

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年3月14日（12:01～14:45）

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（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 櫻井 充 財務副大臣  
内閣府 末松義規 内閣府副大臣

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	楢田誠希
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
政策委員会室副参事	宮崎 丈
企画局企画調整課長	千田英継
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	中嶋基晴

## I. 開会、金融政策決定会合の日程変更の提案・承認

(12 時 01 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。初めに、政策委員会議長として、今回の金融政策決定会合の取り進め方について提案させて頂く。先週末の3月11日、東北地方太平洋沖地震が発生し、東北・関東地方を中心に大きな被害が生じている。こうした状況を踏まえ、日本銀行としても、この地震が我が国の経済金融情勢に与える影響を点検したうえで、金融政策運営方針を速やかに決定・公表していくことが、国民心理の安定や金融資本市場の安定を確保するうえで重要だと思う。このため、本日と明日の二日間で行う予定であった会合の日程を変更し、ただ今より会合を開催して、本日中に会合を終了するよう議事を進めたいと思うが如何か。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

皆様方の全員のご賛同を頂いたので、本日中に終了するよう議事を進めさせて頂く。

それでは、本日の議事進行をご説明する。まず、執行部から、地震の影響を中心に、金融経済情勢について報告を受けたいと思う。今回は、最初に、金融・決済システム等への地震の影響を確認する観点から、金融・決済システムの稼働状況や本行のこれまでの対応等について、雨宮理事から報告してもらおう。その後は、海外経済情勢以外の説明では、地震の影響や今後の見通し・留意点等を中心に、現時点での情報を報告してもらおう。順番は、これまでの会合どおり、金融調節・金融為替市場動向、海外経済情勢、国内経済情勢、金融環境の順に説明してもらおう。執行部からの報告後

は、金融経済情勢と当面の金融政策運営等について、纏めて討議を行いたいと思う。その際、まず、私よりポイントを整理させて頂いたうえで、委員の皆様自由に討議して頂くという形で議事を進めたいと思う。

政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣、内閣府からは末松義規副大臣である。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。

## Ⅱ. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、執行部からの報告に入る。報告ごとに質疑応答の時間を取ることにする。

### 1. 東北地方太平洋沖地震の金融・決済システム等への影響

白川議長

最初に、雨宮理事から、東北地方太平洋沖地震の金融・決済システム等への影響について報告を受ける。

雨宮理事

それでは、私からは、大地震の金融・決済あるいは本行業務面、金融インフラへの影響についてご報告申し上げる。なお、本日の市場動向とマーケットのセンチメント、これは後程、外山金融市場局長から、また实体经济を今後点検するうえでの留意点については、後程、門間調査統計局長からご報告申し上げるので、冒頭の私からのご報告は当面の影響に絞って申し上げます。恐縮だが、直近の情報まで入れるためにお手許資料はない。口頭で申し上げますので、お聞き頂きたい。報告のポイントは三点ある。一つ目は、被災地における金融・決済インフラの状況、二つ目が、日本銀行の

この間の業務対応、三つ目が、我が国全体としての金融・決済システムの運行状況、という三点である。

一つ目の被災地の状況について申し上げる。まず、今週末の状況であるが、ご案内のとおり、被災地——東北地方——を中心に、多数の店舗が被災しATMがかなり稼働を停止した。ただし、この間、預金の円滑な支払いに応じるため、民間金融機関で休日営業等の取組みが広がった。例えば、地方銀行を申し上げると、宮城県の七十七銀行では全 142 店舗中 51 店舗をオープン、あるいは岩手県の岩手銀行では 109 店舗中 86 店舗をオープンと、大きな被害を被る中で、各行とも最大限の業務継続、金融インフラの維持に取り組んだ。それから、本日以降の状況である。各金融機関は本日以降も被災店舗の安全を確認のうえ、可能な限り店舗を開く方向である。この点、朗報は、東北地方の電力の供給が少しずつ回復してきているということである。秋田と山形ではもう停電が解消している。もっとも、宮城、福島金融機関のほとんどは、一部店舗の休業やATMが稼働できない状況を余儀なくされている。ただし、こうした地域の地方銀行、第二地方銀行、信金において、一部を除いて、資金・証券決済及び資金繰り面で大きな支障が見込まれるとの報告は受けていない。一部を除いてと申し上げたのは、これは報道でも出ているが、宮古、石巻、気仙沼地区の信用金庫については、法人単位で業務継続が困難化しており、例えば、為替の受発信をフリーズするといった措置を講じている。もう一点、手形交換所の稼働状況にも支障が出ていて、この地区は 6 県あるが、73 か所の交換所がある。このうち、今のところ 25 か所の交換所は業務停止ということであるが、先程、5 分ほど前、青森は 14 交換所全部停止だったが、明日から全交換所開始ということで、こちらも少しずつ事態は改善しているということかと思う。以上が被災地の状況である。

二つ目が、日本銀行のこれまでの業務面での対応である。まず、被災状況等を申し上げると、東北の支店を中心に建物、設備に一部損壊はあったものの、金庫を含め、日本銀行の業務上の支障はなかった。そのうえで、初動態勢であるが、ご案内のとおり、地震発生 14 時 46 分の後、直ち

に——15 時であるが——白川総裁を本部長とする災害対策本部を設置した。その後、意を用いたのが、適切な情報発信である。15 時 31 分に第 1 報として地震関連情報を出した後、その後も金融情勢を周知徹底するために、連続的に情報を発信しており、本日第 7 報までを発信したところである。それから金融上の措置であるが、11 日の夜、金融大臣と日本銀行総裁の連名で「災害に対する金融上の措置について」を発表している。それから、この二日間の現金供給である。先程申し上げたとおり、被災地の金融機関はできるだけオープンして預金の払い戻し等に取り組んだが、この 12 日、13 日の二日間にかけて、13 行庫に対して計 546.6 億円の現金の直取りを実施した。因みに、この地区の支店の平均の現取りは——元々、日銀から現金を持っていく量は、日によって物凄く変動するが——、敢えて平均を取ると、この 4 か店では大体一日 115 億円であるので、この二日間で 546.6 億円というのは、相当の規模であったということが、数字の上からも確認できるかと思う。このような現金供給に努めたところである。それから、対金融機関貸出であるが、11 日金曜日の夕刻に、短資会社を含む 4 先に対して、補完貸付を実施している。以上が、日本銀行の業務運営であった。

最後に、三つ目の、全体としての決済・金融システムの稼働状況である。まず、私共の日銀ネットについては、11 日の地震発生後も正常稼働を続け、11 日は通常どおり業務を処理・終了しているし、本日も正常に稼働している。このほかの、民間決済システムであるが、冒頭申し上げた地方の手形交換所の一部を除いて、全銀システム、東京手形交換所、あるいは保振、各証券取引所等、いずれも正常に稼働している。それから、これまでのところ、大手金融機関の決済・資金繰り、後程、外山金融市場局長から申し上げるが、手許のキャッシュというか資金需要は非常に強いのだが、資金繰り、決済面としては大きな支障が見込まれるという報告は受けていない。以上が決済・金融システム全体の動きである。

今後の課題であるが、二点だけ触れさせて頂きたい。この後、東北地方では恐らく損傷銀行券の引換え需要が相当出てくるであろうから、それも

含め応援体制をどう整えるかということが一点。それから、何と云っても計画停電への対応ということが、金融セクターのみならず、これは全日本であるが、重要な課題になろうかと考えている。日本銀行の場合には、日本橋本店と府中分館はこの対象ではないが、戸田分館のほか4支店がこの対象になっているので、この対応が課題になろうかと思っている。

以上纏めると、今回の地震により被災地の金融インフラに多大な被害が生じた訳だが、各民間金融機関のご努力あるいは日本銀行のサポートなどにより、何とか金融ライフラインは維持できた部分が多いということと、全体として日本の決済・金融システムに大きな混乱は避けられているということかと思われる。ただし、何と云っても、まだ地震の被害の全貌が明らかになっていないし、ただ今申し上げた計画停電に対する対応等もあるので、引き続き情報収集等に努めていきたいと考えている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

野田委員

金曜日に4先に補完貸付をしたという話であったが、これは何か理由があるのか。

雨宮理事

これは、最終的に赤になってしまったというより、翌日始まった時の資金繰りのために、手許を厚めに持っておきたかったという理由である。

野田委員

今日のためにであるな。

雨宮理事

そうである。実際の決済需要のために。11日に取引で支障が生じたと

いうことではない。

須田委員

計画停電への対応を少しリスクとして認識しているが、これを上手くやっていくというか、あるいはどういうところを気にしてリスクとして認識されているかを伺いたい。

雨宮理事

まず、計画停電の影響は、金融機関だけでなく全産業界や個人生活にも関係してくる。金融だけに限って申し上げると、今申し上げたとおりに、いわば中枢の中核である日銀ネットは対象外であることに加えて、民間金融機関のメイン・センターはいずれも計画停電対象地域外に存在するので、その意味では、大きな問題になっているという報告は受けていない。ただし、それぞれの支店・ATM等については、やはり場所によっては停電中は自家発電に切り替える、あるいはそうした設備がないところは止まるということもあるので、その間はリスク要因としてみていく必要があるかと思う。ただ、繰り返しになるが、メイン・センターは対象外に存在するところが多いと聞いている。

野田委員

バックアップ・センターについてのリスクはどうか。

雨宮理事

それは、リスクとして二つある。一つは、スイッチする時に上手くいかない、二つ目は、事故が起きた時にバックアップ・センターがその対象になっている、それがリスク要因になるかもしれない。

亀崎委員

本行——戸田分館と4支店——で対象になっているところは、自家発電

等の対応で大丈夫か。

雨宮理事

そうである。

野田委員

自家発電の場合は、重油なのか。

雨宮理事

重油である。従って、今のところは、日本銀行はかなり長期間維持できる体制は整えているが、これは時間との勝負であるので、続く期間次第では自家発燃料——重油であるが——の追加手当てについても、やはり調達を検討する必要は出てこようかと考えている。

須田委員

損傷銀行券の交換で、仙台支店に技術者を派遣するといった時、高速道路に行くということであったが、今の輸送インフラは十分なのか。

雨宮理事

ご指摘のとおり、まず、新幹線の復旧の目途が立っていないので、自動車で行かなければいけない。自動車の輸送については、緊急車両認定を取得したのでそれは大丈夫である。ただし、実は、この後、次第に問題が出てくるだろうが、損傷銀行券の引換えのための人員を送るとともに、生活物資も必要になるので、そういう全般の搬送計画も含めて今計画を作っている段階である。幸い搬送のための緊急車両認定が取れたので、ここのハードルは一つクリアしたと考えている。

野田委員

緊急事態に関してだが、さらなる緊急事態として戸田分館がダウンした

場合は、どういうことを考えておけば良いのか。

雨宮理事

戸田分館については、二重三重にもダウンした時の手当てを付けている。まずは、戸田分館がダウンした時は、本店の発券センターがバックアップ・センターとして機能する体制を整えているので、もし万が一そういうことになれば、そういう対応をすることになるかと思う。

野田委員

それはフィージブルなのだな。

雨宮理事

これは、普段からずっと訓練などもやっている。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 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

ないようであれば、次に金融調節、金融・為替市場動向に移りたいと思う。

外山金融市場局長

金融調節の運営実績と最近の金融・為替市場の動向について申し上げる。お手許に配った、資料-1、2 参考計表【追加】は、長期金利と株価と為替を除いて、事前にお配りしたものと変更ない。それから、図表 2-20 のところに、過去の大地震発生前後の市場動向を付けている。まず図表 1-1、金融調節の運営について申し上げるが、実績については、無担保コールレート（オーバーナイト物）が前回決定会合以降 0.084~0.098%という

ことだけ申し上げておきたい。本日のオペ運営であるが、朝方、コール市場で寄り付きで小額出合った後、オファーが消えるという状況となった。これを受けて、9時01分に即日オペを7兆円オファーした。都銀、系統と短資を中心に5.1兆円の応札があった。さらに、第一回目で満額応札した金融機関のニーズがなお残っているとみられたことや、短資会社等において、朝一番では担保繰りが見通せず、応札できなかったというところもあったので、10時30分に即日オペ5兆円を追加オファーした。二回目には、都銀、短資等から2.5兆円の応札があった。また、レポ市場でも出合いが少ない状況となっていたことから、9時30分に国債現先オペを久し振りにスポネ物で3兆円オファーした。証券会社を中心に2.4兆円の応札があった。この後であるが、今のところ午後についても、さらなる即日オペ及びT+1物の共通担保オペをそれぞれ3兆円オファーする予定にしている。

