

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年4月28日（9:00～13:26）

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 櫻井 充 財務副大臣  
内閣府 末松義規 内閣府副大臣

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
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	前田栄治
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	一上 響

## I. 開会

(9時00分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。議事進行であるが、本日は、最初に、金融経済情勢についての執行部の報告、二番目に、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領の制定等」に関する執行部の報告、三番目に、金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、四番目に、政府出席者からのご発言、五番目に、金融市場調節方針等の議案取り纏めと採決、六番目に、展望レポートの基本的見解の取り纏めと採決、最後に、4月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者のご紹介である。財務省からは櫻井充副大臣である。内閣府からは末松義規副大臣である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后、報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をして頂く。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論を行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いする。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

それでは、金融調節、金融・為替市場から願います。

外山金融市場局長

お手許の資料-1、2（参考計表）【追加】に即して、まず、金融調節の運営実績から申し上げる。図表1-1、無担保コールレート（オーバーナイト物）であるが、前回決定会合以降、0.060～0.064%で推移した。資金の取り手が限られる中、都銀勢の調達目線が0.050～0.055%で固まりつつあり、平均を押し下げている。保険金の支払いに備え、生保や が、流動性預金やコール翌日物の運用を増やしていることも、資金需給の緩和に大きく寄与している。当座預金残高は震災直後に供給したターム物オペが期日を迎えるごとに漸減しているが、なお高い水準にあって33兆～40兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は で推移した。

図表1-5で、オペ運営についてご説明申し上げる。基本的には、震災直後に供給したターム物資金の期日に折り返すオペを、見込まれる応札額をカバーする規模でオファーする、また、毎営業日何らかの資金供給をオファーするといったように、なお市場の安定に軸足を置いた方針で運営している。金利入札方式の共通担保オペは、応札倍率が低下している基金の運営のために行う固定金利方式の共通担保オペとの競合を薄めるため、ターム物をやや短くしてオファーしている。

次に、基金の運営について申し上げる。前回決定会合以降、固定金利方式の共通担保オペは3か月物を7回、6か月物を2回オファーした。6か月物で新規分が1回あったため、残高は29.6兆円まで増加している。応札倍率は、3か月物は2倍台、6か月物で3倍台となった。CP等の買入オペであるが、4月14日、22日と2回実施した。落札レートはそれぞれ0.115%、0.113%と、3月25日に実施した時の0.143%に比べ大きく低下した。いずれの入札でも、事業法人銘柄の申し込みは少額にとどまり、リース銘柄やABC Pが多く持ち込まれた。特に22日の入札では、このところ発行が増加していた期間の長いリース銘柄のCP持ち込みが目立った。

この間、ETFについては2回買入れを行っているが、J-REITについては、買入れはなかった。また米ドル資金供給オペを毎週オファーし

ているが、いずれも応札がなかった。

次に、市場動向について申し上げる。短期市場はほとんど変化がないので、図表 2-6 で、長期金利の推移から申し上げる。米国では、コモディティ価格の上昇が長期化するとの見方から B E I が水準を切上げているものの、逆にインフレ期待の上昇による実質所得の目減りに加え、財政緊縮が意識され始めたことや、予想を下回る経済指標の公表を背景に、実質成長期待に不透明感が増したことから、長期金利はやや低下した。原発事故やギリシャ債務問題による逃避買いも長期金利の低下に繋がった。昨日の F O M C 後は、短期ゾーンの金利は、金融緩和継続期待からやや低下したが、長期ゾーンの金利は、F e d のインフレ警戒姿勢への評価が交錯する中で、やや上昇した。我が国では、米国金利につられた動きのほか、機関投資家の期初の買いが入り始めたことなどから、長期、超長期ゾーンの金利が低下したが、短中期ゾーンについては国債増発が意識され、一部都銀が纏まった売却を行ったこともあり、横這い圏内での推移となった。

次に、図表 2-9、図表 2-10、社債流通利回りの対国債スプレッドであるが、東電債の格下げを受けて、A A 格と A 格で水準の入れ繰りがあるが、それ以外では大きな変化はみられていない。起債市場では、金融銘柄のほか、事業法人でも起債を再開する動きがみられ始めているが、この先ゴールデンウィーク及び決算短信の提出に絡み、起債できない時期に当たることから、起債を再開する企業は 5 月半ば以降に市場の地合いを瀬踏みしていくことになろうかと思う。市場の中には、今後明らかになる震災の影響の程度によって、スプレッドが二極化する可能性を指摘する先もある。

図表 2-12 から図表 2-14、株式市場であるが、米国では経済の先行きに対する不透明感が強まる中、一旦下落したが、その後は概ね好調な企業業績の公表を受けて上昇した。F O M C 後は金融緩和の継続期待により上昇した。我が国市場は、動きとしては米国と同様の展開を辿っているが、震災後の復旧や原発の処理を巡る不透明感、為替が重石となっている。なお、本日は米国株の上昇を受けて、上昇で寄り付いている。

図表 2-16 以降の為替相場であるが、米金利が低下する中、特に資源国

通貨や新興国通貨に対しドル安が進行している。FOMC後も、金融緩和継続期待からドルがさらに下落した。対円でも、これまでの円ショートポジションを一旦閉じて利益を確定しようとする動きや、アジア・ソブリン筋による通貨構成比率の見直しの動きが強まり、ドル／円は大きく下落した。ユーロはECBの利上げやアジア・ソブリン筋による通貨リバランスの動きと周縁国の債務問題に関する思惑が交錯し、上下両方向に大きくは動きにくい相場展開となっている。

最後に、図表2-19、エマージング、コモディティ市場の動向であるが、前回決定会合以降、エマージング通貨、株価さらにコモディティ価格のいずれについても、一旦軟調に推移したが、足許で大きく戻している。インフレ懸念が材料となっていて、金が史上最高値を更新したほか、韓国やブラジルについては、金融政策の変更が意識され通貨が買われている。昨日のFOMC後は、インフレへの警戒感が高まり、金価格がさらに上昇している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

中村委員

為替についてであるが、先日、G7による協調介入があったが、今の為替マーケットでは、どういう形で意識されているか。

外山金融市場局長

協調介入があつてから、さらなる円高にはならないだろうと、それが下値を支えているような形で価格が構成されている。ただ、協調介入を受けた後、大きく円のショートポジションが造成されたが、それが、その後、利益を確定するような動き等で、少し円高に戻したところで推移している。ただ、少し長い目でみると、FOMCがあつたが、日米の金利差はやがては開いてくるだろうということに加え、震災を受けて輸出入のフローに着目

すると、輸出のフローが減少してくるということで円安にまた戻ってくるのではないかといった見方が大勢を占めている。

亀崎委員

円安にいくだろうという……。

外山金融市場局長

そういう見方が支配的だということである。

亀崎委員

どちらかと言うと、円安というより、ドル安が定着しているような感じがする。しかも、日本の円は、結局、日米の金利差を映じているケースが多い。そうすると、今こんなに円が高いのは変な感じがする。バーナンキ議長は、景気回復のテンポあるいは労働市場の改善は依然緩やかと言っている。米国経済がこういう状況が続くと、金利が上がりにくい状況が続き、日米金利差はなかなか開かない。そうすると、今おっしゃった円安は、なかなか見込めないのではないか。

外山金融市場局長

短期的にはおっしゃるとおりである。実際、FOMCの後の反応も、そのようなことで、一旦、ロンドン時間で円安方向の流れがあったが、それが押し戻されたというところで現在の数字になっている。ただ、先程申し上げたのは、少し中長期的にみると、ということである。日本と米国の金融政策の修正のテンポが、それでも米国の方が早いであろうということとか、輸出のフローが減ってくるだろうということで、円安を見込むところが多いということである。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

白川議長

次は、海外経済情勢である。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済情勢についての現状評価を申し上げる。お手許にお配りした国際局の資料－3、参考計表【追加分】を用意して頂きたい。世界経済全体は、回復を続けている。しかし、リスクとしては、一つ目は、各国のインフレ圧力に及ぼす国際商品市況の変動、二つ目は、欧州ソブリン問題の緊張感の高まり、そして三つ目は、日本の震災の影響、この三つが強く意識される状況になっていると思う。まず、日本の震災が世界経済に与える影響に関して申し上げれば、自動車、電機関連におけるサプライチェーン障害の影響が米国やアジアなどの生産活動を、幾分下押ししている。既にこれらの地域では、日本からの部品輸入が減少しており、日本国内と比べて多めに保有していた部品在庫も、足許不足しつつあることから、自動車関連などの日系メーカーは減産を余儀なくされている。こうした影響については、日本の生産ラインの稼働見通しが、依然、不透明であるため、先行きの不確実性が大きい状況に変化はない。しかしながら、様々なミクロ情報を総合すると、前回会合時点に申し上げたよりは、日系メーカーを中心にその影響は、徐々にではあるが、特にアジア、具体的には、台湾、タイ、中国などを中心に拡大しつつある状況とみている。

それでは、米国から簡単にご説明したいと思う。まず、FOMCについてサマライズすると、市場からみるとほぼ予想どおりノーサプライズである。ポイントとしては、6月末に例の国債の追加プログラムの終了を明言したということ、それから、その後の記者会見で、期限が来たものについては再投資を基本方針にすると議長が言ったことで、米国の国債市場では、非常に安心材料として受止められている。二つ目は、経済見通しが出たが、第4四半期は前年比で+3.1～+3.3%であるので、前回の見通しから比べ

て、大体 0.5%ポイント位下げてきた。これも、ほぼ予想どおりである。この結果、現在の米国経済に対するコンセンサス・フォーキャストに関しては、FOMCの見方がほぼ同じところまで落ちてきたということである。ただ、そういった中で三点目として、コアインフレについては0.3%ポイントほど上げてきた。これは、市場からは、やはりFedもコアインフレを従来よりも慎重にみてきたと受止められている。それから、最後に四点目は、商品市況の物価プレッシャーについては引き続き一時的要因であるという見方を改めて表明したところである。实体经济であるが、米国財政刺激策の効果を受けて、個人消費が堅調に推移しているほか、輸出も新興国向けを中心に増加し、回復を続けている。図表1の5. 小売売上高は増加、6. 自動車販売も年率1,300万台前半の高水準を維持している。一方、7. 消費者コンフィデンスは、最近のガソリン価格の上昇などを背景に、3月に低下し、4月もほぼ横這い圏内の動きとなっている。一方、8. 住宅着工は低水準の動きが続いており、9. ケース・シラーも、低調な需要のもとで、引き続き軟調に推移している。家計のバランスシートに対して、悪化させる方向で作用し続けている。この間、生産関連では、13. 鉱工業生産が緩やかに増加している。12. ISMをみても、製造業、非製造業ともに上昇している。物価だが、16. 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、3月は+2.7%である。コアベースの消費者物価についても、家賃の上昇などからプラス幅が幾分拡大して+1.2%になっている。財市場、労働市場の需給環境は、なお緩和的である。中長期のインフレ期待も、現在のところアンカーされているため、コアのプラスが一本調子で拡大することはないと思うが、国際商品市況の変動には不確実性があり、ドル安も進んでいることから、なお注意を要する状況であるとみている。米国は、以上である。

次に、図表2-1、ユーロであるが、国ごとのばらつきを伴いながらも輸出の増加が牽引する形で、全体として緩やかな回復を続けている。まず、輸出関連をみると、2. 域外輸出は、新興国向けだけでなく、米国向けも足許ではプラス寄与を拡大している。3. 輸出受注PMIも高水準を維持



している。内需関連では、4. ドイツの国内投資財受注が緩やかに増加しているほか、個人消費も緩やかに増加している。ただ、ドイツの堅調の裏で周縁国が不振という両極乖離の傾向が一層強まっている。こうした中で、物価面をみて頂くと、12. 消費者物価総合ベースはプラス幅を拡大し、3月は+2.7%と、奇しくも米国と同様の伸び幅となっている。ただ、ECBが定義する物価安定から上方に乖離している訳であるし、コアベースは+1.5%であるので、米国よりも0.3%ポイント上回る上昇を記録している。ご承知のとおり、ECBは、7月7日に利上げを実施した。この理由として、生産過程の川上部門でのインフレ圧力が川下へ広く波及したり、賃金が上昇するといった二次的波及を生ずるリスクを抑制することが目的であるということ、ECBのトリシェ総裁は強調している。ECBウォッチャーの中では、年内に少なくとも一度、場合によっては二度位、さらに追加的な金利調整が実施されるという見方が広まっている。ソブリン・リスクについて、一言付言したいと思う。図表7、図表8をご覧頂きたい。ギリシャ、ポルトガルの国債の対独スプレッドであるが、既往ピークを更新している。さらに注意すべきことは、イールド・カーブをみて頂くと、目盛は、ギリシャが25%、ポルトガルとアイルランドが15%、スペインが5%と、ちょっと違うが、ギリシャについては、2年、3年のところは、既に20%を超え、昨日は24%まで急速に上がっている。シェイプについては、通常の上昇右肩の形状ではなく、こぶ形——ハンプ・シェイプ——となっている。周縁国の政府が財政再建を今のペースで進めても、なおその近い将来のデフォルト・リスクを市場参加者が懸念しているということである。特に、ギリシャについてである。そういう意味では、ポルトガル、アイルランドはイエローカード、ギリシャについては、まさに市場はレッドカードを突きつけているということである。スペインは2%と、取り敢えず今はギリシャ、ポルトガル、アイルランドとは問題が切り離されている。

図表3-1をご覧頂きたい。中国については、内外需ともに堅調に推移しており、高成長を続けているという基調判断に変更はない。1. 実質G

D Pは、第1四半期は+9.7%と引き続き高い成長を記録し、2. 工業生産も高めの伸びを維持している。内需についても、個人消費は堅調に推移し、5. 固定資産投資も公共性住宅の建設増加もあって高めの伸びを持続している。こうした稼働水準の高まり、それからマネーや貸出の高い伸び、あるいは国際商品市況の上昇を受けて、消費者物価の上昇率はプラス幅の拡大が収まらない。食料品の寄与は大きい訳だが、その他の幅広い財でも伸び率が高まっている。これを受けて、人民銀行は4月入り後も金利の引き上げ、さらには、預金準備率の再引き上げを実施して、緩和的な金融環境の修正に努めている。ただ、こうした抑制的な政策スタンスが果たして、いわゆるビハインド・ザ・カーブのリスクを防ぐことができるかどうかは予断を許さない状況が続いている。

次に、図表3-2、NIEs、ASEANを極く簡単に確認する。NIEs、ASEAN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・在庫のバランスが改善し、生産も増加している。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、自動車に加えて、IT関連についても輸出は増加している。サプライチェーン障害の影響がリスクであるが、足許は堅調を維持していると言って良いかと思う。こうした中、消費者物価だが、食料品、原材料価格の上昇や内需の増加に伴い、需給の逼迫化によって、インフレ圧力が高まっている。総合ベースのみならず、コアベースでも、各国ともインフレ率がプラス幅をじりじりと拡大させている。中でも、ベトナムについては、インフレ圧力が急速に高まっていることが懸念材料として挙げられる。

最後に一点、国際資金フローについて申し上げたい。図表6、いつもおみせしている地域間の資金フローである。(2)、(3)の新興国株式、債券への国際資金フローについてみると、中東・北アフリカ情勢、それから日本の震災、原発事故等のイベント・リスクの顕現化によって、一時的に3月の後半に資金が流出したが、足許、新興国の良好なファンダメンタルズが維持される中で、再び資金流入に転じている。そうした中で、(1)のコモ

ディティ関連のファンドへの資金流入も増加している。こうした資金の流れは、新興国の景気拡大とそれに伴うコモディティ実需の増加基調を見込んだものと考えられる。そうした最近の市場の動きをみるにつけ、F e d の幹部はコモディティ価格上昇に伴うインフレ拡大は一時的であるという判断をしているが、それとは異なった見方もあり得るという気が私自身はしている。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国の生産に関して、今日、説明して頂いたデータとはちょっと違うが、先程の震災の影響とも絡んで、地区連銀の景況感指数が、最近、幾つか立て続けに出たが、いずれもちょっと弱い指標が続いていた。震災のサプライチェーン寸断の影響が、米国の生産活動に支障としてやや出始めているという解釈をして良いか。

大野国際局長

短期的なところについては、米国についても、そうだと思う。ただ、米国の場合は、今朝のバーナンキ議長の会見でもあるように、影響は出ているけれども比較的短期的ではないか、限定的ではないかという評価で良いかと思う。それから、ついでに申し上げれば、同じような動きが先程申し上げた台湾、タイ、中国でも、足許の4~6月、そして7~9月にかけては、少し国内の生産についてネガティブな影響は出てくるのではないかとみられている。米国については計数的なものはないが、例えば、台湾であれば、GDP全体について-0.2%ポイントとか、-0.5%ポイント位の短期的な影響は出てくるかもしれないという見方も今出始めている。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

それでは、私からご説明させて頂く。今朝、多くの指標が出て、今お配りした資料－4（参考計表）追加分を元にご説明させて頂きたいと思う。まず、図表 1、輸出入関連である。これは、先般出ている数字であるが、震災後の数値ということで、3月の輸出入の計数が出ている。3月については、前月比、実質輸出で－8.0%と、かなり大きな落ち込みとなっている。輸入は前月比－1.4%と、弱含みである。輸出について、上中下旬に分けて、名目値の前年比をご参考までに申し上げますと、上旬が前年比で＋15%、中旬が＋10%、下旬が－24%と、下旬に急減している。図表 2、これは地域別、財別に示されたものであるが、地域別はいずれの地域も大きく落ち込んでいるということで、あまり大きな特徴はない。財別にみると、自動車関連の3月が前月比－26.6%と、極めて大きな落ち込みとなっている。これは、サプライチェーン分断の影響を最も強く受けたという業種であるので、やはり震災に起因する供給制約が、輸出減少の要因として顕著であると思う。

次に、図表 3、これが先程出た鋳工業生産の数字である。生産の3月の数字をご覧頂きたい。前月比が－15.3%となっている。出荷が－14.3%、在庫が－4.3%と、出荷の方が生産よりマイナス幅が小さくて、在庫を取り崩して対応している姿が窺われる。ここには、業種別に数字は書いていないが、先程公表された資料をみると、やはり輸送機械の生産の落ち込みが一番大きい。前月比で－46.4%となっている。在庫についても、輸送機械は－52.8%と半減なので、やはり輸送機械の落ち込みが大きいというこ

とである。4月、5月の予測指数が出ているが、生産は前月比で4月が+3.9%、5月が+2.7%となっていて、5月の時点で、落ち込んだ-15%の1/3位を取り戻すイメージになっている。私共も、大体3月は10%台半ばから後半位の落ち込みではないかとみていたので、そういう意味で、ほぼみていたとおりである。また、4月、5月の駆け上がりも、月々による振れはあるが、5月で1/3位戻るとみていたので、取り敢えず予測段階では、大体みていたとおりと考えている。ただ、問題は、6月以降がどうかということであって、当然ながら、生産体制の再構築が、どの程度、どのようなペースで進むかが最も大きなポイントと思っている。この点、図表4をご覧頂きたい。4月の上旬時点では、情報はかなり限られていたが、その後少しずつ情報が出てきていて、先行きについての大きなイメージを描くことが可能になってきている。図表4は、経産省が実施した調査——4月の中旬に実施した調査——であるが、(1)は、被災地の生産拠点の復旧の見通しである。一番左のところに既に「復旧済み」とあるが、その中に3本棒があるが、一番左が製造業全体である。大体6割強位が既に復旧済み、そして、夏までに2~3割が追加的に復旧されるという見通しになっていて、7月頃までに9割位の生産拠点が立ち上がり始めるというようなことを示している。ただ、一方で、(2)にあるとおり、なかなか部品・部材の供給が十分にできないということであり、10月頃になれば、8割位が十分な調達ができて、供給体制も震災前に戻る、こういうようなイメージが示されている。これは、恐らく製造業全体としてみると、7月までに生産はほぼ立ち上がって、供給体制が正常化するのとは早くて秋頃といったイメージを示しているのだと思う。私共が企業からヒアリングしている感じでも、そのような感じである。例えば、自動車向けマイコンの主力メーカーに聞くと、ここは6月に量産を開始すると先般公表していたが、私共がヒアリングすると、当初は10%程度の操業度にとどまるということで、供給体制を震災前の水準に回復させるのは秋口位というような感触をおっしゃっていた。こういった時期は、当然ながら、企業が保守的な計画を出す傾向があることは割り引く必要があるとは思うので、確定的

