイナスであるが、幅は随分改善された。要因として、今、広告のことを言われたが、サービス価格は人件費の動向にも影響を受けると言われるが、サービス価格全般についてはどのように考えれば良いか。

門間調査統計局長

サービスと賃金の関係というのは、四半期や月次では出ないので、2～3年、4～5年の景気循環の一サイクルが終わった段階で、少し下振れているとか上振れていると評価する話である。むしろ、足許は循環的にこれまでの非常に厳しかった企業のコスト・カットの姿勢が若干和らいできている。例えば、広告等も年度末で予算が若干余ったので、少し大目に出稿している等の話もある。逆に、去年は全くそういうことはなかった。それから、広告だけではなく、例えば去年の春位だと、ソフトウェアの受託開発が相当絞られていたが、今年は若干出てくる、ないしは去年ほど絞られていない。そういうソフトウェアの値段等も去年ほど下がっていないという声が聞かれている。

須田委員

3月に家電で一部政策効果で凄く販売が増えていたということがあったが、それが終わって、その反動は4月になって出ているのか。それともそ

ういうものはまだみえないのか。

門間調査統計局長

凄く大きな反動が出ているという感じではない。むしろ4月について聞かれているのは、悪天候要因であり、デパート等の衣料品が良くなかったというような話は聞かれている。それも昨年末位までのような非常に大きな落ち込みではなく、天候が悪かったので、この位は仕方がないという位の落ち込みであると聞かれている。それから生産の面からみても、4～5月の生産を合わせると、一応プラスになっている。例えば、その中で電子部品・デバイスについては、4月は若干マイナスであるが、そのマイナスは元々想定していたマイナスであり、5月はまた若干プラスになるということであるので、それほど大きな反動はないとみている。

白川議長

他にご質問はないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

雨宮企画局長

それでは、金融環境の現状評価について、事前にお配りしている資料-5の参考計表をご覧頂く。図表1、家計・企業のインフレ予想であるが、前回会合以降新しく出た数字は、左下、内閣府の消費動向調査に基づく1年後の予想インフレ率である。ご覧頂くと、一番右端は3月で0.4%であるので、ボトムが今年1月調査であったが、この0.1%から2月の0.3%、3月の0.4%と、少しずつであるが上がっている。

図表2、エコノミストの物価予想であるが、左側の(1)ESPフォーキャスト調査は4月が直近調査であるが、ご覧頂くとおり、2月、3月、4月

とほとんど変わっていない。その右側、コンセンサスフォーキャスト、これは半年に一度出る長期予想で、直近が4月調査である。ご覧頂くとおり、半年前の10月と比べると、3年平均、5年平均、10年平均ともに上方修正になっている。ただし、個別の数字を年ごとにみると、一部の調査機関に、具体的には2014年——4年後——に消費税引き上げを見込んでCPIを上げているところがどうもあるようなので、そうした特殊要因は少しディスカウントしてみる必要があると思う。そういう観点から、例えばこの調査機関の5年後のCPI予想値をみると、昨年10月調査が+0.7%、この4月調査は+0.7%で変わらずであったし、さらにその5年後から始まる5年間、いわばインプライド・フォワード予想のようなものをみると、昨年10月調査が+1.1%、今年4月も+1.1%であったので、この間やや大きく動いてはいるが、やや長めのインフレ予想は、わりと安定的という評価ができるように思われる。図表3の資金調達コストは、貸出約定平均金利がまだ出ていないので、全体のコメントはまた次回の決定会合で総括させて頂きたいと思う。一点だけ触れておくと、一番下のブロックの社債発行レート、先程、流通市場の状況は金融市場局長からご報告があったが、発行段階をご覧頂くと、AAA格のスプレッドが0.09%と、10bpを割っている。象徴的な話ではあるが、10bp割れというのは2006年4月以来であり、投資家の間で話題になっている。言ってみれば、量的緩和の末期に近いような緩和の状況になっていることが言えるように思われる。

民間部門の資金調達について、図表7、一番上の数字をご覧頂くと、企業部門を中心に資金需要の低下傾向がよりはっきりしており、3月は-2.5%になった。銀行部門、それからCP・社債を含めた直接市場調達部門の全てがマイナスの若干の拡大、あるいはプラスの縮小に寄与している。動きとしては、企業を中心とする資金需要の減退を反映しているということであろうと思う。ただし、資金調達環境は非常に——先程申し上げたスプレッド同様——良い環境が続いており、例えば社債の発行額であるが、お手許の資料は3月の4,030億円までであるが、これが4月の速報——27日まで——では8,420億円である。実は、メガバンクも相当社

債を発行しているので、それを入れると1兆2,000億円位になるので、社債市場は活況あるいは若干過熱の様相を呈している。ただし、今月はBBB格はなかった。全体として、前月は、社債発行については、新規発行と償還をネット・アウトしたネット・ベースでは、さすがに昨年後半からスピードは落ちているということであった。その判断を今変える必要はないと思っているが、4月は単月ではかなりの発行数になりそうである。

企業金融関連のアベイラビリティであるが、幾つかアンケート調査が出ている。図表11で、全体としてゆっくり着実に改善している姿が確認されている。金融機関の貸出態度を単月で見ると、日本公庫の中小企業の貸出態度が3月は14.2%ポイントとやや多めの改善であるし、その下の資金繰りDIも同様に改善している。資料をお配りした後、商工中金の中小企業の資金繰り調査が新たに出ており、4月が3月の-5.1%ポイントに続いて-2.4%ポイントと、このレベルになるとほとんど2004年の初めのレベルであるので、中小企業レベルではそれなりの改善が進んでいると思う。これまでなかなか改善の兆しがみえにくかった小企業、零細企業の3月調査も出ており、例えば金融機関の貸出態度をご覧頂くと、日本公庫の小企業であるが、3月調査は-19.4%ポイントと、引き続きレベル的にはマイナスは大きいですが、小企業も若干ながら改善の動きが出てきたということであろうと思う。それは、資金繰りDIも同じような動きである。

以上が前回会合以降の大きな変化点である。このほか、倒産、マネーについては、ほとんど変化はない。図表14、倒産をご覧頂くと、3月は1,314件ということで、件数的には少し増えた。ただし、倒産の動向に何か変調の兆しがあるといったことではなく、季調済をご覧頂くと、1,100~1,200件で動いている。図表16はマネーである。こちらでも緩やかにプラスではあるが、伸び率が低下している状況に変わりはない。マネタリーベースは、3月は+2.1%、マネーストックは3月は+2.6%と、こういう動きが続いている。マネーストックの伸びはプラスではあるが、若干伸びを下げている背景としては、この預金通貨のところである。恐らく、企業が昨年積み上げた手許の圧縮で、昨年一年間は圧縮の動きがみられると言いつつも実

は圧縮してなかったと思われるが、さすがに足許は、法人預金の動き等を見ると、圧縮の動きが始まったように思われる。

変化点は以上である。全体としては、CP・社債の発行市場で良好な環境が続いていること、さらに低格付け社債についても流通スプレッドの縮小という改善の動きがみられること、さらに様々なアンケート調査で企業の資金繰りについて改善の動きが続いていることを踏まえると、前回、金融環境は緩和方向の動きが強まるという形で判断を進めたが、そうした判断を裏付ける材料であったとみて良いのではないかと思われる。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

先程の小企業の判断は新しい動きか。

雨宮企画局長

今回——3月——が初めてである。ほんの少しの動きではあるが。

野田委員

でも、はっきりした動きである。

雨宮企画局長

因みに、小企業について、今回報告したのは資金繰りと貸出態度であるが、業況のDIも同じように少し改善した。

白川議長

他にご質問はないか。

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

これから金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートを配付して頂きたい。

[執行部より展望レポート（案）を配付]

それでは、展望レポートについて執行部から説明をお願いします。

雨宮企画局長

それでは、参考計数を頂いて補充したものを今お配りした。この資料に基づいてご説明申し上げます。まず、頂戴した見通しの参考計数であるが、11頁の（参考1）をご覧頂きたい。頂いた計数を入れてある。順番に申し上げますと、まず実質GDP成長率で、中心見通しを主にご説明すると、2009年度は1月時点の-2.5%に比べ-2.2%と若干の上方修正、2010年度は1月の+1.3%に比べ+1.8%と、ここはやや大きめに上方修正、2011年度は+2.1%から+2.0%とほぼ横這いである。0.1%ポイントの下方修正のようにみえるが、このばらつきをご覧頂くと、1月時点が大勢見通しで+1.7~+2.4%だったが、+2.0~+2.2%と、2%程度の成長に戻るといふ委員方の確度というか、確からしさがむしろ高まったと思われる。国内企業物価指数であるが、2009年度はほとんど変わらずであったが、2010年度、2011年度は、恐らく最近の原油市況等の上昇を反映してかと思われるが、それぞれやや大きめの上方修正になっている。それからCPIであるが、一番上のシャドーがしてある-1.6%Pの速報のところは、先程門間調査統計局長から報告があったとおり、数字が出ており、結果的に-1.6%のままであったので、Pは取って頂き、このままとする。従って、2009年度は1月に比べてほぼ同じ位の着地である。2010年度については-0.5%で全く同じであるが、2011年度については、中央値で1月の-0.2%から+0.1%と、プラスになっている。レンジをご覧頂くと、こ

の大勢見通しで $-0.1\sim+0.2\%$ と、マイナスの委員はいらっしゃるが、実は全員見通しをご覧頂くと、レンジは $-0.1\sim+0.3\%$ と、マイナスを見込んでいる委員も -0.1% であるので、全体としては、C P Iについては、2011年度中にはプラスに転化する見通しであろうと考えられる。12頁のリスク・バランス・チャートのうち、まず成長率であるが、2010年度は若干の上方修正で、左右のバランスが取れてきたというグラフであるし、消費者物価指数についても、少し上方修正で、しかもおおよそ上下のバランスが取れているというように拝見した。

以上を踏まえた文章編であるが、冒頭にお戻り頂いて、今の数字を踏まえて補充した文章を簡単にご説明すると、2頁のシャドーをしてある部分であるが、まず、実体経済については、2010年度から2011年度を展望して回復傾向を辿るという表現にした。具体的な成長率のイメージとしては、2010年度は潜在成長率を上回る、2011年度はさらに高まる、というように書いてある。5頁は物価である。景気回復傾向という表現はずっと続けているので、それは省略させて頂いて、物価の表現であるが、「2010年度以降はプラスが続くと見込まれる」、これは国内企業物価指数である。C P Iについては、「消費者物価指数の前年比は、下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる」という表現にしている。8頁から9頁のシャドーの部分も今ご説明した内容と同じ修正、補充である。9頁をご覧頂くと、真ん中辺りで、第一の柱で、経済は回復傾向、消費者物価指数は2011年度中にはプラスの領域に入る、これらを踏まえて、「日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していく」という表現にしている。一番下は「中長期的な物価安定の理解」であるので、この後の議論を踏まえて、もし何かあれば修正させて頂く。私からは以上である。

白川議長

これについて何か技術的なご質問はあるか。

IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢と展望レポートの評価、「中長期的な物価安定の理解」、次回決定会合までの金融政策運営方針について、お一人7分程度を目途にご発言をお願いします。本日の発言の順番であるが、野田委員、西村副総裁、中村委員、亀崎委員、山口副総裁、宮尾委員、須田委員の順番である。それでは、野田委員をお願いします。

野田委員

まず、足許の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、今朝発表になったものも含めて、前回会合までのトレンドの延長線上を辿る形で我が国経済が持ち直しているということ、総じて裏付けるものであった。経済全般にかかる悲観的な見方が後退する中で、家計や企業が支出を再開する明るめの動きが一部にみられ始めており、1月の中間評価時点の中心見通しからは若干上振れて推移していると評価している。

前回会合以降の動きを簡単に眺めてみる。まず海外経済であるが、中国の1～3月期の実質GDPは前年同期比+11.9%、風速でも前期比年率で+12.2%と伸びを一段と高め、景気牽引の担い手を増やしながらか強い成長が続いていることが確認された。米国は、3月の小売売上高が5か月連続の増加となるなど、個人消費を中心として緩やかな回復を続けている状況に変わりはない。

我が国経済であるが、輸出から確認すると、3月の実質輸出は13か月連続の増加となった。増勢を鈍化させつつも高めの伸びを続けている。1～3月期の仕向け地をみると、アジア向けやその他地域向けが高い伸びを続ける一方で、米欧向けはともに減少しており、経済の回復における地域格差を顕著に示している。設備投資は、1～3月期の機械受注が——これは民需（除く船舶・電力）、さらにその携帯電話関連を除いたものであるが——2期連続で比較的是っきりしたプラスとなった。設備投資の下げ止

まりが明確になったと思う。個人消費も、商業販売統計、あるいは今朝の家計調査の結果をみても、薄型テレビの駆け込み需要増などもあり、全体として改善の動きが続いている。以上の需要動向を映じて、生産は1～3月期が前期比+6.7%となり、増加基調がはっきりと続いている。物価であるが、コアCPI、コアコアCPIともに、3月は前月と同幅の前年比マイナスとなったが、4月の東京の指数も含めて考えると、下落幅の縮小が続くというこれまでの見方をサポートするものであったように思う。

次に、展望レポートについて述べる。執行部案は、経済・物価の見通しに関し、前回会合までの議論を経て共有されたと考えられる論点や見方をよく踏まえたものとなっており、大筋として異論はない。そのうえで、2011年度までの経済・物価情勢にかかる私の見方を述べる。海外経済は、新興国・資源国の力強い成長に牽引され、全体として回復を続ける可能性が高い。それを前提に我が国経済を展望すると、輸出は増加を続け、それを起点とした生産・所得・支出への波及が徐々に進んでいくものと想定している。昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比較すれば、幾分上振れているとみている。物価であるが、中長期的な予想物価上昇率が引き続き安定的に推移する中で、経済全体の需給バランスが少しずつ改善していくにつれて、消費者物価の前年比の下落幅を縮小させ、2011年度にはコアCPIはゼロ%に近づくものとみている。昨年10月の展望レポートや本年1月の中間評価における見通しと比較すると、先程述べた実体経済の上振れを反映して、僅かに上振れるとみている。

次に、中心的な見通しにかかるリスク要因について述べたいと思う。総じてみれば、不確実性はこのところ低下しているものの、経済活動が全体としてリーマン・ショック前に比べて低い水準にとどまっていることなどから、なお高めの不確実性が残っていると言わざるを得ない。以下、特に重要と思われる点を三点述べる。