それから、マーケットの動向について申し上げる。前回決定会合以降は、地震発生まで、主なマーケットは、リビア情勢の緊迫化やサウジアラビアによる原油増産等を材料に、神経質な展開を辿っていた。地震当日であるが、株価は海外投資家を中心に先物の大量の売りがみられた。個別株では、鉱業、卸売、保険などを中心に売られた。債券市場でも、リスク回避姿勢が強まって、先物主導で上昇した。為替は、地震直後は円売りが優勢となつて、ドルは83円29銭まで上昇したが、保険会社が海外資産を売却し、日本に送金するとの投機的思惑から、その後は円高が進行した。本日のマーケットであるが、株価は寄り付きは10,044円と1万円台を保ったが、ほぼ全業種で大きく下落した。特に、保険、石油・石炭、電気・ガスは大幅下落した。中でも、東電はストップ安となった。一方、建設、金属等は復興需要を当て込んで買われているといった動きもみられた。この結果、日経平均の前場は、前日比464円安の9,789円で引けている。また、J-REITもこれ以上に大きく売り込まれて、東証REIT指数は、1,000ポイントを割り込んで前場は999.5ポイントで引けている。被災地域に物件を保有するREITは限られていることから、海外投資家による売りが



から、株価が下落すれば、海外投資家による円売り材料にもなり得ること、といったことを指摘し、一方的な円高には振れにくいのではないかとみる向きが大勢である。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

社債市場であるが、取引が成立していないというか、全く機能していないという認識で良いか。元々、予定していた発行がどうなったのかや、流通市場がどうなっているのかを伺いたい。

外山金融市場局長

流通市場についてであるが、リーマン・ショックの時は、やはり同じような膠着状態が続き、この時にはサムライ債がまず売られるというところからスタートした。今回、年度末を控えているということもあって、投資家は今のところ我慢している。ただ、リスクとしては、在庫を抱えている証券会社が耐えられなくなってくると、投げ売りをしてくる可能性もあると指摘されている。

須田委員

金融機関はかなり資金を囲い込みたい、持ちたいというその主たる動機は何なのか。

外山金融市場局長

金融機関が資金を調達する為替スワップ市場あるいはコール市場といったところで、これまでと同様に出し手が資金を出してくれないかもしれないといったことが一つある。また、企業の方が、CPの発行はなかなか難しいとしても、クレジット・ラインをドロー・ダウンすることにより

銀行からお金を下ろしている——既に打診も来ている——ということで、預貸が振れる可能性もある。従って、金融機関としては、できるだけ手厚く資金を保持しておきたいということである。こういったニーズは都銀において特に強いようで、今朝方も即日オペを二回、一回当たりの限度額を5,000億円で実施したが、都銀についてはそれぞれ満額まで取ったうえで、まだ取りたいというニーズも聞かれている。

#### 亀崎委員

金融機関はそういう動きだが、企業の方も、やはりこういう時はなるべく多く手許に資金を置いておくために、海外にある資金を前回のよう引き揚げてくるということもある。しかし、今おっしゃったような理由で一方向的に振れにくいとしても、非常に早く80円60銭位まで行って、今、82円まで戻ってきている。先程おっしゃった理由で、これが持続するかどうかはまだまだ分からない感じもする。

#### 外山金融市場局長

特に、保険会社が保険金の支払い等で——神戸の時にみられたように——海外で投資していた債券を売却して、資金を引き揚げるのではないかという思惑がマーケットで広がった。実は、海外でも、そういった思惑は広がって、米債も少し売られたが、実際には、そのような回金の動きはまだ一切起こっていない。マーケットが、そうするのではないかという思惑で勝手に動いている。実際には、地震保険については、政府が再保険をしているとか、あるいは、今回、通常の保険では地震について免責条項があるので、保険金の支払いがあるとしても、かなり経ってからであり、また金額も限られるのではないかといった冷静な見方が、本邦のディーラーからは聞かれている。そういったことで、海外の投資家が材料として色々なマーケットを動かそうとしているというのが現在の姿であろうと思っている。

白川議長

前回の時には、実際のレパトリの動きがあったのかどうか。それはどの程度であったのか。

外山金融市場局長

その時は、実際にあった。その時は、ヘッジなしで生保が海外にかなり投資していたので、それなりに纏まった金額のレパトリが暫くしてからあったと言われている。

白川議長

それは1~3月中にあったということか。

外山金融市場局長

3月位までであった。ただ、その時に円高が進行したのは、元々、メキシコ危機がその直前にあって、ドル安の地合いだったということや、当時は日米貿易摩擦があり、米国政府としても円高に追い込むというか、そのような姿勢をみせていたといったことがあった。基本的には、そちらの方で円高に進んだと我々はみている。

白川議長

そうだと思うが、海外の投資家を中心に、今おっしゃったようにレパトリの連想があるので、その意味で、そういう連想に対してファクチュアルにそうではないということを、ある程度ここは丁寧に言わなければいけないということもあって、今お聞きした。

外山金融市場局長

マーケットからは、本日の白川議長の記者会見で円高に対する警戒感を示して頂きたいといったような声も出ている。

白川議長

ただ、根拠のあるとかないとかということではなく、例えば、レパトリなどについて、やんわり言えることがもしあるのであればと思った。時間の関係でこれ以上聞かないが。

山口副総裁

今日のオペは総額で幾らになりそうか。

外山金融市場局長

オファーで良いか。

山口副総裁

オファーベースで良い。7兆円、5兆円、3兆円をオファー済みというところまで聞いたが、全体としては幾らになるのか。

外山金融市場局長

午後に3兆円を二つ……。

山口副総裁

二つで6兆円。そうすると、オファー額は合計で21兆円ということか。

外山金融市場局長

総額はそうである。そのうち、即日オペのオファーが7兆円、5兆円、午後の3兆円ということで15兆円である。ただ、午前中のオペはいずれも札割れしているなので、そこまで供給される訳ではない。

山口副総裁

21兆円のオファーというのは、今まで行ったことはあるか。

外山金融市場局長

私はない。

山口副総裁

「私」にかかわらず、前例はあるのか。

雨宮理事

7兆円段階で史上最大であったので。

外山金融市場局長

一回当たりということではそうである。

雨宮理事

一回当たり史上最も大きいオペである。

山口副総裁

日中21兆円というのも、今まで例をみないのか。

雨宮理事

ないと思う。

白川議長

これは記憶なので、後で数字を必ず入れて頂きたい。

外山金融市場局長

分かった。

山口副総裁

各マーケットについて一応の説明は聞いたが、雰囲気を多少文学的に言

うと、どういうことなのか。例えば、インターバンク市場はどのような状態と評価したら良いのか。国債市場やクレジット市場はどう評価したら良いのか。外山金融市場局長なりの文学的表現でどう評価するのか教えて頂けないか。

外山金融市場局長

私はあまり文学的な素養はないが、インターバンクについては、日本銀行が大量に資金を供給していることもあって、そういう意味では、慌てて資金を取るといった動きに繋がっている訳ではない。比較的落ち着いているという展開になってきていると思う。国債市場についても、年限別に売り買いが交錯しており、超長期の方は、先程の保険会社の換金売りが、これは実際に行っているということではないが、そういう思惑をマーケットで囃し立てることによって、やや金利が上昇しているが、短中期債や10年物位までは、リスク回避的な動きから買われている。ただし、当初、株価の下落がこれほど大きかったために、それにつられる程度まで大きく買われるかと思っていたが、そこまでは行っていない。比較的落ち着いた動きということで良いのではないかと思う。これに対して、クレジット市場の方は、できれば売却したいという投資家はいるが、買ってくれる、捨ってくれるところが見当たらない中で、手をこまねいて様子を見ていざるを得ないということである。一つ諦めに似た境地が支配しているといったようなところかもしれない。

白川議長

インターバンク市場だが、市場自体は慌てて取り急ぐ感じはないのだが、一方で、あれだけオペを打っている。そういう意味では、金融機関の資金抱え込み需要は高まっていると評価して良いか。

外山金融市場局長

そうである。

雨宮理事

市場でばたばたしていないのは、逆にこれだけの本行オペをやったからであって、潜在的にはやはり抱えたいという気持ちは強い。従って、市場ごとにそれぞれ特徴はあるが、今ご説明したような、短期金融市場において金融機関が手許を厚めに、それこそ1兆円持ちたいという希望や、一応お話とはいえ、レパト里的な話が出るとか、あるいは社債の流通市場がなくなるということ、これら全部に共通した特徴は、いわゆるリスク回避である。やはり、それが基本的な特徴なのではないかと思われる。

野田委員

先程おっしゃったところで、思いのほか落ち着いている。金曜日辺りの先物から株式は下がっているが、ある程度、想定範囲内と言えれば範囲内である。おっしゃるように、債券がもう少し暴れるかと思ったら、そうでもない。そういう意味では、最初に外山金融市場局長がおっしゃったように、比較的落ち着いた動きという総括でソフアー良いのか。

外山金融市場局長

債券市場については、ソフアーそういう感じだと思う。

須田委員

クレジット市場は、格付けに関係なく全て市場として止まってしまっているということか。

外山金融市場局長

そうである。

雨宮理事

今日はそうである。

外山金融市場局長

もう一切取引はみられていない。

中村委員

しかし、投げ売りはしたくないと。

外山金融市場局長

そうである。

雨宮理事

どこかではするかもしれないが。

外山金融市場局長

どこかで、特に証券会社が持ち堪えられなくなって売却をするリスクはあると思う。

雨宮理事

今日は、報道やマーケットをみていると、さすがに本行の大規模オペはセンチメントとしてはかなり効いているように思う。実際、7兆円のオファーの後、株がちょっと止まり、為替が戻ったということがある。ただ、逆に言うと、そこで止まっている面がある。株も460円で止まった後、実は、銘柄別にみると相変わらず売り一色——売り気配のまま——で、出合いが付いて止まった訳ではない。その意味では、債券市場などはもう少し酷いことになるかと思っていたが、そこまでではなかった。しかし、マーケットのバックグラウンドにある心理状態としては、かなりフラジャイルとみていた方が良いでしょう。私は思う。

亀崎委員

今、株価や為替が少し戻したというのは、大量の資金供給が効いているのだな。

山口副総裁

株価はまた下がってきている。

雨宮理事

従って、止まったが、銘柄別にみると、ほとんどが売り気配で止まっているので、出合いが付いて止まった訳ではない。

亀崎委員

そうであるな。

西村副総裁

これはやはり事実上シーズアップしたと言った方が、多分正確だろう。とにかく、事実上、中央銀行がマーケットの役割をできるところは、何とかなっているというところであるな。

雨宮理事

あと、一瞬、先物はサーキット・ブレーカーが出たので。

山口副総裁

決定会合での結果待ちという感じは強いのか。

外山金融市場局長

多分、今回の決定会合について、まだその被災状況の分析が必ずしもできていないことと、朝方から大量に資金を潤沢に供給したということなので、明確に何らかの決定がなされるといった期待が強まっている訳ではな

い。ただ、敢えて言えば、基金の増額や適格担保の要件緩和といったことに言及する市場参加者はいないことはないということで、何とも言えない。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

それでは次に、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、海外経済について、本日はポイントのみ報告させて頂く。先程お配りした資料－3、参考計表【追加】をご覧頂ければと思う。この1か月間の経済指標をみると、各国とも比較的良好な内容のものが多く、世界経済全体としては回復を続けていることが確認できたと思っている。一方、原油価格については、北アフリカ、中東情勢の緊迫化から、前回会合時から約20%上昇している。これまでは、食料品価格の上昇から、新興国のインフレ率のプラス幅拡大が目立っていたが、ここに来て、先進国においても、インフレが拡大の兆しをみせている。また、原油価格の上昇によって、消費国から産油国へ所得移転が発生している。現在のところ、世界経済は順調に回復を続けていることから、交易利得の変化を通じた所得分配の影響が目立っては現れてはいないが、今後の動きについて、注目すべき点と考えている。

各国別、地域別のポイントである。図表1、米国経済であるが、株価上昇や財政刺激策の効果を受けて、個人消費が堅調に推移しているほか、輸出も新興国向けを中心に増加を続けている。個人消費は、1月は大雪の影響や年末の高い伸びの反動から伸びが鈍化してはいるが、均してみれば、堅調に推移している。自動車販売は増加を続け、年率1,300万台に達しているし、消費者コンフィデンスの先行きの景気に対する見方が改善するな