なことは申し上げることはできないが、そうは言っても現時点では、今後の企業の生産体制について、仮に報道されているように夏場の電力面の制約が幾分和らいだとしても、夏にかけて急速に戻るというよりも秋頃にかけて緩やかに、しかしながら着実に戻っていくといったイメージを持っておくことが適当ではないかと考えている。

次に、家計部門について、ご説明したいと思う。まず、図表 5、雇用の数字が今朝ほど出た。職業安定業務統計の有効求人倍率、新規求人倍率をご覧頂きたい。3 月はそれぞれ 0.63 倍、0.98 倍と、横這い圏内の動きとなっている。若干、新規求人は減っているが、今のところ大きな影響が出ている訳ではないということである。労働力調査であるが、これは一点、ご注意願いたいのだが、3 月は被災の 3 県の数字が入っていないので、2 月と 3 月で統計の断絶ができているとご理解頂きたい。ただ、前年比及び前月比については、3 県を除くベースで計算されているということである。就業者については、3 月は $-0.2\%$ 、そして雇用者も $-0.2\%$ と、2 月が若干のプラスであったので、それと比べると、少し下がった形になっているが、統計の断絶もあるし、元々、労働力調査は振れやすいこともあるので、これが実勢を表しているかどうかは分からない。ただ、例えば、就業者についてみると、宿泊業とか飲食サービスが減っているし、新規求人についても細かくみれば、宿泊、飲食サービスが下がっているので、何がしか 3 月にも影響が出始めている可能性はあるかと思う。あと、ミクロ的な情報を踏まえて、一言だけ申し上げておくと、現在、賃金の統計は出ていないが、報道されているところによれば、被災電力会社が大幅な賃金カットを行うという報道がある。その他の被災企業でも賃金抑制の方向性を漏らす先も、我々がヒアリングしているとちらほらみられる。今のところマクロ的にみて、こういう動きが広がっていくというようには考えていないが、今後注意してみていく必要があると思っている。

図表 6 が個人消費である。今朝、家計調査が出ているが、消費水準指数の実質であるが、前年比が 2 月の $+0.6\%$ から 3 月は $-8.0\%$ 、前月比が $-4.2\%$ と、かなり大きな落ち込みとなっている。中身をざっとみたと

ころ、やはり自動車販売とか、パック旅行、あるいは飲食といったところが落ちていて、世の中で落ちていると言われているところが大体落ちている。一方で、カップ麺などは増えているので、これも状況を表していると思う。販売統計は、昨日出たものであるが、これは、例えば、小売業販売額が前年比-9.4%、前月比も-8.3%と、かなり大きな落ち込みになっている。特に、百貨店の落ち込みが大きい。さらに、外食産業は前年比-10.3%と、相当大きな落ち込みになっている。私共はマインドの委縮が3月の消費に影響を与えたと思っていて、この辺りは4月に入ると少しずつ戻ってくると期待しているが、5月のゴールデンウィークについて、大手の旅行会社の予測では、前年比で3割位落ちるのではないかという見通しも出ているだけに、当面の消費動向については、注意してみていく必要があると考えている。

最後に、図表7、物価である。これも先程出た数字であるが、全国CPIであるが、3月が総合除く生鮮で-0.1%と、2月に比べてマイナス幅が縮小している。除く生鮮・高校授業料では、2月の+0.2%から3月は+0.4%である。一方、除く食エネ・高校授業料は、2月の+0.2%から3月は+0.1%と、若干プラス幅が縮小した。これは、大体みていたとおりであって、その結果、図表8にあるとおりの物価指数の年度計数であるが、CPI（除く生鮮・高校授業料）は2010年度-0.3%ということで、1月の中間評価時点の-0.3%と同じ数字で着地した。図表7、東京について、4月であるが、除く生鮮で-0.3%から+0.2%と、プラスに転化しているが、多くはやはり高校授業料の影響が剥落したということである。高校授業料まで除くと——除く生鮮・高校授業料は——+0.2%と、3月から若干の上昇になっている。これも、大体みていたとおりの数字である。物価については、震災で供給制約となって、かなり上昇するのではないかという見方もあったが、少なくともCPIをみる限り、そういった動きは今のところ出ていない。巷間、特売がなくなったということが言われて、人々が感じる物価が上がっているのではないかという見方もある。それは、そうかもしれないが、CPIの落ち着きには、それが反映されにくい物価指

数作成上の問題もあるかもしれないが、より本質的には次のような点が影響していると考えている。一つ目に、供給ショックが出発点とはいえ、やはり、足許、消費などを中心に需要の落ち込みが大きい。サービスや高額品などにおいて、物価下落圧力が強まっているということである。二つ目に、企業や小売が、震災という特殊事情も考慮しつつ、顧客との長期的関係を重視して、物価引き上げよりも数量割り当てという方策を取っているということである。三つ目に、それにも関連するが、今回のショックは、基本的には一時的であって、その分、企業・家計のインフレ期待に目立った変化は生じていない。こういうことが影響しているのではないか。その結果、物価が目立って上がっていないということではないかと考えている。私からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

先程の賃金抑制の動き——ミクロ情報——を確認させて頂きたい。一部にみられるが、マクロ的な広がりについてはこれからだというお話だったが、一部にみられているのは、被災地の企業か、それとも他か。

前田調査統計局長

実際に私共が聞いているのは、かなり大きな被災を受けた企業で、電力会社もああいったことであれば、少し抑制の方向で考えても良いかなという、そういう程度である。従って、今のところ被災を受けない企業まで広がっていくとは考えていないが、被災を受けた企業も少なくないので、そこは念を入れて注意してみていく必要があるということである。

白川議長

4月の東京の消費者物価だが、3月から4月への上がり方という意味で、



除く生鮮・高校授業料をみると、0.0%から+0.2%であるな。これは、多分、四捨五入の関係もあるから、正確に下二桁がどうか分からないが、何か印象として3月から4月への上がり方が少し大きいのではないかと思う。これは何かあるか。

前田調査統計局長

正直、精査し切れていないが、除く食エネ・高校授業料をご覧頂きたい。これは、生鮮だけでなく、食エネ全体まで除いたものである。除く生鮮・高校授業料には、ガソリンなどが入ってくるので、それが上がって0.0%から+0.2%。逆に、それを除くと——いわゆるコアコアと言われていた部分が——、+0.2%からむしろ0.0%に若干下がっている。どうやら被服や宿泊のようなものが、4月はむしろ弱かったということである。この辺りも併せてみると、物価の基調が大きく上がる方向に変わっている訳ではないと思う。先程、白川議長のご質問があったところは、基本的にエネルギーあるいは一部加工食品、この辺りで上がっているとお考え頂いた方が良いと思う。

白川議長

除く生鮮・高校授業料と、除く食料・エネルギーの比較はそうなのだが、例えば除く食料・エネルギーでみても、3月から4月へは-0.3%から0.0%であるな。これの0.3%は全て…。

前田調査統計局長

これは、高校授業料の押し下げがなくなったということである。

白川議長

分かった。

中村委員

被災地の生産の復旧とかサプライチェーンの問題であるが、一部まだ色々分からないと言われたが、見通しというか、復旧のペースは大体掴んでいるのか。それと、一つあるとすれば、この仕上がり具合に対してのリスクというか、不確実性があるとすれば、どういうポイントが考えられるのか。

前田調査統計局長

ほぼ見通しが立っているかと言うと、なかなかそこまで言いがたいと思う。現時点でも、不確実性は極めて大きいと思っている。4月の下旬に比べれば、情報はかなり増えてきているので、企業自身も何が問題かというところが分かってきたという状況である。何が問題かは企業によって相当違うが、例えば、半導体の企業で言えば、核となる設備機械の調達になかなか目途が立たない。今のところ夏位までに調達できることを前提に走っている訳であるが、やはり高度な機械であるので、直ぐにできる訳ではないので、それはどういうタイミングで調達できるかがなかなか読めないというような話を聞いている。もし遅れるとしたら、そういうようなところに影響が出てくるのではないか。逆に、先程申し上げたように、大体、企業はこういう時には慎重におっしゃるので、むしろ少し早まる可能性もあるのではないかと思う。大体の企業については、サプライチェーンの復旧がイメージしていたより遅れているという感じではなく、通常よりも3倍、4倍のスピードでやられているというイメージではないかと思う。ある大手企業のトップは、普通1か月かかるところを「3日でやれ」と言ったら本当にできたというようなことをおっしゃっていた。そういうような企業の取組みがこれからも進んで、どちらかと言うと、少し早めに進んでくれるのではないかと期待を持ってみているところである。

白川議長

他にご質問ないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

資料-5 参考計表をご覧頂きたいと思う。まず、図表 1 であるが、家計・企業のインフレ予想である。前回決定会合以降出ているのが、(2)消費動向調査である。ご覧のとおり、1年後の予想インフレ率が3月分は+2.1%まで上昇してきている。この指標は現実の物価にかなり敏感に反応するので、このところの国際商品市況の上昇を主因に先程のCPIにもあったが、ガソリンなどの小売価格が上がってきているので、それを反映していると考えている。

図表 2 (2) がESPフォーキャストによるCPIの見通しであるが、4月調査で+0.3%となっている。3月の+0.2%よりは幾分上方修正であるが、国際商品市況の上昇の影響が十分織り込まれていないような感じがまだある。その直ぐ下の新基準では、2011年度、2012年度ともに-0.2%と、マイナスが続く予想になっている。この間、中長期のインフレ予想であるが、(3)、(4)のエコノミスト予想、さらに図表 3 (2) の市場レートに反映された情報でも、総じて安定的に推移していると評価できる。インフレ予想は、以上である。

次に、資金調達コストである。図表 6、CPの発行金利であるが、(2)のスプレッドで見ると、a-1+格、a-1格で、震災前の状況に足許は戻っている。なお、a-2格以下についても、個別銘柄によるばらつきの範囲内であり、市場の実勢そのものは落ち着いていると評価している。次に、社債の発行スプレッド、図表 7 をご覧頂きたい。(2) であるが、4月中の発行は、スプレッドの評価対象としている一般事業法人では、日産1件だけであった。スプレッドが38.0bpであり、前回たまたまちょうど1年前であったが、6bp上昇している。逆に言えば、その程度の上昇で済んでい

るということである。当初 60～70bp と言われていたのに比べ、かなり低レートであり、かつ金額もむしろ増えて発行できているので、それなりにしっかりとした投資需要が存在しているとみている。今のところ、発行案件そのものはまだ少ないが、社債市場は徐々に正常化に向かっているとみて良いと考えている。

次に、資金調達量、図表 9 の中段であるが、銀行貸出が、3 月の平残は前年比でご覧のように -1.6% になっている。ただし、震災後は資金需要が増加しており、これに銀行も基本的に貸し応じているので、この -1.6% に対応する 3 月の末残は -0.9% と、急速にマイナス幅が縮小している。4 月は、これが平残で効いてくるので、4 月の数字はイメージが大分変わってくる予想される。それから、CP については、これは元々末残の計数であるが、3 月は -0.4% となっている。4 月も発行環境に特に問題なく、前年比ゼロ近傍で推移している。他方、社債は図表 12 であるが、4 月分の発行がご覧のように 2,000 億円弱ということで極めて低水準にとどまっている。ただ、先程も申し上げたように投資家の需要そのものは健在であるし、銀行が積極的な融資姿勢を続けているので、社債発行の少なさが企業の資金面の制約をもたらしているという訳ではない。それから、図表 13 のエクイティファイナンスについても、足許は低調という状況である。

次に、資金繰り等に関する DI をみておく。図表 14、資金繰り DI のうち、資料配付後に出た新しい指標を二つ、口頭で申し上げる。まず、中小企業（商工中金）であるが、この 3 月分の -2.0% ポイントに続く 4 月分の数字が -9.9% ポイントとなっている。それから中小企業（日本公庫）の 3 月分の -0.8% ポイントに続く 4 月の数字が -4.8% ポイントである。いずれも震災後の調査であり、中小企業の資金繰りがやや厳しくなってきたということが計数面からも徐々に確認されつつある。ただし、金融機関の貸出姿勢そのものについては、特に厳しくなっているという感じは出ていない。例えば、中小企業（日本公庫）も、3 月の 22.6% ポイントに次ぐ 4 月分は 22.4% ポイントと、ほとんど変わっていない。それから、

図表 15 は日銀の貸出アンケートであるが、貸出運営スタンスをご覧いても、ほとんど横這いである。

それから次に、図表 18、企業倒産関連指標である。企業倒産については、3 月分が件数で 1,183 件、金額で 2,702 億円と、いずれも前年を 1 割下方回っている。なお、このうち震災関連倒産であるが、件数で 3 月は 6 件、金額は 148 億円となっている。

最後に、マネー関連で、図表 20、マネースtockであるが、M2 の前年比は 3 月分が +2.7% と、前年比の伸び率が幾分高まってきている。資金需要の増大、あるいは流動性選好の高まりによると考えている。それから日銀券の発行残高についても、3 月は +3.7% と伸びが高まっている。この数字には金融機関の保有分も入っているので、みずほのシステム障害への対応で金融機関が手許を厚くした要因もあるようである。指標の説明は以上である。

簡単に纏めると、以下の三点かと思う。第一に、震災後企業の資金需要が増大しており、金融機関もこれに応じているので、実際に貸出量やマネーが増え始めている。この点は平残ベースでは 4 月の計数により明確に表れてくると考えている。それから第二に、C P の発行環境が震災前と変わらない状況になっているほか、社債の発行環境についても徐々に正常化に向かっていると考えられる。しかしながら、第三に、中小企業を中心に、一部企業の資金繰りに厳しさがみられるという点については、引き続き注意を要すると思われる。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

西村副総裁

E S P フォーキャストの 2010 年度は、なぜこのような数字になっているのか。聞き方に問題があるか。E S P フォーキャストを年度で聞いた時に、現基準の 4 月調査で -0.8% であるが。

門間企画局長

これはC P Iであり、ちょっと弱めではある。先程申し上げたとおり、足許についても商品市況の上昇が十分反映されているという感じはないということである。

白川議長

他にご質問はないか。

Ⅲ. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領の制定等」に関する執行部報告(資料-6)

白川議長

それでは次に、被災地金融機関支援オペ及び担保適格要件の緩和に関し、執行部からの説明をお願いします。前回の会合では、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、そのための骨子素案を取り纏めた。また、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とした。そのうえで、議長から執行部に対し、これら二つの措置について、具体的な検討を行い、本日の会合において報告するよう求めた。ここで、執行部からその後の検討状況について、報告をお願いします。なお、本件については、執行部からの報告の後、これに対する技術的な質問、確認の時間を取るが、今後の対応については、次の討議のラウンドで議論をしたいと思います。それではお願いします。

梅森企画局審議役

それでは、追加配付させて頂いた資料-6「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』の制定等について」に沿ってご

説明申し上げる。ただ今、白川議長より話のあった、二つの措置の検討結果とそれを踏まえた基本要領の制定と、実施に向けた所要の対応案についてご説明する。まず、被災地金融機関支援オペに関する検討結果であるが、前回会合において金利0.1%、期間1年等々の骨格が取り纏められた。本オペについて、追加的な検討が必要な事項は三つある。まず、系統金融機関への資金供給方法である。信金、信組、労金、農林・漁業系統といった系統金融機関については、それぞれの中央機関との調整を踏まえて、共通担保オペの非対象先や、非当座預金取引先についても、各中央機関を通じて資金供給を行うこととしたい。このため、本オペの対象先は、被災地に貸出業務を行う営業所等を有する被災地の金融機関、またはこうした被災地金融機関を傘下の会員とする系統中央機関で、共通担保オペの対象先のうち、希望する先とすることが適当と考える。次に、貸付限度額の設定である。対象金融機関の被災地の貸出残高について、調査を行った。それを踏まえて、貸出残高——系統中央機関については自己及び傘下を含む——のシェアに応じて貸付総額の1兆円を割り振り、オペの対象先ごとの貸付限度額を設定することとしたい。2頁であるが、本件の貸出の調査に基づいて試算をしたところ、現時点で、極端な貸付限度額の集中はみられないが、念のため、1先当たり1,500億円の上限額を設定しておきたいと考える。次に、貸付受付期間である。本オペの目的が被災地金融機関の初期対応支援であるので、貸付の受付期間は半年、2011年10月末までとすることが適当と考える。その場合、本オペの実施期間は、貸付期間の1年を加えて、1年半後の2012年10月末までということになる。

次に、措置の二つ目である担保適格要件の緩和に関する検討状況についてご報告する。本件につき、具体化が必要な事項は以下のとおりである。まず、対象金融機関については、本件の目的に鑑み、当座預金取引先のうち、被災地の金融機関になろうかと思う。次に、担保の利用範囲については、被災地金融機関の資金調達余力の確保、担保利用の効率性向上、及び円滑な事務遂行の観点から、本件担保は、多様な本行与信に利用できる共通担保として差し入れることが適当と考える。次いで、本措置の適用期間

であるが、本措置と支援オペはともに被災地金融機関の初期対応支援という点で共通しているため、適用期間は、被災地金融機関支援オペの実施期間と合わせることにしたい。すなわち、1年半後の2012年10月末までということになる。次に、対象となる担保種類である。被災地金融機関の保有資産を勘案し、被災地に関連した債務を対象として緩和を行うことにしたい。すなわち、まず、被災地に事業所等を有する被災地企業の社債、手形及び証書貸付債権、次に、被災地の地公体に対する証書貸付債権、そして、被災地の地公体が全額出資している法人のうち、被災地に事業所等を有する先に対する証書貸付債権の三分野である。それぞれについて、考えられる適格要件の緩和内容とリスク管理面の工夫は次のとおりである。

まず、被災地の企業であるが、これは、外部格付けを取得している先としていない先の二つに分けて考えることが適当と考える。まず、格付けを取得していない先であるが、担保の信用力を確保しつつ、可能な限り広い範囲の企業債務を対象とする観点から、外部格付けを取得していない被災地企業については、信用力の基準を緩和し、被災地金融機関の直近の自己査定において、正常先に区分されている企業の手形及び証書貸付債権を適格とすることが考えられる。その際、こうした企業の信用力には相当な幅があるので、本行財務の健全性を確保する観点からは、担保掛け目は保守的に設定したいと考える。具体的には、その表の太枠であるが、1年以内81%のところから、期間が長くなるに従い低下し、7～10年のところは25%と設定することが適当と考える。また、(注)であるが、手形については、このうち1年以内の掛け目を適用することが適当と考える。さらに被災地では、平時に比して、一部の債務者の信用力の変化が自己査定に反映されるまでの期間が長くなる可能性がある。このため、正常先基準による担保の差入れは、それぞれの金融機関の担保総額の5割以内とする量的な制限を設けることが適当と考える。続いて、外部格付けを取得している先である。被災地の企業のうち、外部格付けを有する企業の社債や証貸債権については、通常A格相当以上としているが、これをBBB格相当以上まで緩和することが適当と考える。その際の担保掛け目については、昨年



末まで企業金融支援の観点から使用していた同等格付けのものがあったので、これを適用することが適当と考える。その場合、量的な制限は当然設けない、ということで宜しいかと思う。社債の掛け目については4頁の上段に掲げたとおりである。1年以内の97%からそれぞれ年限区分ごとに設定している。証貸債権についても、1年以内93%から、7～10年にかけて低減するような掛け目の設定が適当と考える。次に、被災地の地公体に対する証貸債権である。本カテゴリーについては、通常は、公募地方債の発行団体であることや、貸付金利が競争入札で決まることなどを条件としているが、担保の範囲を拡大する観点から、こうした要件を適用しないことが考えられる。その際には、やはり本行財務の健全性を確保する観点から、担保掛け目は保守的に設定したいと考えている。具体的には、下の表であるが、1年以内87%から、7～10年の65%にかけて低減するような掛け目の設定が適当と考える。最後に、被災地の地公体が出資する法人に対する証書貸付債権である。本カテゴリーについて、現在、適格担保とはしていない。しかし、これについては、被災地に事業所等を有する被災地企業に対する証書貸付債権と同様の扱いとすることが適当と考える。具体的には、自己査定において正常先に区分されていること、それから、これは証貸一般に共通する要件であるが、残存期間が10年以内であること、その際、本行財務健全性の確保からの配慮としては、保守的な掛け目を設定し、差入れ上限を設定することが適当かと考える。

以上のような検討結果を踏まえて、支援オペ、それから担保要件の緩和を実施するために、三つの基本要領等を制定することが考えられる。8頁をご覧ください。今回の付議文は以下のとおりである。「『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基本要領』の制定等に関する件。東日本大震災にかかる被災地の金融機関を対象に、適切な金融調節の実施を通じて、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とともに、今後の被災地の金融機関の資金調達余力を確保する観点から、下記の諸措置を講ずること」。記の1.は、支援オペの基本要領である。2.は同オペの対象先選定の基本要領である。3.は担保要件緩和