海外経済の回復が滞れば、我が国経済が持ち直しから回復へ向かう姿が描き切れないという意味において、海外の金融・経済の動向が引き続き最

大のリスク要因であると捉えている。米欧経済は、一つに、根源的な支出抑制要因であるところのバランスシート調整と、それに厳しい雇用環境に晒されている家計部門、さらには不動産市場の調整に伴うバランスシート調整が続く中、貸出を減少させている銀行部門といった重石を引き続き抱えているが、このような実体経済に対する下押し圧力が長期に亘って残るリスクというものは否定できない。一方、今や先進国に代わって世界経済の牽引車となった感のある中国をはじめとする新興国・資源国は、予想を上回るペースでの景気回復をみせており、こうした国のマクロ経済政策がビハインド・ザ・カーブとなり、景気が過熱するリスクが高まっている。その場合、我が国の輸出が上振れることとなり、我が国にとっては差し当たってはフェイバーに働くとみられるが、その先、これらの国々の実体経済や資産価格が、急激かつ大幅な調整圧力に晒される惧れがある。また、国際金融面での動きにも引き続き警戒が必要である。実体経済や金融システムに不安定さが払拭されていない中では、何かしらのショックをきっかけに国際金融資本市場や金融システムが再び動揺するリスクがある。ギリシャに代表されるソブリン・リスク、つまり我が国を含む先進各国の持続可能な財政状況への回帰の問題、あるいは、金融セクターの規制・監督の見直しにまつわるリスク等々、火種は少なくない。

二つ目のリスク要因は、企業部門、特に中長期的な成長期待の動向である。新興国の持続的成長が展望される一方で、我が国経済の成長が厳しいものにとどまるとの予想が強まる場合には、新興国への投融資が増加する一方で、国内での設備投資や雇用といった企業の支出行動が想定比抑制された状態が続く可能性がある。また、新興国の需要拡大期待を背景に、国際商品市況の上昇トレンドが続いており、交易条件が再び悪化方向にあることにも注意が必要である。2008年のように国際商品市況がさらに上昇するリスクがあることは、あながち否定できない。その場合、当時と異なるのは、我が国の企業収益がなお回復途上にあり、交易条件の悪化を吸収する余力が相対的に乏しいことである。企業支出の増加テンポを鈍らしかねないリスク要因として注視している次第である。

もう一つのリスク要因は、家計部門にある。ただ今述べた企業部門のリスクが顕現化した場合、雇用所得の不安定化を通じて家計部門に下振れの影響が及ぶのは言うまでもない。これとは別に、マクロ経済政策の動向次第では、将来に対する不安感や閉塞感が強まり、消費性向が現在比較的慎重にみている想定よりもさらに下振れる可能性というものも否定できない。

物価面のリスク要因についてみると、展望レポート（案）の基本的見解に記載された3要因、すなわち、中長期的な予想物価上昇率、輸入物価、需給ギャップの推計上の不確実性、これが重要であると思うが、このほか需給ギャップに関していえば、その改善が物価に波及する度合いあるいはタイムラグにかかる不確実性にも注視していきたいと思う。

次に、「物価安定の理解」について点検したいと思う。結論から述べると、私の理解は従来から変わらず、 $+0.5\sim+1.5\%$ である。昨年12月に、「物価安定の理解」に関して、「ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」ことを明確化した。その後、日本銀行は物価がプラスになりさえすれば良いと考えているのではないかとの誤解も耳にする。理解の下限をどの程度に設定するか、つまりプラスの領域の中で、どの程度のりしろの幅を確保することが適当かが一つの論点であると思う。私の理解では、相応のりしろが必要との考え方から、従来からゼロ%を僅かしか上回らないようなプラスは許容していないということ、言わずもがなのことではあるが、改めてはっきりしておきたいと思う。

ここで、物価に関連して重要なことを一点確認しておく。今回の世界的な金融危機の教訓から改めて認識を強くさせられたことであるが、金融政策運営に当たっては、消費者物価指数あるいは物価の安定だけに着目するのではなく、資産価格や信用量の動向など、金融面での不均衡の蓄積も含めたリスク要因を幅広く点検していくことが重要であるということである。

最後に、金融政策運営について述べたいと思う。これまで縷々述べた金融経済・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リ

スク要因を踏まえれば、引き続き、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、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維持していく方針——このことを私はこのところ、ブロードな意味での金融市場調節方針と呼んでいるが——を当分の間、堅持していくことが重要である。次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す」との現在の方針を維持することが適当である。

短期金融市場の状況について、一点付言したいと思う。前回会合でもこれは指摘したし、先程金融市場局の説明にもあったが、新型オペ拡充後の短期金融市場における資金のアベイラビリティや金利形成の面での不安定性に対する懸念が市場参加者の間に広がっているようである。新型オペの残高がさらに積み上がり、長期国債の残高が漸増していくにつれて、いわゆる根雪が積もり、短期金融市場の窮屈感が極度に強まる局面が今後多くなるものと思われる。金融市場局におかれては、難易度が増していくとは思いますが、市場機能の維持に対する配慮を重ねてお願いしたいと思う。

少し持ち時間をオーバーして恐縮だが、最後にもう一つ。ところで、私は先月の講演で、デフレ脱却に向けた必要条件を二つ挙げた。一つは、極めて緩和的な金融環境を維持することであるが、これは既に市場に実質的にコミットしているところであり、事実、これまでの金融緩和措置の累積的効果が徐々に顕現化していることは疑いのないところである。もう一つは、デフレの根本的な原因であるところの需要不足を直視し、潜在的な需要の発掘と捕捉、加えて、生産性の向上に地道に取り組むことであると指摘した。ここでいう取り組む主体は、一義的にはあくまでも企業を中心とする民間の経済主体であることは言うまでもないが、日本銀行としてこれを金融面からサポートすることができるのではないか、というアジェンダがここから必然的に提起されると思う。この点については、入念なフィージビリティ・スタディが必要と思われる。その是非について、ここで議論してはどうかと考えている次第である。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

現在、金融経済情勢は、短期の循環的要素と、中長期の成長力要素に、より端的に言えば付加価値創造力要素を分けて考えることが必要である。前回会合以降を含め、最近の情勢変化をみると、一方で短期の循環的部分で経済活動が日本を含め世界全体で前回展望レポートの想定比若干上振れている。他方で、中長期的成長力部分では沈滞から脱却の見通しが未だなく、対照的である。今回展望レポートは、基本的見解、背景説明とも、インプリシットではあるが、こうした見方に立っており、表現に違和感はない。バランスシート調整の不要な新興国・資源国では、危機対応の政策効果が大きく、短期循環的な側面からみれば、過熱方向へ向かっている。中国の急激な住宅価格上昇の勢いは衰えていない。当局は総量規制で対処するようだが、効果には十分な留意が必要である。例えば、生保会社は不動産業者への直接融資は禁止されているが、実はキャンセル条件付き不動産販売というような抜け道で、不動産業者への融資が行われてきたという指摘がある。このキャンセル条件というのは、例えば、物件の天井高が3メートルなのに、わざわざ半年後に天井が4メートル未満であるなら売買契約をキャンセルできるという不自然な条項である。住宅以外でも発電量、石炭生産量といった景気感応的な指標はこの数か月従来にない高水準にある。インドを含めた他のアジア諸国やブラジルにも同種の過熱感が生じ、政策がビハインド・ザ・カーブになる可能性がある。

米国でも、新興国需要と繋がる大企業群は、この恩恵に預かり、業績が回復し、それが株価の上昇を通じ、消費の回復を助けている。在庫の調整も一巡し、雇用にも底打ち感が出て、循環的側面からは明確に回復基調にある。しかし、中長期的観点からは問題が多いと思う。まず、住宅価格であるが、前年比ではL P－H P I、F H F A－P O、ケース・シラーとも

にゼロ近傍に前年比では戻った一方、3か月前対比ではすべて下落に転じている。中長期的には住宅価格が目立った回復は起こらない可能性もある。さらに、中長期的には失業率が高止まり、商業用不動産のリファイナンス等の懸念材料も多いと思う。欧州でも循環的な面では、若干回復しているが、中長期的には、ユーロ内にとどまる必要から、通貨切り下げができず、国内で厳しい緊縮財政、賃金・物価引き下げを迫られているギリシャ、ポルトガル等とそのコンテージョンの可能性が重くのしかかっている。これを反映し、国際金融市場が世界経済の循環的回復を囃した状況から、ソブリン・ソルベンシー問題深刻化の懸念へと急展開し、リスク回避の動きが強まっている。

日本経済も、短期の循環的側面からみれば、新興国向け輸出の強さから純輸出の伸びは高水準を維持し、株価の堅調もあり、消費が政策効果頼みから裾野を広げつつあり、設備投資も底入れがみえつつあり、想定比上振れている。実体経済の回復はラグを伴いながら、物価形成にも影響を与え、見通し期間後半には、物価上昇率は、プラスの領域に入ると考えられる。ただ、ここでの消費者物価上昇率の見通しは、現行の2005年基準であることには注意を喚起する必要がある。2011年前半には、2010年基準に改定され、基準改定に伴い、リセット効果や新品目効果などで若干の下方シフトが予想されるからである。このように短期の循環的側面のみをみるなら、想定比上振れだが、中長期的な日本経済の成長力——付加価値創造能力——は、沈滞から脱却の見通しが出ていない。さらに、最近、大企業を中心に新興国へ生産現場や開発部隊を移転する動きがあり、それを埋め合わせる需要創造をもたらす技術・事業革新の動きがまだみられていないことには、危機感を抱かざるを得ない。経済の動きは、中長期的な経済の成長力——付加価値創造能力——の推移に根底的に依存するのであり、その上に短期の循環的動きが乗っているものである。従って、短期循環的部分がプラス方向にあるということでコンプレイストというか、安心してはいけないと思っている。

以上を背景に「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極めて重要な課題」であり、「中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針」にブレはないと認識している。従って、次回決定会合までの金融政策運営方針は、従来の緩和状況を維持し、現状維持が適当であると考え。ただ、既に述べたように、短期的な循環的部分の上振れにかかわらず、中長期的な日本経済の成長力——付加価値創造能力——に沈滞から脱却の見通しが出ていない。さらには、それが低下しそうな動きが少なからずあり、事態は切迫していると考えている。この中長期的問題を真正面から考えなければならない時期にきていると思う。つまり、現行の一般的な金融緩和で回復の動きを支援する措置とは別個に、成長を支える基盤、付加価値創造能力を高める基盤の強化を考えなければならないと思っている。そして、それを中央銀行として金融面から支援する方策を考えなければならない。その際に、中長期的に持続可能であるためには、成長分野の目利き、様々な分野での支援者としての金融機関の役割が非常に重要である。現在、情報通信技術の発展やグローバル化の進展等で、成長分野は従来からの業種区分や学問・技術の区分を超えているうえ、細分化されており、金融機関側にも革新が必要になっている。そうした革新を生み出し得るような制度設計が必要で、ハードルは高いが、それは必要性の大きさの裏返しでもあると考えている。

最後に、「中長期的な物価安定の理解」について述べたい。昨年12月会合で、2006年3月の「理解」導入時の私自身の考え方から変化はないと申し上げた。しかし、その後の様々な中長期的な期待物価上昇率に関するサーベイ・データの動き、またその解釈の深化を勘案すると、「理解」導入後4年を経過したこの時点で、私の考え方も若干深化、あるいは洗練されたものにするのが望ましいと考える。ただし、2%以下のプラス領域、中心値は1%辺りという基本線の範囲から逸脱するものではない。2000年10月に政策委員会は、「物価の安定」を「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と表現した。政策委員会が「中長期的な物価安定の理解」を明確にしたのは、金融政策が家計や企業等が

考える物価安定と大きく逸脱した理解でなされていると思われると、中長期的なインフレ期待に大きな不確実性が生じ、それが実体経済活動に望ましくない影響を与え、また不確実性のプレミアムが生じて長期金利に望ましくない影響を与えてしまうからである。そこで鍵となるのが、この「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」の評価である。その一つの目安になるのは、人々の中長期的インフレ期待の長期的な平均である。2006年時点では、適当なデータが存在しなかったため、私はアприオリに生計費の上昇率がゼロの状況を物価安定と考え、それに消費者物価のバイアス0.5%程度、そして個々の主体の期待をマクロに集計する場合に生じるバイアス0.3%程度の双方を考慮に入れ、0.8%を私の「理解」の中心値とした。その後、サーベイ・データの蓄積やその解釈の深化が進んでおり、その結果をみると、個々の経済主体の中長期的インフレ期待の長期的な平均はゼロではなくプラスの領域にあると考えるのが自然であると考えていた。敢えて数値化すると、大まかに0.3%程度ではないかと思っている。そして、これは今次の物価下落の状況でも大きな変化はみられなかった。従って、人々が物価安定と考える状況を今回の「理解」の点検に当たって、今までの生計費指数上昇率ゼロからサーベイ・データ等に基づいた0.3%に変更するのが適当であると判断した。従って、私の「中長期的物価安定の理解」は、0.3%ポイント上方にシフトして、+1.1%±0.5%ポイント程度である。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、多くの国で失業率が高止まるなど、金融危機前の経済活動の水準に戻るまでにはまだ相応の時間がかかりそうであるが、先日発表されたIMFの最新見通しでも述べられているように、当初の予想以上に好

調な回復をみせている。これまで景気刺激策や在庫調整により支えられてきた我が国や米国経済でも、雇用環境や個人消費が徐々に改善の方向に向かっており、景気回復の裾野が広がりつつあるようである。