ど、個人消費は堅調さを維持している。一方、住宅着工は、低水準の動きが続き、住宅価格も引き続き軟調に推移している。家計のバランスシートを悪化させる方向で作用し続けている。この間、設備投資は全体として緩やかな増加にとどまっている。貿易収支は、1月は再び赤字幅が拡大に転じている。この間、生産活動は輸出のほか、国内向けの堅調な個人消費を背景に出荷が増加する中、増勢基調が続く見込みである。雇用環境については、失業率が8.9%まで低下している。ただ、その低下の全てが雇用環境の改善を反映している訳ではなく、失業給付の切れた労働者の市場退出による労働参加率の低下が寄与していることから、相当割り引いておく必要があると思う。最後に、物価についてみると、総合ベースの消費者物価については、原油価格の上昇によって、足許プラス幅が拡大している。コアベースの消費者物価についても、帰属家賃の下げ止まりから、プラス幅が幾分拡大している。今後、国際商品市況の上昇分の転嫁が進み、製品価格やサービス価格を押し上げていくことになるのかどうか、ここをよくみて参りたいと思っている。以上、米国である。

次に、図表 2-1、ユーロエリアであるが、国ごとのばらつきを伴いながらも、輸出の増加に牽引される形で、全体としては緩やかな回復が続いている。輸出は新興国向けに増加を続けており、輸出受注PMIも上昇を続けている。内需関連をみると、設備投資はドイツを中心に緩やかな増加基調を維持、個人消費も緩やかな改善方向のモメンタムを保っている。こうした需要動向のもとで、生産動向も改善傾向ということである。物価面については、消費者物価の総合ベースは国際商品市況上昇の影響を受けてプラス幅を拡大し、足許では+2.4%まで上昇している。金融市場では、ECBが早期に利上げに踏み切るとの見方が広がっている。もっとも、コアベースは、依然+1%程度の低水準で推移している。今後、欧州において、生産過程の川上部門における物価の上昇圧力が川下へ波及するのかどうか、インフレ率の上振れが賃金交渉に影響を与えることがないかどうか、こういったところが注目点として挙げられる。この間、図表 2-2、英国について一言申し上げる。英国経済は基調判断として緩やかに回復してい

る。ただ、バランスとしては、製造業部門での企業セクターの好調に対して、個人消費、家計部門が弱いというコントラストが明らかになっている。この間、国際商品市況の上昇や既往のポンド安を受けた輸入物価上昇のパス・スルーが続く中、CPIインフレ率は+4%まで上昇してきている。

次に、図表 3-1、中国である。中国については、内外需とも堅調に推移しており、高成長を続けているとの基調判断には変更ない。生産活動は増勢を維持、内需も個人消費が堅調に推移し、投資も高めの伸びを続けている。生産要素の稼働水準の高まり、マネーや貸出の高い伸び、国際商品市況の上昇を受けて、消費者物価の上昇率は、プラス幅の拡大基調が続いている。食料品の寄与は大きくなっているが、幅広い財で伸び率が高まっている。これを受けて、人民銀行は、2月上旬の預金貸出金利の引き上げに続いて、預金準備率の引き上げを実施するなど、金融緩和の修正を進めている。経済の過熱感やインフレ率の抑制に対して、どの程度効果をもたらすかが要注意である。

図表 3-2、NIEs、ASEAN経済は、概ね内外需のバランスを保つ形で、好調ないし堅調を維持している。足許の動きをみても、輸出はアジア域内や米国など、幅広い仕向け地に対して伸びを高めている。財別では早めに回復した一般機械や自動車に加え、IT関連についても輸出は増加している。それを受けて、生産も増勢を拡大しているし、内需も堅調な伸びを続けている。こうした中、消費者物価の動きをみると、国際商品市況の上昇を受けた食料品原材料価格の上昇、内需増加に伴う需給の逼迫によって、インフレ圧力が強まってきている。総合ベースのみならずコアベースでも、各国とも、インフレ率はプラス幅をじりじりと拡大させている。

国際資金フローの変化について一言申し上げたい。図表 6、図表 7、これまで新興国の株式・債券市場への資金流入が続いてきたが、最近では、インフレ圧力の高まりに対する警戒感や、北アフリカ、中東情勢の緊迫化を受けて、新興国の株式・債券市場から資金が流出する動きもみられ始めている。現在のところ、新興国の景気回復を支える良好なファンダメンタル

ズに大きな変化はみられないという見方から、新興国の株価は堅調に推移するなど、資金流出の影響は限定的にとどまっている。一方で、コモディティ市場への資金の流入が増えている。こうした投資資金の流入が、国際商品市況のボラティリティを高め、世界経済の攪乱要因となることがないか、注意深くみていく必要がある。

最後に一言、日本の大地震の影響である。計表はないが、三つほどの動きがある。一つは、日本の需要の減少、特に石油、それから穀物について、一部の市況を冷やす効果が、金曜日だけであるが、見受けられたようである。二つ目は、それと並行して、リスク回避的な動きも、全般的な市場に対して、これを落ち着かせる方向がみてとれるようである。三つ目は、株価であるが、特にエマージング・アジアについては、日本と貿易関係が大きいと思われる国、こちらの株式が少し売られている。国で言えば、韓国、台湾、インドネシア、マレーシアといったところが、大体 1～1.5%売られている。先程申し上げたエマージング諸国と先進国との間の資金フローに、少し変化がみられる中で、今回の日本の大地震の影響が、特にアジアのエマージング諸国に対して、何らかの影響を及ぼすかどうかを注意してみていきたいと思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

大野国際局長

あと一点だけ申し上げる。海外投資家の中では、J G B に対する格付けがダウングレードすることがあるかないかを少し注意し始めている。

亀崎委員

三つの動きのうち、二つ目のリスク回避の動きが全般的な市場にみられるというところを、もう少し具体的に。

大野国際局長

これは、株式もそうであるし、国際的な債券についても、取引の全体が様子見気分という形で、日本時間の金曜日の午後から、今日の午前中についても出てきている。ただ、その資金がどこかに向かっているかと言うと、そういうことではない。多くの投資家を取り敢えず模様眺めということで、投機的なコモディティ等に対するポジションを少し軽くしていく動きが看取されているということである。

須田委員

国際局の見方としては、これまでどおりということかもしれないが、少し楽観に偏っていたものが少し戻りつつある、というような見方で良いか。例えば、ブルーチップの成長率の見通しも少し下がってきているし、マインド指標——今、消費者は強いが——の過度の部分は取れていると思うが、それでもあまり変わっていないと思うか。

大野国際局長

米国経済に対する見方としては、過度の楽観の度合いが少し強かったものが少しだけ落ちたと思うが、全体としては、まだまだ楽観のサイドにいると思う。

須田委員

中国の自動車の販売とか、あるいは貿易収支が赤字化したとか、勿論、春節の影響もあるかもしれないが、均してみたとしても少し弱いかな、という意見も出ているような気がする。その辺は、まだ少し気にするということでもないのか。

大野国際局長

足許の中国は、おっしゃったとおり、貿易収支それから自動車は去年の年末までの財政効果が剥落しているので、反動が出てくるのは予想どおり

である。もう一つの春節の問題もあるので、1月、2月の数字については、大体想定範囲——我々だけではなく、マーケット関係者も幅広く想定範囲——であった。ただ、一時の勢いが少し緩んでいるのではないか、という見方が増えてきているのは事実である。多分、大丈夫だとは思いますが、もう1~2か月、よく注意してみたい。

野田委員

先程の図表6の国際資金フローのご説明であるが、このグラフでみると、やはり1月辺り、この辺に入ってから少し流れが変わったという見方で良いか。前回の会合でもその辺の動きはあったが、これをみて少し確認ができたという見方で宜しいか。

大野国際局長

そうである。

山口副総裁

一点宜しいか。今回の地震に関する海外のメディアの報道などをみて、何か注目すべき報道とか、あるいは注目すべき視点、観点というのはあったか。

大野国際局長

全てをきちんとみている訳ではないが、マーケット関係に関して言えば、比較的落ち着いたトーンが多いという気がしている。先程、少し申し上げたが、その中で、時々みえているのは、これは当然財政は出さざるを得ないが、元々、日本の財政収支バランスは相当危機的な状況であったから、これに対して、JGBの格下げも含めて、今後マーケットがどうなっていくか気になる、といったコメントがちらほら出ているところが一番注意すべきというように思った。

中曽理事

全部をみている訳ではないが、メディアの一部にもあるし、今、海外の中央銀行などから、メールなどで沢山反応が入ってきている。その中で、我々があまり気が付かない視点は、意外に日本のインフラがしっかりしているとか、日本の国民が大変冷静に反応している、秩序だった対応をしている、そういうところに着目して、インプレスされるというような反応もみられた。早晩、ある程度時間が経てば、ということであろうが、必ずや復興していくのではないか、というような、これは半分励ましも入っていると思うが、その種の反応が割合みられるという感じはした。

野田委員

インフラがしっかりしているというのはどういうことか。

中曽理事

耐震性である。例えば、東京もかなり揺れは激しかったが、ほとんどインフラ面では無傷であった。津波でやられた所は全く別であるが、東京地区のインフラは意外に頑健であった、というような評価もあった。

白川議長

ここに来る直前に、ある中央銀行の総裁からかなり長文のメールが来た。そのメールには本当に、後半はそのことが随分書いてあった。勿論、励ましが半分以上だとは思いますが。

宮尾委員

新興国の国際資金フローのところで、もう一点だけ伺いたい。少し重なるかもしれないが、1月から流出に向かって、それがまた最近少し落ち着いてきているという認識であれば、流出は限定的であるという理解で良いか。日本経済がこういう現状で、新興国のファンダメンタルズにまた目が向く、あるいは資本がまた戻っていく、というような動きを考えて良いの

か。今後については、どのようにみているか。

大野国際局長

先週金曜日の地震の前の状況については、かなり丹念にみていた。その時の大方の見方は、アジアの諸国のファンダメンタルズの強さからすれば、やがて落ち着いて、少なくとも出ることはないであろう、場合によっては少し戻ってきてもおかしくない、ただし、インフレ懸念は強くなっている、債券ではなくて、株式の方、あるいは社債であるとか、そういった市場に息長く入ってきておかしくない、というのが評価であった。先程、少し気になると言ったのは、日本をきっかけに、日本と近いところ、それと脆弱性のある国——具体的な名前では、ベトナムとか——、そういったところについて、リスク回避的な動きから神経質に売られる、というリスクは多少増えてくるかもしれない、ということは考えておいた方が良くと思う。

白川議長

他にご質問はあるか。

#### 4. 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

当面の経済情勢について、震災前の時点においては、プラス方向への潮目の変化があった流れを受けて、さらにそれが半歩か一歩か、僅かに前へ進んだとみていた。やや長い目でみると、本日時点でも、その基本線は崩れていないと判断しているが、少なくとも短期的には地震の影響が経済への下振れリスクになるとみられる。本日は時間の制約があるので、通常の説明は省略させて頂き、本日お配りした資料-4 参考計表【追加-2】と

いう資料のみをご説明する。

これは、あくまでも震災の影響に関する大雑把なイメージを掴むためのものである。まず、図表 1 である。公的インフラに関する資本ストックであるが、国全体で 300 兆円強ある。これに、ベースの異なるデータであるが、(2) の表の左の列、東北地方のシェア——カッコ内の 8.9%——を掛けると、大雑把に言って、東北の公的インフラは 30 兆円弱になる。次に、図表 2、民間企業の資本ストックについては、全国で 891.9 兆円、うち東北地方は 60.6 兆円である。次に図表 3、住宅のストックである。これも全国で 237.9 兆円、うち東北地方は 15.8 兆円となっている。以上申し上げた三つの数字——公的資本の約 30 兆円、民間資本の 60 兆円、住宅の約 15 兆円——を単純に足し上げると 105 兆円と、大体 100 兆円オーバーというのが、東北地方の資本・住宅ストックの合計である。大雑把に、仮に、そのうち 1 割程度が損壊したとすると、今回の地震による被害額は約 10 兆円という計算になる。これは、実は阪神・淡路大震災の時も 10 兆円ほどの被害額であり、それと同じ位になる。ただ、1 割という全く仮定の数字を使っているので、非常に粗い試算である。当てずっぽうに近いような数字であるが、少なくとも現時点においては、阪神の時に比べて、被害の規模が明確に大きいとも小さいとも言えないという位のイメージだけ押さえて頂いた。

次の図表 4 であるが、輸出入に直接関係する港湾物流量をご覧頂くと、東北経由は全国シェアが 1.5%と、これはかなり小さい数字である。兵庫 1 県だけで 7.2%もあるので、この点では阪神に比べて少なくとも直接的な影響は小さいと考えることができると思う。しかしながら、今回の問題はやはり生産活動そのものだろうと思われるので、次の図表 5 をご覧頂きたい。東北 6 県の生産額であるが、製造業全体で約 6.5 兆円、対全国シェアが 5.9%である。特に業種別にみると、情報通信の 14.9%、電子部品・デバイスの 12.7%といった辺りが高いシェアになっている。それから、北関東 3 県は製造業全体でみて、対全国シェアが 9.0%、それから 12 日未明に大きな地震に見舞われた新潟、長野 2 県ではシェアが 4.0%になっ

