

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年5月19日（14:00～16:19）

5月20日（9:00～12:09）

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（19日）  
櫻井 充 財務副大臣（20日）  
内閣府 梅溪健児 政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
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
企画局企画役	峯岸 誠
企画局企画役	一上 響

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を開催する。議事進行の説明だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。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 4 月 28 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。政府出席者の紹介である。財務省からは、木下康司大臣官房総括審議官である。内閣府からは、梅溪健児政策統括官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

### 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、最初に金融調節、金融・為替市場動向からお願いします。

外山金融市場局長

それでは、まず、金融調節の運営実績について、申し上げる。資料－1、2（参考計表）追加分の図表 1－1 をご覧頂きたい。無担保コールレートだが、前回決定会合以降、0.062～0.069%で推移した。当座預金残高が緩やかに低下している中、税揚げを機に一部地銀が調達を再開しているものの、都銀が、レートが十分に低くない限り無理にコール市場で調達しないとのスタンスを基本的には崩していないことから、一部地銀による調達訓練が実施された日を除いては、低位で安定的に推移した。当座預金残高は 28 兆～33 兆円台、準備預金残高（除くゆうちょ銀行）は

推移した。図表 1-2、日銀の当座残高の保有状況をご覧頂くと、震災前に比べればなお高い水準だが、緩やかな低下を続けており、4月積み最終日の13日に30兆円を割り込んでいる。都銀は、5月積み期入り以降は、所要額よりなお多めながら、これまでよりも手許流動性を減少させる運営に切り替えている。また、米ドルの需給が緩んでいるもとで、邦銀の円投は長期休暇前等の時期に限られているため、外銀の当座預金残高も増えづらくなっている。こうしたことから、一部系統や が高水準の超過準備を維持したとしても、全体の当座預金残高は目先、減少傾向を辿るものとみられる。もっとも、6月以降は、資金需給上、財政要因が余剰に振れ、資金偏在が強まってくるため、当座預金残高は再び増加に転じる可能性があると考えている。

GCレポレート(S/N)をご覧頂くと、前回決定会合以降、0.100~0.105%の狭いレンジで推移した。レポ市場での資金の主要な取り手である証券会社の多くが、震災直後に比べれば、減少しているとはいえ、なお高水準の手許流動性を抱えていることや、内外投資家の強い購入意欲から証券会社の国庫短期証券在庫が低水準であることから、レートは低位安定している。この間、震災直後に纏まった額で供給した本行オペの期日や国庫短期証券発行日等のイベントを警戒する向きもあったが、結果的には、いずれも無難に通過している。

図表 1-5、オペ運営について説明する。基本的には、これまでどおり市場の安定に最大限配慮して運営しており、限界的な資金供給手段である金利入札方式共通担保オペについて、期日が到来する本行オペに対して見込まれる応札額を上回る程度のオファーで打ち返す、また、毎営業日、何らかの資金供給を実施するといった方針で取り組んでいる。実際の応札額も概ねオファー額の範囲内にとどまっており、実質的に資金供給額の決定は市場に委ねられている。基金の運営について申し上げる。固定金利方式共通担保資金供給は、3か月物を5回、6か月物を1回オファーした。3か月物の応札倍率は2.5~3倍前後まで回復してきている。資産買入れ分を含め、基金の残高は、33.8兆円に達しているところである。社債等買

入オペは、5月11日に1,500億円オファーした。落札レートは、0.203%と前回の0.400%から大きく低下し、持ち込まれた銘柄も電力、不動産、電機、ノンバンクと分散した。CP等買入オペは、昨日にこれまでの3,000億円から1,000億円引き上げ、4,000億円オファーした。応札額も、8,455億円とこれまでで最も多くなっている。落札レートは0.114%とほぼ前回並みとなった。電力、ノンバンク銘柄やABC Pが多く持ち込まれている。ETFは前回決定会合以降、1回、買入れを行ったが、J-REITの買入れはなかった。米ドル資金供給オペだが、5月10日に1週間物、17日に1週間物と3か月物をオファーしたが、いずれも応札はなかった。最後に、被災地金融機関支援オペであるが、5月17日に1兆円オファーした。応札額は741億円となった。復興需要が実際出てきているとする先が、上限まで応札するケースがある一方で、復興需要の動向や資金繰りの状況をみながら、あるいは傘下金融機関の割り振りの方法を検討したうえで、今後の利用を考えたいとする先も目立ったところである。

次に、市場の動向について説明する。図表2-1、短期金利だが、ユーロ円レートや短国レートは、さらに低下している。特に短国レートについては、一部都銀が短国を積極的に購入しているほか、米ドル金利の低下を眺め、海外投資家も短期投資資金を円に振り向けている。図表2-2、図表2-3、CPの発行レートだが、タームの長期化を踏まえれば、実質的に緩やかな低下を続けており、足許では、ほぼ震災前の水準に復している。もっとも、一部電力では、社債発行までの繋ぎとしてCPを発行する例もみられているが、格付けが同じ他業種の企業に比べ、やや高いレートでの発行を強いられている。図表2-4、通貨別のレートについて申し上げるが、米ドルでは、QE2による流動性の積み上がり、FDIC保険料の算定基準の変更、T-Bill発行額の減少を受けて、短期金利が軒並み低下している。一方、ユーロでは、ECBの理事会で早期の利上げを示唆する文言が用いられなかったことから、これまでの上昇基調がやや鈍っている。図表2-6以降、長期金利であるが、極く足許で若干戻してはいるが、米欧日ともに大きく低下した。このうち米国金利は、米国の景況感の後退、

ギリシャの債務再編を巡る思惑、コモディティ価格の急落を受け、実質金利及びB E I のいずれもが低下している。我が国の金利も、米国金利の低下、震災復興財源としての国債増発懸念の後退を受けて、買い安心感が広がる中、これまで様子見姿勢にあった投資家が期初買いを入れ始めたことから、低下をみている。図表 2-9、図表 2-10 では、我が国の社債流通利回りの対国債スプレッドをご覧頂くと、ほぼ横這い圏内で推移している。起債市場では、優良銘柄を中心に起債を再開する動きがみられ始めている。一方、電力債については、公表された原発賠償スキームの中で政府支援が不明確と受止められたこと、中部電力に対し浜岡原発の停止が要請されたことを受け、東電債に限らず、スプレッドが拡大している。また、政府の債権放棄発言を受けて、クレジット・イベントへの抵触可能性が意識されたことから、東京電力のCDSプレミアムが大幅に拡大した。

図表 2-12 から図表 2-14、株式市場だが、米国株価は、前回決定会合以降、好調な企業決算に支えられ、上昇する局面もあったが、その後は景況感の後退、ギリシャ問題、コモディティ価格下落を受け、概ね軟調に推移している。我が国株価は、米国株価が堅調に推移していたことに加え、企業決算における震災の影響が予想の範囲内だったこともあって、当初上昇したが、その後、米国株価やコモディティ価格の下落、原発事故の深刻化を受けて、下落している。図表 2-14、図表 2-15 で、J-REITだが、本行の買入れが下値安心感を形成していることもあり、BBB格のものを除き、堅調に推移している。

図表 2-16、為替相場だが、リスク回避姿勢が強まる中、米国長期金利が大きく低下したことを受け、ドル/円は下落している。もともと、5月5日に一旦、79円台をつけたものの、直ぐに反発したことから下値の堅さも意識され、足許は80円台から81円台の狭いレンジで推移している。ユーロは、ギリシャ債務再編を巡る思惑から、主要通貨に対し大きく下落している。

最後に、図表 2-19、エマージング、コモディティ市場の動向だが、コモディティ価格は、年初来の急上昇で警戒感がくすぶっていた中、CME

による銀取引の証拠金引き上げをきっかけとして、大きく水準を切下げたところである。私からの説明は以上である。

#### 亀崎委員

二点伺いたい。一つは、日米の長短金利である。昨年からみると、30年物、10年物、5年物は、ほぼ一定の差で動いているが、2年債になると金利差が昨年の初めから秋にかけて縮小して、それがまた元に戻りながら、このところ、若干また縮小し始めている。もっと短い1年物になると、かなり縮まってしまっている。もっと短い3か月物は逆転している。すなわち、先程もあったが、大体今のところ、米国は0.03~0.04%、日本は0.1%近傍である。昨年からみると、逆転したのは、6月に1回、今年の2月に1回だけで、あとはほぼ日本の3か月物は米国よりも低い金利で推移してきたのに、この3月以降は、この3か月物は、日本は0.1%近傍で一貫している一方で、米国は0.03~0.04%位までずっと下がってきている。短い物が、こんなに逆転して、日本より下がっているのは、例えば、連邦債務のデット・シーリングが近付く中、なかなか新発債を出せないこともあるかもしれないが、その背景は一体どうなのか、先行きをどうみているのか、また、こういったものが為替に与える影響はどうかを一つ聞きたい。

もう一点は、コモディティ価格である。先程あったように、CMEが証拠金を引き上げて、銀が特に大幅安となったが、銀のみならず、WTIも1日15ドルも下げている——今日は100ドル位だろうか——、あと、綿とか、銅とか、砂糖とか、軒並みに幅広い商品が調整している。このところ一貫してずっと上昇していたコモディティ価格のトレンドがここで変わるのか、一時的な調整に終わるのか。もう少し数字をみないと分からないと思うが、CMEのそういった証拠金の引き上げといったものが、これだけ効き目があるというのであれば、ある意味では一つの安心材料であると思う。この二点について伺いたい。

