

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年4月6日（14:00～16:47）

4月7日（9:00～13:05）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）
山口廣秀（副 総 裁）
西村清彦（ 〃 ）
野田忠男（審議委員）
中村清次（ 〃 ）
亀崎英敏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（ 〃 ）
森本宜久（ 〃 ）
白井早由里（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 木下康司 大臣官房総括審議官（6日）
櫻井 充 財務副大臣（7日）
内閣府 梅溪健児 政策統括官（経済財政運営担当）（6日）
末松義規 内閣府副大臣（7日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三（6日14:00～14:50、7日）
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局審議役	梅森 徹（7日）
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
企画局企画調整課長	千田英継（7日）
企画局企画役	大山慎介
企画局企画役	奥野聡雄

I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行の説明であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に、金融経済情勢に関する討議、二番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に、政府出席者からのご発言、四番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に、3月14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。財務省からは木下康司大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。本日は、今回の震災を受けて、まず最初に、被災地における金融情勢について山本理事から報告を受け、その後、通常どおりの順番で進めたいと思う。

1. 被災地における金融情勢

山本理事

それでは、被災地の金融情勢、金融機関の動向をご説明する。手許に資料はないので、口頭でご説明する。まず、東日本大震災では東北地方に所在する金融機関の本支店にも、物理的な甚大な被害が生じている。金融庁の集計によると、東北6県及び茨城県に本店の所在する金融機関は72先ある。営業店舗が約2,700ということであるが、被災10日後の3月22日から統計が出ていて、この時点では、約270店舗が閉鎖、全体の約10%

に相当する店舗が閉鎖を余儀なくされていた。ただ、その後も各金融機関が懸命の努力で店舗の復旧に努めていて、4月1日現在——これが直近の数字であるが——、閉鎖店舗数は約150、全体の約6%まで減っている。ただ、まだ約6%の店舗が復旧できていないということである。各金融機関は代替店舗の手当てを含めて、引き続きその対応に追われている。なお、今申し上げた150の閉鎖店舗のうち、福島第一原発に関連した店舗の閉鎖が約35である。150のうち35が福島第一原発に関連した閉鎖店舗ということである。

この間、地元の金融機関は、この店舗の復旧に努めるのと並行して、閉鎖している店舗の業務を近隣の店舗に移して、預金者や取引先への対応に当たってきた。まず、被災された方々の間では、生活必需品購入のための現金手当、これが切実なニーズとして出てくる訳である。地元の金融機関は、被災直後の土日も含めて窓口を開けて、これに対応している。日本銀行も、金融機関の手許現金に不足が生じないように、休日平日を問わず、支店それから東北地区の事務所の窓口を開けて、これらの金融機関に対して現金の供給を続けてきた。

これまでの金融機関の預金の動向であるが、今述べた小口の現金手当を中心に、若干の預金の引き出し超過となっている金融機関が見受けられる。ただ、預金全体としてみれば、安定的な状況が続いている。ただし、今回の災害の規模が非常に巨大であること、あるいはこの原発の問題が長引いていることもあって、金融機関の中には金融機関経営を巡り風評が立つリスクを懸念し、先行きの資金繰りについて、神経質になっている先も少なからず見受けられる。

次に、金融機関の取引先企業についてである。まだ被害の状況の完全な把握、あるいはさらに今後の経営再建の方針を固める段階には至っていない。従って、金融機関自身も資金需要の全体像を把握できる状況には至っていないのが実情である。ただ、当然ながら、まず、従来の借入れについては返済猶予の要請が急増している。金融機関もこれに積極的に応じている。それから、足許、金融機関の窓口では、運転資金、資金繰りを中心に

融資相談が増加してきている。金融機関側も必要に応じて、信用保証協会の保証なども活用しながらできる限りこれに応じていきたいとしている。

さらに、今後、復興に向けた動きが本格化してくれば、借入れ需要はさらに増加してくることが見込まれている。ただ、これがいつからどの時点での程度の規模で出てくるかは、現時点ではまだはっきりしていない状況にあると理解している。

なお、今申し上げたのは被災地域を中心とした話であるが、全国をみると、後程、外山金融市場局長から報告があると思うが、社債市場に様子見気分がみられるもとの、企業サイドは、リーマン・ショックの経験もあって、手許資金を厚めに持とうとする動きが、特に大企業を中心に強まっている。この結果、ここへ来て、大手行を中心に借入れ要請が急増している。借入れ要請だけを取ってみると、単純に足し合わせると数兆円位の大台になるのではないかという見方である。その一部が3月末以降貸出の増加となってくるとみられる。これは、現時点では、資金使途は主として予備的需要、あるいは運転資金が若干入ってくるが、復興に向けた資金需要は、まだこの中にはあまり入っていないという見方である。私からは以上であるが、今後とも金融機関の動向については、支店、事務所と連携しながら注意深くモニタリングしていく考えである。以上である。

白川議長

今の報告について、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

それでは、金融調節、金融・為替市場動向の報告に移りたいと思う。

外山金融市場局長

それでは、金融調節の運営実績より申し上げる。お手許の資料－1、2（参考計表）追加分で図表 1－1 をご覧頂きたい。無担保コールレート

(オーバーナイト物)は前回決定会合以降 0.060~0.109%で推移した。震災後、出し手の資金放出姿勢が極端に慎重になったことから、一時的にレートが上昇する局面もあったが、本行が連日大量供給した資金のほか、国債償還金等、季節的に増加した財政資金が積み上がるにつれて、実需に基づく取り手が姿を消したことから、レートは2006年7月のゼロ金利解除以降の最低水準を記録するまで大きく低下した。当座預金残高は24兆~42兆円台、準備預金残高(除くゆうちょ銀行)は で推移した。当座預金残高は、22日以降、2004年3月末の36.4兆円を上回る既往最高水準で推移している。この間のピークは3月24日の42.6兆円である。日銀当座預金の保有状況であるが、あらゆる業態で大きく当座預金が増加している。特に、都銀は、震災後、企業や個人による資金引き出しへの備えのほか、一部都銀における による決済資金需要への対応もあり、本行オペを利用して積極的に流動性を確保しようとしたほか、他業態から都銀へ流動性が流入する動きもみられたことから、巨額の超過準備を保有することとなった。外銀も、震災直後の円投地合いが改まって以降は、為替スワップ市場で調達した円資金を短期市場で放出せずに、そのまま当預に積み上げている。中には、本行に対する与信枠を一時的に拡大させているところもある。また、都銀が超過準備をやや減少させ始めた年度末日以降は、証券会社や短資会社等、非準預先にも大きく資金が滞留しているところである。

図表1-3、GCレポレート(スポネ物)をご覧頂くと、都銀が資金放出を手控え、取引が細る中、本行が昨年7月以来となる国債買現先オペを震災以降30日まで連日オファーしたこともあって、レートは落ち着いて推移した。年度末にかけても、取引の薄い状態が続いたが、証券会社が証券在庫を払底させる中、本行オペの担保をGCレポで確保しようとする動きもみられて、0.1%を大きく下回る出合いがみられた。

図表1-7、オペ運営についてご説明する。震災明けの14日以降、連日、即日オペのみならず、ターム物オペについても、1週間程度の短めの物から2か月物といった長めのオペまで取り混ぜ、金融機関が手許流動性に不

安を感じることはないよう、共通担保オペを主体とする大量供給を継続した。見込まれる応札総額を上回るオファーを敢えて実施することで、落札レートの上昇を抑制したほか、応札が極端に減少するのを待ってからオファーを打ち切ることで、個別の資金ニーズにも配慮する姿勢を明確化した。また、市場間の裁定が働いていない状況のもと、このところ用いてこなかった国債買現先オペやC P買現先オペを再開することによって、G Cレポ市場やC P市場の動揺沈静化に努めた。C P買現先オペは、3月22日、28日と2週連続で実施した。22日実施分については、落札レートが0.140%となって、他の資金供給オペに比べれば高い水準となったが、資金調達に制約のある都銀のC P引き受け部署からは、資金逼迫感を大いに緩和させ、C P発行レートの低下に繋がったとの評価が聞かれたところである。また、28日のオペで僅かながら札割れとなり、落札レートが0.10%に低下したことも、さらなる発行レートの低下を促した。国債買現先オペは、震災後連日オファーし、証券会社を中心にコンスタントな応札を集めたが、29日以降は極端に応札が減少したため、30日までで打ち切った。落札レートは全て0.10%であった。国庫短期証券買入は、3月17日に実施した。この時は、都銀、証券がキャッシュ化目的で落札している。その後は、一時的に証券会社の短国在庫が払底したこともあり、実施を見送っている。

基金の運営について申し上げる。固定金利オペの3か月物は、震災直後こそ4倍台の倍率となったが、漸次倍率が低下し、4月1日実施分では1.98倍と、初めて2倍を割り込んだ。6か月物についても、3月17日実施分の応札倍率が5倍弱だったのに対し、4月4日実施分は2.60倍と大きく低下した。国庫短期証券買入は3月18日と28日に実施し、それぞれ1,500億円ずつオファーしている。落札レートはそれぞれ0.140%と、0.115%となり、この間の市場実勢を反映する結果となった。国債買入は、3月28日に1,500億円をオファーし、落札レートは0.200%であった。C P等買入は3月25日に3,000億円をオファーした。これまで大宗を占めていたその他金融債、あるいはA B C Pは少なく、幅広い銘柄の事業債が持ち込

まれた。落札レートは 0.143%と、前回の 0.130%より上昇したものの、市場実勢よりもやや強めの決着となった。社債等買入は、本日 1,500 億円をオファーした。結果の公表は本日午後 5 時頃を予定しているが、現時点で判明しているところを申し上げますと、応札総額は 3,107 億円で、応札倍率は 2 倍強であった。前回は 2.94 倍である。落札レートは 0.400%で、前回の 0.211%を若干上回る水準であった。一方、平均落札レートは 1.377%と、前回の 0.238%を大きく上回っている。現在、各落札先ごとに落札した金額の範囲内で割り当てる社債を選定してもらい、発行企業一社当たりの限度額等の条件を満たすよう調整したうえで、最終的な結果を公表する手筈となっている。なお、社債等買入については、前営業日にオペ先に対し、個別銘柄が買入適格かどうかの照会に回答することとなっているが、昨日、特定企業の社債が適格であるとの報道がみられた。当局では、オペ先への説明会の際、円滑な入札を妨害しかねないこうした情報の漏洩を行わないよう要請しているが、今回、オペ先ないしオペ先に委託をした投資家からのリークがあったものとみられ、遺憾と考えている。また、前回決定会合以降、ETF は 5 回、J-REIT も 5 回の買入れを実施した。J-REIT については、ほぼ平均的な買入れペースに追い付いたが、ETF は平均的な買入れペースをかなり凌駕するペースとなった。最後に、米ドル資金供給オペであるが、22 日に 84 日物を、29 日以降は 1 週間物を毎週オファーしたが、いずれも応札はゼロとなった。

次に、市場動向について申し上げます。図表 2-1、(2) の短期金利のうち、無担コールと短国レートであるが、震災直後は金融機関が流動性を手許に抱え込み、インターバンク市場への資金放出や証券での運用を控えたことに加え、この間の入札が大きく流れたことによって上昇した。しかしながら、本行による大量資金供給により、金融機関が当座の流動性確保に目途を付け始めると、徐々に低下した。さらに、年度末にかけて証券会社の在庫が大きく減少すると、担保玉確保のために高値で買う動きもあり、中には 0.1%を割り込むような取引もみられたところであった。一方、震災直後、取引が蒸発したユーロ円取引は、年度末近くになって、既往取引のロール

がみられるようになったが、長めの資金放出に対する慎重姿勢が残存していることを反映して、レートはやや上昇している。

図表 2-2 の (1) T I B O R であるが、4 月 1 日にレファレンス・バンクの変更があり、外銀 1 行が新たに加わったことで、若干の低下をみた。図表 2-2 の (2) C P 発行レートであるが、震災直後に大きく跳ね上がったが、前回決定会合で増額が決定された C P 買入オペを早速 3 月中に実施したことや、昨年 3 月以来となる C P 買現先オペを 2 週連続実施したことにより、ディーラーの引き受け力が高まり、年度末までにほぼ震災前の水準まで低下した。図表 2-4 の (1)、通貨別ターム物レートであるが、ドルは超過準備の増加や 4 月 1 日以降の預金保険料対象債務の変更によって低下傾向、ユーロは金利引き上げ期待により上昇傾向にあるが、O I S とのスプレッドは各通貨ともに落ち着いて推移している。円 L I B O R については、震災直後の一時期、資金放出の動きが限られる中、欧州の銀行が円資金を為替スワップ市場で確保しようとしたため、短いタームの物を中心に急上昇する場面もみられたが、一部邦銀による資金放出の積極化を受けて、直ちに低下した。なお、一部の投資家が日本ネームのロール・オーバーに依拠していないとの情報があるが、目下のところ、邦銀の外貨資金繰りに問題が生じているとの声は聞かれていない。

図表 2-6、長期金利である。欧米の金利は、震災やリビア情勢緊迫化を受け、一旦低下したが、その後リスク回避姿勢の後退や金融政策の変更が意識されるとともに上昇に転じている。一方、日本についても、震災で幾分低下する局面はあったが、財政への懸念や期末要因もあり、積極的に買い進められる動きは限られ、低下幅は限られるものとなった。この間、欧州周縁国国債の対独国債スプレッドは、財政再建案の否決で首相が辞任に追い込まれたポルトガルで拡大を続けているが、E U と I M F の融資について、金利減免措置を受けられずに、当初拡大していたアイルランドでは、ストレステストの結果公表以降、銀行セクターを巡る不透明感が後退し、縮小してきている。

図表 2-9、図表 2-10、社債の流通利回りの対国債スプレッドの推移で

ある。震災直後から拡大した。特に、電力銘柄が含まれるAA格の拡大幅が大きくなった。売買参考統計値ベースではなお拡大が続いているが、店頭での実勢をみると、当初の反応は落ち着きつつあり、東電債を除いて、スプレッド拡大分のほぼ半分は戻った水準で取引されるようになってきている。

図表2-12、株式市場である。米欧市場では、震災やリビア情勢緊迫化を受け一旦下落したが、その後リスク回避姿勢が後退し、上昇に転じている。我が国でも直後には大きく下落したが、我が国の企業の業績がやや長い目でみれば大きく損なわれることがないとみた海外投資家が、特に現物市場で積極的に買いを入れたことや、一旦進行した円高が反転したことから、その後は上昇に転じ、足許では下落幅の半分程度を戻している。

図表2-14、図表2-15のJ-REITの動向をご覧頂く。震災直後、大きく下落したが、被災地にある物件はREITに組み入れられていないとの認識が広がったことや、投信の解約がほとんどみられなかったこと、さらに本行による買入れ増額が公表されたことなどから、その後大きく値を戻している。特に、関西や九州の物件に特化したREITでは、震災前の水準を上回るところも出てきている。

図表2-16以降、為替相場である。これも、震災やリビア情勢緊迫化によってリスク回避姿勢が強まったことから、当初、避難通貨である円が買い進められ、3月17日に対ドルで既往最高水準を抜けると、外為証拠金の強制ロス・カットを巻き込みつつ、一時76円台まで円高が進行した。翌18日にG7各国による協調介入が実施されたところで81円台まで戻し、その後欧米での金融政策変更が意識され、内外金利差が拡大したことから、さらに円は売られる展開となった。今月1日の雇用統計や昨日のFOMC議事要旨の公表も一段の円安要因となり、足許では85円台での動きとなっている。

図表2-19、エマージング、コモディティ市場の動向について、最後に申し上げると、エマージング通貨は、中東欧通貨がユーロにつられ上昇したほか、資本市場への資金流入から韓国ウォンも対ドルでリーマン破綻前

の水準を回復した。エマージング株式市場では、震災やリビア情勢緊迫もあって、それまでの低下傾向が当初は続いたが、その後リスク回避姿勢の後退の流れの中で、買い戻される展開となっている。コモディティ価格も、原油がリスク回避姿勢の後退とともに上昇したほか、このところ調整局面にあった非鉄金属や農産物も反発をしている。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

社債についてだが、C Pなど短期市場は大体元に戻ってきている中において、社債については、投資家がない訳ではないけれども、なかなか不安定である。これは、投資家の目線と起債の目線が合わないからなのか、あるいは従来大量に発行してベンチマークとなっていた企業の価格というか基準がなくなったことで、新しい秩序がなかなか決まらず混乱しているからなのか。あるいは、今日辺りの本行の入札もあってほぼ落ち着いたと言えるのか、どのような状態なのか。

外山金融市場局長

なかなか判断が難しいが、中村委員がおっしゃった最初の二つの要因はあると思う。投資家と起債をする側の目線が合わない、両者の希望するレートが開いているということであるが、今後どういったレートに収斂していくかについての見方がなかなか収斂しないというか、不透明感が強いので、投資家も企業も、あるいはその間に立つディーラーも様子見の姿勢にあったということだと思う。特に、期末であったので、投資家の方で無理はしたくないといったような感じもあって、3月一杯はなかなか発行市場では起債も行われず、REIT市場でも非常に取引が薄い状態が続いているということだと思う。年度が明ければ、新たな年度の必要な買いを、いずれかの段階では投資家の方が入れてこななければいけないということ

になると思うので、情勢がある程度落ち着いてくれば、少しずつ取引も再開されて、起債も行われてくるのではないかと期待をしている。

一方、ベンチマークであった東電債だが、日本の社債市場において5兆円の発行残高があつて——2位から4位までは都銀の発行する債券である——、事業債としては断然多くの発行量があるし、これまでは信用力が高かつたということで、それを基点とした秩序がおっしゃるようになっていた。ここが原発の事故等によって、スプレッドが大きく開いた状況になっていて、その他の社債については、ある程度落ち着きをみせ始めたのと対照的な動きである。今後、東電債が従前に復帰すれば別であるが、なかなかそういったことが期待しがたい状況においては、これまでの東電債のような明確なベンチマークが現れることを期待するのは難しいかもしれない。新たな秩序はそれなりに時間をかければ出てくるものと考えている。ただ、申し上げたように、なお様子見姿勢が残存しているので、恐らく今月の終わりから来月位にかけて徐々に動きが出てくるということではないかと思っている。

それから、今日の入札の評価だが、これはまだ最終的な結果をみていない。落札レートが、最初に言われていたよりもかなり低かつたということであつて、特定の社債を急いで売り浴びせるといったような動きは少なくともみられなかつたという評価になるだろうとは思ふが、午後5時に発表して以降のマーケットの反応をみたいと思う。

野田委員

今のお話だと、一時的に1銘柄の上昇で目線がかなり分からなくなっているけれども、いずれ落ち着くだろうと。リーマン・ショックの後も、ある種混乱——特に社債市場、CP市場——が大きかつたが、あの時の混乱が再来するのかが市場の最大の関心になっている。私はそんな状態ではないとみているが、専門家からみてどうなのか。

外山金融市場局長

マーケットの声を拾ってみても、あの時は本当に流動性が枯渇した状態がずっと続いた。今回、確かに、社債を発行した企業がどれだけの被害を受けているかについて、不透明感が払拭された訳ではないが、比較的投資家は落ち着いていて、当初のスプレッドの拡大が半分程度戻ったということもそこに現れていると思う。落ち着いてくれば買いたいと明示的に言っている投資家もいるし、一定程度の不透明感が除去された状況では、そういった程度の高いものから、一つ一つ起債も行われてくるだろうし、取引も行われてくるだろうということで、リーマンの時に比べれば、市場全体がパニックに陥って長らく停止した状態にあり続けるといったことにはならないだろうと思っている。

中村委員

企業は社債でなくても、間接金融やC Pで資金調達は支障なくできているという…。

外山金融市場局長

元々、企業はキャッシュリッチだった中で、震災が起こったということもある。こうしたことが起こると、先程の山本理事のご説明にもあったように、まずは間接金融の銀行借入れを模索することになると思う。手許の当座の運転資金とか復興資金等がどれだけ出てくるかについては、勿論、個々の企業によって状況は違うと思うが、全体としてみれば、社債が発行できないからといって、手許の流動性に不安があるというような状況とは理解していない。

雨宮理事

若干付け加えると、リーマンの時の印象は、発行サイドで言うと、どんなにレートを出しても発行できない、あるいはどんなに優良な企業でも発行しにくいという状況がC P・社債に起きた訳であるし、購入サイドもか

なりレートが上がっても買いたくないという状況だった。そういう意味では、市場機能が毀損というか壊れてしまったのに近い状況だった。それに対して、今は、見送り感というか、様子見感が強い状態であるので、段々状況が落ち着いてきて、確かに大きなベンチマークはないにせよ、本行の政策、あるいは先月末だと都債の発行が成功したことが一つの契機になって進んだということもあるだろうから、徐々に進んでいくと思う。そもそも、スプレッドの拡大の仕方が、例えば、今日の資料の図表 2-9 で、当時のリーマンの直後と比べて頂くと、幅、それから期間——AA格については足許特殊な個別要因があるが、それを除くと——とも相当違うし、質的にも、今申し上げたようなマーケットの機能がほぼ崩壊していた状況とは相当違うとみている。ただし、様子見感がどの位で収まるかということ、あまり楽観視しない方が良くと一方で思うのは、今ご指摘にもあるが、銀行借入れが相当手当てできることもあるので、無理して発行しないという感じが続く可能性はある。後程、櫛田企画局長がご説明するが、例えば、4月中の社債の発行の計画が今のところゼロに近いので、もう少し続くかもしれないと思っている。そういう状況である。

宮尾委員

今の社債発行と銀行借入れとの関連についてだが、もし今後、先程、山本理事からあったように、わりと大規模な数兆円程度の資金需要が企業から出てきて、そういった資金ニーズがあるということになってくると、金融機関の資金ニーズはやはり高まってくると考えておいて良いのか。例えば、我々の基金の固定金利オペであるが、今3か月、6か月をこのように打っていて、大体応札倍率が2~3倍程度なのだが、こういった3か月、6か月といった資金供給オペに対する金融機関のニーズも、企業からの資金ニーズが増えてくるに従って、今後高まってくるとみて良いのか。その辺は、どのような感触を持っているか。

外山金融市場局長

これは震災直後にもみられたことであるが、個々の金融機関にとっては、やはり全体として十分な資金があったとしても、自分の金融機関からどれだけ資金が引き出されるか分からないといったことで、おっしゃったような需要が明確化してくれば、厚めに資金を抱え込もうということになる。そういった場合には、固定金利オペへの応札需要も含めて、資金ニーズは高まっていくだろうと思っている。ただ、現在、非常に潤沢に資金が供給されており、個々の金融機関を取っても相当程度の超過準備を持っているので、足許ではそれで十分に賄えると思う。

雨宮理事

オペにどの程度札が入ってくるかは、単なる量の問題というよりは、量の確保の不確実性と金利の読みなのだろうと思う。単に量だけを取ってみると、今は金融機関の預貸ポジションはご案内のとおりであるので、金は幾らでも出てくると言っただけでは何だが、出てくる訳だし、実際に、資金繰りという意味でも、これだけ潤沢な資金供給を行っている中で、そこから資金の不安が出てくることはないだろうと思う。ただし、この後——例えば足許起きたように——、別の不安要因で資金繰りに関する不確実性が高まるとか——なかなか考えにくいだが——、金利の見通しによってはオペに対する札の入り方が変わってくるとみておけば良いかなと思っている。

野田委員

先程の資金需要——予備的需要——が出てきているといっても、記憶によると、2008年のリーマン・ショック後から2009年3月辺りの勢いに比べると、相当小さいはずだと私はみているが、如何か。

雨宮理事

突発性としては小さい。ただ、長い目でみて、復興のための資金需要はどの程度出てくるかという点、厚みとしてはひよっとしたら出てくるかも

しれないが、今は額については何とも言いようがない訳である。全体として復興需要というか、毀損した資本の復興のための経済活動の中での資金需要という意味では、大きな経済活動の中では資金は多分創造されてくると思う。問題は、その時に資金に対する不確実性なり金利の読みに、何か攪乱的な現象が起きてくるかどうかである。そういう観点では、本行はこういう調節を通じてマーケットの安定を確保していることが、やはり最終的には、復興資金の円滑な供給という意味でも、大きな意味を持っていると思う。

野田委員

リーマン・ショックの時と比べると、手許の厚さが遥かに違うという認識をしているのだが。

雨宮理事

混乱の性格が違う。混乱というか、金融市場が…。

野田委員

金融市場がおかしくなっているかどうかの問題である。金融市場が全く健全性を保っていることが重要だと思う。

亀崎委員

安心感を与えるという意味が最も大きい。結果として、今まで当座預金を積んでいなかった都銀が、こんなにもエクセス・リザーブを持っている訳である。今まではほとんど所要準備額位だった都銀が、いきなりこれだけ積んだ。これは市場調節を、弾力的に、段々長めのオペを、という感じで調整を行いながら、的確にやってきたからだと思う。その結果、先月には既往最高額の 42 兆円まで積み上がった。今後は徐々に減っていくと思うが、安心感との兼ね合いが大事である。これまでは、応札倍率が 1 倍を割れても良いのだということやってきた訳だが、今後はオペのエンド

のタイミングで自然に減らしていくことも考えていくのだろう。こうした調節の面での工夫が、今後は必要なのだろうと思う。

外山金融市場局長

これまで国債買現先オペとかC P買現先オペを打ち切った時もそうだったが、応札が減ってきた段階で、徐々にオファー額を減らしていく。敢えてビハインド・ザ・カーブで調節をするといったやり方でやっている。今後、当初、震災直後に打った長めのかかなり大きなロットのオペが18日以降期日を迎えてくる。こういったところで、どれだけオファーに対して落札があるかによって、当座預金残高がその後どういう展開を辿るかが決まると思っている。今のところの見通しだと、足許40兆円程度で走っているが、4月下旬にかけて、それが30兆円台半ば位で走り、その後徐々に減っていくといったような傾向を辿るのではないかと思っている。あくまでも、これはニーズがないということで自然に落ちていくということであって、こちらから強制的に削り取っていくということは考えていない。

雨宮理事

安心感の関係で言うと両面がある。一方で、額が減っていくのは安心感があるから減っていくという部分がある訳である。要するに、オペに入ること、これだけ取っておかなくても良いと思うからどんどん減っていくという面がある。むしろ、このまま40兆円が続いたら、皆また変なことが起きているのではないかということにもなりかねない訳である。安心感が出るから減っていく——正常化という言葉を使うのは早過ぎるが——、ある程度マーケットが落ち着いてきた証拠として下がっていくという部分がある。従って、自然な格好でそういう部分がある。一方で、この間の金融調節で、資産買入等の基金の増加パターンにほぼ応じた格好で、段々資金供給は増えていく。足許は、今回の震災の問題で、さらに手厚い資金供給で安心感を作っている。安心感があるが故に減っていく部分と、ある程度厚めの供給で安心感を作る、そのバランスを取りながら、という感じ

になるのかと思う。

中村委員

企業サイドも、いつでも調達できると思えば、慌てて前倒しでやることもないし…。

雨宮理事

そうである。むしろ量は、安心感が出てきているが故に減っていくというメカニズムはやはり大切にする。一方で、やはりある程度厚く出してあげますよという部分とバランスを取りながらやっていくということだと思う。

白川議長

前回、CPとか社債とかの買入金額を増やした。リスク性資産については、一回の買入金額がずいぶん増えた訳である。新しく増額した後のオペは、社債は今日であるし、CPはまだ一回であるから、その一回のサンプルで評価はなかなかできないが、その一回のロットが増えたことによる効果というか、影響はどんなふうに見たら良いのかが一点。二つ目は、今回、資金供給を短期間に大幅に増やして、それに見合っただけで担保も増えている訳だが、個別行でみて、担保繰りできついか、その担保繰りの面で我々自身が意識することがあるかを教えて頂きたい。

外山金融市場局長

先程も、少しご説明したが、CPの買入れと社債の買入れを今日も含めて一回ずつ行った。CPの買入れについては、それまではわりと市場の中でも高いレートで取引されていたABC Pであるとか、あるいはその他金融という業種に分類されるところが発行するCPが大きく入ってきていたが、今回は額を増やしたところ、そういった類のCPはほとんど入ってこなくなり、幅広い事業債になってきたということである。元々、CP市

場はそんなに懐がある訳ではないが、1,500億円であれば、できるだけ高いレートのものかき集めて日銀に投げ込もうというインセンティブが高まるという行動がわりと落ち着いてきて、自然体で入れていこうということに、あるいはなっているのかなとみている。そして、本日の社債については、まだ結果が出ていないが、事前の予想よりも偏りが無い形で応札が行われたというのは、今申し上げたようなことが、あるいは社債の買入れについても行われているのではないかと思う。それぞれ一回ずつではなく、これからもこの規模でどんどんオファーしていくことが、そういった安心感に繋がっているのではないかと思う。

それから、個別の金融機関の担保繰りについて、私共も、震災直後からデイリーで、担保利用率の高いところ、あるいは本行からの与信額が多いところについて、日々モニターを強めているが、特にこれまでのところ、担保に窮しているといったような動きは出ている訳ではない。ただ、一部の外資系の証券会社等で本部の指示によって、かなり長いタームで本行のオペに応じて資金を確保しようとしたところがあった。こういったところは、元々、担保になる証券が手許にあった訳ではないにもかかわらず、そのような応札をしたということで、その後GCレポ市場等で担保を調達した。それが先程申し上げたように、レポレートの低下にも繋がっていったということである。そうしたことがあった。ただ、それにしても、それで担保の確保に窮したといった話が聞こえてきている訳ではないので、通常のオペレーション以上の困難が市場において生じているとはみていない。

野田委員

先程の説明の中で、少し理解が及ばなかったのは、ABC Pやその他銘柄——金融銘柄の辺り——が外れてきたといった背景は、どういうふうに理解すれば良いのか。

外山金融市場局長

これまでは、少ない買入額に対して、そういったものしか入らないだろ

うといったことで、逆に、それがそういったものを市場からかき集める、あるいはA B C Pであればわざわざ組成をするといったことで入れ込もうという競争心理のようなものが働いて、そういったものが沢山入ってきた。今回は、そこまでやることもないだろうといったような取り計らいなのではないかとみている。

山口副総裁

二つばかり宜しいか。一つは、当預に付利をしている状況の中で、超過準備を減らすインセンティブはどこにあるのか。もう一つは、株価である。震災後に急落して、半値戻しのような状況になっているが、株式市場は、先行きをみるという意味では、どの位先の景気とか、どの位先の企業収益を予想しながら、株価を形成しているのか。

外山金融市場局長

最初の頃は、私共も今後どうなるのかということで、個々の金融機関の動きを日々モニターしていた。特に、都銀についてみると、これまで積み進捗ペースを比較的しっかりと守ってきていて、しかし震災が起こったので、この3月積み期については大幅に超過準備を抱えているという状況に至った訳である。ある都銀では、状況が落ち着けば、段々と超過準備を落としていこうというように——実際、これまでも平均的なペースに比べればかなり多いのだが——、一時6兆円といった大きなオーダーを抱えていたものを2兆円強まで削減させるといった動きがみられる。こういった銀行については、見栄えということもあるのかもしれないが、できるだけ超過準備を大きくは持たないといった運営に復していくことが期待されるということだと思う。一方で、これも別の都銀なのだが、市場の裁定機能を果たしてくれていると言えはそういうことにはなるが、コール市場で0.05%——都銀なので、かなり低いレートでとれる訳だが——でかなり纏まった調達をして、それを当預に積んでいるといったことをここに来て始めている銀行もある。そういった対極の動きが、今後どういうふうにな

ぞれ落ち着いていくのかで全体が決まってくると思う。完全に元の状態に戻るのはなかなか難しいと思っているし、我々の方も国債の買入れが段々積み上がってくるとか、基金の買入れも段々積み上がってくるといったこともあり、当座預金をかなり供給していかなければいけないという事情もあるので、両者のニーズがほどよく織り合うところで、今後規定されていくような感じがする。

それから、株価については、恐らく個々の投資家によって目線が大分違っていると思う。デイ・トレーダーは、本当に日々の色々なニュースに直ちに反応して売ったり買ったりするし、それから、これは国内・海外も含めて、長期的なリアル・マネーの投資家は企業をかなり長い目でみて評価して、多少目先赤字が続いたとしても、企業体として今後しっかりと収益を上げていくということであれば、買いを入れてくるので、本当に投資家によって様々な目線があるということだろうと思う。ただ、現在、株式を大きく乱高下させた主因は、やはり海外の短期筋であるので、こういったところは長い目でしっかりとみるというよりも、比較的1~2年先位のタームの収益が、色々なニュースでどう左右されるかといったところに反応しながら、買いを入れたり売りを入れたりしていると思う。

西村副総裁

宜しいか。二点ほど非常に答えにくいことを質問して申し訳ない。一点は、最近プログラム・トレーディングが非常に増えてきている訳だが、例えば、今回の価格の変化の動きに、そういうようなものはある程度何らかの影響があったのかどうかをお聞きしたい。もう一点は、リーマンの時以来、主要銀行がラスト・リゾートとしてマーケットの代わりをするというようなパーセプションがあって、ある意味では、非常に安心感を与えるということでは良いのだが、しかし同時にマーケットの参加者がきちんとアービトラージをしなくなるというようなことも生じているようにも思う。今回の場合はリーマンの時と比べると、どのような違いがあったのか、若しくは違いはなく同じなのか、この二点をお聞きしたい。