の特則である。9頁以下に規程案が記してあるが、大部であるので、読み上げは省略させて頂く。恐縮であるが、5頁にお戻り頂きたい。5.の今後の予定である。本件、ご決定頂ければ、まず、支援オペについては、基本要領は本日より実施し、オペ対象先の選定や約定の締結など、所要の準備を急ぎ、概ね5月後半からオペを開始する方向で準備を進めたい。具体的に、今想定しているのは、オペ先の金融機関が円滑に対応できることが前提ではあるが、5月9日にオペ日程を公表し、17日にオファー、23日に資金決済という日程を目指している。次に、担保要件緩和については、支援オペの開始に合わせるべく、本行内の態勢準備を早期に進め、5月中には担保の受入れを開始する方向で準備を進めたい。具体的には、5月9日にスケジュールを公表し、5月23日に担保審査の受付開始を目標としている。

最後に、本件ご決定されれば、その内容のポイントを纏めた概要資料を公表し、対外説明に使用したいと考えている。6頁は新オペの概要である。この前の骨子素案について、今回の検討内容を加味したものとなっている。7頁は担保適格要件緩和の概要であり、ただ今ご説明申し上げたことをコンパクトに纏めてある。私からの報告は以上である。

白川議長

何かご質問はないか。

#### IV. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

それでは、これから金融経済情勢及び当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は、政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付して頂きたい。

[執行部より「経済・物価情勢の展望」(案)を配付]

## 門間企画局長

宜しいか。それでは、まず計数のご説明からしたいと思うので、16 頁を開いて頂きたい。(参考 1) の表である。実質 GDP の成長率の見通しであるが、2011 年度は大勢見通しで +0.5~+0.9%、中央値が +0.6% である。2012 年度については +2.7~+3.0%、中央値が +2.9% である。国内企業物価指数については、2011 年度は +1.6~+2.6% で、中央値が +2.2%、2012 年度は +0.3~+0.7% で、中央値が +0.6%。最後に、消費者物価指数であるが、2011 年度は +0.5~+0.8% で、中央値が +0.7%、2012 年度は +0.5~+0.7% で、中央値は同じく +0.7% である。この計数を踏まえて、事前にお配りした資料に入っていない文章の先行きの部分も含めて、これから文章の中身を簡単にご説明する。

1 頁に戻って頂いて、「1. はじめに」であるが、今回は 2012 年度までの日本経済の見通しを点検するに当たって、三つの視点を持つておくことを念頭に置いている。その三つであるが、第一に、震災による経済への下押し圧力は、基本的には供給面のショックとして現れていて、震災前まで日本経済の回復を支えていた基本的な条件に大きな変化はないという視点である。二番目に、震災の影響が時間の経過とともに変化していくということである。それから三番目に、これらの震災の影響の現れ方については、その時期や規模を含め様々な点で不確実性が大きい。このため、先行きの経済・物価動向を見通すに当たっては、中心的な見通しだけではなく、従来以上にリスク要因を注意深く点検していくことが重要である、という三つの視点である。

2 頁目は海外経済及び国際金融資本市場、さらに 4 頁目は我が国の金融環境であり、5 頁目は経済情勢の足許までの状況である。さらに 6 頁目に先行きの見通しが書いてある。「今後の経済の見通しは、電力を始めとする様々な供給面の制約が、いつ、どの程度のペースで解消していくかに大きく依存する。そのうえで、先行きを展望すると」というところであるが、「わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる」と、シャドー部分が新しく入った文章である。サプライチェー

ンの再構築にはある程度の時間がかかる。それから、「電力需要がピークを迎える夏場には経済活動に対して相応の制約となる可能性がある。しかし、秋口以降は、サプライチェーンの再構築も一段と進むとみられることから、電力の需給逼迫が改善に向かうもとの、供給面の制約は和らいでいくと見込まれる」ということである。その結果になるが、下の方の 2011 年度前半は、「下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけては、「年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い」という判断である。2012 年度入り後は、「輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる」という判断である。

以下、企業、家計と分けて書いてあるが、そこは省略をする。8 頁目の、以上を踏まえた物価の情勢であるが、まず、先行きの物価を巡る環境になるが、個別の財やサービス市場については、震災の影響による供給制約が物価上昇圧力になる可能性があるとは判断しているが、マクロ的な需給バランスについては、供給面の制約もあるが、同時に需要も減退するというところで、短期的には不確実性が高いと判断している。もっとも、「やや長い目でみれば、景気が緩やかな回復経路に復していくに従って、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくと考えられる」ということである。中長期的な予想物価上昇率については、「見通し期間においても安定的に推移する」と想定している。国際商品市況については、「先行きについても、緩やかに上昇を続ける」という想定である。以上が環境であり、これを前提にした物価情勢の先行きだが、「国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとの、国際商品市況の上昇を反映し、見通し期間を通じて上昇が続くと見込まれる」という判断である。消費者物価についても、「マクロ的な需給バランスが基調的にみて改善していくことから、消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる」ということである。これが、16 頁の+0.7%、+0.7%に対応する表現である。

次に、上振れ・下振れ要因であるが、景気に関しては四点、不確実性を列挙している。まず一番目であるが、「今回の震災がわが国経済に与える影響については、不確実性が大きい」。震災の影響における不確実性である。「供給面の制約が解消する時期」、それから10頁目になるが、「毀損した資本ストックを復元していく動き」、さらに「マインドを通じた影響」等々について、不確実性が大きいということを記載している。二番目だが、「中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持される」ということを想定しているので、「震災を契機とした企業や家計の成長期待の変化」がないかどうかということにも注意を要するということである。それから三番目が、海外経済の動向を巡る不確実性である。米国経済、それから欧州、新興国・資源国経済について、順に記載している。それから四番目だが、「国際商品市況が一段と上昇した場合の影響についても注意が必要」である。以上、四点が景気に関する不確実性であった。

12頁になるが、以上の不確実性に即応して、物価についても上振れ・下振れ要因があるということ、最初のパラグラフで記載している。このほか、物価に固有の要因として二つ掲げていて、第一に、「企業や家計の中長期的な予想物価上昇率」を巡る不確実性である。「先行きにかけて、回復経路に復していくと考えられるが、景気回復のペースは緩やかなものに止まる」と考えているので、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、物価、賃金に関して、下方圧力が強まる可能性があるということである。それから第二に、輸入物価の動向についても不確実性がある。とりわけ、「原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上下両方向に不確実性が大きい」ということである。

それから、以上を踏まえて、最後に金融政策運営であるが、日本銀行が震災以降行ってきた政策運営、それから本日ご議論頂く被災地の金融機関を対象とした支援オペ等について、最初のパラグラフで記載している。そして、その下の方であるが、「『中長期的な物価安定の理解』については、今回の会合において点検を行った結果」、ここはこれからご議論頂くので空白になっている。一応この「物価安定の理解」が従前とあまり大きくは

変わらないという前提で以下書いているが、第1の柱の点検であるが、相対的に蓋然性が高いと判断される見通しであるが、「わが国経済は、震災の影響により、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる。もともと、供給面での制約が和らぎ」等々の理由によって、「2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくと考えられる」ということである。それから物価面では、「消費者物価の前年比は、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる」ということである。「こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、『中長期的な物価安定の理解』に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる」という判断である。それから第2の柱のところについては、先程申し上げた景気・物価の上振れ・下振れ要因を改めて纏めている。そのうえで、15頁、最後になるが、「以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる。ただし、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要がある」という判断を示している。「先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、『包括的な金融緩和政策』を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく。今後とも、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上で、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」というのが纏めである。以上である。

白川議長

中身は別にして、これに関して技術的に何かご質問はあるか。

山口副総裁

少し宜しいか。この「リスク・バランス・チャート」については、どう  
いう評価をしているのか。

門間企画局長

17 頁であるが、特徴点を若干申し上げると、(1) 実質GDPの 2011 年  
度であるが、前回、中間評価の部分が白いチャートとなり、今回のものが  
グレーの部分である。ご覧のように左側に分布がずれていて、かつ頭が少  
し下がっており、少し左の方に分布が広がっているということで、下振れ  
リスクが多少高く、かつ不確実性が大きいということを反映している  
チャートになっている。

西村副総裁

消費者物価の 2012 年度は、さらにその傾向が強いように思うが、これ  
はどのようなふうに判断するのか。

門間企画局長

2012 年度については、さらにその傾向が強いというよりは、これはむ  
しろ前回対比で若干中心が上の方に出ているので、必ずしも不確実性が高  
まっているという感じがしない。ここに関しては。

西村副総裁

中央値というか、大勢見通しの平均とずれているので、逆にここを中心  
としてみると、下振れリスクが高いというようにみるのが自然なように思  
うのだが。

門間企画局長

そうであるな……。

西村副総裁

少しこれは難しく、作り方に微妙なところがある。単純に分布だけを見ると、そのとおりなのだが。

門間企画局長

厳密に計算すると、2012年度については、おっしゃるとおり左側に落ちる可能性が高いというようには一応なっている。目でみてなかなか分かりにくい、一応おっしゃったような絵にはなっているということである。

野田委員

不確実性というよりは、リスク・ウエイトが少し下の方に寄っているという感じであるな。

西村副総裁

そうみた方が確実であるな。

門間企画局長

あまり変わらないが、一応計算すると、2012年度については、下の方に落ちる確率が56%で、上の方が35%であるので、下の方に落ちる確率の方が高いという計算になっている。なかなか目でみると分かりにくいのだが、計算するとそういうことになる。

白川議長

今のは、2012年度の消費者物価であるか。

門間企画局長

そうである。



白川議長

他にご質問はないか。

## V. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは、討議に入りたいと思う。本日は金融経済情勢と展望レポートの評価、中長期的な物価安定の理解、及び金融政策運営方針について、1ラウンドでお一人7分程度を目途にご発言をお願いする。金融政策運営に関しては、次回決定会合までの金融政策運営方針に加え、先程、執行部から報告のあった被災地金融機関支援オペ及び担保適格要件の緩和に関するご意見も合わせてご発言を頂きたい。本日のご発言の順番である。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、山口副総裁の順番である。それでは、宮尾委員からお願いする。

宮尾委員

まず、経済・物価情勢の現状認識に関して、海外経済から簡単に触れておく。米国経済は、引き続きバランスシート調整の重石を抱えつつ、回復を続けている。好調な企業決算を背景に株価は上昇基調を維持しており、個人消費も堅調である。一方で、住宅部門は引き続き低調であり、一部の地区連銀の製造業景況感指数では若干弱い指数が出始めており、日本の震災の影響が、一部米国の生産活動に出始めている可能性も窺われる。また、ガソリン価格高騰を背景としたインフレ懸念にも注意が必要である。こうした中、昨日のFOMCにおいて6,000億ドルの国債購入プログラムは予定どおり6月に終了する見通しとなり、また、引締めは急がないことも会議後の記者会見において示された。こうしたFedの緩和継続スタンス、及び先般の米国債格付けの引き下げ見通しなどを背景に、米国債金利は足許若干低下基調にある。この動きは、好調な株価動向との乖離した動きとも解釈でき、やや気になっている。ちょうど一年前、米国の経済見通しが楽観から悲観へと大きく転換した当時のマーケット状況を彷彿とさせる

面もあり、今後の動向をより注視していきたい。

欧州経済は、中心国と周縁国のコントラストがよりはっきりする形で、全体として緩やかな回復が続いている。欧州ソブリン問題については、一部高官の発言などによって、ギリシャの債務再編の可能性が意識され始めるなど、欧州問題のリスクがやや蓄積されている様子が窺われる。

アジア新興国経済は、高成長を続けており、特に中国については内需・外需とも高い伸びを示している。新興国に共通するインフレ懸念の高まりと、それを受けた金融引締めの影響、再び活発化し始めた資本流入の動向など、引き続き注意していきたい。

一方、我が国の経済・物価情勢であるが、我が国経済は、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が続いている。この点は、鉱工業生産、実質輸出、大口電力需要など、若干のハードデータからも確認できる。また、支出面では、企業の設備投資関連において、震災後実施された各種アンケート調査などから企業マインドは大幅に悪化しており、設備投資は弱めの動きになっている可能性が高いとみられる。個人消費関連では、外食や旅行などを中心に、マインド悪化や過度の自粛、風評被害などを背景に消費抑制の傾向が顕著になっているほか、消費者コンフィデンスも大幅に悪化している。このように、足許の経済情勢は、生産、輸出、設備投資、個人消費など、供給・需要の両面から強い下振れ圧力に晒されている。

物価動向であるが、国際商品市況の上昇を映じて輸入物価や国内企業物価は上昇している。国際商品市況については、原油価格が引き続き上昇している一方、非鉄金属や穀物はこのところ横這い圏内の動きとなっている。こうした状況のもとで、消費者物価（除く生鮮食品）の上昇率は、輸入物価の上昇と需給ギャップの縮小傾向の動きを映じて、持ち直し基調が続いている。

この間、金融環境については、総じて緩和的な状況が続いている。本行による潤沢な資金供給の結果、短期金融市場の金利は引き続き低位安定しているほか、社債市場についても、社債発行の件数こそ少ないものの、徐々

に発行に前向きな姿勢もみられ始めている。企業の資金繰りは総じて改善しているが、中小企業の一部には資金繰りが厳しい先もみられている。以上が、足許の経済・物価情勢である。

続いて、展望レポート及び先行き見通しについて申し上げる。我が国の今後の二年間の中心見通しに関して、今回取り纏められた展望レポートの記述内容に基本的に違和感はない。すなわち、我が国経済は、2011年度前半は供給面、需要面の双方から、下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけて、供給面の制約が徐々に解消されるにつれ、景気は緩やかに回復していく。2012年度に入って、輸出・生産を起点とする自律的な回復メカニズムが作用し始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も出てくるため、潜在成長率を上回る成長が続くとみられる、という見通しである。

この中心見通しについて、震災前に想定していた経路との対比でみると、議論になっているような供給制約が相応の期間継続する結果、企業収益や家計所得は追加的、持続的に圧迫されると考えられ、また国際商品市況がより高い水準で推移するという想定のもとで、交易条件の悪化も継続的に重石として加わる。以上のような結果、震災前に想定していた経路にV字回復していくという姿はなかなか描きにくく、その回復はあくまでもより緩やかなものであり、震災前の見通しとレベルで比較すれば、より下方にシフトした経路を辿るとみている。

この間、消費者物価（除く生鮮食品）の動向については、需給ギャップが当初悪化し、その後、徐々に改善に向かう中、大幅な原油高などが作用して、全体としてはプラス圏で推移する見込みである。2012年度は、原油価格の対前年上昇の影響が弱まるため、前年比プラスでは推移するものの、プラス幅は若干縮小するとみている。本年8月に予定されている基準改定の影響——およそ0.5%程度の方改定と見込まれているが——を含めると、2012年度の消費者物価（除く生鮮食品）は、それを合計して考えるとゼロ近辺にまで下落するのではないかとみている。

次に、リスク要因であるが、やはり供給制約の解消時期に関して不確実

性が高く、後ずれするリスクが相応にある点に注意が必要である。サプライチェーンの混乱の解消度合いは、業種によって区々ではあるが、足許までのヒアリング情報などから判断する限り、震災前の正常レベルに戻るのには秋以降となる可能性が高いと思われる。また、夏の電力不足に向けた各種の準備や対策も現在進められているが、いずれにしても夏の電力不足の制約は存在すると考えられる。これらの結果、世界経済の成長率がたとえ高くとも、輸出の伸びという本来の果実を十分には受けられず、また、これを機会に、海外への生産移転を進める先や、リスク分散の観点から海外での生産や設備投資を積極化させる先も出てくるとみられる。

また、供給制約が長期化すると、企業収益や雇用者所得に持続的な下押し圧力がかかり、これが景気をさらに悪化させることになる。このように、供給制約が長期化することで、生産・輸出を起点とした自律回復の力がより弱まるリスクにも注意が必要である。また、この間、原発事故の長期化に伴うマインド悪化とそれがもたらす需要の下振れにも注意している。放射能汚染との連想で風評被害を足許で惹起しているほか、ジャパン・ブランドの失墜を映じて企業収益や雇用者所得の下振れに繋がるリスクも考えられる。この点は、既にリスクは顕現化しているとも言える。原発を含めた将来の不確実性そのものが、より慎重な企業・家計行動を誘発する面にも注意が必要である。以上、全体として、景気に関しては下振れリスクをより意識している。

また、物価に関する固有のリスク要因としては、CPI基準改定の予想インフレ率へ及ぼす影響が考えられる。基準改定が実施される夏の時点では、下方改定される結果、漸くプラスに浮上してきたCPI上昇率が再びマイナスに転じるという可能性も否定できない。タイミングとしては、電力不足やマインド悪化などが景気を下押し続けている時期と重なる。その結果、国民にとってデフレへ逆戻りするのではないかというような意識が強く作用する可能性も懸念され、それが人々の予想物価上昇率を押し下げることがある点についても注意が必要とみている。

続いて、物価安定の理解に関する意見を申し上げる。「中長期的な物価

安定の理解」の点検のポイントであるが、従来から言われているのりしろ、国民の物価観、バイアスの三つの観点がある。いずれの観点も詳しい論点がそれぞれあるが、今回点検をした結果、私自身一年前に提案した「中長期的な物価安定の理解」の三つの観点について評価に変更はなかった。そういったことから申し上げますと、私の「中長期的な物価安定の理解」は、昨年4月に表明した値、すなわち、消費者物価指数で前年比+0.5~+2%の範囲、中心は+1%よりも幾分上ということになっている。

それでは、最後に金融政策に対する意見を申し上げます。前回決定会合では、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が、より多くの情報を集めて今回の展望レポートの見通しを作成し、そのうえで政策判断を慎重に固めたいと申し上げた。従って、今回、その検討した結果を申し上げます。

まず、検討のポイントの第一は、景気・物価の見通しに照らし合わせて、追加緩和の必要性は高まっているかという点である。中心的な見通しとしては先程申し上げたとおりだが、特に景気面での下振れリスクを強く意識しており、物価面でも、物価安定の理解の水準に到達する時期は、震災前の中心見通しと比較して、後ずれする可能性が相応にあるとみている。従って、以上の考察から判断すると、この観点からはもう一段の追加緩和の必要性は高まっているのではないかと判断される。

ポイントの第二は、取り得る政策オプションは何かという点である。追加緩和のオプションとしては、まず資産買入等の基金の増額かあるいは時間軸の強化かといった大枠での選択肢がある。次いで、もし基金の増額であれば、購入する資産の種類と額をどうするかという問題がある。基金の増額に関しては、3月の決定会合で追加緩和を決定した際に市場規模等の執行部説明があり、それを勘案すると、リスク性資産であるCP・社債、あるいはJ-REITについては、追加買入れ可能額が限られているという報告があった。従って、その面からは、国債あるいはETFが今現在の中心的な候補となり得るが、一方で、リスク量の観点からみると、ETFのリスク量は膨大であり、特に震災後の株価の急激な変動を受け、ETF

が持つ潜在的なリスク量はさらに拡大しているとみられる。この点も考慮に入れなければならないと思っている。

ポイントの第三は、追加緩和の効果波及経路と副作用についてである。効果波及経路については、日本のかつての量的緩和政策、あるいは現在の包括緩和政策、そして今進行中の米国の量的緩和第1弾・第2弾の経験があり、これまでの実証研究等の結果から、これらの非伝統的な政策パッケージには、マクロ政策の観点からは、比較的共通してリスク・プレミアム縮小、株価上昇といった経路を通じた景気下支え効果が発揮されてきたと理解できる。ただし、この効果波及経路の評価は、政策パッケージ全体としての評価であることには注意が必要で、どのパーツあるいはどの政策オプションがより効果的かといった区別をするまでには、私自身現在至っていない。一方で、非伝統的政策の副作用については、通貨の価値や信認を低める側面、あるいは民間債務の信用リスクや価格変動リスクを中央銀行が負担するという財政政策に近い側面などがあり、個別の政策オプションごとに慎重に判断すべき点かと思われる。

ポイントの第四は、政策発動のタイミングである。ロジックとして、先程申し上げたように、もう一段の追加緩和の必要性が高まり、また株価経路を通じたマクロ経済効果も期待されると認識する一方で、政策オプションや買入れ規模などに限りがある、若しくは規模の拡充にはより強い副作用が伴うといった状況を勘案すると、政策効果の発現ラグを考慮に入れつつ、その効果が高まるタイミングを慎重に見極めるという総合判断も重要であると考えられる。