## 外山金融市場局長

日米の金利の話であるが、足許の金利が大きく低下している背景は、委員ご指摘のとおり、デット・シーリングに近付いてきた段階で、T-B i 1 1の発行が抑えられたことにより、T-B i 1 1の供給がない中で、買いたいという主体はあるため、大きく金利を下げてきたことがある。それから、QE2を昨年以來実施しており、6月に向けてF e dが大きく資産を積み増している訳だが、これにより、かなり資金余剰感が強まってきているということもある。それから、さらにF D I Cの保険料の算定基準が4月1日をもって、おおまかに言えば、債務全てについて保険料を徴収するという形になり、これにより、そのコストが引かれる形で調達をするようになる、つまり短期市場の出し手はG S Eとか、投信といったところに限られる一方、取り手は銀行勢といったことで、バーゲンング・パワーが、元々銀行の方にあるので、この保険料の算定が金利の低下方向に作用したといったことが組み合わさる形で、極く足許のところが大きく低下していると認識している。これが3か月、あるいは1年位までの金利に影響を与えてきている。先行きについては、先般、6月までF e dがQE2を予定通り実施するということを決めた。ここに向けて、どうしてもその影響が残っていくことになるので、金利がどうしても下に振れやすい展開になると思う。6月以降、暫くはS O M Aアカウントの残高を維持するといったことが予想される。その後、昨日示された議事録においても、出口のプロセスが議論されたことが明らかになったが、流動性をどのようなタイミングで吸収していくのか、あるいはどのようなタイミングで償還期日の来たエージェンシー債を国債に乗り換ええないということにしていくのか、こういったことがどのように今後起こっていくか、それをどうマーケットがみるのかということによって、基本的には、足許の金利が決まっていくことになると思う。

それから、為替に与える影響だが、一昨年秋のドバイ・ショックの頃だが、日米のL I B O Rが逆転するといったことが為替マーケットにおいて大きく材料視され、それで円高を更新したということがあった。足許は、

この3か月位まで、あるいは1年位までのところで、日米の金利が逆転したり、あるいは縮まったといったことがあるが、これによって——逆転ということをもって——円高が進んでいるというようにマーケットが動いているという声は聞かれていない。ただ、さは然りながら、米国の金利が当面は低い状態が続くであろうといった見方から、どうしてもドルと円との関係から言えば、円が買われやすいといった流れが足許は続いている、ということだろうと思う。

それから、エマージングとコモディティであるが、CMEの銀の取引に対する規制がきっかけとなったということであるが、恐らく、これはあくまでもきっかけであり、それまで年初以降、相当な勢いでコモディティ価格が上昇してきた中で、急速な上昇を警戒するような動きも出ていたところに、これが出てきたということで、これをきっかけにそれまでのポジションの巻き戻し等を巻き込みながら、一旦、大きく下げたということではないかと思う。マーケットの声を拾ってみると、実需がエマージング・マーケットの成長等々を背景にしっかりしている中で、このまま大きく下げるといえるようには考えにくいということで、ヘッジファンド等でも買うタイミングを見定めようとしているところもあるので、そういったところが下値を固めてくることで、当面は揉み合う展開になろうかと思う。おっしゃる規制が銀だけだったにもかかわらず、原油、綿、銅、砂糖等々、色々なものに波及したのは、正に金融緩和等を背景として、コモディティ価格がそれぞれの実体の裏付け以上のメカニズムによって、連動性を強めながら上昇してきた、その証左ではないかというように思う。

#### 宮尾委員

先程の被災地オペについてだが、先程、もう既に一部で上限一杯まで実行されたということであった。金融市場局で、具体的に各金融機関のニーズであるとか、上限一杯のところはさらに枠を増やして欲しいであるとか、何か具体的なミクロ情報があったら、教えて頂きたい。

外山金融市場局長

金融機関がどういうところに融通しているかまでは把握はしていないが、大所の地銀等々については、実際に復興需要が出ているかどうかについては、ある程度ヒアリングしている。その結果を紹介すると、東北地方で本当に被害が甚大だったところについては、まだ復興需要はこれからということであるが、例えば、千葉県に本拠のある地銀等では、早めに復興需要が出てきているということであり、枠に対して全額、今回、応札をみたといったようなことがある。それから、岩手県の地銀等も、枠の全部ではないが、復興需要が100億円程度既に出ているといったことから、それに見合う額を応札してきた例がある。ただ、一方で、宮城県とか、福島県、茨城県といったところの地銀については、まだ復興需要が本格的に出ているということではないので、今後、資金繰り等も加味して、必要があれば応じていきたいというスタンスにある。

宮尾委員

枠が一杯になった先というのは、何先か。

外山金融市場局長

幾つかある。大手行でも、枠は非常に小さいが、その枠を取り敢えず埋めてきたというところもある。今回の融資制度において、比較的枠の大きい地銀等と言うと、3行が枠を一杯に埋めてきた。

山口副総裁

国内の社債市場で、少しずつ発行再開の動きが出てきているようだが、発行条件を決めるに当たってのベンチマークは、どうなっているのか教えて頂きたい。

外山金融市場局長

これまで東京電力をはじめとする電力債がベンチマークになっていた

が、電力債は、今、発行できない状況なので、どうなっているのかというお尋ねだと思う。5月中旬以降に発行を実施したところ、あるいは、今、パイプラインに入っているところをみると、これまで電力債に次いで準ベンチマーク的な役割を果たしてきたような公益事業であるとか、あるいは事業法人でも相当格付けの高い先が最初に出てきたという形である。まず、こうしたところが震災前とほぼ遜色のないような発行条件を決定できたことにより、そういうことであればということで、他の企業も今日辺りも幾つか出てきた。証券会社を介して、色々投資家に対するサウンドを行おうじゃないかという動きが足許広まりつつある。

山口副総裁

社債の発行条件を横並びでみた時に、インプリシットなベンチマークができていているということか。

外山金融市場局長

まだ、そこまで特定の会社がベンチマークになっているということではない。国債がベンチマークと言えればベンチマークであるが、それとのスプレッドが震災前の水準と比べて、その企業であればどの位になっているのかということが、一つの参考となって、他の企業が発行する場合でも、震災前と同じ位のスプレッドで発行できるのではないかと、そういったことである。

白川議長

多分、そのベンチマークという言葉が——まさに外山金融市場局長が言ったが——、一般的にやや曖昧に使われているから、ぎりぎり詰めた場合、通常、Tプラス幾らとか、あるいはスワップレート対比幾らとか、LIBORプラス幾らとか、という意味でのベンチマークでは元々ない。頻繁に出している社債で、継続的に条件が把握できるので、一つの参考になるという位のベンチマーク、そういう意味では、ベンチマークといっても、

他のベンチマークとは少し意味が違うと思うが、そのように考えて良いか。

外山金融市場局長

そうである。

山口副総裁

国債にベンチマークが収斂していくという感じになってきているのか。

外山金融市場局長

そこは、やはり社債は国債と比べ、独自に動くことがあるので、あくまでも条件を決定する時に、国債対比幾らのスプレッドである、そういう参考としての形ではある。社債は社債の中で、やはり秩序的なものは意識されており、それが国債対比で言えば、優良先であれば、どの位で出せているのか、これを手がかりに他のところがその一つの秩序みたいなものの中で、条件を決めているということであろうと思う。

西村副総裁

この場合、ベンチマークが曖昧であるということであるが、こういうような電力債という柱が消えてしまった後で、新しいものが出てくる時には、やはり交渉などはかなり難航するのか。あまり、そういうことではなくて、新しい公共団体とか、そういうものが出てくれば、比較的すんなりと上手く移行していくものなのか。教えて頂きたい。

外山金融市場局長

この4月まで、ほとんど発行がなかったので、それを難航と言えば難航だったのかもしれないが、5月以降、かなりの銘柄が出てくるだろうと思っている。そういう参考となるべきものが出てくれば、それぞれの企業の相対的な位置付けの中で、比較的條件が提示されやすくなってくると思う。やはり、どうしてもある程度出てきて、それを基に次のものが決まってい

くというメカニズムである。

亀崎委員

震災前と遜色ないレベルで発行できていると言うと、震災前がベンチマークであるかのような感じであるが。

外山金融市場局長

恐らく、ベンチマークという言葉の使い方だと思う。

雨宮理事

元々、ベンチマークと言われていたのは、社債の発行市場が日本で極めて小さい時に、継続的に毎月必ず出ているもの、しかも格付けが安定しているものということだったと思う。それぞれの格付けごとに量と種類が多く出るようになると、そういう意味でのザ・ベンチマークがないと価格を探れないという状況ではなくなりつつあるのかもしれない。今、起きていることは、暫く皆が様子見で、ベンチマークを探っていたが、一旦、日産を皮切りに発行が出だすと、今、パイプラインに入っているものにも少し勢いが付きつつあるという感じがする。そういう意味では、固定的なベンチマークはなくても、それなりの価格形成が行われるようになりつつあるように思われる。

野田委員

機関投資家が、この 2 か月間で相当お腹が空いてきているという点が……。

雨宮理事

発行が順便なのは、とにかく今、社債市場では、機関投資家の方から証券会社に早く出してくれと頼んでいる状態である。

野田委員

先程の被災地支援の絡みでもう一点宜しいか。適格担保の範囲拡大は、実際、持ち込みまでにはっていないだろうが、評価はどのような感じか。

雨宮理事

これもまだ、公表が23日である。

野田委員

失礼した。

白川議長

他にご質問はないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

それでは、国際局から海外経済についてご報告申し上げます。席上にお配りしている資料-3、参考計表の追加分をお開き頂きたい。世界経済全体は、回復を続けている。もっとも、この1か月間に入った情報を総合評価すると、世界経済は足許幾分減速しており、目先夏場にかけても、やや減速気味の状態が続くとみている。この点について、図表4、PMIを掲げている。(1)がグローバル、(2)が先進国、(3)が新興国である。(1)のグローバルベースの受注・在庫バランスの改善テンポが鈍化している姿、そして生産もこれと並行して減速している姿がみて取れる。こうした傾向は、(2)の先進国で目立っている。米国では、これまでの原油高によって家計の購買力が低下し、個人消費の伸びが鈍化気味であることが効いている。また、日本の震災によるサプライチェーン障害に伴って、米国、それ