ている。これら全部合わせると、全国シェアが 18.9%と 2 割近くになるので、兵庫県 1 県の 5.2%を遥かに上回る。

次に、主な経済指標の過去の動きを確認しておきたいと思う。図表 6 であるが、これはまず 2004 年以降の最近の地震について、3 本シャドーがあるうちの、一本目と二本目が新潟、三本目が岩手・宮城である。(1) の GDP、(2) の鉱工業生産ともに、どの局面でも少し悪化している傾向があるが、これは実はたまたまなのだが、いずれも他のマイナス要因も結構あった局面であって、当時の景気判断などでは地震の影響はほとんど言及されていない。

次に図表 7 であるが、1995 年 1 月の阪神・淡路大震災の時も、(1) の GDP については、このグラフからは影響は読み取れない。しかし、(2) の鉱工業生産については、地震が発生した 1 月に前月比で 2~3%の減少というディップがみられており、これは震災の影響があったと判断される。それから、図表 8 であるが、消費者コンフィデンスについても、1995 年 1 月から悪化して、その後、悪化局面がやや長引いている。ただ、この時は、急速な円高やサリン事件もあったので、震災自体がどの位影響したのかは、判別がなかなか難しい。(2) の新潟など近年の地震については、はっきりとした影響はみられない。

次の図表 9 であるが、物価もボトルネック等、そういった影響は特に過去の地震においてはみられていない。

最後に、図表 10 であるが、財政支出への影響であるが、復興需要関連ということで、阪神の時は 1994 年度の補正予算に 1.04 兆円、それから 1995 年度が当初と補正合わせて 2.34 兆円、この 2 年間の累計で 3.4 兆円が国の復興関係になっている。その後の 1999 年度までを累計すると、5.02 兆円になる。最初に申し上げた今回の地震の被災規模からみて、この阪神の時の復興需要の規模が一定の参考になり得るかと思う。因みに、1995 年の時は震災発生の翌四半期の 4~6 月から公的需要は 4 四半期連続で GDP を押し上げた。

この説明は以上であるが、これらを踏まえ、最後に口頭で生産面、民間

需要面、復興需要の三点に分けて、取り敢えずの総括をさせて頂く。まず、短期的な生産活動への影響は出るだろうと思っている。マグニチュードについては、現在報道されている多くの工場の停止状況からみても、例えば自動車が今日 14 日は全面的に停止であるし、明日もほとんどの自動車メーカーが全国で全ての工場を止めている。そういった状況から考えて、3月の生産指数にはっきりと影響が出る位の大きさになるという可能性が高い。勿論、定量的には、今後の具体的な情勢をみなければ分からないが、直観的に申し上げると、短期的な影響がかなり大きくなる可能性があるように思う。最大の理由は、被害が非常に広域に亘っているということである。これだけ範囲が広いと、サプライチェーンや物流のどこかにネックが生じて、被災していない地域の生産も含めて、生産全般の足が引っ張られるという可能性が高いと考えられる。それから、もう一つ懸念されるのは、電力の供給である。西日本の生産拠点を重点的に使うとしても、そういった代替的な生産体制の構築には時間がかかるし、自ずから限界もあると考えられる。かなり悪いシナリオとして、例えば、3月の生産が1割程度下振れるということになると、計算上は1~3月の生産が全体として、実勢ベースでこれまでの見通しから一転横這い程度にとどまるという可能性が出てくる。なお、こうした生産面の影響は、対応する需要項目としては、全部対応する訳だが、例えば、輸出がせつかく海外需要があるのに、供給面から出ていかないという形が出る可能性が高いと考えられる。以上が生産面である。

次に、民間需要面であるが、まず、企業マインドの悪化が懸念されるが、逆に設備の復旧需要もあるので、設備投資そのものが悪化するかどうかは微妙である。それから、個人消費であるが、東北地方への観光は当面壊滅的と考えられるほか、日本全体に対する海外からの旅行客も落ち込む可能性がある。また、いわゆる自粛ムードによって、選択的消費や外出全般が控えられる可能性もある。計画停電による電力消費の減少も、それ自体が個人消費の減少になる。しかし一方で、この震災を機に、食料など必需品を買い求めるという動きも出ているので、個人消費全体として目にみえて

悪化するかどうかは、まだよく分からない。

最後に、公的な復興需要については、4～6月から出てくる可能性が相応にあると考えているが、阪神の時との違いは、今回の方が国・地方の財政状況が格段に悪いという点である。予算の制約から復興が速やかに進まない可能性、あるいは財政支出が出たら出たで、それが今後の財政赤字問題にどういうインプリケーションを及ぼすのかということについて、市場の反応も含めて多少影響が複雑になるという可能性があると思っている。駆け足になったが、私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

生活必需品等が不足して、物価が上がるような気がするが、先程の話だと、過去の大震災の時も水準を押し上げるとか、そういう形にはほとんどならなかったということであるか。

門間調査統計局長

そうである。ならなかった。

宮尾委員

東北地方の付加価値額——図表5——をもう一度教えて頂きたい。今回、震災に遭われている東北地方の各県の付加価値額のレベルは具体的にどの位か。兵庫と比べて、どの位のレベル感なのか。

門間調査統計局長

約6.5兆円がこの6県の合計である。

宮尾委員

この「製造業計」の数字か。

門間調査統計局長

そうである。ただ、レベルと言っても、比較する場合には、1995年当時とレベル感が元々違う。全国シェアで一応みると、今回は東北6県だけだと5.9%、それから兵庫県だけだと——現在だが——5.2%となり、東北6県だと大体同じ位、それに北関東とか新潟、長野を加えると、今回の方が遥かに大きいということになる。

宮尾委員

分かった。

須田委員

東北の様々な工場が、どの程度毀損しているかは分かっているのか。

門間調査統計局長

個別には色々ネームが挙がっているが、それで尽きているかどうかは分からない。正直申し上げて、電子部品とか金属加工、それから自動車部品の関連は、下請けが随分多い。下請けの中にはオンリーワンに近いような製品を作っている所もある。そこが一か所やられると、サプライチェーンに影響が出るということも、少なくはない訳である。なので、工場の数やネームだけというよりも、むしろサプライチェーンの断絶が一番気になるところである。

西村副総裁

今は東北だけだが、北関東3県に関しては、こういうようなものはあまり作れないのか。

門間調査統計局長

いわゆる北関東 3 県については、この図表 5 の生産が多少関係すると思って、ここに掲げている。この北関東 3 県については、工場自体の毀損はあまり起きていない。であるから、資本ストックの毀損、その復興という面では、東北 6 県にほぼ集約して考えても良いのではないかということである。

西村副総裁

コンビナートなどをみると、やはりボトルネックが起きそうな感じがするが。

門間調査統計局長

それは、どの業界でボトルネックが起きるのか、おっしゃった素材もあるし、電子部品、先程申し上げた自動車部品、様々なところでボトルネックが生じる可能性がある。今回は、そのリスクが結構大きいし、かつ予測が非常に難しいと思っている。それから、先程、東北、北関東 3 県と申し上げたが、北関東以外のその他関東も、計画停電の影響がどの位出るかということがあるので、ここに掲げているさらに外側にも少し影響が出てくる可能性があるということである。

白川議長

先程、東北 6 県のストックは全部合わせて 105 兆円との説明があった。いわゆる復興需要という場合、その 105 兆円のうち、政府が 30 兆円であるから、3 対 7 という割合で政府セクターによる復興需要、それから民間セクターによる復興需要が出てくると考えるのが良いのか。

門間調査統計局長

原則はそういうことになる。ただ、民間の復興をどの位政府が支援するかということも、また別途政府支出ということになるので……。

白川議長

推測としては、そういう比率でまず考えて、ということか。

門間調査統計局長

それで結構だと思う。

野田委員

阪神の場合は、今の話では、10兆円位の損害額に対して、5兆円位の支出であった。

門間調査統計局長

この5兆円は国だけである。あと地方の出費が結構あった。

野田委員

これは国だけだな。地方も含めると、かなりカバーしたということだな。

門間調査統計局長

地方も含めると、結果的に数年間で10兆円位出たと言われている。

亀崎委員

今回の局面は、どうにか踊り場を抜けつつある中で、また緩やかな回復ペースに戻ろうという矢先であった。それで、先程の電力供給などを考えてみると、1~3月は横這い位になるかもしれないとの説明であった。それから、今度はその供給力が、輸出のディマンドがあっても追いつけないという点は、別途また考えないといけないが、復興需要という形での支援をしていけば、そんなに元々のシナリオが崩れてくるという感じではないと思うのだが、どうなのか。

門間調査統計局長

そこは全くおっしゃるとおりである。半年、1年という単位で見れば、基本的に我々の景気回復シナリオは崩れていないと考えている。それは、先程の海外経済が、基本的に若干減速気味ではあるが、順調に拡大を続けているというのが一番大きな理由である。それから、そういうもとの、企業収益も段々良くなってきているというのが基調的にあるので、ベースラインはあまり大きくは変わらないと考えている。ただ、短期的なディスラプションは結構大きい可能性があるということで、3月中の生産はかなり低下する可能性があるし、それが計画停電の影響も含めると、4月もある程度残ってしまう可能性があるので、1~2か月というオーダーで生産のディスラプションを考えておく必要があるというイメージである。

亀崎委員

このように短期的な方が大事であるな。

門間調査統計局長

それと、先程の消費者マインドとか企業マインドに対する影響がどの位になっているのかという辺りは、少し先まで影響し得るファクターとして、注意してみていかなければならないと思っている。

宮尾委員

先程の短期的なディスラプションという話だが、中小企業が被災して、短期的に勿論生産がなかなか復活できない状況だと思うが、それは1~2か月で復興するとみられる状況なのか。サプライチェーンの復活ということでみると。

門間調査統計局長

個別にみると、それは相当長い時間復興しない、ないしはこれを機会にやめてしまうというところも結構あると思うが、日本全体のマクロでの吸

収力ということからすると、西日本とか中部を中心に生産体制の再編をするとか、それから先程のサプライチェーンにしても、ある程度工夫をしながら組み直すということによって、ある程度時間が経てば、自ずと一定程度の収束はみられるのではないかと考えている。

西村副総裁

気仙沼が一番良い例だが、オンリーワンに近いようなところが結構あったところが根こそぎやられてしまって、あそこはそういう意味での復興は直ぐにできないから、部分的というか、そのドラッグはかなり残ってくる。それと、コンフィデンスの問題、この二つがどの位大きくなるかというのが、中長期的な影響だと私は思う。

白川議長

他にご質問はないか。

野田委員

マクロ的に、ロングターム——1年位のターム——でみれば、そんなに影響がないが、短期的には今ご質問になったような影響があるということであるな。1995年当時——阪神・淡路大震災の時——は、私の記憶では、景気は回復しているけれども、先行きに少し陰りがあって、確か3月と4月位に相次いで本行も金融緩和措置を取った。ご記憶ベースで結構であるが、今との違いは何か明確にあるか。今、申し上げたような理解だけで宜しいのかどうか。

門間調査統計局長

当時は、先程申し上げた円高、それからサリン事件もあって、1～3月は色々な意味でムードは暗かった。ただ、逆に言うと、当時は財政余力が相当あって、復興需要が出るという期待感も相当強かった。今回、その辺のバランスがどうなるかである。結果的に1995年度は+2.5～+2.6%位

の成長だったので、結果的に 1995 年度は悪くはなかった。

白川議長

他にご質問はないか。

## 5. 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。

榎田企画局長

それでは、金融環境の現状評価についてご説明する。我が国の金融環境については、前回会合以降利用可能になった指標を資料-5「金融環境の現状評価」参考計表に記載しているが、概ね前回会合時の見方に沿った推移をしている。それで、今日は、どういう推移をしていたのかをまずご説明させて頂いた後で、今回の地震の発生がこれまで改善をみてきた金融環境にどういう影響を及ぼす可能性があるか、やや定性的にはなるが、そういった観点からご説明させて頂ければと思っている。

最初に、まずこれまでの動きであるが、企業の資金調達コストは緩やかな低下傾向が続いてきた。企業からみた総資金調達コストのこれまでの動きを図表 9 で示しているが、この太実線が緩やかに低下傾向を続けていて、その動きは現在も続いている。これは、銀行の貸出約定平均金利——図表 10——の動きをみても、概ねそうした動きが続いている。資金調達コストが下がってきている背景として、貸出金利が緩やかに低下傾向を続けている動きが現在も続いているというのが、一つである。二つ目は、CP と社債の発行スプレッドの動き——図表 11、図表 12——であるが、過去の水準と比べても、相応にスプレッドが縮小した水準にあるほか、低格付け銘柄を中心に、このところ社債の発行体の裾野がどんどん広がるという格好で、CP・社債の発行環境は一段と良好な状態が続いている。三つ目は、企業からみた金融機関の貸出態度、企業の資金繰り改善の度合い——図表