外山金融市場局長

最初のご質問は、株式市場についてということで宜しいか。

西村副総裁

株式市場である。

外山金融市場局長

プログラム・トレーディングと言っても、色々なものがあり、想定されるような色々なイベントあるいは指標の発表に対して、どういうヘッドラインが出たかということを読み取って、買いを入れたり売りを入れたりするといったタイプのものもある。それから、他の為替市場であるとか、市場の動向に反応して買いを入れたり売りを入れたりするといったようなタイプのものもある。それぞれ、そのパラメーターの作り方が違うのだが……。

西村副総裁

どうしてそういうことを聞いたかと言うと、米国の株価が比較的高い一つの理由として、プログラム・トレーディングの話がC T Aなり何なりのところで言われることがある。明解な形で今回下から上がってきたので、何かそういうものがあるのかと思ったのが一点である。ただし、そのアローヘッドにしても何にしても、まだ入ったばかりだし、それがどういう影響を及ぼすのかはよく分からないので、何か情報があったら教えて頂きたいということをお願いした。

外山金融市場局長

特に、東京市場では、あまりそういったことを日本の投資家や日本の証券会社を取り扱っていることが大きくある訳ではない。ただ、先物主導で、今回の株式市場が買われたり売られたりしたということであり、そういっ

た先物市場における海外筋、短期筋の行動様式の背後には、おっしゃったようなプログラムに基づくものもあるだろうと推測される。ただ、具体的にそれがどれだけ寄与したかについては、手触り感がないところである。二番目のラスト・リゾートのご質問は、株式市場に限らず・・・。

西村副総裁

これは、一般的に。特に、短期の金融市場での、我々のやっていることの評価、そして作用や副作用を考える時に、重要な論点になるので、少し教えて頂きたい。

雨宮理事

社債・CPの時は、当初はとにかく大きなショックが来て、作用・副作用を正確に測るというよりは、とにかくまずは復旧・復興のためにということやって、段々、例のCPとTBのレートの逆転で、むしろ投資家が市場からいなくなり、CP市場の規模が小さくなるといった格好での副作用が半年位経って明らかになってきた訳である。それに応じて、ここでのご議論で、副作用と効果を考慮して、止める時は止めるという判断をした訳である。多分、今の段階は、さすがにそういうある程度目にみえる市場機能に対する作用・副作用を冷静に評価できる材料はまだ揃っていない。取り敢えずは大きなショックに対して、資金供給あるいはCP・社債等で、つかえ棒を入れているという段階である。この後、実際にマーケットがどうなるか、見極めながら判断していくということではないのかと思っている。今の段階で、非常に何か副作用が目立ってきたとか、あるいは市場機能がこれによって日本銀行のオペレーションで毀損されてきたという材料はまだ持っていない。

外山金融市場局長

短期金融市場について、先程もお話ししたが、リーマンの時は金融機関のクレジットが問題になっていた訳である。それで、コール市場、レポ市

場等々の色々な市場間の裁定が図られないといった状況があったと思う。今回については、金融機関に問題があるというよりも、全般に皆が手許流動性をとにかく抱え込みたいといったことが、当初マーケットでの取引を縮小させた。今回の方は、そういった動きが一旦落ち着けば、再び裁定取引も戻りやすい状況にあると思う。マーケットから今聞こえてきている話としては、その他に、ちょっといやらしいなと思っているのは、為替の介入について、9月と今回3月に行ったが、これによってキャリートレードにG7でお墨付きが与えられたというようなことを言い出している人が少しいるといったことがある。これも一つのアビューズだろうと思う。

白川議長

この席であまり議論するテーマではないが、国債の発行について、地震発生後も、短期の国債を含めると多分10回以上の入札があったと思う。昨日は、確か10年国債もあった。全体として、今、発行はこれだけ地震があっても順調に行っている。毎回毎回、多少ニュアンスの差はあるが順調に行っているということだが、敢えて微細な変化を探すと、例えば発行の方で何か変化があるか。

外山金融市場局長

やはり震災直後の14日週には、短国発行が2回あったのだが、いずれも大きく流れる結果になった。ここは、短国のような短いものであっても、とにかく手許に流動性を置いておきたいということ、それから先行き金利がどういうふうになるか分からないという中で、投資家が運用に非常に慎重になったのだろうと思う。ただ、その後、大量に資金を供給して次第に落ち着いてきたという中で、たまたま3月の下旬はほとんど国債の発行がなく、むしろ4月に繰り越して集中発行というスケジュールになっていた。そこが少し休みになったということも、証券会社等の在庫を払底させることに寄与して、むしろ4月に入ってから入札後に在庫を復元するという力が大きく働いて安定したところで行われてきている。従って、最初の週

を除くと、非常に良い流れで来ている。

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、海外経済の情勢についてご報告する。席上お配りした国際局資料、参考計表の追加分をご覧頂きたい。世界経済は、引き続き回復を続けている。日本の震災の影響はどうかについては、直後には、ご承知のとおり世界的な株価の下落圧力となって作用したが、足許まで、多くの国でむしろ震災前ないしそれを上回る水準まで回復している。この背景としては、勿論、警戒感はなお払拭されていないが、日本の震災が世界経済に及ぼす影響は、取り敢えずは限定的であるといった見方を反映したものとみている。そうした見方は、なかなかまだハード・データがない訳であるが、グローバルベースの製造業PMIを少し使ってチェックしたいと思う。いきなりで恐縮であるが、図表4をご覧頂きたい。これは、グローバル製造業のPMIで、真ん中が先進国・新興国の生産、下が先進国の生産である。毎月一回であるが、3月の計数については、調査期間が3月の11～24日であるので、回答先は日本の震災を織り込んだうえで回答している。そういう意味では、震災以降の状況を反映している数字と言える。確かに、先進国の生産PMIは幾分低下しているが、これは、下段のグラフが示すとおり、格子模様の日本自体の低下が寄与している。他の先進国への影響は、現時点では、そう明確には確認されていない。また、新興国のPMIにもまだ変化が窺われていないと言えると思う。図表5、アジアの製造業のPMIをチェックすると、これについても、現時点ではその影響は目立って

は確認されていない。サプライチェーンの障害は、日本については——左下に一番反映されているが——PMIの入荷遅延が、急低下ということで、納期の長期化から入荷の遅延が顕著に深刻化している。それから、その他の国については、中国、韓国などアジア諸国にはその影響はまだみられていない。よく目を凝らしてみた場合は、台湾については、入荷遅延、あるいは在庫の取り崩しといった動きがみられるようだが、過去にもこの程度の振れはあるので、日本の震災の影響によるかは、この1か月だけではまだ断定的なことは言えないと思う。この間、我々の香港事務所、それから北京事務所からは、サプライチェーンの障害に関するアネクドタルな情報は沢山報告されている。このように、3月のPMIには影響がないとしても、今後、日本の震災の影響が、ハード・データも含めてより明確化していく可能性は少なくないと思っている。ただ、日本の生産ラインの稼働見通しに関する全貌はまだ如何ともしがたい——不確実性が極めて高い——ので、アジア、あるいは他の諸国に対する影響も注意深くみていかざるを得ない状況だと思っている。

それでは、通常地域別にみていきたいと思う。図表1、米国であるが、米国経済は財政刺激策の効果を受けて、個人消費はますますの推移である。輸出も新興国向けを中心に増加を続け、回復基調を維持している。3. 実質個人消費は、足許、伸びが鈍化しているが、こちらはますます堅調に推移していると言って良いかと思う。2. 実質可処分所得は、雇用者報酬の伸びは引き続き低めではあるが、追加減税の実施によって、伸びを幾分高めている。その結果、4. 家計貯蓄率は、足許、幾分上昇している。四半期ベースでみて5.6%から5.9%ということである。5. 小売売上高は増加を続けている。6. 自動車販売は3月は幾分減少しているが、年率1,333万台であるので、高水準は維持ということである。もっとも、7. 消費者コンフィデンスは、株価上昇が一頃から少し一服したといったこと、あるいは、最近のガソリン価格の上昇が米国経済に効いているということで、3月はやや低下している。この間、8. 住宅着工は低水準の動きを続けているし、9. ケース・シラー住宅価格指数は、需要が低調な中で引き続き

軟調に推移している。これは家計のバランスシートを悪化させる方向で引き続き作用し続けている。設備投資については振れは大きいですが、10. 非国防資本財受注は基調としては増加傾向を続けている。中身をみると、機械投資は堅調を維持している。もっとも、商業用不動産、建設投資は低水準での動きとなっているので、全体としては、緩やかな増加にとどまっているという判断である。生産関連では、13. 鉱工業生産が緩やかに増加している。輸出のほか、国内向けもますますの個人消費を背景に出荷が増加する中で、増産基調が続く見込みである。12. I S M、製造業は高水準を維持している。ただ、非製造業 I S Mは、3 月は 57.3 という高めの水準であるが、予想比は 2 ポイント位低かった。次に、雇用環境については、15. 非農業部門雇用者数は、3 月は 23 万人増と大雪の反動で増加した 2 月に引き続いて堅調な伸びとなっている。1~3 月は、トータルで天候要因を加味してみた方が良いと思うが、10~12 月を幾分上回る拡大ペースということが言える。企業向けサービスは医療の寄与が大きいようである。足許の個人消費の好調を受けて、製造業や卸小売業でも増加をみている。こうした状況が持続するのかがどうか、一番これから先難しい判断だと思う。14. 失業率の方は、かなり良いテンポで低下ということである。3 月は 8.8%まで低下している。ただ、その低下の全ては、雇用環境の改善によるものではなく、以前から申し上げている失業給付が切れた労働者の市場退出といった部分による労働参加率の低下が加味されているところは、多少割り引いてみていく必要があるかと思う。最後に、物価であるが、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、プラス幅は幾分拡大し+1.0%から+1.1%である。今後、ディスインフレ圧力が払拭されない中で、ガソリン、国際商品市況の上昇分の転嫁がその一方で進みつつある。これが、製品価格やサービス価格を押し上げるかどうかといった引っ張り合いの中で、微妙な局面に入りつつある、という判断をしている。以上、米国である。

次に、ユーロをみたいと思う。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を続けている。図表2-1、まず、輸出関連であるが、2. 域外輸出は、新興国向けが増加を続けているほか、米国向けも足許では寄与を拡大している。3. 輸出受注PMIも、上昇基調を維持している。内需関連については、まず個人消費は、極く緩やかな増加を続けている。6. 小売売上数量は横這い圏内の動き、7. 新車登録台数は、低水準ながら若干のプラスを記録している。8. 消費者コンフィデンスは、一進一退の動きである。設備投資については、ドイツを中心に緩やかに増加している。こうした需要動向のもとで生産をみると、9. 鉱工業生産は、中間財、投資財を中心に増加を続けている。10. 製造業PMI、それから非製造業PMIはともに50台の後半と、高水準で推移している。物価面については、12. 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、プラス幅を拡大させている。+2.6%である。ECBが定義する物価安定から上方に乖離ということである。このため、金融市場では、ECBが今月の理事会——木曜日——で利上げに踏み切るとの見方が広がっている。もっとも、11. 失業率は高止まりをしているし、デフインフレ圧力は引き続き作用している。コアベースでは、2月であるが、+1.1%と依然低めである。今後、生産過程の川上部門における物価の上昇圧力が、川下へと波及するかどうか、インフレ率の上振れが賃金交渉に——まだ落ち着いているようであるが——今後影響を与えることがないかといったところを両睨みで、ECBとしては難しい舵取りを求められることになるかと思う。

図表2-2、英国は、2. 輸出が、ユーロエリア向け、新興国向けを中心に、顕著な伸びを続けている。これを受けて、6. 鉱工業生産は増加を続けており、製造業は好調である。しかし、一方で、緊縮財政を受けて、4. 小売売上数量は低めの伸びとなっているほか、5. 消費者コンフィデンスも捗々しくない。個人消費は減速している。住宅投資も低調であるし、10. 住宅価格は弱含むといったことで、家計部門に弱さが目立っている。英国経済は緩やかに回復を続けていると全体としては言えるが、こうした家計部門の弱めの動きを引きずる形で、先行き景気回復基調を腰折れさせるこ

とがないかといった不安要素が依然残るとみて良いかと思う。この間、物価面については、やはり商品市況の上昇、それからポンド安とそれに伴う輸入物価上昇のパス・スルーが強まる中で、C P I のインフレ率は+4.4%とかなり上昇している。

図表 3-1、1. 中国については、内外需ともに堅調に推移している。高成長を続けているとの基調判断には変更ない。足許の生産の動きをみると、2. 工業生産は高めの伸びを続けている。3. 製造業 PMI については、内外需の拡大を受けて、4 か月振りに上昇という形である。内需についてみると、4. 小売売上高は、伸びが幾分鈍化したがる、増加を続けている。家計の所得水準の向上を背景に、個人消費は堅調に推移している。固定資産投資についても、公共性住宅の建築増加もあって、高めの伸びを続けている。輸出入については、春節の影響で振れが大きくなっているが、均してみると、6. 輸出はアジア向け、米国向けを中心に増加している。7. 輸入も工業生産の拡大、そして、国際商品市況の上昇から伸びが拡大する形となっている。生産要素の稼働水準の高まり、それからマネーや貸出の高い伸び、国際商品市況の上昇を受けて、8. 消費者物価の上昇率は+4.9%と、これは先々+5%は優に超えていくのではないかという見方である。食料品の寄与が大きくなっているが、幅広い財で伸び率が高まっている。こうしたことを受けて、昨日も含め、人民銀行は利上げ、それから預金準備率の引き上げにかなり本腰を入れて取り組んでいる。以上が、中国である。

図表 3-2、図表 3-3、N I E s、A S E A N 経済について簡単にみたいと思う。N I E s、A S E A N 経済は回復を続けている。内外需ともに増加基調を続ける中、出荷・在庫バランスは改善し、生産も増加というバランスは保たれている。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、自動車に加え、I T 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おり、韓国、台湾の企業コンフィデンスは、日本の震災の影響を巡る不確実性などを背景に、やや下振れしているのが少し気になりな動きとして挙げられると思う。内需についても増加基調を続けているが、

一部の国では、エネルギー、食料品を中心とするインフレ率の上昇に伴い、消費者コンフィデンスがやや悪化している。この点についても、懸念材料として挙げられるかと思う。消費者物価であるが、国際商品市況——特にエマージング諸国については、食料品、原材料価格——の上昇が、内需増加に伴う需給の逼迫化によって、インフレ圧力をじりじりと高めてきている。総合ベースだけでなく、コアベースについても、各国ともインフレ率はプラス幅が拡大している。これに対応して、各国が金利を引き上げる動きが目立ってはいるが、特にアジアの一部の諸国、あるいは少なくない国において、引き続きビハインド・ザ・カーブにならないかどうかを注意してみていかなければいけない状況と考えている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

米国の物価であるが、先程、微妙な判断とおっしゃっていたな。今後の政策に影響するので、4月のFOMCでしっかり議論されると思うが、3月の議事録では、総合で+2%を超えていることについては一時的な現象であり、インフレ期待の推移をしっかりとみていれば良いといった感じになっていたと思う。この辺が一時的かどうかについては、中東情勢とか、世界的なエネルギー需給の問題とか色々あるし、コアの方は落ち着いているが衣類等々は上がっているといった話もあり、あまり一時的というような感じはしないが、国際局の見方はどうか。

大野国際局長

国際局の従来の見方は、かなり需給ギャップが存在する中で、ディスインフレの方、つまり下向きに引っ張る力の方が大きい、という判断を去年の秋位から今年の初めまでしていた。それに対して、追加的に来た特にガソリンの影響が米国の場合は一番大きいと思う。ガソリン価格が大体年初

来で+17～+18%上がっているし、他の国に比べても、ガソリンに対するセンシティブティは高いと思う。森本委員がおっしゃったように、それが少しずつ最終消費者に色々な形でコスト・プッシュの圧力が転嫁し始める兆しが出ているということだと思う。であるので、我々としては、今までかなり、むしろ下押しのデフレ圧力、ディスインフレ圧力が強かったものが、原燃料を中心としたアップサイドのリスクとちょうど今均衡し始めているという感じである。

そのFOMCの一時的という判断については、勿論、中東情勢等を含めて、この動きがどれだけ継続するのにかによる。しかしながら、WTIで108ドル/バレルは相当高い訳であるし、ブレントについては120ドル/バレルという歴史的にみても非常に高い水準であるので、これが長く続けばそれは一時的、一過性というように、あまり軽々には片付けられない問題ではないかと思っている。

白井委員

今の米国のことで伺いたいが、確かに、今米国の成長率は、消費や住宅の問題もあるが、消費も伸びていて、設備投資も変動があるが緩やかに伸びている、輸出も伸びているということであるが、一方で、貿易赤字が拡大している面もある訳である。そうすると、ネットで見ると、GDPへのコントリビューションはその分小さくなってしまっている訳で、1～2年前にオバマ大統領もリバランスということをやっていた。つまり、生産と輸出と、その輸出に関連する設備投資等の中心の経済成長にしたいと。そういう状況に今なっているのかどうか、もし消費に依存している場合、貿易赤字との関係でどうみていったら良いのかということをお伺いしたい。

大野国際局長

まず、対外的なバランスということ言えば、輸出はそれなりに増えている。ご承知のとおりだと思う。ただ、その理由が何かと言うと、生産性、競争力の向上というよりも、むしろ需要要因、エマージング諸国が相

当拡大していることに助けられている部分があるので、オバマ大統領の言っていた輸出、競争力、それから設備といったかけ声がどれだけ実現されているかという、まだまだ道半ばではないかと思う。あくまでも、米国の成長のメイン・エンジンは消費である、というところを崩すまでには至っていないのではないかと思う。ただ、ネットの輸出ということ言えば、今まで相当マイナスが大きかったのも、それが小さくなっていることについては、成長の足を引っ張る力は小さくなっているという、消極的なポジティブな動きということはあると思う。その後、結局、米国の経済がこれからどうかについても、一番大きなポイントは、個人消費がどれだけ継続的に引っ張ってくれるかどうかだと思う。ただ、それについては、足許1~3月については、民間のエコノミストもかなり下方修正をしている状況である。我々も、去年の12月位から1月位まで、個人消費が大分良かった理由については、多分一番大きいのは、いわゆる資産効果が大きかったと思う。それから今年に入ってから、いわゆる減税の金が1月から消費者の家計のポケットには入っているが、先行きに対する見方もあると思うが、それがまだ出てきていない。そうすると、株については、今、少し上昇テンポが鈍っているし、これにいつまでも期待できる訳ではない。それから、家計部門については、住宅のバランスシート調整が、引き続き重石としてのしかかっているのも、緩やかな回復はあるとは思っているが、メイン・エンジンである個人消費の増加にどれだけ期待できるかについては、少し慎重にみておいた方が良くはないかと思っている。

白井委員

その関連であるが、ユニット・レーバー・コストが下がっている。これをマイナスとみる見方をする人もいるかもしれないが、米国の経常収支の赤字を減らしていく、対外資産を減らしていくということを考えると、競争力の回復という面から、ユニット・レーバー・コストが下がるのがむしろ良いかもしれない。その点をどちらの方でみたら良いのか、お考えを聞きたい。

大野国際局長

競争力の観点で言えば、ユニット・レーバー・コストが下がること自体は非常にポジティブ、良いことだと思う。ただ、もう一つジョブレス・リカバリーというか、雇用自体がどれだけ増えていくかというマクロでみた場合には、それなりに雇用も増えた方が良く、それなりに賃金も生産性の上昇に見合った形で増えていくというバランスがあった方が良いのではないかと思う。リーマン・ショック以降に起こったことは、雇用をカットし、賃金を抑える形で企業を復活させるということであった。それがある程度一段落した中で、雇用と賃金がそれなりに自律的に回復していくことが並行して出ていくことが重要だと思うが、それはまだその手前のところまでしか来ていないということではないかと思う。

中村委員

NIEs、ASEANであるが、いずれも先程の説明では、内需関連のところでも少し下がってきている。3月については、恐らく、物価の高騰、あるいは金融引締めというようなことが影響しているのかもしれない。一方で、株式等は若干の引締めに対してむしろポジティブに反応して上げている。そうすると、経済全体では、どのような環境にあると評価できるのか。

大野国際局長

NIEs、ASEAN、韓国も含めて言えば、内需の中の個人消費は相当しっかりしていると思う。ただ、直近の3月の動きで、図表3-3(4)、消費者コンフィデンスの、台湾が83.7%に下がっている。それから韓国の98%は少し妙だと感じる。一番大きな要因としては、やはり物価がかなり上がってきているし、経済全体の流れの中でみた場合には、この両国やその他のNIEs、ASEANを含めて、実質金利が相当低い状況になっている。その中で、物価が上昇しているので、消費者のマインドに何

がしかの不安が高まりつつあるのではないかと思っている。

亀崎委員

下振れリスクの一つである欧州のソブリン問題であるが、ポルトガルの財政再建策が通らなくて首相が辞めたが、この先には6月15日の国債大量償還が予定されている。そうすると、もう時間の問題で——暫定政権でも臨時決議ができるようであるが——IMF、EUへの支援要請という形になると思う。それにはファシリティもあるので、マーケットも織り込み済みと私は考えており、国際金融市場へは然程大きな激震は走らないであろうと思う。ただ、ソブリン問題は、ギリシャ、アイルランド、そしてポルトガルというふうに、前々から少しずつ広がってきている訳である。マーケットは直ぐ、次は何か、と求める状況にあるが、スペインは非常にインフルエンシャルな国でEUのGDPの十何%位占める訳である。今年、年金改革とか、金融セクターの改革とか、色々取り組んでおり、賃金引き下げ交渉もやっているような状況で、こうしたことが本当にリーズナブルな結果に至れば、スペインまでは広がらないのではないかと、私は今のところはみている。ポルトガルが支援要請をしても、激震は走らないであろう、あるいは、かなりプロバビリティは高いが、スペインには広がらないであろう、と私は思いたいのであるが、国際局は如何か。

大野国際局長

ポルトガルとスペインのところにやはり大きな差があるということは、委員がおっしゃるとおりと思う。ポルトガルについては、少なくともマーケットの見方としては、もうある意味で、秒読み段階にあり、どこかの段階でIMF及びEUの支援を仰ぐのではないかといった見方だと思う。従って、それが実行されるといったことは、恐らくサプライズではない。ただ、6月15日であったか、6月の大量償還はまだ目途が立っていない。これを自分で取りに行くということになると、今の金利であると相当厳しいので、むしろ、早めに上手くEU、IMFがプログラムを作ってくれた

方が、悪材料が抜けるということだと思う。ただ、おっしゃるとおり、次がスペインということに万が一なった場合は、これはもの凄く大きな、ユーロの存続を問うというチャレンジ位のインパクトのある話であると思う。現時点では、国際局としては、そこまでは至らないと思っているし、そういうことにはなあって欲しくないと思っている。その手前のところで、スペイン当局、及びEUも必死に今できることをスペインに対してやってもらうということで、ピア・プレッシャーも含めて働きかけていってくれるのではないかと期待している。

山口副総裁

一点宜しいか。資料-3、参考計表の貸出についてである。図表 5-6 の企業の資金調達（米国）であるが、(3)銀行貸出をみると、伸び率の振れがやや目立つ。一方、図表 7-4 の欧州をみると、伸び率は滑らかに上昇してきている。同じようにバランスシート調整圧力がかかっているにもかかわらず、この違いはどこから来ていると整理したら良いか。

大野国際局長

難しい質問である。欧州、特にドイツについては、相当程度、民間企業の——家計も含めてであるが——アクティビティが活発化している。特に、業況指数でもそうであるし、少し企業から離れるが、エポック・メイキングなことを言えば、ドイツの失業率は、東西ドイツを統合して以降、今が最低である。そういうことと言えば、今の金利水準のもとにおいては、企業活動、経済活動が少し過熱気味という位になっているのではないかと思う。従って、国別にみると、恐らくギリシャとか、ポルトガルとかは、めためたということだと思うが、コア国であるドイツと、それからフランスを中心とした企業の業績、あるいは企業の活動によって——金融機関自体がそれほど盤石ではない訳であるが——、民間の貸出が大分回復してきているのではないかと思う。

米国については、大企業の業績はOKであるし、社債等の資本市場から

の調達も活発という中で、中小企業等については全体として不芳がずっと続いている。それから、これは欧州と一緒にかもしれないが、そういった中で、クレジット・リスクの評価が相当強く米国の場合求められているので、間接金融のところではなかなか厳しい状態が続いているのではないかと思う。

中曾理事

米国の間接市場についてはある程度問題の所在がみえていて、中小金融機関の商業用不動産、それとMBS、住宅ローンであるが、そこになお問題が残っている。欧州の方は、それよりは問題がかなり広いのではないか。つまり、スペインとか、アイルランドの銀行セクターの問題は元々ある。それから、これはサブプライムの文脈の中で、米国、ドル建てのストラクチャード物であるが、こういったものを仕込んでいて、多分、これはあまりレバレッジがまだ解消していないのではないか。だから、ドルについては、何か不安があると資金繰りに直ちに及んでくるという問題がまだ残っていると思う。いわゆる不良債権もみえない分だけ不安があるのは事実だと思う。その中で、貸出の伸び率が若干上がっているのは、多分、欧州の場合は、良いところと悪いところが結構分かれているのではないかという気がする。つまり、ECBに対するオペの依存度をみても、かなり特定のところの依存度が高い構図になっているので、良いところと悪いところが多分二極化している中で、良いところについては、欧州の経済は好調なので、その分貸出が伸びているという構図であると思う。いずれにしても、よく分からない部分が残っているが、それ故、注目されるのは6月の二回目のストレステストである。この結果がどうなるかが、そういう意味でも、非常に注目されているということだと思う。

宮尾委員

新興国への資本流入であるが、直近の3月末の数字をみると、これまで流出超だったものが、流入超になった。これまで、インフレ懸念で若干入っ

てこなかったものが、また入り出したということで、このモメンタムをどう考えたら良いのか。これは、先程、中村委員が株価が上昇してと言ったことと多分関係してくると思う。それで、もしこのモメンタムが続くとすると、あり得るのは、今はビハインド・ザ・カーブを修正しようとして、金利を引き上げて、インフレを抑えて、景気を上手くコントロールしようとする動きの一方で、資本が入ってきて、なかなか景気が冷えず、より過熱する、そういう動きに繋がって、マクロのコントロールが難しくなる。要するに、金利を引き上げてまた資本流入が加速するという、昔、新興国が懸念していた動きかもしれないが、そういう動きについて、どんなふうに見えるか。

大野国際局長

おっしゃるとおり、今年に入って暫くは、特にエマージング諸国の債券については、金利が高くなるということもあって、大分止まった。むしろ流出に転じていた。ただ、その後、色々な地政学的なリスク、さらには日本の震災もあったが、一旦はリスク回避的な姿勢が強くなったので、先進国に相当戻ってきた感じだったものが、極く足許についてみると、株だけでなく、これだけ金利の上昇期待が強まる中で、債券についても、また少し入ってきている。今のところは、一旦リスク回避的な動きが強くなったものが、少し正常化したために、少し戻ってきているのではないかとみている。しかし、同時に、ビハインド・ザ・カーブを解消するべく、主要なエマージング諸国が利上げを続けている。それが、世界的な投資家にとって、為替も含めてだが、資本流入圧力としてくる場合は、追いかけてこくなって、上げると資本が入ってきて、為替が高くなってというジレンマに陥る危険性がないかどうか、要するに、1998年のようなことが起こらないかどうかは、気にはしておいた方が良くと思う。現時点のこの1か月位の動きは、まだ脅威がサブスタンスになるというところまでいっていないと思っている。ただ、気になるのは、株だけであれば、そういうこともあるだろうということであるが、債券にも入ってきているということが、

何がしかエマージング諸国に対するまた大きな資金のフローといううねりが出てきているのかもしれないということである。

ただ、多分、ユーロの方——ECB——については、次回は来るということは、マーケットは100%織り込んでいるし、それから、ユーロウォッチャーの多くの人達も、年内に少なくとも一回——場合によってはあと二回——あってもおかしくないという期待がマーケットにはある訳である。米国の方が少し読めないが、米国については、方向としていつかは来る、来年かもしれないし、場合によっては今年かもしれないけれども、Fedのノーマライゼーションがある、という先進国側でそういった期待のようなものが強まっていけば、恐らく委員がご紹介されているような一方向に——エマージング諸国に——資本が流れ続けるということは、先進国、欧米の金利観が少し戻っていくという動きによって、上手く相殺してくれるのではないかと期待しているところである。

白井委員

今の関連で、アジアは、アジア危機前と今と大きく違っていると思う。例えば、韓国とか、タイとか多くの国が、東アジア危機があった時には経常収支が赤字であったが、今ほとんどが黒字になった。なので、対外資産も増えている訳である。経常収支が黒字の場合、むしろ沢山外貨が入ってきて、世界に投資する。つまり、資本流入というよりも流出があっても、ネットでおかしくない。なので、その場合は、私はむしろあまり問題にみていない。アジア危機のようなケースが起きるのは、インドのように、経常収支が赤字で、対外資金に頼っているところだと思う。なので、そこを分けてみた方が良いかという気がしている。今、アジアの経常収支が黒字の国にとって、資本流出になったからと言って、直ぐ大きな問題があるというようには思わないが、如何か。

大野国際局長

おっしゃるとおりだと思う。その中で、例外的に注意しなければいけな

いのはやはりベトナムである。

白井委員

そうである。

白川議長

冒頭、大野国際局長も言及していたが、サプライチェーンの話があり、全部の情報を精読している訳ではないが、香港あるいは北京事務所から、色々なマイクロ情報が送られてきている。後から、門間調査統計局長から説明が多分あると思うが、国内のサプライチェーンについては、かなり大きな影響が出てきているが、グローバル・サプライチェーン、例えば中国では、今のところ、マイクロ情報では、そんなに日本ほど大きな影響が出ているという報告は来ていない。それはなぜかと言う時に、報告を読む限りでは、中国の場合には、日本におけるほどカスタム性が高くないからだというのが一つだと思う。取り敢えず、今ある情報でみると、どういうふうにサプライチェーンへの影響の違いを説明しているのか。

大野国際局長

一つ、期間的なことをまず申し上げれば、震災があった直後は、相当動揺が走ったと思う。それはASEAN、それから中国も含めて。しかし、いわゆる日本の在庫管理が徹底したシステムに比べれば、多分、中国も、わりと在庫があったということがあると思う。今言われていることは、大体4月の中旬とか、あるいは4月中はまだいけるという感じが多い。勿論、自動車なのか電子機器なのかで、多少は違うが、大体4月中はまだいけると。でも、その後も、まだ続く場合には、今大丈夫といったところについても心配が残ると思う。それから、もう一つは、業種別にみた場合——これは国内と一緒にだと思うが——、自動車、それから一部のハイテク——スマートフォンとか、iPad——、要するに、エッセンシャルな部品で日本の中小企業内の技術に相当依存している部分は、相当の被害というか、

ダメージを免れないということがあると思う。国別で言うと、自動車では少し厳しいという声が聞こえているのはタイである。タイは在庫が少しあるから、暫くいけるかもしれないが、駄目という話も聞こえている。それからもう一つ、同じ車種でも作り方が違う。要するに、日本のものは、物凄く高品質のマイコン制御みたいなものがあるので、そのICがなくなると止まってしまう。しかしながら、中国などはもう少しローテクというか、荒っぽい仕様なので、外見は一緒でも、中のメカニズムが違うので、意外とその同じメーカーの他の車種でも、代替性というか、他の部品でも使えるという部分も結構あると思う。むしろ、日本と同じようなことが起こり得るのは——数日前から少し報道されているが——、欧米、特に米国である。日本よりも高付加価値のスペックである場合、中国やタイよりも、米国の生産の方に、具体的にいえば日本の最大手メーカーのようなところに影響が及ぶ可能性もあるのではないかと考えている。

白川議長

明日以降議論することだが、在庫は確かにそうであると思う。しかし、在庫それ自体は、別に海外の企業もそうであるが、日本の企業も在庫を持っている訳である。だから、在庫説は、勿論、ある程度はあるとは思いますが、それだけであれだけの差を説明できるのかという気がする。

大野国際局長

国によって違うが、どうして在庫を持っていたかというところ、中国の一部の業種について典型的に言われているのは、労働争議等が去年から大分多くあって、自分のところは大丈夫であっても、部品を調達するようところが、急に労働争議で止まってしまった場合に、止まるのが嫌だから、少し厚めに持っていた。それは、たかだか半月か1か月位だと思うが、そういう傾向は中国についてはあると聞いている。

白井委員

サプライチェーンかどうか分からないが、韓国と台湾の場合、輸出先は中国が第1位であるが、輸入は日本が確か1位であると思う。その理由は、ハイテク集約的な部品・中間財は、日本から韓国や台湾が輸入している場合が多いということで、貿易収支もハイテク財を中心に日本が黒字になっている。であれば、その日本のハイテク部品等に依存している影響が、今のところあまり出ていないというのは、どういう理由なのか。