から英国での日系自動車メーカーが減産を余儀なくされていることも、生産の減速要因として挙げられる。(3)の新興国であるが、生産は堅調さを維持しているが、棒グラフの受注・在庫バランスが低下している。この新興国においても、高めの伸びを続けてきた内需に対して、これまでの金融引締め効果などが徐々に現れているものとみられる。また、アジアにおいても、日本の震災によるサプライチェーン障害から、日系自動車メーカーの減産の影響がみられている。このように、世界経済はやや減速気味ではあるが、これまでの標準シナリオである回復のパスから逸脱したものではないと判断している。この表は以上である。

図表1に戻って頂いて、米国からみていきたい。米国経済の1. GDPは1~3月が前期比年率で+1.8%、前期の+3.1%と比べて伸びが低下している。個人消費がクリスマス消費の好調から10~12月に良かったものの、反動が1~3月に出てきているということが一つ、その他、国防——防衛である——の支出のマイナスが少し拡大したということがある。これは、FOMCでも一時的な要因ではないかという見方をしている。所得関係を見ると、2. 実質可処分所得が2月、3月と原油高の影響を受けて、伸びが鈍化している。4月以降については、同様に鈍化していると推察される。こうした可処分所得の動きを受けて、3. 実質個人消費は、3月に伸びを鈍化させている。3月はそういうことであるが、4月以降のデータをみると、5. 小売売上高の伸びが低下し、6. 自動車販売、そして7. 消費者コンフィデンスはともにほぼ横這いという形になっている。住宅投資は、8. 住宅着工が低水準の動きが続いているし、9. ケース・シラー住宅価格指数は引き続き軟調に推移ということである。家計の債務の過剰感は、なかなか払拭されない状況にある。設備投資については、10. 資本財受注が緩やかな増加傾向を続けている。機械投資は堅調さを維持しているが、商業用不動産など建設投資は低水準であり、全体では緩やかな増加にとどまっている。生産関連の指標は、12. 製造業ISMは高水準を維持しているが、項目別では新規受注が原油高の影響による消費支出の鈍化から低下している。受注・在庫バランスの改善はやや鈍っているという形である。

また、日本の震災に伴うサプライチェーン障害から、日系自動車メーカーが減産を余儀なくされている。これまで増加を続けていた 13. 鉱工業生産については、こういった影響もあり、4月は横這いという姿になっている。このほか、12. 非製造業ISMについても、原油高による家計の購買力低下を受けて、4月は大幅に低下という姿である。この間、雇用環境をみると、15. 非農業部門雇用者数は3か月連続で20万人台半ばの増加となっている。一方、4月の14. 失業率は9%と高止まっているし、それから新規失業保険件数はやはり日本の震災、自然災害、竜巻もあったので、一時解雇の影響もあって足許増加している。雇用環境の改善も一本調子という訳にはいかないという姿である。物価についてみると、16. 総合ベースCPIは、エネルギー価格の上昇からプラス幅が拡大している。コアベースについても、家賃が緩やかに上昇しているほか、足許は自動車の原材料コスト転嫁の動きもあって、プラス幅が幾分拡大している。18. ユニット・レーバー・コストは下げ止まりつつあるが、財市場、労働市場の需給環境はなお緩和的であって、コアインフレの上昇テンポは当面極く緩やかなものにとどまるとみている。ただし、国際商品市況の動向については、なお不確実性が大きく、今後のインフレに与える影響には注意してみいく必要があるとみている。

次に、図表2-1、ユーロエリアである。ユーロ圏全体は、輸出の増加に牽引される形で全体として緩やかな回復を続けている。1. 実質GDPは、ユーロエリア全体では第1四半期は前期比年率+3.3%と高めの成長となっている。国別には、ドイツ、フランスなどコア国で高めの成長、一方で、ギリシャ、ポルトガルなど周縁国は低調という対照的な動きが続いている。2. 域外輸出は、新興国向けに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。内需関連のうち設備投資に関して、4. ドイツの国内投資財受注は緩やかに増加、一方、個人消費に関しては、6. 小売売上高、8. 消費者コンフィデンスはいずれも横這いないしは弱めの動きとなっている。所得環境をみると、緊縮財政、エネルギー価格の上昇の影響から、欧州においても実質可処分所得は横這い圏内で推移している。

目先、個人消費の増加テンポは鈍化すると言っている。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。物価面をみると、12. 消費者物価（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おり、+2.8%である。それから、コアのCPIについても、ガソリン価格の上昇による交通運賃の値上がりなどの影響などから、足許+1.8%までプラス幅を拡大させている。この間、欧州周縁国のソブリン問題が引き続き深刻な状況である。図表5と図表6をご覧ください。図表5(1)の周縁国の国債利回り（対独スプレッド）の方は既往最高水準で推移している。特にギリシャであるが、EU、IMF等による金融支援において前提としている来年以降の長期債発行の再開可能性、市場への復帰については、前回もほとんどレッドカードというように申し上げたが、厳しい見方が広がっている。特にギリシャについては、図表6(1)の期間別イールド・カーブだが、点線が4月の前回会合と全く同じ状況で改善していないということで——いわゆるハンプシェイプということで——、近い将来のデフォルト・リスクを市場参加者が強く懸念している状況が続いている。

英国にお戻り頂きたい。図表2-2である。英国については、2. 輸出が新興国向けを中心に堅調な伸びを続け、3. 製造業PMI輸出受注も高めの水準を維持している。一方、緊縮財政を受けて5. 消費者コンフィデンスが悪化するなど、個人消費は減速している。住宅投資も低調、住宅価格も弱含むといったことで、家計部門に弱さが目立っている。6. 鉱工業生産は緩やかに増加しているが、7. 製造業PMIは内需減速の影響から改善テンポが鈍化している。日系の自動車メーカーが減産を余儀なくされていることもあり、鉱工業生産は目先鈍化するとみている。この間、物価面については、国際商品価格の上昇、それからポンド安、さらにはVATの引き上げ、これらトリプルの影響で9. CPIのインフレ率は+4.5%と、上昇している。英国は、以上である。

図表3-1の1. 中国経済については、内外需とも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変化はない。2. 工業生産は、高めの

伸びを続けている。3. 製造業PMIも50を上回って推移している。もっとも、自動車関連の受注の伸び悩みなどを背景に、受注・在庫バランスの改善テンポは鈍化しているようである。さらに、日本の震災によるサプライチェーン障害による生産下押しもあって、目先、工業生産は幾分下押しされるとみている。内需の方をみると、4. 小売売上高は高めの伸びを続け、5. 固定資産投資は公共性住宅の建設増加もあって、高めの伸びを続けている。輸出入については、6. 輸出はアジアや米国向けを中心に増加している。7. 輸入も増加基調にあるが、足許4月は震災の影響で日本からの輸入が大幅に減少しており、全体でも減少という姿になっている。消費者物価の上昇率は、プラス幅の拡大基調が続いている。食料品に加え、その他の幅広い財でも伸びが高まっている。この間、人民銀行はご承知のとおり、預金準備率の引き上げ、さらには社会融資総量の抑制などを用いて、金融引締めを継続している。M2の伸びは、今年目標値の+16%を漸く下回って、+15.3%である。こうした金融引締めの影響もあって、中国経済の成長テンポは目先幾分鈍化する、あるいは鈍化して欲しいと見守っている。

次に、図表3-2の3. NIEs、ASEAN経済は回復を続けている。1~3月の実質GDPは、各国とも輸出の増加が牽引する形で高めの成長となった。特に台湾、香港が強い。輸出は、アジア域内や米国向けを中心に伸びを高めている。財別では、一般機械、自動車に加え、IT関連についても輸出は増加している。図表3-3の(4)で内需を示しているが、多くの国で個人消費、設備投資とも堅調に推移している。もっとも、韓国ではインフレ率の上昇による家計の実質購買力の低下に加え、利上げによる家計の債務負担の増加から、個人消費の伸び率が少し低下している傾向が窺われる。生産をみると、輸出の増加から多くの国で高めの伸びを示しているが、最初に申し上げた足許の受注の減速から、受注・在庫バランスの改善テンポが鈍化している。さらに、日系自動車メーカーに減産の動きがみられることから、鉱工業生産の伸びは、目先は鈍化するとみている。ただし、アジア地域については、夏位で少なくとも日本の震災の影響は乗り

越えられるのではないかという見方が、足許増えてきつつある。因みに、米国と英国については秋位までかかるという見方で、少し時期に差があるようである。消費者物価の動きをみると、食料品・原材料価格の上昇や内需増加に伴う需給逼迫により、インフレ圧力が強まっている。総合ベースのみならずコアベースでも、これまでの食料品・原材料価格の転嫁が徐々に進んでおり、プラス幅をじりじりと拡大させている状況である。

最後に、国際商品市況について一言触れたいと思う。図表7と図表8であるが、図表7の国際商品市況の動きをみると、5月入り後に大きく反落した。先程もご議論頂いたが、この動きの理由としては、第一に、米国の一部経済指標が市場予想比弱めであったこと——少し楽観的なものが修正されたこと——が一番の背景にあると思う。二つ目は、ECBの追加利上げ観測の後退を受けて、ドル買い戻し、ドル資産の買い戻しといった動きもこれに加わったと思う。三番目は、さらには原油、銀について、先程もお話にあった投資家の先物ネット・ポジションが大きく減少している。先物取引の証拠金引き上げが、投資ポジションの巻き戻しを誘発して、市況下落に拍車をかけるという形で捉えるのが宜しいかと思う。図表8の国際資金フローをみて頂くと、(1)はコモディティ関連の株式ファンド、(2)は株式、(3)は債券。特徴的なのは(1)のコモディティ関連ファンドから資金が大量に足許流出している。また、新興国の株式ファンドからも商品市況の下落に伴う資源国の景気減速懸念などを背景に、資金がやや流出している。一方で、新興国の債券ファンドには流入が続いているという形である。直近の動きについては、全般的な投資態度がやや様子見になる中において、新興国経済の高成長と利上げの継続といったことが金融投資家のキャリートレードを支えている局面にあるのではないかという見方をしている。国際局からは、以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