続いて、海外経済である。米国経済は、FOMCの声明文でも総括されているように、引き続き緩やかに回復している。これまで一貫して米国経済を慎重に評価してきたイエレンサンフランシスコ連銀総裁も、15日の講演では、「最近、景気に対する考え方が変わり、経済が回復基調にあることの確信を深めている」と述べているように、個人消費は緩やかに増加しているほか、設備投資は下げ止まっている。3月の消費者コンフィデンスも2008年9月以来となる水準まで上昇している。もっとも、イエレン総裁は同じ講演の中で、「足許の景気回復が脆弱であり、経済が通常の状態に戻るまでの道のりは遠いということを見失わないことが重要」と指摘しているように、長期失業者数の減少ペースは緩慢であり、家計のバランスシート調整が重石となっている中では、経済全体の回復は緩やかなものになると考えられる。欧州でも、輸出が増加する中で景気は緩やかながらも持ち直している。もっとも、ギリシャやポルトガルなどの財政懸念が強い国々では、国債金利の上昇が財政再建を一段と難しくしており、財政支出削減策の上積みが課題となりつつある。各国における緊縮財政の動きや財政懸念に伴う信用不安は、景気回復力を一段と減退させる可能性が高く、先行きを楽観できる状態ではない。中国では、2010年第1四半期の主要経済指標が公表され、内需の拡大および輸出の回復が確認された。また、企業収益も回復するなど、経済は力強く成長しており、先行きのインフレ懸念は根強いものの、足許の消費者物価指数でみた物価動向は落ち着いているようである。14日に公表された国務院常務会議で確認された経済政策方針も、これまでと大きく変わっておらず、内外の経済が回復する中で、未だ多くの矛盾や困難が残っているとして、不動産投機などへの資金流入、インフレや資産バブル、不良債権の増加などに対する警戒感が高まっているようである。中国経済の混乱は、世界経済の振幅にも繋がるだけに、今後の経済情勢や当局の経済政策運営には注意が必要である。

国内経済については、支店長会議でも、依然として経済活動の水準は低く、業種や企業間のばらつきは残るものの、景気が持ち直していることが確認された。実質輸出や鉱工業生産は、引き続き海外経済の持ち直しを背景に、高めの伸びを続けており、先行きも輸出や生産は増加を続けると想定される。個人消費も、消費者コンフィデンスが改善傾向にあり、全国百貨店売上高にも下げ止まりの兆しがみられるなど、耐久消費財以外の財についても改善の動きがみられる。4月入り後は、天候要因などもあり、消費が幾分低調との話も聞かれるが、今後、雇用・所得環境の改善が明確になるにつれて、しっかりとした回復に繋がると期待される。

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を残しつつも、全体としては緩和の動きが拡大している。社債の流通スプレッドも、新年入り後の旺盛な投資需要に支えられ、低下ないしは横這いの動きとなっている。最近の企業業績の改善を受け、資金ポジションが一段と改善してきた企業では、リーマン・ショック以降に厚めに確保していた手許資金を、積極的に圧縮する動きも広がっており、企業金融を取り巻く環境は一段と緩和傾向が進んでいるようである。

続いて、展望レポートについてである。結論としては、上振れ、下振れ要因、金融政策運営面も含め、執行部の原案に違和感はない。我が国経済の先行きを展望すると、2010年末に向けて耐久消費財に対する各種対策の効果が減衰していくことから、四半期ごとの成長率は10～12月期に一旦鈍化する可能性も想定される。一方では、アジアを中心とする新興国の堅調な経済成長に支えられて輸出が増加を続けるほか、企業業績の回復に伴い設備投資や雇用・所得環境も持ち直し、個人消費や住宅投資も自律的な回復に繋がっていくと考えられる。従って、2010年度を通してみれば、潜在成長率を上回る成長となり、2011年度も成長が続くと考えられる。また、ひたすら財布の紐を締め続けてきた消費者も、足許の消費者コンフィデンス指数の改善が示すように、購買満足度が得られる財やサービスに対しては支出を振り向けるといった変化の兆しがみられる。また、国内企業物価指数の前月比はプラスが続くと見込まれるほか、企業向けサービ

ス価格も下げ止まりの傾向が窺われる。従って、消費者物価については、タイムラグを伴うが、経済の回復に伴い、需給バランスが徐々に回復する中で、新興国経済の高成長に伴う 1 次産品価格の上昇などもあり、前年度比下落幅が縮小し、2011 年度にはプラスになることが想定される。

続いて、今回の展望レポートでは、実質 GDP 成長率や物価上昇率に関する見通しの数値に注目が集まっており、-0.2%という 2011 年度の従来の予想物価上昇率の中央値がプラスに改定されるか否かをことさらに取り上げるメディアが少なくない。しかしながら、見通し数値はあくまでも我が国経済や物価の見通しのロジックを説明するための参考との位置付けであり、予測誤差を含み、前提となる各種統計の改訂に伴い修正されるものであることが必ずしも理解されていないようである。従って、展望レポートの本来の趣旨と目的につき、これまで以上に丁寧に説明していく必要があると思う。

「中長期的な物価安定の理解」については、昨年 12 月にも確認したが、物価安定の基本的な考え方や、物価指数のバイアス、デフレ・スパイラルに備えたのりしろ、国民の物価観についての考え方を変える必要はないと思う。具体的には、消費者物価指数のバイアスは引き続き大きくないとみられるほか、のりしろについても、世界的な金融危機の経験から、物価下落と景気悪化の悪循環のリスクに対応するためには、ある程度ののりしろを許容する必要があることが確認されたと思う。ブランチャール IMF 調査局長らによる個人名論文がきっかけとなって、厚めののりしろを確保する是非が話題となったが、あらゆる危機に対応可能なのりしろの水準を測定することは難しいいうえに、厚めののりしろを確保することによる弊害も指摘されており、見方を変える必要はないと思う。また、企業・家計の物価の見方については、生活意識に関するアンケート調査やエコノミストの物価見通しなどをみると、足許、経済に対して生じた負のショックが大きかっただけに、中長期的なインフレ期待が幾分低下しているが、大きな変化はみられない。また、諸外国におけるインフレ目標や物価安定の定義が 2%前後であることに比べて、日銀の理解の中心値 1%は低すぎるとの論

調もみられるが、我が国では消費者物価指数が低位で安定する状態が長く続いていることを勘案すると、海外主要国よりも家計や企業が安定していると考えられる物価水準は低いと考えられる。こうしたことを勘案すると、「中長期的な物価安定の理解」は、昨年同様、概ね+1%を中心値として、上下±0.5%程度が望ましいと考えている。

最後に、次回会合までの金融政策運営方針は、「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、「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。また、先程野田委員から今後の需要の開拓並びに生産性の向上に関して、金融面から中央銀行としてどういことができるか検討してはどうかというご提案があったが、私もその提案には賛成である。日本銀行が、中央銀行として直接、そういった分野に資金を提供することはできないが、金融機関の金融仲介機能を通して何らかの貢献ができるのではないかと考えている。私からは以上である。

門間調査統計局長

少し宜しいか。毎勤統計が出たので、数字だけご報告させて頂きたい。少し私もサプライズであったが、良い方のサプライズであった。まず、常用労働者数については、前年比+0.2%とこれは前月の2月と変わらない。名目賃金が3月は前年比+0.8%となって、2月が-0.7%であったので、かなり改善がみられている。所定内給与は若干まだマイナスであるが、所定外と特別給与が増加している。この結果、雇用者所得だが、簡便法で計算すると、前年比約+1%の増加ということで、久しぶりの増加となっている。因みに、1~3月では、1~2月時点の雇用者所得が-0.5%であったが、これがほぼ前年比0%になるという数字になっている。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

まず、経済情勢の現状と、先行き見通しのメイン・シナリオについて述べる。世界経済は、足許の緩やかな回復傾向が、先行きも続くものと考えている。1月の中間評価時点と比べると、新興国・資源国の景気は、国内民需の自律的な動きがみられるなど、一段と強まっている。また、先進国の景気も、全体としては弱いながらも、新興国・資源国向けの輸出増加等により、改善の動きがはっきりしてきている。各国・地域別に述べる。

米国経済は緩やかに回復している。最近公表された景気指標をみると、雇用情勢や住宅市場の改善ペースは概して緩慢であるが、株価上昇の影響もあってか、個人消費は思いのほか強めに推移している。企業業績は概ね好調で、生産が回復基調を続ける中、設備投資も全体として下げ止まっているようである。先行きも、景気回復傾向は続くものとみている。しかし、景気刺激策の効果が次第に薄れてくる一方、雇用や住宅の改善は緩やかなものにとどまるため、景気回復に勢いがみられるまでにはまだ相応の期間を要するものと思う。ユーロエリア経済は、全体としては輸出と生産の増加基調が続いており、持ち直している。先行きも、世界経済の回復に併せ、景気は回復へと向かうものと思うが、各国の財政健全化に向けた動きや、ギリシャ救済策の帰趨に関する不透明感、ポルトガル等その他の財政悪化国への不安感が、内需の下押し圧力となるとみられるため、その足取りは大変脆弱なものになると考えている。中国経済は、1～3月期の実質GDPが前期比年率+12.2%となるなど、成長が一段と加速している。当局の緩やかな引締め策により、貸出の伸びは鈍化しているが、固定資産投資は力強さを維持している。先行きは、緩やかな利上げや人民元——為替——の高め誘導といった適度の引締め策が導入され、やや減速するとは思いますが、高成長は維持するものと考えている。NIEs、ASEAN経済についても、中国向けなどの輸出増加が内需の増加にうまく繋がり、回復している。先行きは、国内民需の自律的な成長が主導する力強い成長が期待できるものと思う。

日本経済は、新興国経済の高成長やエコ関連施策などに支えられ、持ち直しを続けている。薄型テレビの爆発的な売れ行き、首都圏マンション販売の増加、設備投資の下げ止まりなど、全般的に景気の明るさを示す話題が増えていることは事実であり、先日の支店長会議でも「自律回復の芽」と表現する報告が多く聞かれたが、なお輸出や施策依存の面が強いことは否めず、自律的な回復軌道に乗ったとは判断できないと思っている。

先行きについては、輸出の増勢が鈍化してくる一方で、稼働率の上昇と企業収益の回復により設備投資が増加に転じ、雇用・所得環境も改善してくるものと思う。また、エコ関連施策の完了による反動減が見込まれる一方で、子ども手当など政府の新施策や、企業収益の回復による賞与増加の効果が出てくるものと思われる。こうした先行きの見通しは、1月時点と比べると全体としてやや上振れている。すなわち、新興国向けを中心とした輸出や生産は、これまでの想定よりもやや強めに推移するとみている。ただ、国内の成長期待が高まらない中、個人消費は、足許上振れた分、反動減が大きいとみられるほか、設備投資も、リーマン危機後に大きく抑制した海外分の実施を優先するケースが増えると考えられるため、それぞれ僅かな上振れにとどまるものとみている。

物価情勢について、まず、原油をはじめとする資源価格は、新興国の経済成長を背景に足許で上昇しているが、先行きも緩やかな上昇基調が続くとみている。ただ、世界景気が緩やかな回復にとどまるとのメインシナリオのもと、2008年半ばまでのような大幅上昇は考えにくく、新興国の成長率の加速度が落ちるとともに、資源価格の上昇ペースも鈍ってくると思われる。資源価格の上昇分は、国内の川下製品へも転嫁されていくものとみられる。従って、国内企業物価は、1月時点の見通しとは打って変わって、今年度はやや大きく上昇するものとみている。ただ、前回の資源価格上昇期と比べて景気が力強さを欠くため、値上げの裾野は広がりにくく、資源価格の上昇ペースが鈍化するとみられる来年度は、僅かな上昇にとどまるものと思う。CPI（除く生鮮食品）は、足許、石油製品価格の押し上げ寄与を主因に、前年比マイナス幅が緩やかな縮小傾向を辿っている。

最近、デフレを象徴する1万円スーツや800円台のジーンズなど格安商品の流行が節約疲れもあって一過性に終わる一方、高額のアクセサリーなどが、株高の影響からか、売れるようになってきたと指摘されている。一方、大手スーパーの経営者からは、ボリューム・ゾーンの商品に対する安値志向に変化の兆しはないとの話を聞いた。このように、デフレ脱却に向けた微かな動きはみられ始めたものの、現時点では大きなトレンド変化が起こっている訳ではないと考えている。従って、先行きも前年比マイナス幅の縮小は緩やかなものにとどまるとみている。ただ、そのパスは、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもと、需給ギャップの縮小や資源価格の上昇がややピッチを早めるため、1月時点の想定よりもやや上振れ、来年度には前年比がゼロ%近傍まで戻るものと思う。

次に、こうしたメインシナリオに対する上振れ、下振れ要因を述べる。第一点目は、国際的な金融面の動きである。市場では、ギリシャの救済問題、中国の過度な景気抑制策の導入、米国の金融規制やゴールドマン訴追の影響などが懸念される。これらの不安感が高まれば、株価の下落や長期金利の上昇を招き、各国の個人消費や設備投資への悪影響が予想される。投資家のリスク回避意識の高まりは円高に繋がりやすく、日本では輸出や物価への影響も懸念される。現時点では、金融と実体経済の負の連鎖が再び発生する可能性は低いと考えるが、景気・物価に対する大きな下振れ要因だと思われる。

第二点目は、各国の金融・財政政策の動向である。先進国では、バランスシート調整が続いて円滑な金融仲介機能が働きにくく、内需は政策依存が強い状態にあるが、遅かれ早かれ各国とも財政健全化へと舵を切らざるを得ないため、これが景気や物価を下振れさせるリスクは大きいとみておかねばならない。一方、新興国・資源国は、自律的な成長力が強いうえ、既往の政策効果もあって力強い成長となっており、中には景気引締めに移った国もみられる。しかし、先進国における強力な金融緩和の継続が、こうした国への資金流入を招いている面もあり、十分な引き締め効果が得られない可能性がある。また、中国等では、政治的配慮もあって政策対応が

遅れ、景気が上振れて過熱する可能性がある。これは日本にとっても景気上振れ要因である。そうした場合には、資源価格が想定以上に上振れて、物価の上振れ要因にもなる。

第三点目は、世界の経済成長パターンの変化といった構造問題である。例えば、先進国と新興国・資源国との成長力の格差は、今後ともコントラストを強めていくと思われる。こうした中、人口が減少し始めた日本が今後とも成長していくためには、新興国・資源国市場を積極的に取り込んでいかねばならない。しかし、各国が同様の戦略を採り始めているため、これまでどおりには行かない可能性もあり、景気や物価の下振れ要因として留意しておく必要がある。

第四点目は、内外で発生する様々な異例の事態である。例えば、アイスランドの噴火、タイの政情不安、日本では天候不順が続く等々、予想も対策も難しいが、思わぬ影響に備え、様々な事象に対して細かく注意を払っていく必要があると思う。