20、企業金融関連指標——であるが、金融機関の貸出態度の表は、当月は日本公庫の数字が出ているが、企業からみた金融機関の貸出態度は引き続き改善を続けているし、企業の資金繰り、これは資金繰りD Iの表であるが、中小企業の数字について、日本公庫、商工中金とも均してみると、緩やかな改善が引き続き続いている。それと、政策金利の水準を実体経済あるいは物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている部分はあるが、その割合は縮小しているほか、企業収益との対比でみた金融緩和効果——図表 13——をご覧頂くと、先般法人季報が出ているが、企業収益が改善傾向にある中で、ROA——営業利益を総資産で割った比率——が平均支払金利を大幅に上回っている。

白川議長

もうそこは、基本的に分かっている。時間の関係もあるから、後半部分の方をお願いします。

楡田企画局長

以上を踏まえると、引き続き緩和の動きが強まっている。そのうえで、問題は、今回の地震の発生が、我が国の金融環境に及ぼす影響をどのように考えるかということだと思っている。週明けの金融資本市場の動きは、先程、外山金融市場局長が説明したとおりであるが、今回の地震によって、我が国は地理的にも広範囲に被害を受けており、企業設備等の毀損を通じて、被災した企業の価値、あるいは信用力にも相応の影響が生じると思われる。また、当面の企業の生産活動の低下が見込まれるほか、投資家のリスク回避的な動きも強まる懸念がある。そうしたもとで、企業金融面を中心に定量的にどの程度影響が生じるかについては、現時点で判断するだけの材料はないが、企業金融を構成する幾つかの要素について、定性的には、以下のような影響があり得ると考えている。

第一の要素は、企業の資金繰りとか、企業からみた金融機関の貸出態度というアベイラビリティである。今回の地震によって、当面、企業の生

産活動が低下して、売上が減少する。また、被災に伴って企業価値が毀損される。これが、企業の信用力の低下をもたらす可能性がある。その際、こうした影響を客観的に判断する材料が今あるかと言えば、それは乏しいという状況である。こうした点を踏まえると、今後、企業の資金繰りの悪化、あるいは企業からみた金融機関の貸出態度の厳格化が生じないか注意してみていく必要がある。

二つ目は、貸出金利への影響である。金利はこれまで低下してきているが、金利が低下してきた背景には、企業の資金需要が低下している中で、企業の倒産が減少して、貸出に伴う信用コストが低下してきたということがある。今後、被災した企業が資金繰り難から銀行借入れを増加させるとか、あるいは経営基盤の脆弱な中小、小企業を中心に倒産が増加していく惧れがないのかどうか、こういったことを考えると、企業の資金調達コストが引き続き低下していくのかどうかはよくみていく必要がある。それと同様に、CP・社債の発行環境についても、今後、投資家のリスク回避姿勢が強まることが生じた場合に、スプレッドの上昇に拍車がかかるというようなことがないかどうか、こういった点を中心に今後みていきたいと考えている。私からの報告は以上である。

白川議長

申し訳ない、急がせて。ご質問はあるか。特に質問がないようであれば、次に移りたいと思う。

## 6. 金融経済月報に関する報告

白川議長

金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、私から実体経済・物価についてご説明する。お手許に本日お配りした左上に「差し替え」と書かれているものをご覧頂きたい。ポイン

トは三点である。まず、実体経済について、先程、門間調査統計局長からお話があったが、これまでの指標をみて景気の判断について半歩なりちょっと進めた。ここは、冒頭表現をご覧頂ければと思うが、「わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある」。先月は「徐々に」という言葉が入っていたが、それを外した。個別の項目については、設備投資や個人消費について表現を見直しているが、ディテールは割愛させて頂く。

先行きについて、今回の震災の影響を織り込んだのが、二点目のポイントである。ご覧頂くと、まず、「先行きについては、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」。要すれば、これは少し長い目でみれば、まだそういった基調は崩れていないということである。ただ、その次のセンテンスでは、「もっとも、今回の地震によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される」。これは先程も門間調査統計局長から説明のあったとおりである。各論については、輸出と生産の基調は崩れていないので、「基調的には」とか「基調的にみると」という言葉を加えさせて頂いている。

最後の三点目であるが、物価についてである。これは、少し本日の話とは別であるが、高校授業料等の特殊要因についても、近々、1年が経つので、消費者物価の除く生鮮食品でみて、この数字がプラスになるところが徐々に展望できるようになってきた。先行きであるが、「消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくとみられる」ということである。ただし、ここに（注）を付させて頂いて、基準改定の影響について言及したいと考えている。（注）については、ここに書かせて頂いたとおり、「消費者物価指数については、本年8月に2010年基準の指数に切り替わり、前年比計数が2011年1月分に遡って改定される予定である。その際には、前年比変化率が下方改定される可能性が高い」である。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融面については、二点だけ説明させて頂く。一点目は、第一段落の市況であるが、この資料の提出後、長期金利、株価が下がっているため、これを反映した形で、資料提出時には「前月と概ね同じ水準」としていたところを「前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している」と書かせて頂きたいと思っている。

二点目であるが、金融環境全体については、先月からあまり大きく変わっていない。ただし、低金利の緩和効果については「強まっている」と記述している。企業収益が高まる一方で、資金調達コストは低下していることを反映した表現である。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。

### Ⅲ. 金融経済情勢・当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢と当面の金融政策運営に関する検討を行いたいと思う。冒頭申し上げたように、最初に私の方からポイントを述べさせて頂く。まず、我が国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつあり、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、下落幅が縮小を続けている。我が国経済の先行きについては、不確実性は高いものの、本日の会合における中心的な見通しとしては、緩やかな回復経路に復していくという、これまでの判断を維持することが適当と考えられる。消費者物価は、昨年4月より実施された高校授業料の実質無償化の影響を除いたベースでは、既に前年比が足許小幅のプラスとなっていることを踏まえると、生鮮食品を除く消費者物価の前年比も、先行き当面は小幅のプラスに転じていくとみられる。ただし、この席でも何度も議論してきたように、本年8月の基準改定に伴い、下方改定される可能性が高いということは、日本銀行として対外コミュニケーション上意識しておく必要がある。以上が、簡単だが、

経済・物価の中心的な見通しである。

問題の、今回の地震の影響についてであるが、被害を受けた地域の金融機関において、店舗被災やATMの稼働停止などが生じているが、これまでのところ、金融市場における取引や決済面での大きな混乱は生じていないようである。金融市場の状況をみると、先程の金融市場局の報告にもあったように、神経質な状態が続いているものの、本行が潤沢な資金供給を行っていることもあって、短期金融市場等は落ち着いて推移している。これは、逆に言うと、日本銀行がそれだけ潤沢な資金供給を行っている、そういう姿勢をみせているということでもある。株価や長期金利は、先行きの不透明感から下落している。株価と長期金利では少し違うが——株価については刻々と変わっているが——、かなり大きく下落をしている。社債やCPのスプレッドは、今のところ、スプレッドとして拡大している訳ではないが、先程、社債市場について報告があったように、取引で出合いが付かないということであり、市場の機能が低下しているということだろうと思う。株価の下落に示唆されるように、今後、リスク回避姿勢が強まれば、スプレッドが拡大することが懸念される。

次に、実体経済面であるが、大規模地震の影響について、現時点では情報が限られているし、定量的な評価はもとより不可能である。しかし、定性的には、次のように整理ができるかと思う。第一に、短期的には、生産設備など供給面への被害の影響が大きく現れ、先程の門間調査統計局長の言葉を借りると、ディスラプションということになるが、生産活動や物流面を中心に経済活動にマイナスの影響が及ぶとみられる。第二に、需要面では、買いだめを含め必需品の消費需要などが増加する一方、先行きの不透明感が、家計や企業のマインドの悪化等を通じて、経済活動を下押しする恐れもある。第三に、これは少し短期の話ではなく中期的にみた話であるが、公的需要あるいは民間需要について復興需要が見込まれる。これは定性的な整理としてある。ただ、どのタイミングでどの程度の規模で出てくるかは様々な要因に依存するため、これは不確実性が高い。しかし論理の整理としてはそういうことだろうと思う。

今回の地震の影響を考えるうえでは、今回の地震が過去最大の規模であり、その被害が地理的にも広範囲に及んでいる、それからサプライチェーンが格段に広がってきているということを意識する必要がある。東北地方を中心に港湾等の社会インフラをはじめ、多くの被害が生じているほか、関東地方では大規模な工場にも被災が及んでいる。このため、当面、生産活動を中心に、我が国の経済活動に及ぼす影響は決して小さくないと見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化を通じて、先行き、我が国の経済活動にマイナスの影響が及ぶ可能性は小さくないと考えられる。

こうした情勢認識のもとでは、金融緩和を一段と強化することが適当だと考えられる。その際、国民の不安心理の高まり、企業マインドの悪化、金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与える事態を未然に防止するという観点から、リスク性資産の買入れを中心に、資産買入等の基金を増額することが有効な施策ではないかと思う。なお、次回決定会合までの金融市場調節方針は、これまでどおり、無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0～0.1%程度で推移するよう促すこととし、こうした調節方針のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期していくことが適当だと思う。

以上が、取り敢えず私の冒頭の発言であるが、これから討議を進める前に、今申し上げた仮に基金を増額とした場合、各金融資産の市場規模や市場動向、日本銀行の財務の健全性との関連などから、具体的にどのような案が考え得るか、執行部からの補足的な説明を求めたいと思う。その後、技術的な質疑の時間を取りたいと思う。そのうえで、討議に入りたいと思う。

#### 梅森企画局審議役

それでは、ご説明申し上げます。市場動向は、先程、外山金融市場局長、櫛田企画局長から説明があったとおりであるが、私からは、今、基金で買っている資産について、まず量的な買入余力の規模から整理させて頂きたい

と思う。資料「『資産買入等の基金』の買入対象資産の市中現存額」の一番上が長期国債である。残存1~2年のところを買っているが、残額は72兆円である。運用上、買入れの中心としているシャドーのところ、2年債の直近発行3銘柄をみると8兆円であり、買入余力は相対的に大きいと言える。次に、国庫短期証券である。市中発行残は110兆円、運用上、買入れの中心としている残存期間6か月超については、11.8兆円と、ここも追加的な買入余力は大きいと考えられる。

以下、リスク性資産である。まずCP等であるが、買入対象銘柄の発行残高は10.9兆円である。ただ、本行は与信集中回避のため、1先1,000億円を超えたり、総発行額の25%超のところは除外しているので、それを勘案すると、2.4兆円である。これは、現在の基金で買うものを含んでいるが、現在の基金で買うものが0.5兆円であるので、追加的な買入可能額は1.9兆円と見込まれる。社債についても、同様の与信集中回避のための仕組みがあり、3.9兆円から0.5兆円を引いて、3.4兆円ということである。なお、社債については、3.4兆円であるが、信用力の高いA格、AA格、AAA格は約2.5兆円あり、これはなかなか私共の買入れに入ってくる銘柄である。従って、実際は3.4兆円よりはもう少し買いにくい状況である。続いて、ETFである。対象としているTOPIX・日経225連動型のETFは、市場残高が2.3兆円である。ただ、これはなくなると現物株との裁定が働いて増えるので、買入余力は相対的に大きいと考えている。最後に、J-REITである。買入対象銘柄は2.0兆円であるが、本行は企業支配あるいは企業経営への関与を避ける観点から、総出資の5%以下に買入れを制限しているため、余力は0.05兆円、すなわち500億円であり、買入制約は量的には最も大きい。

この表をご覧頂くと、現在約2.4兆円買っているが、最終的に5兆円まで買っていると、この5兆円のリスク量は、直近のリスク量を試算すると、約0.3兆円弱ということになる。その中で、最もリスクが高いのはETFであり、その0.3兆円の大半を占めている。また、ETFはリスク量の動きも激しく、昨年10月の委員会でこの基金が検討されていた時のリスク量