大野国際局長

幸い出ていないということかもしれない。台湾や韓国で今よく言われているのは、特に台湾であるが、相当必死になってリプレース——日本以外の企業から同じ部品を調達できないか——をやっているということである。韓国の電機の世界大手企業の場合、ああいう商品であれば、日本を組み込んでいたものを、何とか他の方に振っていくこともできるのではないかと思う。なので、一つ、代替性というか、他のものを見つけられるかどうかである。要するに、日本の部品が本当に世界でユニークな場合——スマートフォンやiPadの場合——は、そう簡単に代替りのものが見つけれないということだと思うが、もう少し汎用性の高い、中テクのものについては、それはある意味で、日本パッシングみたいなことに繋がるのは、それ自体非常に懸念されることだと思う。もう一つ、追加させて頂ければ、日本の企業自体が自らの世界のネットワークの中で、ここで東北地区のものを再生するのか、為替の動向もあるが、この際、今まで日本に置いておいたハイテクに近い部分すら、海外でサプライチェーンを再構築をすること自体は、日本の経済の構造に対して——仕方がないかもしれないが——必ずしも良いとは言えない動きも出てきてしまうところが気になっている。

白川議長

他にご質問はないか。

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

それでは、最初に本日席上配付させて頂いた資料－4（参考計表）【追加】という薄い資料でご説明する。後程、事前に配付した資料－4（参考計表）を使わせて頂く。

まず、薄い方であるが、向きが横向きなのであるが、図表1、短観業況判断D Iの地震前と地震後の再集計分である。結果から申し上げますと、このサンプル分割では、地震後の状況を正確に把握するのはやはり多少難しかったということかと思う。理由は、二つあって、第一に、地震後のサンプルは、数が大分少ないという点である。第二に、地震後と機械的に分類した中にも実際の回答は、地震前の情報に基づいて行われたものが相当入っていると考えられる点である。この結果、少なくともD Iの水準自体については、地震前か地震後かという違いよりも、単なるサンプル特性の違いが表れている可能性が高いように思う。ただし、分割したサンプルのそれぞれにおける最近から先行きへの相対的な変化については、ある程度意味のある情報が含まれている可能性がある。そのうえで、例えば、大企業全産業の数字をご覧頂くと、地震前のサンプルであると、最近の4%ポイントから先行きの1%ポイントへと3ポイントの悪化であるが、地震後のサンプルであると、最近の6%ポイントから先行きの-3%ポイントへと9ポイントの悪化になっている。同様に全産業中小企業についても、地震前のサンプルは、最近の-15%ポイントから先行きの-22%ポイントへと7ポイントの悪化であるが、地震後のサンプルでは、10ポイントの悪化である。地震後、景気の先行きに対する企業の見方が慎重化したということは、ある程度の蓋然性を持って読み取れるように思う。

さらに、実は、この短観で苦勞して読まなくても、完全に地震の後に行

われた調査が、その次、図表 2 にある。これは、商工会議所の早期景気観測の業況 D I であって、調査期間は 3 月 16~23 日であるので、純粋に地震後のデータである。全国の 408 の商工会議所が、2,688 の企業ないし企業組合からヒアリングで集めたものである。(1) は前年同月に比べて、好転しているか悪化しているかを聞いている。ご覧頂くと、全産業の今回 3 月の結果が -45.9 となっていて、2 月の -40.1 から悪化している。因みに、リーマン・ショックの後は、-70 台という数字であったから、それに比べるとマイナスは大分小さい。業種別には、どの業種も 2 月に比べて悪化しているが、建設、製造、小売の悪化幅が相対的に大きくなっている。D I が悪化した理由は、言うまでもなく震災の影響であるが、原材料価格の上昇も寄与している模様である。さらに、先行き 4~6 月の見通し、これは、前年対比の悪化、好転ではなくて、現在から好転するか悪化するかを聞いているので、3 月の数字と繋げてみるのは適当ではないかもしれない。しかし、ここには書いていないが、前月の調査時点における先行き見通し、つまり今回の -50.7 に対応する前月の数字が、-34.3 であったので、先行きに対する企業の見方がこの間に大きく悪化したということは間違いなさそうである。それから、(2) に地域別があって、これもやはり震災の影響がかなり色濃く出ている。東北が -58.2 で、D I の水準も前月からの悪化幅もさらに先行きの D I も最も厳しくなっている。それから、関東についても、一部被災地域があるし、計画停電が行われているので、悪い結果になっている。その間の北陸信越、これも新潟県が東北電力のエリアに入っているので、厳しい数字になっているということだと思う。他方、西の方は、概して悪化幅が小さいのだが、それでも自動車関連のウエイトが高い東海、中国、九州辺りは、マイナス幅が相応に拡大している。全体として、取り敢えず、あまり影響がないようにみえるのは、近畿と四国、そういう動きになっている。

この調査は以上で、次に図表 3 であるが、(1) は、Q U I C K 短観であって、これは業況が良い、然程良くない、悪いの三択であるから、日銀と全く同じ聞き方で聞いている調査である。最近の 4 月のデータは、調査時点

が、注1にあるが、3月28～31日であるので、かなり新しいが、ご覧のように製造業、非製造業ともに前月から悪化をしていて、マイナスに転じている。先行きもさらに幾分悪化する動きになっている。それから、(2)は、BCNという民間調査会社による家電販売の週次のPOSデータである。3月7日週の途中で地震が起きて、その週と翌週と大幅に落ち込んでいることが分かる。月末にかけて、極端に落ち込んだマインドが幾分かは正常化に向かい、特に月末は、エコポイント終了直前ということで、駆け込みもあったので、大きく持ち直している。ただし、今後は、エコポイント需要の反動減も懸念されるので、注意深くみていく必要があると思う。そして、(3)であるが、大手百貨店の売上高速報値であって、3月はご覧のように大幅な減少である。とりわけ、東日本主体の三越、伊勢丹、高島屋は、20～25%程度の落ち込みとなっている。ただ、これも震災直後の落ち込みに比べると、月末近くには、マイナス幅が縮小してきていると聞かれている。なお、品目別には、衣料品と高額品の落ち込みが大きい。以上が、震災後の業況に関するデータであった。

それでは、ここからは事前にお配りしてある資料-4(参考計表)、いつもの少し厚めの資料集であるが、定例のデータを確認していきたいと思う。資料-4(参考計表)、図表8をまずご覧頂いて、輸出のデータからであるが、実質輸出、2011年第1四半期の列であるが、合計欄をみて頂くと、1～2月の10～12月対比が+1.1%と小幅増加している。1月は、春節要因や船待ちなどの特別な事情で減少していたので、2月はそれをリカバーした形になっている。なお、今回、例年と同じタイミングであるが、1年に1回の季節調整替えを行っている。その結果、従来は、2010年の7～9月と10～12月が小幅でマイナスだったのだが、いずれもほとんどご覧のように横這いの数字に変わっている。その分、その前の4～6月のプラス幅が、下方改訂されて、動きが全体に均されている。結局、昨年の後半は、輸出がまさに踊り場だったのであって、その踊り場から脱する動きが、1～3月にみえ始める、まさにそういう展開に向かって、2月まで来ていたということである。しかし、3月は、震災後の供給面の制約によって、輸

出はかなり減少すると思われるので、結局、1～3月全体でも減少に転じることになりそうである。輸出は、以上である。

次は、設備投資であるが、これもリアル・タイムに確認できるデータはないが、図表 20、先般の短観であるが——従って、震災後の状況はほとんど反映されていないが——、この短観の設備投資計画をみて頂くと、(1)、(2)の製造業は、大企業も中小企業も、左端に白い三角印で示した2011年度の計画が、出足が総じてしっかりとしている。一方、(3)、(4)の非製造業は、大企業、中小企業ともやや弱めの出足となっている。全体としては、弾みはつかないが、緩やかに持ち直していくという、元々、我々が抱いていたイメージと矛盾はしない結果になっている。ただし、地震が起こった後のミクロ情報では、業績の先行き見通しが立ちにくくなったので、計画は一旦白紙に戻して考えるという声が少なからず聞かれている。また、既に決めた、あるいは現在進行中の設備投資についても、機械類とか資材の供給制約で、進行が一旦滞る可能性がある。他方で、被災した設備の復旧という動きも出てくる。これらのマイナス面、プラス面を今後注意深くみていくということかと思っている。

次に、個人消費であるが、図表 23 をみて頂く。先程、震災後の業況が分かるデータを幾つかみて頂いたが、この定例の指標では、唯一分かるのが、(2)の耐久消費財の新車登録台数であって、右端は、3月分が入っている。消費者マインドの悪化と、車の生産が停止したことで、大幅な減少となっている。前月比で、3割近い減少、前年比では、4割近い減少となっていて、水準的にもご覧のようにリーマン・ショック後やエコカー補助反動後のボトムを下回っている。この後、仮にマインドが多少戻ったとしても生産は、まだほとんど再開されていないので、4月も厳しい状況が続くそうである。それから、図表 24 の方であるが、他方でコンビニとかスーパーは、このグラフでは2月までしか分からないが、3月は必需品とか防災グッズの買だめが起きた。その結果、一番売上が伸びたのは、食品スーパーとかホームセンターであって、3月は普段の月よりも1割程度売上が増えたという話が複数から聞かれている。しかし、GMSでは、食品は売

れても衣料品が落ちたので、売上全体はそれほど伸びず、コンビニについても売上が急増したのは、一時だけで、月末にかけては、むしろ花見関連需要が低迷したこともあって、月間でみればそれほど伸びていないと聞いている。それから、(2)の旅行についても、まだハード・データには表れていないが、ミクロ情報によれば、震災後、国内旅行、海外旅行ともに大量のキャンセルが発生した模様である。3月下旬頃になって、海外旅行と西日本向けは、回復の兆しが出てきているが、東日本向けは落ち込んだままのようである。結局、個人消費は、買いだめのような動きもあったが、トータルでみると震災は、やはりマイナス方向に作用していると考えられる。また、買いだめで一旦売上が上がったところも、今後は、その反動を懸念しているという状況である。個人消費は、以上である。

図表 27 のグラフをみて頂いて、(1)の住宅着工であるが、太い線が全体であって、右端、1~2月は、86万戸になっている。政策の効果もあって、分譲と持ち家を中心に緩やかながら着実に回復しており、(2)の細い線、マンションの期末在庫もかなり減少して、今後、着工がさらに増加していく環境が整いつつあったところであった。しかし、これも震災の影響で建築資材や住設機器、さらには職人の不足が懸念されていて、ミクロ情報によれば、足許では着工は落ち込み始めているとみられる。今後、これも注意をしてみていく必要がある。

それから、図表 28 の生産であるが、四半期ベースでご覧頂いて、1~2月の前期比が+4.0%になっている。季節調整に歪みはあるが、それを調整しても生産は、それまでの減少局面から抜け出しつつあったということである。しかし、震災を境に最も大きく変わったのが、この生産であって、被災した工場は勿論、サプライチェーンの障害を通じて、被災していない工場の生産にも大きな影響が出ていることは、ご案内のとおりである。最も大きな影響を受けているのが自動車であって、これは震災以降、全国の工場ではほぼ全面的に稼働停止状態が続いている。足許では、部分的に生産を再開する動きも始まっているが、部品調達の可能性を確認しながらのいわば試運転であって、本格的な回復にはほど遠い状況である。また、自動

車ほどではなくても、一般機械、電子部品、化学など幅広い業種で直接の被災、あるいはサプライチェーンの障害によりかなりの生産減となっている。さらに、今のところ手持ちの原材料や部品を使って生産を続けているところも、これから原材料在庫が切れて、減産に追い込まれるというケースも国内でも少なくないと聞かれている。勿論、リーマン・ショックの時と異なって、需要が蒸発した訳ではないので、供給体制の立ち直りさえ進めば生産は回復する。現在、被災工場では、納入先企業の支援も得ながら全力で復旧に向けて動いているし、海外も含めて代替的な調達先を探すという動きも本格化している。しかし、擦り合わせられ、カスタマイズされた電子部品とか素材などは、代替と言ってもそう簡単ではない。サプライチェーンが概ね再構築されるのは、6月、7月辺りではないかとみているが、それも不確実性が非常に大きい。また、ちょうど夏の初め位になると、今度は、東北・関東エリアの電力不足問題をどう乗り切るかという第二の関門が待ち受けている。需要自体はあるとは言っても、向こう半年位の生産動向には、大きな不確実性があるということかと思う。そういうことであるので、いつもは生産の先行きの見通しを数字でお示しするのだが、今の時点ではかなりの幅を持ってみざるを得ない。3月の生産の減少幅についてすら、業種、地域、さらに言えば、個別の企業、工場ごとに相当状況が違っているので、ミクロ情報の積み上げにも限界があって、はっきりとしたことは申し上げられない。自動車が、月の半分以上、ほとんど生産していないから恐らく5割位減少していて、それだけで3月の生産全体を7~8%ポイント位押し下げているようにみられることを踏まえると、生産全体の減少幅が10%を超えている蓋然性が高く、場合によっては15%、さらにはそれ以上といった可能性も否定はできないと思う。いずれにしても、途中まで順調に増加に向かっていた1~3月の前期比が、3四半期連続のマイナスとなったことは、ほぼ間違いない。そして、4~6月についても、期中の動きとしては回復していくとしても、発射台が非常に低くなるので、前期比では4四半期連続のマイナスとなる可能性が高いと思われる。生産は、以上である。

次に、雇用関連であるが、図表 32 の表をご覧ください。職業安定業務統計の有効求人倍率については、2 月が 0.62 倍となっていて、緩やかな改善が続いている。労働力調査については、今回は岩手、宮城、福島 の 3 県について、2 月末に調査票は回収されたのだが、それが地震の影響で総務省に届いていない。従って、現時点では、この 3 県があたかも残りの 44 都道府県と同じような状態であったというように仮定して推計された数字になっている。雇用者数をご覧くださいと、前年比が+1.3%と急速に高まっていて、これには今申し上げた特殊な取扱いが、上方バイアスをもたらしている可能性がある。ただ、元々、月々の振れが大きいデータであるし、また実態的にも少なくとも 2 月の時点までは、雇用環境が改善傾向にあった可能性がそれなりにあると思われる。失業率も 4.6%へと低下している。なお、この後、3 月分については、東北 3 県では調査そのものが困難化している。勿論、調査に答える側が被災しているという可能性があるし、そもそも、この調査は自治体の職員が、一軒一軒調査票を集めて回るという方式であるので、自治体の機能低下、震災対応で統計作成上の支障が生じているということかと思う。それから、毎月勤労統計についても、2 月分の回答率がやはり被災地では低下した模様である。公表資料の注意書きをみると、こうした回答率の低下によって常用労働者数については、恐らくバイアスがないということであるが、賃金については若干高めに出ている可能性があるということである。こうした統計の問題は、当然、雇用関連に限らず、先程の生産なども含めて、3 月以降幅広く生じることが予想される。全国の数字に大きなバイアスをもたらすほどではないと考えているが、一定の注意が必要かもしれない。雇用関連は、以上である。

最後に、物価であって、図表 45 である。消費者物価指数であるが、図表 45、消費者物価の実績については大きな変化はない。(1) の全国の 2 月は、太い線の除く生鮮食品で-0.3%となっているが、傾向的にみれば、緩やかにマイナス幅が縮小していて、どちらかと言えば、被服や外国パック旅行を中心に上振れ気味である。さらに先行きについては、これまでみていたよりも上昇圧力が高まりつつある。これは、震災の影響とは関係な

く、国際商品市況と為替の動向によるものである。すなわち、少し前までは、原油価格はさすがに一旦反落するのではないかと想定していたが、実際には、原油が足許さらに上昇していて、かつ為替もやや足早に円安が進んでいる。仮に、直近の原油価格や為替相場がこのまま横這いで推移した場合、2011年度に入った辺りからの消費者物価前年比は、従来予想よりも0.3%ポイント程度上振れる可能性が高くなってきているように思う。除く生鮮は、4月には高校授業料の要因が剥落するので、元々プラスになるとみていたが、そのプラス幅が4~6月を通じて0.6%位になり、7~9月は+0.8~+0.9%位、9月辺りは+1%に達する可能性も相応にあるというようにみている。その場合であるが、8月の基準改定があっても、4~6月はぎりぎりであるが、7~9月はある程度余裕を持ってプラスが残るというイメージになる可能性がある。勿論、第一に、こういうコスト・プッシュ型のCPIの上昇は、表面上のデフレからの脱却に過ぎなくて、交易条件の悪化によって、GDPデフレーターはむしろマイナス幅が大きくなる可能性があるという点と、第二に、今後の国際商品市況や為替相場次第で、さらに上にも逆に下にも振れ得るという可能性には注意が必要である。

以上、今月の動きについて、簡単に総括しておく。震災後の状況については、ハード・データがほとんどない。しかし、限られたデータや幾つか利用可能なマインド関連指標、さらにはマイクロ情報などを総合すると、サプライチェーンの障害や電力不足など、供給面の制約から生産面を中心に下押し圧力が強い状態にあると判断される。鉱工業生産だけでなく、住宅などの建設分野、さらには第三次産業も含めて、経済活動が幅広く制約されているとみられる。しかし、一方で、震災前の2月までのハード・データや短観などは、景気回復へ向けた動きが着実に進みつつあったということを示唆しているように思う。外部環境も引き続き良好である。従って、目先は厳しい状況が続くと考えられるが、その後、供給面の制約が和らぐにつれて、日本経済は、緩やかな回復経路に復していくというように考えておいて良いと考えている。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

亀崎委員

震災後、今、最後におっしゃった我が国の経済については、生産面における下押し圧力が強い。まさに、今、そのとおりだと思う。一方で、今のご説明の中で、消費者マインドが悪化していると。自粛ムードがあったり、節約ムードがあったり、家電も売れなくなったり。震災の影響と同時に、まだ進行中の原発事故の収束がみえない中で、このマインドの問題は個人消費にかなり及ぼしてくる。生産面の、供給面からの下押しというものは十分分かるが、そちらの需要面からの下押しはなかなか分かりにくい。片方の供給面は、凄く分かりやすいが、もう一方の需要面、特にGDPの6割を占める個人消費がどのようになるのか。先行きについては、戻っていくという見方——個人消費も生産活動が回復するにつれて持ち直していく——になっているが、非常に大きなインパクトがある個人消費はどのようにみれば良いのか。

門間調査統計局長

恐らく、メカニズムとして起こっていることは、やはり生産面の制約ということが根源にあるのだと思う。かつ、実際に一番落ちているところも生産面なので、生産だけ落ちているというのではなくて、生産面を中心に、であるから、そこを起点にして様々な制約要因が経済全体に影響を及ぼしているということかと思う。それで、若干こじつけに聞こえるかもしれないが、原発の問題もあるが、例えば、今、関東地区で非常に個人消費が低下しているという中には、電力不足が相当大的な影響がある。例えば、箱根の温泉もロマンスカーが動かないから誰も行かないとか、それから計画停電の影響でお店が早く閉まってしまうので人が行かないとか、開店できないとかということが相当ある。であるから、電力もある種生産の一部であると考えたら、やはりその供給要因の制約というのは、元々、大元にあっ

て、それが電気を使ってはいけないみたいな雰囲気をもたらしているということと、電気がないから行っても仕方ないという感じになっていることがあると思う。だから、恐らく、単に被災者の心情を思いやっただけのいわゆる自粛ということだけではなく、そういう電力の制約からくる個人消費の、今何か消費するムードにならないという面が相当関東地区では強いように思う。因みに、先程、車の販売であるが、3月は全国全体で前年比4割位落ちているが、それに対応する地域別の数字まではないのだが、少しこれは個社の情報なのだが、あるメーカーだと全国全体で4~5割落ちていて、実は、西日本では1割しか落ちていなくて、東日本では7割落ちているということのようである。これは、被災者への心情では説明できない差である。例えば、東日本では自動車ディーラーそのものが停電で休んでいるとか、そういうこともやはり影響している。だから、やはり今の特に関東地区の我々が目にするような個人消費の停滞は、かなりの程度電力からきている部分があると思う。これは、全く余談であるが、映画館は結構人の入りが良いようである。これは、旅行に行ったりできないので、代わりにということもあるだろうが、元々暗いところで観るので、あまり電力を使う罪悪感もないということかもしれないし、そういう代替的な消費も恐らくあるのだろうが、トータルではやはり電力要因というのは結構効いているように思う。

宮尾委員

二つお聞きしたい。一つは、企業収益である。今回、生産が止まって、短期的にはキャッシュ・フローも止まって、収益的にはマイナスだと思う。その後、回復するとして、失われた企業収益を埋め合わせる位の企業収益をまた確保できるのか、それとも今失ったものはやはり戻らないのか。そういう企業収益の全般の見通しについて、何か聞かせて頂きたい。もう一つは、円安についてである。少し、今、円安基調が色々囁かれている。震災後、この円安基調が我が国経済に与える影響は、勿論、プラス、マイナスある訳であるが、従来から言われている純輸出であるとか、輸出企業の

収益に与える影響と交易条件の悪化とをネット・アウトして、従来は、GDPにとってプラスだという評価だったと思う。その評価は、基本的に変わらないと考えておいて良いのか、それともやはり少し慎重に考えた方が良いのか。その円安の影響を、今後1年、2年でみた時に、この評価についても何かあれば。

門間調査統計局長

まず、企業収益については、経常利益ではなくて、いわゆる当期利益の部分においては、そもそもこの2011年3月期において相当程度特別損失が発生する可能性があるので、ボトムラインでは相当悪化すると思う。一部、2012年3月期にずれ込む部分があると思う。そのうえで、フローの部分の収益力であるが、当然、生産が大きく落ちているから、その生産が落ちている分は、2010年度についてはそれほど大きな影響はないが、2011年度は4月が非常に低いところからスタートするので、4~6月を中心にかなり悪化すると思う。その程度は、先程の生産が回復していくペースに依存するので、そこは何とも言えないと今の段階では思っているが、相当下押しになることは間違いないだろう。それに加えて、生産が回復するにしてもその期間の代替生産をする過程でコストがかかるので、新しく全く別の部品を使うと、そのための安全性とか、品質のテストなども入れるので、そのコストもばかにならないということとか、それから今度の夏の電力対応である。これも停電を避けられるとしても、そのためにかなり休業日数を増やすとか、労働シフトを変えるとかということをやると、これもコストがかかるので、そういうコスト要因が、恐らく今年の前半は、かなりアップするのではないかと思う。その辺りも少し収益の悪化要因かなという感じがする。それが、中長期の日本の収益力を悪化させることに繋がるかどうかは、これはまだ確たる材料がないため、取り敢えずそこまで悲観的にみなくても良いのではないかと思っている。そこは、先程、大野国際局長からもあったように、これを機会にもう日本で生産しないで海外に行ってしまうことになると、全般的な収益力、体力の低下ということにな

るから、そうならないかどうかは、注意してみていかなければならないと思う。取り敢えず、そのようにはならないと思っているが、その辺は注意をしてみていくということかと思っている。

白井委員

今の関係で、需給ギャップであるが、震災前は、C P I 前年比の低下幅が縮小していた背景には、商品価格の上昇とG D P ギャップの縮小があった。震災後は、その動きは相反するようになる訳である。つまり、商品価格の方は上昇基調であるが、G D P ギャップは当面拡大すると。その理由が、今まではG D P ギャップは需要不足だったのだが、今回は、先程の説明があったように需要があってもサプライチェーンの寸断で、供給ができない。それによる稼働率の低下ということである。それとともに、一部消費などが減るということもあると思う。こういう特殊な状況にある時に、需給ギャップがどうなりそうかということと、それが物価に与える影響をどの程度とみているのか。

門間調査統計局長

ここもまた、こういうことがかつてあまり起こらなかったのも、こういうサプライチェーンの毀損や電力不足の問題を需給ギャップでどのように観念するかということ自体が、実は非常に難しい。ある程度、我々が共通認識で持っているのは、需給ギャップはあまり短期で考えても仕方ないのだということなので、多少、中長期でみた日本の供給能力というように考えると、それ自体は、今、一時的に毀損されているだけであって、先程の海外に全部行ってしまおうということではなければ、あまり毀損はない訳である。そういうこととの関係でみると、やはり足許は先程の消費者マインドの低下もあって需要が落ち込んでいることの影響の方が多分大きいだろうと思う。であるから、実態的に需給ギャップは、やはり悪化している方向だとみるべきなのではないかと考えている。

そのうえで、そうは言っても、例えば計画停電等によって、供給能力の

毀損というか、制約が長く続く場合には、特に今年の後半位から復興需要が出てくるので、分野によっては、資材とかそういうものに関して多少ボトルネック的に価格が上がるということが出てくる可能性がある。ただ、それとCPIとは直結しないので、CPIのところは、やはり労働の稼働率の辺りを中心に最後はみていくということかと思う。そうすると、当面、復興需要も勿論、雇用吸収力があるから、そこで一旦、その部分は多少良くなるだろうが、それ以外のところが、どの位オーバーオールに雇用が良くなっていくのかを中心にみていくというのが基本になると思う。

それから、先程、円安のご質問があった。円安で、これまでと違った見方をすべきかどうかだが、日本の産業構造がそこが簡単に変わると思えないので、少し長い目でみれば、やはり基本的に円高には弱く、円安にはどちらかと言うと恩恵がある方向にみるということで良いと思う。ただ、極く足許は、サプライチェーンが毀損されている関係で、代替して輸入が入ってくる部分が結構あるし、それから今後、火力発電等が増えてくると、やはり燃料もずいぶん輸入しなければならない。かつ、燃料代自体が、原油コストが上がっているから、それプラス円安になってくると当面の交易条件というか、輸入コストが悪化するという方向に円安が効く可能性がある。短期的には、円安はそういう面もあるということかと思っている。ただ、交易条件に対してどうかというのは、これは元々あまりはっきりしない。過去をみても円安自体が交易条件を好転させるのか、悪化させるのかは、局面によっても多少違う。それから、我々はドル／円でみているが、対ウォンとか対ユーロで大きく動くと、それだけでもずいぶん違うので、そこは一概に言えないと思っている。ただ、基本的には、交易要因ではなくて、輸出数量要因という観点からみて、円安がやはりプラスに効くという基本的な構造は、長い目でみれば変わらないのではないかと考えている。

白川議長

他にご質問あるか。

西村副総裁

需要が減る可能性が高いという話であるな。その時に、輸入に対する需要が減るのか、それとも国内財に対する需要が減るのかでかなり違いが出てくる。かなり難しい問題であるが、どのように考えているか。

門間調査統計局長

輸入財に対する需要が減るのか、国内財に対する需要が減るか、であるか。まず、そもそもトータルで例えば個人消費が良くないという時に、まずサービスの部分が結構今良くない。観光とか。だから、そこは明らかに国内財である。国内の労働が一番毀損されている、稼働率が低下しているということだと思う。それ以外のものであると、何とも言えないが、例えば衣料品などは、最近かなり輸入のものが多いので、実は輸入がそのところはかなり下押し要因になっているかもしれない。しかし、一方で必需品は、結構今需要が強いので、そこは輸入にプラス要因である。そこは、なかなか答えが出ない。

西村副総裁

分かった。

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。

櫛田企画局長

それでは、金融環境の現状評価についてご説明する。本日、席上に配付させて頂いた資料-5(参考計表)【追加分】に、本日ご説明する資料を纏

めてあるので、これをご覧頂ければと思う。

最初、図表 1 である。家計・企業のインフレ予想である。当月出た (1) の生活意識に関するアンケート調査をみると、量的質問に対する回答及び質的質問から推計した数値——これは、いずれも直近 2011 年第 1 四半期の数字——であるが、前年の第 4 四半期の数字に比べて、短期、中長期とも上昇している。同じく家計のインフレ予想を示す下段の (2) 消費動向調査も——これは 2 月の計数であるが——1 月から 2 月にかけて若干グラフが飛び上がっている。+1.0~+1.5%ということで、これは 1 年後の予想インフレ率であるので、短期ということである。このように家計の予想インフレ率は、短期、中長期ともこのところ上昇している姿である。この背景として考え得る要素であるが、やはり足許の消費者物価指数のマイナス幅が縮小してきており、高校授業料を除くベースだと今年に入ってプラスで推移してきていることがある。こういう状況のもとで、国際商品市況の上昇等を受け、家計の観点からみると体感温度の高いガソリン価格であるとか、あるいは食料品価格、この辺りが上昇してきていることが、こうした予想インフレ率上昇の背景になっているのではないかとみている。

(3) 企業のインフレ予想は、これは極く短期であるが、短観から推計した予想インフレ率である。太実線の方が仕入価格、細い実線が販売価格であるが、仕入価格を中心にいずれも短期の予想インフレ率は上昇している。市場のインフレ予想であるが、図表 2 (1) の Q S S 債券月次調査は、4 月 4 日の調査時点であるので、震災後の調査である。債券担当者を中心に 150 名の予想の平均を元に算出したものである。グラフの下から、今後 1 年間の平均値、それと 1 年先から 2 年後までの 1 年間の平均値、それと太実線が 2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値、これを描いたものである。いずれも 2 月から 3 月——直近計数は 3 月であるが——にかけて大体 0.1%ポイント程度上昇している。水準感としては、一番上の 2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値が、2 月調査の +1.0% から +1.1% に 0.1% ポイント水準が切上がった。

続いて、資金調達コスト関連で、図表 3 である。当月出ている計数を中

心に申し上げると、貸出約定平均金利は2月分の計数が出ているが、貸出金利は緩やかな低下傾向を続けているという状況に変わりがない。新規の短期（除く交付税特会向け）及び長期も2月計数は前月に比べて緩やかに低下している。この結果、新規貸出約定平均金利の総合も、除く交付税特会向けで、2月は1.271%ということで低下している。震災後の銀行貸出金利について、企業や金融機関からのヒアリングだと、ほとんどの先で変化はみられないということである。勿論、極く一部——格付け等が大きく変動した先——については、それに応じたプライシングがあろうかと思うが、付利姿勢自体は変化はみられないというのがヒアリング情報である。

中段のCP発行レートとスプレッドである。先程、外山金融市場局長からも説明があったが、3月発行の平均金利でみると、CP発行レート（3か月物、a-1格）が、若干上昇した形になっている。これは震災直後に一時的にスプレッドが拡大したこと等を背景に、3月のCP発行レートが上昇したものである。震災前後の推移ということで、図表4の(2)に、震災前後の週次のa-1格、3か月物のCPの発行金利の推移を掲げている。これは払込日から条件決定日を推測して書いてあるが、震災後スプレッドが一番高い時には10bp位上昇し、その後低下している姿が窺われると思う。これは先程説明があったが、本行の潤沢な資金供給のもとで、投資家に戻ってきていて、特にきっかけになったのが、本行のCPの買現先オペやCP買入である。こういったオペをきっかけに市場が落ち着きを取り戻してきたという状況である。

社債発行レートである。スプレッド、発行金利ともに2月計数に比べて3月計数は幾分低下した形になっている。これは、主として銘柄要因及びベースとなる5年物国債金利が2月から3月にかけて幾分低下したという要因によって発行レートが下がっている。実勢は、低水準横這いであるという理解である。震災後の状況であるが、震災後は社債発行はあまりなかったが、発行スプレッドの実勢は、震災前に比べて概ね10bp程度拡大した形で推移しているのではないか、というのがヒアリング等で得られる指摘である。

続いて、民間部門の資金調達関連、図表 5 に移らせて頂く。図表 5 の中段、国内公募社債の発行額である。3 月計数をご覧頂くと 7,350 億円、うち B B B 格が 250 億円ということで、3 月の社債発行額は震災前になるが、大手電機メーカーが事業債としては過去最大規模の 5,000 億円の起債をしたことを中心に、多額の社債発行がみられた。B B B 格についても久方振りに起債をする先が何先かあって、250 億円の発行になっている。その後の状況については、先程の説明とも若干ダブるが、社債の発行環境については、震災後企業の収益や経営の先行きを巡る不透明感もあって、また、年度末という季節要因から投資家が様子見姿勢になった。そうしたもとの、信用スプレッドが幾分拡大する動きがあった訳であるが、一方で、発行体の方も、スプレッドが拡大するもとの無理に社債を発行する必要がないという判断から、数社が起債を見送る動きがみられた。発行体が社債発行を見送る背景には、金融機関が積極的な貸出姿勢を堅持しており、市場の借入れコストが相対的に低位で推移しているといった安心感、それと多くの先はなお比較的手許資金が厚めにあるということで資金調達を急ぐ理由がないことがある。こういったことで発行体も様子見姿勢になったのが、発行がなかった背景である。この辺の状況を図表 5 の下段、3~4 月の社債発行件数のところでご覧頂くと、3 月の 12~31 日は、社債発行はゼロであった。先行きについても、今のところ 1 社が社債発行を予定しているだけで、それ以外のところは起債を予定している先がないということである。こうしたことから考えると、4 月の社債発行は低調なものになる可能性が高い訳であるが、金融機関が積極的な融資姿勢を採っていることもあり、企業は社債が発行できずに資金繰りに困るかということ、そういう状況ではない。これは、投資家が全面的にリスク回避的になったリーマン・ショック後の状況とは異なり、社債市場自体はまさに今の段階は様子見であるという理解で良いのではないかと考えている。

一方、この間の企業の資金需要面であるが、震災前までは資金需要は後退しているということであった。ただ、震災後は一部の企業で売上高が減少したり、あるいは被災した取引先からの売上金の回収遅延があるといっ