## 白井委員

アジアのことを伺いたい。アジアでは、先程、製造業のPMIにもあったように、少し落ちてきている。この背景が——ご説明にもあったが——、サプライチェーンの影響が一つ。二つ目は、最近までコモディティの値段が非常に高かった。それがもしかしたら、やや減速の方向に与えたかもしれない。三つ目は、景気が過熱してきているので、インドや中国で引締め具合が増えている、あるいは大きさが増えている。その辺のところ、何が一番大きな原因だと思っているのかご意見を伺いたい。

あともう一点だが、中国をはじめ多くのアジア諸国では、石油関連の物の値段に補助金を付けている。実態よりもかなり抑えられているので、表向き価格がそんなに上昇してみえないのは、一つそういうことであろう。しかし、それをやると、むしろ価格が抑えられているために、需要がまた高まって、景気過熱感を出している面があると思うが、その辺の現象をどう捉えているか伺いたい。

## 大野国際局長

最初の話の三つの要因は、白井委員のおっしゃるとおりだと思う。ウェイト付けで言うと、特に、アジアについての日本のサプライチェーンの問題について、先程少し申し上げたが、4月から5月が大体底、そしてどうも6月、7月位には目途が付きそうだという話が、アネクドータルだが相当入っている。なぜアジアが早くて、米国、英国が遅いのかだが、仮説は幾つかある。手短かに申し上げると、一つは、前回申し上げたが、やはりアジアについては在庫管理が緩めであった。緩めというのは元々安定的ではないので、在庫を沢山持っていたということで、傷は浅かった。二つ目は、これも前回少し申し上げたが、ブランドと言うか、スペックが大衆車向けであるので、例のマイコン等の使用ウエイトが少ないということで、これも傷が浅かった。三つ目は、これはブランド・ロイヤリティーと言うか、アジアについては一台目のお客さんなので、それをやはり成長市場を押さえようということで、日本の本部サイドが部品の配給の優先順位をどうも

アジアを先に、米国や英国の買い替え需要のお客さんは少しは待ってくれるのではないかとということも若干影響しているのではないかと思う。従って、サプライチェーンの問題は、短期的な問題だと思っている。やはり一番大きいのは、政策的な対応——これは中国が典型的ではあるが、インドも——である。金融政策をはじめとして、これまで累次に亘る政策対応をしてきた。それは、マクロの金融政策だけではなく、色々な不動産に対する行政的な手法も積み重ねているので、そういった影響がさすがにじわじわ出てきていることがみられる。一方で、ビハインド・ザ・カーブ・リスクがあるかどうかと言え、政策とその過熱感との追いかけてこと言うか、そこはせめぎ合っている状況には変わらないと思う。ただ、漸く効いてきたために、減速傾向が次第に明らかになってきた。そして、それ自体はむしろ好ましい現象ではないかと思っている。

それから、二番目の中国等における価格規制は、石油については勿論そうである。インプリケーションは二つあると思う。第一に、そういう価格統制を行っているために、CPI等がやはり実質的なものよりも抑えられているということはあると思う。次に、本来であれば、価格が上昇することに伴って需要が抑えられる部分が甘くなっている。これもおっしゃるとおり、相当程度あり得ると思う。ただ、基本はそうであるが、例えば電力などについては、少し違ったことが起こっている。つまり、電気料金もかなり公的な色彩が強いので抑えられている。しかしながら、石炭の価格はあまり上がっていないが、運搬等のコストがガソリン価格の上昇のために上がっている一方で、政府がそれを抑え込んでいるために、電力会社については、これから増産すると赤字になってしまうからということで、効率の悪い石炭の供給を少し絞っていて、そのために広東省や南の方では、少し電力供給についてショーテイジが起こり始めている。部分的にはそういう影響を、政府が負担するか、あるいは政府系の企業にその負担を強いているので、これまでの無理やり抑えるということについても、多少限界がみえ始めてきていることは留意点として付け加えさせて頂く。

西村副総裁

あと一点、それに付け加えると、オイルに関しては、国際価格にある程度合わせる形にし始めているような。8週間位。

大野国際局長

8週間位である。

西村副総裁

だから、そういう意味で、他の石炭やそういうものに比べると、オイルに関しては上がりがちであるということで、さらに電力のスクイーズが大きくなっている。オイルは、簡単に言えば、既得権益の塊で、ある程度既得権益を守る形になっているから、その意味でも、今言った国際局からの議論は、さらにそれを強める形になっていると思う。

それから、これは質問ではないのだが、少し関係するので指摘しておきたいのは、米国で失業率のデータと雇用統計のデータがかなりはっきり分かれている。これは多分こういうことではないかなということで、私の説明をする。失業率については、カレント・ポピュレーション・サーベイの家計のサンプルは、大体1/4ごとに替わっていく。そう考えてみると、実際4か月前、昨年12月に失業率が9.8%から9.4%に予想外に下がった。ということは、12月に新しくサンプルに入った集団が失業率の低い集団だったという可能性がある。とすると、今回、失業率が上がったのは、このサンプルがいなくなるので、そういう影響かなという気がしている。これは一つの説明なのだが、要はどういうことかと言うと、失業率統計というのは、非常にばらつきのある統計であるので、20bp位の上下は比較的振れの範囲で、しかも2か月続けて起こることはあり得るので、これはあまり重要視してはいけないと思っている。他方、雇用統計は、もっとサンプルが多くて素晴らしい統計だと言われているが、実際は、これも色々問題がある。事業所統計なので、入れ替わりと言うか、米国の場合は事業所の開廃が激しい。要するに、廃業してしまうところはいなくなるから分

かるのだが、新しく起業したところは分からない。何をやるかと言うと、あまり日本ではやらないが、米国の場合は、色々なところでインピュテーションをする。つまり、予測をする。この予測でいわゆるバース・デス・プロセスというのを1996年位からやっている。今回、24.4万のうち、17.5万がバース・デス・プロセスによる推計から出ていると言われている。こういうことは、現状の予測の時には非常にぶれを大きくする。長期的には望ましいが、やはり短期的には雇用統計すら十分に注意してみなければいけないなと思っている。実際、雇用統計に関しては、他のペイロールの統計がある。例えば、ADPの統計、それから先程説明があったがファースト・ジョブレス・クレームをみて、特にADPの統計が比較的比較しやすいのだが、ADPの統計は基本的にペイロールからの統計なので、先程言った予測の問題はない。実際に動きをみてみると、長期的にみればADPの統計と雇用統計はほぼ同じ形で動くが、短期的にはかなりのぶれがある。基本をみていると、ADPの方がぶれは少ない。それを考えると、今回ADPは下がっているので、今回の雇用統計は、若干上方向に出ているのではないか。全体をひっくりめると、国際局の言うとおりに、雇用も失業も目立って好転も悪化もしていないと考えるのが、恐らく望ましい。全体として緩やかな改善であることは確かだが、特に年の前半に考えられたような目立った改善をしているということは恐らくないのではないかとと思っている。

#### 中村委員

一部の先進国や新興国ではインフレ対策として金融引締めをやっている。今、アジアの中で極端にビハインド・ザ・カーブになっている国はあるか。中国では、外資系企業などに工業製品を値上げしたら罰金を課すなど、かなり高圧的なことも行っているようである。しかも、準備率は、月に1回ずつ上げたりといった、多様なツールを——こういったインフレ対策を——持っていると思う。そうしたツールの効き具合は、現在どの程度か。それなりにコントロールできているのか。あるいはかなり大きな問題

を抱えているのか。

大野国際局長

最初のビハインド・ザ・カーブ・リスクという意味では、時々この席で申し上げているが、一番心配しているのはベトナムである。それから、やはり大分頑張っているのだが、インドについても全般的な状況を見ると、ちゃんと追い付けるか、ちゃんと政策で捉えられるかは、引き続き心配と思っている。少し前まで韓国も心配していたが、他の要因もあるかもしれないが、少し消費や家計についてはブレーキがかかっているということで、以前に比べると少しだけ心配の度合いは低下した。ただし、全体をひっくり返してみた場合には、景気の拡大のペース、それから資本の流入ということも含めれば、各政策当局とも安全にマネージできているかと言うと、政策の引締め方向への対応がぎりぎり間に合うかどうかといったところかと思う。これは、3か月や半年前に相当後手後手になっていた頃から比べると、必要に迫られてということもあるかもしれないが、大分キャッチアップされてきたとトータルでは言えるかと思う。

二番目の中国だが、中国については、一頃よりはる大分本腰を入れてアップサイド・リスクに対して対応をしているということはあるかと思う。そのメインのプレイヤーが誰かと言うと、これは人民銀行である。人民銀行自体は政府の一員なので、元々なかなか力が弱いのではないかというようなことを一般的には言われていたが、今回については、温家宝総理がインフレについて、あるいは庶民の不満について相当深刻にみているということで、温家宝総理のかなりの後ろ盾のもとで人民銀行が大分前面に出てきていて——利上げの方は4月から暫くやっていないが、準備率の引き上げはやっているし——、  
はされていないが、いわゆる  
というか、  
を  
という情報が  
入っている。去年までは、  
等については、いわゆる  
——  
——なのか、  
かというのはよく分からなかった。ど  
うも今年になってから、  
がその  
していることは