以上、景気や物価には上振れ、下振れ双方の要因が考えられるが、景気については、なお下振れ要因をより気にしなければならない状態だと思う。物価については、投機的な動きもあって、資源価格が想定以上に高騰する可能性がそれなりにあると思っており、ほぼバランスしているものと考えている。なお、来年に予定されているCPIの基準改定では指数が下振れる可能性が高く、実勢としてはデフレからの脱却が展望できる状況ではないと考えている。執行部が示した展望レポートの原案は、こうしたメインシナリオ、リスク要因のいずれとも概ね合致しており、妥当なものと考えている。

「中長期的な物価安定の理解」については、昨年12月に決定した「2%以下のプラスの領域、1%程度が中心」とする『「中長期的な物価安定の理解」の明確化』は妥当であり、変更の必要はないと考えている。すなわち、我が国のCPIの前年比は、1985年以降の平均が+0.6%、標準偏差が1.3%ポイント、つまり長期に亘って+0%台後半を中心に、-0%台後半から+2%弱までの間で概ね推移している。国民の間では、これを前提に

物価観が形成されていると考えられる。ただ、デフレは許容できないことから、ここからゼロ%以下を外したうえで、中心値をやや高めとすべきであり、この表現はベストだと思う。

最後に、金融政策運営方針である。これまで述べたとおり、デフレからの脱却にはなお時間を要するとみられるため、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%に維持することが適当と考える。3月会合で決定した、やや長めの金利の低下を促す措置の拡充策については、当初の目的どおり、TIBOR金利の低下をもたらした。また、景気が持ち直しを続ける中でも一段の緩和を行ったことにより、市場の利上げ予想を一段と遠のかせ、緩和効果がさらに浸透した面もあるのではないかと思う。今後は、オペ残高が積み上がっていく中で、その効果とともに、市場機能の低下といったコストについても、よく確認していく必要があると思う。日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するため、最大限の貢献を粘り強く続けていく方針である旨、コミットしている。一方、デフレからの脱却のために最も重要なことは、日本企業が、熾烈なグローバル競争の中で、成長力を向上させるイノベーション、世界のニーズに合った製品を的確に提供していく需要創出力、そして収益性と価格競争力を高めるための弛まぬ生産性向上力を一段と高めていくことが必要だと考え、金融懇談会等でもそのような趣旨の発言をしてきた。そこで、先程来話として出ている、日本銀行としてできることは何かということで、本行としても、そうした企業の努力に対して、金融機関を通じたソフト・タッチな手段だけではなく、よりハード・タッチな手段での支援もプロアクティブに考えていく必要があると考える。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

内外金融経済情勢についてであるが、前回会合以降、基調に大きな変化はなかったと思う。ただし、国際金融市場を巡っては、ゴールドマン・サックスに対するSECの訴追、ギリシャの財政問題等々、もともと神経質な地合いをさらに神経質にする材料には事欠かない情勢であったと思う。市場の動向には引き続き注意が怠れないということであろう。

次に、展望レポートに関して幾つか述べたい。第一に、景気を中心シナリオについてである。海外経済は、金融危機後の急激な落ち込み局面を脱し、回復局面に入っている。新興国・資源国経済の高成長が海外経済をリードしている。こうしたもとの、我が国経済も、輸出・生産の増加を背景に持ち直しを続けている。今後も、2011年度にかけてスピードを多少とも速めながら、回復傾向を辿っていくものとみられる。この間、国内民需の自律回復の動きは、私自身の想定よりはやや早めに現れてきているように思う。企業の設備投資スタンス、雇用・所得環境、家計の支出行動など随所に自律回復の走りを窺わせる動きが、その程度にばらつきはあるものの、目に付くようになってきている。こうした国内民需の動きは、経済に働く慣性も考えれば、徐々にではあっても広がりやを伴いつつ、継続していくものと思われる。

二点目は、物価である。消費者物価の前年比は、マイナス幅を着実に縮小してきている。この先も需給バランスの改善に伴い下落幅は縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入っていく可能性が小さくないとみている。

三点目は、景気・物価を中心シナリオにまつわるリスク要因である。基本的な認識としては、執行部案に違和感はない。リスク・バランスは、現時点における評価としては、上下両方向に概ねバランスしていると考えている。ただ、敢えて言えば、当面のところは、国内民需の自律回復力の強まりを中心に、景気展開はアップサイドに振れる可能性がないとは言えないのではないかと考えている。しかしながら、さらにその先を考えると、欧米における金融仲介機能がどのようなペースで回復してくるか、また、

欧州を中心に財政バランスの復元に向けた動きがどのような形で現れてくるか等々、多少ともダウンサイドに傾きがちな要素に目が行きがちである。さらに、その先の先ということになると、この後述べる国内の成長制約要因に特に目が離せないということになるように思う。こういった思いを、リスク・バランスとの関係で大胆に図式化して言えば、短期はやや楽観、中期はやや慎重、展望レポートの見通し期間を超える長期はやや悲観といった感じを持っている。

四点目は、これが最後であるが、展望レポートの視野を超える論点である。より長い時間軸で我が国経済を展望した場合、グローバルな需要や供給構造にどう対応するのか、国内における少子高齢化や人口減少といった成長制約要因をどう克服していくのか等々、解決の難しい課題が少なくない。これらの課題を解決し、経済の成長ポテンシャルの底上げを図ることができるかどうかという点に、我が国経済の行く末がかかっていると言っても過言ではない。言うまでもなく、現時点で、解決の方途を示すことは困難である。ただ、これらの問題意識を抜きにしては、我が国経済の先行きを語ることは難しくなっている。こうした問題意識を今回の展望レポートの中にしっかり記述しておくことが、我々の経済・物価見通しについて市場等から正しく理解してもらおううえでも非常に重要であると考えている。この点、執行部の展望レポートの案の冒頭の記述は、適切なものと思っている。

「中長期的な物価安定の理解」であるが、中長期的にみて、物価が安定していると考えられる物価上昇率については、昨年12月に一亘りの点検を終えているので、私自身は元々見直す余地はあまりないと思っていた。実際、主なチェックポイントである消費者物価指数のバイアス、のりしろ、企業や家計の物価に対する見方のいずれをとっても、これまでの評価を大きく修正すべき要素はないと思っている。従って、私個人の理解としては、前年比でプラスの領域であることを前提としたうえで、「1%を中心に概ね上下1%の範囲内」ということである。

次に、先行きの金融政策運営方針である。二つの柱に基づく点検につい

ては、執行部案にあるとおりで思っている。特に付け加えることはない。先行きの金融政策運営方針としては、日本経済のデフレからの脱却と物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰を実現するために、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持して、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていくことが適当であると思っている。今回の見通し計数が、1月の中間評価時と比べて上方修正となった場合には、市場において、我々の金融緩和スタンスが早晚見直されるのではないかといった見方が出てくる可能性もないとはいえない。情報発信に当たっては、我々の姿勢が誤解されないよう丁寧に説明していく必要がある。

なお、先程指摘したように、我が国経済にとっては、どのようにして成長ポテンシャルの底上げを図っていくかが長い目でみて重要な課題である。この課題を解決していくためには、政府の施策と併せて、民間経済主体の前向きな取り組みが重要であることは言うまでもない。我々としても、より長期の観点に立って、そうした民間経済主体の取り組み、特に企業のイノベーションや潜在的な需要の掘り起こしに向けた活動を、資金供給面などの工夫を通じて支援していくことができないか考えてみる必要があるのではないかと思っている。この辺りは既に皆さんからご指摘のあったところである。ただし、こうした支援策と通常の金融政策との関係、あるいは日銀法上の目的規定との関係、本行の財務の健全性確保との関係など、クリアすべき論点は少なくない。日本経済の将来を切り拓いていくためには、我々としても可能なことはしっかりと行っていく必要がある。難しい論点を上手に片付けながら、答えを出していく必要があると思っている。

最後に、当面の金融市場調節方針であるが、当面の情勢判断を踏まえ、現状維持で良いと思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、経済・金融環境の現状認識から申し上げる。まず、海外経済については、引き続き新興国経済が拡大基調を辿っているほか、先進国経済についても総じて緩やかな回復基調にある。海外経済の今後を展望すると、基本的には現在の基調が続いていくものとみられるが、新興国経済の景気過熱や一部欧州諸国の財政問題の帰趨には引き続き注視していく必要がある。

海外各地域の状況をみたいと思う。まず、米国経済は回復基調がよりしっかりとしたものになってきているとみている。住宅投資については家計部門のバランスシート調整がなお継続しているものの、一方で個人消費は底堅さを増しつつある。設備投資も持ち直してきており、主要企業の業績回復がこうした動きを下支えしていくことが見込まれる。輸出や鉱工業生産も増加が続いている。この間、物価については、コアCPIが若干弱含んできてはいるが、総じてみれば落ち着いた状況が続いている。

欧州経済であるが、国ごとのばらつきを伴いながらも緩やかな回復基調を維持している。すなわち、ユーロエリアについては、雇用面でなお厳しい状況が続いているほか、個人消費も弱めの動きが続いている。一方、域外輸出は増加基調を辿っており、これを受けて生産活動は持ち直してきている。この間、財政赤字が大幅に拡大している一部の国に対して主要国が経済支援を行う方針を表明したが、財政再建に向けた取り組みは緒に就いたばかりであるほか、民間格付機関が格下げを行うなど外部環境の悪化もあり、今後もダウンサイド・リスクとして注意していく必要がある。英国経済はポンド安を背景に緩やかな回復の動きが続いている。アジアを中心とした新興国は、内需・外需ともに堅調で、高めの成長を維持している。そうした中で、一部の国では政策金利の引き上げが行われたが、資本流入の動向や景気過熱のリスクについては今後も注視していく必要がある。

一方、我が国経済は、持ち直しの動きが続いており、自律的回復の道筋がよりはっきりとしてきているとみている。世界経済の回復傾向がより鮮明になりつつある状況を踏まえると、基調としては今後もこの傾向は続く

ものとみられる。すなわち、設備投資は、先行指標である機械受注が携帯電話等を除いたベースで増加基調を維持しているなど、持ち直している。住宅投資も下げ止まりの動きが続いている。また個人消費は、百貨店売上高が直近は天候不順の影響を受けているが、1～3月期は約2年振りに前期比プラスに転じたほか、消費者態度指数が3か月連続で改善するなど、回復の動きが続いている。輸出については、引き続き海外経済の改善を背景に増加を続けており、これを背景として生産活動も持ち直しの動きが継続している。雇用・所得環境については、雇用者所得が——先程もご報告があったように——下げ止まりつつあるほか、民間調査では夏の賞与支給額が前年を上回る見通しにあるなど、改善の兆しが窺われる。この間、物価については、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率の持ち直し基調は続いている。

また、金融環境について、前回会合から足許までの状況を振り返ると、幾つかの市場で上下動はあったものの、水準に大きな変化はない。そうした中で、短期金融市場ではTIBOR3か月物金利が低下している。企業金融に関しても、引き続き信用スプレッドは低下基調にあるほか、銀行の貸出スタンスも改善傾向が続いており、総じて緩和傾向にあると窺われる。社債市場も概ね良好な発行環境が維持されている。

次に、経済環境の先行き見通しについて申し上げる。我が国経済の今後の見通しについては、今回取り纏められた展望レポートに違和感はなく、成長率は2010年度には潜在成長率を上回る水準となり、2011年度にはさらに高まり、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率もプラス領域への浮上が展望できるとみている。こうした見通しの背景について若干敷衍申し上げると、まず第一に、米国経済の回復の足取りがよりしっかりとしたものになってきている点が挙げられる。先程申し上げたとおり、底流にあるバランスシート調整のリスクは払拭し切れてはいないものの、輸出の拡大に加え、内需の柱である個人消費の回復基調が鮮明になりつつある。米国経済の回復の動きが続いていくことで、足許世界経済を牽引している新興国経済の拡大基調がより確かなものとなるほか、それが為替円安やそれを背景

とした株高を通じて我が国経済のマインド好転にも資すると考えられる。

第二に、欧州経済については、なお国ごとのばらつきがあり、今後の動向には注意を要するとみられるが、主要国を中心に景気持ち直しの動きははっきりしつつある。足許、大幅な財政赤字を抱えている一部の国を取り巻く外部環境は厳しいものがあるが、EUとIMFの主導により、実体経済とのバランスが取れた財政再建が進み、最終的には大きな混乱は回避される可能性が高いと予想している。

こうした海外経済の動きを踏まえて、第三に、我が国経済の先行きを検討すると、輸出の拡大と、個人消費や設備投資といった内需の持ち直しにより、2011年度にかけて成長率は潜在成長率を上回る水準に高まっていくものとみられる。この過程で、デフレの主因である需給ギャップは縮小を続け、消費者物価（除く生鮮食品）上昇率は大きく改善し、プラスの領域に入ることが展望できるものと考えられる。

最後に、中長期的な期待インフレ率についてであるが、景気が回復基調を辿る中で、期待インフレ率の低下がさらなるデフレを引き起こす悪循環のリスクは相当程度後退してきていると考えられる。その背景としては、内閣府が行った企業行動アンケートにおいて、向こう3～5年間の業界需要の期待成長率が堅調であり、今後3年間の設備投資の伸び率の見通しもV字回復していること、また賃金・雇用の下振れリスクが後退してきていることなどが挙げられる。

これらの諸点を総合的に捉えると、我が国経済は、中長期的な物価安定のもとでの持続的な成長経路へ復する足取りをより確かなものにしていくものとみられ、今回の見通し期間以降、そう遠くない段階でそれが実現することも展望できると考えられる。

次に、「物価安定の理解」に関する意見を申し上げる。この3月に審議委員に就任し、今回私自身初めて「中長期的な物価安定の理解」を検討することとなった。このため、私の理解について簡単にご説明したい。「中長期的な物価安定の理解」を検討するうえでの三つの要素である、のりしろ、国民の物価観、バイアスのうち、まずのりしろについて申し上げる。