たことで、キャッシュ・インが減少しているため、資金需要が増加する動きがみられる。また、先々の資金繰りを巡る不透明感から手許を多少厚めにしておきたいということもあって、流動性を確保する観点から、資金需要が高まっているということがヒアリング上では寄せられている。因みに、震災後のメガ3行への融資要請も、2.6兆円と、3兆円弱位に及んでいると言われており、これは平時の大体10倍位、極く一部の大手先を除くベースでみても平時の約4倍位の資金需要が寄せられているとの声が聞かれている。調達関係は、以上である。

続いて、図表6であるが、企業金融関連である。中段の短観結果からみた金融機関の貸出態度である。3月短観では、大企業、中小企業とも企業からみた金融機関の貸出態度判断は改善している。また、3月に出た中段の日本公庫の中小企業の計数も若干改善している。ヒアリング情報だと、震災後の金融機関の貸出態度についても厳しくなったという指摘は聞かれていない。下段の資金繰り判断DIである。3月短観でご覧頂くと、大企業、中小企業いずれも資金繰り判断は改善している。この間、同時に公表されている日本公庫や商工中金の資金繰り判断DIについても、3月は改善している。では、震災後はどうかということで、先程、門間調査統計局長がメンションしていた日本商工会議所の資金繰り判断の計数を図表7に掲げてある。これをご覧頂くと、3月の計数は-29.2%ポイントということで、2月より5ポイント程度悪化し、マイナス幅が拡大している。先行きについては、さらにマイナス幅が拡大するという姿である。因みに、2月調査時点の3~5月の先行きの数字は-25.2%ポイントである。これが-36.0%ポイントになっているということで、先行きの資金繰りに対する懸念が強まっている状況である。背景としては、震災後、業況や売上げ、採算といった面での現状、先行きについての見方の悪化といったことが、こうした資金繰り判断の悪化に繋がっている原因とみている。

最後に図表8、マネタリーベースである。3月のマネタリーベースの平残は前年比+16.9%と、非常に高い伸びとなった。(1)で内訳をご覧頂くと、大きく伸び率を高めているのが、日本銀行券の発行高で、平残前年比

は先月の+2.4%から+3.7%に大きく伸びを高めている。それと、日銀当座預金が2月の+23.3%から+88.7%と、非常に高い伸びとなっている。このうち日本銀行券の発行高は、これまでじりじりと伸び率を高めてきていた訳であるが、3月はさらに伸びを高めた。3月中の銀行券発行高の推移をラップでご覧頂いたのが、(2)である。3月4日、11日、18日、25日、31日と区切って、その時点での平残の前年比を描いてある。震災後の3月18日から伸びを急速に高め始めて、月末には+3.7%になった。こうした銀行券の伸び率の拡大の背景として、大きく三つ位要因があろうと思っている。一つは、震災に伴う現金需要の増加である。これは、被災地の現金需要が非常に高まったことが中心である。加えて、被災地以外でも予備的な需要から現金需要が増加した面があると考えられる。図表9の(1)東北4支店2事務所の支払高は、日本銀行の支店等で震災後どれ位銀行券が支払われているかを示した表である。この4支店で、総額で約4,100億円の銀行券が支払われている。これは前年同期に比べて約2倍位の銀行券が支払われているということである。一方、(2)本支店別にみた3月の支払・受入高をご覧頂くと、3月の支払いの伸びが非常に高かったのは、こうした東北地方のほか、本店、それと横浜、名古屋、大阪といった大都市圏である。その他の地域では、マイナスである。これには、メガバンクの
に伴う現金需要増がある程度反映しているということか
と
思っている。もう一つの要因としては、受入のマイナス幅が非常に大きい。これは、震災後、ガソリン不足であるとか、交通網の混乱で、銀行券の配送等について相当な障害がある中で、受入が減少したことによるものである。

以上、前回会合以降の動きについて、新たな計数等を説明してきたが、全体としての金融環境について、改めて申し上げますと、企業の資金調達コストは、新規貸出約定平均金利が引き続き緩やかな低下傾向にあるなど、低下傾向が続いている。資金供給面では企業からみた金融機関の貸出態度は改善を続けている。社債市場では、信用スプレッドが幾分拡大する中で、起債を見送る動きがみられるが、CP市場では良好な発行環境が続いてい

る。資金需要面をみると、震災前は運転資金需要、設備資金需要とも後退していたが、震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられている。企業の資金繰りをみると、総じてみれば改善しているが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられていると、こういう状況かと思う。

以上、金融環境については、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったという先がみられていることを除くと、基調として、大きな変化が生じている訳ではないと考えて良いのではないかと考えている。そうした観点から、金融環境の総括判断としては、前月は「引き続き、緩和の動きが強まっている」という表現であったが、当月は「総じて緩和の動きが続いている」と変更したうえで、震災後の変化点として、「震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる」という文言を加えるのが適当ではないかと判断している。私からの説明は以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

先程、今回の震災に絡んで、メガ3行に民間の企業から2.6兆円——通常の4倍位——の資金需要があるとのことであったが、これは特定の資金需要——電力会社の2兆位——は除いたものか。

櫛田企画局長

それを含めてである。

中村委員

そうすると、そんなに大きな……。

楡田企画局長

そのボリューム感が、前年同期に比べると——それを除いても——4倍位の需要が寄せられているという声である。

中村委員

要するに、メガにとっても、全体の資金繰りからみればマネージできる金額で、それで金融の需給が逼迫するような状況では全くないということか。

楡田企画局長

先程も議論が出ていたが、金融機関にとってみれば準備は潤沢にあって、信用力のあるところに対しては応需姿勢は積極化している。そういう中で、需資があった場合には、日本銀行が潤沢に資金供給をして、金融緩和を続けているという安心感のもとでは、十分その信用創造のメカニズムの中で対応していけるだけの金融環境が今整っているというように思っている。

雨宮理事

マクロ的な資金需給としては、先程来の議論にあるとおりであるが、そうは言っても、こういう状況で、あれだけの金額を融資として出すのは、これは非常に重い決断だと思う。資金繰り的に何か問題が起きるとか、そういうことではないと思っている。

野田委員

取り敢えず、駆け込みで申し込むというのが常である。ただ、それが本当の貸出に繋がるかどうかは、私の経験から言うと、やや眉唾な感じがする。

中村委員

企業はまだ潤沢に手許資金を持っているのだな。

野田委員

嫌と言うほど持っている。

白川議長

他にご質問はないか。

6. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、最後に金融経済月報の概要の説明に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、お手許の「金融経済月報『概要』の前月との比較」で、実体経済・物価について、私から説明させて頂きたいと思う。

まず、実体経済だが、現状・先行きともに全て変えているので、敢えてアンダーラインは引いていない。そういう意味では、前月と比較するのはあまり意味がない。今月はどのような表現をしているかということ、まずは順番に読み上げさせて頂きたいと思う。

まずは、現状部分で、「わが国の経済をみると、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある」。続いて、各論のパラグラフだが、「震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内民間需要にも相応の影響が及んでいる」。この部分は、先程、門間調査統計局長から冒頭の表現——総括判断——について、説明があったとおりである。各論の部分は、通常ならば、私共の一つ一つのコンポーネントについて、基調判断を記述しているが、今月については、これも先程の説明にあったとおり、マクロの経済指標がまだ出ていないので、まずは、全体でどのようなメカニズムが働いているのかということを中心に書かせて頂ければと思い、「生産活動が大きく低下しており、輸出や国内民間需要に

も相応の影響が及んでいる」とさせて頂いている。

続いて、先行きのパラグラフである。「先行きについては、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」。続いて、「生産は、当面、低水準で推移するとみられるが、供給面での制約が和らぐにつれ、増加していくと考えられる。こうした状況になれば、海外経済の改善を背景に、輸出も増加に転じるとみられる。設備投資、住宅投資、公共投資も、資本ストックの復元に向けた動きなどから、徐々に増加していくとみられる。この間、個人消費も、生産活動が回復するにつれて、持ち直していくとみられる」。先程、亀崎委員より個人消費についてのコメントを頂いたが、それについて門間調査統計局長よりお答え頂いたような話である。

最後に、物価である。こちらは、前月と全く同じということで下線を全く引いていない。言ってみれば、C G P I は、国際商品市況の影響で上昇しているし、先行きについても、「当面、上昇を続けるとみられる」。C P I は、下落幅が縮小を続けており、4月以降ということでは、高校授業料の特殊要因もなくなるので、「小幅のプラスに転じていくとみられる」。ここについては、繰り返しになるが、先月と全く変わっていない。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

次に、金融面の記述についてご説明させて頂く。金融面についても、今回は、やや大きく修正させて頂いている。ポイントは、三つある。一つ目であるが、金融の第一段落で、先月はなかったが、金融のインフラの状況に関する動向を記述させて頂いている。具体的には、「震災後のわが国の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている」と記述させて頂いている。

二つ目だが、第二段落で、金融市場について、市場動向の総括的な表現

を加えさせて頂いている。具体的には、「金融市場は、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、全体として安定している」と、金融市場は「全体として安定している」という記述を加えている。なお、金融市場の動向については、明日の状況もみて、記述を適宜修正させて頂きたい。因みに、先月の3月の震災直後の会合では、為替は82円前後であったので、今日の水準では円安の方向ということになる。長期金利についても、先月の会合では1.2%位であったので、これが明日1.3%を超えるようならまた修正が必要になってくる。なお、株価は、日経平均で9,600円程度であったので、この辺は「前月と概ね同じ水準」という表現で良いかと思う。

三つ目は、金融環境である。金融環境については、先程、櫛田企画局長からご説明させて頂いたが、大きな評価としては「総じて緩和の動きが続いている」としたうえで、震災の影響も一部にみられているという感じのことを加えてはどうかと思う。一番最後の段落の各論の中で、震災後の表現としては、第一に、社債の動向の記述、第二に、「資金需要面」として運転資金需要と手許資金について、第三に、「震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている」と記述し、こうした各論を纏める形で、第三段落目の金融環境の全体評価として「総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる」という形で記述させて頂いている。私からは以上である。

白川議長

何か質問はあるか。

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

(16時47分中断、7日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行である。最初に、金融経済情勢に関する討議、二番目に、当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に、政府出席者からのご発言、四番目に、金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に、3月14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します。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいので宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは討議に入る。まず、最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。発言の順番である。本日は、山口副総裁、宮尾委員、野田委員、西村副総裁、中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員の順である。それでは、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

本日の会合では、我が国経済に対する震災の影響が中心的なテーマになると思うが、展望レポート直前の会合でもあるので、やや長期的な視点も交えつつお話ししたい。頂いている時間は5分だが、多少オーバーするかもしれないので、予めご容赦頂きたいと思う。

最初に、海外経済と国際金融資本市場の動向について整理しておきたい。海外経済については、回復を続けているという評価だと思う。米国経済は、新興国向け輸出の増加や堅調な個人消費を背景に、回復を継続中である。欧州経済も、ドイツを牽引役に、全体として緩やかに回復している。新興

国・資源国は、高い成長を続けている。なお、日本の震災の影響については、アジアの新興国を中心に、日本からの部品供給の停滞が生産活動の下押し圧力になるとの声がある一方、生活必需品などの日本向け輸出の増加がプラスに作用するとの指摘もあり、現時点では、ネットでプラスとマイナスのどちらが勝るかはなお見極めがたい。この間、国際商品市況の動きには、引き続き十分な注意が必要である。特に原油価格は、新興国の需要拡大や中東、北アフリカ情勢の不透明感などを背景に、上昇を続けている。こうした動きは、新興国や欧州先進国のインフレ懸念を一段と高めたり、あるいはガソリン価格の上昇を通じて、米国の消費者コンフィデンスを下押しする恐れもある。また、資源産出国と資源消費国の間のグローバルな所得分配を歪め、世界経済の持続的成長を阻害する可能性もある。次に、国際金融資本市場の動きにも触れておきたい。ターム物金利の動向をみると、米国では、低水準横這い圏内で安定的に推移しているが、一方で、欧州では、ECBの利上げ観測を背景に一段と上昇している。米欧の長期金利や株価は、日本の震災に伴う投資家のリスク回避姿勢の強まりなどから一時不安定化したものの、その後は落ち着きを取り戻しており、長期金利は反発し、株価は再び持ち直している。グローバル投資家は、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的との見方を強めているように思う。この間、欧州周縁国の国債利回りのドイツ国債に対するスプレッドは、依然高止まった状況にある。

次に、我が国経済について整理しておきたい。結論から先に言うと、我が国経済は、震災の影響により、当面、生産面を中心に強い下押し圧力が続くが、その後は再び、緩やかな回復経路に復していくとみている。もともと、そうした先行きを巡る不確実性は極めて高いとも思っている。まず、我が国経済の現状についてである。前回会合以降、ミクロ情報を中心に、少しずつではあるが、地震の影響が明らかになっているように思う。この点を、供給面と需要面から整理しておきたい。供給面への影響であるが、第一に、資本ストックの毀損が挙げられる。政府の推計によれば、社会資本、住宅、民間企業設備の毀損額は16兆～25兆円とされているが、これ

は、1995年の阪神・淡路大震災で毀損した資本ストックの約2倍に上り、全国の総資本ストックの2%程度に相当するものである。こうした資本ストック毀損の影響は勿論大きい、今回の震災が前回の震災と大きく異なるのは、サプライチェーンに対するダメージが大きいということと、電力供給の制約も加わっているという二つの点である。こうした二つの点から、フローの生産活動に対する影響が被災地以外にも広範に及んでいる。まさに甚大な供給ショックが発生したということである。従って、影響の全貌を把握することは現時点では難しいが、ミクロ情報などを踏まえれば、3月の生産は大幅に減少し、1~3月の生産としても前期比マイナスになる公算が大きい。その後も、当面は広い範囲で生産活動に対する強い下押し圧力がかかるものと考えている。地震の影響を需要面から捉えると、ハード・データによる裏付けはここでも乏しい訳であるが、まず、生産活動の低下は、輸出や設備投資に相応の影響を及ぼしているはずである。また、これまで持ち直しの動きがみられていた個人消費も、減少を余儀なくされているとみられる。実際、3月の新車登録台数は、前月比3割近い大幅な落ち込みとなり、家電販売や百貨店売上高も、震災後に大きく減少した模様である。この点、計画停電や商品の供給制約の影響もあるが、消費自粛ムードや将来に対する漠たる不安の広がり、あるいは株価の下落などを背景とする消費者マインドの悪化といったことも影響していると考えている。その意味で、震災という供給ショックが、結果として需要の減少を引き起こしているということにとどまらず、マインド面を通じた需要ショックの様相も、一部ながら現れてきているということだと認識している。

続いて、我が国経済の先行きの見通しについて述べておきたい。冒頭申し上げたように、海外経済は、今後も回復を続けると思う。国内では、供給面での制約は徐々に和らいでいくはずである。このため、生産活動は次第に回復し、それとともに輸出は増加していくとみられる。また、資本ストックの復元に向けて、官民の投資活動は徐々に活発化し、個人消費も、生産活動の回復につれて持ち直していくと思われる。従って、我が国経済は、当面、下押し圧力が強い状態が続くが、その後は緩やかな回復経路に

復していくとみて良いと思っている。問題は、回復の時期やペースである。この点を今から予測するのは勿論難しいが、少なくとも定性的には、次のようなことが言えると思う。まず、震災の直接の被害を受けていない既存の資本ストックの活用などによって、生産は、当面低水準ではあるが、下げ止まりから持ち直しに向かうとみられる。企業は、既に電力不足に対応したオペレーション上の工夫に取り組んでいるようであるし、この先、西日本の生産拠点の稼働率引き上げや、あるいは部品等の代替調達先の確保も進んでいくと予想される。こうした局面を第一段階と呼ぶとすれば、第二段階は、毀損した資本ストック自体が復元していく局面ということになるかと思う。この段階では、復興需要の本格化や、サプライチェーンの再構築に伴い、経済の回復傾向は徐々に明らかになっていくと予想される。ただし、原発の被害や厳しい財政事情を考慮すると、現実には、毀損した資本ストックを全て取り戻すだけの復興需要は期待しがたいと思う。その分、回復ペースは相対的に緩やかなものにとどまる可能性が高いとみている。また、サプライチェーンの再構築についても、それが実際にどの程度のスピードで進展していくかはかなり不確実とみている。この点、一部部品の供給がボトルネックとなり、足許、大幅な減産を余儀なくされている自動車業界の今後の動向が特に重要だと思っている。

次に、先行きの景気を巡るリスクについて述べておきたい。まず、震災前から意識されていたリスクについては、その見方に大きな変化はないと思っている。すなわち、新興国・資源国経済の強まり、国際金融資本市場の動向や米欧経済を巡る不確実性、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下といった上下両方向のリスク要因については、今後とも注意を払っていく必要がある。これらに加えて、我が国経済には、震災の影響という新たな不確実要因が生じている。全体のリスク・バランスは、この分だけ下振れ方向に傾斜していると認識している。

次に、物価面である。国内企業物価は、足許上昇を続けており、今後も国際商品市況の動向に影響される展開が続くと予想している。消費者物価指数については、前年比下落幅の縮小が続いている。先行きについても、

現時点では、当面、小幅のプラスに転じていくという基本的な見方に変化はない。勿論、今後は、今回の震災が物価に及ぼす影響についても、目を凝らしてみていく必要があると思っている。当面予想される景気下押し圧力が物価上昇の足枷となり得る一方、電力を含め供給面での制約が、様々なボトルネックの発生などを通じて、物価押し上げの方向に作用する可能性も否定できない。

最後に、今回の震災を踏まえて、我が国経済の先行き展望とも関連する留意点を二つ、簡単に付け加えておきたい。第一に、今後、復興費用、災害対策の強化、原発絡みの補償など、財政の負担は益々重くなることが予想されるが、それだけに、我が国の財政規律に対する国民や海外市場からの信認を確保することが、益々重要になると思っている。将来の税制や社会保障のあり方などに関する議論を経て、財政再建に向けた道筋をしっかりと示していけるかどうか、我が国経済の持続的な成長にとって極めて重要なポイントになってきているとみている。第二に、震災への対応優先を理由に、成長力強化に向けた各種の取組みを後退させてはならないということである。予て議論されてきたとおり、アジアをはじめとするグローバル市場の需要の取り込みが、日本の成長戦略の柱の一つであることは言うまでもない。今回の震災が、ジャパン・ブランドの失墜と、それに伴う対外競争力の低下に繋がってしまうと、当然のことながら日本の成長力向上に対する逆風になり得る。震災からの復興を模索するに当たっては、我が国の成長力強化に資するかどうか、言い換えれば、今後、再構築される社会基盤や産業活動を、我が国経済の生産性向上にどう具体的に結び付けていくかといった視点が、一層重要になってきているように思っている。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の判断について申し上げます。まず海外経済について、ポイントを絞って駆け足で触れておきたいと思う。米国経済であるが、バランスシート調整の重石を抱えつつ、景気回復が継続していると考えている。住宅投資は新築住宅販売など引き続き低水準であり、雇用の改善傾向は、以前より明確になりつつも、そのペースはなお緩やかなものにとどまっている。一方で、好調な側面としては、企業の景況感や製造業、非製造業とも改善を続けており、株価も上昇基調、個人消費もリーマン危機前の水準を上回って回復してきている。この間、やはり気になるのは、原油をはじめとする商品市況の動向である。今年に入り、米国では、市場が認識する予想インフレ率、家計のインフレ期待とも上昇傾向が顕著になってきている。また、消費者コンフィデンスは直近の3月の指標で大きく落ち込んでおり、ガソリン価格の高騰が影響しているようにも見受けられる。そのような中で、米国の金融政策運営は、国債大量購入プログラムの終了を6月に控え、重要な局面に入ってきており、その動向と我が国経済へ及ぼす影響の分析については、細心の注意を払って行っていきたいと考えている。

欧州、アジア新興国経済を纏めて申し上げます。昨日の執行部の情勢判断に違和感はない。一点だけ付言すると、欧州、アジア新興国とも、商品市況の高騰を背景として、インフレ懸念の高まりがより顕著になってきており、欧州ではECBによる利上げが示唆され、アジアでも政策金利の引き上げが進められてきている。これらは、世界経済の持続的成長にとって望ましい動きと考えられるが、同時に当該地域での景気減速にも繋がるものと考えられる。また、特に新興国に関しては、年初から流出超であった資本フローが、足許では株式・債券とも流入超に転じている。米国金融政策の出口が意識され始めた中で、グローバルな投資家のリスクテイクが加速し、それが新興国への資本流入を通じて景気のコントロールを難しくする可能性もあり、その動向を注視していきたい。

さて、我が国の経済・物価情勢について述べたいと思う。この度の大震災は、前回会合でも若干指摘したが、国際商品市況の高騰が経済の下押し

圧力となる可能性をより強く意識していたところに起きた。それで、まず復興需要についてであるが、橋・道路・港湾といった土木案件、学校・役所・病院といった建設案件、そして人々の住宅案件といった順で今後進められていくと思われるが、一部のインフラを除けば本格化するのはまだ先であり、それらは合計すると複数年に亘って実施されると考えられる。従って、当面はサプライチェーンの寸断、電力不足などに伴う供給制約、そして様々な先行き不透明感や自粛ムードなど、マインド面に起因する支出抑制という二つの側面から、経済活動は大きく下振れするとみている。実際、ヒアリング情報等によれば、サプライチェーンの寸断による生産活動の停止あるいは縮小の動きは、自動車、一般機械、電子部品、化学など、幅広い業種で発生している。また、生産を再開した先でも、電力供給が安定しないことから、操業を縮小する事例も多くみられている。これら生産水準の低下は、密接にリンクする輸出の減少にも繋がると考えられる。

次に、支出面である。まず企業の設備投資について考えると、供給制約や売上見通しに関する不確実性の高まり、代替生産や夏の電力不足などへの対応に起因するコスト増などが予想され、企業の収益を圧迫し設備投資計画を強く下押しすることが懸念される。設備投資は、もともと震災前から、企業収益対比で非常に緩やかな回復にとどまっている点を懸念していた。今回の震災により、当面の落ち込みだけでなく、その後の回復経路においても、以前よりさらに緩やかな回復にとどまる蓋然性が高いのではと考えている。また、個人消費についても、自動車販売の急激な落ち込み、百貨店・スーパー、外食、旅行サービス等で売上減少が顕著になりつつあるなど、支出抑制傾向は明白となっている。震災後 4 週間が経過したが、先行きの不透明感は依然強く、支出低迷が長引けば、所得や雇用環境の悪化に繋がるリスクも懸念される。以上述べたように、生産、輸出、設備投資、個人消費などの面で、今後数か月の悪化は避けられないとみている。

問題は、供給面の制約が解消し、生産のフル稼働が実現する時期はいつかという点である。サプライチェーンの復活が夏頃までに相応に進めば、今年後半に底入れしてフル稼働、あるいは年内にV字回復して、震災前に

描いていた回復経路に戻るといふシナリオも展望することができるかもしれない。生産の早期回復が確認できれば、企業収益や成長見通しの回復も早まり、マインド面の改善も展望できる。しかし、底入れからフル稼働へ移行することが期待されるまさにその時期に、関東地域では大幅な電力不足と生産調整が予想されている。それに向けて企業は生産移転も含め、各種の準備や対策を講じると思われるが、代替的な体制でフル稼働を実現することは困難が予想される。また、これを契機に、海外への生産移転を検討してきた企業の背中を押す可能性や、企業がリスク分散として海外での生産や設備投資比率を高める可能性も相応にあると思われる。そうだとすると、フル稼働に戻った後の生産、輸出あるいは設備投資の回復経路は、以前よりも下方にレベルシフトする可能性もみておかななくてはならないと考えている。このような状況を考えると、年内に景気がV字回復を遂げて震災前に想定した回復経路に戻るといふシナリオの実現は、私の現時点での判断としては相当ハードルが高いのではと考えている。

一点、景気見通しのアップサイドの可能性としては、足許進んでいる為替レートの円安基調について指摘しておきたい。今、足許みられている円安の基調がもし継続する場合には、輸出や国内企業の収益、設備投資にプラス効果を及ぼすと考えられる。輸入物価の上昇による所得流出、マイナス効果を差し引いても、景気にプラス効果をもたらすことが期待される。

最後に、物価動向についてである。消費者物価指数は、これまでのところ需給ギャップの改善を背景に、下落幅の緩やかな縮小が続いてきた。一方、震災後は、今述べたように、当面、供給面と需要面の双方の悪化が予想され、需給ギャップでみると、需要面の下振れがより強く現れる、つまり需給ギャップがより拡大する可能性が高いと考えている。その結果、消費者物価インフレ率を下振れさせる方向に働く。それと同時に、国際商品市況の高騰に伴う影響が加わり、それは交易利得・国内総所得の減少を背景とした景気・物価への下押し圧力、並びに輸入物価上昇によるCPIインフレ率の上振れ圧力という、双方の影響をもたらす。実際の物価動向は、以上の下振れ・上振れの動きの合計で決まっていくことになる。円安基調

の影響や、8月に予定されているCPI基準改定の影響も含め、今後の景気・物価見通しへの定量的な評価については、次回の展望レポートにおいて、しっかりと分析し提示したいと考えている。以上である。

白川議長

野田委員お願いします。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標、調査結果等のほとんどは、3月11日の東日本大震災発生前の状況を示すものであって、その限りにおいては、我が国経済が、海外経済の回復を起点として緩やかに回復していくという、我々の中心的な見通しに沿って推移していたことを確認する内容であった。震災後については、被災の規模、あるいはその広がり的大小とその複雑さから、その影響の程度を判断することは現時点では難しいものがある。現時点で定性的に言えることは、一つは、大震災に伴う生産拠点の損壊及びサプライチェーンの断絶が生産活動を下押しすること、二つ目には、電力不足により、企業や家計の経済活動が物理的に阻害されること、三つ目には、震災及びその後も続く原発問題に伴う不安心理の高まりにより、家計・企業の支出マインドが低下すること、以上のうち特に前二者の供給制約要因が大きいことから、短期的には経済活動は一旦大きく落ち込むことは避けられないということである。ただその先は、生産体制の復旧や不安心理の緩和に伴う改善に加えて、復興関連需要がプラスに寄与し、経済は緩やかな回復へと復していくというシナリオを中心に据えたいと考えている。しかし、タイミングやテンポといった回復の足取りについて、現時点では大いに不確かであると言わざるを得ない。ここで重要なポイントは、国内需要が震災によって雲散霧消した訳ではないということ、また、後程も述べるが、海外経済については、新興国経済を中心とした回復が続くとの従来からの見通しに変化がないことである。このことが、先程申し上げた私の我が国経済の中心シナリオの実現可能性の支えになっ

ていると思う。

それでは、まず、国際金融資本市場を簡単に述べておく。米欧市場では、震災発生直後は、それが世界経済に与える影響に対する警戒から株価が一時大きく下落したが、その後、影響は限定的であるという見方が広がっており、足許では概ね前回会合前の水準まで回復している。長期金利については、株価動向を眺めて一旦は低下したが、足許はこれも戻している。この間、欧州周縁国においては、ポルトガルのソブリン・リスクが再び強く意識され、同国の国債利回りの対独スプレッドが拡大し、昨日ポルトガル政府は欧州委員会に金融支援を要請したことが明らかになり、同国国債の対独国債スプレッドは若干ながらもタイト化したようである。その他の国の国債利回りの対独スプレッドは、E F S F 及び E S M の枠組み等を骨子とする包括パッケージが合意に至ったこともあって、高水準とは言いながら既往の水準から大きく跳ね上がる状態ではない。

次に、実体経済について、まず海外経済からみていく。米国経済であるが、2月の実質個人消費は前月比+0.3%となり、消費は増加している。ガソリン価格の高騰が微妙に影を落としているが、株価が再び上昇していることもあり、個人消費は当面減速しつつも増加基調を維持するものとみている。個人消費のベースとなる雇用関連をみると、3月の民間部門就業者増加数は失業率改善の目安となる20万人を2か月連続でクリアし、現に3月の失業率も4か月連続で低下した。一方で、時間当たり賃金は頭打ちの状態が続いており、労働市場はなお厳しい状況にあることに変わりはない。こうした中、バランスシート調整という構造問題を抱えるもとの、個人消費の回復ペースは緩やかなものにとどまるとみている。そのバランスシート調整が進むうえで、もう一つの鍵となる住宅価格は下落が止まっていない。生産については、鉱工業生産は緩やかに増加している。ISM指数が製造業・非製造業ともに高めの水準を維持していることを勘案すれば、先行きも生産は増加基調が続くとみている。ところで、3月15日のFOMCでは、景気動向の評価が明確に上方修正された。循環的な側面からみれば、修正の方向自体に違和感はないが、楽観に振れ過ぎたという昨

年の轍を踏むことになりはしないかと案じてはいる。ユーロ圏経済については、国ごとのばらつきを一段と明確にしながら、全体としては緩やかな回復が続いている。新興国経済については、総じて内需の改善を伴った景気拡大が続いている。こうした中、国際商品市況の上昇も重なって、インフレ圧力が高まっており、緩和的な金融環境の引締めを行う動きが複数の国でみられている。中でも、中国については、3月14日に閉幕した全人代において、5か年計画の経済成長率目標が従来の+7.5%から+7%に引き下げられ、中国人民銀行は、3月18日に預金準備率の引き上げ、4月5日には本年入り後2回目となる貸出及び預金の基準金利の引き上げを公表した。こうしたもとで、製造業PMIはなお分岐点である50をしっかりと上回っているが、これは、中国経済がなお高成長を維持するという、我が国経済にとって短中期的にはポジティブと言える見通しをサポートしているものと言える。

次に、我が国経済について述べる。実質輸出は自動車を中心に足許大きく減少しているとみられる。2月の実質輸出は前月比+3.7%となり、1~2月で均してみても10~12月対比+1.1%と、昨年後半の頭打ち状況を脱しつつあったことが確認できた。これは、震災前の動きとはいいながら、IT関連財の在庫調整が進捗するなど、アジア新興国を中心に外需が再び増勢に転じたことを示唆している。このことは、震災による供給制約が和らぐにつれて、輸出が増加に復していく可能性が高いことを示唆しているものと言える。個人消費関連のハード・データの一部からは、震災の影響がはっきりと確認されている。すなわち、3月の乗用車の新車登録台数は、前月比-27%強と大きく落ち込んだ。供給サイドの制約に加えて、アネクドータルには家計の買い控えもあったようだ。国内自動車メーカーの生産体制は改善になお相当の時間を要するようであり、販売・生産ともに前半は相当厳しい状況が続きそうである。また、百貨店大手3社が3月の売上高を公表したが、各社とも前年同月比で1~2割強の落ち込みとなっている。家計のマインド低下も然ることながら、節電を企図した営業時間の短縮や、放射能汚染報道に伴う休日の外出控えによる顧客の減少などの影

響が大きかったと考えられる。また、3月28日から31日にかけて集計されたQUICK短観の4月速報は、全産業ベースで業況判断DIが-11と、3月の+15から-26ポイントも落ち込んでおり、企業マインドも大きく落ち込んでいることが確認されている。

次に、物価について簡単に述べる。2月の消費者物価の前年比は、除く生鮮食品・高校授業料ベースで前年比+0.2%となった。除く食料・エネルギーベースで当面小幅のプラスを続けていくという見方に現時点では変わりはないが、震災の影響など、展望レポートまでにもう暫く吟味してみたいと思っている。

最後に、冒頭に述べた見通しに関して、震災の影響を巡るやや短期的なリスク、不確実性について述べる。一つには、原発問題の収束の時期が見通せないこと——有体には、長期化の様相が濃くなりつつあること——、二つ目には、電力不足の経済活動への影響——夏場に計画停電を余議なくされた場合計り知れない負の影響が懸念されること——、三つ目には、切断されたサプライチェーンの回復ペースが見通せないことである。震災が中長期に亘って及ぼす影響、例えば原発政策の行方やあるいはそれが及ぼす化石燃料価格への影響、サプライチェーンの毀損からくる国内産業空洞化の可能性、政府債務膨張の可能性、これらが経済主体の中長期的成長期待の下振れをもたらす可能性等々については、次回展望レポートで論じる必要があると考えている。なお、これまでの会合で議論されていた海外発の幾つかのリスクについて、大筋では変化はないと考えている。ただ一点、中東・北アフリカの政情不安から原油価格の上昇が続いており、加えて米欧との金融政策スタンスの格差が強く意識されるもとの、速いペースで円安が進んでおり、化石燃料の輸入増加が避けられない中、一頃に比べ交易条件が悪化するリスクが高まっていることに触れておきたい。