間違いないようである。先程、社会融資総量という新しい概念を人民銀行は出してきて、銀行だけではなくノンバンク、保険といったものに対して、今年になって人民銀行は相当厳しい融資の締付けをやっているということが言えるかと思う。そういう意味で、マクロの金融政策というよりも、むしろ行政的、裁量的な政策であるが、その蛇口を相当締めているということが一つある。もう一つは、これは人民銀行ではないのだが、不動産投資に対する規制については、ご記憶かと思うが、今年の1月26日にかなりきつめに対応した。やっていることは、いつもの二軒目に対する頭金を6割に引き上げるというやつだが、これが相当効いている。しかも、今まで都市部では効いていたのだが、地方は勝手にやっていたということについて、これもやはり温家宝総理をはじめとした共産党の首脳が、その背中を押しているということだと思う。地方についても、かなり厳格に適応しているということで、そこら辺についても多少価格が若干下がるであるとか、取引量が下がるという傾向もあるので、中国の当局は温家宝総理、それから人民銀行を中心として、インフレのリスクに対しては相当本腰になっている。多分、効いているのではないかということについては、例えば、  
は物凄く今不満を言っている。あるいは、  
についても、少し人民銀行はやり過ぎであるというような批判の声も出てきている。中国の  
の中でも多少そういう批判が出てきているということは、やはり今回は比較的しっかりと人民銀行は対応しているということの一つの証左ではないかと思っている。これは、中国の中の情勢であるが、ただ、外からみた場合は、あの手この手を使って何とかその過熱のようなものを抑えていて、今の状況であれば、中国経済は高めの成長をそう大きくバランスを崩すことなく続けられる、というパスの中でマネージし得ているというのが、国際局としての判断である。

白井委員

ビハインド・ザ・カーブについて少し伺いたい。中国だけでなく、アジアの多くの国で、例えば失業率も相当低くなっていて完全雇用になってい

る状態の国がかなり多い。それから、稼働率をみてもかなり高くなっていて、簡単に言ってしまうと、アウトプット・ギャップがかなりタイトになってきているところが多い。そうした中でのビハインド・ザ・カーブの意味を伺いたい。ビハインド・ザ・カーブというのは、つまりインフレが起きているのを抑えるために、十分な金融引締めをスピード感を持ってやっていないということだと思う。そうすると、実質金利が低くなる。それで、またそれがその需要を喚起して成長するというようになるのか、むしろ今言ったが、労働市場も設備投資のところもかなりタイトになっているので、ビハインド・ザ・カーブの結果として、むしろインフレだけが高まっていて、過熱感になって、あまり成長の方にプラスに寄与しないのではないかということについてはどうか。

#### 大野国際局長

その点については、国によって多少状況が違うと思う。別の席で一度ご覧頂いたかもしれないが、金利ギャップで測ったり、それからもっと簡単なもので言えば、実質金利でみると、まだ余裕の国が少なくはない。そういう国については、かなり心配しなければいけない。つまり、ビハインド・ザ・カーブのリスクがあるのは、実質金利自体のマイナスの状況が放置されているところと言い得ると思う。傾向としては、やはり為替との関係があるようである。つまり、為替がペッグしている国については、どうしても米国をはじめとした金融緩和をある程度輸入せざるを得ない。為替を維持するために、本当は国内情勢からすれば利上げをしたいのに、利上げが遅れているところが、アジアだけではなく、ラ米も含めて——ブラジルは結構頑張っているが——、白井委員がおっしゃったようなリスクを引っ張りながら、今、経済が拡大を続けているということである。

#### 白川議長

今の白井委員の質問は、要するに、供給力はもうこれ以上増えないから、アウトプットが増えないのではないか、あるいは物価だけが上がるのでは

ないか。それとも、アウトプット自体も何がしか拡張する余地があるのか、という質問だったのではないか。

白井委員

そうである。成長は下振れで、インフレの方は上振れリスクがあるのではないかということである。

大野国際局長

需給ギャップであるとか、実際に緩和的な状況でインフレ自体が昂進してしまって、実質のところは増えないかということ言えば、そのビハインド・ザ・カーブになっている国の中には、そういうリスクは勿論あると思う。ただ、マクロではそうなのだが、域内や中国を含めた全体の引っ張り合いと言うか、押し上げ合いと言っても良いかもしれないが、輸出のところについては、追加的な需要はまだ潜在的にあるので、100%稼働率がパンパンで、絞ってもう何もできないところまで来ているような国は少ない。非常に若い国が多いので、多少コストがかかり、効率は落ちるかもしれないが、それだけのリソースの投入余地というのはあるのではないかなという気はする。完全にもう一杯になっていて、インフレだけで生産の方がついていかないというよりは、少なくともアジアの新興諸国については、もう少し背伸びする、ジャンプするゆとりはあるのではないかなと思う。特に雇用のところは、本当の90%、100%という状況までは行っていないと思う。ただ、問題はそういう余っている労働者がどれだけ使えるか、即戦力で使えるか、ということについては疑問がある。

森本委員

一つだけ宜しいか。英国のC P Iだが、少し聞き漏らしたかもしれないが、高止まりしているのは、要するに、V A Tや商品市況など三つ位要因があるというようなことだが、1月以降非常に不安定なというか、上下に変動している。この位の高い水準になると、この程度は変動の範囲内とい

う感じなのか。

大野国際局長

英国では、非常に重要な問題だと思う。三つの要因というのは、VATとエネルギー価格、それからポンド安——輸入物価——である。コモディティと輸入価格は、本来、なだらかに来るので、大きな段差のほとんどはVATが占めていると思う。

森本委員

上がって、また下がって、また上がってという状態だが……。

大野国際局長

このVATの段差について言えば、大体なだらかになるのだが、2月の跳ねは、どうしても残ってしまっている。英国では、今、CPIのヘッドラインが+4.5%である。VATがガタガタするので、キング総裁は今回6回目の弁明の書簡——四半期で——をもう1年半も書き続けている訳である。であれば、やはりVATを除いたベースでみたら良いのではないかという議論も一部には出ている。VATを除いたものでみると、少しはなだらかになるのだが、因みに、1月が+2.4%、2月が+2.8%、3月が+2.5%、4月が+3.0%で、それでも、今、森本委員がおっしゃった2月の飛び出しというのはまだ残っている。差を1月からみると、ヘッドラインの+4.0%が+4.5%で、0.5%ポイント増えている訳で、VATを除いてもそれ以上に+2.4%から+3.0%ということであるので、やはり輸入物価、それからエネルギー価格、さらには英国の場合は、2月の跳ねの一つは、1月に引き上げたVATの便乗値上げのようなものがかなりあったのではないかとされている。なかなか英国におけるインフレの圧力はしつこい、根強いということは言えるようである。

西村副総裁

これは歴史的にみても、インフレ率が高いほどインフレ率自体のボラティリティが高くなる。一つの理由は、価格は誰が付けるかということだが、先程言った便乗値上げをする人がいたり、いなかったりということで、ボラティリティが高くなるということは、結構昔から言われていることである。だから、日本のように、べったりと下に低いところと比べると、高ければ高いほどインフレのボラティリティが非常に高くなる。

野田委員

パス・スルーが凄く早いというか、容易に行われているというか、我々からみると、全く別の世界に感じるというのがある。

大野国際局長

消費者の力は相対的に弱いというか、流通とか、ギルドと言ってはおかしいかもしれないが、かなりその価格支配力、寡占性のようなものが少ないということである。

野田委員

マクロ的な需給ギャップは、そこそこやはり緩和的である。

大野国際局長

緩和的だと思う。

野田委員

そこがやはり我々はなかなか理解できないということであるな、イギリスについて。

白川議長

森本委員がおっしゃるように、これだけ 0.4%ポイントないし 0.5%ポ

イントで振れると、本当になかなか物価の判断が——そもそも難しいのだが——難しいだろうなというのは、おっしゃるとおりである。

野田委員

先程の中国のインフレについて、もう一度聞きたい。色々なところから出てくる話を聞くと、何となく政府が本腰を入れているというのは、まさに大野国際局長がご説明されたところであるが、地方政府からみると、どうも中央で出している目標値はとっくに諦めているというのがあって、ある程度のインフレはもう許容するのだという感じも聞こえてくるのである。その辺が、先程のご説明で、色々なところで色々なせめぎ合いがあるという気がするのだが、やはりそういう状態なのか。

大野国際局長

そういうせめぎ合いが引き続き続いているということだと思う。それで特に典型的なのは、中央と地方という大きな構図があって、今まで中央が幾ら言っても、地方の方は、そんなものは知らないぞということで、実質が10%増えているのに、インフレが5%でなぜ悪い、我々の省には貧乏な人達が沢山いるよ、とすることができた訳である。やはり第12次5か年計画で量から質であるとか、何回も申し上げたが、総理自体がインフレについて、これは大衆を苦しませるものであるから、ということを書いてくれたお陰で、地方がなんだといった感じではなく、やはりその中でせめぎ合いという格闘が起こる程度には、このインフレに対する問題意識が高まりつつあるということはあると思う。まだ、十分ということでは全然ない。

野田委員

長い道のりなのであるらうな。

中村委員

中国人民銀行は、地方政府などに対して物が言えるのかどうか。

大野国際局長

どうであろうか。人民銀行は支店も大分あるが、人民銀行の中でも本部と支店との間ではずいぶんその辺に対して温度差があるということもある。その辺になると、人民銀行だけでなく、国家発展改革委員会であるとか、そういったところとの連携プレーになると思う。

西村副総裁

その点で一点宜しいか。4月に個人預金が4,678億元引出されたという数字がある。これは、どこに行ったのか分からないという話があるが、社会融資総量で——よく言われているのは、信託、証券化商品、不動産、高利貸といった説があるが、逆に言えば、ノンバンクまでみているとすれば——上手く捉えられているのかどうか。もし、分かったら後で良いので少し教えて頂ければと思う。

大野国際局長

例の社会融資総量の統計については、非常に関心を持ってみているが、ご承知のとおり、去年の10～12月が出て、それが初めての数字であり、次に1～3月だけ出したのである。その後、月次ではまだ出てこないし、今後、人民銀行はどのようなペースで出してくるかも分かっていない。どういうふうに作成しているかも分からないが、引き続きそういうところもみながら、今、西村副総裁がおっしゃったところについて、何か気がついたことがあれば申し上げる。今は、預金を抜いたところだけまでしか分からない。その預金が何かに使われて、どこに行ったというようなところまで分かる——多分銀行以外のところで、保険なのか、色々なリースをぐるっと回っている可能性、それから人民銀行自体はオフバランスについても把握しているというように言われているので——情報があれば、お知らせした