のりしろの必要性を検討する視点として、一、名目賃金の硬直性、二、潜在成長率、三、財政政策の発動余地、四、金融システム不安、五、ゼロ金利到達後の政策手段——時間軸政策など——がある。まず、一の観点では、過去 10 年余りで我が国労働者の名目賃金の硬直性は低下し、賃下げによる企業収益の改善が一般的に行われるようになってきており、この点ではのりしろの必要性は低下してきているとみられる。その一方で、この間、非正規社員を中心とした雇用の悪化とともに、賃金の引き下げと物価下落の悪循環に起因する期待インフレ率の下振れリスクが台頭した。足許、こうしたリスクは後退してきているとみられるが、心理面では人々のデフレ意識は払拭されていない惧れがあり、また内外の競争激化に伴い賃金が下押しされやすい環境は今後も続くことが予想される。こういった面からのりしろ確保の必要性は逆に高まるとみられている。二の観点——潜在成長率の観点——であるが、足許潜在成長率が 0% 台半ばと推計されていること、次に三の観点であるが、財政赤字が大幅に拡大してきていることを踏まえると、これらに起因するのりしろの必要性はより高まってきているのではと思われる。四の観点からは、我が国金融システムに対する不安は相対的に軽微であることから、のりしろの必要性は低下しているとみられる。最後に五の観点であるが、四で述べたように、特に金融システム不安が相対的に軽微な現状の我が国においては、将来の緩和政策を事前に約束する時間軸政策は潜在的には強力なツールとみられ、実際にタイムリーに発動できるのであれば、物価ののりしろの必要性は低いとみられる。一方で、実際発動する際のコミュニケーション上の問題や人々の過度なリスクテイクを誘発しかねないといった問題を考慮すると、その機動的な運用には困難も予想される。そうであるとすると、のりしろ確保の必要性は高まってくる。以上の五つの観点を総合すると、我が国におけるのりしろの必要性はより高まっているように窺われる。

続いて、国民の物価観についてであるが、「生活意識に関するアンケート調査」における物価下落に関する回答振りをみると、昨年後半以降、物価下落は「好ましいことだ」という回答が大幅に減少し、「好ましいこと

だ」から「困ったことだ」を差し引いたD Iは、事実上、調査開始以来の最低水準にあるなど、物価下落は好ましいという従来意識は大分変化してきているように窺われる。

最後に、統計上のバイアスであるが、現行の消費者物価指数が抱えている2010年基準対比での上方バイアスは、過去の改定時と同様に、相応程度あることが予想されている。これは単年度の影響に引き直すと軽微とみられ、中長期的な視点では大きな影響はないように窺われる。もっとも、一般の国民にとっては、現状5年に一度実施される基準改定によって消費者物価上昇率の低下だけが認識される可能性が高く、日本銀行と国民とのコミュニケーションを適切に行う観点では、この点を考慮することも必要である。

これらの諸点を総合的に勘案して、私の中長期的な物価安定の水準としては、消費者物価指数で前年比+0.5~+2.0%の範囲で、中心は1%よりも幾分上の値と理解している。また、今後需給ギャップが順調に縮小し、持続的成長経路に復していく過程において、国民の間で物価のアンカーに関する認識がよりしっかり共有されることが重要だと感じている。その意味では、改めて申し上げるまでもないかもしれないが、日本銀行の政策運営に関する情報発信のあり方については、不断の見直しを行っていくことが大切であると考えている。

最後に、金融政策に対する意見を申し上げる。先に述べた景気・物価情勢に関する現状認識と見通し、現時点の金融環境、さらに今回提示した物価安定の理解を踏まえ、次回決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.1%前後で推移するよう促す」という現在の方針を維持して、引き続きその効果の浸透を見極めることが適当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

内外経済・物価情勢の足許と先行きについては、前回会合で述べた判断・評価に変更すべきところはなく、またこれまで述べられた意見と重なる部分も多いので省略し、以下、見通し期間における我が国経済・物価情勢の展望について、メカニズムを中心にみておくことにする。最初に総括判断であるが、足許までの指標をみる限り、我が国経済は持ち直しの動きを続けている。今後、政策効果の反動などから消費や生産が短期的な振れを伴う可能性が高いとみているが、新興国・資源国の経済が拡大を続けるという想定のもと、自律回復の動きが徐々に明確化していき、見通し期間中の成長率を年度で均してみれば、潜在成長率を上回る水準まで高まっていくとみている。もっとも、閉塞感が強く期待成長率が高まらない中であって、グローバル競争や交易条件の悪化が見込まれるもとの、企業の賃金抑制姿勢や二極化現象は今後も続くと思われる。また、消費や投資需要増が輸入や海外シフトを通じて海外へ漏れる部分も増大しているので、自律的回復の力が順調に強まっていくかは不透明であり、成長率の上昇について楽観視すべきでないと考えている。市場では、足許の堅調な経済指標を受けて、1～3月期の実質GDP成長率が年率5%程度にまで強含むとみているようであるが、各種施策の押し上げによるところが大きく、4～6月期以降の反動がどの程度出てくるのか不確実な情勢である。加えて、天候不順や政局といった気がかりな不確定要素もある。IMFなどが世界の経済成長率を上方修正する中で、輸出を中心にマクロの需要回復が継続していけば、企業の賃金抑制姿勢も徐々に緩和していき、波及効果も広がっていくと考えられるので、生産・所得・支出の好循環メカニズム自体が途切れるとは思わないが、成長率の上昇は緩やかなものにならざるを得ないとみている。こうした観点からみれば、展望レポートの2頁目にある「2011年度には更に高まる見通しである」との記述は、ややトーンが強すぎる印象を拭えない。

物価動向については、本日公表された3月のCPIコアの前年比は、前月と同じであった。先行きについても、安定的なインフレ予想のもとで、

マクロの需給バランスの改善が徐々に進むとともに、国際商品市況が新興国・資源国の経済成長を背景として上昇傾向を辿るとみられることから、引き続きマイナス幅を縮小させていくとみている。CPIコアは「2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できる」とした展望レポートの記述についても、特に違和感はない。金融環境についての記述も同様である。

リスク要因については、展望レポートで網羅されているので、ここで詳しく述べないが、特に強調しておきたい点を二つに絞って指摘しておきたいと思う。第一は、緊張感が拭えないギリシャ危機についてである。5月の国債大量償還に向けた資金繰りリスクに加え、財政赤字の下方修正、ソブリンの格下げもあって、ギリシャ国債の利回りが急上昇するとともに、ギリシャの銀行の株価下落も際立っている。問題は流動性ではなくデフォルト・リスクとの見方が強まっている中で、財政、銀行、実体経済の間での悪循環の可能性が高まっているため、ギリシャ危機の帰趨やその金融市場への影響、その他PIIGSへの波及が気になる。足許ポルトガルやアイルランドなどへの波及も見受けられるが、もしそういった国々への波及が本格化すれば、ユーロ圏の銀行は相互に密に関係しているため、欧州全体の信用不安懸念をもたらしかねない。深刻な財政赤字国という観点から同様の問題を抱えている国への飛び火も含めて、注意深くみていく必要がある。

二番目は、日本の期待成長についてである。私は昨年10月の展望レポート会合で、新政権のもと、国内生産のコストを高めるような施策で生産拠点の海外シフトが促進されるリスクと、これまで進まなかった規制緩和の実施で期待成長が高まる可能性について述べた。2010年度、2011年度の私の成長見通しは、新政権への期待も含めてボードの中で最も強気なものであった。今年1月の中間評価でもそうであったが、ただ、その際、企業の国に頼る体質が強まっており、企業の国頼みの姿勢は自立を阻害し期待成長率を低下させるリスクがあると指摘していることから分かるように、時とともに構造調整への取組みの遅れへの懸念が高まっていったのも

確かである。今回の展望レポートでは、新興国・資源国の台頭、我が国を含め先進国の公的債務残高の問題、日本における少子高齢化・人口減少の問題など、内外経済における中長期的な変化や課題を念頭において見通しとリスクを検討するとしており、その重要性に鑑み、私は構造調整の進展に対する期待の低下を 2011 年度成長率の下方修正という形である程度織り込んだ。

このように問題が山積している中で、構造調整がなかなか進まない今日の日本経済の状況を踏まえると、ギリシャがEUに甘えて問題に真剣に取り組まず状況を大きく悪化させてしまったのと同様、日本の問題もより一層深刻になりかねない。成長基盤強化には、金融機関による取り組みも重要であり、そのことをもっと認識してもらい、かつ実際に行動に移してもらうために、日本銀行として資金供給面で何らかの形で支援することができないか、皆様と同様にこれからオープンな形で検討していくことに賛成である。

次に、二つの柱による点検についてであるが、執行部案に違和感はない。ただ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについては上下両方向にほぼバランスした状態であるとみていることに加え、第2の柱で、緩和的な金融環境が長期間維持されるとの期待が高まるリスクについて、指摘しておきたいと思う。これによってゾンビ企業を存続させ、成長戦略に対しては逆効果となる可能性もあるし、経済や物価の安定を損ねることにつながる何らかの不均衡の蓄積をもたらす可能性がある。実際に超低金利が継続している中、物価指数でみた物価の安定だけでなく、資産価格や信用量、投資動向などもしっかりチェックし続ける必要があると思う。

以上の点検を踏まえれば、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こと、物価安定のもとでの持続的成長経路への復帰を粘り強くサポートしていくことが極めて重要だと考えられる。こうした考え方のもとで、次回決定会合までの金融政策運営方針については、現状維持が適当だと思う。執行部におかれては難しいとは思いますが、市場機能への配慮も宜しく願います。

3月の追加緩和の理由が市場にとって納得のいくものとなっていないため、市場からはこれまでの金融政策の枠組みを変更したとの声も聞かれている。こうした状況のままでは、政治や市場からの執拗な催促や観測報道が後を絶たず、政策に対する信認が揺らぐことにもなりかねない。これまで実施してきた政策を、現在の金融政策運営の枠組みの中で再整理し、現行の枠組みに何ら変更は加えていないということを粘り強く説明していく必要があると思っている。

なお、市場には新型オペの増額やその期限の延長を今後の選択肢として指摘する向きがかなりいるが、現状でもいくつか問題点の指摘が聞かれるようになっている。一点目は、調節にかかるリスクである。すなわち、固定金利オペはタームが長く、按分比率が低いため、必要な資金量を機動的に調達しにくいとの指摘が、以前から聞かれていた。実際、固定金利オペの残高確保のために既存オペの頻度が低下したため、短めのタームの資金調達が難しくなり、レポ・レートが上昇するといった副作用が現れているとの声が聞かれている。二点目は、お金の流れについてである。レポとコールの間の裁定がほとんどみられない中、レポ・レートを抑えるために資金供給を増やすと、資金調達の日銀依存を高めてしまう。また新型オペに取り敢えず応じて当座預金に積んでおくということも多々あるようであり、金の巡りが悪化しているように思われる。三点目は、金融機関の収益に与える影響である。すなわち、市場連動型貸出の基準金利であるTIBORが低下すれば、貸出利鞘の縮小を通じて金融機関の収益悪化に繋がる可能性がある。これが金融機関のリスクテイク能力に影響を及ぼすようなことがあれば、固定金利オペ拡充の目的に相反することになる。このようなコストを考えると、現時点では、今後、こういった政策を拡大していくことは難しいように思っている。

最後に、私の「中長期的な物価安定の理解」については、数値を決める際の検討項目であるバイアス、のりしろ、国民の物価観についての見方に変更はなく、これまでどおり、1%よりもゼロ%に近いプラスを中心に考えている、ということである。一点、のりしろについては、今次金融危機

を経験して、より高めるべきとの議論もあるが、危機時には金利機能が働かなくなっていたので、金利のバッファーがかなりあったとしても、政策手段としては十分ではなかったと思っている。めったに起こらない大きな金融危機を意識して、のりしろを高めを持つことは、その十分性について定かでないことと、インフレのコスト——資源配分の歪みやインフレの変動リスクの増大など——を考えると、望ましいとは思わないので、今回これまでの考え方を必要はないと思っている。どの物価を用いるのかについても、これまでどおり、今のところ消費者物価（除く生鮮食品）でみるのがよいと思っている。

なお、昨年12月に実施した「『中長期的な物価安定の理解』の明確化」において、ゼロ%以下のマイナスの値は許容しておらず、委員の大勢は1%程度が中心であることを強調したこともあり、市場では、日本銀行としての望ましいインフレ率が1%、と捉え、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比が+1%になるまで利上げはないとか、+1%になるまで追加緩和があり得るといった声が聞かれることがある。しかし、私の理解の中心値はこれよりも低いことは既に述べたとおりであり、このような捉え方は間違った考えである。これについては、このような誤解を生むような言い方が我々サイドからなされてきたことも否めない。しかし分かりやすいからといって1%を強調し過ぎると、2008年夏のように資源価格高騰によって消費者物価指数（除く生鮮）の前年比が+2.4%まで上昇した時に引締めをしない説明が難しくなるし、プラスのインフレ率が展望できるとしても、それが1%よりもかなり低かった時に、第2の柱から利上げが必要になったとしても、利上げが難しくなってくる。ピンポイントにすると、国民の関心も物価指数の数値により向けられがちになると思う。現在のように様々な構造変化への対応が必要とされており、かつ均衡からかなり乖離している時には、物価を巡る不確実性が高く、1%を強調するのではなく2%以下のプラスということを重視する方が、物価安定のもとでの持続的成長を中長期的に実現していくうえで大事だと思っている。以上である。

白川議長

ここで2時間37分経っているので、一旦休憩を入れる。時間的にやや中途半端であるが、再開は11時50分とする。

(11時37分中断、11時48分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日は、委員方から、展望レポートと当面の金融政策運営方針に加えて、日本銀行として日本経済の成長基盤の強化に資する新たな取組みを行うことを検討してはどうかというご意見も出された。そこで討議のセッションを二つに分けて、まず展望レポートにおける経済・物価情勢に関する議論を行い、次に成長基盤の強化に資する新たな取組みも含めて、金融政策の運営方針に関する議論を行いたいと思う。

まず、展望レポートにおける経済・物価情勢の検討、あるいは「中長期的な物価安定の理解」についてである。展望レポートを議論する会合では、いつも自分自身がどういうふうに発言するのが議論の進行上良いか、大変迷う。自分自身は色々と言いたいことはあるが、ここで意見を開陳すると、時間的になかなか厳しくなる。ただ、皆さんのご意見を聞いていると、私自身の考えとそう大きな違いはなく、基本的には同じような感じであるので、自分自身の感想はところどころで申し上げることにしたい。展望レポートについては、皆さんが大筋、執行部の原案——これまでの決定会合の議論を踏まえたもの——で違和感がないということであったと思う。展望レポートは先行き2年程度の経済を議論する訳であるが、今の日本経済を考えると、短期循環的な問題と、構造的ないし中長期、あるいは西村副総裁の言葉を借りると付加価値創造力に関する問題の両方ともが非常に大事であるという思いを強くする。展望レポートの射程上、どうしても短期循環の方に力点が置かれるのはある程度仕方がないが、今の日本経済を考えると、後者の問題もしっかりと受止める必要がある。そうでないと金