金融環境については、次のパートで述べる。私からは以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

大震災後のハード・データは少ないが、その少ない統計からも、また各種ヒアリングからも、足許の経済活動は大きく下押ししていると言わざるを得ない。企業活動では、3月短観の結果がほとんど唯一の総合的な震災後統計である。調査統計局は異例の措置として、3月短観を震災前と震災後のサンプルによって業況判断D I集計値を発表した。短観が原則として継続サンプルに基づき、そのデータの推移から経済全体の推移を把握するという性格を持っていることから考えると、調査統計局が言うように、地震前サンプルの最近から先行きへの変化と、地震後サンプルのそれと比較するということは意味があると思う。そこで最近から先行きへの変化をみると、中小企業製造業で悪化幅が-6から2倍の-12と目立って下落している。しかも、この悪化幅は過小評価されている可能性が高いということをつけ加えたい。というのは、震災前サンプルでは、最近の業況D Iが-10であったのに対し、震災後のサンプルは-6とマイナスが小さいということがある。普通に考えれば、震災後の方が業況が良いと考えることは考えにくいので、これは震災後サンプルの方が業況のより良い中小企業が含まれると考えるのが自然であろうと思う。さらに、震災の影響は業況の良い中小企業よりも悪い中小企業により大きく出ると考えるのが自然なので、中小企業全体の最近から先行きへの悪化幅は、震災後サンプルの悪化幅よりもかなり大きいと想像される。大企業非製造業にも同じような状況がみえるので、そういったことが起きているかもしれない。つまり、企業センチメントは、震災後サンプルが示すよりも実態としてはさらに大きく低下している可能性がある。加えて、地震の影響が回答時点でまだ判明していないため、小さく見積もられていた可能性もあり、足許の経済活動はかなり下振れしていると考えられる。

消費も、3月の新車登録販売は、既に皆さんが指摘されたように、2月までの回復基調から一転して、除く軽で前年比-37%と大きく落ち込んだ。3月はそもそも需要期であること、それから震災までに既に十日が経過し

ていたということを考慮すると、この落ち込みの程度は大きいと言わざるを得ない。震災の直接の影響、福島原発問題、そして計画停電が消費マインドを大きく落ち込ませていると考えられる。ヒアリング情報からみても、足許は若干戻しているものの、マインドの落ち込みは大きいことは確かであると思う。震災は単なる供給側のショックという訳ではなく、先程、山口副総裁の話にもあったが、需要側にも大きなショックを与えていると思われる。

先行きは不確実性が異例に高いと思う。短期的には野田委員と同じだが、三点を指摘したい。第一に、福島原発の今後の推移である。再臨界の可能性は非常に小さく、今後、重大被害が広域的に起こる可能性はほとんどないと思われるが、格納容器の水素爆発によるさらなる損傷という限定地域内リスクは残っており、既に放出された放射性物質と併せて、局所的な被害の拡大は続いている。しかも、流出の阻止に数か月かかると報道され、安定状態に達するまでには、長期に亘るとされている。問題の長期化と、風評被害が国内を越え国際的な広がりを見せ、日本製品への需要に影響を与え始めているという点は相当な気がかりである。第二に、被災地域内生産設備毀損から一部基幹部品が生産ストップとなり、サプライチェーンでのボトルネックが顕在化している。サプライチェーンは、複雑で相互に繋がったネットワークであり、その一角で起こるボトルネックの影響の大きさは、まだ十分に把握されているとは言えない。第三には、東日本の電力不足とそれに伴う経済活動の停滞である。日本の電力使用パターンは、山と谷の落差が非常に大きいということを考えれば、平準化により、少ない電力供給能力でも経済活動の停滞をある程度避けるという余地はあると思うが、家庭用を含め、平準化の取組みがどの程度効果を上げるかは今後の調整次第だと思う。

さらに、中長期的にみると、ここは宮尾委員と同じであるが、第一に、福島の影響が長引くと企業のサプライチェーン再構築の過程で生産海外移転の動きを今まで以上に強める可能性がある。第二に、消費者マインドの低下から国内需要の低迷が続くと、内需型企業のマインドがさらに低下

して、国内設備投資が弱まる可能性がある。ともに中長期的な国内の成長期待にかなりのマイナスであり、これが実現するのかどうかを十分に注意してみる必要があると思う。

日本を取り巻く海外経済、国際金融市場は、新興国の強い内需に基づく高めの成長、先進国も低いながら底割れせず、国際金融市場のそれなりの安定というメインシナリオには変化がないと思う。しかし、不確実性の高い状態が続いていることも変化はない。中国を含む新興国では、金融政策は結局のところ、ビハインド・ザ・カーブになっていると考えられる。中国では強い内需とそこそこの供給ボトルネックからインフレの加速がみられる。住宅価格の上昇も止まらず、今まで安定していたオフィスビル価格も上昇が鮮明になっている。賃金の上昇も明確である。加速するインフレを事実上の価格統制で押さえ込もうとしているようにみえるが、市場原理から著しく逸脱した近視眼的な政策は、結局、市場から強いしっぺ返しを受ける可能性がある。中国当局の今後の政策の推移、その効果の度合いには、大きな不確実性があると言わざるを得ない。

米国経済は、足許、雇用統計が回復傾向を維持、底堅い回復を見込んで株価が堅調である。しかし、3月後半に出たデータは弱含んでいることには注意する必要がある。資本財受注は1月に続き、2月も冴えず、住宅価格は底割れ水準に近づき、新築住宅販売は弱いということがある。実質個人消費も心持ち弱くなってきている。さらに、先行きは、ティー・パーティー運動の影響が続き、今年の年央から予想比大きな財政支出削減が実現してフィスカル・ドラッグが強くなる可能性も小さくない。これに対してマーケットは現在のところ、雇用統計やISMといった指標の強さに専ら関心を示しており、足許のデータの足踏み状態は織り込んでいない。緩やかな回復が続くというメインシナリオはまだ変更する必要はないが、今後年央にかけて市場で昨年のような悲観論が出てくる可能性もあるので、注意が必要だと思う。他方、米国物価は、米国コアPCEデフレーターも米国コアCPIも労働市場にスラックがあるにもかかわらず、じんわりと上昇を始めている点に注意する必要があると思う。物価には粘着性がある

ことを考えれば、物価上昇と景気の停滞が同時に進行する可能性もある。経済活動が目立って回復する前にインフレ傾向が出てくるという見立ての信憑性は段々高くなっていると思っている。

欧州経済についても、好調ドイツと北欧、そしてフランス等のまあまあの国、そして厳しさが一段と増す周縁国というふうにスリー・スピード・エコノミー化しており、周縁国の財政問題とそれに密接に絡んだ銀行システムの問題になかなか目途がみえていない。そのうえ、商品市況の高騰からインフレ懸念が出てきており、ヘッドライン・インフレを重視するECBは引締め方向に向かい、そのため、周縁国の財政問題をさらに深刻化する可能性は否定できない。最終的には、ドイツ等の好調国から周縁国への何らかの実質的かつ継続的な支援が必要と思われるが、最近の政治情勢は行き先がみえず、それが市場にどう反映されるか、不確実性が高いと思う。因みに、欧州財政問題への関心は、今後、震災後の日本の極めて厳しい財政状態とその解決策への重大な関心へと結び付いていくことが予想される。現在、欧州で起きていることは、財政規律を持つことの重要性と、近視眼的な目先にとらわれた政策が、当初は市場に見過ごされて上手く問題を解決したようにみえるが、やがては市場が反応するにつれ、長期的で持続するさらに困難な問題をもたらすことを示唆している。震災後の日本において、この点は極めて重要であると思っている。

最後に、消費者物価について、ポイントだけを指摘しておきたいと思う。第一に、既に委員方の説明があったが、足許の国際商品市況の高騰は日本のコア指数、CPI（除く生鮮）を押し上げている。しかし、第二に、アジアのインフレも被服などの経路を辿って物価の押し上げ要因に変わりつつあるように思われる。第三に、企業の価格支配力が若干持ち直している点が少なくとも震災前にはみられた。4月以降はっきりとしたプラスに転じると予想される現在の2005年基準物価指数は、2010年基準で見れば、プラス幅は過大に出ている訳であるが、2010年基準でも大きなマイナスに戻ることはなく、ゼロ近傍からプラス領域に推移していくという蓋然性は従来よりも高くなったというふうに思っている。私からは以上であ

る。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

まず、全体感についてであるが、入手可能な指標では、世界経済は引き続き標準シナリオに沿った動きとなっている。我が国経済については、2月末までは、緩やかな回復基調にあったことを3月の短観も示しているが、3月11日以降については、大震災による広域かつ多岐に亘る被害の影響等により、自動車をはじめとする生産・輸出や国内民需が著しく落ち込んでおり、緩やかな回復に向けた動きが大きく下押しされた状態となっている。国際金融市場では、欧州ソブリン問題の帰趨や、北アフリカ、中東情勢に対する懸念等もある中、我が国の震災被害や福島第一原発に絡む緊張感の高まりなどから、リスク選好性が後退し、金融市場は総じてボラティルな動向が続いた。こうした中、G7諸国による、10年半振りとなる協調為替介入があったが、米国経済が回復傾向を辿っていることを示す指標の発表などが下支えとなり、ここにきて、国際金融市場は幾分か落ち着きを取り戻している。しかしながら、国際商品市況が高止まりしている中で、様々なリスク要因の顕現化から、当面の間、不安定な動きが続くものと思われる。

海外経済についてであるが、米国経済については、2010年10～12月期の実質GDP成長率が上方修正され、3月の雇用情勢が市場の予想を上回る改善を示すなど、緩やかな回復を辿っている。先行きについても株価の上昇や財政刺激策のアナウンスメント効果もあり、個人消費を中心に全体として、緩やかな回復基調を辿ると想定される。しかしながら、家計のバランスシート調整が引き続き、米国経済の重石となっており、住宅市場は低迷が続いている。

ユーロ圏経済については、3月の製造業PMIは、ドイツ、フランスの

コア諸国では堅調裡に推移している一方、ギリシャなどの周縁国では、弱めの動きを続けるなど、ばらつきがあるが、全体としては緩やかに持ち直している。この間、ユーロ圏の消費者物価総合指数は、ECBが目標としている2%を4か月連続して上回って推移しており、ECBは、早い段階での利上げに向けた姿勢を強めている。先行きについては、域内諸国による財政再建の影響もあり、回復基調は緩やかなものにとどまると思われる。

中国経済については、3月の製造業PMIが53.4と、新規受注、生産、在庫、雇用など多岐に亘る項目での改善を反映し、前月対比上振れており、高い成長を続けているとみられる。この間、中国人民銀行は、4月5日付けで昨年10月以降4度目となる預金・貸出基準金利の引き上げを発表、インフレや不動産価格の抑制策を強めている。先行きについては、中国当局は、あらゆる政策手段を駆使して、インフレや不動産バブルを抑制しながら、目標近傍の成長を続けるものと思われる。この間、さらなる景気の過熱やインフレの進行といった上振れリスク、また、その後の調整局面の長期化による下振れリスクが懸念される。

NIEs、ASEANやインド等のアジアの新興国の経済は総じて堅調に推移している。一方、堅調な国内需要や国際商品市況の上昇等を背景とするインフレ圧力の高まりに対して警戒を強め、多くの国が政策金利を引き上げており、新興国では、引締め的な金融政策運営が続くとみられる。

なお、今般の震災の影響により、我が国からの一部部材の調達が困難化するなど、グローバル・サプライチェーンの機能不全が顕現化しており、米国やアジアの新興国等における自動車など一部業種の生産計画が下方修正を余儀なくされ始めている。海外経済は、全体として緩やかな持ち直し基調を続けており、我が国の震災によるマクロ的な影響の波及は限定的なものにとどまる可能性が高いと思われるが、そうした影響の今後の広がりについては、注意深く見守る必要がある。

国内経済についてであるが、国内経済は、1、2月を対象とした経済指標をみる限り、我が国経済が緩やかな回復基調にあることを示している。また、3月短観も約7割の回答が震災前に回収されていたこともあり、業

況判断は、改善方向の動きが続いていたことを示している。一方、震災が発生した3月11日以降の経済情勢を示す数少ない指標である3月の新車販売台数（除く軽自動車）は前月比-29.3%と大幅に落ち込んでいる。景気を持ち直しの牽引役であった海外経済が堅調さを維持している中、震災による生産設備やインフラの毀損、電力供給の制約に伴う生産活動の大幅低下などが供給面からの大きな制約要因となっている。また、震災の被害はもとより、福島第一原発を巡る放射能汚染拡散問題の事態の収拾の遅れが、復旧活動の支障となり、企業及び消費者マインドの下振れ要因ともなっている。

先行きについては、供給面での制約要因は、インフラの復旧による物流システムの回復や生産体制、サプライチェーンの再構築によって、徐々に解消していくものと思われる。また、マインド面の悪化も、生産活動の回復や復興事業の本格化に伴い、持ち直し、持続的な経済成長の経路に徐々に復していくと想定している。もっとも、電力供給面での制約が、本年夏場以降まで続くことが既に明らかになっていることを踏まえると、回復には、相応の時間を要するのではないかと懸念される。

震災に伴うダウンサイド・リスクとしては、一つとしては、電力供給制約とも相俟って、生産体制再構築に想定以上に時間を要し、供給制約が長期化すること、二つには、グローバル・サプライチェーンの再構築の結果、我が国への供給依存度が下がり、輸出に結び付きにくい状況が定着すること、三つ目としては、放射能汚染等原発絡みの実害がさらに拡大、長期化し、供給制約や過剰な自粛ムードの長期化による、消費や企業活動が大きく減衰すること、四つ目としては、福島第一原発の事態の煽りを受け、原発に対する忌避の広がりにより定期検査等で不稼働中の国内の他の原発の再稼働時期が遅延し、電力供給面での制約が全国的に拡大することなどが懸念される。

続いて、物価についてであるが、2月の国内企業物価の3か月前比や、消費者物価（除く生鮮食品・高校授業料）は、前年比でプラス幅を拡大している。こうした中、3月の生活意識に関するアンケート調査や内閣府の

消費動向調査では、消費者の物価動向に対する見方のアップサイドな変化が窺われる。こうした状況下、国際商品市況が強含んで推移している中、為替動向や今般の震災に伴う供給制約要因がボトルネックとなり、物価に対して押し上げ要因となる可能性には、注意が必要である。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

まず、景気の全体観から申し上げるが、重なる点をご容赦頂きたい。3月短観ほか前回会合以降に出た経済指標をみると、大震災前までは、景気は想定していたパスを辿っていたように思う。しかし、状況は一変して、震災後ベースの業況判断D Iからも一端が窺い知れるように、企業マインドは暗転し、経済活動は急速に弱まっている。サプライチェーンの分断等、大震災の我が国経済に対する当面の下押し圧力については、中長期的に期待される復興需要と同様に、定量的に把握することが極めて難しい状況にあるが、被災規模の大きさや原発トラブルと電力不足、被災地域における先端技術分野の集積度合いからみて、阪神・淡路大震災を大きく上回る衝撃があることに疑う余地はない。未曾有の経験ではあるが、各国からの支援や官民を挙げての懸命な取組みにより、こうした供給制約も徐々に解消に向かい、復興需要の本格化や堅調な海外経済に支えられる形で、当面の電力不足にはほぼ目途がつく年度後半には緩やかな回復経路に復していけるのではないかと考えている。しかし、電力不足は完全に解消する訳ではなく、また企業や家計のマインドへの影響もあるので、先行き不透明な面に注意が必要であることは言うまでもない。

以下、各論に入るが、こうした中で、輸出環境が改善を続けていることは我が国にとって救いだと思っている。海外経済は、短期的には主として東アジア等において、我が国からの部品供給や投資の変調による影響が懸

念されるが、全体としては新興国が牽引する形で高めの成長が続くとみている。このうち、米国では、個人消費をはじめとするハード・データはしっかりしており、経済の緩やかな回復を裏付けている。反面、ガソリン価格の上昇等の影響が懸念されるほか、住宅関連指標は依然低迷しているので、米国経済の回復テンポはあくまで緩やかなものにとどまる可能性が高いと思われる。

また、欧州経済は、ばらつきを伴いながらも、引き続き緩やかに回復している。ただし、ソブリン・リスク懸念からくる金融資本市場の不安定化や、インフレ懸念を受けた今後の金融政策が实体经济に及ぼす影響などを考えると、引き続き下振れリスクを意識せざるを得ない状況にあると言える。

一方、新興国をみると、化石燃料の高騰が加速する懸念があるなど、インフレ傾向は続くものの、NIEs、ASEANでは、内需が引き続き堅調に推移し、輸出が勢いを取り戻すもとで経済は拡大している。中国でも、経済が高成長を続けていることに変わりはない。

次に、大きな下押しが予想される国内経済だが、今回は生産と個人消費、物価に絞ってお話ししたいと思う。既に自動車で見られるようにかなり落ち込むと考えられる生産に関して、現状は皆様からコメントがあったので、省略させて頂く。当面は、サプライチェーンの分断の実態、そしてその回復や代替生産体制の整備の進捗状況に特に注目していきたいと思うが、各企業は当面の復旧に全力を挙げており、多くは夏前に体制を整えられるのではないかとみている。

次に、先行きの生産に大きな制約要因となる東北、関東圏の電力需給について言うと、例えば東京電力では、問題となる今夏の電力需給を4,650万kW程度、最大需要を5,500万kW程度と予想しており、このままでは15%程度の供給不足となる。実際は、追加の供給力や若干の予備電力があるため、不足幅はもう少し縮まると考えられるが、一方で、確実な需要削減を行うため、企業に対して大きな負担を強いることとなる可能性も考えられる。こうした中、経団連では「電力対策自主行動計画」の4月中の策

定とその後の実施を決定したが、法による電力使用制限の動向と内容がどうなるかもポイントだと思う。

自主的か強制かはともかく、企業各社が自家発電の増強や種々の操業の工夫を行うことによって、生産は東電の予想数値から想像されるほどには落ち込まないで済む可能性は高いと思う。ご承知のとおり、注意しなくてはいけないのは、正午前と午後1時～4時のピーク時間帯の電力需給である。だから、例えば稼働のピークをそれ以外の時間にシフトするとか、夜間、休日、お盆休み期間に操業するといった動き——これは決して容易ではないし、大変なことだと思うが——が拡大すれば、状況は幾分好転すると考えられる。電力不足に起因する減産は、この夏場さえ乗り切ることができれば、来年夏までにはほぼ解消されるのではないかと思っている。

無論、これは供給面に限った話である。マインドの後退等から内需の先行き不透明感が高いままであると言わざるを得ない。しかし、海外需要はしっかりしているので、輸出を起点とした景気回復という従来からの想定を再び念頭におくことは可能であると思う。なお、原発問題や中東、北アフリカ情勢を受けた先行きのエネルギー需給やコスト高騰への懸念等により、海外生産移転の動きが加速するリスクには注意が必要であると思っている。

一方、家計部門だが、品不足、電力不足、原発トラブルを映じた小売店等の営業時間の短縮や不要不急の買い物を控える自粛ムードにより、個人消費は押し下げられている。将来に対する不安感等マインドの悪化による家計部門全体の需要減少は、先行きの復興需要によって、程度はともかく、マクロ的に補完されていくが、当分はマイナス・インパクトが勝ると考えられる。また、大震災を境に企業の雇用や所得分配のスタンスが弱まらないか、そしてそれに対する不安心理が個人消費を下押ししないか、注意が必要であると思っている。

最後に、物価をみる。原油をはじめ国際商品市況は、新興国経済が拡大し、北アフリカ、中東における地政学リスクが高まる中、上昇基調にある。こうしたもとの、企業物価指数は強含みが続いていて、3月短観でも、仕

入価格の上昇が明らかになっている。また、消費者物価指数（除く生鮮）も、需給ギャップ改善のもとで、前年比マイナス幅がゼロ近辺まで縮小してきている。当分の間は、商品市況が上昇する要因に変化はなさそうであるし、原発事故が契機となって、世界的に化石燃料への回帰が広がり、それが中長期的な商品市況押し上げ要因となる可能性もある。このため、川上から川下への価格転嫁の動きもチェックしながら、企業物価指数並びに消費者物価指数に対する商品市況の上昇の影響度合いに注意を払っていきたいと思う。また、C P I 基準改定による影響も視野に入れていく必要があると思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いする。

亀崎委員

日本は、3月11日、観測史上最大級の地震と津波により甚大な被害を受け、未曾有の危機のただ中にある。加えて、1か月弱が経過した現時点でも、なお収束への道筋がみえてこず、深刻な状況が続いている原発事故の問題は、今後を見通すうえで大きな障害となっている。震災直後の内外の金融市場では、リスク回避的な動きが強まり、株安、長期金利低下、円高といった動きがみられた。しかし、足許では、一時のパニック的な動きは収まり、本行の潤沢な資金供給や一段の金融緩和、為替市場におけるG7の協調介入などの効果もあって、相場は元へと戻りつつある。足許、リスク要因としては、日本よりも、北アフリカ、中東情勢や欧州周縁国を巡る動向、E C Bの利上げなどに注目が集まる一方で、世界経済の回復期待の強まりもあって、一進一退の動きとなっている。

世界経済について、各国・地域別にみると、まず米国は、回復を続けている。I S M製造業指数は60を超え、失業率は8%台となるなど主要指標は好調で、F e dのページブックやF O M Cのステートメントのトーンも強くなっている。このように、米国景気は循環的にはしっかりと

した回復局面にあるものとみられる。もっとも、原油価格の上昇が株価の上昇を抑制し、それが個人消費の回復ペースを鈍化させているようにも窺える。また、住宅価格の下落に表れているように、毀損した家計のバランスシートの改善も進んでいない。こうしたことが大きな危機に繋がるとは思わないが、今後とも景気の下押し圧力として作用し続けることには注意が必要と思う。

ユーロエリアは、輸出主導で力強く成長しているドイツと、ソブリン問題に喘ぐ周縁国というコントラストが一段と明確化しているが、全体としては緩やかに回復している。ただし、周縁国のポルトガルでは、首相の辞任など政局混迷の中、ソブリン格付けの引き下げと国債スプレッドの上昇が続いた挙げ句、日本時間の今朝、結局EUへの支援を仰ぐこととなった。先月のEU首脳会議では包括的経済パッケージの採択には至ったものの、引き続きアイルランド支援金利の問題などが燻り、また今後のストレステストなどリスク・イベントにも事欠かないため、ソブリン市場の動揺は続いている。こうした中、ECBは今夜の理事会で利上げを行うとみられている。しかし、利上げは、それに伴う為替の増価も併せて、脆弱な周縁国経済への大きな打撃となる可能性も考えられるため、先行きも回復基調を維持していけるか気がかりである。

中国は、高成長を続けている。小売売上高は自動車購入補助金の打ち切りから減速しているが、工業生産や固定資産投資は高い伸びが続いている。輸出も、2月は春節の影響から大幅に減速したものの、1~2月平均で見れば12月よりも加速している。こうした中、消費者物価は前年比+5%前後と高めの上昇率となっており、一昨日も人民銀行が利上げするなど、金融引締めが続いている。もっとも、先行きについても、先月の全人代において、今年も積極的な財政政策と穏健な金融政策を維持し、成長目標も昨年と同じ+8%に設定したことから、大きく減速することはないと思われる。なお、今年スタートの5か年計画の成長目標は平均+7%と低く設定されているが、内容的には民生や環境重視となっており、豊かさの基準を量から質へと移して持続可能な経済発展を目指そうとの意図が窺え、この点、

こうした形でソフトランディングが実現できれば望ましい方向と考える。

NIEs、ASEANは、内外需要が堅調に推移しており、回復が続いている。こうした需要要因によるインフレ圧力が強まっているうえ、原油価格の高騰もあって、多くの国が利上げを行っている。利上げは為替の増価も招いているため、今後とも順調な回復が続いていくかどうか、注意深くみていきたいと思う。

日本経済は、現時点で震災の影響の全容を推測することは難しい状況だが、足許では大きく落ち込んでいる可能性が高いと思われる。すなわち、供給サイドをみると、被災地における生産施設のダメージや計画停電によるグローバルなサプライチェーンの寸断を通じて、直接、間接に製造業の生産減少に繋がっていることは間違いない。また、節電のための営業時間短縮などは、非製造業の生産活動の落ち込みにも繋がっている。需要サイドでは、震災及び原発事故による先行き不安や消費自粛などが、企業の工場着工の先送りや、家計の衣料品や宝飾品、旅行など必需品以外の購入減少といった動きに繋がっているように窺われる。

一方、これらとは並行的に、一刻の猶予もならない現地の生活基盤の再建、インフラ回復、生産設備の復旧といった復興関連需要も出ているものと思われる。こうした動きが今後強まっていけば、先行きは遠からず力強い回復へと転じることが期待できると思われる。ただ、全国展開しているある消費関連企業の創業者は、ここまで壊滅的な被害を受けた以上、地場企業の単独再建は大変困難であり、中央の大資本企業ですら拠点回復に二の足を踏む状況だとしていた。他の業界からも同様の話が聞かれており、失われた経済基盤を完全に取り戻すまでの復興需要は出てこない可能性がある。いずれにせよ、今回の震災の影響の大きさや継続性については、現時点で不確実性が高いと言わざるを得ない。問題は、どの位の時間を要して、元の回復パスに戻るかである。

次に、物価面をみると、国際商品市況は、世界中の原発不安による化石燃料への需要増加の思惑や、中東、北アフリカ情勢の悪化により、原油を中心とした資源価格が大きく上昇している。これを受けて、輸入物価、国

内企業物価も上がっている。全国CPI（除く生鮮食品）は、ガソリン価格は上昇しているが、その全体への寄与度はやや低下したほか、電気代などの低下もあって、2月は前年比マイナス幅がやや拡大して-0.3%、高校授業料実質無償化の影響を除いて+0.2%となった。しかし、3月の東京CPIのマイナス幅は縮小しており、4月以降は食料品価格や電気代などの上昇が見込まれることから、デフレ脱却に向けた動きが途切れた訳ではないと思われる。また、震災前のデータではあるが、3月の生活意識アンケート調査における先行きの物価見通しが、ガソリン価格の上昇などから上がっており、むしろ、人々の中長期的な物価の見方の上振れが示唆されていたことにも注意しておく必要があると思う。

なお、震災に関連して、防災関連財の買い占め、不要不急の外出等の自粛といった動きなどがみられるが、今のところ、物価への影響はマイナーなのではないかとみている。以上である。

白川議長

それでは、初出席の白井委員をお願いします。

白井委員

今回より初めて金融政策決定会合に参加させて頂く。宜しくお願いします。

まず、今回の総括判断については執行部の説明と大差ない。以下では、今回の震災を踏まえた我が国経済の当面の問題と先行き見通し及び我が国経済のリスク要因について海外の動向を中心に述べていきたい。

我が国経済の当面の問題は、大地震の発生と電力供給不安によって、生産面を中心に下押し圧力が加わっており、これまで我が国の経済成長を牽引してきた輸出部門も大きな打撃を受けているとみられる。しかも、被害が広範囲に亘り、部品部材の供給不足と今後の電力不足の予想の中で、少なくとも第1～第2四半期まではかなりの生産・輸出の低下は避けられないとみている。また、民間調査によると、今後、家計や企業向けの需要が減少すると予想する企業が全国に亘っており、供給面のみならず需要面で

の影響も大きいように見受けられる。

もう一つの問題は、商品市況高である。中東、北アフリカ情勢の不透明感が続いていることや我が国の原発事故の問題もあって、原油価格、あるいは工業品原料等の価格が上昇を続けているので、資源の乏しい我が国の産業や家計に及ぼす打撃が懸念される。特に、製造業を中心とする企業収益への影響についても留意しておく必要があると思う。

その一方で、プラスの材料としては、為替相場が震災直後に急激に円高が進んだ状態から脱していることである。今後、主要国の中央銀行が出口戦略に動く可能性もあるし、インフレ過熱気味の新興諸国では金融引締めが予想されている。それによる金利差や金利差期待とともに、世界の投資家のリスク回避志向が低下すれば、キャリートレードなどが活発化し、幾つかの通貨に対して円安の方向に動く可能性もあり、そうなれば震災で打撃を受けた輸出企業にとっては直ぐに生産・輸出の拡大に繋がらなくとも、心理面で好材料となるとみている。

景気の先行きについては、年内には復旧事業が始まるとみられているので、被災地を中心に、インフラ、設備投資、住宅投資などの需要増を中心に経済成長率が押し上げられると予想される。また、それに合わせて生産・輸出も持ち直していくと思う。ただ、いつ頃本格化するのかは今の段階では判断しかねるし、被災地の状況如何で復旧事業が数年に及ぶ可能性もある。

次に、我が国経済のリスク要因としては、潜在成長率が既に低い状態にある中で、震災によるショックが中長期的な成長力に及ぼす影響が気になるが、この点については、次回の展望レポートの際に改めて詳しく申し上げることとして、今回は海外経済の動向について申し上げたいと思う。海外経済だが、米国、欧州、アジアそれぞれにリスクは抱えているが、当面は、新興諸国は成長を維持し、先進諸国も緩やかながら景気回復が続いていくと予想されるので、日本経済にとっては追い風となるとみている。

まず、米国では3月の失業率が8.8%へ低下し、非農業部門雇用者数が22万人増と2か月続いて良い状況である。株価も地震、原発問題やリビ

ア情勢の悪化を受けて投資家のリスク回避姿勢が強まり、一旦下落したが、足許では 2008 年以来の高値で推移しており、家計の支出などへの悪影響は回避できたようである。ただ、やはり問題は、世界経済危機で失われた雇用が 800 万人以上になり、現在までに 150 万人ほどの雇用しか新たに生み出していないため、米国の市民が成長回復を実感し、安定した消費行動をするまでにはまだかなり時間がかかると思う。また 26 週以上の長期失業者だけが突出して急増していることも気になる。ケース・シラー住宅価格指数も低下しており、ピーク時の 30% の水準に落ち込んでいることも懸念材料である。最近の雇用回復基調で住宅ローンの返済の延滞が減っているようだが、住宅価格の下落が続く以上、今後さらなる資産差し押さえも予想されており、借金の大きい家計の消費を制約する要因が続くとみている。

ユーロエリアだが、ドイツを中心に経済が回復基調にあることと、域内では財政赤字国への国際支援制度——E F S F と E S M であるが——を創設したこともあり、危機的状況には陥っていないが、周縁国の対ドイツ国債スプレッドが高止まりしており、足許でも不安定な動きを続けている。市場の関心はポルトガルに移っているが、同国では財政再建が公約どおりに進まないうえに、3 月下旬に追加緊縮策が議会で否決されたことで首相が退陣し、6 月 5 日の総選挙まで政治に空白状態が生じている。格付け会社はポルトガル国債の相次ぐ格下げを続けており、長期金利は高い水準で推移しているので、昨日 4 月 6 日に E U に国際支援を要請している。ただ、必要な国際支援額は確保されているので、域内全体に及ぼす影響は限定的だと思う。次の焦点はスペインとみている。現在の国際金融支援制度、E F S F では、ユーロエリア第 4 位の大国スペインの必要額をカバーしきれない可能性があるからである。既に既存の制度、E F S F の貸出枠の引き上げが決まっているが、引き上げ方法については、6 月まで先送りされている。スペインは昨年からの銀行改革を進めており、財政再建も比較的順調に進んでおり、高く評価されているし、長期金利は比較的安定している。今のところは他の周縁国とのデカップリングが起きている。しかし 2012 年の総選挙での現政権の行方とともに、現首相が 3 選を狙わないと発表し

たことで、経済改革の先行きを注視していく必要がある。スペインには多くの欧州の金融機関が投融資しているので、改革の方向如何によっては欧州経済が不安定化するリスクがある。あと、市場では一部の欧州の国のデフォルトの可能性を懸念する声があるが、これは、中期的なリスクとしての注意が必要だと思う。

中国は高い成長が続いているが、少しずつ成長の中身が変わっていくと思う。今年の3月に2011～2015年の第12次5か年計画が承認され、目標成長率はその前の第11次5か年計画の+7.5%から+7%へ引き下げられた。もっとも第11次計画の実際の成長率は+11%で、目標成長率を遥かに上回ったので、計画の目標は最低レベルとみなされている。中国の成長は続くが、環境破壊や資源価格への影響を考慮して資源集約的な産業に制約をかけており、付加価値の高い製造業と内需中心の成長路線に移行しようとしている。また、融資の伸び率は依然として高い水準で、賃金の引き上げもさらに続くと思うので、物価の上昇圧力は強く、それが消費に及ぼすマイナスの影響がある。また金融引締めも続いていくので、その過程の中で、これまでよりも中国の成長率は少しずつ減速すると判断している。

なお、物価の先行きだが、商品価格の上昇により消費者物価の下げ幅は減少傾向が続くとみている。ただし、震災前は需給ギャップの縮小が物価の下落幅の低下の一因となっていたが、震災後の需給ギャップへの影響が読みづらくなっている。当面は生産稼働率の低下が続くと思われるが、それがどの程度物価の押し下げ圧力になるのか、人々の予想物価上昇率が低下する方向に働くのかという点とともに次回展望レポートでさらに分析を進めていきたいと思っている。以上である。

白川議長

非常に多くの論点があって、勿論、厳格に時間管理をしている訳ではないが、予定している時間を25分位オーバーしている。それだけ沢山論点があるということだが、私自身もあまり長くならないようにしたいと思う。

前回の決定会合は、震災発生翌営業日に慌ただしく開かれた訳である

が、改めてこうやってほぼ1か月経って点検してみると、大震災の影響は非常に大きいと感じる。まず、色々なデータ——マクロの経済データもそうであるし、ミクロのヒアリングにしても被災地の企業から話を聞くという事はなかなか難しいので——、情報自体が非常に不足している。しかし、この後の経済の見通しをするに当たって、改めて大事なことは、そうはいってもデータをしっかりみていくということと、それから変化が非常に大きいだけに、やはりそこは経済のメカニズムに関するファースト・プリンシプルというか、基本的な考え方の軸というものがないと、混乱した姿しかみえない。そういう意味で、データをしっかりみていく、情報をしっかり集めていくということ、それから経済のメカニズムに関するファースト・プリンシプルといったものを持ちながら点検していく姿勢が大事だと改めて感じた。