以上が、もう一段の金融緩和の強化に関する、私自身の検討結果である。では最終的な政策判断をどうするかという点であるが、今現在、特に最後のタイミングという点で、現下の震災後の景気・物価情勢及び今回までの限られた検討時間の中では、最終的な見極めに至っていないのが正直な現状であり、今回は判断を留保すべきと考えている。

最後に、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」に関する検討事項について、執行部の報告にあったような案で異存ない。

特に本措置の受付期間についてであるが、今後の復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援する点に鑑みて半年と設定することは妥当と考えられるが、一方で、被災地金融機関の安心感をよりしっかり確保する観点からは、今後の資金需要の動向や政府の公的措置の進展状況も見極めつつ、受付期間の延長や、より本格的な復興支援に向けた新たな措置への移行といった可能性についても視野に入れておくことは重要と考える。私からは以上である。

白川議長

次に、野田委員お願いする。

野田委員

前回会合以降明らかになった経済指標に加えて、支店長会議での報告をはじめとして、震災後の影響を中心とするミクロ情報を含めると、これらは前回会合における見方に沿うものと判断している。すなわち、短期的には我が国の経済活動が一旦大きく落ち込むことは避けられないものの、海外経済は、新興国経済を中心とした回復が続いており、生産体制の復旧や不安心理の緩和につれて、復興関連需要もプラスに寄与することもあり、我が国経済は回復軌道へと復していくという中心シナリオは変わらない。回復のタイミングやテンポについて、一言でいえば、引き続き不確実性が大きいことも変わらないが、サプライチェーンの修復の見通しが徐々に明らかになっていること、さらには夏場の電力不足に対しても、需給両面から対応が進んでいることの二点から、不確実性の度合いはある程度和らいだと判断している。以上が総括的な判断であるが、次に各論に移る。

最初に、海外の動向からみていく。まず、米国経済であるが、個人消費は増加基調を維持しているが、ガソリン価格の上昇が影を大きく落としている。バランスシート調整という構造的な問題が重石となって、消費が上方に弾みにくい状況が続いているということでもあろう。この間、生産は、輸出の増加もあり、緩やかな増加を続けている。このところ、FOMCの

主要メンバーは、原油など商品価格の上昇の影響は物価に対しては一時的としつつも、実体経済への下押しリスクの方は強く意識しており、そのもとで、市場は金融引締めへの政策転換観測を後退させてきた。昨日のFOMCの結果は、こうした市場の見方にとっては、サプライズはほとんどなかったと言える。このような中で、米国経済は、当分の間、極めて緩和的な金融環境をバックに、引き続き緩やかな回復を続けるとみて良いと思う。

次に、ユーロ圏経済については、景気回復のペースに国ごとのはっきりとした格差を伴いつつも、全体としては緩やかな回復を続けている。ギリシャの債務再編観測が台頭したことを背景に、周縁国国債の対独スプレッドが再び拡大に転じるなど、金融市場の地合いはさらに不安定になっており、この面からのリスクが高まっている。

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。また、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いる状況に変化はない。そのうち、中国については、2011年1～3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+9.7%と前期並みの水準となり、引き続き中国が高めの成長を続けていることが確認できた。一方、3月の消費者物価指数は前年比で+5.4%と再び+5%を上回った。これまでのところ、金融政策修正の累積効果がほとんど現れていないと言っても良く、中国人民銀行は、4月17日、本年入り後4回目となる預金準備率の引き上げを決定したところである。

次に、我が国経済について述べる。本日発表の3月の鉱工業生産は、前月比-15.3%となった。予め想定していた範囲内とはいえ、ウエイトの大きい自動車及び自動車関連の減少幅が際立っていることを含めて、震災による供給面の制約が極めて大きかったことを改めて認識させられた。3月の実質輸出も、予想どおり、自動車を中心に大きな減少となった。地域別にみると、これが全地域に亘って減少しており、ここでも供給面の制約がはっきりと現れたと言える。今回の生産と輸出の不連続的な落ち込みは、リーマン・ショック時を彷彿させるものがあるが、落ち込み幅は、前回、累積的に30%以上落ち込んだことに比べれば、その半分以下にとどまる



とみられるし、前回は需要そのものがグローバルに一気に蒸発し、その回復にも時間を要したのに対し、今回の場合は、海外経済は先程申し上げたように実に順調に回復を続けているので、供給面の修復が進むにつれて、自ずから我が国経済回復の起点である輸出・生産は力強くリバウンドしていく筋合いにあると考えられる。冒頭にも述べたが、企業のマイクロ情報を仔細にみると、生産を徐々に再開する動きや、震災前の水準に回復する時期が当初予定よりも早まるといった情報が増えている。また、夏場の電力問題についても、油断はもとより許されないが、確実に好材料が増えている。こうしたことを勘案すれば、生産は3月がボトムであり、夏場の然したる落ち込みもなく比較的スムーズに急速な回復の途を辿る可能性が膨らんでいると、私はみている。

物価については、3月のC G P Iの3か月前比は+1.3%と、国際商品市況の上昇を受けて4か月連続で伸びを高めており、本日発表の3月のC P I（除く生鮮食品・高校授業料ベース）の前年比は+0.4%と、これもしっかりとプラス幅を拡大した。先行きについては、震災による供給制約が然程長期に亘らないとすれば、中長期的には、それが物価の形成メカニズムに及ぼす影響も限定的と考えている。短期的には、上下両方向に不確実性があるが、しかし、基本的には、マクロ的な需給バランスの基調的な改善が続いているもとの、国際商品市況の持続的な上昇も反映して、物価は比較的しっかりとした上昇が続くというシナリオをメインに置きたいと思う。

次に、展望レポートについて簡単に述べる。執行部は、経済・物価の見通しに関し、前回会合までの議論を経て我々が共有した論点や見方、及びここまで私が今述べた前回会合以降の動きなどをよく踏まえたものとなっており、異論はない。また、中心シナリオを巡る上振れ・下振れ要因の整理についても異論はない。一点、リスクに関して、より長期的にみて、我が国の成長力に影響を及ぼすという観点から、見落とせない論点を一つだけ挙げたいと思う。このところの原発不安が、先行きの我が国のエネルギー政策に何らかの変化をもたらし、それが経済全体のコストの著しい変

化——コストアップの可能性もあるが、一方で、コストダウンの可能性も否定している訳ではない——を通じて、経済構造の変化に繋がる可能性があるという点を指摘しておきたい。

次に、「物価安定の理解」について改めて点検する。まず、私が中長期的にみて安定していると考える物価上昇率は、結論から言えば従来と変わらず $+0.5\sim+1.5\%$ である。大きくないとはいえ、物価計測上避けて通れないバイアスが存在すること、これまで痛いほど経験してきた景気と物価の悪循環に備えるという観点から、一定ののりしろは必要である。そう考えた場合、下限はゼロ%を僅かにしか上回らないようなプラス——具体的には $+0.5\%$ 未満のことであるが——は、私にとっては許容しがたいところである。企業・家計の予想物価上昇率が、引き続き $+1\%$ 辺りの低い水準にあると考えられる点も留意する必要があるという点も変わらない。ところで、物価計測上のバイアスに関して一言付言すると、物価情勢の点検に当たっては、バイアスを受けにくい連鎖基準方式によるラスパイレス指数を補完的に今後利用することが望ましいと考える。

次に、金融政策運営について述べる。我が国の金融環境は、前回会合以降からの進展としては、社債発行の動きがみられ始めるというポジティブな点が挙げられ、総じていえば緩和的な動きが続いていると言える。ところで、震災直後の3月の会合を振り返ってみると、私は、あの時点で、私なりの想像力を駆使して、震災がもたらすであろう直接、間接の影響やリスクを前広に勘案したうえで、資産買入基金を5兆円増額することにより金融緩和を強化することが適当であると判断した。もっとも、あの時点では、震災にまつわる下振れリスクの顕現化の蓋然性について、明確な判断を持ち得なかったことも事実である。従って、私としてはあの時点で、市場に十分な安心感を醸成する必要があるとあり、増額については小出し、すなわち too small は絶対に回避すべきであるとはっきり述べた。その点、5兆円という金額は、リスク性資産の配分も含めて不足がないロットであると判断したものであり、その後1か月半経過してみたリスクは、展望レポートの執行部案に整理されているとおりであり、それを是とするものである

が、現時点でこうしたリスクに対する備えとしても5兆円の増額で不足感を感じていない。もっとも、震災が企業や家計のマインドの悪化を通じて需要の減退を招いていることは確かであるが、これも本源的には供給サイドの問題から波及しているものであり、展望レポートのシナリオどおり、供給制約が緩和していくにつれて持ち直していく筋合いにあるものと理解している。そもそも供給サイドに由来する問題に、金融政策面から付ける薬はない。従って、3月会合で増額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を、大きな流れとしては市場の予見可能な形で粛々と進めること、また通常の実オペレーションを時に市場の状況に応じて機動的に実行していくこと、さらには「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市場にしっかりと発信し続けていくことが、この際重要であると考えている。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。

最後に、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」と「担保適格要件の緩和」について述べる。執行部からの報告あるいは提案は、前回の我々の議論をベースに実務面から十分肉付けがなされたものであり、異論はない。可及的速やかにこれらのオペレーションを実行に移せるよう、体制整備を進めて頂きたいところである。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

まず最初に、「中長期的な物価安定の理解」についての定期的点検であるが、私の「中長期的な物価安定の理解」には変更がない。従って、具体的な説明はしないが、改めて数字で申し上げれば、+1.1%程度、±0.5%ポイントである。

次に、展望レポート（基本的見解）について執行部の用意した案について、一政策委員として私の見解を述べたいと思う。私は、東日本大震災前の状況説明については執行部案に全く同意するが、見通しについては、執行部案に比べ、見通し期間中の実体経済の下振れリスクは小さくないと考えている。執行部案は、現状認識として、「海外経済の高成長など、震災前まで日本経済の回復を支えていた基本的な条件に大きな変化はない」という判断に基づき、「中心的な見通し」が展開されている。私は海外経済及び国内需要、特に国内需要でこの基本的判断が足許で脅かされるリスクが高まってきていると判断している。

国内需要であるが、ポイントは震災後の見通しである。まず、私は震災・大津波の影響と、大津波によって発生した福島第一原子力発電所事故の影響とを切り離して考えることはできないと考えている。大震災の影響は、執行部案にあるように、確かに一義的には被災地での生産設備の毀損による供給面のショックであり、従って供給面の制約が解消するにつれて和らぎ、やがて復興需要が本格化するに従って回復局面に移行するであろうというその基本的メカニズムには異論はない。しかし、福島第一原発事故が同時に起こり、かつ早期解決の見通しは消え、悪化は免れるものの厳しい状況のまま問題が長期化している。このため、震災当初の企業センチメント、消費者センチメントの悪化が回復せず、さらなる悪化の可能性も否定できない。この意味で、震災と原発事故は、供給面だけではなく需要面にも、短期的ではなく相当長期に亘る影響を与えるリスクは高いと考えている。例えば、3月の景気ウォッチャー調査では、震災後既に2～3週間を経過した25日から月末にかけての調査であるが、震災の直接の影響を受けていない地域を含め、広範な地域・産業においてセンチメントの悪化がみられた。DIは現行・先行きとも落ち込みは-20ポイントを超え、この統計を取り始めて以来、最大の落ち込み幅となっている。

今後の国内需要動向の推移であるが、生産と消費を分けて考える必要がある。生産面よりも消費面、特にサービス消費で落ち込みが深く、回復が遅いリスクが高まっていると考えている。生産をみると、福島原発事故で

原発安全化問題が顕在化し、そのため、電力供給能力制約の長期化が避けられなくなっている。特に、東日本におけるピーク時電力供給能力不足による制約である。供給能力嵩上げの努力が続けられているが、古い火力発電所を再開するなどの対処であり、根本的な解決に至らず、かつ発電コストの上昇は避けられない。ただ、電力需要の一日の山谷を平準化し、それによって実質GDP単位当たりエネルギー消費量を減らしながら、生産活動の落ち込みを避ける努力が続けられている。この点では、不確実性が高いが、相当な効果が出ると期待している。

問題は消費である。財・サービス消費量を保ちながら、エネルギー消費量を減らすのは生産よりは遥かに難しいと思う。特に、サービスは作り置きができず、つまり消費されると同時に生産されるという性質を持っている。サービス消費は、基本的に人々が起きている昼間に行われることを考えると、昼間のピークを下げ、夜間に持って行くということは難しい。このため、作り置きが可能な製造業では比較的早い回復がみられたとしても、サービス等の非製造業では落ち込みが深く、かつ回復が遅い可能性は否定できない。さらに、原発事故の内外での風評被害の影響が、事故の早期解決が遠のいたことにより長引く可能性もある。

こうしたもとの、消費者センチメントのさらなる悪化、それによる需要の減退が大きなリスクであり、景気ウォッチャー調査、消費動向調査などから分かるように、そのリスクに一部顕現化の兆しがあるようにも思える。その他各種ヒアリング情報、そして先週私が出席した神奈川県金融経済懇談会出席者の発言からもこのリスクを強く感じる。流通業の代表的経営者の一人が、かつて消費は心理学であると喝破したことがある。消費行動にある社会的な性格の影響は、経済が比較的安定している状況では一定である。従って、通常の場合、経済成長率のようなマクロの変化を考える際には、無視して良い。しかし、今次大震災、大津波、原発事故、電力供給能力毀損という複合災害で大きな経済社会情勢変化が生じている時には、こうした社会的性格から呼び起されるマイナスの相乗作用が働く可能性がある。つまり、正常時とは異なったリスクを考える必要があるということ

である。さらには、消費者センチメントの悪化が、特に非製造業の企業センチメントの悪化をもたらし、それが雇用情勢の悪化に繋がり、さらに消費者センチメントを下げ、等々と相乗作用が起こるリスクもある。加えて、状況把握のラグがあることも注意しなければいけないと思う。生産の場合は、緊密なサプライチェーンが構築されているので、川下大企業は川上から川下への影響を比較的早く把握できるが、消費の場合は、流通の関係が緩やかで複雑に入り組んでおり、事態の全体像の把握が遅れる可能性にも注意しなければいけない。

次に、今後の海外経済についてであるが、執行部案の先行きの海外経済についての「中心的な見通し」には私も賛同する。しかし、「上振れ・下振れ要因」のところにあるリスク要因では、執行部案よりも実物経済では明確に下振れリスクが大きく、物価面では上振れリスクが大きいと考えている。

新興国・資源国の成長は、私が1月中間評価で考えた中心的見通しの上限、より端的に言えば、上振れで推移していると考えている。今回、展望レポートの見通し期間は、中心的見通しとしてこの成長を保つ蓋然性は十分に高いと思われるが、これ以上に成長が加速するとは考えにくいと思っている。逆に、足許、各国ともインフレが加速しており、現在の金融政策がビハインド・ザ・カーブになっている可能性が高いとすると、強い金融引締めを余儀なくされ、成長に下方圧力がかかる可能性は否定できない。これに対し、物価はゆっくりと変化する——つまり慣性がある——ことを考えると、インフレ傾向は今後も続く蓋然性は少なくない。従って、経済活動のリスクは下振れ、物価のリスクは上振れ方向にあると考えている。

米国経済の先行きについては、今まで緩慢ながら底堅い成長をみてきた執行部の見方に違和感はない。執行部は非常にブレない形でこの見方をしており、大変コメンダブルだと思う。ただ、今後については実物経済には下振れリスクがかなりある。というのは、現在の議会の状況をみると、米国2012年度予算では財政の削減度が強まり、現在の成長期待が弱まる可能性があるからである。他方、物価、特に米国式コアCPIは上振れの可

能性が小さくない。現在、労働市場に伸縮性の低下、労働者の業種間・地域間移動の低下がみられ、ミスマッチが増大しているように思われる。具体的には、失業率と求人率の安定した関係を示していた、いわゆるベバリッジ曲線が昨年々央から上方にシフトしている。つまり、失業率が高いにもかかわらず求人率も比較的高い、つまり、就職難なのに必要な企業は十分に雇用を増加できない状況になっている可能性がある。最新のデータである今年2月の状況を2008年以前の安定した関係に当てはめると、実は失業率が7%だった頃の状況に近いということになる。このように、労働市場の Slack は、失業率が示唆されているほど大きくはないということになる。3月から4月にかけて、雇用状況がそれなりの回復を示していることを考えると、物価上昇を抑える労働市場の Slack は、失業率が示唆しているほどは大きくなく、それがこのところの米国式コアCPIの緩やかな上昇の背後にあると考えている。そうすると、米国では、執行部見通しに比べて実物経済は下振れ、物価は上振れのリスクは高いと考えている。つまり、スタグフレーション型のリスクが高いとみている。欧州経済については、執行部案に違和感はない。

こうした国内需要状況と海外経済の判断のもとで、物価については、海外経済での物価上昇圧力が国内に波及する上振れ要因と、国内需要の下振れによる物価下落要因が、逆方向に働いているとみている。需給が物価を変化させる力にはラグがあることを踏まえれば、見通し期間で考えれば、執行部案に比べて若干の上振れで推移する可能性が高いとみている。

以上の私の指摘は、実は執行部案ではリスクの要因、つまり上振れ・下振れ要因で既に言及はされている。従って、執行部案と一政策委員としての私の判断の差はかけ離れたものではなく、まず、このリスク要因の大きさ、次には、それが一部顕在化の兆しがあるのかどうかの、二点の判断の違いであることを明確にしておきたい。そして、展望レポート（基本的見解）は、あくまでも今後の経済・物価情勢の推移を規定する基本的メカニズムであり、幅のあるものであるという性格を持っている。このことに鑑みれば、今まで展開した一政策委員としての私の見方は、執行部案の基本

的見解と真っ向から対立するものではなく、基本的見解の基本的なメカニズムの許容する幅の最下限に位置すると考えている。この判断のもとで、まず展望レポート（基本的見解）には、概ね賛成したいと思う。

次に、次回までの金融政策運営方針であるが、まず、基本的見解にある「中心的な見通し」は、そもそも昨年 10 月の展望レポート、そして今年 1 月の中間評価に比べて大幅な下振れ・後ずれであることを頭に入れておく必要がある。加えて、私自身の見通しは、この大幅下振れ・後ずれの見通しに対しても、さらに見通しの幅で最下限の状況であり、かつ下振れのリスクは相当大きいと判断している。加えて、米国の金融緩和がさらに長期化するという思惑から、足許の為替市場では再び円高の動きが続いており、やや長めでみて輸出産業が震災等の複合災害から復興するのに望ましくない影響を今後与える可能性を否定できない。従って、この状況は望ましい状況ではないと考えており、今までの緩和策に加えて、さらなる金融緩和が望ましいと考えている。具体的には、以下の三点である。

第一に、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、こうした調節方針のもとで、現在の潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期す。第二に、先程執行部から詳細の報告があった被災地金融機関支援オペと担保適格要件緩和を決定し、速やかに実行する。第三に、震災、津波、原発事故や電力供給能力不足の影響が複合し長期化しているので、それによる企業や消費者マインドのさらなる悪化で实体经济に悪影響が強まることを防ぐ観点から、資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し 45 兆円程度とする、ということである。

前回会合の政策運営の討論で、私は家計・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がある、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場合には、早めに適時適切な対応が必要であると申し上げた。私の知る限り、現時点で利用可能なデータやヒアリング情報から判断すれば、このリスクに一部顕在化の兆しがあると考えている。従って、早めの適時適切な対応が今必要であると考えている。

最後に、確かに追加的金融緩和で供給制約を解消すること、つまり毀損



した資本設備を蘇らせることはできない。しかし、追加的金融緩和で、企業や家計の過度のマイナス化を防ぎ、需要減から供給減、そして雇用減、そして再び需要減という望ましくない相乗作用にある程度歯止めを掛けることはできないかと思っている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員をお願いします。

中村委員

まず、全体観である。世界経済は、IMFの最新見通しにもあるように、新興国の強い成長に牽引され緩やかに拡大が続いている。一方、我が国経済については、東日本大震災の影響から、持続的な経済成長への復帰に向けた動きが大きく下押しされている。また、原油等国际商品市況の上昇などを背景にインフレ懸念が強く、新興国等では金融の引締め転じており、ECBも金融緩和姿勢を修正している。この間、欧州ソブリン問題の帰趨、北アフリカ・中東情勢に関する懸念、我が国の大震災や放射能汚染拡散の影響などが嫌気され、リスク回避姿勢が強まる局面もみられた。この間、円高へのG7による協調介入の警戒感もあり、我が国の株価は、外国人投資家の買いに支えられ、低水準ながら横這い圏内の動きとなっている。こうした動きが、震災被害や原発事故の影響の広がりにもかかわらず、市場センチメントの悪化への歯止めとなっているとも考えられる。