融政策の議論も含めて、経済の分析が完結しないように思う。そういう意味で、今回の展望レポートの前文に日本経済あるいは世界経済の置かれた状況についての基本的な認識、課題を書いていることは、何人の方もおっしゃっていたが、私も非常に共感するところである。取り敢えず、短期循環的な側面を中心とした景気の見通しであるが、我が国の経済は回復傾向を辿るとみられるという展望レポートの原案に、皆さんは違和感を表明されていなかったと受止めている。多くのポイントがあるが、敢えて幾つかの点を申し上げますと、一つは、これまで景気を持ち直させてきた大きな要因であった各種施策の評価である。耐久消費財に関する各種の対策自体は2010年度中には完了するので、その需要刺激効果は次第に薄れていくということが第一点である。二つ目は、新興国・資源国の力強い成長を背景に輸出は増加を続けるということである。三番目は、こうした輸出あるいは生産の増加も背景に、これまでの固定費削減努力もあり、企業収益が回復してきて、それに伴って設備投資も持ち直してくる。四番目に、企業活動が活発化するにつれて雇用・所得環境の改善も次第に明確化してくる。その結果、個人消費や住宅投資の伸び率も高まっていくというロジックが展望レポートに書かれていると思う。

物価についてであるが、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するという想定のもとで、マクロ的な需給バランスが徐々に改善することから、消費者物価の前年比は下落幅が縮小し、2011年度中にはプラスの領域に入る可能性が展望できると思われる。リスク評価であるが、色々な整理の仕方は勿論可能であるが、展望レポートでは、景気のリスク評価を四点に分けて評価している。一、新興国・資源国経済の動向、二、先進国経済の動向、三、国際金融面での様々な動き、四、企業の中長期的な成長期待の動向である。私自身もこのように認識している。最初の新興国・資源国経済の動向に関するリスクであるが、先週ワシントンで一連の国際会議に出席した。そこでも改めて新興国の中央銀行総裁あるいは大蔵大臣から、景気の過熱、資本の流入あるいは最終的な資本の逆流に対する問題意識が従来以上に表明されたと感じた。先程、ブラジル等の名前が引拠されたが、

ブラジル、メキシコ、シンガポールあるいは中国もそうであるが、資源国市場に関する問題意識が確実に高まっている感じがした。先進国経済のバランスシート調整の問題については、これまで何度も議論してきたので今日は省略する。国際金融面での様々な動きも、この見出しのもとで色々なリスクが勿論あり得る訳であるが、やはり一番大きいのは、ギリシャ問題に代表されるように、財政のリスクに対してどのようにそれぞれの国が取り組んでいくのかということであろうと思う。これも皆さんの認識と全く同じである。それから、企業の中長期的な成長期待の動向という面で見ると、日本経済において趨勢的に潜在成長率が下がってきているあるいは生産性が伸びてこない、それが企業の中長期的な悲観論に繋がっているという感じが強くしている。私は、今四つ上げた中でも——それぞれ大事であるが——、四番目の問題が日本経済の直面する最も大きな問題であると各経済主体が認識して、そのうえで取り組んでいくことが大事であるし、逆にそのことがないと、大きなリスク要因になっていくという感じがしている。また、物価のリスク評価であるが、展望レポートでは、最初に、景気の上振れ・下振れ要因の顕在化による影響、二つ目に、中長期的な予想物価上昇率の動向、それから輸入物価の動向、マクロ的な需給バランスを把握するうえでの不確実性等を挙げているが、私も同じ認識である。リスク認識を聞きながら私自身が感じたことは、昨年10月の展望レポートを作成した時、あるいは今年の1月に中間評価を行った時のリスク・バランスの評価に関する皆さんの議論と今回の議論を比較した場合に、今回の方がよりリスクがバランスする方向に議論が移ってきているということである。委員の方によっては、若干景気の下振れの方に重きを置くというご発言もあったが、8名の委員全体からすると、リスクはよりバランスする方向になってきたという感じがする。皆さんの議論を聞いて、私自身も共感することではあるが、今回の展望レポートを公表していく時に、従来にも増して数字ではなく、経済のメカニズム、ロジックを丁寧に説明していくことが大事であると強く認識している。以上が展望レポートの関係である。

それから、「中長期的な物価安定の理解」に関する皆さんの意見表明で

あるが、今回宮尾委員が新たに加わったが、宮尾委員は先程おっしゃったように下限が+0.5%で上限が+2.0%、中央値としては+1%よりも幾分上であるという表現であった。西村副総裁が従来に比べて若干進化したということで幾分の数字の修正はあったが、その他の委員の方は従来の考え方と変わりはない——従来、日本銀行が対外的に明らかにしている理解の考え方と同じである——と受止めた。つまり「中長期的な物価安定の理解」は「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」ということで、従来の表現を変える必要はないと受止めた。次に、自分自身の考えを多少申し上げたい。私自身の数字的な意味での理解は先程申し上げたことと変わりはないが、多少要素に分けて考えた場合に、どんな風を感じているかということである。まず、バイアスについては、色々な統計の改善努力がなされている訳であり、以前この議論が活発であった頃に比べると、バイアスは小さくなっていると思う。いずれにしても私自身は、バイアスが小さくなっているか、大きくなっているかということも然ることながら、そのバイアスの一つの構成要素である品質について、我々自身が品質を明確に定義できて、そのうえで、バイアスが定量的に幾らだと計測できるという発想自体が必ずしも適切ではないという思いをより深くしている。バイアスは、多分上にも下にもあるという感じがしている。それから、のりしろであるが、のりしろというものが必要であるという考え方には共感している。そのうえで、今回のブランチール等のIMFの論文にもあるように、今回ゼロ金利制約に直面したのでのりしろをより大きく取った方が良いのではないかという議論については、自分自身はかなり疑問に感じている。つまり、実際にゼロ金利制約に直面するのはどんな時なのかを考えた場合、一つは、大きく金融システムが壊れた時、もう一つは、今の日本経済もそうであるが、潜在成長率がじわじわと下がってくる時である。その場合にゼロ金利制約がシリアスな問題になってくる訳である。そういう時に、金利の下げ幅がもう1%あるいは2%あれば今の状況が変わったのであろうかということ、問題の大きさ——そのマグニチュード——、それから金利の下げ幅の問題と

というのはあまりにもバランスを欠いているという感じがしている。そういう意味で、私自身はのりしろが何がしかあった方が良いという立場ではあるが、今回ブランチャール等が言っていることは説得的ではないと感じている。三つ目の要素である物価観——長く続いたある物価上昇時のもとで形成される中長期的な予想インフレ率——は大事な要素の一つだと思う。結局、ある物価の状態が長く続くと、経済主体の行動がそのもとで調整されていくことになる。賃金の下方硬直性が消えていくというのも基本的にはやはりそういうことだろうと思う。そういう意味で、日本経済が過去何十年間続けた経済・物価の状況から大きく乖離した物価の数字というのは、やはり望ましくないと思う。そういうことを全部考えたうえで、今我々自身が発表している「物価安定の理解」を変更する理由はないと感じている。大事なことは、我々自身が、物価に関して、先程申し上げた状況の中長期的にみて望ましいと考えているということが正確に理解されることだと思う。それがアンカーということである。そのアンカーということとは、今申し上げたような意味で、日本銀行の姿勢が理解されているということだと思う。あまり特定の数字にスティックするということではなく、日本銀行の基本的な政策の構えであろうと私自身は思っている。以上が展望レポートと「中長期的な物価安定の理解」の総括であるが、ご意見があれば願います。

須田委員

先程述べたが、私自身あるいは山口副総裁も少しおっしゃっていたが、手前は少し強気であるが、その先は慎重である。亀崎委員も少し長めのところは慎重な見方をされた。今、足許は短期的には良くて、多分1~3月もかなりGDPは高い可能性がある。勿論、在庫や色々な要素があるので、中身の評価は難しいが、マーケットの数字はかなり高い。マーケットの今の成長見通しをみていると、今年度が高くて、来年度が低い。我々も暦年でみれば、当然今年が非常に高くて、来年が低い。好循環メカニズムが、政策効果もなくなった中で、高まっていくと強く主張できて、成長率がよ

り高くなっていく——数字のうえではそうなっているが——と、メカニズムで考えた時に、そこまで言えるのだろうかという思いがある。少し強過ぎるのではないか。数字の話ではなくて、自分達が考えているメカニズムでそう言い切って良いのだろうかという思いはしている。

亀崎委員

その点については、私も、間違いなく今上振れていて、新興国も強い、世界経済全体もかなりこの1年でショックがあったので、戻ってきている。問題はこの先、先程も説明があったように、米国は相当緩やかになっていくだろう。時間がかかるだろう。住宅事情、失業・雇用状態をみるとそうである。欧州はもっと厳しい。新興国のこの強さは、これから引締めという形になっていって、今以上に加速することはまずないだろう。加速されていかないだろう。となると、問題は、輸出や政策効果で繋がっている日本経済の牽引役が、自律回復に向けてどのようにバトンタッチされていくのかである。そこのところがうまくバトンタッチされていけば、力が蓄えられて自律回復に繋がっていく。一番不確定なのは、今は強いが、それが日本経済の自律回復にうまくバトンタッチされていくかどうかということである。海外をみても、まだ不安な状況があるので、私としては、2010年度の後半辺りを若干慎重にみないといけないのではないかという意味で、下振れの方をみている。

野田委員

そういった意味では、私が申し上げたように経済活動の水準自体が低い——そこからスタートしている——と思う。そうとすると、不確実性そのものは、確かに議長が総括されたように、よりバランスしているものの、不確実性という言い方をすると、まだかなり高い。歴史的にと言うと、どこから取るのかという問題もあるが。不確実性の平均値はなかなか掴みにくいが、感覚的にはまだ相当不確実性が残っていると思う。それが先行きの見通しを下振れさせるのか、リスク要因としてみるのかは、それぞれの

委員の見方によって違ってくると思うが、議論としては、須田委員と亀崎委員に近い感じは持っている。

山口副総裁

私は全体としてはこの中心シナリオに違和感はないと申し上げたうえで、敢えてリスクのばらつきについて言うと、須田委員が理解されたようなことだと申し上げた訳である。一応シナリオとしてはそうなると考えているが、少し気になる要素を言えば、先程述べたようなことであって、シナリオ自体、あるいはメカニズム自体をこの展望レポートの取り纏め方から変えなければならぬとは思っていない。

須田委員

当然、成長は高く、2年とも高い成長であるということだけで良いと思う。わざわざ成長が来年度に向けてもっと高まっていくとまで言えるのか。潜在成長率よりも高い成長が2年続くということが良いのではないか。

中村委員

2010年、それから2011年について高い成長が続くということをコメントしたが、さらにはということには言わなかった。冒頭でも、前のレベルに戻る訳ではないということが書いてあるが、潜在成長率を超えるレベルではあると思う。それがどうなるのかは、やはりかなり不確定要素があると私も思う。

宮尾委員

私は先程の意見表明で、2011年度は「さらに高まり」と申し上げた。その理由というか、私なりのロジックであるが、米国経済の先行きに関して、もしかしたら、他の委員よりも少し楽観的にみているのかもしれない。逆にいうと、それがポイントであると思う。米国経済については、何だかんだ言いながらあれだけの経済力と人的資本を抱えているので、しっかり

と回復していくという期待も込めてみている。従って、新興国経済の成長と米国経済の成長、回復はしっかり噛み合いながら進んでいくと考えている。それは金融市況面において、為替レートのドル高、円安という基調に繋がる。日本の場合、為替が円安になると、株高にも波及するので、人々のマインド面への影響も無視できない。このように米国経済がしっかり回復することを前提に、色々なものが好循環していくということを基本シナリオに置いているので、2011年度は成長がより高まるという見方を中心シナリオとしている。

白川議長

展望レポートにおける経済・物価情勢、あるいは「中長期的な物価安定の理解」について、追加的な意見表明はあるか。ないようであれば、次に金融政策運営に議論を移したいと思う。

このセッションでは、先程委員方から意見が出された日本経済の成長基盤の強化に資する新たな取組みについての議論を行いたいと思う。色々な議論が関連しているが、議論の効率性を考えて、先にこの件について、議論の叩き台として執行部からどのようなことが考え得るか、まず説明をお願いする。

雨宮企画局長

それでは、委員方からご意見のあった「成長を支援していくために」ということであるが、多くの委員のご発言を纏めると、第一に、イノベーションや新規市場の開拓といったことを通じて成長基盤を強化することが不可欠である。二つ目は、しかしこれは第一義的には、あくまで民間の努力でやるべきであって、その中でも、例えば金融機関の目利きが重要になるというご指摘もあった。それを踏まえたうえで、三番目として、中央銀行として、そうした民間の努力を後押しするようなことができないか、という三点位だったと思う。そういうこととして中央銀行は何ができるかというのと、やはり私共の持っている資金供給手段をもって、そうした成長分野

や成長事業の資金調達を支援していくということになろうかと思う。こうした仕事は、過去も情勢に応じて日本銀行は行ったことがある。パターンとしては、三つ位考えられる。

一つ目は、このような特定の分野の資金調達にかかる金融資産を新たに担保化するとか、あるいは買い入れるといった方法で、例えば 2003 年、2004 年に行ったような A B S、A B C P に対する措置がある。二つ目は、そうした適格担保と特定の担保とを紐付ける格好で、有利な資金供給を行うというものである。これはまさしく昨年行った企業金融支援特別オペで、企業の担保を持ってくれば 0.1% で貸す——紐付けで資金供給をする——というものである。三つ目として、そうした特定の金融資産に着目するのではなく、むしろ金融機関の融資活動に着目したうえで、その関連する分野に対する金融機関の融資活動を資金面でサポートしていくという方法である。金融資産ではなく、金融機関行動に着目する。これに近い措置としては、例えば 1998～1999 年に行った企業金融支援臨時貸出制度がある。これは、当時の金融システム不安、企業金融逼迫感のもとで、企業向けの貸出を増やした金融機関に対して増加額の一定割合を日本銀行が後からリファイナンスするという制度であった。この三つのタイプのうち、初めの二つについては、ご議論のあったような狙いを実現するうえで、現段階では難しい問題がある。一つ目は、まずそうしたカテゴリーの資産がほとんどないということと、極めてリスクが大きいということである。例えば、民間のベンチャー法人の投資証券で上場されているものは二つしかないし、金額も僅少で、非常にリスクが高い。あるいはベンチャーとか研究開発にかかる仕組み商品というのは、アイデアとしてはあり得るし、これはオープンで良いと思うが、残念ながら、そうした C L O というようなものがあるかと言うと、まだない段階である。従って、仮に現時点でこうした対応を図ることが難しいとすると、やはり第三の類型で、ご議論もあつたとおり、金融機関の自助努力を後押しするという点で考えると、実際、既に民間金融機関もこうした分野の取組みをビジネスチャンスとして位置付けて、様々な取組み——例えば行内の特別融資制度を作るとか——を