地震前の経済の状況からまずみていきたい。今回の短観の結果からもある程度確認されるが、地震が発生する前は、ほぼ我々の経済の見通しどおり推移していた、オントラックで推移していたということが改めて短観でも確認されたと思う。世界経済は、新興国経済に牽引されて高い成長を遂げている。前回会合との比較で敢えて変化をみると、多くの方が言及されているように、商品市況がこの1か月間もさらに上昇してきているということ、そのことの結果でもあるが、インフレ・リスクが先進国、新興国問わずさらに意識されてきているということ、またさらにその結果でもあるが、金融政策のスタンスに対する見方の違いから、一旦は円高になったが円安がかなり急ピッチで進展したということである。いずれにしても、こういう外部環境の変化はあるが、一番大きいのは、勿論、今回の震災の影響をどうみるかということだと思う。これをどう表現するかについてはまた後からステートメントという形で議論するので、言葉に即しての話ではなく、どういうふうにメカニズムを考えるかということであるが、今回の震災は生産活動を中心に大きな影響を与えており、当面は、この生産面を中心に下押し圧力の強い状況が続くということだと思う。何よりも、被災地における生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、それから電

力供給の制約である。そうした生産、供給の制約が、輸出や民需にも相応の影響を及ぼしているということである。今回の震災の後、阪神・淡路大震災との比較という形で議論されることも時々ある。勿論そうした議論の仕方も有用であるが、実際の生産活動の落ち方からすると、阪神・淡路大震災ではなく、リーマン・ショックに近い落ち込み方になっている。リーマン・ショックとの比較を考えることは、この後の経済を考えるうえでも有用だと思うが、リーマン・ショックの場合には、金融の収縮に伴う突然の需要の蒸発であったと思う。そういう意味で、需要の蒸発であった。今回は、突然の供給制約、つまり部品の蒸発であり、電力の不足であるということで、突然供給制約が現れたということである。そのことが直接的に経済活動を制約する訳であるが、それがまた需要の減少にも繋がっている。勿論、元はその供給制約であっても、今、自粛も含めてマインドの後退を通じて需要ショックも生み出しているということでもある。しかし、元々のきっかけは一連の供給制約、大変厳しい供給制約だと思う。逆に言うと、そのファースト・プリンシプルで考えていくと、この供給制約が解消していけば、需要に見合った経済の軌道に復していくということだろうと思う。それがいつなのかについては、勿論不確実性がある訳だが、昨日の門間調査統計局長の話では、サプライチェーンについては6月ないし7月末までには一応影響は解消されるだろうというのが取り敢えずの見通しである。しかし、それが解消する時点で今度は夏の電力不足が深刻になってくるということであるので、正確にいつこの供給制約が解消するか分からないが、道筋としてはこの供給制約が解消されれば元々の軌道の方に復帰していくというのがファースト・プリンシプルだと思う。その復帰していく需要の軌道はどういうことなのだろうかと、もう一回整理して考えてみると、まず、地震発生前までの日本経済を牽引していたのは、基本的には世界経済、就中、新興国の経済であった訳だが、この海外経済という意味での外部環境は基本的には変わっていない。勿論、詳しくはこの4月末の展望レポートで点検するが、今日の多くの委員の方も、基本的な見通しとして、海外経済について大きな崩れはないという前提に立っていたと思う。それ

から二つ目が、復興に向けた需要、その毀損した資本ストックの修復という需要である。それから三つ目が、最近の円安がどういうふうに輸出入に影響を与えていくのかということである。もう少し長い目でみた場合には、今回の震災を契機に、改めて企業がビジネスのやり方を見直していくということで、色々な電力の面でもそうであろうし、津波の対策もそうであろうし、それから生産拠点の移管であるとか、あるいは本社機能を複線化するとか、色々な長期的な対応というのがあって、これは単なる毀損した資本ストックの修復というレベルを超えての事情であるから、そうしたものが定性的には生まれてくる。ただ、こうしたストーリーに暗雲を投げかけるのが、やはり原発のリスクである。これが長引いた場合に色々な形で日本へのブランドイメージも含めて、本来の需要に影響してくる。これはいずれも不確実性が非常に高いので、今この段階で我々自身が決め打ちはできないし、多くの方がおっしゃったように、先々の景気のリスク要因について従来からある上振れ・下振れに加えて、この震災に伴う影響について上にも下にも不確実性が大きいという感じがする。

それから、物価についてである。これも今回少なからぬ委員が言及したが、物価の見通しは——これは展望レポートで議論するが——、4月以降高校授業料の影響が剥落するのでプラスになる。これは前から予想されていたが、物価指数の基準改定の影響を除いたベースで考えてみても、マイナスに陥るという可能性が大分小さくなってきて、従来想定したレベルから物価が少し上振れ気味で推移するのかなという、取り敢えずの仮説を立てた方が何人かいらっしゃって、私自身もそういう感じを持っている。国際商品市況の上昇の影響、あるいは円安、あるいは全体的な需給ギャップをどう考えるかはなかなか難しい論点があるが、少なくともボトルネックが発生し、基本的に物の値段が上がるということは考えられるということで、従来想定よりは物価は少し上がるのかなという感じの意見をどなたかが言われたと思う。取り敢えず、私からは以上である。

多分、これから若干議論するが、日本銀行に限らず、これだけの難局なので日本全体としてどういう政策の枠組みを持っていくことが必要なの

かという議論がまず重要であるし、そのうえで日本銀行がどういう貢献ができるのかということで、後半の政策の議論の方がより重要性があるが、そうした議論をするうえでも、経済の先行きについてどんなふうを考えていくのかといったことを中心に論点があればおっしゃって頂きたい。

西村副総裁

テクニカルなことで森本委員にお伺いしたい。先程、おっしゃったように、日本は非常にピークとの差が大きい。それを平準化するというのは、相当程度あり得るストーリーだと考えて良いのか。

森本委員

これは、労働条件も絡むし、コストも絡むし、色々そういった面はあると思うが、必死になって取り組まざるを得ない状態である。要するに、ピークに対して、例えば朝の 8 時から 9 時位までの需要は全体を約 6,000 万 kW とすると 1,000 万 kW 位低く、9 時から 11 時位までは、例えば、数百万 kW 低い。こういう状況なので、生産ラインを調整するのは非常に大変だと思うが、色々工夫をすれば、ある程度製品もストックできると思う。後は、照明や空調を——今は工場も相当空調が入っているが——相当落とすと思う。私自身は、これは相当できると思う。それから、大口の産業用では全体の使用量の 3 割位が自家発電によるものになっていて、この面でのノウハウも色々持っているので、これをより増強していくこともできると思う。小さければ、環境関係にもそれほど影響しないので、短期間でそういった対応もできよう。経団連ベースで、今 25% を目標に色々調整していこうということで、業界全体で輪番操業的なことまで踏み込んできているので、私自身は、個別企業における負荷のシフトも色々可能だと思うし、業界ベースでのそういう調整も可能だと思っている。従って、その辺は必死になって取り組まれる。全体が停電することに比べれば、そうしていくことが得策だということで、私は相当頑張られると思っている。ただし、法令の方がどうなるか、これは絶対停電しないようにということで、相当

厳しい水準になると思う。多分、家庭用が量的にきちんと担保できないこともあり、企業側に結構厳しい数値が出てくると思うし、また家庭にも目標としては高い数値が置かれると思う。繰り返しになるが、企業にはある程度厳しい——ピークを落とすということで操業上厳しい——数値が課されると思う。ただ、それ自身はシフトなどによってある程度——全部ではないがある程度——クリアできるのではないかと、私は思っている。

亀崎委員

先程のご発言の中で、この夏場さえ乗り切れば、来年の夏まではほぼ大丈夫だとおっしゃったか。

森本委員

冬場は、何とかバランスすると思う。ぎりぎりではあるが、私自身は、電力会社が火力発電の増強をガスタービンなども含め全力でやるし、そういうことで、厳冬というような気象条件になると厳しいが、冬場は何とか乗り切れると思っている。そうすると、その次が端境期、要するに冷暖房のない季節になるので、来年の夏までは、私はクリアできると思う。ただ、来年の夏はまだ原子力が止まったままという可能性もあるので、関東圏の場合はまた若干の制約があるかと思う。

亀崎委員

そうすると、1年と3~4か月後が大変だということになる。生産体制の復旧は、輪番操業とか自家発電とかの中で行っている訳だが、7~9月位までには何とかなるだろう、という見方がある。しかし、電力不足がその後まで続くと、元のパスに戻るには、これが制約条件になってくることが考えられる。私は、ある程度時間はかかるが、そこまで長期化するとは思っていなかった。1年3~4か月後が問題となると、生産が元のパスに戻るということがどういう感じになるのか。

森本委員

来年の夏場のところは少し置いておくとして、要するに、秋口からは需給バランスはあまり心配しなくて良い、完全かどうかは分からないが大丈夫になって……。

亀崎委員

それは、輪番操業とか自家発電とかを使わずにであるか。

森本委員

使わないでである。秋口以降は、基本的に端境期に入るので大丈夫である。冬場も、相当な気象条件にならない限り、何とかバランスできる。そして、次の端境期も乗り切った後の夏がどうかということになる。これは、今年の夏ほどの状況にはならないと思うが、大丈夫だという状況までは難しい。これからの原子力政策もどうなるか分からないのだが、若干の不足はやはりまだあり得ると思う。ただ、その若干も相当低いぎりぎりのところの若干とは思いますが、需要が供給を越えてしまうと、停電になるので、ここは結構厳しい管理になると思う。そういう制約要因が、来年の夏にはまだ若干残るだろうと思っている。従って、来年の夏までずっと厳しいということではない。これは、ただ私の見方ではあるが。私自身は、平成 15 年に東電の原子力が 17 基全部止まった時の営業担当だったので、お客さまがどういう対応を取られるか、そういうのはある程度肌で感じてきている。そういうことで、少し甘い面もあるかもしれないが、申し上げたような見方をしている。

西村副総裁

インフレに関しては、ある意味、相当我々の考え方は割れている、かなり幅があるように思う。私の場合、どちらかと言うと、元々、需給ギャップ以上に企業の価格支配力を強くみている。これが、今度のケースの場合、どうなるか分からないが、もし白川議長がおっしゃるように、ある意味で、

供給制約やそういうところが、ある程度一過性のもの、少し時間はかかるがそれなりの一過性のものであるとするならば、全体の傾向そのものは多分変わらないのだろうと思う。他方、確かに需要ショックという部分があるので、これで供給以上に需要が下がってしまうと、リテールの方は、下げることにしか考えていない——この20年間考えていなかった——ので、また値下げの競争が起きてしまう可能性がある。そうなると、非常に難しい状況ではある。その辺をどういうふうにお考えになっているのか、宮尾委員、野田委員、中村委員、皆さんに教えて頂ければと思う。

野田委員

全体的にというか、従来の考え方を延長させると、一定の成長をカバーするが、数量が追い付かないとなると、一時的に金額ベースで上がってくるのが考えられる。ただ、それが全体の一般物価、少し長い目で見た時の一般物価にどう影響するかは不確実だし、そこまでは行かないだろうとみている。ただ、一時的には、少なくとも我々が毎回毎回指数で確認していく時には、その辺の動きが出てくる可能性がある。それを、長い目でみてどうか、物価の基調に対してどうかを見極めるのは難しいが、そこがポイントになると思う。短期的には、私は、どうしても上の方へ行く、下から押し上げる力は避けられないと思う。これだけの供給ショックが出てきて、かつ電力の問題がご説明にあったようになお起こるとすると、おっしゃるように動学的にというか、需要にどの位マイナスのインパクトが行くのかという点との兼ね合いもあるので、今のところ何とも言えないが、差し引きチャラ位かなと思っている。私は、先程の見方に今のところそう変わりはないと、取り敢えず結論付けている。

中村委員

給与はなかなか上げにくく、そこからのセカンド・ラウンド・エフェクトは暫くないが、物価は需給を考えれば、やはり少し強含みになるのかなと思う。今回の震災を通して、消費者もお金さえ出せばいつでも潤沢にい

つでも物が買えるということではないという、今までと違った認識をさせられたと思う。従って、一方的にとということはないが、消費者の物価に対する目線が少し変わってきているのかなという感じがしている。

宮尾委員

ポイントは、供給ショックの持続性だと思う。私の見通しを考えるうえでのメカニズムで一番重視しているのはそこである。やはり、一過性であれば本当に大丈夫なのだが、持続性の可能性が私の中では相応にある、あるいは高い。それはリスクで表現できるかもしれないし、あるいは標準シナリオにそれを織り込まなければいけないかもしれない。多分、その見極めが今難しいと思うが、いずれにしても供給ショックの持続性がある程度可能性としてある。そうすると、それが需要面への持続的なマイナス要因となる。そういったことで、供給と需要両方減るのだが、色々なマインド面も追加して、やはり需要の減少の方が、私はさらに上回るのではないかという取り敢えずの今見通しを持っている。

亀崎委員

需要であるが、こういうショックがある時は、大体は、観光や宿泊・飲食、それから節約、出張抑制、自粛ムードがまずある。しかし、時間とともにそれは減退して行って、普通に帰っていくのだが、今回少し違うのは、先程の電力の問題プラス原発、これが簡単には先がみえない。これは関東まで相当影響があるし、外国人からみれば日本全体ということで、外国からの訪問客も今年は大分減るだろう。こういう通常のショックに加えて、引き続き持続する不安、不確実性、これが私はやはり消費マインドに大きく、従来以上に影響していくのではないかと思う。この電力と原発の問題がみえてくれば、かなり違うと思う。

白井委員

需要と供給の関係について、どちらも減少するがどちらが大きいかに

よってまた物価に対する圧力が違っていて、そこに意見の違いがあると思う。それも私は時期によると思う。今のような時期であると、非常に全体的に皆さんがおっしゃっているように、マインドや自粛ムードが大きいがおっしゃったように原発の状況にもよるが、ある程度みえてくれば、その分が緩和するかもしれない。従って、需要と供給の減少の度合いも、みる時期によって違ってくると思う。

山口副総裁

消費者物価については、基本的には上振れ方向だろうと思う。勿論、厳密に考えれば、上にも下にも振れ得るということは、先程申し上げたとおりである。ただ、物価を何でみるのか、C P Iだけで良いのか、といった議論は十分あり得る。G D Pデフレーターでみれば、物価に対する評価が変わってくることはあり得るのではないか。我々の「中長期的な物価安定の理解」はC P Iをベースに考えているということではあるが、だからと言って、C P Iだけをみて物価を評価するという訳には勿論いかない。G D Pデフレーターでみた場合にどういうことになるのか、この辺りも併せて考える必要がある。

白川議長

最終的に、金融政策それ自体は、我々がいつも強調しているように、そもそも物価指数を何でみるかということも然ることながら、物価だけでやっている訳ではない。最終的には、物価安定のもとでの国民経済の健全な発展ということが我々のマニフェストであるので、そもそも物価の世界についても、そうしたもとでみていくことになると思う。そういうことを言っただけで、例えば、需給ギャップは今回縮まったのかどうなのか、その結果、物価はどうなのか、こういう問題意識があって、それ自体についての説明を我々自身はしていかなければいけない。そういう意味で、多分、西村副総裁も含めて問題提起をされている。昨日、門間調査統計局長からも需給ギャップについて、確か白井委員からのご質問に対して、答えられ

ていた。直近のFOMCの議事要旨をみても、計算上の需給ギャップについての重点の置き方については、FOMCの中でも大きく意見は割れているし、多分、我々の中でもそうだろうと思う。コンセプショナルに考えた需要と供給のバランスによって物価が決まらないということは誰も否定している訳ではなく、ただ需給ギャップなるものをどう考えるかということだと思う。昨日、門間調査統計局長も言っていたが、そもそもサプライチェーンの破壊であるとか、あるいは電力が突然これ位のオーダーで供給できないという事態を想定している訳ではないので、需給ギャップでどうだということを言っても、多少議論としては空しいという感じはしている。ただ、いずれにしても需給ギャップを経済分析上使っていこうというのは、門間調査統計局長も言っていたが、ある程度中長期の概念として考えている訳なので、短期的に微細に需給ギャップが縮まったかどうかを議論しても、あまり実益がないという感じがする。そういう意味で、取り敢えず我々としては、物価の短期のパス、それから中長期のパスがどういうふうになっていくかについて、展望レポートでしっかり点検していくということかと思っている。

それから、別の論点であるが——論点とは言えないかもしれないが——、先程リーマン・ショックとの比較で申し上げたが、よく議論される阪神・淡路大震災との比較を改めて考えてみた時に、これは我々自身の色々な対応もそうであるし、民間の対応もそうであるが、対応を考えていくうえで一つの有用な視座を与えているという感じもする。これは別に目新しい整理では全くないが、五つばかり違いがある。一つ目は、地震それ自体の規模、強さが違うし、その範囲も広いということ。二つ目は、サプライチェーンが寸断されているということ。三つ目は、原発の問題が大きいのかかっていること。四つ目に、財政政策の対応の余地がなかなか厳しい、金融政策上も長短金利とも格段に低いということ。それから五つ目に、急速な高齢化、人口減少という問題への対応が、勿論当時もあったが、現在の方がよりそれが厳しいということである。そういうことをこなしながら、この復興をしていくということで、少なくとも五点の違いがある。そうい

う中で、これは先程の短期的な経済の回復のメカニズムはどのようなのだろうかということと、それから中長期のことを一方で意識しながらということ、そんなことが多分政策的には大事になっていくという感じがする。

白井委員

追加しても宜しいか。阪神・淡路大震災の時と今回とのもう一つの違いである。サプライチェーンに関係しているのだが、1995年の頃は、どちらかというところ、経常収支の中で貿易黒字の方がシェアが大きかった。ここ5～6年の間に大きく変わって、今は所得収支の黒字が一般的には貿易黒字を上回っている。つまり、それは明らかにサプライチェーンが国内にとどまらず、世界に——アジアなどに——分散している訳である。従って、そのサプライチェーンに対する懸念が、色々な委員からも出ていたが、もしかしたら日本離れが進んでしまう恐れもあって、そのリスクは、阪神・淡路大震災の時よりももっと大きいと思っている。そういう貿易構造がかなり変わってきているので、そう思う。

宮尾委員

一点だけ、先程の需給ギャップの議論でのクラリフィケーションについて。私が需給ギャップをベースに物価を議論したのは、勿論、皆さんご承知だと思うが、あくまでも除く食料・エネルギーの指標でみてどうかであり、それに加えて輸入インフレを乗せて最終的にCPIということなので、私は取り敢えず除く食料・エネルギーで議論をしたということである。

白川議長

他にないか。ないようであれば、再開は10時50分としたいと思う。

(10時38分中断、10時49分再開)

皆さんお揃いなので、始める。

IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それでは、山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

最初に、我が国の短期金融市場であるが、地震発生後、予備的な資金需要の高まりを背景にして、金利の強含みなど不安定な動きがみられた。しかし、即日物のオペを含む本行による大量の資金供給を受けて、最近では総じて落ち着きを取り戻している。このことは、本行による潤沢な資金供給が、市場における安心感を醸成するという点で非常に有効であることを改めて認識させたと思っている。

この間、長期金利の動きをみると、震災直後は、株価の下落や先行き不透明感の高まりを背景に、一旦は低下した。その後は、投資家の様子見姿勢などから、期末にかけて下げ渋り、最近では、復興国債の日銀引受けに関する報道をきっかけに、国債の先物価格が下落し、長期金利も1.2%台前半から足許1.3%近くまで上昇している。市場が、日銀の国債引受けによる通貨の信認の毀損に対し、警戒感をもってきているということであろうと受止めている。通貨への信認は、言うまでもないが、国や、国の政策運営に対する信頼の基盤であると思っている。そのことを念頭に置きながら、今後とも、市場の動向などを注意深くみていきたい。

次に、クレジット市場だが、CP市場については、地震発生直後に発行スプレッドが拡大したが、ヒアリング情報などによれば、発行環境そのものは、引き続き良好である。一方、社債市場については、信用スプレッドが幾分拡大する中で、発行を見送る動きがみられている。しかし、投資家による狼狽売りなどはみられず、流通スプレッドも全体としては落ち着いた動きを示しているようである。この点、市場機能が著しく低下し、取引

も停止したリーマン・ショック後とは様相が異なり、今後、新しいベンチマークとスプレッドのありようの模索過程が収束してくるにつれて、社債の発行環境も再び改善してくるものとみている。

企業の資金繰りは、総じて改善しているが、最近のアンケート調査などをみると、震災後については、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。今後は、操業停止や業績不振に起因する資金繰りの不安が、東北・関東の中小企業やその取引先企業で表面化してくる可能性があり、十分な警戒が必要と考えている。

次に、当面の金融政策運営について述べたい。最初に、前回会合で決定した資産買入等の基金の増額についてである。この措置は、大震災により、「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」という情勢認識のもとで、決定したものであった。その後1か月の状況をみると、生産活動は明らかに低下してきている。一方、マインド面については、震災直後の極端に不透明感の強い状態からは脱し、株価や為替相場はひとまず落ち着きを取り戻しつつあるように見える。勿論、原発や電力不足の問題は、国民心理の大きな重石となっている。前回会合で、こうした事態まで具体的に予測していた訳ではないが、先行き何が起こるか分からないというかなり不透明な状況のもとで、我々は、相当広めにリスクを意識していたことは事実であり、その意味では、企業や家計のマインドが想定を超えて大きく悪化している訳ではないと認識している。いずれにしても、需要が瞬間的に蒸発するという需要ショックそのものの形で現れたリーマン・ショックへの金融政策面からの対応とは異なり、基本的には供給ショックとみられる今回の震災に対しては、それが経済主体のマインドの変化を通じて需要ショックとなる可能性も踏まえ、政策面から予防的に対応したというのが前回措置の趣旨であったと思っている。

従って、当面は、まずは前回の基金の増額の効果を見極めていくことが重要だと考えている。当面の金融調節についても、現在の経済情勢も踏まえれば、これまでの方針を維持することが適切と思っている。なお、先行

きを巡る不確実性が大きい中で、今後の金融政策運営に当たっては、震災の影響、特にそれがやや長い目でみて需要面からの景気下押し圧力となり得るかどうかという点を含めて、経済・物価動向を注意深く点検しつつ、必要と判断される場合には、柔軟かつ果断に対応していくという構えが必要だと考えている。ただ、このところマーケットでは、4月終わりの政策決定会合で追加緩和が講じられるのではないかというような見方も出てきているようであるが、この点については、私個人としてはやや違和感を感じている。

以上の点とも関連するが、今回の震災に対し、金融政策運営上、今後どのような貢献を行い得るかという点につき、私なりの考え方を述べておきたい。日本銀行は、地震発生後、現金供給や決済システムの稼働・維持、市場に対する潤沢な資金供給、金融緩和の強化を迅速に実施してきた。そのうえで、我が国経済に対する次なる貢献を考えてみると、被災地における金融機関の活動を流動性の面から支援して、金融機能の円滑な発揮を促していくことが、あり得る方向と考えられる。恐らく被災地の金融機関に対しては、当座の生活資金需要や運転資金需要に始まり、その後は復旧・復興に向けた資金需要が本格化してくることになるだろうとみられる。一方で、現地の被災状況をみれば、差し当たり、預金が集まりにくい状況が想定される。従って、被災地金融機関の当面の流動性準備に万全を期すことにより、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援していくことが重要と思われる。

こうした措置の是非については、後程議論したいと思っているが、ここでは、私が重要と考えているポイントを四つ述べておきたい。まず一点目であるが、どのような対応が妥当かを検討する場合、第一義的には、本行が持っている既存の仕組みを可能な限り活用し、その拡充や手直しなどによって、最大限の効果を狙っていくことが基本となるということである。こうした観点からは、既にある資金供給オペの仕組みを活用することが、まず考えられるべきであろう。また、現在の担保制度をベースとして、適格担保の要件を緩和して、被災地金融機関の資金調達余力を確保していく

ことなども検討に値するのではないかと考えている。なお、本行は、1995年の阪神・淡路大震災の時にも復興融資支援貸出や、それに関連しての適格担保要件の緩和を実施したことがある。勿論、今回とは状況が異なる訳だが、当時の経験も何がしか参考にはなると考えている。

二点目であるが、何らかの措置を取るとすれば、それを通じて、被災地金融機関の復旧・復興に向けた取組みを効果的にサポートしていくこと、言い換えれば、資金を必要とする金融機関に対し、効率的に資金を行き渡らせることが必要だということである。従って、資金供給の対象先を被災地に営業所を有する金融機関に限定したり、あるいは被災地の系統金融機関をサポートし得る仕組みとすることが重要であると考えている。

三点目は、我々の措置が、被災地金融機関の初期対応を支援するものであるとすれば、そうした位置付けを明確にしておく必要があると思う。この点、今後本格化してくるであろう政府や地公体の復旧・復興に向けた支援策などへの繋ぎとしての意味合いをはっきり示していくことを考えるべきではないかという問題意識である。その場合、資金供給オペの受付期間をあまり長く取らないことが一つの対応になり得るように思っている。

四点目は、いずれにしても、我々の政策措置は中央銀行の政策の一環として行われるものであり、財政政策や公的金融との違いを明確にする必要がある。貸付総額や個別の貸付限度額、担保要件の緩和等に関しては、本行が個別企業に対するミクロの資金配分に直接関与したり、あるいは過度のリスク負担を負うことのないよう、周到な工夫を講じる必要があると考えている。

以上、私なりの考え方を述べさせて頂いたが、こうした措置について検討の余地ありということであれば、議論の材料として、1995年に実施した措置の概要などについて、後で執行部から説明して頂きたいと思う。

最後に、現在実施している「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、一言付け加えておきたいと思う。前半のラウンドで述べたとおり、私自身、今後の復興の過程では、日本経済全体の成長力の底上げを図っていくことが重要と考えている。特に、大震災の後ということを考えれば

考えるほど、災害からの復旧・復興ということを超えて、我が国全体に広がりのあるコンセプトでもって、経済全体の活性化を促していくことが益々大事であるように思っている。復興資金需要が本格化するにはもう少し時間がかかりそうだが、当面の流動性供給などとの関係も踏まえながら、現在の成長基盤強化支援のための資金供給の枠組みを、どのように活用していくか、今後しっかりと検討していく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、地震発生後の決済システムに関してだが、昨日、山本理事からのご報告にもあったように、金融機関の数多くの店舗が被災し、一部の手形交換所でも休止がみられたが、全体として決済システムは円滑に稼働しており、土日も問わず、現金支払いに対応されるなど、自らも被災された金融機関の関係各位並びに本行本支店の皆様のご尽力に、心からの感謝と敬意の念を表したいと思う。

この間、金融市場においても、日本銀行による積極的かつ機動的な調節運営がなされたことにより、金融機関の予備的な資金需要をカバーするに十分な資金供給が実施された。その結果として、短期金融市場は安定して推移している。各種のレートの動向をみても、コールレートやCP及びレポレートに関しても総じて低位で安定しているし、社債市場では、信用スプレッドが幾分拡大する中で、発行を見送る動きもみられるが、金融機関の貸出態度の改善が続いていることもあり、社債代替としての銀行借入れが利用可能な状況となっている。

こうした中、企業の資金繰りをみると、総じてみれば改善しているものの、中小企業を中心にキャッシュ・インが減少するなど、一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。今後、震災後の運転資金ニーズ

や、復旧・復興へ向けた初期対応に伴う資金需要が高まる可能性があり、既に一部ではその兆候がみられつつある。そうした状況を踏まえ、政府の方でもセーフティネット保証の拡充など対応を進められていると聞いている。日本銀行としても、被災地の金融機関を対象に、今後の資金需要とその初期段階の対応を支援する枠組みを検討していくことは極めて重要であると考えている。先程、山口副総裁からもあったが、その際参考になるのは、阪神・淡路大震災時の復興融資支援貸出の制度であるし、長めの資金供給オペあるいは担保適格要件の緩和といった側面から、具体的な検討を執行部が始めて頂ければと考えている。

それでは、前半で申し上げた経済・物価情勢の認識を踏まえて、金融政策判断について申し上げる。先程申し上げたとおり、私自身が現時点で利用可能な情報を最大限に活用して、ベストと思われる中心見通しとして導き出しているのは、当面、供給面、需要面の双方から、経済活動の大幅な低下を余儀なくされ、また供給面での制約が早期に解消するという姿も描きにくいのではないかとということである。その結果、企業収益や家計所得へも持続的な負の影響を及ぼす可能性が高く、設備投資や個人消費といった需要項目への下押し圧力として作用するため、全体として、景気は震災前に想定していた回復経路よりも下方にレベルシフトした経路を辿る蓋然性が高いと考えている。これは先程議論したとおりである。

前回の決定会合において、リスク性資産を中心に基金の増額を決定したが、これは企業マインドの萎縮や過度なリスク回避姿勢を是正し、リスク・プレミアムに持続的に働きかけることで、景気を下支えする効果を狙いとしたものである。実際、株価も当初の急激な下落から半分近くまで値を戻したし、CP・社債のマーケットに対しても持続的な安心感を与えているのではと思われる。この措置は、従って、今後とも期待される効果を発揮し続けると考えているが、一方で、私自身が考える先行きの中心見通しは——勿論、現時点だが——、3月の追加緩和の効果を考慮しても、なお下振れる可能性が高いということを表している。実際、もし今回の災害が一過性のものであり、供給制約が比較的早期に解消するのであれば、企

業収益の速やかな回復が見込まれて、それを先取りする形で株価も以前の水準に戻っていくことが期待される。しかし、少なくとも足許では円安という追い風があるにもかかわらず、株価は全体として軟調な地合いが続いているように見受けられる。これは今回の地震、津波、原発という複合災害が、持続的な供給ショックであり、不確実性やマインド悪化という経路に加えて、より本源的な家計の恒常所得、企業収益に持続的な影響を及ぼして支出の抑制をもたらすといった見方が株価の基調的なファンダメンタルズに当たる部分にも織り込まれ始めていると解釈することもできる。

そのような状況で、日本銀行は金融政策としてどのような対応を取るべきか、真剣に検討する必要があると考えている。供給制約自体は、勿論金融政策で解決することはできないが、一方で、供給制約以上に需要が抑制されるということであれば、現在の包括緩和政策に潜在的な需要刺激効果がある限り、ロジックとしては、その拡充を検討することは重要な意味があると考えている。

このように、私自身の現時点の景気見通しのメカニズムを踏まえると、もう一段の金融緩和の強化を検討する必要性と妥当性が高まっていると認識している。一方で、勿論、私自身の見通しについても大きな不確実性を伴うものであり、3週間後の次回決定会合ではより具体的な景気・物価見通しの数値を作成する。その3週間の間、より多くのマイクロ情報を集めてより詳細な分析を行うことができるため、より確度の高い見通しを作成して、そのうえで自らの政策判断を慎重に固めて、議論に臨むということが可能である。そのようなことを総合的に判断した結果、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現在の調節方針を維持し、また、現在の包括緩和を引き続き強力に推進していくことが現時点において適当であると考えている。以上である。

白川議長

野田委員お願いします。

野田委員

我が国の金融環境は、緩和的な状況が続いており、震災後も、金融あるいは以下に述べるように、金融市場の機能は総じて維持されている。決済システムは、震災後にメガバンクの一角で大規模なシステム・トラブルがあり、その影響は決して小さくなかった訳だが、これを除けば、決済の円滑はしっかりと保たれている。短期金融市場では、震災発生直後には無担保コールレートが0.1%を上回ったが、本行が、昨年5月以来となる即日オペを迅速かつ札割れを前提として大規模に実施するなど、極めて潤沢な資金供給を行った結果、3月15日以降は徐々に切下がって、足許は0.1%をはっきりと下回っている。この間、CP発行レートは、震災後、投資家の運用ニーズの後退などから上昇したが、本行によるCP買現先オペの復活や買入オペ増額により低下に転じている。長期金利については、震災後、株価が急落した局面では幾分低下したが、復興資金財源の調達を巡って財政悪化や国債増発に対する懸念などから、足許では1.3%水準まで押し戻されている。なお、この点に関連して、マーケット・エコノミストの多くが、日本銀行による国債引受けがもたらす二次災害とも言える災厄を正当に評価しているということについては、心強さを感じている。社債の流通市場については、電力銘柄のスプレッドの大幅拡大から、市場全体としてスプレッドの目線が定まりにくくなったことや、期末要因などから、取引が極端に縮小し、市場の機能は低下していると言わざるを得ないが、足許は徐々に落ち着きを取り戻しているということも言える。これにつれて発行市場は様子見状況となっているが、起債環境の先行きに対する決定的な懸念の声は然程聞かれていない。本行による社債買入れの増額が市場に一定の安心感を与えていると評価できよう。この間、J-REITについては、比較的堅調さを保っている。全体として被災地に保有する物件の組入れが少ないこともあるが、本行によるこれまでの買入実績により下値安心感が形成されていることも下支えしているとみている。