続いて、海外経済についてである。米国経済は、FOMC政策声明文の総括にもあるように、緩やかな回復基調にある。先行きについては、FRBがQE2を予定どおり終らせつつも、緩和的な金融環境は暫くは維持するようであり、堅調な企業業績を映じた株価の上昇や財政刺激策の効果もあって、個人消費は底堅く推移するものとみている。もっとも、家計のバランスシート調整は引き続き重荷となっており、雇用情勢の改善は捗々しくなく、景気回復ペースは緩やかなものにとどまるとみられる。

ユーロ圏経済については、ドイツをはじめとするコア諸国が牽引する形

で、全体としては緩やかに持ち直している。先行きについても、域内諸国による財政再建の影響や、周縁国のソブリン問題の帰趨に対する懸念が強い中、コア諸国を中心にばらつきを伴いながら、緩やかな持ち直しを続けるとみている。

中国経済については、前回決定会合以降、2011年1～3月期の実質GDPなどの経済指標が公表され、内需を中心に力強い成長が続いていることが示された。一方、インフレ圧力の高まりに対し、中国人民銀行は、本年入り後四度目となる預金準備率の引き上げを行い、インフレ抑制の姿勢を一段と明確にしている。先行きについては、本年が第12次5か年計画の初年であることや、国家指導部の交代を円滑に進めるためにも、インフレや不動産バブルを抑制しつつ、高めの成長を維持するものと思われる。

NIEs、ASEAN、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。この間、多くの国で、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、引締めの金融政策運営を行っている。

続いて、国内経済である。国内経済は、先の支店長会議において多くの支店からも報告されたように、電力供給不安やサプライチェーンの寸断に伴う供給制約により、生産・輸出が大幅に減少しているほか、原発事故の影響もあり、企業・消費者マインドの下振れが実体経済の下押し圧力となり、持続可能な経済成長に復するペースが大きく下押しされた状態が続いている。国内主要8社による3月の乗用車生産は、前年比6割近い減産となったほか、輸出も生産の大幅な下振れを映じ、前月比大幅なマイナスとなり、4月も減少傾向が続くようである。

企業金融環境についてであるが、前回決定会合以降の我が国の金融環境は、包括的な金融緩和策の増額措置のもと、本行による積極的な資金供給により、極めて緩和的な環境が維持されている。CPの発行スプレッドや短期金利は、総じて落ち着いた動きとなっている。社債市場でも、電力債等一部の銘柄を除き、投資家の様子見姿勢が緩んできていることを背景に、流通スプレッドも縮小するなど発行環境も改善しているほか、事業法人の

起債再開の動きもみられ始めている。REIT、ETF市場も総じて落ち着いている。

続いて、展望レポートに関してである。展望レポートの執行部案の基本的見解については、違和感はない。我が国経済を展望するうえでの今回の要点は、電力供給制約や原発事故の影響の帰趨が不確かなもとで、サプライチェーンの再構築と生産・輸出の回復、企業や家計のマインドの持ち直しの動向を見極めることだが、先行きの見通しについてはいずれも不確実性が大きいという点には留意が必要である。

2011年度上半期については、公共インフラの復旧や生産体制の復旧に向けたサプライチェーンの再構築が、我が国の製造業の強みでもある現場力や組織力を発揮し、必死の努力により足許進行中である。もっとも、今回の震災が、3万点を超える部品を必要とする自動車産業などの、広範囲かつ多岐に亘る調達先の存在や、複層構造の下請け企業が複雑に結合したサプライチェーンの課題を浮き彫りにしたとも言える。従って、生産設備の復旧作業や安定的調達が可能部品・部材の代替品の確保には、さらなる時間と労力を要するようである。また、夏場には、電力制約のもとでの抑制的な生産と9月以降の本格的な量産体制への移行に向けたサプライチェーンの整備とが同時に進行する局面が続くが、生産面の制約により輸出の回復は限定的となる可能性もある。この間、原発問題は、最悪の事態は回避できた模様であるが、不確実性が高く、電力供給不安とも相俟って、企業や消費者マインドは持ち直すきっかけを掴みにくい状況が続くことが懸念される。

2011年度下半期については、サプライチェーンの再整備がさらに進捗し、電力供給制約が緩和されるもと、大手自動車メーカーも発表しているように、年末に向けて多くの先が量産体制に順次移行し、生産、輸出が回復に向かう可能性が高いとみている。一方、復興需要も我が国の経済を押し上げる方向に作用し始めると想定される。サプライチェーンの再構築に際しては、効率性とリスク分散の観点からのカンバンシステムや、特定の企業への依存度の見直し、安定調達を意識した予備的在庫の確保やサプラ

イチェーンの複線化、省エネルギーへの取組みなどが図られると考えられる。また、在庫積み増しのための生産増加や、生産拠点の地域分散化や省エネルギーへの取組みが、新たな設備投資などに繋がる可能性もある。

2012年度については、我が国経済は、新興国・資源輸出国が高い成長を続ける中、復興事業も本格化し、内外需双方をドライバーに生産と輸出が持ち直し、持続可能な経済成長経路に次第に復していくものと思われる。また、今般の震災による環境の変化を、新しい枠組みの構築に取り込むための奇貨と前向きに受止め、新たな事業展開や新たな製品・サービスの開発・提供を検討する先もあると考えられる。

この間、物価動向は、新興国における需要増大、北アフリカ・中東における地政学リスクに対する懸念等を背景とした供給不安や、一部の投機資金の動きもあり、原油等国际商品市況は強含んで推移すると思われる。こうした中、消費者物価指数は、需給ギャップが趨勢的に改善する中で、前期比プラス方向で推移すると想定される。

続いて、上振れ・下振れリスクに関してであるが、先行きを展望するうえでの上振れ・下振れ要因については、基本的見解にカバーされているが、様々なリスク要因の顕現化により、今後、サプライチェーンの再構築や量産体制の整備の見通しが大幅に遅れた場合の、下振れリスクに関し付言したいと思う。

第一に、日本からの国外への生産拠点、部材調達先の変更増大の可能性である。グローバルな最適調達やリスク分散の観点から、サプライチェーンの再構築により、本邦製造業の生産拠点が海外へ移管されたり、内外のメーカーからの部品の発注先が日本国内企業から海外企業へ変更される可能性である。その場合は、海外市場の拡大があっても、国内での生産・輸出の増大が限定的となってしまう。

第二に、日本製品の海外市場でのシェアの縮小である。我が国企業の工業製品の供給制約が長期化した場合は、長年に亘って築いてきた日本製ブランドに対する市場の評価や安定供給への信頼を失墜させ、従来からの顧客を諸外国の競合製品に奪われる可能性がある。諸外国の競合製品に一旦

シフトした顧客は、将来的にも我が国の製品に戻らないリスクが残る。市場に製品を投入する時期が、遅れば遅れるほど市場を失うリスクは増大すると考えられる。

続いて、「中長期的な物価安定の理解」の点検である。「中長期的な物価安定の理解」については、あくまでも中長期的な観点に基づくものであり、物価安定の基本的な考え方や、バイアス、のりしろ、企業・家計の物価観についての見方、考え方を考える必要性は見当たらない。バイアスについては、引き続き大きくはないと思われる。また、のりしろについても、我が国の過去の物価水準を踏まえ、ある程度のりしろを許容する必要がある。従って、「中長期的な物価安定の理解」は、昨年同様、消費者物価指数（除く生鮮食品）で概ね+1%を中心値として上下 0.5%程度が望ましいと考える。また、昨年 10 月に中長期的な視点から実質ゼロ金利政策継続のための時間軸を示したが、このところの消費者物価指数の前年比マイナス幅の縮小からプラスへの転換への見通しに関連し、本行が何らかのエグジットの検討に着手するかのような誤解を市場が抱くことがないよう、市場との対話が引き続き重要である。

被災地金融機関に対する支援策に関してである。前回の決定会合での討議に基づき、執行部から、地域金融機関に対する今後予想される復興・復旧に向けた資金ニーズへの対応をサポートするための担保適格要件の緩和、並びに長めの資金供給オペレーションに関する支援スキームである「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」の提案があった。同案は、前回の決定会合の方針に従って、被災地の金融機関の利便性に配慮するとともに、本行の財務の健全性にも配慮されており、追加的なコメントはない。当該オペの導入により、被災地の地域金融機関が金融の仲介機能を十分に果たし、被災地企業や個人の資金ニーズに円滑に応えることに貢献できることを期待する。

一方、今後発生すると想定される被災地での本格的な復興に向けての所要資金の円滑な調達支援にも、万全を期す必要がある。被災地企業に対する資金調達のサポートは、一義的には、行政による復興支援資金や、民間

金融機関により自律的に行われるべきであるが、こうした行政による支援実施状況等を踏まえつつ、必要と判断される場合は、金融機関を通じた支援策導入も検討してはと考える。

最後に、当面の金融政策運営方針について申し述べたいと思う。次回会合までの金融市場調節方針は、包括的な金融緩和政策のもと、今次震災からの我が国経済の復興を下支えする観点からも、現状維持とし、先般導入した追加緩和策の動向も見極めつつ、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

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

まず、全体観であるが、前回会合から3週間が過ぎ、みえなかったものがある程度みえてきたように思う。自動車メーカーの3月の国内生産実績等をみると、やはり経済への打撃は甚大で、阪神・淡路大震災時と大きく異なることも分かった。こうした中、企業は製造ラインやサプライチェーンの復旧に全力を挙げており、夏季の電力需給も当初想定よりは緩和されるとの見通しが得られたが、不確実性はなお払拭できない。また、企業や家計のマインドに影響を与える原発問題については、収束までの当面の工程表が発表された。早期の安定化は難しい状況だが、マインド面での悪化が加速することはないと思われる。加えて、国レベルで復興に向けた取り組みもスタートした。このように、全くの手探りと違い、全体観が掴めるようになったこと自体は前進であると思っている。こうしたもとで、不確実な要因は種々あるが、サプライチェーンの寸断や電力不足による供給制約が和らいで解消に向かう秋口からは、堅調な海外経済を追い風に、我が国経済も上向きのモメンタムを取り戻すと考えている。

海外経済であるが、我が国からの部品供給停滞の影響には注視が必要であるが、全体として新興国に牽引される形で高めの成長を維持するとみら

れる。米国では、輸出のほか、内需関連のハードデータもしっかりしており、FOMCでも確認されたとおり、経済は緩やかに回復している。ガソリン価格上昇等による消費者コンフィデンスの悪化にも歯止めが掛かりつつある。ただ、住宅関連指標の低迷はバランスシート調整の根深さを示しているし、オバマ政権と共和党間の財政再建アプローチの相違の問題が尾を引く影響には要注意だと思う。

欧州経済と新興国経済については、前回から特に変化はないので省略させて頂く。

次に、国内経済である。震災後の状況を映じたデータは限られており、定量的な状況把握は難しいのが実情であるが、輸出、個人消費、生産を中心にお話ししたいと思う。まず、実質輸出であるが、3月は自動車関連が前月比3割方減少する中、全体で8%の減少に転じるなど、サプライチェーンの寸断の影響が如実に表れた。半導体など基幹部品の供給制約は、制約のない他のパーツの輸出の停滞をもたらしかねないし、輸出先では放射線量を懸念した輸入規制的な動きもある。こうした中、当面、輸出の減少は避けられないが、空白リスクはあるものの、需要は強いことから供給制約の和らぎとともに復調していくものと考えている。

また、個人消費は、震災直後の生活必需品の不足、自粛ムードの中でのその他の財・サービス支出の落ち込みから、全体として大幅に減少したと考えられる。その後、過度の自粛が修正されつつあり、計画停電の解消に伴い百貨店等の営業時間も平常どおりに戻る中、量販店からは、3月末近くに客足が戻ってきたといった声も上がるなど、マインドの悪化が加速している感じはない。もともと、それで安心という訳にはいかない。サービス消費をみると、外食産業の落ち込みは大きく、観光分野も心配である。なお、観光ということでは、先般の支店長会議において、外国人観光客の入り込みは壊滅的であるとの報告があったが、現に3月の訪日客数は前年から半減しており、回復には時間がかかると思われる。また、原発工程表では、安定を取り戻すまでに6か月から9か月を要するとされたが、このことは、夏の電力需給とともに一定期間消費者マインドに影を落とす。雇

用・所得配分の動向と併せ注視していくが、過度に下方を意識する必要はないと思っている。

こうした中、本日 I I P が出たが、生産は大幅に落ち込んだ。3月の大口電力をみても、前年10月から続いてきた前年比+5%程度の伸びから一転して-6.3%の減少となっている。輸送用機械で明らかのように、設備の毀損、サプライチェーンの寸断の影響は、被災地以外の完成品メーカーはもとより、原材料・部品メーカーの減産にも繋がっている。もっとも、その後メーカーによる懸命の復旧や代替生産体制の整備の取組みが進み、概ね夏前には再稼働できるとの見通しが伝えられるようになり、つれてサプライチェーン再生など供給制約の緩和の動きが、ある程度具体的にイメージできるようになった。しかし、代替性の小さい部品の供給制約が残ることなどから、一部の自動車メーカーからは本格稼働は年末近くになるとの声も聞かれるなど、課題の根深さも実感させられる。

一方、夏場の電力供給見通しは、例えば東京電力では、追加供給力が足許までかなり積み増されてきている。電力使用制限等の節電対応は必要になるが、対策が取りやすくなったことにより、当初予想されていたよりは経済活動への影響は小さく済むと見込まれる。秋口以降は電力需要も減少するので、サプライチェーンも含めた供給制約の問題は一応解消の方向に向かうものとみている。

次に、展望レポートであるが、経済の見通しは妥当なものであると思う。これまで述べてきたように、2011年度は前半での供給制約等によって伸びが大幅に縮小する見通しである。しかし、年度後半に入る頃には、供給面の制約は緩和し、拡大する海外需要に対応できるようになると思う。加えて、復興需要の本格化もあり、経済活動が上向く可能性は高いと思われる。その流れを引き継いで、2012年度には輸出・生産から所得・支出への波及メカニズムが顕在化し、2010年度並みの高めの経済成長を想定することができる。また、国内企業物価は上昇が続き、消費者物価指数もプラスで推移するとの見通しに関しても、マクロ的な需給バランスが改善基調を辿り、国際商品市況は高止まりするものとみられることなどから、格



別違和感はない。

上振れ・下振れ要因については、私としては、どれも軽重の付けがたい重要な事項であると感じているが、やはり、未曾有の津波や原発事故を伴った大震災であるから、その影響の不確実性からくる下振れリスクが気になる。サプライチェーンの寸断の実態については、ある程度みえてきたといっても、自動車部品にみられるように全てが判明した訳ではないし、大きめの余震が続く中、予定どおりのラインが復旧したり、生産移転が進んだりするかという点もリスクに晒されている。無論、原発事故の長期化や電力需給も、企業・家計のマインドを圧迫し続ける可能性大である。他方、こうしたことが早期に解消方向に向かった場合は、上振れる可能性があるのも事実だと思う。

次いで、「中長期的な物価安定の理解」については、前年比プラスという前提のもと、+1%を中心に概ね上下±1%の範囲内というバンドを念頭に置いている。各種チェックポイントのうちでは、第一に、のりしろを重視した。新興国・資源国の動向、地政学リスクや投機要因により国際商品市況が大きく変動する可能性がある等、不確実性が高いという中で、相応ののりしろをしっかりと確保しておかななくてはならないと考えた。また、企業や家計の物価観を念頭に置くことも重要であり、各種指標をもとに+1%を中心として考えることとしたところである。

金融市場をみると、全般的に引き続き落ち着いている。また、企業の資金調達環境については、C P市場では、本行の買入れ増額もあり、発行レートは震災前とほぼ同水準まで低下するなど発行環境は良好である。社債市場でも、発行スプレッドこそ震災前に比べて若干拡大しているが、一頃途絶えていた起債の動きもみられる。アベイラビリティ一面では、金融機関の貸出運営スタンスは引き続き積極化が勝っているし、企業からみた金融機関の貸出態度も改善方向にある。ただし、日本公庫の調査によれば、中小企業、小企業の資金繰りがやや窮屈化しているので、この点は引き続き留意しておきたいと思う。

次に、政策運営であるが、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、今回、被災地金融機関支援のための資金供給、担保要件の緩和に関する執行部の検討結果については、本行の財務の健全性にも配慮されており、異論はない。

先行きについては、引き続き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、中央銀行として最大限の貢献を続けていかなければならないと思っているが、私は、このことは震災の影響への対応はもとより、課題克服に向けた取組みをも包含するものであると理解している。例えば、成長基盤強化の支援の資金使途の例示には、「社会インフラ整備・高度化」、「地域再生・都市再生事業」、「防災対策事業」などが含まれているが、これは、東日本大震災復興会議の趣旨にある「復旧の段階から、単なる復旧ではなく、未来に向けた創造的復興を目指していくことが重要」という一節とも合致する。このため今後被災地において、今回具体化する金融機関に対する資金供給と併せて、成長基盤強化の支援の枠組みが活用されることを大いに期待しているし、本行としても、その点を従来以上に発信していった良いように思う。なお、震災を契機に、こうした防災対応の必要性等に関する認識は、被災地以外においても高まるとみられる。成長基盤強化の支援のための資金供給が、そうしたニーズをも満たすための呼び水となれば良いと思うし、そうしたことを念頭に置きつつ、使い勝手等を検証していくことも重要であると思う。

最後に、震災後の会合で、マインド面での急激な悪化に予防的に対応する観点から、追加緩和に踏み切ったところである。現在は、国を挙げて供給面での復旧に全力を挙げており、成果もみえつつある。今はこうした状況を見極める時期で、さらなる追加緩和の必要性は、私はないと思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員お願いします。

## 亀崎委員

まず、経済情勢の現状と、先行き見通しのメインシナリオについて述べる。世界経済は、新興国・資源国の高成長が続き、先進国でも輸出増加や株高による消費増加から回復しており、全体として回復基調を続けている。先行きについては、北アフリカ・中東の政情不安、資源価格の高騰、緩やかな金融環境から引締めへの転換、欧州周縁国を巡る財政問題、東日本大震災など様々なリスク要因があるが、世界経済の成長トレンドは、これまでの見通しに大きな変化はなく、メインシナリオとしては回復基調が続くとみている。

各国・地域別にみても、米国は回復を続けており、先行きも回復基調が続くものと思われる。個人消費は、住宅価格が再び下落するなど、家計のバランスシート問題が依然重石となっているうえに、最近のエネルギー価格の上昇もあって伸び悩んでいるが、雇用情勢の改善から、引き続き堅調に推移すると思っている。また、稼働率が上昇し企業収益が増加する中、設備投資の緩やかな増加傾向も続くものと思われる。この間、一時のデフレ懸念は後退し、むしろエネルギー価格上昇によるインフレ懸念もやや強まってきている。こうした中でも、FRBは、資産買入プログラムを延長しないものの、その残高削減や利上げには慎重である。これは景気下押しリスクを軽減する一方で、国内のインフレや資源価格の一段の高騰へのリスクを高めていると思われる。そうしたリスクが顕現化した場合には、個人消費の悪化を通じ、却って景気に悪影響を与えかねない点にも注意が必要だと思っている。

ユーロエリアは、ドイツなどの輸出主導で力強い諸国、緩やかな回復のその他コア諸国、ソブリン問題に喘ぐ周縁国とばらつきはあるが、全体としてみれば緩やかに回復している。先行きも、新興国経済が高成長を続ける中、ドイツの輸出を牽引役とした緩やかな回復が続くと思う。ただ、ソブリン問題は、これまでの対応が根本的な解決策となっていないことから、収束の糸口がみえない。従って、この先も信用不安の状態が続くものと思われる。このことが実体経済への下押しリスクとして存在し続けることを

懸念している。

中国は、人民銀行が穏健な金融政策のもとで引締め策を行う一方、地方を含む財政当局は積極的な財政政策を続けており、高い成長と物価上昇が続いている。ただ、物価上昇は、所得増加との兼ね合いとはいえ、社会的には許容されにくいいため、財政サイドもある程度の過熱抑制策を導入するものと考えられ、先行きは高成長ながら多少減速することをメインシナリオとみている。とはいえ、過熱抑制が現状程度の金融引締め策のみでは効果が薄く、景気は上振れる可能性がある。一方で、物価上昇が社会安定上耐えがたいものとなれば、強力な金融・財政の引締め策を取らざるを得なくなり、結果として景気が大きく下振れる可能性もある。こうしたリスクは長らく指摘されてきてはいるが、今後とも注意すべきと思う。