始めているようであるので、そうした取組みを申告してもらって、日本銀行は、それを資金面で後押しするという方法はあるかと思う。ただし、これを進めるうえでは、相当詰めるべき点があるかと思う。一つは、対象となる事業や融資活動の範囲をどうやって確定するのか、それと民間金融機関サイドのニーズに合致した金利や条件をどういうふうを設定するのか、あと日本銀行サイドとしてどのように審査するのかといった点である。これを詰めるとすると、やはり本行内部での検討に加えて、民間との意見交換が必要になると思うので、その意味で、もしこれを進めるのであれば、ある程度の時間を頂きたいと思う。極めて技術的には以上である。

あと、極めて技術的でない、大きな——これも委員からご指摘のあった——中央銀行の金融政策との関係をどう考えるかという点で、これはむしろご議論のところだと思うので、一言だけコメント申し上げておくと、確かにこういう作業は、通常狭い意味での金融調節——オーバーナイトにターゲットを設けて行う金融調節——とは少し違う世界だと思うが、日本銀行がこれまでそういうことをした時には、例えば去年のCP・社債買入れの時も、幾つかの条件を設定した。企業金融の逼迫がマイクロで起きるのではなくて、企業金融全体が逼迫していること、その中で、中央銀行がその使命に照らして入ることが適切であること、バランスシートの健全性に留意すること、といった基準であったし、少し違うが、例えばLLRの四原則というのもそうした考え方である。恐らく、今度もこれを考える場合には、日本銀行の目的との関係、財務の健全性との関係、それと中央銀行が入ることの意義等について、性格付けをきちんとしていくことになるかと思う。以上である。

白川議長

これから議論に入る。最初に通常の調節方針の方であるが、私自身もそうであるが、皆さんも無担保コールレートの誘導目標は現状維持ということであったと思う。今直前に報告のあった成長基盤の強化についての検討は後から行うが、金融政策の運営については、皆さん極めて緩和的な金融

環境を維持していくという考えであったと思う。日本銀行として、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することが極めて重要な課題だと認識している。従って、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というご意見であったと思う。金融調節を考えていくうえで、一点だけ議論というか、私自身の観察を申し上げたい。すなわち、3月の会合で増額した新型オペの効果も含めて、現在の金融市場をどうみるのかということである。この点、執行部の報告にもあったが、ターム物金利の低下、あるいは貸出金利の低下を促進していく面で効果があったというのが一つの事実である。しかし一方で、執行部の報告にもあったし、それから委員の意見表明の中にもあったが、短期金融市場の機能が低下していくことへの懸念も表明された。それから、貸出金利が下がることは企業にとっては確かにプラスであるが、金融機関の利鞘が大きく圧縮されると、金融機関自身が貸出をしていく能力を削いでしまうことにもなりかねない。そういう意味で、この新型オペというのは、一方のプラスと他方のマイナスを意識しながらどういう運営が良いのかを考えて、そのうえで昨年12月と今年3月にああいう決定をした訳であるが、改めて我々自身のそういう思考の枠組み自体は引き続き変わっていないし、大事なポイントだと受止めた。それからもう一つ、先程、企画局から報告があったが、企業金融の状況について、アンケート調査で確認すると、今回は前回比少し改善しているという動きがあって、これはエンカレッジな動きだと思う。金利自体は前と同じであっても、その金利の持つ金融緩和効果が強まっている訳であるし、それがラグを経て経済に染み渡っていく訳であるから、そういう意味でエンカレッジな動きであったと私自身は受止めた。

そのうえで、先程の成長基盤の強化に資する日本銀行の貢献、役割であるが、中身に入る前に私自身の感想を一つだけ申し上げたい。先程の展望レポートの時にも申し上げたが、日本経済が今直面している問題は、短期循環的な話と中長期的な話と両方あることを強く感じている。リーマン破綻以降の世界的な経済の落ち込みの影響から脱して、物価安定のもとでの

持続的成長経路に復帰するという循環的な課題は、これはこれで勿論大事である。しかし、今我々が直面している最大の問題は、成長して復帰する軌道それ自体が段々低くなってきているということである。言い換えると、人口の減少や生産性の低下のもとで成長率が趨勢的に低下してきているという問題に、どう対応するかということである。前者の短期循環的な話は、まさしく金融政策の射程であるが、後者の問題は、通常の意味での金融政策の射程よりもう少し長い話である。しかし、この長い射程の話が物価の下落という形で影響を及ぼしている訳である。そういう意味で、私の理解だと、デフレの問題という形で多くの人がフラストレーションを持つ多くの部分は、実は成長力の問題に最終的に帰着するという感じがしている。そういう認識に立った場合に、中央銀行が自ら有する機能を使って果たし得る貢献がないかどうかを真摯に検討することは、中央銀行の姿勢として必要なことだと自分自身は思っている。皆さんがおっしゃったことも表現の仕方は違うと思うが、同じような認識であったと私は受止めた。そのように申し上げたうえで、この件について全員が意見を表明された訳ではなかったの、意見を表明されていなかった方も含めて、ご意見があったらお願いします。

宮尾委員

私は先程の中では意見を表明していなかったの、申し上げたいと思う。他の委員の皆様方あるいは今白川議長が言われたことに私自身も違和感はない。日本銀行が色々な側面から——あらゆる側面から——できることは何かないのかを考えなければいけないということは、まさにそのとおりである。中長期的な成長力を高めるために、もし何かできることがあれば、それは是非検討していかなければいけないと思っている。しかし一方で、先程も指摘があったように、やはり日本銀行の政策の目的であるとか、その意義であるとか、慎重に考えなければならない点もあるかと思う。そういった点について慎重に検討したうえで、有効な手段があればその方向を検討することは大変重要だと思っている。以上である。

須田委員

私自身も、結果的には、やはり物価の問題は、生産性を上げていくことが凄く重要だと感じているので、結果論として、それが我々の政策の目的に資するとは思いますが、物価をみながらやっていくという問題ではないということである。これは多分、本当に個別色が強くなってしまう可能性もあるし、今の状態はどんなところでも二極化していて、良いところと悪いところがあるので、良いところを伸ばしていくことが重要ではあるが、何かやっても、それは凄く難しいと思っている。だから、実際に資金供給という意味で、どれだけ貢献できるか分からないが、やはりこの問題が大事である、金融機関にきちっとこの問題が重要だということを認識してもらい、そのスタートというか、そのきっかけを作っていくことが我々にとって大事だという思いが強い。だから、量で判断するのではなく、成長するところにお金が流れていくことが必要なので、ここが上手くいけば金融機関にとってもプラスになるということで、そういうことに貢献できたら良いと思う。だから、今はどちらかという知恵の勝負だと意識している。難しいとは思いますが、執行部と我々と皆で一生懸命議論して何か良いものができるという思いがある。

西村副総裁

須田委員の論点は非常に重要で、また量の話と混同されるのが一番怖い。これはまさに質の話であるということは、少なくとも考え方としては明確に我々の中ではシェアする必要があると思う。

中村委員

政策の位置付けについて、私自身は、これは通常の金融政策とは少し違い、むしろ金融の仲介機能を補うものと理解している。こうしたことも中央銀行の一つの役割ではないかと思う。これは金利のサブシディとは少し違うと思うし、足許、弱くなっている金融の仲介機能を本行が後押しする

ことによって改善していくのであれば、継続的にずっとやらなければいけないことでもないと思う。

野田委員

この時点で、まだ具体的な設計ができていない段階で、あまり議論も進みにくいのかもしれないが、懸念されるほど量が増えてくるということになると、やはり我々の本流というか、金融政策の中心のマクロ金融政策と今考えようとしていることとの相克というか、両立が可能なのかどうかという問題が出てくる。今の段階では老婆心かもしれないが、そういうことについても、先をよくみたらうえで、その辺を設計をしていかなければいけない。さらに言えば、本流の政策は勿論我々は疎かにできないということをもう一度確認したうえで、この新しく取り込む政策を、先程、白川議長はこういう成長戦略支援は射程が長いとおっしゃったが、その射程の長さと言うか、この施策をどこまで続けるかという判断が論点になると思う。従って、そこも今日ということではないが、よく議論しなければいけないと今思っている。

須田委員

その問題は、成長基盤がどうかといった時に、やはり公的なものがいっつも要るとするのはおかしいと思うので、これは早く止めなくてはいけない。こういうことができるのだと民間が認識したら止めないと、民間でなくて何か公的なサポートがあってできるというのは、成長戦略では本来あり得ないと思っている。

野田委員

だから、その辺のスタンスも皆で確認したうえで、ゴーということにしないといけないということを申し上げている。

亀崎委員

日本銀行は、戦後ずいぶん制度的な活動をやってきたが、その後日本経済が成熟化し、しかも金融自由化等々があつて、最近こういう施策はほとんどなくなっている。1946年からの凄惨な施策をやっているが、最近になって——今のような状況になって——やっていない。この20年間、日本経済の停滞感、閉塞感は非常に顕著であつて、また今デフレにある中で、光を当てなければいけないのはやはり日本企業の成長だということを、国民全部、企業主体も政府も金融機関も持たなければいけない。企業金融支援特別オペを行った時も私はこの場で申し上げたが、企業金融支援特別オペによって金利も非常に低下したが、言ってみれば、金融機関の既存貸出をバック・ファイナンスするというような感じもなきにしもあらずであつた。私は、それをソフト・タッチと言うならば、金融機関の先の企業を支援するハード・タッチはできないのかということとその時も考えた。そういう意味から言えば、私は、日本銀行がデフレ脱却のためにやっている今の金融調節のほかに、日本銀行としてできる範囲の何か、例えば、先程もお話があつた1998年の企業への臨時貸出のような施策——先程須田委員がおっしゃったように、単に資金供給の量というよりも、こういう日本経済の停滞感、デフレ脱却に国家を挙げて戦っていくのだという姿勢をみせるような施策——が採れるのであれば、非常に大きな意味があるのではないかと思う。そのためには、あまり恣意性のある、あるいは一部の先だけに恩恵があるというものではなくて、多くの先にあまねく同じような機会があり、しかもそれが成長に資するのであれば、非常に大きな意味があるのではないかと思う。そうであれば、日本銀行がデフレ脱却には生産性の向上が必要だという主張を自ら後押しできるため、私は賛成したい、是非推進していきたいと思う。仕組みは非常に難しいとは思ふが、できることならば是非これを実現していきたいと思う。

野田委員

かつてのような制度金融というか、産業金融というか、そういう姿では

決してないということは重要なポイントであるな。

山口副総裁

先程、須田委員が言われたことであるが、まだ具体的に中身が固まっていけないので、非常に議論がしにくいということがあると思う。そのうえで、日本経済の成長力に対して、それなりに強い危機感を抱くのだとすると、我々のアクションについて、なるべく短期で店じまいをした方が良く考えるのか、我々の諸々の政策目的との関係でぎりぎりの長さを追求していくと考えるのか、この辺りは議論になるところだと思う。従って、これから先具体案を纏めていく中で、十分検討していく事項かという気がしている。

須田委員

長く、ある程度ぎりぎりということも分かるが、その時に金融政策との関係が、例えばこれをやりながら利上げもできるのかとなると、対話も難しくなると思う。私は、こういうことであるならば、これをやりながら利上げも大いにあり得ると思うのだが、上手くそういうことが伝わるかどうかも含めて考えていく必要があると思う。

中村委員

実際に融資を行うのは民間の金融機関である。だから、どこにニーズがあるのか、相当議論する必要がある。期間の問題にしても、短いと施策の意味がないということであれば考えなければいけない。やはり民間金融機関とざっくばらんに話していくということしかない。

野田委員

予めその出口までの期間というのは、今の段階では勿論のこと、具体的な設計ができた時もかなり難しい判断と言えは難しいだろう。ポイントは先程どなたかがおっしゃったように、あくまでも金融機関が本気になって

そういう信用創造をやってくれるか、そういう新しい分野ないしは成長分野を開拓するに当たっての信用創造に本気になるかどうかポイントなので、予断は持っていないが、敢えて言えば、一定の期間——金融機関の本気度を見極める期間——は必要なのだろうという気はしている。現時点では。

白川議長

これから執行部に対して検討をお願いして、ある段階で検討の結果をここに持ち込んでもらって議論する訳であるから、今日の段階では勿論細かいことは議論するべきではないと思う。ただ、検討するに当たって、この辺に特に気をつけて欲しいという観点で、今幾つかのご意見が出ている。自分なりにそういう点として幾つか申し上げると——皆さんの意見とそう違うものではないが——、一つは、通常の意味での金融政策の遂行能力に対して将来に亘って悪影響が出ないようにしないとイケないということである。そういう意味で、これは制度設計というか、実際の運用なのかもしれないが、いずれにせよ、通常金融政策の遂行能力への影響が一つの論点だと思う。それから、この施策を行う時には、個別産業や個別企業に対するミクロ的な資源配分に直接介入する方法ではなくて、あくまでも民間金融機関あるいは民間企業の自主的な取組みを資金供給面から支援するという事だと思ふ。我々自身の意識としては、日本銀行は公務員ではないが、民間からみると日本銀行はやはりパブリックな存在であるから、日本銀行の存在それ自身がミクロ的な資源配分に介入するということになる要素を秘めていることも事実だと思う。できるだけそのようなことがないような形で、民間の取組みを活かしていくことをどう設計していくかだと思ふ。それから、日本銀行の資産の健全性にも十分配慮をしないとイケない。また、日本銀行がこういうことをやる時の姿勢として、自分自身は、民間金融機関で今取組みが遅れているから、彼等を啓蒙するのだという意識は必ずしも適切ではないと思ふ。民間金融機関もそれは必死になって考えているのだと思ふ。そのうえで、なかなか上手くできない。同じこ