最後に、金融政策運営について述べる。震災発生により、様々な不確実性が高まった状況下では、市場に対して安心感を与えることが最も重要で

ある。前回会合において規模を拡大した資産買入等の基金を通じた買入オペと長めの資金供給オペが、一定の効果をもたらしてきていることは、先程来述べたとおりであり、当面は引き続きこれらのオペレーションを、大きな流れとして市場の予見可能性を保つ形で淡々と進めることを基本としつつ、また、時に市場の状況に応じて機動性を持たせて実行していくこと、それに加えて、包括的な金融緩和政策におけるもう一つの柱である時間軸に対する強いコミットメントをさらにしっかりと強調していく、それを分かりやすく発信していくことが重要であると現時点では考えている。

ところで、冒頭にも述べたが、市場への極めて潤沢な資金供給により、金融市場の安定はこれまで十分に保たれてきている。ただ、今後は被災地において、復旧や復興の資金需要が急速に顕在化することが確実である。一方、被災地金融機関の主たる資金調達源である預金の吸収力は、伝えられているような過酷な被害状況に照らすと、厳しいものとなることが十分予想される。そこで、今後、被災地金融機関の安定資金並びに資金調達余力の確保に対するニーズが高まることが十分に考えられる。流動性に対する不安から生じる無用の混乱は何としても避けなければならない。ニーズが顕在化する時期や金額規模については目下不透明と言えるが、不確実性が高いが故に本行としてこうしたニーズに備えた措置を早め早めに講じておくことが、この際最も大切である。具体的な検討を急ぎ、可及的早急に成案を得たいと考える。

最後に、言うまでもないが、ディレクティブとしての次回会合までの金融市場調節方針は、現状の「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」を維持することが適当である。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

今回、金融政策運営方針を議論する場合に、まず震災の直接の影響を受けている被災地金融機関の状況を把握することが大事であると考えている。被害が甚大であり、まだ全貌はみえていないが、現在利用可能な不十分な情報からしても、被災地では、阪神・淡路大震災のスケールを大きく超える甚大な被害があったと考えられ、それは被災地の金融機関に今後大きな影響をもたらすと考えられる。昨日、金融機構局担当の山本理事から説明があったが、私なりに纏めると、以下の四点ではないかと思っている。一点は、甚大な被害——物的な甚大な被害——であるが、東北6県及び茨城の被災地に本店のある金融機関の営業店舗は、店舗の復旧等の努力を続けているが、依然として相当数が閉鎖を余儀なくされているということ。二番目は、これら被災地の金融機関に対する被災された方々からの生活必需品購入等のための現金手当が切実なニーズとしてあること、そして、これに安定的に対応するために、長めの資金に対する需要が見込まれているということである。三番目は、これら被災地の金融機関はまだ被害を受けた取引先企業の状況を掴めてはいないが、従来の借入れの返済猶予の要請がなされており、足許の運転資金を中心に、融資相談が増加しているという点である。四番目は、それからのコロラリーであるが、従って、いつどこかは分からないが、今後、復興の動きが出てくれば、借入需要は一段と増加すると考えられるということである。このため、被災地の金融機関への長めの流動性支援を、できるだけ早く立ち上げる必要があると考えている。これだけの被害なので、復旧・復興に向けた資金需要がいつどのように出てくるか、ということとは分からないが、そうした資金需要が出てきた時に、素早く対応できる初期対応での支援が必要ではないかと思っている。復旧・復興には、公的金融からの支援があると思われるが、それに加えて、被災地金融機関が円滑な金融機能を発揮するということが、人心の安定という面からも極めて重要であると考えている。こうした仕組みとしては、皆様からご指摘があったように、1995年の阪神・淡路大震災の時の復興支援貸出や、それに伴う担保要件の緩和といった措置が、先例として議論の出

発点になると考える。また、前提として、被災地金融機関のところにある資金ニーズについても、今の時点で利用可能な情報に基づいて、ある程度の評価をしなければいけないと考えている。それについての説明を執行部に求めたいと思う。

次に、国内金融市場全般であるが、これは既に皆様方からご指摘があったように、全体としてみれば、本行の潤沢かつ各市場の状況に即した肌理の細かい資金供給を行う姿勢が市場に安心感を与え、震災後には一時的なショックが市場に走ったものの、その後は落ち着きを取り戻していると評価できると思う。従って、金融市場は全体として安定しており、資金決済も円滑である、という判断に違和感はない。ただ、これは過剰なリスク回避、パニック売りが避けられたということで、CP市場はいち早くショックを乗り越えて、震災前の良好な発行環境に戻っているのに対して、社債市場では、より長いスパンでの不確実性の高まりから、資金の出し手・取り手ともに様子見の状況が続いている。一部には、銀行借入へのシフトがあると思う。企業金融全般をみると、企業の資金繰りの改善は震災前から続いているようにみえるが、震災の影響を直接・間接的に強く受ける中小・零細企業では、一部に資金繰りが厳しくなっている先がみられるので、注意する必要があると思う。3月会合において、震災により企業マインドの悪化や過度のリスク回避の高まりが、実体経済に悪影響を及ぼす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5兆円増額する金融緩和の強化を行った。金融経済情勢の討議で述べたように、震災を発端とする実物経済下押しの圧力はまだ不確実であり、従って、3月会合の金融緩和の効果をはっきりと評価することは、まだ時期尚早であると考えている。従って、今までの政策を維持するのが望ましく、次回までの金融政策運営方針は資産買入れを含め、現状維持が適当であると考えている。ただ、金融経済情勢の討議で述べたように、家計・企業に3月時点での予想を超えた大きなマインドの悪化が起こっている可能性もある。現在のように不確実性が高い場合には、マインド悪化の影響が増幅されるリスクもあるので、そうしたリスクの顕在化の蓋然性が相当程度考えられ

るようなケースには、早めに適時適切な対応が必要であるというふうに考えている。以上である。

白川議長

中村委員お願いします。

中村委員

我が国の金融環境についてであるが、短期金融市場では、地震発生後の3月14日週において、資金の出し手の慎重化と予備的資金需要の高まりが重なり、C P発行レートを含む短期金利がやや強含む局面がみられた。これに対して、本行が即日物の資金供給オペやC P買現先オペ等を通じた大量の資金供給を実施したため、市場は、足許では落ち着きを取り戻している。また、潤沢な資金供給が奏功し、震災直後という市場が混乱しやすい地合いであったにもかかわらず、年度末越えの資金調達プレミアムもほとんどみられないなど、落ち着いた状況が維持された。今回、大震災ということがあったにもかかわらず、短期金融市場のみならず、金融システムや決済システムが支障なく稼働していることについては、各担当部署の業務負担が非常に大きなものがあったと思われるが、各セクションの皆さんの貢献に対して敬意を表したいと思う。また、我が国の金融環境は、全体として、包括的な金融緩和のもと、本行の積極的な資金供給により、総じて緩和的な状況が続いている。もとより、企業業績が改善傾向にあったこともあり、企業が手許資金を潤沢に確保している中であって、資金需要は総じて低調裡に推移していたが、震災後は、手許流動性を積み増す動きがみられる。こうした中、足許の資金調達環境をみると、C P市場では、一時的に発行スプレッドが拡大する局面もみられたが、後述するように、総じて落ち着きを取り戻している。一方、社債市場では、発行残高のシェアが大きな一部の電力債のスプレッドが震災後に急拡大している。しかしながら、代替調達手段である間接金融やC P市場からの調達環境が緩和的なこともあり、新年度入り後も起債は極めて限定的であり、発行市場は様

子眺めの状況となっているようである。リスク性資産の購入枠の増額についてであるが、本行は、前回決定会合で、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による実体経済への悪影響を極力回避するために、リスク性資産の買入れを中心に、資産買入等の基金を5兆円増額し、40兆円程度とする旨決定した。リスク性資産購入増額の機動的な対応と、既に述べたように、震災ショックで市場が強いストレスに晒されている局面での潤沢な流動性供給とが、相乗効果となって市場の安定化に繋がったと考えられる。すなわち、CP市場は、本行の購入増額を背景に、3月22日にはCP買現先オペを再開したこともあり、総じて落ち着きを取り戻した。一方、社債市場では、昨日行われた1,500億円の社債等買入オペは、応札倍率は2.25倍、平均落札レートは1.377%と、震災前の前回対比、応札倍率は低下、平均落札レートは上昇する結果となった。もっとも、震災以降、一部銘柄を中心に社債の流通利回りが急上昇していることを勘案すると、市場の注目を集めていた今回の入札は、大きな波乱もなく、まずまずの成果であったと評価できる。本行は、次回入札日程も発表しているが、こうした本行による社債買入れのコミットメントが、投資家にある程度の安心感を与え、レート面でも投資家センチメントを下支えしていると考えられる。もっとも、4月中の起債がほとんど予定されていないなど、資金調達市場としての社債市場の機能回復は、5月以降となるようである。この間、REIT市場、ETF市場は、一時的にボラタイルな動きを示したが、足許、総じて落ち着きを取り戻している。

次に、複数の委員の方も既に述べられたが、被災地の金融機関に対する支援について意見を申し述べたいと思う。被災地では、復旧の進捗に伴い、企業の再建や個人生活の再構築に向けた資金ニーズが徐々に持ち直すことが想定される中であって、被災地の地域金融機関が貸出や預金引出しに対応可能な流動性を、必ずしも十分に確保できない可能性もある。また、住民の不安心理などから、特定の地域金融機関が風評被害に遭うことも、想定しておかなければならない。被災地の地域金融機関が、企業や個人の資金ニーズを円滑にサポートし、金融の仲介機能の役割を果たせるように、

本行から地域金融機関に対するバックストップとしての流動性供給を可能とする制度の導入を検討すべきと考える。また、制度の利便性を高めるためには、貸付は低利で長めの資金とし、被災地の地域金融機関からの差入担保の要件緩和についても工夫するなど、被災地の実情を踏まえ、被災地の地域金融機関にとって利用しやすいスキームとする必要がある。なお、被災地に対しては、行政による財政面からの多岐に亘る資金支援も準備されている中、行政と本行とが、それぞれの役割を適切に果たし、重複しないような配慮が必要と思われる。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは、以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

大震災後、本行並びに地域金融機関等による全力での取組みによって、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されていると思う。金融市場をみると、足許では全般に落ち着いていると言える。短期金融市場では、震災直後こそ資金を抱えておこうとする動きなどから金利が幾分上昇する場面がみられたが、連日の即日資金供給オペ等によって、市場に安心感を与え、これを押さえ込むことができた。このところ、無担保コールレート（オーバーナイト物）は低水準で推移しており、ターム物レートも総じて低水準横這い圏内での動きに収まっている。長期金利は、国債増発への警戒感などから強含みとなっているが、先行きの景気動向に対する懸念も大きな関心事なので、上昇のペースはあくまで抑えの利いたものとなっている。

企業の資金調達環境についてみると、貸出金利は緩やかな低下傾向にある。社債市場は、一部電力銘柄の影響等から起債しにくい状況となってい

るが、CP市場では、発行レートは震災直後には幾分上昇したものの、その後低下して落ち着きを取り戻すなど、良好な発行環境が確保されている。ただし、アベイラビリティの点については注意が必要になってきている。3月短観でも確認されたとおり、金融機関の貸出態度は引き続き改善方向にあるが、資金繰りに関しては、震災の影響から中小企業の一部で状況が厳しくなっていることを示唆する材料が出ているためである。

こうしたもとでの政策運営だが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。また従来から、本行は、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三つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を続けてきた。震災以降も、被災地の支援と震災後の我が国経済の下支えが極めて重大な課題であると認識し、間断ない現金供給等を通じて、被災地金融機関による金融サービスの維持を全面的に支援しているほか、資金市場に対して過去に例のない大量の資金を供給し続け、また前回会合ではリスク性資産を中心とした資産買入等の基金の増額を決定したところである。

今回、皆様から、被災地における金融活動に対するこれからの支援のあり方についてのご発言があった。先程、中小企業における資金繰りの窮屈化について触れたが、全国ベースの調査でもそうした結果であるから、被災地の中小企業の資金繰りは一層厳しいと推察され、被災地金融機関に対して当面の運転資金や復興のための資金ニーズが寄せられるのは間違いないと思われる。一方で、混乱の中、金融機関の預金の積み上げも難しいと思われる。

こうしたもとで、津波や原発事故が加わり、阪神・淡路大震災に比べて被害が相当大きくなっている今回、当時の対応や経験を十分踏まえ、被災地金融機関に長めの資金を供給するなどの思い切った対策を講じ、被災地を支援していくことは、時宜にかなった有力な政策手段であると思う。本行が低利で長めの資金を付けることで、被災地金融機関は安心して地元企業の資金需要に応えることができると思うので、私としては、被災地の金

融機関のニーズを十分に把握したうえで、こうした措置の具体化に向けた検討に着手すべきであると考えている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

今回は、震災後に本行が行った各種取組みの評価から述べる。これらは、未曾有の災害のもとでも、金融機関や金融市場、資金決済といった日本経済の根幹に関わる機能の安定稼働に大きな役割を果たした。まず、震災の翌営業日から連日積極的に行った、弾力的な資金供給を含めた適切な金融調節の実施により、金融機能の維持並びに資金決済の円滑化が確保されて金融市場は安定し、このような非常時における年度末を大過なく過ごせた。この間の執行部の行動を大いに評価したいと思う。一方、ドルオペについては、7日物の新規導入後も応札ゼロが続いているが、市場心理の安定化に一役買っているものと考えている。また、震災直後から平日休日を問わず、被災地のニーズに合わせて現金供給を続ける等の対応を行った結果、実際の資金決済の円滑化に資するだけでなく、金融面での混乱はみられず、人々の日々の生活も含めて経済活動全般に安心感を与えたものと思う。このように、危機に当たっても本行が冷静に機能を維持し続けることは、如何に重要なことであるかということが、今回実証されたものと考えている。厳しい状況の中でも、忠実に規律正しく職務に当たる現地の各支店、事務所及びそれを支える本部等の職員には頭が下がる思いである。

そして、前回のこの会合で決定した追加の金融緩和も、金融市場に安心感を与えているように窺える。前半パートでも述べたように、震災直後の株安、長期金利低下、円高の動きが一服して落ち着いてきた背景には、潤沢な資金供給、為替市場における協調介入と併せ、リスク性資産を中心に買入額を引き上げた本施策の効果もあるものと思う。また、リーマン・ショック後と違って、CP・社債市場が比較的落ち着いていることにも、

その効果が窺える。今後とも、資産買入等の基金については、この 40 兆円の枠組みを維持していくべきだと考える。

このような未曾有の危機に際し、本行としては今後とも、震災後の経済を力強く支える施策の一環として、被災地の復興に向けてできることを最大限行っていくべきだと思う。差し当たっては冒頭、山口副総裁からご発言があり、また多くの委員から言及があった、被災地に所在する金融機関に効率的に資金が行き渡る措置、これを早急に導入することを検討すべきだと思う。

次に、金融市場調節の方針についてである。震災もあって、物価安定のもとでの持続的な成長経路への復帰が遠のくと思われる中では、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を引き続き 0～0.1%として、実質ゼロ金利を維持すべきと考える。それを物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで継続していくとのコミットも維持すべきだと思う。今後、こうした時間軸を揺るぎないものとするため、対外的なコミュニケーションには十分気を遣っていく必要がある。

最後になるが、このところ未曾有の震災の復興という名目のもと、本行に国債を直接引き受けさせるべきとの主張がみられている。これは無から有を生む策と捉えられているようだが、そのようなものがあれば世界中で採用されているはずで、欧州のソブリン危機など起こり得ようもない。世界の主要国で採用されないのは、短期的には上手くいったようにみえても、早晚、確実にインフレという多くの一般国民が苦しむコストに繋がるからである。インフレ期待も予測不能な形で上昇することから、ひとたび始まったインフレのコントロールは困難となる。そして、そのコストを埋めるためにはさらなる資金が必要となり、国債引き受けは際限がなくなるのが古今東西の歴史の常である。高橋蔵相も、未曾有の不況だから、と直接引き受けを始めたが結局やめられなくなり、二・二六事件を経て、軍備拡張という当初とは異なる目的に資金が流れた。そして、戦争の惨禍と激しいインフレ、及びその後のインフレ鎮静化に向けた預金封鎖などの諸措置に、国民は耐えがたい苦しみを味わった。極度に厳しい状況下では、目先

のことだけに注目したイージー・ゴーイングなスローガンが称賛を浴び、長期を見据えた賢明なる慎重意見は排除されがちである。その結果、未曾有の危機がさらなる深刻な危機を引き起こして、破滅の道を進むことになるような愚行は、絶対に避けなければならない。今こそ、財政法第5条の本則の重みを冷静に受止めねばならない。従って、本行としては、国債の本行直接引き受けはあり得ない選択であるとの主張を、これまでどおり展開し、広く正しく理解を得る努力を総力を持って続けるべきだと考える。私からは以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

我が国の金融環境の評価については、総じてみれば緩和の状態が続いていると判断している。短期金融市場では、オーバーナイト物のコールレートは震災直後に0.1%を超えたが、本行による迅速な大量の資金供給もあって低下し、直近では0.06%辺りで推移している。ターム物金利も横這いの動きとなっている。長期金利は震災や原発問題もあってリスク回避志向が高まる中で低下方向の動きとなったが、その後は米金利が上昇したこともあり、足許では1.3%水準で推移している。CP市場では、震災後は発行レートが上昇したが、その後低下しつつある。今回はリーマン・ショックの時のように大手ノンバンクなどの調達金利が急上昇する現象がみられておらず、影響は限定的とみている。また、CP発行レートの対短期国債スプレッドは震災後拡大したが、本行によるCP買入オペなどにより流通市場の緊張が緩和されたこともあり、足許にかけて減少しているので、全体として安定した環境にあると判断している。なお、社債市場では一部の企業で流通スプレッドが大きく上昇し、その他の企業のスプレッドもそれにつられて少し上昇している。社債の発行市場についてであるが、予定していた幾つかの発行体が発行を取り止めたことに加え、投資家も様

子見の状態にある。しかし、大企業は潤沢な準備資金を有しており、資金需要面でも喫緊の投資案件をひとまず控える例は少なくなく、銀行の貸出態度にも変化がみられないことから、企業の資金調達環境は今のところ急速に悪化していないとみている。本行が実施した社債買入れについては、落札利回りは上昇したが、応募倍率は前回震災前を若干下回っている。現段階で、この結果について判断するのは難しいと思うが冷静さが保たれているように見える。また、今後の市場の動向を注視していきたいと思う。

被災地での企業についてであるが、現在は、がれきの撤去などが必要な段階で、設備・施設の復旧のための資金といった本格的な需要が生じるまでには、もう少し時間がかかるように思う。とはいえ、被災地以外の地域でも、部品部材の不足や電力不足などで、中小企業などを中心に売上高の減少や売掛金の回収困難で現金収入が減少し、資金繰りが悪化する兆しもみられている。企業の資金繰りの動向には、被災地を含めて、今後も注意深くみていく必要がある。

金融機関からみても、現時点では震災の影響を受けた企業に対する返済の猶予に応じている段階で、実際に資金需要が急速に増えているという状況ではないようである。しかし、多くの融資に関する相談も寄せられているという報告もあるので、近い将来、被災地の企業を中心に資金需要が大きく膨らむことが予想され、それに対する備えが必要だと思う。

こうした金融環境に対する評価のもとで、次回会合までの金融政策運営方針は現状維持が適当だと判断する。また、先程も申し上げたが、我が国経済は生産面を中心に下押し圧力の強い状況にあることに加え、企業の景況感や家計のマインドも悪化しているとみられ、マーケットも不安定な動きが続いているので、3月14日に打ち出した金融緩和の強化を含め、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という三つの措置を引き続き続けていくことが重要である。

次に、複数の委員からも既にお話があったが、日本銀行として被災地金融機関を支援するための新たな対応——具体的には、資金供給オペの活用

と担保要件の緩和が考えられると思うが——について、私の考えを申し上げます。

今回の大震災が我が国経済に及ぼした影響については、今のところデータが少なく明確ではない。しかし、近い将来、借入需要は当然増えていくことが予見されることに加えて、今後、様々な実態が明るみになるにつれて、被災地に多く店舗を構える金融機関において資金ニーズが高まり、金融機関が十分ニーズに応えられなくなる可能性も否定できない。この点を踏まえると、我が国経済が先行きに大きな不確実性を抱えている中で、被災地の復旧活動とサプライチェーンの一刻も早い再開が可能となるように、本行として資金需要が出てから後追いで対応するのではなく、常に先を見据えて予め枠組みを作っておくことが重要だと思う。

被災地を中心に、本格的な復旧事業が開始される前の運転資金や設備などの復旧資金需要が生じる場合に備えて、当面、長めの資金を提供する仕組みを整えておくことは大切だと思う。そのことが、企業のマインドを改善する方向に働き、経済活動の再開にも繋がっていくと思う。メッセージ性という意味でも、今本行が新たな検討を始めることには大きな意味があると思う。その意味で、先程述べた資金供給オペのさらなる活用や担保要件の緩和といった新たな対応措置はまさに私の問題意識とも合致するものであり、検討に値すると思う。その際系統中央機関へ資金供給を実施することで、被災地における金融仲介機能で大きな役割を果たしている信金、信組などへ間接的に支援することも重要なポイントだと思う。検討に際してのポイントについては、既に他の委員から指摘されているとおりであるが、対象先金融機関の範囲をどう考えるのかとも関連するが、供給する資金の規模をどの程度にするのかは大変重要なポイントだと思う。今回の新しい措置が被災地対象のみならず、隣接地などその他の地域の状況も見極めつつ検討する必要があると思う。以上である。

白川議長

まず、次回決定会合までの調節方針は、私も含め全員現状維持である。

委員の皆さんの発言は、大きく分けて二つ論点があるように思う。一つは、震災が我が国経済に及ぼす影響を踏まえて、今後の金融政策運営をどのように考えるかということである。第二の論点は、もう少し具体的な話であるが、被災地の金融情勢をどのようにみるのか、被災地金融機関の支援をどのように考えるかという論点である。勿論、両者は関連しているが、まず、第一の論点について議論したうえで、第二の論点に関する討議に移りたいと思う。

まず、前者の方であるが、金融の状況をどのように捉えるかということで、全員がこの点について触れられたが、改めて私なりに整理してみる。被災地の金融機関については、本支店とも物理的に影響が生じている。甚大な被害が生じたということである。関係者の努力によって大分復旧は進んでいるが、今なお6%の店が復旧できていないというのが、昨日の山本理事からの報告であった。預金面であるが、今、預金の流出が生じている訳ではないが、今回の災害の規模が巨大であることに加えて、原発問題が長引いていることもあって、金融機関の中には先々の風評リスクということを懸念し、そのうえで先々の資金繰りについて神経質になっている先も少なからず見受けられるということである。取引先企業の資金需要であるが、今、大きく増加している訳ではないが、今後、確実に復興に向けた動きが本格化してくるので、その段階で借入れ需要は増加すると見込まれる。ただし、その規模なりあるいはそれがいつ出るのかについては、今の時点ではなかなか見通しがたいということだったと思う。また、全国ベースでの金融市場の話であるが、当座は緊張感が高まったということであるが、その後次第に落ち着きを取り戻していったということである。短期の金融市場は、予備的な需要が著しく増加したり、あるいは円転コストが上昇した訳ではなく、あるいはドル資金について問題が生じた訳ではないが、しかし多くの金融機関がドルの資金繰りについて一瞬身構えたということだと思う。株価も大幅に下落した。社債市場でもこのところ発行がみられないということであるし、為替市場でもレパトリエーション・ルーラーから大幅な円高が生じたということである。こうした状況のもとで、日本

銀行は潤沢な資金供給、あるいは先般買増しを決定したリスク性資産の買入れを行ったり、あるいはCP買現先を復活させる、あるいはドル資金供給オペについても1週間物を追加する、色々な措置を講じてきた。こうした措置が、全体として金融市場の落ち着きにずいぶん貢献したという感じがする。例えば、ドル資金供給オペも、これは全然応札はないものの、直後に私はメガの金融機関のトップと会ったが、異口同音にこのドル資金について不安を言っていた。そういう意味で、この1週間物も含めてバックストップとして存在するということの安心感は非常に大きいということをずいぶん言われたし、CP・社債も同様であった。多分、多くの委員がおっしゃったような効果を発揮したのだろうという気がする。勿論、マクロの経済情勢自体は厳しい訳なので、その厳しい姿を金融市場も投影し、だからこそ株価も下がったのである。ただ、金融市場の機能あるいは流動性という面からすると、リーマン・ショックとはずいぶん異なるという感じがする。リーマン・ショックとの比較で言うと、当時はレートを出しても資金が調達できない、例えば社債が発行できないという状況であった。今回は、ある意味で、様子見ができるという余裕もまたある。銀行から借入れができるという安心感もあるので、そういう意味では、金融市場で、例えば社債市場についても、流動性が大きく低下しているという訳ではないと思う。ただ、地震発生前と状況が異なっていることも事実なので、注意をしてみていく必要があると思う。

政策論であるが、今度の展望レポートで先々の経済をどうみていくのかということでもまた考えが決まってくるが、一つの論点は、今、経済に起きていることを基本的にその供給ショック、供給制約によって経済活動に落ち込みが生じたとみるのか、あるいはそのことを主因として考えたうえで、需要ショックというものがさらに経済に下押し圧力を、特別な要因としてどの程度及ぼしているのかという、その辺りの評価であろうと思う。いずれにせよ、この辺りは次回の決定会合でしっかり議論していきたいと思う。多くの委員が日銀の政策上の構えについて触れられたが、私自身も少し感じることを申し上げたい。中央銀行として、日本銀行がどういう貢献がで

きるのか、あるいは果たすべきなのかを考えるうえで、まず何よりも一番大事なことは、決済機能というか基本的な金融機能をしっかり維持していくことだと思う。この点では、幸い今回の震災では、地震の後、金融システムの面は全体として大きな問題なく——一部行のシステム問題はあるが——機能していると思う。このことの意義は、あまり新聞紙上で取り上げられる訳ではないが、非常に大きい。多分、中央銀行ができる最大の貢献は、私はここだろうと思う。いずれにせよ、この面では我々自身はこれまでのところは上手くいっているという感じがしている。

二つ目が、先程申し上げた、金融市場に対する資金供給を通じて市場の安定性を保っていくということである。前回会合で決定したリスク性資産の買入増額は、現在の経済の落ち込みは基本的に供給制約によるものであるが、供給制約が新たな需要ショックを生み出して、経済に対して下押し圧力を及ぼすことを未然に防ぐということで行った。そうした意味での効果は、これまでのところかなり発揮されているという気がする。

三つ目は、金融市場一般ということではなく、被災地金融機関に対して対応を行うことが必要だろうと私自身も思っている。これはまた後から議論する。

四つ目として、成長基盤の強化が改めて大事だと思う。勿論、日本銀行の力だけで成長基盤が強化できる訳ではないが、日本銀行として成長基盤強化支援という枠組みを持っているので、震災後にこうした枠組みをもう一度考えてみて、どういう貢献ができるのかを考えてみる必要があると思う。つつい震災の話だけに目が行きがちであるが、どういった復興をしていくのかということを考えて場合、やはり根っことしての成長基盤の強化ということが大事だと、地震が起きたからこそ益々これが大事だと私自身は思っている。

今、四点申し上げたが、五点目として言うべきなのか、あるいは全体を包括するものとして言うべきものなのか迷うが、このように、地震が発生し、大変大きな難局に直面しているだけに、やはり中央銀行の行動に対して国民から信頼感を持たれることが、全ての出発点であると思う。この信

頼感というのは、現在置かれている経済の状況について、冷静に分析し、そのうえで中央銀行として持てる手段を使って貢献をしていく、そういう行動であり、行動に裏付けられた情報発信であると思う。そういうことを改めて感じる。信頼という意味で、何人かの委員が国債の引受け論議について言及された。特に、亀崎委員からは高橋財政以降の経験を踏まえたご意見の開陳があったが、私も同じような感じを持っている。今回の地震が起きて色々な感想があるが、改めて思うことは、経済あるいは社会を支えるインフラの重要性を強く感じた。電力にしても水にしてもガスにしても、そうしたものは常日頃は当然供給されているということで、これは当たり前だと思うのだが、こういうものが当たり前前に供給されていくということへの信頼感が全ての出発点であるという感じがする。我々はそのインフラという意味で、金融あるいは通貨という面で貢献をしているのだが、そうした社会の基盤たる信認あるいは信頼を、しっかり維持していくことが大事だということを改めて感じた。

高橋財政について亀崎委員から言及があったが、私も高橋財政について改めて若干の勉強をしたりもしたが、高橋財政を始める時に、これは一回限りであると当時から言っていた。後に日銀の総裁になった深井英五氏が書いている「回顧 70 年」では、高橋蔵相は当初からこれは「一時の便法」と呼んでいた。本人が本当はどう呼んでいたのかと思って、この前帝国議会の議事録をみてみたのだが、高橋蔵相自身が議会で使った言葉としては「一時的性質」と言っている。要するに、これは一時的なものであるということをも明言している。多くの中央銀行の引受けは、勿論そのようにして始まっている訳だが、引受けは取り敢えず便利なので、それであるが故に歯止めが利かなくなり、激しい通貨安あるいはインフレということをもたらした。ある意味で、人間というのは自分達の弱さを知っているが故に、それを自覚するが故に、予め引受けを禁止するということを取り極めている。人間はある意味で弱いのだが、それを自覚してそうしたルールを組み込むだけの強さというか賢さは持っていると思う。国債の発行について、地震後も 10 回以上の入札があった。先程、中村委員からも言及があっ

たが、全体としてみると、総じて順調に消化されている。この国債が安定的に消化されていくという基盤を崩してしまうと、何をやっているか分からないということになっていくと思う。そういう意味で、引受けについて、私自身国会でいつも先程申し上げたようなことを一般的な形で申し上げているが、そうしたことはやはり大事だと思う。

第二の論点に行く前に、第一の論点についてご意見があれば、ご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

それでは、色々な論点が絡んでいるので、取り敢えず第二の論点を進めて、そのうえで全体を包括する形でまたご意見を頂戴することとしたいと思う。

第二の論点、つまり被災地の金融情勢、被災地金融機関の支援に関する考え方に移りたいと思う。本日、委員の皆さんから今後の復興・復旧に向けた政府による公的金融面での支援のほかに、被災地における民間金融機関による円滑な金融機能の発揮が重要であり、本行の次なる対応として、こうした被災地金融機関の活動を支援することが考えられるのではないかというご意見を頂いた。この点に関し、何人かの委員から 1995 年の阪神・淡路大震災の時に日本銀行が実施した復興支援貸出や、それに伴う担保適格要件の緩和、あるいは現時点で把握している被災地金融機関における資金ニーズの実情等について説明して欲しいというご要望があった。そこで、議論を始める前に、執行部から、委員よりご要望のあった点について補足説明をお願いする。説明の後に、質疑応答の時間を設けたいと思う。

梅森企画局審議役

お手許にお配りした資料は、恐縮だが後程回収させて頂きたいと思う。その資料に沿って、阪神・淡路大震災の時の本行の復興支援貸出の概要についてご説明する。

まず、対象先金融機関であるが、被災地に本支店の営業店を有する金融機関、及びそうした金融機関を傘下に有する系統中央機関で日本銀行と手

形貸付取引を行っていた先のうち、希望する先であった。被災地の定義としては、当時は激甚災害法——非常に大きな災害に対する特別の財政援助を定める法律——により指定された兵庫県、大阪府の 9 市 5 町が対象であった。因みに、今回の東日本大震災では、この激甚災害法の指定区域は全国となっている。そのほか、災害直後の様々な応急的な救助を定める災害救助法があるが、こちらの方の地域は、因みに、今回の地震では、岩手、宮城、福島全域、青森、茨城、栃木、千葉の一部となっている。このほか、東京もあるが、これは帰宅困難者のためであるので、やや性格が異なるかと思う。本文に戻って、二番目の横棒である。系統金融機関、すなわち信金、信組、農漁協、信農連、信漁連、労働金庫について、本行がそれぞれの業態の中央機関に貸付を行い、その中央機関がそれぞれの傘下の金融機関に配分するという構成を取った。

二番目の資金供給方式である。適格担保を担保とする手形貸付——取引先に手形を振り出させ、それをその証拠として貸し付ける方式——、これは当時の主力の貸出手段であった。その後、日本銀行の業務が進歩し、例えば、色々な日本銀行からの与信に共通の担保となるような、共通担保制の導入、あるいは取引の電子化、ペーパーレス化などが進み、この手形貸付を現在で言うならば、共通担保資金供給オペレーションが最も近いということになるかと考えられる。適格担保が不足する場合には、本貸出に限り、後程ご説明申し上げるが、要件緩和担保の利用を可能とした。

次に、実施時期である。震災後、半年経った 1995 年の 7 月に開始している。当時の資料等をみると、民間金融機関に対し復興資金需要が出ていることを確認したうえで、今後も増加する見込みがあるということで行った。先程来、多くの委員の方から出されていた、被災地金融機関の初期対応の資金面からの援助というご議論とは、阪神・淡路大震災の時とは、やや設計思想が異なるということかと思う。

貸付利率であるが、公定歩合適用であった。開始した時の金利は、国債等の担保分は年 1.0%、その他の担保分が年 1.25%であった。貸付総額は、5,000 億円の総額に対して、実績は 2,715 億円であった。対象先ごとの貸

付限度額は、対象先の被災地における店舗数や融資シェアなどを勘案して貸出の目途額を定めて、実際の貸出はその目途額の範囲内で、対象先の希望状況を踏まえて決定している。