NIEs、ASEANは回復している。物価上昇は懸念材料で、金融政策はビハインド・ザ・カーブではないかとの指摘もあるが、メインシナリオとしては、当局は景気過熱を抑え、今後とも回復基調を続けるものとみている。ただ、タイ、インドネシア、台湾など、この地域で高いプレゼンスを有する日系自動車メーカー等の稼働率が震災の影響で低下し、景気を下押しするリスクには注意する必要がある。

日本経済は、震災前までは、世界経済の減速局面からの脱却、エコ関連施策縮小の影響の剥落などから踊り場から脱却しつつある状況で、回復パスへの回帰が見込まれていた。それが震災により、程度や期間は不透明ながら、従来パスからの急落は避けられない状況にある。すなわち、4～6月は、生産設備や交通インフラの毀損、計画停電などによるサプライチェーンの寸断といった供給要因のみならず、先行き不安や自粛ムードといった需要要因もあって、経済活動が大きく落ち込んだ後、7～9月も電力不足や復興作業の遅れから、目立った回復を期待することは難しいのではないかと考えている。新規の発電・送電設備の設置、津波に見舞われた街の今後の防災計画と新しい街づくり、原発問題の解決など、どれをとっても時間のかかる問題だからである。ただ、10～12月以降は、海外需要に大きな変化がない中、本格的な復興活動が力強く立ち上がってきて、サ

サプライチェーンの復旧とともに輸出や生産のしっかりとした増加が見込めると思う。そして、日本経済は次第に元の回復軌道へと復していくものとみている。

こうした見通しのもと、実質GDP成長率は、今年度は前回1月の想定より大きく下振れてゼロ%台半ばとなった後、来年度は3%近い成長となるものとみている。これを風速ベースで見ると、両年度とも、2%台前半の成長が続く形となる。もっとも、この間に日本及び東北が失った商圈、あるいは信用を完全に取り戻せるかは不確実性が大きいいため、復興需要以外の需要が以前の水準まで回復するのか、また回復したとしてもそれには相当の時間がかかる可能性も考えておく必要がある。従って、リスクは下方向が大きいものと考ええる。

物価面をみると、国際商品市況は、新興国需要が強い中、原発代替としての化石燃料需要拡大の思惑や、北アフリカ・中東の政情不安などもあって資源価格が上昇しており、先行きも上昇が続くとみられる。これを受けて、輸入物価、国内企業物価も上昇基調が続くと考える。全国CPI（除く生鮮食品）も、原油や穀物価格の上昇の影響などから、4月にはプラスに転化し、その後は緩やかにプラス幅を拡大していくものと思う。その結果、全国CPI（除く生鮮食品）の前年比上昇率は、前回1月の想定より上振れるものとみている。8月の基準改定で下方修正が見込まれはするが、デフレ脱却に向けたトレンドに変化はないものと考ええる。

リスク要因としては、身近なガソリンや小麦製品などの価格上昇は、国民の物価上昇予想を強めているため、2008年のように様々な品目の価格上昇に繋がることはないか、注視していきたいと考えている。加えて、震災後の物不足が、安値拡販競争の風潮を止める可能性も考えられる。しかし、実体経済見通しのおおりに、需要回復の遅れが価格下落方向へと働く可能性の方が大きいとみられるため、物価のリスクも下方向の方が大きいと考えている。こうした経済・物価のメインシナリオやリスク要因は、執行部案と概ね同様であり、展望レポートの原案は妥当であると考えている。

なお、「中長期的な物価安定の理解」については、これまでどおり2%

以下のプラスの領域、1%程度が中心と考える。すなわち、我が国のCPIの前年比は、1985年以降の平均が+0.6%程度、標準偏差が1.3%ポイント程度、つまり長期に亘って+0%台後半を中心に、-0%台後半から+2%弱までの間で概ね推移しており、国民は、これを前提に物価観を形成していると考えられる。ただ、デフレを許容できないことや、指数バイアス、名目金利の非負制約といったことを考慮すれば、ゼロ%以下は外し、中心値はやや高めとすべきである。そうしたことから、中長期的な物価安定をこのように理解している。

なお、欧米の物価動向や各国のインフレ目標政策を引き合いに出して、+2~+3%の目標を掲げるべきとの主張もみられるが、米国、英国、ユーロ圏とも、この20~30年のCPIの実績をみると日本より高く、物価観が異なると思われるため、参考にならないと思う。実際、我が国では、2008年夏に+2%を超えた際、資源価格上昇のセカンドラウンド効果などとインフレ懸念を指摘する声が強まり、それ以上の上昇が容認されがたい雰囲気であった。従って、上限を引き上げるべきではないと考える。

次に、金融市場の動向である。国際金融市場では、株価は世界景気や企業業績の回復期待から上昇、長期金利は原発問題やギリシャの債務再編問題への懸念による安全資産買いから低下、といった展開になった。国内金融市場をみると、本行の潤沢な資金供給継続から、短期金利は低位で安定している。もっとも、大震災の影響などから、市場参加者のリスク回避意識は継続しており、株価や長期金利はやや弱めの動きとなっている。

企業の資金調達環境をみると、金融機関が資金を抱え込もうとする動きは徐々に薄れ、金融機関の貸出態度は緩く、CP発行は円滑に行われている。また、社債発行も緩やかに回復している。CPや社債の金利も低位安定している。震災後、中小企業などでは資金繰りが苦しくなっているとの調査結果はあるが、リーマン・ショック後のように、企業金融全般が逼迫するような兆候はみられない。これには、震災によるパニック的な動きが収まったことのほか、市場関係者が、本行の潤沢な資金供給や一段の金融緩和、また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検

討開始を評価しているためと思われる。

こうした中、金融市場調節の方針は、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、とのコミットメントも維持すべきと考える。こうした時間軸を揺るぎないものとするため、今後とも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。

次に、被災地金融機関を支援するための資金供給オペについての執行部の検討結果についてである。まず、貸付限度額は、被災地の営業所における貸出金残高シェアにより割り当て、一先当たりの上限を 1,500 億円とすることは適当と考える。基本的には、現地でのプレゼンスの大きさを重視すべきであるが、特定先に集中することは避けるべきだと思ふからである。また、貸付受付期間は、取り敢えず半年で良いものと思っている。本施策は復旧・復興に向けた資金需要への初期対応のためのものであることから、まずは短めとして様子を見るべきだと思ふからである。適格担保要件の緩和措置については、被災地金融機関全てを対象とし、共通担保として本施策の実施期間中適用すべきということにも賛成である。対象とすべき担保は、執行部案で良いと思ふ。ただ、本措置によって新たに担保とする債務は、そもそも信用力が低だけでなく、被災先であり、かつ通常は本行の目が届かない先のものも含むため、十分な掛け目を設定したとしてもなお、リスクは大きいと考えられる。従って、本行財務の健全性を確保するため、個々の案件受入れに当たっては、実務負担は大きくなるが、十分注意を払わなければならないと考える。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、初めに、足許の金融経済情勢と先行きの見通しについて私の見解

を述べたいと思う。世界経済については、引き続き成長を続けていくとみている。このうち、米国経済については、既に他の委員の方々からご発言があった内容と重複するので省略するが、一点だけ、最近のガソリン価格の急速な上昇が消費を抑制する可能性には留意が必要だと申し上げておく。

次に、欧州経済についてであるが、全体として今後も緩やかな回復が続くとみている。欧州経済は、ドイツのように輸出を中心に経済が好調な国と、アイルランドやポルトガルなど深刻な財政または銀行問題を抱え低成長が続く周縁国との間で、景気回復のスピードにばらつきがみられる。このため、今後も政策金利が引き上げられていく場合に、それが周縁国の経済・金融システムに及ぼすストレスと成長力のばらつきの拡大が懸念される。加えて、そもそも輸出競争力が異なるこれらの国々の間で適正な為替相場が異なっていることから、最近のユーロ高が域内対立を高め、それがマーケットを不安定化するリスクについて強調しておきたいと思う。

新興国・資源国については、アジア諸国・地域では、輸出の増加に加え、内需も堅調なことから、高成長が続いている。このうち、中国は引き続き高い成長を続けている。貿易収支は第1四半期に10億ドルの赤字となったが、これは輸出が前年同期比で27%増と堅調な一方、輸入も内需の増加を受けて33%増と過去最高となったことによるもので、商品価格の上昇も反映した動きとみている。もっとも、幅広い財でインフレが上昇している点は気付きである。不動産価格については、一連の不動産価格抑制策が功を奏して、3月の新築分譲住宅価格が前月より下落または前月並みの都市が20都市と前月よりも6都市増えているなど、一服感もみられる。とはいえ、平均所得が増加する中、慢性的な住宅供給不足の状態に基本的に変化はなく、不動産価格の上昇は続いていくと思われる。なお、不動産価格の上昇は、中国政府が敏感にならざるを得ないほど低所得者層の不満を高めている点にも注意が必要である。実際、全人代は低所得者層の所得引き上げを狙い、今年個人所得税の課税最低限の引き上げを柱とした法改正案の審議に入っている。



さらに賃金上昇圧力も強まっており、人力資源・社会保障省が、2011～2015年の5か年計画期間中に、労働者の賃金の年率15%アップを目指すとして述べているように、先行きも賃金上昇圧力が高いとみられる。当局は金利引き上げ、預金準備率引き上げを続けているが、マクロ経済の需給ギャップがプラスで経済が過熱状態に陥りつつある中、当面は金融引締めスタンスを継続せざるを得ないし、インフレ圧力が高まる中でむしろ成長率が減速するリスクが高いとみている。

こうしたもとの、我が国経済は、東日本大震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力が強い状態にある。供給面では寸断されたサプライチェーンの再構築に向けた努力がなされているが、まだ円滑に機能していない。電力面では計画停電こそなくなったが、節電が必要な状態に変わりではなく、企業活動に制約が生じている。このため、自動車など一部の業種で生産活動が大きく低下しており、輸出や国内出荷に影響が出ている。企業の投資意欲や家計の購買意欲は減退し、設備投資や個人消費を全般的に下押ししている。先行きについては、電力をはじめとする供給制約がいつ、どの程度解消するか大きく依存するため不確実性が高い訳であるが、2011年度前半は、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続き、秋口から電力不足の緩和やサプライチェーンの再構築が進むことから徐々に回復するとみている。その後、2012年度には、復旧・復興需要の本格化もあり、潜在成長を上回る成長となるとみている。

以上を踏まえて、展望レポートの基本的見解について申し上げますと、基本的に異論はないので、経済・物価情勢の中心的な見通しを中心に、ポイントとなる点について、私の意見を申し上げます。

まず、経済情勢の見通しについてであるが、私は2011年度についてはやや慎重な見方をしている。すなわち、電力不足や原発問題が企業・家計の経済活動に及ぼす影響が大きいこと、本格的な復旧事業の時期が遅れる可能性があること、仮に円安に振れてもサプライチェーンの本格回復に時間がかかり、直ちに輸出数量の拡大に繋がらずに資源価格の高騰と相俟って、交易条件の悪化による貿易黒字の低下が予想されているからである。

このため、2011年度についてはやや低めの成長率を見込んでいる一方で、回復時期が後ずれする分だけ、2012年度はやや高めの成長率を予想している。また、マクロ経済の需給ギャップがプラスに転じる時期は、2012年度以降になると考えている。

次に、物価情勢の見通しについてであるが、経済情勢同様、2011年度については、やや慎重に低めな見方をしている。その理由は、2011年度は国際商品市況の高騰と震災の影響に伴う部品不足などの供給制約が最終財価格の押し上げ要因となる一方で、設備稼働率と労働投入率の低下と消費マインドの悪化でマクロ的な需給バランスが一時的に悪化するため、価格の押し下げ圧力も大きいとみているからである。一方、2012年度は復旧・復興事業の本格化による需給バランスの改善が物価を押し上げるので、前年よりは上昇幅が拡大するとみている。

付け加えると、震災からの復旧・復興事業による需給バランスの改善は、企業や家計の中長期的な成長期待に結び付くことが重要である。そうでなければ、一時的な景気回復にはなり得ても、引き続き全要素生産性が伸び悩み、低成長に甘んじることになりかねない。国際商品市況の上昇が続く中で、低成長で推移するスタグフレーション的な状態に陥らないように、成長力を高めていくことが重要だと思う。

「中長期的な物価安定の理解」について申し上げると、消費者物価指数のバイアス、のりしろ、企業・家計の物価観が議論のポイントになる訳であるが、このうちCPIのバイアスは然程大きくないとみている。次にのりしろだが、我が国の潜在成長率は低く、均衡水準の実質金利が低いこと、中長期的には財政政策の発動の余地が限られること、将来の景気後退局面での金融緩和が必要とされる状況を想定しておくべきだと思うので、その分だけのりしろを置くのが適当だと思う。一方、企業・家計の中期的な物価観は、過去の低い物価上昇率に影響されていることも留意が必要である。以上を踏まえ、私としては、中心値は+1%よりも若干高めで、その上下0.5%程度が適当と考えている。

因みに、中央銀行が自ら考える物価安定の理解を示すことは、国民の将

来の政策金利に関する期待形成に働きかけ、金融政策の有効性を高めるうえで重要であるが、そこで示される数値に過度の注目が集まると、政策の発動の制約になりかねない。その意味で、現在のように「中長期的な物価安定の理解」に基づき、第1の柱と第2の柱に基づく現在の金融政策運営の枠組みは適切であるし、この枠組みに対する国民の理解が一層深まることを期待している。

なお、今申し上げた「中期的な物価安定の理解」に基づいた二つの柱に基づくリスクの点検の結果については、先程中国の例で述べたように新興諸国の経済が上振れより下振れするリスクの方が高いと考えている以外に、私から特に付け加える点はない。

以上を踏まえて、金融政策運営について私の意見を申し上げる。まず、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。また、引き続き「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、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていくこと、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ということで良いと思う。

最後に、今回、執行部から説明のあった「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の制定等については、前回の金融政策決定会合で申し上げたように、私は対象先金融機関の範囲と供給する資金規模並びに資金供給方法がポイントと考えていたが、執行部の説明を伺うと、対象範囲については被災地に営業所を有する金融機関で、資金ニーズは、当面、相当程度カバーできると見込まれること、貸付総額の1兆円は、阪神・淡路大震災のそれと比べて、当面の資金見込みとしても十分な金額であることが改めて確認できたほか、資金偏在懸念等の問題もクリアできる見込みなので違和感はない。とはいえ、4月の主要銀行貸出動向調査をみると、今後3か月間において企業向け貸出運営スタンスDIをみると、大企業に対しては改善しているのに対して、中小企業に対して幾分悪化していることが気になる。今後3か月間の企業向け貸出条件も信用

枠の拡大ではなく、利鞘設定の緩和が中心となっている。今回の場合、被災地の中小企業の支援では地域金融機関が重要な役割を果たすと思う。地域金融機関を介して、収益力が高く資金を本当に必要とする企業に渡すよう、我々も目配りが必要だと強調しておきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回はラスト・バッターであるので、極力簡潔にお話ししたい。まず、当面の金融経済情勢についてである。前回会合での我々の認識は、整理すると二点に要約される。第一に、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、第二に、ただし、そうした先行きを巡る不確実性は極めて高い、ということであった。前回会合以降、本日発表の生産を含め幾つかのハードデータが得られたが、結局のところ、前回会合の我々の認識を修正しなければならないようなものはなかったと受止めている。

次に、展望レポートに関して述べたい。我が国の経済・物価の中心的な見通し、上振れ要因・下振れ要因、金融政策運営方針、いずれについても執行部案に違和感はない。以下では、やや感覚的に過ぎるかもしれないが、私なりに感じている点を幾つかお話ししておきたい。大きく言うと二点である。そのうちの一点について、少し細かくお話しするといった構成で考えている。

一つ目は、我が国の経済・物価の中心シナリオが実現する蓋然性は決して高くない、ということである。背景は、四つ位ある。一つは、世界景気を巡るリスクは、上にも下にも大きいということである。米国経済については、このところ再び弱めの経済指標が目立つようになってきており、市場の見方も慎重になっている。バランスシート調整の重石が、引き続き景

気回復の足取りを重くしている。昨日のFOMCの決定もそうしたことと平行である。欧州経済については、ドイツなどのコア国と周縁国とのコントラストが著しい。周縁国のソブリン問題は根深く、財政面及び金融面から欧州全体の景気を下押しリスクは無視できない。一方、新興国については、高成長を継続している。各国とも金融引締め政策を実施しているが、成長スピード、インフレ圧力ともに十分制御できていないとみている。先行き、景気変動が大幅化するリスクは次第に高まってきている。

二つ目は、グローバルな物価環境は、大枠としてインフレ方向に変化しつつあるのではないかと思っている。新興国リード型の世界景気の拡大を前提とすると、原油や穀物等の国際商品市況が強含みで推移することが見込まれる。新興国では、水際の価格の上昇が国内にパススルーされる度合いが高まっているように思う。米欧の物価情勢をみても、期待インフレ自体は足許アンカーされているとはいえ、各種指標は物価上昇圧力の強まりを示唆していると受止めている。さらに、地政学リスクの一段の顕現化が、供給ショックとなってエネルギー価格をさらに押し上げるリスクも念頭に置いておく必要がある。

三つ目は、我が国に関することであるが、景気シナリオについては、震災と原発問題に伴う供給制約を如何に早く克服できるかにかなりの程度依存していると思う。電力供給体制の復旧やサプライチェーンの修復は、震災直後の見通しに比べれば進展してきているが、目下のところ先行きへの明確な展望が拓けている訳ではない。供給制約の克服に手間取れば手間取るほど、その間に企業等の成長期待が低下するリスクも高まっていく。

四つ目が、我が国の物価の見通しである。特に短期的には、不確実性が高い。震災や原発問題の物価面への影響は単純ではなく複雑だと思っている。また、先程述べたようなグローバルな物価環境の変化が、我が国の物価にいつ、どのような形で影響してくるかは、我が国の景気展開と物価の反応度合いとも関わるだけに、そもそも見通しがたい面があると思っている。

以上が、蓋然性にかかる点であるが、二つ目が中心シナリオにまつわる

リスク・バランスである。景気に関しては、下振れ方向に傾斜しているとみている。この点、今程述べた震災と原発問題に伴う供給制約の解決に不確実性が高く、この分リスク・バランスをダウンサイドに置かざるを得ないとみている。

次に、「中長期的な物価安定の理解」について述べておきたい。この点で、点検項目は幾つかあるが、それらについて個別にお話しすることは避けたい。いずれも従来の見方を修正する必要はないと考えている。従って、私としては、消費者物価指数の前年比でみて+1%程度を中心に、上下1%の範囲内であれば物価が安定している状態とみて良いのではないかと考えている。今回は、政策委員が交替されたこともあり、我々の「理解」をどう表現するのが適当なのか、しっかり議論する必要があるのではないかと思っている。

最後に、当面の金融政策運営について述べたい。執行部から説明のあった被災地金融機関支援の資金供給オペと担保適格要件の緩和については、制度の内容、制度設計の思想、いずれにも違和感はない。

次に、当面の金融政策運営についてである。これを考えるに当たっては、以下の点を踏まえる必要がある。一つは、先程述べたことであるが、我が国の経済・物価情勢については、中心シナリオを巡っての不確実性がとりわけ大きいということである。特に、景気に関わるリスクのバランスは、ダウンサイドに傾斜しているとみられることが一点目である。二点目は、一方で、我々は既に金融緩和の一段の強化に踏み出すとともに、金融資本市場の安定確保にも万全を期し続けているということである。三点目は、不確実性が特に高い経済情勢のもとにあっては、政策効果の一つ一つ見極めながら政策運営を図っていく、漸進主義の考え方が基本になると思っている。四点目は、勿論、景気のリスクが下方に傾いていることを考えれば、追加緩和の必要ありと判断した場合には、従来にも増して果敢な政策対応が求められるということである。

以上のような点を踏まえると、当面は、これまで取ってきた我々の政策効果を確認していくべき段階だと思っている。従って、金融調節方針、資

産買入等の基金の運営スタンス、いずれについても現状を維持していくのが適当と思っている。

なお、前回の会合でも述べたが、震災などに伴う大きな供給ショックが生じているだけに、先行き我が国経済全般の成長力にも不測の影響が及びかねないと思っている。そうした中、本行としては、我が国の成長基盤強化に向けて何が可能か、引き続きしっかり検討し、必要があれば柔軟に対応していく構えを忘れてはならないと思っている。私からは以上である。