いと思う。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

それでは、私から説明させて頂く。まず、本日お配りしている資料－4、参考計表の追加から説明したい。今朝ほど、実質GDPが公表されたので、それについて説明する。図表 1、1～3 月の実質GDPは前期比－0.9%、年率で－3.7%となった。前年比はここには書いていないが、－1.0%と、10～12 月が前年比＋2.2%であったので、急減速してマイナスに転化した。この 1～3 月の実質GDP－0.9%の中身については、国内民間需要が弱かったということである、消費、設備が減少しているとか、供給制約の影響から民間在庫品、この辺りが寄与として－0.5%ポイントと、かなり大きな減少になった。なお、10～12 月が前期比－0.8%となっている。これは、実は前回の統計では－0.3%であったので、下方改定されている。これはなぜかと言うと、実は 10～12 月の原計数が下振れている訳ではなくて、1～3 月の計数が追加された結果、季節要素が変わった。1～3 月が弱いがために、そこの季節要素が下がり、逆に 10～12 月の季節要素が増えてしまった。従って、前期比では 10～12 月が減ったということである。まさに、これは 1～3 月が相当弱かったため——消費支出が減少——とご理解頂ければと思う。この結果、2010 年度の数字は——ここには書いていないが——実質GDPが前年比＋2.3%で着地した。私共は、＋2%台後半位とみていたので、そういう意味では、幾分下振れである。やはり結果として、サービスを中心とした消費活動の 3 月の落ち込みが想定対比大き

かったということになるかと思う。また、2011年度にかけてのゲタは、 $-0.7\%$ というマイナスからの発射となる。なお、名目GDPについては、(2)にあるが、前期比 $-1.3\%$ 、年率 $-5.2\%$ と、原油高に伴う交易利得の悪化を主因に、実質GDPよりも弱い姿となっている。いずれにしても、1~3月は震災の影響で経済活動が極めて大きく落ち込んだことが、GDPからも改めて確認されたと認識している。

それでは、事前にお配りした図表に一旦戻って頂き、説明したいと思う。図表5、輸出入については、前回説明したので特段新しい数字は入っていないが、4月の上中旬の輸出が入っているので口頭で申し上げる。これは名目値でみると、日数調整すると、前年比が $-13\%$ と、なおかなりのマイナスであるが、3月下旬が $-24\%$ ということであったので、多少ましになっている。輸出の減少に歯止めがかかりつつあるように窺われる。

次に、設備投資である。図表14、今の実質GDPのところでも既に確認されているが、3月について、資本財総供給が前月比 $-18.3\%$ と、やはり3月について設備投資は相当落ち込んだことが改めて確認されている。これは供給制約あるいはマインドの一時的な悪化が原因かと思っている。一方で、企業の投資スタンスという点について、機械受注をご覧頂きたいのだが、一番上の民需(除く船舶・電力・携帯電話)であるが、3月は $+1.0\%$ と横這いとなっている。落ちなかったということである。そして注1をご覧頂きたいが、4~6月の見通しが前期比 $+10.0\%$ と、かなり大きく増加している。見通し計数は少し強過ぎるかなとは思っており、今後、変わり得ると思うが、こうした機械受注だけでなく、最近の大企業の決算発表の感じを聞いていると、今年度は復旧工事もあって、今のところ堅調な投資計画を示す先が多いようである。こうしたことも踏まえ、少なくとも震災によって、企業の投資スタンスが大きく下振れているという訳ではないと今のところは思っている。これは、元々、私共は設備は一時的に落ち込んでも中長期的な成長期待が大きく変化しないもとで、次第に戻ってくると考えていたが、そうした見方を取り敢えずサポートするものと思っている。ただ、足許、企業収益は落ち込んでいる。上場企業では、この上期で

前年比 2 割位の減益になるというのが今の集計であるが、あと中小企業の資金繰りが一部で悪化しているということもあるので、今後、これらが設備投資にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。また、第二に、設備機械の引き合いの増加、仮にこの機械受注の増加が事実であったとしても、場合によって、やはり供給制約があるので、発注側がそれを見越してやや仮需的な発注をしている可能性がある。設備投資のところについては、なお不確実性が高いと考えている。

続いて、図表 19、個人消費の 3 月の数字については、前回の会合で説明した。前回入っていなかった数字で、旅行取扱額が昨日公表された。前年比が 2 月の +5.6% の後、3 月は -22.4%、前月比が -21.8% と、大幅な減少となっている。4 月については、まず、新車登録台数が出ているが、これが 3 月に引き続き 4 月も前月比で減少したことが確認されている。これは自動車の供給制約がややラグを伴って出たものと理解している。

図表 23、消費者コンフィデンス、家計のマインドである。〈参考〉の景気ウォッチャー調査が分かりやすいと思う。3 月にマインドがどんと落ちた後、4 月はほぼ横這いと下げ止まった感じがある。先行きについては少し戻ってくるということで、家計のマインドも震災で一旦大きく落ち込んだ後、どうやら歯止めがかかり、下げ止まりという感じがここからは窺われる。4 月の計数であるが、今日お配りした追加資料の図表 3 をご覧頂きたい。4 月については、総じて回復しているものが多いということである。(2) の家電販売台数、これは週次の統計が出ているが、4 月以降、5 月の上旬までそうであるが、液晶テレビあるいはレコーダーが例年と比べて相当上がっている。パソコンについても、3 月は減少していたが、前年比でプラスに転じてきている。家電については、かなり戻ってきている感じ、少し強い感じがある。百貨店については、3 月は相当大幅な落ち込みがあったが、4 月はこれは大体前年比ゼロ%位のところに戻ってきている。先程、テロップをみていたら、今日は全国の百貨店の統計が出て、4 月は前年比 -1.5% と出ていた。3 月は -15% 位であったので、全国でみても、前年度位のところまで取り敢えずは戻ってきていると思う。一方、これは

ミクロのヒアリングであるが、旅行については、近場を除き引き続きかなり弱いと聞いている。また、足許回復している百貨店についても、先行きについては慎重な見方が多いということである。理由は、一つには、今後、震災の影響で賃金などが抑制されるのではないかと、そうなると家計の所得環境は悪化する、その影響が出ないかどうか。二つ目には、夏場の電力制約は、空調や照明になるが、商業施設への客足を鈍らせるのではないかと心配されている。このため、引き続き消費については、下振れリスクを中心に注意してみていきたいと思っている。

次に、元の図表に戻って頂き、図表 26、生産である。生産についても、前回の会合で説明した。先程、確報が出たが、ほとんど変わらない。3月の生産が-15.3%であったところが、-15.5%と、大幅な減少ということと変わらない。予測指数については、4月、5月が少し増えるということとは、前回説明したとおりである。ここで、ここ3週間に集まった企業の情報、供給面の情報をお伝えしたいと思う。まず第一に、サプライチェーンであるが、前回、秋頃にかけて緩やか、しかし着実に戻ってくるという一応のイメージを申し上げたが、その後の情報はそうしたイメージをサポートするものが多いということである。自動車会社などをはじめとして、当初の計画よりも生産水準の引き上げ時期やフル操業への復帰の時期を前倒しする企業が増えている。元々、私共も、こうした時期には、企業が保守的な見通しを公表するということが、前倒しされるのではないかとみていたので、計画の前倒し自体はサプライズではないが、エンカレッジなことと認識している。一方、電力制約については、浜岡原発の停止という新たな下振れ要因が出てきているが、それを含めても製造業の生産活動の大きな障害にはならないという声が増えている。これは第一に、東京電力が供給力を大幅に増やしたということ、第二に、企業自身が自家発電を増加させる、あるいは電力使用の平準化などによる電力不足対応の目途を付けつつある、こういうことが背景かと思っている。こうした中で、企業の生産計画についてヒアリングすると、確たる数字は申し上げられないが、この公表ベースの数字に即して申し上げると、1~3月が前期比-2%の後、

4月以降は増えるのだが、マイナスのゲタがあるので、一桁台半ばの減少になるということである。そして、7~9月については、逆に、一桁台半ばのはっきりとした増加に転じる、こういう見方が現時点での我々が聞いている感触である。ただ、こうした企業の見方には、不確実性は引き続きあると考えている。まず、夏場の電力需給については、当然、気温次第で需給が変わってくることもあるし、供給については、浜岡原発以外に影響が及ぶ——今日も報道が少しあったが——場合には、制約が強まる可能性があると思う。また、企業の生産の計画の裏側に、需要が引き続きかなり強いという声があり、特に、一般機械とか電子部品の海外需要が強いという声が多い。場合によって、そこに日本の供給制約を意識した仮需的な要素も含まれている可能性もあるので、引き続き注意が必要と思っている。

続いて、図表 30、雇用については、職安と労調は前回説明した。一番下の毎勤統計である。ここには速報の数字が出ているが、確報がその後出ており、あまり変わっていない。常用労働者数は前年比+0.8%、速報、確報ともに一緒である。名目賃金は-0.1%と、速報の-0.4%より少し上方修正であるが、2月と比べると弱い数字になっている。この賃金の弱さは、労働時間の減少あるいは労働日数の減少ということで、企業が震災に対応して時間で調整したということが表れている。労働力調査の雇用者数をご覧頂くと、前年比が2月の+0.9%から3月-0.2%になっており、常用労働者数と少し違う数字である。元々、労働力調査は振れやすいということもあるが、臨時工が労働力調査では減っているのも、そういう意味では、一応整合的に考えることができる。臨時工あるいは時間で経済活動の低下に対応したということである。今後どうなるかは分からない。雇用は、設備投資に比べると、中小企業の割合が高いので、今後とも、足許の収益の悪化が雇用・賃金にどのような影響を及ぼしていくかについては引き続き注意が必要と思っている。

最後に、物価についてご説明したい。新たに出たのは国内企業物価であるので、図表 34 をご覧頂きたい。4月について、前月比で+0.9%と、上昇率が高まっている。3か月前対比で+1.6%である。この4月の上昇は、