その復興支援貸出の際、それに用途を限定して担保適格要件を緩和した経緯があるが、それについてご説明申し上げます。被災地域の地方公共団体であるが、当時は証書貸付というものは担保としていなかった。要件緩和によりこれを担保としたところである。それから二番目、こうした地公体が出資する法人についても、証書貸付は当時は担保としていなかったが、要件緩和としてこれを担保としたところである。三番目のカテゴリーとして、被災地域に事業所を有する企業である。これは、手形、証書貸付とも、信用力の基準を緩和している。なお、現在の担保適格要件を参考として一番右に付けているが、これとの比較でみると、まず現在は、証書貸付債権は地公体の分は適格である。ただ、それについては、都道府県、政令市その他の公募地方債発行団体の借入債権であって、貸付金利が金利競争入札で決まっているものという条件を付している。それから、地公体が出資する法人の証書貸付は、現在適格ではない。企業の手形、証貸については、信用力その他の事情を勘案して本行が適格と認めるものという定め方をしているが、これについては、信用判定の方式が阪神・淡路大震災の時と実務的にやや変わっているが、大きく捉えれば現在の信用力の基準は、当時の要件緩和前の担保適格要件と概ね目線が揃っていると考えられる。阪神・淡路大震災の時の対応は、以上である。

現地の資金ニーズ等であるが、民間金融機関については、昨日、山本理事からご説明があり、また多くの委員がご発言されたことについて、私の方から付け加えることはない。そのうえで、政策金融面の対応について整理したので、若干ご説明させて頂く。東日本大震災を受けて、政策金融面でも種々の対応が震災直後から取られている。個別の説明は割愛させて頂くが、まだ纏まった実行には至っていないようではあるが、相談件数は日を追うに従って増加していると伺っている。これらの貸付をみると、一番上から被災の中小企業を対象としたもの、それから二番目の丸は、もう少

し大きい中堅企業等を対象としたもの、三番目は個人の住宅を対象としたものである。それぞれ被災した企業あるいは個人を直接の対象とするものであって、先程来、委員方からご議論の出ている被災地金融機関の支援を早期に資金面から支援するという考え方とは、役割・目的を公的金融は異にするものと考えられる。私からは以上である。

白川議長

ご質問はないか。政策論議自体はまた後からやるが、今の点に関する技術的な点を中心にご質問があればどうぞ。

宮尾委員

阪神・淡路大震災の時の経験で、もし分かれば教えて頂きたい。阪神・淡路の時の復興支援貸出と政策金融との関わりにおいて、何か問題があったり、そういうことはなかったか。

梅森企画局審議役

それぞれ 16 年を経て、公的金融の制度も変わっているが、阪神・淡路の時に用意された公的金融面のメニューは、先程ご紹介したものと概ね同じであったと理解している。それと日本銀行の復興支援貸出がバッティングしたという話は聞いていないし、特段記録からもそれを窺うことはできない。

山口副総裁

一点宜しいか。復興支援貸出の実績は 2,715 億円だったが、これについて業態別のばらつきはどのようになっていたのか教えて頂きたい。

梅森企画局審議役

業態別にばらつきをみると、まず、地方銀行が 265 億円、第二地方銀行協会加盟行が 1,020 億円、信用金庫業界が 990 億円、信用組合業界が 320

億円、 は 、 が 、
が であった。

以上、合わせて2,715億円であって、今ご紹介したとおり、大手行からの申し込みはなかった。

白川議長

その際、使われた担保はどういったものが多かったのか。

梅森企画局審議役

使われた担保については、一生懸命調べてはみたが、何分実務的なもので証票等が残っていないので、分からなかった。ただ、恐らくは金融機関ごとに相当ばらつきがあったのではないかと考えられる。

白川議長

分かった。

亀崎委員

実施期間について、1年間と定めて始めたのに、延長して2年間としたのはどういう理由か。

梅森企画局審議役

これは、最初に1年間ということで、これもまた正確な記録は残っていないが、3か月の手形貸付で切り替えていったと思う。その後、1年経ったところでニーズを調査したところ、引き続きニーズがあるということで延長したものと考えている。

亀崎委員

1年でと言っていたが、やはりもっとやってくれという声が多かった、ニーズがあったということか。

梅森企画局審議役

被災地の金融機関の活動状況等を踏まえ延長することにした、と発表している。

宮尾委員

申込みの受付というか、この貸出スキームの募集期間はどのような期間だったのか。実施期間は、貸出の期間であるな。

梅森企画局審議役

厳密には、一回目の受付の時に、この2,715億円が来て、その後、業態の中で、細かな入れ繰りが若干あったが、今申し上げた業態ごとの計数としては、不変のまま最後の2年間……。

宮尾委員

ワンショットであるか。

梅森企画局審議役

結果として、ワンショットということであった。

白井委員

この2,715億円貸し付けたということで、その後、その企業からの返済等で、何か不良債権化やそういう問題はあったのか。

梅森企画局審議役

信用力の低いものを取っている訳であるので、個別にみれば幾つかあっただろうが、これによって本行が損失を被ったということはない。もし仮に、要件緩和した信用力がさらに低下するとなると、実務上はその担保を差し替えさせるということになるので、それによって本行が損害を被ると

いうことはなかった。

雨宮理事

宮尾委員のご質問の関係で、一点補足させて頂きたい。この阪神・淡路大震災の時の設計思想は、ある種の復興資金需要が出だしてから、要するに、半年経って金融機関の復興に向けた努力を後からファイナンスしてあげるという思想だったと思う。そういう意味では、先程来、委員からご議論が出ている、当座の不確実性の中での流動性手当を金融機関向けにやって安心感を作ってあげようというのとは、少し違っている気がする。繋ぎであるということもそうである。この二点において違っていると思う。

白川議長

それでは、今の説明も踏まえたうえで、この件に関する自由討議に入りたいと思う。どうぞ、ご自由にご意見を願います。

白井委員

執行部の説明では、被災地が対象であったということだが、今回はサプライチェーンの問題が全国規模で起きていて、一部そういう全く違う地域で資金繰りの問題も出ている。そういう事態に本行としてどう応えていくかということも重要なポイントだと思うのだが。

白川議長

どうぞ。議長がいきなり発言すると・・・。

西村副総裁

幾つか細かいところを詰めなければいけないと思う。やはり対象先、貸付総額、それから貸付の条件、場合によっては、限度額ということだが、それらを少し詰めなければいけないと思う。今までの皆様のお話から判断するに、対象となる金融機関については、被災地の金融ニーズに対応する

金融機関を支援するという観点からすると、やはり被災地に営業所を有する金融機関が多分適当というように思う。それから、できるだけ、我々のお金が実際に金融機関にきちんと流れるような仕組みを考えなくてはならないと思う。具体的に言えば、非取引先の金融機関があるので、それに対しての対応をどうするかも考えなければいけない。それから、貸付総額については、基本的には、やはり阪神・淡路の震災との比較が一番のスターティングポイントになると考えられるので、そういうことから考えれば、今までのところ、まだこれが本当にどうなるのか分からないので、何とも言いがたいが、被害総額の見込みが大体2倍ということを考えれば、当時実施した復興支援の限度額の2倍程度の1兆円位が適当だろうと思う。今までそういうお話もあったし、私なりに纏めると、そういうことではないかと思う。それから、対象先の貸付限度額についても、やはり特定のところに集中してしまうよりは、できるだけ全体として資金が流れる何らかの形を考えていくべきではないかと考えている。それから、先程あったが、我々の目的が復興・復旧に向けた資金需要の初期対応ということから考えると、これは、だらだらとというよりは、やはり受付期間を設けて、そこで的確に対応することがやはり重要ではないかと思う。それから、貸付の条件については、これとの関連もあって、貸付期間を大体1年として、利率は年0.1%という形で考えるのが最も自然であると思う。適格担保要件の緩和については、これは、被災地の金融機関の資金調達能力を確保するという観点からすると、実施を含めて検討を進めることが適当であるということが皆様のご判断だったと思う。この場合、やはり実務的な検討がどうしても必要となるので、特に本行の信用判定の企業審査や、それから担保受入事務への影響を考えた検討がなされなければならないのではないかと考えている。皆様のお考えを、少し私なりに解釈して、かつ幾つか加えるとそういうことではないかと思うが。

白川議長

先程の白井委員のご質問というか、仮にこういうことを考えた場合に、

どういように世の中に説明していったら良いかということについては、他の委員からまたご意見があるかと思うが、多分、論点が二つあると思う。今回、震災の影響を強く受けた金融機関以外の一般的な金融機関については、日本銀行自身が今潤沢な資金供給を様々な手段で行っている訳である。固定金利のオペ——これは、期間が長い物も勿論含んでいるが——、それから金利入札方式もあるし、それからその他国債の買入れも含めて、様々な手段で資金供給を行って、当座預金残高も今相当に増やしてきているということで、相当程度がそういう一般的な既存の資金供給で対応できるということかと思う。もう一つは、これから検討を進めていく訳であるが、被災地の金融機関を支援するために、日本銀行が持っている適格担保の基準を若干緩和するということを考える訳である。そういう意味で、緩和した条件をあまねく適用していくのは、本来、担保の要件緩和がかなり異例なことを考えてみると、それはどうかなという感じもやはりあると思う。そういうことからすると、被災地の金融機関について、初期対応をこの段階でやっていくことに一定の合理性があるのではないかというのが、多分、執行部の考え方かなと私なりに思う。

亀崎委員

措置を導入するのであれば、意義あるものでなければいけない。そういう意味では、まず一つは、初期の厳しさに手を差し伸べるという意味では、早急にまずやるということが必要だと思う。それから、どういうメリットが本当にあるのか、パフォーマンスではない実質的なメリットとしては、やはり固定金利の1年物であること——1年物は、成長基盤強化支援オペしかない、その他は、短期のターム物オペしかやっていない訳であるから——と、それから担保要件を緩和すること——実質的に手を差し伸べるという意味がある——である。メリットとして、この二点をしっかり強調するべきだと思う。先程、お話のあった対象機関だが、これは、阪神の時は、大手はなかったということであった。今、これだけ潤沢にお金が供給されていて、それで、しっかり大手行は資金を取れている中で、ここまで

広げるのが本当に良いのか。というのは、大手は被災地に店を持っているが、一旦資金が入ったら、お金に色は付いていない訳で、本当に現地で使われるのかは分からない。現在で言うと、今までなかったように本行当座預金にこんなに資金が積み上がっている状況の中で、本当に震災の対応に役立つのかどうか。私は、被災地に支店がある大手行も入れるべきかどうかについては、もう少し慎重に考えてみる必要があるのではないかと思う。これが一点である。それから、先程、延長して2年という話があった。震災の直後だから早くやるのだが、先行きが不確実で、原発の影響もあって、直ぐには立ち上げられないところもあるかもしれない。電力の制約もある。そういう中で、立ち上がりの支援というのは物凄く分かりやすいのだが、實際上、立ち上がりが遅れていくということもあるかもしれない。そのため、ニーズをみながら、この1年というものを考えてみることに弾力性を持って臨むことも必要ではないかと思う。

中村委員

しかし、今回の資金は、個々の企業に対するものというより、金融機関に対するものということなので、今、亀崎委員が言われたように、早くやる必要がある。実態としては、地域の金融機関等も、今の状況から言えば、預金がかなり沢山あって、支払能力がない訳ではないが、これは、私はバックストップというか、そういう意義があると思うので、どれ位かよく分からないが、それほど多額である必要はないと思う。だから、ある程度決めて、もしそれで足りなければ、増やしていけば良いと思う。かと言って、あまり小さな金額——兆を割るような金額——では、少し物足りないかなと思う。私は、今、こういう震災の中で、色々な風評リスクがあると思うので、早くやって、やはり日銀が地方の金融機関を支援——後ろ盾——しているのだということを示すことが一番意味が大きいという気がする。

亀崎委員

そうである。私も金額を言い忘れたが、そんなに大きな金額が出てくる

とは思わないが、バックストップという意味、それから我々がスタンスを示すという意味で言うと、やはり前回の阪神との比較で言っても1兆円程度というのは、私はやはり必要だと思う。同じ意見である。

野田委員

あくまでも流動性である。いつまでも流動性が足りなくなるという状態は——少しここでは言いにくいだが——、別のことも考えなければいけない。そういう意味では、長く置いておくことの意味は、逆に如何かなと思う。だから、やはり初期対応という言葉に意味がある訳で、その間、一定の期間を区切って、流動性に限って、我々はサポートするのだということを明確にしておくことの方がむしろ大事なことだと思う。

亀崎委員

私が申し上げたのは、流動性の資金なのだが、今の電力とか原発とかで、初期というのはいつの初期なのか、物理的に直ぐ立ち上げられるところは今は初期だが、初期がずっと遅れるところもある。だから、少し柔軟性を持ってみてあげる必要もあるのではないか。最初からそうするのではないのだが。

野田委員

それは、勿論、事情が変われば、当然最初から予め全て固めておくということではなく、物の考え方としては、そういうことだと思う。それは、事情があって、ソルベンシーと関係ない、まさに流動性オンリーの不足が続いているということが仮にあれば、それはその時にまた議論をして考えるべきだと思う。

亀崎委員

そのことを申し上げている。

野田委員

加えて、期間を区切った時に、担保不足がどこまで出てくるかは、なかなか見極め切れない。金融機関の本音も、やはりそこにあると思うので、担保要件の拡大をやはりしっかりとやっていかないといけないと思う。

森本委員

被災地のニーズは本当に大事だと思うし、安心感という観点からも非常に大事だと思っている。そういう意味では、運転資金も含めて、とにかく初期対応ということだから、スピード感を持ってやっていかないといけないと思う。規模の点についても安心感という意味、それから津波、原発問題が絡んでいるということもあって、やはり1兆円程度必要かなと思っている。それから、初期対応としても、電力需給とか、原発問題とか色々絡んでいるから、期間もやはり1年位というのは、私は必要ではないかなと思っている。

野田委員

貸出総額は、腰だめ的と言うとまた怒られてしまうが、なかなか難しい。今の森本委員のお話で言うと、やはり少し多いということが安心感を与えるという意味では、結果的に使われなかったというのは何の問題もない。そういう意味からすると、前回5,000億円で、被害がストックベースで2倍程度である。だから、1兆円というのも、何か今回の被害の地域的な広がりとかを考えた場合に、単なる2倍で良いかという気もしている。実は、私自身は、もう少し多めにやっておく方がむしろ良いのかなと思っている。先程、白井委員がメッセージ性とおっしゃったが、そういう観点から、もう少しあっても良いのかなという気はしないではない。所詮、今の段階でなかなか規模が分からないとすれば。

白井委員

1兆円以上ということか。

野田委員

1兆円を超えても良いのではないかと考えている。

山口副総裁

これは、色々議論のあるところだと思う。私自身は、これから先、復興資金需要が本格化してきた時には、日本銀行としてどう対応をするかをもう一度考えるということではないかと考えている。あくまでも初期対応として、今回の措置を位置付けておいて、将来のことはまた考えるということではどうかと考えている。最初に枠を大きめに設定しておいて、1年も2年もそのまま続けていくということになると、初期対応という位置付け自体が、曖昧になってしまう。先程申し上げたが、今回の措置についての位置付けが非常に重要だ。金融機関の初期対応を支えるものだということであれば、それに符合した形で貸付の受付期間や貸付の総額を設定していくことが必要ではないかと考えている。

中村委員

変な話であるが、あまり金額が多いと、逆にそんなに大変なのかという逆のメッセージとして受取られるリスクはないか。

森本委員

私は、初期対応、繋ぎという位置付けは、それは非常に大事なことだが、復旧・復興に繋げて考えていくべきだと思う。短い期間ではなくて、やはり1年位とか、発想として復興のところまで睨んだ仕組みを考えておくべきではないかと考えている。位置付けは、そちらを意識した対応であることが必要ではないかと考えている。

宮尾委員

今の受付期間だが、私もどちらかと言うと、森本委員のご意見に近い感

じである。山口副総裁がおっしゃるように、目的というものも良く分かるのだが、一方で、やはり安心感をしっかりと与えるということによって、少し余裕があるようなイメージを被災地の金融機関等に十分理解して頂くのが良いのかなと思う。そういう意味では、半年でも良いのかもしれないが、やはり1年あると、何となく、安心感があるという気はする。

山口副総裁

途中で復興資金需要が台頭し、本格的な対応が必要になった場合、流動性支援のための措置との間の使い分けをどうするのか。錯綜してしまうのではないか。また、政府と地公体の支援に向けての本格的な動きは、まだこれからである。そういった動きにも繋げていく措置として、取り敢えず、早期に手を打っておくことが、何よりも大事だ。早期に手を打っておくということと、整合的な条件設定が大事ではないか。早期の対応ということを確認にすることは、逆に言えば、先々の広がりがある程度示唆することにもなる。これで終わりだという感じが強く出て、不安感を煽るということにはならないのではないかと考えている。

西村副総裁

私も同じ考えで、これは、みえないところで最初に手当てをするという形であるから、逆に言えば、ある種の柔軟性が後で出てこられるような形で作っておいた方が私は良いと思う。そういう意味では、やはりこういう形にした方が良いのではないかと私は思っている。

白川議長

先程、亀崎委員から、大手の金融機関についてはもう十分に資金はあるからという話があった。これは、勿論、これからの議論で決めていく訳であるが、貸付総額に対して各対象先ごとにどういうように貸付限度額を割り振るかという問題と多分絡んでいると思う。例えば、メガバンクを考えてみると、被災地区に支店は若干はあるが、しかし全体からすると、その

貸出シェアは非常に小さい訳である。被災地に店舗を有している金融機関という意味ではメガバンクが入ってくるが、メガバンクの貸出全体の大きさに対応して、限度額を割り振るのであれば話は違うが、そうではなくて、既往の被災地での貸出実績であれば、それほど大きな金額ではないし、その時に、被災地に所在しているが、本店が東京だから駄目だということも、どうかなという感じもする。実態的には、勿論、地域の金融機関支援ではあるのだが。私の先程の論点に関する感想である。他にご意見ないか。

野田委員

でも、やはりそうは言っても、地域金融機関とメガバンクは、そもそも性格が違っている。調達力、預金吸収力の話の一部私も申し上げたが、それとの対比である。そうすると、地域金融機関は、ほとんどそれぞれ地域によって区々だろう。その違いは、明らかに大きい。

白川議長

勿論、実態はそうなのだが。

野田委員

だから、そういう意味から言うと、我々が、趣旨説明の中で、今後の預金吸収力を考えた時に、全国展開ないしは他地域での預金吸収力を圧倒的に具備している金融機関を外すというのは、十分説得性があるし、納得性もあると私は思うが。

山口副総裁

仮にそうであれば、貸付総額1兆円というのは、大き過ぎるということにならないか。メガバンクを入れたとしても、である。

野田委員

元々、1兆円にどういう根拠があるかと言うと、なかなかないのだから

ら…。

山口副総裁

阪神・淡路大震災の時の2倍ということで行くかどうか、である。

野田委員

どちらかと言うと、青天井的なもので示しておくというのも一法だなと申し上げただけである。元々、1兆円だとか、前回の5,000億円も、何か根拠があって、方程式があってやるのであれば良いのだが。所詮は、エィヤーで。

白川議長

最終的にはそうである。ただ、最終的に色々な場で説明していく時に、明確な根拠がない以上、例えば、今回政府が出している資本ストックの毀損額が、例えば16兆円から25兆円で、前回対比2倍だと。別に、この2倍について、本当にそうなのか色々な議論があるが、それは一応の相場でこうなっている。そうすると、前回との比較で、例えば2倍だというのは、一定の説明力はあるかなと思う。絶対に、それ以外の数字がいけない訳ではないが、そういうようにやはり考えていく方が、初期対応という意味では説明がしやすい。その程度の話である。

野田委員

その程度の話であるから、拘るものではないが。

白川議長

他にご意見はないか。なかなか決め手のない議論ではあるが、第2ラウンドでの最初の皆様のご意見、それから今の皆様のご意見を整理すると——なかなか整理しにくいところもあるが——、まず、被災地の金融機関を対象に今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支

援することが適当という点で、これは一致していたと思う。それから、今回の地震は、阪神・淡路の大震災と比較しても、全体の被害規模に加えて、被災地金融機関の被害も大きいと見込まれることから、本行の早期の対応によって、被災地の金融機関に資金運営の安心感を与えることが望ましいということも、意見が一致していたと思う。具体的な手段としては、被災地の金融機関に対し、長めの資金を供給する新しい資金供給の枠組みを導入してはどうかということであった。対象となる金融機関については、少し直前に議論があったから、ここも絶対的な根拠がある訳ではないが、被災地の金融ニーズに対応する金融機関を支援するという観点から、被災地に営業所を有する金融機関とすることがどちらかと言うと適当かなと私自身は受止めた。それから、貸付総額については、直前の議論であるが、被災地の資金需要は、勿論、見定めがたい訳であるが、今回の被災の総額見込みが、阪神・淡路の2倍程度ということ踏まえると、当時実行した復興支援貸出の限度額の2倍程度の、かつ数字の切りの良い1兆円程度が適当ではないかというのが、大多数の意見というように思った。そのうえで、対象先ごとの貸付限度額については、被災地の金融機関のこれまでの貸出の実績等を勘案して設定することが適当だというご意見の方が多かったかと思う。貸付の受付期間については、これは、少し長めにとって1年位が良いのではないかというご意見と、それから初期対応ということ考えた場合には、もう少し短い方が良いのではないかと、両方のご意見があった。いずれにしても、これは、今日まだ決める必要はないと思う。決めることは、要するに、貸付の受付期間は設ける、制度の趣旨は初期対応である、ということだと思う。自分自身の多少の思いを言うと、政府それから地方公共団体も今後の復旧・復興に向けて、色々な議論を今まさに開始したばかりである。そのうちの一部は第一次補正で今月中には姿がみえてくる。それから、第二次補正がやがてみえてくるということで、これがどういうようになっていくのか、これが最大のファクターであり、今の段階で日本銀行自身に先々の知見がある訳ではないと思う。それから、本質的な問題は、これは流動性の問題ではなくて、流動性については、基本

的には、日本全体でも溢れ返っているというのが実態であるから、本質的には、これはクレジットというか、キャピタルの問題だと思う。これは、中央銀行で基本的に担える世界ではないから、そういう意味で、初期の流動性対応ということに重点を置いた説明の方が良いだろう。ただ、いずれにせよ、この先、政府の施策がはっきりしてきて、復興に向けて体制ができていって、その全体の中で、中央銀行の機能を使って、何かできることがないかということは、常にそういう検討の余地がないか、これは検討していく必要がある。ただ、いずれにせよ、この1~2週間でその辺がみえてくることには少しなりにくいなというように感じている。それから、その他の貸付の条件であるが、貸付期間を1年とし、貸付利率は年0.1%とすることが適当だというご意見であったと思う。それから、適格担保の要件緩和であるが、これは、先程、野田委員からもお話があったし、私自身もそう思っているが、一番大きな意味があるのは、これまで申し上げたことではなくて、多分、担保の話だろうと思っている。被災地の金融機関の資金調達力を確保するという観点から、実施に向けて検討を進めることが適当というご意見であったと思う。その場合、何よりも対象となり得る金融資産の実情について、調査が必要となるので、それから、本行の企業審査、あるいは担保受入事務には物理的な負担がかなりかかってくる話であるから、実際にはこちらの方が大変な訳であるが、そういうことを含めた検討が必要である。このような整理で取り敢えず宜しいか。もし宜しいようであれば、本日の会合後の公表文において、新しい資金供給オペレーションの枠組みに関する骨子の素案を示すこととして、そのうえで、私の方から執行部に対し、このオペレーション及び適格担保要件の緩和という二つの措置について、具体的な検討を行い、次回の決定会合において報告するように指示をする。そういう形を取りたいと思うが宜しいか。

野田委員

今の二つの措置は、一体であるな。

白川議長

一体である。ただ、規程上は勿論別に作らなくてはならない。

野田委員

別々のものではないということであるな。だから、一方がなくなれば、こちらもなくなるという理解をしておかなければならないということであるな。

白川議長

そういう意味では、両方とも次回の決定会合で決める。

野田委員

後者の部分だけが残っていくということはないのか。

白川議長

ない。

野田委員

二つの措置となると、そういう理解をされても困ると。

白川議長

皆さんは当然その二つは一体だというように考えていると、私はそのように理解しているが。

雨宮理事

一つ、骨子を作るうえで、確認だけさせて頂いても宜しいか。公表文の中に、一体ではあるが、二つの検討の指示を頂くという文言を入れるということと、オペレーションについては、骨子素案を作らせて頂く。素案の中では、今、議長にお纏め頂いた対象先、それと貸付期間1年、利率0.1%、

貸付総額 1 兆円までは書くが、そのほかは、先程、ご議論のあったような貸付限度額と受付期間については、これを定めるという格好で記入するという、ご指示頂いたのは次回の決定会合までということ——急いでというご意見が多かったので——、一応そうさせて頂き、努力するという、それで作らせて頂く。

白川議長

今の件に限らず、金融政策運営に関して追加的な論点があれば、どうぞご遠慮なく。

野田委員

もう一点。貸付総額は、1 兆円ということであるか。

白川議長

そうである。他にご意見はないか。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の櫻井充副大臣宜しく願います。

櫻井財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、東日本大震災の影響として、民間企業設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約等の問題が生じており、先行きについても不確実性が極めて高い状況にある。とりわけ、電力供給の問題については、夏場に需要がピークを迎えることもあり、生産活動や消費等への影響が懸念される場所である。

震災発生後、政府においても予備費を活用した物資の緊急支援等を行うとともに、政策金融において相談窓口の設置や金利の優遇等を決定する等、対応を進めてきた。さらに、3 月 18 日には為替相場の過度な変動、無秩序な動きを抑制する観点から、為替市場において 11 年振りとなる協調介入を実施したところである。

3月29日には平成23年度予算が成立したが、今後の財政運営においても、震災対応に全力を挙げることを第一とする必要がある。このため、23年度予算の執行に当たっては、今後必要な事業を見極めながら被災地への重点化を図っていく。現在、関係省庁等において、被害状況等の迅速な状況把握に努めているが、今後とも必要な対策が判明次第、予備費や補正予算によって速やかに対応していく。今月中には、第一次補正予算の中身を固めたいと考えている。

日本銀行におかれては、前回会合において資産買入等の基金を増額するとともに、市場への潤沢な資金供給を行うなど、震災発生後迅速かつ適切な対応を取られていることに、心から感謝を申し上げる。そして、政府としても、震災の被災者支援、甚大な被害からの復旧・復興に全力を挙げて取り組んでいきたいと思う。日本銀行におかれても、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。

さらに、二点付け加えさせて頂きたい。今日のご議論を伺っていて、まず一点は、被災地の金融機関に対する支援制度を今回実施して下さるといことが決定されたことは、震災の復旧・復興に資する取組みとして歓迎したいと思っている。今後、制度の実施を通じて被災地支援が進むように期待しているところである。

もう一点は、白川議長からもご発言があったが、日銀の国債直接引受けに関することである。復興財源を国債の直接引受けにより調達するとの報道等が流れているが、政府としてそのような検討は全く行っていない。財政法第5条において、歴史的な反省から、公債の市中消化の原則を定めていること等を踏まえれば、国債の直接引受けについては慎重に考えるべきであると考えている。最近、参議院の予算委員会や財政金融委員会などで、一部の議員から、国債の直接引受けについての質問が出されているが、政府としては、今申し上げた立場に立って答弁をさせて頂いているところである。以上である。

白川議長

次に、内閣府の末松義規副大臣をお願いします。

末松内閣府副大臣

持ち直しに転じてきた我が国の景気については、東日本大震災の影響が懸念されるが、今回の震災による我が国経済の被害は、阪神・淡路大震災のそれを上回ると考えられる。先行きについては、部品供給の停滞や電力供給の制約、また原発問題等の影響等、震災の影響による生産活動等の停滞が広範囲に亘って長期化する惧れがある。また、金融資本市場の変動や原油価格上昇の影響といった景気の下振れリスクもある。加えて、物価は、現在デフレ状況にある中で、震災が物価に与える影響は、現時点では測りがたく、これを十分見極めていく必要がある。

政府は、震災の影響を踏まえながら、国民生活及び経済活動の安定に総力を挙げていく。このため、まずは被災者支援、雇用の確保、産業復旧の準備等のため、平成 23 年度予算の一部の執行を停止し、補正予算の中身を今月中に固めたいと考えている。さらに、被災地の復興に向けた取組みを進めていく。これらに当たっては、財政に対する市場の信認をしっかりと確保していくよう取り組んでいく。

日本銀行におかれては、地震発生以降、リスク性資産を中心とした資産買入れ等の基金の増額を含め、迅速に対応頂いている。引き続き、政府との緊密な情報交換・連携のもと、金融市場、金融システムの安定を確保するとともに、今日ご議論のあったように、被災地の便宜を特に重視し、生活や企業の経済活動をしっかり支えて頂けるよう、万全の措置を講じて頂くようお願い申し上げます。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、及び「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション』の骨子素案」に関する記述を含めた対外公

表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

櫛田企画局長

それでは、議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」。続いて、対外公表文案である。「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、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 東日本大震災の発生後、日本銀行は、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行ってきた。また、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、金融緩和を一段と強化した。こうした措置に加えて、本日、日本銀行は、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断し、別紙の通り骨子素案を取り纏めた。また、日本銀行は、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断した。議長は、執行部に対し、これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう指示した。3. わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。すなわち、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内民間需要にも相応の影響が及んでいる。物価面では、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。震災後の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。金融市場は、全体として安定している。この間、金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に、一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。4. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。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」。下段の注は「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」、これが注の内容である。「5. リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、国際金融市場の動向や、一頃に比べて低下しているとはいえ、米欧経済の先行きを巡る不確実性がある。さらに、震災がわが国経済に及ぼす影響については、不確実性が大きい。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加につながる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。6. 日本銀行は、引き続き、震災の影響を始め、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」。続いて、別紙である。「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション』の骨子素案。1. 対象先。被災地に営業所を有する金融機関で、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先。系統金融機関については、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の非対象先や非当座預金取引先についても取引先金融機関を通じて資金供給を行うことを検討。（注）被災地は、東日本大震災に

かかる災害救助法の適用指定を受けている地域（岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部）。2. 資金供給方式。共通担保を担保とする貸し付け。3. 貸付期間。1年。4. 貸付利率。0.1%。5. 貸付総額。1兆円。6. 対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間。対象先の被災地での貸出状況等を踏まえ、対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間を定める」。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

山口副総裁

細かい話で申し訳ないが、今の骨子素案の（注）について、「被災地は、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている地域」として、結果的に東京が除かれる。それはそれで良いのだが、適用指定を受けている地域という言い方をしてしまうと、東京が落ちているのはなぜかという感じが出ないだろうか。むしろ、「適用指定を受けている地域のうち、岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部」とした方が分かりやすいのではないか。細かいことで申し訳ないのだが。

櫛田企画局長

正確には、今おっしゃられた……。

梅森企画局審議役

正確にはそうである。地域のうち、被災を受けているところを列挙しているということで、明確ではあると思う。先程、申し上げたように、東京都は帰宅困難者に水や食料を与えるために、この災害救助法の適用を受けた訳なので、性格は他の地域と異なるということで、一応こう書かせて頂いた。

山口副総裁

あまり拘りはしない。

西村副総裁

「被災地」に注を付けて「被災地としては」としてはどうか。「被災地として、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている地域」ということは、この地域は被災地として災害救助法の適用を受けると書いてあるのだな。そうでもないのか。

白川議長

その場合は、その疑問に対しては答えられていない。

雨宮理事

東京も一応被災地に入っている。

梅森企画局審議役

入っている。ただ、東京は「帰宅困難者のためである」と別途書いてある。

白川議長

これを見て、東京が入っていないじゃないかと怒る人がどの程度いるかとも思うが。きっちり書こうと思っても、なかなか。骨子素案の中に、ずいぶん細かい話が出てくるということになるのではないか。

山口副総裁

いや、多分「適用指定を受けている地域のうち」として「岩手県」の前の括弧を外して「一部」で切れば良いのだが、あまり拘らない。

櫛田企画局長

これが正確ではないとみられるよりは、そう直しておくという方法はあろうかと思う。

西村副総裁

このままで良いという話なのか。

櫛田企画局長

今、山口副総裁から提案のあった「地域のうち」として括弧を外して…。

雨宮理事

他にどこを外したのかという疑問が出てこないだろうか。

西村副総裁

このままでも良いような。

櫛田企画局長

東京の帰宅困難者のための被災地指定を受けている分を、どう正確に表現するのか、これはこれで明確ではないかと考えるか。

西村副総裁

全く拘らないが、「のうち」とすると、「青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部」というところが…。

白川議長

何か良い対案があるかと思って。

西村副総裁

このままで良いような気がする。地域のさらに千葉県の一部と捉えてし

もう可能性がある。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、議長提案の最終案が纏まった。最初に、金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

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

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 議事要旨（3月14日開催分）の承認

白川議長

最後に、3月14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。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。ないようであれば議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

野田審議委員

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 12 日火曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、4 月 28 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、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻
を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 13 時 10 分である。

白川議長

解禁時刻が 13 時 10 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 05 分閉会)

以 上