白川議長

ここで、もうほぼ3時間経つので、休憩をして、12時05分から再開する。

(11時55分中断、12時04分再開)

少しまだ時間はあるが、再開する。ここでは、討議のセッションを二つに分ける。最初に、金融経済情勢あるいは展望レポートの議論を行い、次に、被災地金融機関支援オペ及び担保適格要件の緩和に関する事項を含む、金融政策運営方針に関する議論を行いたい。本日は、非常に多くのトピックスがあるし、色々な論点もあったので、私自身も一人の委員として色々申し上げたいこともあるが、時間制約もあるので、できるだけコンパクトに申し上げたい。多くの点で意見が一致しているので、多少意見が違うところを中心に議論をするための、若干の整理という程度のことである。ただ、ところどころ自分としての意見も申し上げたい。

足許の景気の動向——これは自分自身の感想であるが——、先程出た鉱工業生産指数の数字もそうだが、予想をしていたとはいえ、本当に大きな落ち込みであり、改めてその厳しさを感じた。多くの委員の方もそういう感想を述べられていたと思う。リスクについても——これはまた後から展望レポートのところでお話するが——、先々の不確実性は非常に大きいということであるし、リスク・バランスについても、全体として下の方を

意識するということで、私自身もそうである。自分自身、先々の不確実性という意味で一番大きく意識しているのは、原発に伴う問題である。原発問題といっても、電力不足の問題というよりはもう少し広い意味での原発問題である。私自身はその不確実性を非常に意識はしているが、しかし、そういう状態について、3月の地震直後に我々が感じた先々の見通しと、今我々が感じている見通しというか、不確実性あるいはリスクというのは、この間に高まったのかあるいは変わっていないのか、あるいは若干緩和したのか、この辺は一つ論点としてあるように感じた。正確に全ての皆さんがこの点について言われた訳ではないが、3月に比べて不確実性がより高まった、あるいはリスクが高まったという感じの方もいらっしゃったし、むしろ緩和をしたという方も、両方いらっしゃった。自分自身は、リスクの絶対値は非常に大きいと思うが、ただ敢えて3月時点で自分がどう考えていたのかを思い起こしてみると、若干は緩和したという感じがしている。例えば、身近な金融をみると、多分、金融市場が著しく緊張するところまではいかないだろうと思ったが、しかしその可能性も勿論否定できなかった。だからこそ、我々はアグレッシブに行動したのだが、幸い金融市場は全体として安定している、あるいは安定を取り戻している。気になるのは社債だが、社債も先般発行が始まってきて、今は目線合わせをしているという段階で、これも少しずつ改善していると思う。また、企業の供給制約、サプライチェーン、あるいは電力であるが、私自身元々、企業の方はある程度保守的なバイアスを持って対外的に発言しているのだろうと思っていた。また、ある企業の製品は他の企業からすると原材料になる訳で、そうするとそこでまたお互いに保守的なバイアスが増幅されていくので、多分、最終的には当初言われた整理に比べれば、少し緩和されるのだろうと思っている。そういう意味では、正直ベースの想定対比本当に緩和したかは分からないが、しかし現実的にみると、多少は緩和してきているという感じはする。電力についても非常に厳しい状況であるが、しかし兎にも角にも供給能力が少しずつ高まってきているということもあるので、自分自身は3月に比べて高いリスクがさらに高まったという訳ではなく、基本的



には高いリスクなのだが心持ち和らいだという感じはしている。いずれにしてもここであるポジションを取る必要も全くないが、そのように足許の経済を私はみている。今日は意見を聞きながら、経済のリスクが高まったとみるのかどうかについて、論点としてあったと思っている。

展望レポートであるが、リスクのバランスをどう評価するかということ でニュアンスの差は若干勿論あるが、展望レポートの案で示された考え方については、概ねサポータティブであると。先程、西村副総裁からリスクの バランスについて、下限の最下限であったか、正確な表現は忘れたが、こ れはまた後から西村副総裁から補足があるかもしれないが、いずれにせよ、 全体として景気の前々の回復メカニズムについては意見は一致していた。 そのうえで、リスクのバランスについて、どのように考えるのか若干の差 はあったという感じはしている。展望レポートで、先程、門間企画局長か ら説明のあった点を私が繰り返すことは基本的に避けたいが、ただもう一 度、最初に門間企画局長が触れられた展望レポート作成に当たって、ある いは見通しに当たっての視点を強調したい。三つあったと思う。一つ目は、 景気に今強い下押し圧力がかかっている、当分これがかかり続ける訳だが、 出発点はやはり突然の大きな供給ショックというか供給制約であったと いうことだと思う。問題は、その回復を支える基本的な条件に変化がある かどうかである。もし大きな変化がないとすれば、この供給制約が解消す るにつれて回復をしていくということである。二つ目は、この震災の影響 は時間の経過とともに変化していくということで、その時間軸をしっかりと 意識して、見通していく必要があるということであった。三つ目は、先 程の話と重複するが、この震災の影響については不確実性が非常に大きい。 リーマン・ショックの時も、勿論不確実性は大きかったが、今回は、性格 は異なるが、非常に不確実性が大きいということである。そういう意味で、 中心的なシナリオも勿論大事だが、リスクについて我々自身がしっかりと 認識することが大事だということを強く感じた。

もう一つ、自分自身の感想として申し上げたいことは、3月以降のこの 震災の影響が非常に大きいために、我々自身どうしても震災の影響を中心

に経済のことを考えがちである。これはこれで勿論大きなことであるが、しかしこの間も、世界経済は全体を見渡してみると大きな変化が起きているという感じがするので、全てを震災というレンズを通してみていると、結果的に大きく判断を誤る可能性もある。その意味では、世界経済の動きについての注意が引き続き怠れないという感じがする。また、多くの方が言及されたように、米国のバランスシート問題の行方、欧州ソブリン・リスク問題、新興国の景気過熱・インフレ、それから多少関わりがあるが国際商品市況、いずれも世界経済全体への目配りが怠れないということを感じた。

取り敢えず、景気・物価の短期的な見通し、あるいは展望レポートについて、私から申し上げることは以上である。追加的に皆さんからご意見があれば、あるいは先程のリスクが高まったのかどうかという点も含めて、もしご意見があればご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

#### 西村副総裁

クラリファイイングのために申し上げたい。私の場合は、サプライチェーンその他に関しては全く執行部と見方は同じだが、福島原発に関してはここまで長引く、若しくは深刻になるというのは残念ながら想定していなかった。15日にベントがあったが、そこで流れた放射能が東京に到達し、私はその日の朝、ガイガーカウンターの数字をみて度肝を抜かれた。そういったことの影響を、あの時点では私は考えておらず、見方が楽観的過ぎたと言われればそのとおりののだが、比較的早い段階で収束すると考えていた。その後の展開をみると、次第次第にどんどん長引いていて、事態が深刻化していく。そういう状況のもとで、確かにその影響は、時間が経つにつれて、時間が段々解決するという部分もあるので、表面的には減ってきている。しかし、それでもやはり特に先程申し上げたサービスに関しての非常に大きな下押しの圧力は否定できないだろうと思う。今後、我々がどういう形でそれを乗り越えていくのかは、まさに我々にとっての試練であるが、私の見方としては、今までの見方は確かに楽観的だったと

いうことに尽きると思う。この期間において、福島原発に関して、日本の将来に対する不確実性はかなり高くなったと感じている。

白川議長

他にないか。多分、色々な論点が絡んでいるので、また後の方で今の論点に立ち返って頂いても構わない。取り敢えず、短期的な経済の見通し、展望レポートについて、先程の各委員のご意見の陳述を踏まえて、もし何か追加的な討議をすることがあれば願います。

取り敢えず、次に「中長期的な物価安定の理解」について、先程の議論を整理したいと思う。それから、自分自身の見解を申し上げたいと思う。まず、従来、我々は日本銀行政策委員会としてどのように言っていたかということに改めて確認すると、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」ということであった。私自身の理解はどうかということであるが、これは昨年と変わらず、2%以下のプラスの領域にあり、1%程度を中心と考えているということで、委員会全体としての考え方と私自身の考え方は全く一致している。自分自身が、このように判断する要素を先に申し上げると、皆さんと同じでバイアス、のりしろ、国民の物価観ということ、この三つを考慮して考えている。私自身は判断するうえで、その三つの要素のうち、バイアスとのりしろに特に重点を置いている。バイアスについては、統計の改善努力の結果、以前に比べて縮小していると思うし、上方バイアスもあれば下方バイアスもあって、両方のバイアスがあるという感じがしている。ゼロ金利に直面することを避けるためののりしろということで、こののりしろも必要だろうと判断している。ただ、昨年も多く席で申し上げたが、改めてリーマン・ショック後の政策展開を考えると、ほとんどの国がゼロ金利に直面した訳である。つまり、のりしろを持っている国も含めてゼロ金利に直面していることを考えてみると、あの段階でもし、もうあと何%か金利の下げ余地があったら、その後の事態は改善したかということ、そこは多分あまり改善はないという感じがしている。それを考えると、改めて、

これはトートロジーであるが、そうした事態にならないように、つまりバブルを防ぎ金融危機を防ぐということ自体がより重要だという感じがする。それは別に、のりしろの議論を否定するものではない。そういったことを全て考えると、先程の2%以下のプラスの領域で1%程度を中心としてという感じである。これを、対外的にどのように表現するかといった時に、自分自身の本来の好みを言うと、国民の物価安定に対するアンカー機能を重視した場合には、多分、表現する範囲は狭い方が私は本当は良いと感じている。ただ、一方で、狭い数字を出した場合に、今度はその数字自体に過度の関心が集まって、結果として長い目でみたアンカー機能を果たしていきにくいという、ややパラドックスな状況が生じる。そういう意味において、現実には当面は幅を持って表現するしかないだろうという感じはする。そういう意味合いも込めて、2%以下のプラスの領域で1%程度を中心ということである。いずれにせよ、先程、各委員から表明のあった物価安定の理解、これを自分自身でマトリクスに書いてみたが、「2%以下のプラスの領域にあり、1%程度を中心として」という表現で括れることだと思った。昨年との違いは、昨年は「委員の大勢は」ということで、必ずしも全員がそうではなかったという感じがするが、今回は敢えて大勢と言わなくても先程申し上げた表現で皆さんのご意見を表現できると感じたので、繰り返しになるが、「2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である」という表現で宜しいか。先程、門間企画局長から説明のあった物価安定の理解のところでは空白になっていたので、ここで空白を埋める必要があるが、「消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、中心は1%程度である」ということで宜しいか。

次に、被災地金融機関支援オペ及び担保適格要件の緩和に関する事項を含め、金融政策運営方針について議論をしたいと思う。まず、無担保コールレートの誘導目標だが、これは皆さん現状維持で、「0~0.1%程度で推移するよう促す」ということであつたと思う。また、資産買入等の基金の増額というか、追加金融緩和についての議論が本日あつた。前回、宮尾委員から追加金融緩和について議論を深めていく必要があるのではないか

という趣旨のご発言があったし、本日もそういう趣旨のご発言があった。宮尾委員については、そうした検討、討議を今後も続けていく必要があるということと、冒頭のご発言の段階では、本日は判断は留保したい——留保という言葉が使われたが、またこの後の議論で変わるかもしれないが——ということであった。西村副総裁からは、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することが適当ではないかというご意見が出された。その他の委員は——私自身もそうであるが——、今回の展望レポートの見通しを踏まえると、日本経済はやや長い目でみれば物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくとみられることから、現時点では3月に増額した基金による買入れを着実に進めながら、その効果を点検していくという段階で、そうしたことが適当だというご意見であったと受止めた。ここは、意見が明確に分かれた点であった。自分自身の意見ということではなくて、論点としてあるのは、一つ目は、3月に我々が追加金融緩和を行ったその時点から比べてリスクがより高まったと考えるかどうか、これが一つの分かれ目である。二つ目は、リスクが高まったと判断する場合——また、本日はそうではないが、別途の見通しで、そもそも中心シナリオ自体が変わったという場合も同様であろうが——、そういうリスク増大をもたらした要因に照らした時に、この資産買入の増額という政策手段が有効であるかどうかという有効性の論点ということである。三つ目は、何人かの委員が触れられたが、この効果に伴う副作用、あるいはそれに包含されるかもしれないが、財務の健全性等からみて、点検をする必要があるということである。別の分類学も可能ではあるが、その三点位があるのではないかと議長としては感じた。この点について、何かもし追加的にご意見があればご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

#### 西村副総裁

今の三点は、一番分かりやすい三点だと思う。まず第一点に関して言えば、私は3月の時点で少なくとも福島原発の状況、それからその複合的な状況、つまり単に単発で起こったものではなくて、全てそれが関連してい

る、津波もあるし、そういったものが連関している、こういう状況が特にサービス消費のセンチメント面に与える影響について、私はその時点では十分そこまで考えていなかったの、私が前回資産買入れを増やすことに賛成した状況よりは、明らかに悪化しているというか、下押し圧力が非常に強くなっていると解釈している。もう一つ、効果があるかどうかだが、供給ということであれば、それに対しての効果は、金融政策で半導体の設備が積み上がる訳ではないので、それはない。しかし、特にサービス業のようなところに関して言うならば、やはり日本銀行がこの段階で早く的確な対応をすることをみせることが、特にマインド面においては非常に重要であろうと私は考えている。特に、消費者センチメントから非製造業の、簡単に言えば流通といったところに対して起こってくるリパーカッションというようなものは、私は非常に大きくみている。私自身、日本の消費については、学者としての勉強もしてきたし、そういったバックグラウンドからみて、これに関しての影響は相当大きなものであると私は考えていて、それに対しての対応をすべきだと考えている次第である。三番目の財務の健全性であるが、勿論それは、具体的にする場合にはきちんとした公表はしなければいけない。それは、もし私の提案が皆さんに認められた場合には、そこできちんとお話ししたいと思っている。

#### 中村委員

原発の影響であるが、西村副総裁が言われるように、3月の時点でも原発の様々な問題は発生していたが、その後も汚染のさらなる拡散とか、外国人の予約客が100%キャンセルになるといった問題を惹起している。マインドはもう少し好転するかと思っただが、やはり悪化している。例えば、東京住民への直接的な影響は限定的だが、福島原発問題は、電力供給先の東京電力に起因しており、他人事とは思えない。それはそのとおりなのだが、3月の時点で追加緩和を行ったのは、落ち込む懸念のある企業や消費者のマインド面に働きかけるという趣旨であった。追加緩和策について言えば、それぞれの資産買入れにはまだ枠を残しており、買入れのingの

段階にある。確かに、原発の問題拡散はあるが、それを含めて、我々としては前広に対策を行ってきた訳で、まだその効果等を見極めるには時期尚早である。それから、経済実態については、若干悪くなっている面もあるが、経済実態そのものはそう大きく変わっているということではない。既に様々な金融緩和等を行っており、社債のマーケットをみても、ほぼ元に戻りつつある。従って、この時点での追加緩和は、私自身は必要ないのではないかと思う。

#### 森本委員

宜しいか。西村副総裁がおっしゃる、我々が今まで経験したことのない複合的な要因によるマインドの悪化についてであるが、確かにそれは非常に大きいことだと思う。そこで、これから考えていく前提で、こうした悪化がずっと改善されないで続いていくのか、それとも、少しでも良くなっていくのかという点は、やはり私は大事ではないかと思っている。特に原発の問題は、当初は、放射線量もこの都心地域においても自然放射線量より数値が上がって、また水道水にも含まれるなど、色々な事象はあった。しかし、その後、色々な地点で継続的に計測しながら、そういった数値も悪くなっていないことや、それから海への汚染水の放出等々もあったが、これも今フランスから協力を得て汚染水処理等の対策を色々取りつつあることは、やはり国民の皆さんも認識されてきているのではないかと思っている。それから、凄く気にされているサービス消費だが、私もこれは非常に影響は大きいと思うし、外食産業なども数字が落ちている訳である。ただ、あれはやはり計画停電の影響も相当程度大きかったのではないかと思っている。それから、観光にしても、今、各業者が色々新しいメニューや、価格面でも割安に——経営的には影響を受けるが——といった取組みもされてきて、外国人観光客——これは個人消費ではないが——を除いて、少しずつ良くなってきているのではないかと思う。やはりベクトルが上を向いてきていることは大きいのではないか。それから、国でも、一次補正はそろそろ成立しそうであるし、復興に向けた取組みが始まっている。こ

ういったことを考えてみた時に、厳しい状態から這い出し始めているというか、先をみて動き出している、この状況というのは大きいのではないかと、私は判断している。

#### 亀崎委員

3月14日の会合時は、ご指摘の三つの複合災害——未曾有の地震、津波、原発——は、その時はもう分かっていた。ところが、その先が全く分からなかった。しかしそれは、今7週間近く経って、かなりみえてきた。例えば、電力についても先行きどうなるか、先程の産業実態調査にしても、生産拠点が大体秋位になったらどうなるか、自動車生産もみえてきている。それから、原発についても、工程について一応出ている。そういう意味では、しかもそれが悪い方向ではなく、道筋が段々みえてきており、分かるようになってきたという意味では、真っ暗でびっくりしたショックの時よりも、私は今の時点の方がむしろマインド的には緩和していると考えている。3月14日というのは、そういった全く分からない状況、不安の真っ只中において、マインドを悪化させないため、本行はすかさず手を打ったのであるが、これについては今も一定の効果が発揮されていると思っている。この先、電力や原発の状況がさらに悪化していくとか、あるいは今各企業が立てている色々な道筋に思わぬ予測の変化が生じるといったような急激な新たな要素が加わってくるようなことがある時には、マインドの一層の悪化が考えられるが、今の時点は、そうしたデータ——マクロのデータ——もまだ出てきていない。現在は、前回3月の追加緩和策の効果をみているところで、しかもこの枠がまだまだある。10兆円となった残りの枠のうちまだ2/3近くが残っている。これがもう9兆円まで来ているというのであれば別だが、まだ十分枠が残っている段階で、今新たな追加を行うのは、私は少しタイミング的にも効果的にも妥当ではないと思う。むしろ、このサプライショックに対して立ち上がってきている被災地域の企業に、今日決める支援が早めに届くようにすることが最も今タイミング的に必要なことではないかと思う。



## 宮尾委員

3月時点よりもリスクが高まったかどうかという点で、一言だけ追加させて頂きたい。3月の時点では、やはり色々なことが分からなかったが、基本は自然災害で、それはすなわち一過性というか一時的な問題であるという思いが心の何割かにある。従って、非常に被害は広範囲だし規模も大きいのだが、やはり一過性という面があるのではないかと思っていたところ、サプライチェーン、原発、マインドといった形で、やはり持続性というのがどんどん明らかになってきたというのが、ここ1か月位の私の認識である。そういう意味で、供給面が出発点であるし、それ自体はやがては解決すると思うが、それから波及する効果、特に需要への影響の持続性が、最初に3月時点で思っていたよりも、より深刻だと思ったというのが私の見解である。そこから必要性がより高まって、効果と副作用あるいはタイミングというところで、私なりに先程も意見表明で大分時間を取ってしまっていて恐縮であったが、ぎりぎりの判断というか、必要性が高まっているという思いは強くある一方で、しかし政策として提案するには非常に重い責任が伴うので、もう少ししっかりと——これまでもずっとしっかりと考えはきたが——見極めたい。従って、今回は判断を留保したいという見解である。

## 山口副総裁

西村副総裁にお聞きしたい。西村副総裁が考えておられるような追加緩和を実施すると、リスクが抑制され、展望レポートの中心シナリオが実現する蓋然性が高まるということになるのか。

## 西村副総裁

そうである。つまり、私は元々展望レポートの中では比較的高いところをみていた。それに対して、足許、それから先行きに関して、私の場合は、15日のベントで起きた放射能の問題は非常に深刻な影響を及ぼしたと考