は、ほぼ残高と同じ位のリスク量があったが、現在は概ね半分程度までボラティリティが低下しているため、リスク量が低下している。

最後の頁をご覧頂きたい。先程、議長から、リスク性資産を中心に買うと、どのようなことが考えられるかという説明を求められたことに対して申し上げる。左側が現在の基金であるが、資産買入 5 兆円のうち、長期国債、国庫短期証券のリスクフリーの資産が 3.5 兆円ある。C P 以下のリスク資産については、1.5 兆円である。仮にリスクフリーの資産とリスク性資産を入れ替えてみると、すなわち長国と短国については増額が長国と短国でそれぞれ 0.5 兆円、1.0 兆円と、リスクフリーで 1.5 兆円増やし、C P 以下のリスク性資産で 3.5 兆円増やすとなると、どのようなことが考えられるかを、イメージとして示したのがこの表である。まず、E T F が最もリスクが高い訳であるが、先程申し上げたように、リスクが高いうえに、振れも大きいことを考えると、日本銀行の財務の健全性との兼ね合いを考えると、思い切って買い込むということはなかなか難しいと考えられる。そこで、現在の 0.45 兆円をもう一回買う位の規模を取り敢えず置いてみる。それから J - R E I T は、先程申し上げたように、5%の出資のシーリングが効いているために、これはやはり 500 億円程度しか増やせないということであると、エクイティのところで増額分として 0.5 兆円、そうするとリスク資産で 3.5 兆円なので、残りは 3 兆円で、C P ・社債で現在 0.5 兆円ずつ同額買い進めているので、ここも 3 兆円を同額に割るとすると、1.5 兆円程度ということが、案として——一つのイメージとして——考えられる。因みに、本行全体のリスク枠との幅もみておく必要がある。ここには書いていないが、日本銀行の自己資本はご承知のように 5.7 兆円ある。この二つの、増額後の——買入部分で 10 兆円、総額 40 兆円の基金になった時の——リスク量の増加のイメージは、約 0.6 兆円である。12 月末のリスク量は、約 4.1 兆円であるので、仮にこういう増額をすると、全体としては 4.7 兆円のリスク量となる。自己資本 5.7 兆円と比べると約 8 割に相当する。リスク量が、相関を勘案せずグロスで足し上げていること、自己資本については含み益を勘案していないということで、保守的にやっ

ていることではあるものの、自己資本の約8割に相当するのは過大とは言えないと思うが、相当のリスク量に達していると考えられる。また、仮にこれを実施する場合であるが、ETF、J-REITについては政府の認可を受けてやっている業務であるので、増額の場合には新しく認可を取り直すことが必要となる。それから、関係諸規程等の整備を進め、買い進めれば、今回最初の5兆円の積み上げに概ね1年少しかかっていることを考えれば、やはり追加の5兆円の積み上げも1年程度は要するものと思われ、例えば来年の6月辺りまでは時間がかかるのではないかと考えられる。私からは以上である。

白川議長

今の執行部からの説明について、技術的な質問があればお願いします。技術的な質問の後、討議に移りたいと思う。

宮尾委員

J-REITについて、買入可能額が目一杯になると、時価総額対比で結構な割合になるかと思う。その影響というか、マーケットに与える我々の買入れのシェアが増えていくことについて、何か気にしておくべきことがあれば教えて頂きたい。

梅森企画局審議役

J-REITについては、倍に増える訳であるが、5%以上は買入れないので、大口にも当たらないし、それから企業支配にも当たらないので、影響はあると思うが、この程度であれば然程大きな影響ではないのではないかと思う。むしろ、去年、この基金でJ-REITを買い始めた時に、日本銀行がバックストップとなるということで、市場——J-REIT——が噴いた感じがあるので、そういう心理的な面はあるかとは思ふ。それが今回どのように出るかは、まだ現時点では分からない。

## 雨宮理事

宮尾委員のご懸念は恐らく、そうは言っても非常に小さなマーケットなので、池の中の鯨的な惧れはないかということかと思う。実際に、J－REITを我々が買い入れ始めてから、両方の意見がある。これがリスク・マネーの呼び水として呼び戻すのに効果があったという見方と、一部では、やはり池の中の鯨になると却って市場機能を壊すのではないかという心配である。一つの例えは、一昨年の経験で、リーマン後のCP・社債がどこかの段階でマーケットの機能に対してむしろマイナスに働き出す部分があった。それは何かと言うと、取引が減少するということが一つ現れた訳である。一応これまでのところは、J－REITの取引高は少しずつ増えているので、そのメリットとデメリットでは、ギリギリまだメリットの方が大きい段階にあると思う。ただ、これはやはり、今申し上げたとおり、これ以上買うと、5%規制も含めて、段々その池の中の鯨的な面も出てくると思うので、できればもう少しこれが呼び水になりマーケットが大きくなってくれれば有難いと思っている。そういう意味では、この額位がギリギリのところかもしれない。

## 野田委員

J－REITの買入効果は、比較的分かりやすく出たが、ETFが株式市場にどういう影響を与えたかは、間接的にみることはできるが、どうも私からみていると、何となく靴を隔てて足を搔くような思いがある。この辺の効果について、効果のルートだとかあるいは効果の大きさを、執行部ではこれまでのところどうみているのか、もう一回整理して聞かせて頂きたい。

## 雨宮理事

ご指摘のとおり、J－REITについては、価格取引をみてもある程度効果がみえやすいマーケットだったように思う。それに対して、ETFは、この間幾つかマーケットから聞こえている声はある。一つは、ETFとい

う商品そのものに対する投資家の着目を戻すことに役立っているということ。もう一つは、量を大量に買っている訳ではないが、一種のバックストップとして、実は、まだどういうタイミングで日本銀行が出てくるかは、当然マーケットは分かっていない訳であるが、相場が非常に荒れた時にはある種出てきてくれるという感じがあって、逆に、大体幾ら位になると出てくるかという、何となくゲス・ゲームが少し始まっているが、一種のバックストップ的なみられ方はし始めているように思う。その意味で、ETFという商品に対する投資家の関心を呼び戻したこと、ある種安心材料という意味での効果はみられると思う。ただ、できればJ-REITで少しみられ始めたように、これがきっかけに新しい商品の組成が始まって、実際にJ-REITは若干市場が拡大して増資が増えた訳であるが、できればETFもこれによって組成がもっと増えるということを期待しているのだが、まだ少しそこまでは行っていないということだろうと思う。

#### 須田委員

社債やCPは、足許かなりスプレッドが縮んできてしまっている。しかし、今日のお話のように、市場が震災で今ちょっと機能しなくなっている。そういう意味では、この買入れを増やすことによって、拡大したと想定されるスプレッドに働きかけるということであって、足許の低いスプレッドにより働きかけるということではないと捉えていて良いか。

#### 野田委員

先程の梅森企画局審議役のご説明の中で、ある種、現物株との裁定が働くという意味では、後ろ側は無限——この規模からいくとかなり無限——に近いものがある。どうも押しても押しても暖簾のように引いていくような感じがある。それ故、先程申し上げた気持ちになっている。そういうところは、どう理解したら良いのか。現物株だと何となく有限性があるような気がするが、ETFでそういう説明をされると何か……。

## 雨宮理事

いや、現物株でも 380 兆円のマーケットなので——海みたいなマーケットなので——、そういう意味では、元々、これを始めた時の委員会のご議論として、野田委員をはじめ、呼び水という考え方が非常に重視された訳である。ある種、需給に直接入って行って、一種の P K O 的なものというよりは、こういう日本銀行のアクションによって、ある種の安心感なり、バックストップなり、呼び水ということだと思う。それとの比較で言うと、むしろ J - R E I T は狭い分だけ、先程、宮尾委員もご心配になったような需給効果はむしろちょっと出やすくなってしまうという評価の方が、元々の委員会での議論からすると、近いかもしれない。

## 中村委員

C P についてであるが、枠として 1.9 兆円しかない。それで 1.5 兆円と言うと、C P のマーケットではかなりリスクの限界に近いのではないかという答えではあった。この辺りの 1.9 兆円と 1.5 兆円という関係、あるいはこれによってもっと起債を促すという効果は期待できるのか。

## 梅森企画局審議役

1.9 兆円に対し 1.5 兆円というのはかなりのものではあるが、これは先程申し上げたように、1,000 億円超はだめとか、総額の 25% 以上は買わないという制限をかけた結果である。マーケット全体としては、10.9 兆円あるので、多少そういうところはあるかもしれないが、信用の集中を排除するために、むしろ自己規制をやっているのでこういう数字になっているという事情をご理解頂ければと思う。

## 中村委員

既存の枠の中での買入れについては、支障を来していないということか。

梅森企画局審議役

現在のところは。

中村委員

これまでのところはであるな。

雨宮理事

先程、須田委員がおっしゃったとおり、社債・CPは、多分この後、今日のように流通市場がなくなってしまったというような、あるいは先程外山金融市場局長からの説明の時にもご議論があったが、実は、そのリスク回避が非常に支配的なモードになった時に、それが回り回って色々なところに影響を与えるようなことを、どうやってプロアクティブに止めるかという観点から、恐らく考えるのではないかという気がしている。

白川議長

技術的な論点について、また後から質問があるかもしれないが、取り敢えずこの技術的な質疑は終わって、討議に移りたいと思う。

今回、順番は特に指定しないので、それぞれご自由にご発言頂きたい。

野田委員

先程、白川議長がポイント整理ということで纏めて下さったが、基本的に整理の内容については、異存は特にない。そのうえで、一部重複があるが、簡単に私の意見を申し上げたいと思う。現時点で、この度の大地震のいわゆる実体経済への影響を厳密にかつ量的に影響を見極めるというのは、なお相当の時間を要すると思うが、地震発生以来、被害の状況が逐次判明するにつれ、また、特に計画停電等により、直接の被災地以外の市民生活、あるいは経済活動に少なからざる影響を与えているということが、徐々にはっきりし、相当足許では、はっきりしてきたということで、短い時間であるが、企業あるいは個人から聞こえてくるマインドの悪化が大いに懸念

されるし、先程、金融市場局を中心とした説明の中でも、その辺がはっきり現れていると思う。そこで、差し当たっては、経済主体のこうしたマインドのいわゆる悪化は止められないと思うが、これが過度に進むことを食い止めることが、喫緊の課題だろうと認識している。具体的には、市場参加者が過度のリスク回避を取る、そういう行動に走ることを防止すべく、現在実施中の措置——包括緩和であるが——については、予てから一朝事あれば増額対応することが、事実上、我々がコミットしてきたこともあって、ここの部分を直ちに増額していくことが、緊急性から言っても、適切で適當ではないかと思う。その場合、一点注意しておきたいのは、市場に十分な安心感を醸成する必要があるので、トゥー・スモールという、いわゆる小出しは絶対に避けるべきだと考える。さは然りながら、一方で、先程の金融市場局の説明にもあったように、金融市場は株価を除いては、概ね思いのほか落ち着いているということもあるので、私共の、ただ今の執行部の説明も含めて、ああいった規模での措置が、仮にも、実態はそれよりももっと大変なのかというような不安を喚起しないようにしないといけないという思いもある。それともう一つは、現時点で、先程、調査統計局の説明にもあったように、少し長いタームでみた場合に、経済の先行きに大きな下振れリスクが顕現化する蓋然性について、明確な判断を持っているという訳ではない。むしろ、中期的には、我々のこれまでの見通しを維持することにまだコンフィデンスを持っているということについて、しっかりと説明する必要があるし、言い換えれば、今回も仮に先程の整理の中での措置を取るとした時、それがある種予防的な措置であるという点を市場にしっかりと伝えることが必要だと思う。いずれにせよ、日本銀行が今回の未曾有の事態に当たって、冷静沈着に対応しているということをしっかりと世の中に示していきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員、どうぞ。

## 宮尾委員

私も先程の白川議長の総括に異存ない。それで、少し私なりのポイントを整理させて頂いて申し上げますと、そもそも、震災前に私自身が考えていた我が国の経済・物価情勢の特に先行きのリスクだが、私自身はメインシナリオは維持したうえで、景気・物価の両面から下振れリスクをより意識すべき状況に差しかかっているのではないかと考えていた。それは、ご承知のとおり、国際商品市況の高騰が持続することで、国内の所得へ下押し圧力がかかるのではないかと、あるいはC P Iの基準改定が8月に行われることで、デフレ脱却の時期が後ずれする可能性があるのではないかと、そういった面から下振れリスクを少し意識すべき状況なのではないかと考えていた。

そのもとで、今回こういう大震災が発生して、今回の地震は、規模で比べると16年前の阪神・淡路大震災を遥かに超える大規模である。私自身、阪神・淡路大震災の時に被災したが、当時の経験から比べても、本当にこれから尋常ではない影響が国民生活並びに経済活動に及ぶのではないかと懸念を個人的に持っている。特に、ライフラインへのダメージといったところで、先程、生産のディスラプションという話があったが、私自身は少し慎重にというか、少し厳しめな印象を今の時点で持っている。これは、今後より詳細な被害状況が明らかになってから判断すべきことではあるが、それで結局、今、最も心配されるのは、先程からも議論があるように、こういった被害状況に圧倒されて悲観の連鎖のようなものが発生して、人々のマインドやコンフィデンスが過剰に委縮してしまうという点ではないかと思う。日本経済の先行きに関しては、先程申し上げたような先行きのリスクが様々ある訳であるが、それよりも何よりも、今回、この震災によって、人々のマインドやコンフィデンスが過度に悲観的となったり、あるいはリスク・プレミアムが過度に高まることを未然に防ぐことは、非常に重要なことであると私も考える。その意味で、今回、資産購入の枠組みを拡充して、全体として購入額を拡大して、かつリスク性資産のウエイトを高めることで、人々の不安心理の増幅を未然に防ぐことは、極