とが恐らく民間企業についても当てはまる。そういう意味では、日本銀行自身が高みから啓蒙するということではなく、ともに考えていく。その中で、日本銀行としてできることがあればそれを行っていくという、そういう姿勢が望ましいと思う。

本日、こういう施策を検討するということを発表した時に、当然記者会見の席では、この内容が具体的でないだけに、色々な質問が出てくる訳だが、勿論内容が決まっていけないので細かいことは言えない。しかし、その結果として、あまり想像が広がってくると、これはこれで困る訳である。一つ一つの疑問に明快に否定したり肯定したりするのはなかなかできにくい性格であるから、その辺の発言の基本スタンスも大事になってくると思う。私自身は、基本スタンスはやはり民間金融機関の取組みを支援していくということだと思っている。多分それは皆さんの共通の理解だと思う。

本件に関して、追加的なご意見はないか。この日本経済の成長基盤の強化に資する新たな取組みについては、日本銀行として、民間金融機関による取組みを資金供給面から支援する方法を検討していくことが必要ではないかというご意見だったと思う。具体的な措置については、そのスキームや効果、留意点などについて、実務面の詳細な検討に加え、金融機関との間で制度設計にかかる意見交換を行う必要があると考えられる。今回の決定会合では、執行部に対し、今後具体的な検討を行い、その検討状況を報告するよう、指示を出したいと思う。この点については、金融市場調節方針とともに、金融政策決定会合終了後、直ちに公表したいと思うので、事務局に文案を用意してもらったうえで、議案を取り纏めていきたいと思う。なお、展望レポートの基本的見解について、これは文案はまた後から議論するが、本日 15 時に公表する予定となっている。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言をお願いしたいと思う。野田財務副大臣お願いする。

野田財務副大臣

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、厳しい状況にある。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、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。

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、今般成立した平成 22 年度予算を着実に執行するとともに、「新成長戦略（基本方針）」の具体化を行い、その実現を図っていく。

日本銀行におかれても、デフレ克服に粘り強く取り組む決意を示されているところであり、引き続き政府との緊密な連携のもとで、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。

また、本日の展望レポートの公表に当たっては、引き続き極めて緩和的な金融環境を維持していく方針を十分にご説明頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

津村内閣府大臣政務官お願いする。

津村内閣府大臣政務官

我が国の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、厳しい状況にある。平成 22 年度から実施される高校実質無償化の影響を除くと、消費者物価指数の基調の動きは、マイナス幅が縮小するものの緩やかな下落が続くと見込まれる。このような経済認識について、政府と日本銀行の間で大きな相違はない。我が国経済の当面の課題は、雇用を確保しつつ、確実な景気回復とデフレの克服を図ることである。政府は、日本銀行と一体となって、できるだけ早期のプラスの物価上昇率実現に向けて取り組んでいくことが重要であると考えている。政府としては、緊急経済対策と平成 22 年度予算に盛り込まれた施策等を、

着実かつ的確に実施していく。また、「新成長戦略（基本方針）」の施策の追加と具体化を進め、今後の経済成長の姿を描くとともに、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、「ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない」としたうえで、「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。本日決定される展望レポートの内容が、ただ今述べた日本銀行の物価安定の理解に照らしてどのように評価できるのか、また整合性が確保されているのかが重要と考える。日本銀行におかれては、早期のデフレ克服を目指すとともに、経済を下支えされるよう期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針の議案、成長基盤強化の観点から民間金融機関による取組みを資金供給面から支援する方法についての検討指示を含めた対外公表文の取り纏めを行いたいと思う。それでは、執行部は金融市場調節方針、対外公表文の二つの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

雨宮企画局長

それでは読み上げる。一枚目は調節方針、二枚目が金融政策運営についての発表文である。まず、調節方針——議長案——である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%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。」である。

二枚目、「当面の金融政策運営について」である。「2010年4月30日。

日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0.1%前後で推移するよう促す。2. 本日の政策委員会・金融政策決定会合では、「経済・物価情勢の展望」に関する検討を行なった。会合では、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の認識のもと、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方針が確認された。併せて、現下の日本経済の状況を踏まえると、成長基盤の強化を図ることが必要であるとの認識が確認された。こうした認識に基づき、日本銀行としても、成長基盤の強化に資する新たな取り組みを行うことが必要である、との考え方が共有された。このような議論を受けて、議長は、成長基盤強化の観点から、民間金融機関による取り組みを資金供給面から支援する方法について検討を行い、改めて報告するよう、執行部に指示した。以上。」である。

白川議長

文言について何かあるか。

それでは最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針、次に対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者の方々には一時退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

[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

中曾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。

[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。事務局は対外公表の準備を始めて頂きたい。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、委員方には、成長率やインフレ率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の変更なしに丸をつけ、封筒に入れて提出をして頂きたい。

雨宮企画局長

ご報告申し上げます。変更なしである。数字はこのままであるので、宜しければ文章のご議論に。

白川議長

それでは、見通し計数・分布の最終案が確定したので、基本的見解の取り纏めに入りたいと思う。ご意見あるか。

雨宮企画局長

先程の「更に」の部分について、執行部から考え方を補足させて頂きたいと思う。ご議論があったとおり、毎回この展望レポートの原案を作る時は、循環的な要素とやや中長期的あるいは構造的な要因をどう書き分けるか非常に悩むところであった。特に今回は、先程来ご議論があったとおり、中長期的な課題をどの程度意識するのかが非常に難しい重要なポイントであった。そのため、1頁目にいわば基本的な問題設定をわざわざ作って、そうした問題があるのだということを述べたうえで、リスク要因の中でも、この企業の中長期的な成長期待の動向ということをもう一度取り上げて詳しく書いた。その意味では、やや中長期的にご懸念があるという点をこういうところで読めるようにしたうえで、取り敢えず標準シナリオとして、ある程度そうした中長期的な問題やリスクを念頭に置いたうえで、循環的な力をどう評価するかというように整理すると考えた訳である。その場合、むしろこれは委員方のご議論ではあるが、数字にとらわれずに、このメカニズムの問題として、2010年度、2011年度の両年度がほぼ同じような位置付けなのか、あるいは2009年度の冒頭のあれだけ大きな落ち込みの後、2009年にピックアップが始まり、2010年にはそのピックアップが少しずつ強さを増し、2011年度に向けて回復に繋がっていく。そのプロセスでは、恐らく輸出の増加が企業収益に繋がり、設備投資の回復、さらにそれが雇用・所得環境の改善に繋がっていくというメカニズムを考えると、「更に」という言葉がどうかはともかく、両年度同等というよりは、むしろ2010年に潜在成長率を上回って、さらに強まるというメカニズムなのかと考えて書いたということである。

西村副総裁

最初私もこれを読んだ時は、ごく単純に考えて、こう上がっていくのだろうという感じがしたが、先程皆さんのご議論をお聞きして、ここに「更に」を入れて、アクセレレートして強さを出す必要があるのかという気がしてきた。「更に」がどの位のアクセレレーションかは微妙なところだが、

私を含めて、然程大きなアクセレーションになるということではなく——潜在成長率を上回るような状態になるということは全くなく——、若干上がると言えばそのとおりだが、それがさらに高まるとするとアクセレーションのモメンタムが付くような印象を受けるので、これはいささか強いかと思う。私もどうすべきか悩んでいるので、皆様のご意見をお聞きしたいと思う。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

もう少し弱めて書いたらという気はする。例えば「徐々に」。「徐々に」と言ったらおかしいか。

白川議長

2頁のシャドーがかかっているところの「潜在成長率を上回る水準となると見込まれ、2011年度には」の後、「更に」を取った場合には代わりの表現としてどういうものがあるか。

須田委員

「更に」より「徐々に」という方がまだ弱いかという気がしたが、あまり日本語として良くないだろうか。

山口副総裁

参考計数がレポートの書き方を決めるということはあるとはいけないが、中央値をみると+1.8%と+2.0%である。この計数から須田委員のご意見が出ている訳ではないということは十分理解しているが、そのうえで引き続き高い成長率を続ける見通しであるといった書き振りでも良いのかもしれない。

白川議長

感覚的には皆共有していると思う。どういう文章にすれば良いかという話である。「徐々に」と言う場合、「2011 年度には」と言った後、もっと期間があれば……。

野田委員

また混ぜ返してしまうが、メカニズムとしては——数字の上でもそうであるが——2010 年度の後半に少し一服感が出る訳であるな。それが自律的回復にまた伝わっていくということからすると、メカニズムとしては、モメンタムは少なくとも 2010 年度のモメンタムよりも強いという議論ではなかったのかという感じは持っている。ただ、数字で置き換えると、2010 年度の一時的な一服が少し下に押し下げるということで、数字の上でそう出てくる。しかし、モメンタムとしては、少しずつ大きくなっていくというのが共通認識ではなかったかと私は理解している。

白川議長

私もそのように認識している。

野田委員

それが「更に」というように繋がるかどうかは、また別の問題かもしれない。

白川議長

多分、須田委員がおっしゃったのは、皆がシェアしているその感覚より、「更に高まる」と言うと少し言葉上強いのではないかと。

須田委員

そうである。強い。

白川議長

ただ、少し強いかという感覚はあるが、さは然りながら、上手い表現がそうあるかという感じもある。私自身、あまり強いこだわりがどちらにしてもある訳ではないが。

須田委員

数字でということではないのだが、市場は逆をみている。2010年度の方が2011年度よりも高いという見通しを持っている方が多い。そういう時に、例えばこの2010年度の数字が想定よりも強いと出てきた時に、我々が「いやいやこう書いてはあるがメカニズムとしては別に想定どおりである」と言えるのであれば良いが、「更に」と付いていたら、2010年度が凄く高くて2011年度が下がってしまったら、メカニズムとしてはやはり合っていないのではないかという言い方にならないか懸念している。数字ではなく、高い成長が続くということだけにしておいた方が、変な議論を呼ばないのではないかと。

白川議長

マーケットがどのような反応をするかということも勿論気にはするが、先程から段々と整理した形で、基本的には成長のメカニズムが少しずつ強まっていくという共通の理解があるとすれば、マーケットがこうみているからということをあまり意識するのもどうかと思う。

須田委員

輸出の伸びも弱くなってくるし、政策効果もなくなってきた、今度はどうバトン・タッチするかといった時に、その力は少しずつは高まるだろうが、それほど強くないだろうと思うので、結果的に「更に」というのは強過ぎるというのが私自身の評価である。

野田委員

短期的な循環メカニズムという議論が先程あって、短期的にみるとやはり循環メカニズムがよりワークすると理解をするのが、私も自然だと思っているし、少なくともここ 2~3 回の議論はそういうことではなかったかと思う。繰り返しになってしまうかもしれないが、そこをどういうふうに表示するのか、我々の参考値と離れてどういう表現をするのかというのは、そう言われると私も苦慮するのだが。

白川議長

ぴったりの表現というのは……。

野田委員

少しずつメカニズムが働いていくということを表示するので、「更に高まる」というのは然程違和感はないのだが。「更に」というのは相当落差があるような印象を与えるというのであれば他の言葉を、「更に高まる」というのを「徐々に高まる」とか。

雨宮企画局長

もしここだけであれば「幾分」、英語でいうと「somewhat」にするというのはあるが。

野田委員

「幾分」とか「更に」というのは、メカニズムのことを言っている訳だから、どちらかというところ。我々は予めから主張してきている訳だから。そうは言っても、成長率と言っているのだから、これは。

中村委員

「更に」というと、かなり強いインパクトがある。

白川議長

ここは主語が「成長率」だから、そういう意味では、なかなか代わる表現があまりないと感じている。私自身は、強くこの原案が良いと思っている訳でもないが、これに代わる上手い表現もないと思っている。

野田委員

仮に、ここが「2011 年度には一段と高まる」と書いてあったら、これは如何かという気がするが。「更に」というのは「そのうえに」ということだから、良いかという気もする。言われれば、全く違和感がないとは言えないが、許容できるかなという感じである。

白川議長

正確を期そうとすると、ますます数字にスティックした表現になってきて、それは多分須田委員の意図したことと逆の方に行ってしまうと思う。だから、なかなか難しいような気もする。

亀崎委員

下振れリスクを今意識しなければいけないと私が言ったのは、2010 年度の後半に反動が来て少し弱くなるだろうと。そうするとメカニズムとしては 2011 年に強くならないと、この数字には——数字を言ってはいけな
いかもしれないが——ならない。だから、メカニズムから言ってもやはり 2010 年の後半に弱くなる訳だから、その後は強くならないと、こういうようにはなっていない。リスクは色々後で書いてあるので、メインシナリオとしては、今述べたようなメカニズムを考えれば、この表現はあっても良いのではないかと思う。

白川議長

皆さんもそういう感じであれば、須田委員の方から何かこういう表現であればというご提案があればではあるが、なければ今の表現でどうかと思

う。多分このレポート全体を読んでもらえば、我々の一歩でも慎重な感じというのは十分理解してもらえらると思うし、参考計数の位置付けではあるが、数字上、さらに一段と高まっている訳ではないという姿になっているので、そういうことで宜しいか。

須田委員

了解した。

津村内閣府大臣政務官

少し宜しいか。今のご議論は 20 頁と対応していると思われるのだが、「さらに」というのが 20 頁は平仮名になっている。

雨宮企画局長

20 頁は背景説明なので、後で適切に修正しておく。

津村内閣府大臣政務官

申し訳ない。くだらないことを。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、採決に移りたいと思う。

[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ます。賛成 8、全員一致である。

白川議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」については、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 5 月 1 日土曜日の 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収する。

VII. 議事要旨（4 月 6～7 日開催分）の承認

白川議長

次に、4 月 6、7 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。議事要旨の案については既に配付済みであるが、ご異議はないか。ないようであれば採決に移りたいと思う。

[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

この議事要旨は 5 月 10 日月曜日 8 時 50 分に対外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を全て終了した。次回は、5 月 20、21 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 13 時 18 分の予定である。

白川議長

解禁時刻が 13 時 18 分と決まった。以上をもって閉会とするが、報道の

解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時13分閉会)

以 上