ほとんどが国際商品市況の上昇、あるいはその影響を受けたものである。震災の影響ということからすると、合板とか塩ビ管、あるいは鶏卵の需給が逼迫したところで上昇しているが、全体を足してもそれほど大きなものにはならない。国内企業物価からも、震災の影響は今のところ限定的ということが分かっている。合板等もその後価格は落ち着いていきそうだという情報も得ている。

物価を取り巻く環境として図表 35 であるが、先程、外山金融市場局長あるいは大野国際局長から説明があったが、国際商品市況が足許落ちているということである。この図表 35 をご覧頂くと分かるように、落ちてはいるがまだ高いということで、長い目でみれば、そう急落ではない。または国内企業物価、さらにはC P I への影響というのはラグを伴うということであるので、向こう数か月で国内物価の基調が直ぐに変わるものではないと理解している。

C P I は説明したとおりではあるが、図表 34、東京C P I について一言触れた後に、4月の全国はどれ位かということについて申し上げたいと思う。東京のC P I の、総合除く生鮮について、3月の-0.3%から4月の+0.2%ということで、+0.5%ポイント上昇している。このうちの+0.4%ポイントが高校授業料実質無償化の影響が剥落したことによるもの、そして電力・ガス代の上昇によるものが+0.1%ポイントということで、この二つでほぼ説明できるということである。これ以外、震災で上がったものもあるが、逆に宿泊料のように下がったものもあって、それ以外はそう変わっていないということである。この辺りから推測すると、全国のC P I については、3月除く生鮮-0.1%の後、4月についてはゼロ%台半ば位かなということで、小幅のプラスになるというように一応考えている。

最後に、以上を纏めると、まず第一に、企業の供給体制については、秋頃にかけて制約が解消していくというシナリオの確からしさが一歩前進したかなと思っている。第二に、需要面については、国内民間需要が震災後、極めて大きく落ち込んだ、想定を多少上回る位に落ち込んだことが確認されたと同時に、先行き下げ止まりから回復する兆しというのが窺われ

始めているということである。供給面、需要面の動向を合わせると、一応景気は年度後半に向けて回復していくという展望レポートの標準シナリオの蓋然性が若干ながら高まっているのではないかとこのように考えている。もっとも、供給面、需要面とも、なお不確実性は小さくないということであり、特に、国内民間需要については、震災の後の所得形成の弱まりなどが個人消費等に影響していくというリスクについては、引き続き注意が必要かと思っている。また、我が国企業が直面する海外需要についても、震災に伴う仮需的な要素もあって、実勢が十分に見極め切れないということも考えられるので、その展開を注視していく必要があると思っている。物価については、震災の影響は今のところ軽微にとどまっている。今後は、これまでの国際商品市況の上昇の影響などから、消費者物価の指数は小幅のプラスになっていくという見通しかと思うが、商品市況がボラタイルな動きをしていることもあるので、引き続き上下双方に不確実性が存在していると考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

少し教えて頂きたい。図表 35 の (1) 輸入物価だが、今、これをみて、おやっと思った。2008 年の一番高かった頃に近いところまで、円ベースで輸入物価がきている。単純に考えて、例えば、WTI を単純にドル／円で割ったら、ここまでは行っていない。半分も行っていない。円ベースで輸入物価がかなりのところまで上がってきているが、この裏にあるメカニズムは何か。つまり、オイルだけであつたら、ここまで多分行かないと思うが、どうか。

前田調査統計局長

オイルについても、あの頃は確か一時 140 ドル台位になったかとは思ふ。

それよりは、今、低いということであるか。

西村副総裁

つまり、為替でみると、あの時は円安で今回の場合は円高なので、円ベースにするとかなり違いが出ている。

前田調査統計局長

オイルについては、ただ、140ドルと言っても、極く一瞬であった。これは、少し均した数字であるので、それが影響しているかと思う。契約通貨ベースでみても、あまり変わらない。だから円高には多少はなっているとは思いますが……。

西村副総裁

円高の影響はあまりないという……。

前田調査統計局長

円ベースだと、細い線であるので……。

西村副総裁

申し訳ない。私が見間違えていた。これで分かった。

亀崎委員

GDPが-3.7%となったのは、民間在庫が大きく取り崩されたことが最大の要因であるな。そこは非常に分かりやすい。とにかく需要はあるが、生産ができなかったということで、想定どおりだと思う。ただ、少し驚くのは、機械受注の先行きが10%のプラスなのと、家電のこのような数字はいつかみた。エコポイントが半分に減る直前である。あの時以来となる、2倍位の伸びであるが、これはどうみたら良いのか。既にエコポイントは終わっているが。

前田調査統計局長

まず、後者の方から説明すると——今日、お配りした参考計表追加分の図表 3 の表をご覧頂いているかと思うが——、特に液晶テレビとレコーダー——これはブルーレイなどである——が伸びている。これの一つの要因は、7月の下旬に地デジに移行するということで、それによって需要が膨らんでいる分も結構あると聞いている。こういうレコーダーも、地デジ対応とそうでないものがあり——我が家も地デジ対応でないので、かなり実感に合うのだが——、それが影響していると聞いている。もう一つは、通常3月は、新生活に備えて、学生なり社会人なりがテレビなどを買うが、それが買えなかったということで、その反動も出ている。この二つの要因から、5月のテレビとレコーダーが強いと聞いている。

機械受注については、信じられないということで、私も正直驚いた。ただし、これは見通しである。今後、これに着地する訳ではないので、もう少しみないと分からない。中身を見ると、幾つかの特徴が一応みられると思っている。一つは、どうも振れかなということがある。増えている品目をみると、鉄道車両などが増えており、これは結構四半期ごとに振れるものであるので、振れかなと思っている。一方で、他に増えているものが、電子通信機器あるいは産業機械であり、産業機械については建設機械ではないかと思う。これは、復興需要に関連したものを期待したものではないかと思っている。建機メーカーは、かなり引き合いが強いと言っているので、本物の部分があるかなと思っている。電子通信機器については、これは振れも大きいのだが、敢えて復興に係るものとするれば、例えば、携帯電話の基地局はかなり東北でやられたので、これはやはり復旧しなくては行けないということで、この辺りが出ているのかもしれない。もう一つは、インターネット関連の企業などが、例えば、サーバーを関東にしか持っていなかったものを、一応、リスク対応ということで、関西にも持つというようなことが、ちらほらと言われているので、そういうものが影響しているのかもしれない。さらに、先程申し上げた色々な仮需みたいなものが

重なっている可能性もある。一応、今のところそういうような感じで考えている。

中村委員

輸出についてであるが、GDPの輸出は前期比プラスとなっている。一方、3月は輸出と生産が大幅に落ちている。これは、両統計の中身が違うことによるらしいが、何となくしっくりこない。

前田調査統計局長

何となく違和感があるが、まず、私共の通関輸出について申し上げますと、1～3月は前期比で-1.1%である。3月は相当落ちたが、1～3月だと小幅なマイナスであった、生産より落ち方が少なかったということである。二つ目には、季節調整をかける際に、我々は例のリーマン・ショックの影響をなるべく除外するような形で季節調整をしているが、GDP統計の方は、それが十分になされていないと言うか——十分にと言うと、こちらが正しいかのような言い方になるが——、季節調整のかけ方が少し違うことが、どうやら影響しているかと思う。いずれにしても、輸出については、2月までは相当強かったし、生産と違って、できているものは一応輸出していたものがあるので、まだこの1～3月にその影響が十分に出ている訳ではないということかと思う。

野田委員

個人消費のところで、旅行が良くないが、ゴールデン・ウィークなどのマイクロ情報では、旅館なり、あるいは地方の土産屋などが考えていたよりは相当良かったという話である。それと合わせると、どういう姿になっているのか。例えば、特に稼ぎ時のゴールデン・ウィークや、あるいは今後の夏場の……。

#### 前田調査統計局長

ゴールデン・ウィークについても、近場は比較的良かったと言われている。例えば、箱根など。これもよく聞くと、なかなか客が入らないので、最後はかなり値段を下げて、それで駆け込み的に人が行ったというように聞いている。ただ、海外旅行は当然良くなかったということであるし、ゴールデン・ウィークの後については、今のところ旅行会社に聞くと国内もやはり前年比2割位の減少で走っている。であるから、東北地方、あるいは距離を大きく移動するような旅行については、まだ何が起こるか分からない——余震リスクもある——等々で、まだ弱いと聞いている。3月、4月に比べれば、少しはましであるが、他の消費と比べて同じように戻ってきているという感じはまだないと、私は理解している。

#### 山口副総裁

電力の供給制約についてであるが、先程、浜岡原発の停止を織り込んで、この夏は大きな制約にはならないだろうということであった。一方で、九州電力が15%の節電を打出したり、定期検査の後の立ち上げについて、自治体が難色を示すのではないかとというような話もある。当面この夏場における電力制約の見通しと、それから来年の夏位までを見通しての制約の度合いについて——なかなか見極めはつかないとは思いますが——、感触を教えてください。

#### 前田調査統計局長

私共は、一応、標準はどうか、そしてリスクはどうかということで考えるべきだと思っている。今のところ、夏については、浜岡だけということで考えた場合、どうやら大丈夫ではないかと思っている。九州についても、今日、記事が出ていたが、一応、九州電力の社長が話しているのは、生産活動に影響が出ないような形で節電をお願いすることになるとおっしゃっている。この後、関西がどうなるかによるが、製造業の生産は、何とかこの夏は取り敢えず大丈夫かなとみている。ただし、消費のところでは

申し上げたとおり、九州も暑いので、空調等に及べば、当然消費などにも影響が出ると思う。さらに、今、山口副総裁がおっしゃったように、私は、やはり1年、2年先まで見た場合に、何が一番リスクかと言うと、やはり電力だと思う。ご存知のように、電力の原発の割合は3割位——日本全体で——ある訳であるし、13か月に1回は定期検査しなくてはいけないということもある。そこが一番のリスクではないかと思っている。仮に火力に変えたとしても、相当なコストの上昇になる。東京電力も、火力に変えたところで1兆円強コストが増えると報道されている。これがもし全国に広がれば、2兆円、3兆円と、GDPのそれなりのウエイトになっていく。さらには、エネルギー政策にも絡んでくるので、そこが最大のリスクではないかと思っている。