めて重要な意味があるのではないかと考えている。先程の執行部のご説明に私自身賛成する。

最後に、少し精神的な話だが、今回の震災は、本当に文字どおり国難と言うべきものだと思う。ただ、皆様も思われているかと思うが、これは、たとえ時間がかかっても、我々日本国民は、この震災から、必ずやしっかりと復興していく、こういう視点も忘れてはならないと思う。そういう、これからの人々の復興の道のりも含めて、私達日本銀行は今後も日本経済を金融面からしっかりとサポートしなければならないと思うし、物価安定のもとでの持続的成長経路に一日も早く復帰しなければならないと考える。そのために必要な措置、適切な措置は何かについて今後とも真剣に考え続けていかなければならないし、私自身も考えていきたい、そういう思いを強くしている。以上である。

白川議長

中村委員、どうぞ。

中村委員

リーマン・ショックから漸く持ち直し、今後、日本経済は、スピードを模索しつつも、巡航速度に入り、また、新興国の拡大するマーケットをどのようにして取り込むかということなどに着手したりしながら、企業マインド等も新年を迎えずいふんと風向きが変わってきたという状況下にあった。私も、土曜日の段階では、潤沢な資金を供給していけば、十分に対応できると思ってもいたが、その後、被害状況は、そうした対応では済まない程度に大きくなっている。また、電力制約の問題等もあって、このまま放っておくと、企業マインドや消費者マインドが一段と冷え込むことも考えられる。これから復興に向けて、力強く進んでいかなければいけない時に、そういう形でマインドが冷え込むと、復興できるものも遅れてしまう。それから、企業にとっても、今回の企業経営に与える影響は大きいと思う。単に、国内の生産だけではなく、海外の生産においても、日本か

らの部品の供給シェアが大きくなってもそうした部品供給に頼っている部分があれば、場合によっては、国内のみならず、海外生産にも影響し、企業業績に影響を与えることも考えられる。こうしたことから、資金を潤沢に供給すると言っても具体的に示していかないと、国民、経営者等になかなか納得してもらえないという面があると思う。そういった落ち込む可能性があるマインドを支えるためにも、5兆円規模のリスク性資産を買って、企業マインドを後押しすることは、適切な施策だと思うので、私はこれを進めるべきだと思う。以上である。

白川議長

先程、亀崎委員、手を挙げられていたが。

亀崎委員

今回のこの未曾有の大災害はちょうど、日本経済が見通しどおりに踊り場を抜けつつあって、元の緩やかな回復ペースに復する可能性が一段と高まった矢先に起きた。現時点では、その影響を正確に見通すことはできないが、目先の経済悪化は避けられないと思う。今回は、想像を絶する多数の被害者、そして生産、物流、インフラ等が被害を受けている。また、企業活動の停滞、加えて原発の被害とそれに伴う停電は、経済活動全般を大きく委縮させるものと思う。ただ、やや長めにみてみれば、生産・物流体制が回復して、復興需要が出てくるということで、経済の加速が望めるものとは思うが、その時期については予測ができないというのが現在の状況だと思う。

国内金融市場では、大災害に対する心理的な不安感と、経済活動の停滞懸念からの金利低下、そして大幅株安となっている。この先も不透明感が強まって、様々な思惑から実体経済から乖離して不測の動きとなる、という地合いであると思う。従って非常に警戒感を持ってみていく必要があると考えている。

こうした状況下であるので、日本銀行としては、大災害が市場に、特に

マインド面での悪化を未然に防ぐべく、ここではプロアクティブに行動する必要があると考える。二点あって、第一点目は、この市場の安定に全力を尽くすということで、本日も行ったような潤沢な資金供給を臨機応変にやっていくということが必要である。リーマン・ショック直後と同様に、多くの市場参加者が資金調達不安や、相手先金融機関のクレジット不安などから、資金をホールドしがちになるものと考えられることから、札割れが仮に起こっても、中央銀行としての本行が市場参加者に対して、いつでも資金調達できると安心感を与えていくことが不可欠だと思っている。

第二点目は、この時点で一段の金融緩和を行うべきだと思う。具体的には、資産買入等の基金をサブスタンス的に増額するということが適当であると思う。増額の内容は、特にリスク性資産を主とすべきだと思う。なぜならば、大災害が与える影響が見通せない心理的な不安感から、リスク性資産の価格は、これからも下にオーバーシュートしていく可能性が高いと思われるので、ここで本行が下支えする姿勢を示して、リスク・プレミアムの拡大を抑え、そして縮小を促すことは非常に重要な施策だと思う。

無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標は、引き続き従来どおり、0～0.1%として、実質ゼロ金利を維持することが適当だと考える。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気の基本認識、また、物価の足許・先行きに関する議長の取り纏め内容について、全く異論はない。特に景気については、緩やかな回復経路に向けた動きの中で、国際商品市況とりわけ原油価格の上昇の影響が、これから先進国、新興国、それから資源小国の日本にどう出てくるか、従来より少し警戒すべき局面である。プラス面もあるのだが、物価の展開によっては、企業収益あるいは家計のマインドに影響を与えるのではないかとい

う懸念が広がってきたと思っている。

こうした中、この地震が起こり、特に東北・関東の一部という地理的にも非常に広い範囲で壊滅的な打撃を受けた訳である。そうした意味で、国民全体に不安感が大きく膨らんでいるのではないかと思う。これから、この混乱状況から一日も早く脱して、復旧ということになっていくが、いずれにしても国を挙げて万全の態勢を取らなければならない。

そういうもとで、やはり金融は経済活動の血液であるので、金融の安定の確保をしっかりとした姿勢で打ち出していくことが大事であると思うし、マインドの悪化については、これから増殖しないようにさらに強い姿勢を打ち出していくことが必要ではないかと思っている。特に、経済活動については、東北経済圏での影響が色々数字的に示されているが、皆さんもおっしゃっているように、部品等々のオンリーワン企業も多いと思う。さらに私自身も絡んでいたところであるが、電力をはじめとしたエネルギー関係の需給の影響が、やはりある程度の期間継続すると思う。これらの全体への影響が、色々な波及経路で、これから判明してくるかと思う。

そうした中で、国民全体の不安感、マインドの悪化を何としても未然に予防的に食い止めることが重要ではないかと思っている。そこで、従来から臨時、異例の措置として、基金による買入れをやってきた訳であるので、まさに今これを増額する時期ではないかと思っている。株式の動きであるとか、為替の不安定化には注意しなければいけないし、それから日本経済に対する不安感から、リスク・プレミアムが跳ね上がることもあるかもしれない。従って、この増額については、リスク性資産に重きを置いて行うべきではないかと思っている。日本銀行の財務の健全性という意味では、先程検証がされて、8割位のリスク量というのをどのように評価するのかという点はあるかと思うが、私自身としてはギリギリの線でないかと考えていて、基本的には執行部が提案した案で良いのではないかと思っている。以上である。

## 須田委員

今回の地震はマグニチュード9という大きさだけでなく、被害が広域に及び、原発問題から電力不足をも引き起こしたことなどから、被災地だけでなく国民全体にとって大変辛く厳しい試練となり、国民一人一人が復旧に向けてできる限りの努力をしていく必要がある。日本銀行も本支店・事務所を挙げて、金融市場の安定と金融機関の資金繰りに万全を期するとともに、銀行券の円滑な流通、日銀ネット等をはじめとする決済システムの円滑な運用等に最大限の努力をする必要がある。執行部におかれては、地震直後から既に取り組んで頂いているが、計画停電という未知のイベントが加わることから、より一層緊張感が高まる中、金融機能の維持及び資金決済の円滑の確保に全力を尽くすとともに、本日の大量の即日オペのように、金融市場の安定確保に向けて、状況に応じて弾力的な資金供給を適切に行って頂きたいと思う。

さて、前回会合以降、地震が発生するまでの我が国経済・物価情勢の総括判断については、私は、現状、先行きともに展望レポートのメインシナリオに概ね沿った展開となっているとみてきた。問題は、地震の影響をどのように経済の先行きに織り込むかである。金融機関については、先程の説明にもあったように、店舗被災やATMが利用できなくなるなどの被害が出ているが、今のところ金融・決済機能はしっかりと維持されている。地震発生後、リスク回避姿勢が高まり、市場への影響は、株安、債券高、また為替については円高、というストーリーが語られている。もっとも、為替レートについては、円金利低下やボラティリティ、日本経済へのダメージをどう評価するかによっても変わり得るため、定かではない。实体经济への影響については、何分まだ物的・人的被害の全体像でさえ把握できない状況にあるうえ、計画停電の影響もあり、当面、経済を下押しすると想定されるもののその大きさは定かではない。従って、当面は下振れリスクが高く、後にいつどの程度かは不確かだが、より長い目でみればインフラ、住宅投資も含めた復興需要から上振れリスクがあるという評価になるのではと考えている。消費については、連日の報道に接して、被害と原

子力発電所を巡る不安感などから国民のマインドが大きく低下していることは確かであり、イベントなど自粛の姿勢が強いことや、マインド悪化などから、消費に下振れリスクがある。企業活動面では、道路や港湾の破損による物流停滞や販売停止、自動車や半導体等における生産ラインの停止がある程度続くことは避けられない。この場合、現在、日本の資源稼働率は高くないため、他の工場、他の企業への生産シフトで、マクロでみれば生産の落ち込みが想定よりも少なく済むという可能性もあるが、輸入で代替される部分もあるし、当面、生産全体の減少は避けられないと思われる。当地は素材部品工場が多く、その部品が世界にとって非常に重要であるという場合もあるので、世界の生産にも影響を与える可能性があると思っている。設備投資については、人的被害や電力問題もあって、企業の投資立地の変更を迫る可能性があるので、投資再開に時間がかかるかもしれないし、農業・漁業においては港湾などインフラの破損もあって投資が縮小する可能性がある一方、時間はかかるが生産性を高めた形で復興する可能性もあると思っている。このように、先行きについては国内経済を巡る不確実性も高まっている。

このような大きな下振れショックを受け、今後も状況が悪化する可能性がある今日、マインドの悪化を伴うリスク回避姿勢の大幅な強まりが、マーケットへ先程述べたような大きな影響を及ぼすだけでなく、消費や投資など実体経済にも大きな悪影響を与えると思われる。私としては、潤沢な資金供給だけでなく、このようなリスク回避姿勢の大幅な強まりに歯止めをかけるべく、リスク・プレミアムに働きかけることがここで是非とも必要だと考える。この観点からは、国債以外のリスク性資産を対象に、基金の5兆円増額を提案したいと思う。これは、このような危機的な状況のもと、リスク資産の購入増大に伴うコスト——市場を歪めるコストや財務の健全性への悪影響など——はあるものの、必要性の高まりからリスク・プレミアムに働きかけることのメリットの方が大きいと判断したことによるものである。なお、国債の買取りについては、現在長めの金利は低下傾向にあり、それに働きかける緊要性は必ずしも高くなく、今購入すると

マネー・ファイナンスの疑いを招くこと、むしろ震災時の緊急対応として国債を購入するのであれば、かかる目的を明示のうえ、基金とは別に、必要時に必要額を購入すべきであると考えている。以上である。

#### 西村副総裁

短く簡単に申し上げる。不確実性が非常に大きい状況で、しかも下振れリスクが一部は事実上実態化しつつある状況である。それから、短期市場も落ち着いているとはいえ、これは日本銀行が事実上市場の代わりになっていることによるものである。そういう意味で、市場機能の低下がみられるので、こういうところに対して、潤沢な資金供給というやり方でやるのは全く必要なことだと思う。そのうえ、さらにリスク回避姿勢の大きさや家計・企業のマインドの悪化が起きていることから考えれば、特に、リスク資産に対しての働きかけを中心とした執行部の考え方は、極めて妥当なものだと考えている。全体でみて、我々がメッセージとして出さなければいけないのは、やはり我々は国民とともにあって、そして国民の強い復興の意志を支えていくという姿勢を明確に示すことが、何よりも増して大事だと考えている。それが最終的には復興需要を通じた日本経済の回復を下支えする、下支えどころか本当にそれを推進していく、という形になっていくことに、我々としては微力ながら対応していくことが、極めて重要なことだと思っている。以上である。