えている。この問題だが、あまり影響の重大性が十分に理解されていないのではないかという気もする。この問題は、将来的に、特にPTSDのような話だが、次第にマインドにじわじわとした影響が出てくるのが非常に心配であり、実際にその影響がどうも出ているように見える。従って、私としては、見通しはかなり下げざるを得ないということだった。それでこの追加緩和をとということだが、マインドというのは早く動くので、できるだけ早い段階で、他のものと組み合わせながら、プリエンティブに対処していくことによって、この悪影響を抑えることができる。それから、世界の今の状況は——今は日本の話を専らやっているが——、私は海外の方の下振れリスクもずいぶん高くみている。これも、従来に比べれば、特に米国のスタグフレーション・リスクというか——コアは上がりながら、景気が上がらないリスク——、場合によっては今年の夏頃から雇用は下がっていくのではないかという噂が実はシリコンバレーで流れているようだが、そういうようなものに対しても、何らかの形で対処する必要があるだろうということである。それから、米国がこういう状況になるということは、逆に言えば、新興国においても、今度はインフレの状況の中で、景気の減速が起きてくるリスクもあるので、かなり深刻な問題になるだろう。その中で、日本で為替を含めてこの状況に対して、やはり早めに手を打つ必要があり、それができれば、私は元の私の中心シナリオに回復していくと考えている。

#### 山口副総裁

私自身は、3月の追加緩和に当たっては、リスク・ファクターを一つ一つ積み上げたうえで、5兆円の増額であればそれに見合った対応であると考えた訳ではない。何が起きているのか、この先何が起きるのかについて、明確な判断ができない中で、可能な限りリスクに対応できるような施策は何かということ、多少感覚的ではあるが、考えての結論だったということである。従って、むしろこれからは、ハードデータやアンケート調査などの蓄積を待ちながら、経済実態の変化をしっかりと捉えていく局面だろう

と考えていた。勿論、その過程で、追加措置が必要ということであれば、そこで判断すれば良いと思っていた。要するに、3月の段階では、ある種の割り切りのもとで、大胆な政策措置を講じた。次は、データなどに裏付けられた、言い換えればしっかりした情勢判断に立った政策を行うべきであるというのが私の立場である。

#### 西村副総裁

それについては、私も別段反対するつもりもないし、私もあの時点では山口副総裁と同じように考えていた。私は、先程宮尾委員が述べられたように、基本的にはこれはサプライショックであろうと考えた。それに対してやるべきことは、1906年のサンフランシスコ大地震の時に起きたようなことは起こさない。つまり、流動性の供給によっていわば安心感を与え、かつ決済のシステムがきちんと回る、それに加えて、特に市場に対しての影響に対処しなければいけないということだ。これはそのとおりであり、そのとおりやったと思う。ただ、私があの時考えていなかったのは、福島原発において、先程の話で言えば、15日のベントが私にとっては極めて大きな影響を持ってくる。私としては、この影響は直ぐに終わる話、つまり6か月、9か月で終わって——本当にこれで終わるかは分からないが——、ハイ、サヨナラという形のものでは恐らくないだろうと考えている。これに対する対処をこれから我々がやっていかなければいけない、そしてそれに対しての新しいシステムを作っていかなければいけない。それに対する対処が今やはり必要なのではないかという思いがここに入っているということである。つまり、私の場合は、3月の段階で、その時考えたもの——粗々で考えたものであるが——では不十分であったというのが、私の今の判断である。

それから、まだ余っているだろうという話であるが、重要なのは余っているかどうかではなく、どの位まで我々がやるかという額の大きさの問題だと考える。従って、實際上、これの最終的な姿がどういうことになるかについての市場の見方が、極めて重要になると思っている。特に、これは

市場に対してのインパクトで、これは日本というより、私は海外に関してのインパクトということを考えている。

#### 野田委員

今、西村副総裁のお話をずっと伺っていると、リスクが顕現化した場合の予防的措置をもう一度やろうということだと思うが、とても足りないような気がする。相当なリスクをお考えになっている訳だし、展望レポートは、大筋でぎりぎり賛同されるというより、むしろ展望レポートそのものが違うのではないかという感じを私は受けざるを得ない。リスクに対応するというので、前回の5兆円に今回また5兆円も出して行って、さらにそのリスクは不確実性が高いと言っている訳である。今回それで不確実性を我々が少しは縮められるのかどうか。すなわち、世の中の、市場の、あるいは実体経済の。この辺はどのようにお考えなのか。

#### 西村副総裁

それは非常に重要なポイントで、だからこのことに関して、私は5兆円の追加という形にしている。私は、今の段階では、ここでやりたいと考えている。私の考えているリスクは、リスクそのものに関しての不確実性はまたあるので、それを含めて、これは後でまた考えていくことになる。しかし、重要な点は何かというところ、タイミングの問題である。私の場合は、今のタイミングで——これは宮尾委員とは少し違うところだが——、こういう形でディサインプなことを我々がするということが、それなりの情報をマーケットに与え、国民に与え、そしてそれなりの効果を得ると私は感じている。だから、こういう未曾有の状況なので、逆に言えば、テール・リスクが起きている時に、どの位あったらそれで確実になるかということはいえない訳である。少なくとも、私の出発点としては、ここから考えていきたいということである。これは、私の一政策委員としての考え方ということである。

## 亀崎委員

先程、余っているからという問題ではない、どこまでやるかという覚悟の問題であるとおっしゃった。そのことについては、先程山口副総裁がおっしゃったし、私もそうなのだが、全くみえないところである。とにかくこの大きなショックに対して一番良いのは、これ位の規模であろうということでも前回決定した。それがまだ残っている。これから先、段々前よりも状況がみえてくる中で、果たしてこれをそのままやった方が良いのか——今日もどこかで話に出てきたが——、あるいは復興関連にもっと違った形で支援するということも考えられる。そうすると、分からない段階で決めたものを、ここでさらにまた増やすというのは、私はちょっと違うのではないかと思う。データも色々な情報も少しずつ出てきて、今かなりみえてきている中、10兆円となった残りの枠のうちのまだ6兆円位残っていると思うが、これを実行しながら、もう少し状況をみる時間がある。私は、今現在は、3月14日の時点より悪化しているとは思っていないので、今はやる必要はないと思うが、この先急激な変化があった場合、必要な施策を講じるのは当然である。もう一つの選択として、もっと的確なものやれるかもしれない。そういったものを考えてみるという意味で、決して覚悟がないということではなくて、今のところの覚悟は、私は5兆円で良いのではないかということを示し上げた。

## 野田委員

3月に続いて、また追加で仮にやるとした時に、我々の展望レポートで市場に出しているメッセージというのが、本当なのかと、中心シナリオは本当にそうなのかと、実は違うのではないかということ、むしろそのメッセージの方が物凄く強いと思う。だから、政策の効果や副作用そのものよりも、そもそもそういうことを発信することの副作用の方が物凄く大きい気がする。効果、副作用は、今は必要ないと思っている。必要ないということが重要なので、むしろ私は世の中に、市場に対してそこを言いたい。そういう気持ちである。

白川議長

色々な論点があると思うが、経済情勢それ自体について、不確実性が大きいということは、これは皆さん一致している。考えてみると、昨年 10 月末の展望レポートの時に、今、我々が議論しているようなことを当時勿論議論した訳ではないので、同じように、また次の中間評価、あるいは次の展望レポートの時に全く違ったことを議論しているかもしれない。それ位、経済に不確実性があるということは、我々自身、政策当局者としてしっかり認識しないといけないということである。そのうえで、これからも議論は続く訳なので、今日で議論に決着が付く訳ではないが、今日の議論は、これはずっと我々自身が点検をしていくべき、そういう課題として、色々な論点を出し合ったと認識している。どういうふうに整理するかは別にして、先行きの景気について、この展望レポートの中で、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識して、つまり上振れリスクと下振れリスク両方勿論あるが、下振れリスクの方に重点を置いて考えていくという点については、これは意見の差はなかったと思う。そのうえで、政策という面でどうかということである。私自身が感じることは、原発リスクという、何とも言えない重苦しいリスク、これが存在することはもう皆さんが認識していることで、私自身も原子力については勿論素人だが、自分なりに色々な新聞や雑誌を読んだり、あるいは色々な会合で色々な話を聞く中で、これが大きな問題ということはいつも意識している。ただ、そのリスクの性格を考えると、そういう状況からくるこの不安感を解消するうえで、資産買入れを例えば 5 兆円増額した場合に、例えば福島の前被災地域の中で、それによって安心感が広がる、あるいは国民全体の安心感が広がるということではなく、むしろ原発のリスクを考えれば考えるほど、それ自体については、なかなか金融政策という手段で立ち向かうには、本当に重苦しいリスクだという感じの方が強い。ただ、これについては色々な意見があるので、もう自分の感想を言うだけにとどめる。

最後は、政策の我々自身のメッセージの発し方であるが、これは従来か

ら我々が言っていることで、今日もこれは多くの方が触れられたが、今後とも震災の影響をはじめ、これは勿論震災に限った訳ではないが、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という方針である。これ自体については皆さん意見が一致している。個別の政策については、意見の差はあるが、我々自身がこういう構えであるということについては、意見の差はなかったと言えるので、そこは誤りのないように今日も発信していきたいと思う。色々なご意見はあると思うが、また次回以降も議論をしていくということで、しかし何よりも我々自身が、経済・金融の実態をデータに即して丹念に点検していくということだと思う。この後、被災地金融機関に対する支援について議論するが、取り敢えず、この狭義の金融政策について他にないか。

被災地金融機関支援オペ及び担保適格要件の緩和について、先程皆さんから意見表明があったが、執行部から報告のあった内容に違和感はないというご意見であったと思う。そのうえで、若干の論点を申し上げると、今回は初期対応を支援していくということで、6 か月間という提案があり、皆さん賛成された。この6 か月間ということは、6 か月間でやめてしまうとか、あるいは被災地の金融機関について今後は知らないということでは勿論ない。我々は、今回は初期対応を支援していくということで、これは6 か月が終わった段階で、どういう対応が日本銀行として望ましいのか、それはその段階でしっかり考えていこうということだったと受止めた。これは、前回のこの席でもご意見があったが、復旧・復興の支援というところは、この後の日本の潜在成長率を引き上げていく話と重なる部分もある訳なので、そういう意味では、成長基盤強化支援の資金供給を例えば見直していくということもあり得るだろうし、あるいはそうではなくて、全く新たな制度を検討するということもあり得る。いずれにせよ、この後、復旧・復興がどのように進んでいくのかをみながら、半年経った段階で改めて考えてみるということで、今日発表する時に、何かこの6 か月でぷつぷつり終わるという感じではなくて、我々自身がそういう構えであることを申し上げるとするのが、多分皆さんの感じだと思った。ご意見はあるか。

それから、先程一点言い忘れたが、「中長期的な物価安定の理解」の話の中で、あのよう整理したが、これは今決める話ではないが、将来、この物価について、対外的に説明する際の注意事項として、基準年から段々離れていけばいくほどバイアスが拡大していくことを意識しながら、どういう形で情報発信をしていくのが良いのかを検討していく必要があるのではないかという意見が、野田委員からあった。多くの方がそういう話をされていたし、自分自身もそう思っている。それから、時間軸についても、我々自身の意図が誤解されないように、しっかりとコミュニケーションしていく必要があるという点も、先程言及し忘れたので、ここで申し上げる。他にないか。

それでは、大分長くかかったが、ここで政府からの出席者の方に、ご発言をお願いします。最初に財務省の櫻井充副大臣をお願いします。

#### 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により、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、弱い動きとなっている。先行きについても、当面弱い動きが続くと見込まれており、また原発問題の影響等を背景としたマインドの悪化も含め、不確実性が極めて高い状況にある。

政府としては、震災発生後、人命救助や安全な避難に取り組むとともに、被災された方々の生活に必要な水や食料・燃料等の確保、被災地域の応急復旧等に全力を挙げてきた。今後、電気・ガス・水道等のライフ・ラインの復旧を急ぐとともに、瓦礫の処理や仮設住宅の建設を進める等、被災地域の復旧・復興に全力を挙げていく。

このため、本日夕刻、平成23年度補正予算を国会に提出する。平成23年度補正予算は、震災からの早期復旧に向け、年度内に必要と見込まれる経費を計上したものであり、この財源については、追加の公債を発行せず、歳出の見直し等により確保することとしている。政府としては、一日も早く円滑に執行することができるよう、この補正予算の早期成立に努め、被



災地の一刻も早い復旧に向けて全力で取り組んでいく。

また、現在、政府において、復興の道筋、あり方について様々な議論が行われているが、こうした議論も踏まえつつ、今後さらなる補正予算について検討していく。

政府としても、被災地を中心に金融の円滑化を図るべく様々な措置を講じているが、本日ご議論されている被災地の金融機関を支援するための資金供給オペレーション及び担保要件緩和措置については、震災の復旧・復興に資する取組みと考えている。実は、地元の中小企業の皆様に、政府の政策だけではなく、日銀でもこのような取組みをして頂いているということ、私からも報告をさせて頂いているが、皆さん非常に安心されるというか、日銀もそこまで応援して下さいということに対して、実は本当に評価して下さい。従って、そういう意味で、今後、本制度を速やかに実施することにより、被災地支援が進むよう期待している。政府としても、引き続き、被災地域の一刻も早い復旧・復興のために全力を挙げていく。日本銀行におかれても、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になるのであらうと、今日様々なご議論があったが、示されているので、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。

最後に、今日のご議論を踏まえて一言だけ述べさせて頂いても宜しいか。西村副総裁から消費は心理学だというお話があったし、野田委員から消費者マインドには金融で付ける薬はないだったかと思うが……。

野田委員

消費者マインドではない。

櫻井財務副大臣

ちょっと違うか。別であったか。

白川議長

別であるな。

櫻井財務副大臣

そういったお話をお伺いしながらであるが、宮城県知事からもこの自粛ムードを何とか振り払って欲しいという声があった。明日4月29日は、実は宮城県でキックオフ・デーと定めて、今後自粛ムードを一掃しようと、今日は震災から49日目を迎えて、喪が明けても良いのではないかということと、それから、明日が楽天とベガルタ仙台の本拠地での開幕ゲームにもなっていて、両方とも試合は完売している。従って、こういう心理面に対して様々な形で取り組んでいくということが大切なことなのではないかとも感じていた。少し余計なことになって申し訳なかった。以上である。

白川議長

それでは、内閣府の末松義規副大臣お願いします。

末松内閣府副大臣

我が国の景気は、東日本大震災の影響により、このところ弱い動きになっており、先行きについても当面は弱い動きが続くと見込まれる。その後は、生産活動の回復に伴い、海外経済の改善等を背景に景気が持ち直していくことが期待されるが、電力供給の制約やサプライチェーン立て直しの遅れ、原発問題、原油価格の上昇の影響等により、景気が下振れするリスクが存在する。本日決定される展望レポートにおいては、ご議論の結果、平成23年度の実質GDP成長率の見通しは下方改定され+0.6%、消費者物価上昇率は上方改定され+0.7%という姿になるものと考えている。現在、物価は緩やかなデフレ状況にある。当面、輸出の減少など、実体経済の弱さが続くことが懸念される中で、震災や原油価格高騰等によるコスト上昇圧力がもたらす影響については、十分これからも見極めていく必要がある。

政府は、震災による被害に対応するべく、被災者支援やインフラ復旧、雇用対策等を含む国費 4 兆円規模の、平成 23 年度 1 次補正予算の概算を今月 22 日に閣議決定した。本補正予算は、本日国会へ提出し、今後その早期成立に努めていく。こうした震災への対応と合わせ、財政規律の維持と経済成長に向けた取組みを一体的に進め、我が国に対する市場の信認を確保していくことが重要であり、マクロ経済面を含めた今後の日本再生のための全体的方針をお示ししていく。

日本銀行におかれては、震災発生以降、迅速にご対応頂いていることを評価する。本日ご提案のあった「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」などが、被災地の復旧・復興を金融面からしっかりと支えることに強く期待している。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、適切かつ機動的な対応により、経済を下支えして頂くようお願い申し上げます。

また、私も個人的な感想を述べさせて頂ければ、自粛ムードを払拭すべく、そういった形でこちらも努力をしていく。私達も祈念するのだが、一過性という話があった。余震が幾つも続いていて、こういった「自粛ムードが続く」というモードは非常に良くないので、何とか一過性であれば良いということを祈念する次第である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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基本要領』の制定等に関する件」の議案の取り纏めを行いたいと思う。今申し上げた第二の議案については、既に先程企画局から説明があったので、執行部は第一の金融市場調節方針に関する議案を用意して頂きたい。また、西村副総裁は議案を提出されるということで宜しいか。

西村副総裁

そうである。

白川議長

それでは、執行部は西村副総裁の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

二つ議案があるが、最初に西村副総裁から提案があった議案について読み上げさせて頂く。「西村委員案。『資産買入等の基金』の増額に関する件。案件。1. 『資産買入等の基金運営基本要領』4. (1)に定める買入残高の総額の上限を5兆円程度増額すること。2. 増額の対象資産は『資産買入等の基金運営基本要領』4. (2)に定めるものの中から別途決定すること。なお、指数連動型上場投資信託受益権または不動産投資法人投資口の買入残高の上限を引き上げる場合には、日本銀行法上の認可取得を条件とすること。3. 対外公表文は別途決定すること」。この議案は以上である。もう一本、議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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し、別添のとおり公表すること。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。以上」である。別添である。「当面の金融政策運営について。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○）」。下に（注）である。「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。以上」である。

白川議長

今読み上げられた二つの議案、それから被災地金融機関支援等の議案、

この三つの議案について、追加的なご意見はあるか。

雨宮理事

一点、補足させて頂く。西村副総裁案の採決の結果は、この当面の金融政策運営の方の公表文に（注）を打って、欄外の（注）に、文言は後程また相談させて頂くが、西村副総裁より議案があり結果こうなったということを書くという扱いを後程させて頂く。

白川議長

ご意見はないか。それでは、最終案が纏まった。最初に西村副総裁提出の議案、次に金融市場調節方針の議案、最後に「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』の制定等に関する件」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します。

[政府からの出席者退室]

それでは、西村副総裁案に関する採決をお願いします。

[西村副総裁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：西村副総裁

反対：白川総裁

山口副総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

西村副総裁提出分である。採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

次に、金融市場調節方針に関する採決を行う。準備が整い次第、採決をお願いします。

門間企画局長

それでは、ただ今の最初の議案について採決が行われたので、その結果を対外公表するという趣旨から、先程の二番目の議案である議長案の別添について若干の修正をさせて頂きたいと思う。修正箇所である。表題の「当面の金融政策運営について」の右肩に（注 1）を打って、その（注 1）の内容を読み上げる。「本日の金融政策決定会合では、西村委員より、資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し、45 兆円程度とする議案が提出され、反対多数で否決された」。この後に、賛成・反対の委員の名前を入れる。そして、元々の（注 1）を（注 2）とする。以上が変更点である。

白川議長

こういう形での議案について、採決の準備が整ったらお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁  
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

調節方針である。採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

最後に、「『被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領』の制定等に関する件」の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

採決の結果である。賛成9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日金融政策決定会合後、執行部から適宜対外公表することとする。それでは、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]

お待たせした。西村副総裁提案については反対多数であった。それから西村副総裁がこういう提案をされたということについては、公表文で言及する。

VII. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、委員方には、成長率や物価上昇率の見通し、及び分布を再提出して頂く。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸をつけて、封筒に入れて頂きたい。

門間企画局長

見通し計数に変更はない。



白川議長

分かった。それでは、見通し計数・分布の最終案が確定したので、基本的見解の取り纏めに入りたいと思うが、宜しいか。

雨宮理事

変更ないので、これで先へ進めて頂きたい。

白川議長

それでは、「経済・物価情勢の展望」の基本的見解に関する採決をお願いします。

先程の「中長期的な物価安定の理解」のところであるが、先程皆さんにこれで良いかということを行ったが、一応もう一度確認をお願いしたい。

加藤企画局政策企画課長

お配りするか、読み上げるか。

白川議長

読み上げで良いので、もう一度該当箇所を示して頂けるか。

門間企画局長

それでは、先程ご説明した資料の 13 頁から 14 頁にかけてである。13 頁の一番下、「今回の会合において点検を行った結果、」その後であるが、「『消費者物価指数の前年比で 2%以下のプラスの領域にあり、中心は 1%程度である。』となった」である。

白川議長

この文言の入った展望レポートについて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

展望レポート（基本的見解）の採決の結果である。賛成9、全員一致である。

白川議長

経済・物価情勢の展望（基本的見解）は、本日15時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修文したうえで、明日4月29日14時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しくお願いする。また、展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収する。

## VIII. 議事要旨（4月6～7日開催分）の承認

白川議長

最後に、4月6、7日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付している議事要旨案についてご異議はないか。それでは、議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

議事要旨の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5月9日8時50分に対外公表する予定である。

## IX. 閉会

白川議長

以上で本日の議案を終了した。次回は、5月19、20日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は13時31分である。

白川議長

解禁時刻が13時31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26分閉会)

以 上