#### 山口副総裁

皆さんがおっしゃったことにあまり付け加えることはないが、極く簡単に申し上げておく。今回の震災に伴って非常に大きな不確実性が追加されたことは間違いないと思う。従って、こうした不確実性のもとで、特に各経済主体あるいは市場参加者のマインドの悪化をどう防止するかが、当面、我々に課された大きな課題だと、私自身は認識している。それに応えるための対応策として何があるかであるが、基本的には、白川議長が挙げられた点で、私自身異存はない。いずれにしても、日本銀行がそうしたマイン

ド悪化の可能性を目前にしながら、果敢かつ大胆な対応を図るということが極めて重要であると思っている。しかも、包括緩和は、経済主体等のマインドに明るさを与えるという点で、何がしか効果があったと認識しているので、そういう意味でも、包括緩和のさらなる充実によって、我々の姿勢を明らかにし、経済主体及び市場参加者のマインドの後退を防いでいくという対応が重要なのではないかとと思っている。以上である。

白川議長

今、全員からご意見を頂いたが、経済・物価の情勢判断について、不確実性が非常に高いというのは、私も含めて全員の判断である。そのうえで、先程申し上げた経済・物価の情勢判断について、冒頭の整理に概ね違和感がないという意見だというように受止めた。そのうえで、政策であるが、全委員が、今の情勢判断を踏まえると、基金の増額により金融緩和を一段と強化することが必要というご意見であった。その基金の増額の場合に、リスク性資産の買入れが重要であるという点については、全員が一致していたが、その買い方について、須田委員を除く多くの委員がリスク性資産を中心に買入れを増額するのであれば、執行部から説明のあった案が適当というご意見であった。須田委員については、買入れの増額を全てリスク性資産に充てるのが適当であるということで、国債を対象に含むことが適当でないというご意見であった。いずれにせよ、この基金の増額を行う場合には、コミュニケーションが非常に大事であるということである。リスク回避姿勢の強まり、不安心理の高まり、そうしたことによる経済活動の悪化を未然に防止するという予防の措置であるということをしっかり説明し、我々自身のアクションが、実態がそこまで悪いのかと逆に経済活動を下押すという感じにならないように、周到な情報発信が必要だというご意見も頂戴し、私もそのように思っている。

それから、金融市場調節方針については、全ての委員がこれまでの調節方針を維持したうえで、金融市場に潤沢な資金供給を行うことが適当であるというご意見で一致していた。少し端折っているところもあるが、今申

し上げたような整理で宜しいか。もし宜しいようであれば、議案を取り纏めていきたいと思う。

お待たせしたが、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。まず、財務省の櫻井充副大臣お願いします。

#### 櫻井財務副大臣

先週金曜日に発生した東北地方太平洋沖地震は、東北地方を中心に甚大な被害をもたらしている。私も日頃は仙台に住んでおり、本当に沿岸部を中心として大きな被害が出ている。私の知り合いの人達でもずいぶん多くの方が連絡がまだ取れないという状況にある。我が家は内陸の方なので地震の影響はあまりなかったが、水道もガスも電気も通っていないし、まだ携帯も圏外ということで、ライフラインがまだ全然確保されない状況である。

そういう中で、政府として被災者の救助をはじめとする災害応急活動に総力を挙げて取り組むとともに、国民生活及び経済活動が早期に回復するよう全力を尽くしているところである。震災における災害対策においては、まずは関係省庁等における現状把握を迅速に行うことが必要と考えており、これを受止めて必要な対策が判明すれば、緊急に対応するため、予備費や補正予算により被害対策に万全を期していく。その際の資金調達に関しては、ご懸念頂いている国債市場に対する影響も考慮しながら行ってきたいと思っている。

政策金融においては、日本政策金融公庫等において地震直後から相談窓口を開設するとともに、今回の地震に関わるものを日本政策金融公庫から指定金融機関を通じた危機対応融資の対象に追加している。さらに、日本政策金融公庫等は中小企業等に対し、低利の激甚災害貸付を行うこととしている。今後とも、具体的な被害の状況や、政府の緊急災害対策本部における決定等も踏まえつつ、必要な措置を迅速に講じていく。

日銀総裁にもご出席頂いたが、政府においては、昨日総理以下関係閣僚が出席し、経済情勢に関する検討会合を開催した。そこでは、金融市場も

含めた我が国経済に対する震災の影響について、実状把握に努め、その影響を注視する必要がある旨の認識が示されるとともに、各大臣・日銀総裁が今後とも緊密に協力しこの難関に全力で対応していくこととなったと承知している。この震災は、まさしく非常事態であると考えている。

日本銀行におかれては、金融市場の安定及び資金決済の円滑を確保するため、流動性の供給を含め、万全を期していく方針であると承知している。本日も、潤沢な資金供給を行ったことは、市場情勢に応じた適切な対応であり、さらにリスク性資産の買入れ基金の積み増しを行って頂けるということは、さらなる金融緩和を進めていくことであり、このことについては感謝申し上げたいと思っている。

政府としては、先程申し上げたとおり、国民生活及び経済活動が早期に回復するよう全力を尽くし、被害対策に万全を期していく。日本銀行におかれても、政府と緊密に連携を取りつつ、今後の金融経済の状況変化に応じ、機を逸することなく果敢な対応を取って頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、内閣府の末松義規副大臣お願いする。

末松内閣府副大臣

短く申し上げます。先程、櫻井財務副大臣からもご指摘があったように、東北地方太平洋沖地震により、被災地において甚大な被害が発生している。政府としては、被災者の擁護・救援をはじめとする災害応急活動に総力を挙げて取り組むとともに、国民生活及び経済活動を早期に回復するよう全力を挙げて取り組んでいく。日本銀行におかれては、既に迅速にご対応頂いたということで、感謝を申し上げます。引き続き、政府との緊密な連絡のもと、金融市場・金融システムの安定を確保し、被災地の生活や中小企業の経済活動を支えるため、万全の措置を今後とも講じて頂くよう心からお願い申し上げます。以上である。

#### IV. 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、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、それから対外公表文の文案を用意して頂きたい。

加藤企画局政策企画課長

少し宜しいか。須田委員が、先程お話しされたご提案について、議案として提出されるかどうかを確認して頂きたい。

白川議長

ご提出されるということで宜しいか。

須田委員

提出する。

加藤企画局政策企画課長

それでは、須田委員の議案についても用意させて頂く。

[事務局より議案配付]

楡田企画局長

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

続いて、須田委員案である。「『資産買入等の基金』の増額に関する件。案件。1. 『資産買入等の基金運営基本要領』4. (1) に定める買入残高の総額の上限を5兆円程度増額すること。ただし、増額は、4. (2) に定めるCP等、社債等、指数連動型上場投資信託受益権、不動産投資法人投資口によって行うこと。なお、指数連動型上場投資信託受益権、不動産投資法人投資口の買入残高の上限の引き上げについては、日銀法上の認可取得を条件とすること。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」。

続いて、議長案である。「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件。案件。東北地方太平洋沖地震の発生を踏まえ、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、下記の諸措置を講ずること。記。1. 『資産買入等の基金運営基本要領』を別紙1. のとおり一部改正すること。これは基金の増額を記載したものである。「2. 『資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領』を別紙2. のとおり一部改正すること。これは、ETF、J-REITの買入期間の変更を記載したものである。「3. 『日本銀行業務方法書』を、別紙3. のとおり一部変更すること、および、4. の認可を取得することを条件に別紙4. のとおり一部変更すること」。これは、1.、2. の案件を受けた日本銀行の業務方法書の改正である。「4. 1. および2. の実施に関し、日本銀行法第43条第1項ただし書きおよび同法第61条の2の規定に基づき、別紙5. および別紙6. のとおり財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。以上」。これは、ETF、J-REIT増額の認可申請の申請案である。

続いて、対外公表文を読み上げさせて頂く。「金融緩和の強化について。1. 東北地方太平洋沖地震の発生後、日本銀行は、金融市場および金融機関の業務遂行への影響を把握するとともに、金融機能の維持および資金決済の円滑を確保するために、万全の措置を講じてきている。また、適切な金融市場調節の実施を通じて弾力的な資金供給を行っている。2. わが国の景気は、改善テンポの鈍化した状態から脱しつつある。消費者物価（除く生

鮮食品)の前年比は、下落幅が縮小を続けている。先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、緩やかな回復経路に復していくという判断を維持した。消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくと考えられる」。(注1)として、下に「本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い」と記載している。「もともと、今回の地震によって、わが国は、地理的にも広範囲な被害を受けており、当面、生産活動の低下が見込まれるほか、企業や家計のマインドの悪化も懸念される。3. 以上のような情勢認識のもと、日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、以下の措置を実施し、金融緩和を一段と強化することを決定した。(1) 当面の金融市場調節方針。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(全員一致 or 賛成○、反対○)。こうした調節方針のもとで、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期していく。無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す。(2) 資産買入等の基金。企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが実体経済に悪影響を与えることを未然に防止する観点から、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とする(全員一致 or 賛成○、反対○)。増額分の買入対象資産ごとの内訳は、以下のとおりとし、2012年6月末を目途に増額を完了する。ただし、指数連動型上場投資信託、不動産投資信託については、日銀法上の認可取得を条件とする。長期国債0.5兆円程度、国庫短期証券1.0兆円程度、CP等1.5兆円程度、社債等1.5兆円程度、指数連動型上場投資信託0.45兆円程度(認可取得を条件とする)、不動産投資信託0.05兆円程度(同上)。4. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。日本銀行は、引き続き、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方

針である。以上」である。

白川議長

ご意見はあるか。

須田委員

私のところの書き方であるが、この書き方では、40兆円に反対しているようにみえるが。

榎田企画局長

この脚注の考え方は、「リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、40兆円程度とする」というこの「リスク性資産を中心に」という表現は、国債も含めた記述になっているので、ここに注を付して、須田委員の名前を書く方式を考えている。ただ、こうではなく、前回の時のように須田委員の反対理由を付した形で注書きにして書くという方式も可能である。

須田委員

それでは、そういう方向にして頂きたい。また、前回は、国債が含まれるということだったが、今回は、リスク性資産が全部だという書き方にして頂きたい。

雨宮理事

「全額リスク性資産にするべきだと主張し反対した」という感じか。

須田委員

そうである。

白川議長

それでは、その文案を考えて頂きたい。  
他にご意見はないか。

野田委員

本質的ではないが、今回の地震の正式名称は「東北地方太平洋沖地震」  
なのか。

櫛田企画局長

そうである。

白川議長

私も同じ疑問を發したが、現状はそうである。

野田委員

新聞報道などは「東日本大地震」となっている。これは言ってみれば通  
称か。

雨宮理事

まだそうである。

白川議長

少し気にはなっている。

野田委員

その点だけである。

白川議長

他にないか。

それでは、議案が纏まった。最初に、金融市場調節方針を採決する。続いて、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」の採決を行う。最後に、対外公表文の採決を行う。誠に申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

金融市場調節方針である。採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

加藤企画局政策企画課長

それでは、初めに「資産買入等の基金」の増額についての須田委員案の採決をお願いしたい。

白川議長

それでは、須田委員案の採決をお願いします。

[須田委員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：須田審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

須田委員提出議案である。賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

反対理由は、先程の理由であるから、宜しいか。

須田委員

結構である。

白川議長

それでは次に、「『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件」について、採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

反対：須田審議委員

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、反対 1、賛成多数である。反対は須田委員である。

白川議長

反対理由は先程のもので宜しいか。

須田委員

結構である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針に関する採決の結果と資産買入等の基金の増額に関する記述を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

楡田企画局長

先程の記述のところを読み上げさせて頂く。2 頁目のところの「5 兆円程度増額し、40 兆円程度とする」の後、先程は「(全員一致 or 賛成○、反対○)」であったが、「40 兆円程度とする (注 3)」として、下欄に「(注 3) 須田委員は、資産買入等の基金の買入増額対象資産をすべてリスク性資産とするべきとの理由から、反対した」。以上である。

白川議長

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  
森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

『資産買入等の基金運営基本要領』の一部改正等に関する件については、賛成 8、反対 1 であったが、残りの案件は全て全員一致であった。

V. 議事要旨（2月14～15日開催分）の承認

白川議長

最後に、2月14、15日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。なお、今回、会合の日程を変更したことから、議事要旨の公表日も一日繰り上げ、3月17日の木曜日としたいと思う。この点も含め、議事要旨案についてご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

ないようであれば、議事要旨の採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（2月14～15日開催分）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

森本審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は17日の木曜日8時50分  
に对外公表する予定である。

## VI. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。ご協力に感謝する。次回は、4月6、7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。報道解禁予定時刻は14時48分である。

白川議長

解禁時刻が14時48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。

(14時45分閉会)

以 上