西村副総裁

企業側のコストは、ある程度分かるか。

前田調査統計局長

西村副総裁がおっしゃる企業側のコストというのは、自家発電を導入したことによるコスト負担であるか。

西村副総裁

自家発電へのシフトとか、そういうものでかなりのコストになる訳だな。

前田調査統計局長

そこは、我々は定量的には把握できていない、正直申し上げて。自家発電も全体としては、そう巨大な額ではないと思うが、何がしかのコストになることは事実だと思う。そのうえで、企業が今のところ今年度の決算について、見通しとして出しているのは、上期には減益、下期に入り増益、大体年度でトントンという感じである。何がしか、電力対応のコストが入っていると思うが、今のところ申し訳ないが、定量的に把握できている訳で

はない。

亀崎委員

節電への対応は、例えば、週休を3日にして生産を落とさないとか、輪番休業、すなわちウィークデーを休みにして土曜、日曜に生産する。これらの対応は、生産を落とさないということが前提なのか。

前田調査統計局長

生産を落とさないという前提である。

亀崎委員

そういう意味で、生産の制約にはならないということか。

前田調査統計局長

当然、企業や産業によっては、多少落とすところもある。これは、先程も申し上げたように、大きな制約にはならないということであって、引き続き何がしかの制約要因にはなるということである。特に、24時間続けなくてはいけないような電子部品関係などは、自家発もまだ間に合わない7月位の段階には、相応の制約になるということは言っているので、ゼロでは勿論ない。

宮尾委員

設備投資、機械受注の件で、少し戻って恐縮だが、特に4~6月というか、先行きの見通しで+10%と、以前の3月短観の時の来年度の設備投資計画を少し思い出すと、かなり慎重な見方——特に非製造業が対前年度比マイナスとか——であったと思う。先程、色々ご説明があった中で、仮需とかもあるかと思うが、3月短観のような慎重な計画との対比でみると、この機械受注はやはり整合的でないような気がする。それをどう考えたら良いのかについて教えて欲しい。

もう一点は、先程も出た旅行の件である。まだ、先行きの見通しが若干厳しいということで、これの雇用なり賃金なり所得なりへの影響というもの——量的なイメージ——をどのように持っているといいのか。国内旅行が2割ほど下押しされると、多分、地域経済にある程度幅広く影響があるのかなと感じる。その量的なイメージ、量が分からなければ、サービス消費の中で旅行が占める割合——消費全体の割合では多分大きくないと思うので——、地方の雇用における観光業のシェアとか、そういうことでも構わないが。

#### 前田調査統計局長

まず、第一点目について、3月の短観が完全に頭に入っている訳ではないが、まず、ご存知のように、3月時点の設備投資計画は、短観では元々分からないところが多いので、そこは数字が出てきても相当幅を持ってみなくてはいけないことがある。機械受注の統計について言えば、何度も申し上げるが、見通しであるし、まだ4~6月だけのことであるので、これらをダイレクトに結び付けて考えるのは、なかなか難しいかなと思う。さらに申し上げると、機械だけでなく、建設部門もあるし、特に機械受注については、やはり大企業向けの設備投資という色彩が強いと思うので、中小企業はどうかと言うと、大企業よりも弱い要素があるので、そういうことを考えながらみていく必要があると思っている。旅行のウエイトが俄かに何%だったか思い出せないが、消費の中に占めるのは数%ではなかったかと思う。確かに、この3月の落ち込みなどをみてもサービス消費がやはり弱い。サービス消費は、どちらかと言うと、やはり中小企業が担っている部分が多いので、この辺りは、私共は必ずしも、大企業に比べると情報が十分ないということがある。それで、やはり中小企業、特にサービスとなると、労働集約的な産業であるので、雇用への影響が少し大きめに出る可能性があるのではないかと思う。だから例えば、大企業の設備投資については、やはり復旧ということではそれなりに出たとしても、一方で、では賃金を上げるかと言うと、多分上げないし、逆に、今、公的部門でみら

れているように、公共投資は進んだけれども、公務員の賃金は削減するという話も出ている。企業でも、場合によっては、そういうような行動を採る可能性はあると思っている。

#### 白井委員

消費者物価であるが、参考計表、図表 34 で東京 C P I 総合のところ、下から三つ目のところの、総合除く生鮮・高校授業料が、3月のゼロ%から4月の+0.2%に上がっている。今、物価を上昇させる要因と下げる要因が混在していると思う。上がっている要因は、例えば、電力料金というコモディティの方向からくる料金の上昇とか、それから建設が、仮設住宅などの建設資材が少し最近下がっているようだが、高めである。その一方で、スラックがある訳である。例えば、ホテルなどサービス産業のように、先程、労働時間などを減らしているということで、人それから設備のスラックがある訳であり、そちらは下げる要因だと思う。そのスラックの部分が価格を押し下げる程度というのは、どの程度というようにみているか。

#### 前田調査統計局長

先程も、少しだけ申し上げたが、まずこの 0.0%から+0.2%に上がった理由としては、一つは、電力・ガス代が上がったということである。もう一つは、食料加工品のようなものが上がったということがある。その食料加工品は、一つは、国際商品市況が上がってきたので、それを転嫁する動きというのは若干ある。同時に、乳製品のようなものは、地震の際に需給が逼迫して多少上がったということで、上がっている。今、委員がおっしゃったように、一方では、需要が弱まった部分については、C P I でもやはり下がっていて、例えば、宿泊料、被服である。これは、4月の東京では下がっているの、そういう意味では、地震の影響は上がる方向と下がる方向、両方に出ている。ただし、足してみると、そう大きな影響ではないというようにみている。

白井委員

相殺したということか。

前田調査統計局長

ほぼ相殺してしまったということである。これは、勿論、今後どのように動くか分からないが、私は、元々、需要と供給の両方が動くので、そう大きくは変わらないのではないかと申し上げている。取り敢えず今までのところそういう感じで推移している。

宮尾委員

下がる場所は、最後の除く食エネ・高校授業料のところの下がっているところに大分反映されているという理解で良いのか。衣服であるとか。

前田調査統計局長

そうである。

白川議長

他にご質問はないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは、金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは、事前にお配りしてある資料-5（参考計表）でご説明をしたいと思います。先程、実体経済で議論があったが、それが家計・企業のインフレ予想にどのように反映されているかであるが、図表1、(2)消費動向調査、1年後の予想インフレ率は、ご覧のように2月頃からはっきりと上がってきて、直近の4月分は+2.3%となっている。ただし、この指標は、ガ

ソリンや食料などの実績にかなり引っ張られるので、この後は、少し伸び率が緩やかになっていくと思うが、同時に、パンは夏に上がるという情報があるので、基本的には、まだもう少し高止まるという可能性は高いと思っている。それから、図表 2、(1)、(2) のESPフォーキャストであるが、こちらは、5月の調査で2011年度が+0.4%まで上方改定されているが、逆に言うと、+0.1%ポイントしか上方改定されていないということでもある。それから、新基準であるが、5月調査のところで、2011年度も2012年度も-0.1%ということで引き続きマイナスが予想されている。それから、図表 3、市場関係者のインフレ予想であるが、(1) のクイックサーベイの月次調査をみると、灰色の線が、これが今後1年間のインフレ予想であるが、4月下旬の予想で、若干プラス領域に入ってきているのが特徴である。それから、(2) のスワップレートから計算したインプライド・フォワード・レートは、総じて安定的に推移している状況に変化はない。インフレ予想の関連は以上である。

次に、資金調達コスト、図表 9 をご覧頂きたい。図表 9 の (2) が社債、CP、貸出を合わせた総資金調達コストである。ご覧のように、多少のぎくしゃくはあるが、総じて緩やかな低下傾向を辿っている。ただし、貸出約定金利の数字が、3月と9月は期末事務の関係で遅くなるので、今のところ、この図表は2月分までしか入っていない。そこで、3月以降の状況も若干分かるデータとして、図表 10 (2) のスプレッド貸出のスプレッドで、短期、長期がある。右端がそれぞれ3月分である。長期の3月分がやや大きめに低下しているが、これは を反映したものとみられる。こうした振れを均してみると、極く緩やかな低下傾向、ないし低水準で安定しているという評価になると思う。金融機関からのマイクロ情報でも、貸出スプレッドに震災の影響はほとんど出ていないということである。それから、企業からのマイクロ情報でも、震災後も金融機関の貸出姿勢は総じて積極的であって、量、コストともに特段震災の影響は出ていないというように聞かれている。ただし、今後、決算の状況等を踏まえて、内部格付けが見直されていく過程で、スプレッド引き上げの動きが出てこ

ないかどうかについては、若干注意が必要かもしれない。以上がコストである。

次に、図表 14、資金調達のボリュームをご覧頂く。まず、民間部門総資金調達の内訳であるが、4月分の民間部門の総資金調達が前年比-1.3%となっていて、3月の-1.9%からさらにマイナス幅が縮小している。これは、3月末にかけて、企業の予備的資金需要の高まりから、貸出が増加して、それが月中、平残ベースで4月に効いてきているというものである。内訳寄与度をご覧頂くと、銀行・信金・外銀計の貸出の4月分が前年比-0.7%ポイントと、前月からマイナスの寄与度が大きく縮小している。ただし、それ以外の項目については、ほとんど変化がない。なお、貸出についても足許に関するヒアリング情報では、企業の借入需要がどんどん増えてきているという感じまではない。直接金融市場の機能を含めた資金のアベイラビリティについて、リーマン・ショックの時のような不安要素はないので、企業サイドも3月に一旦手許を厚くして、そこで若干安心感が出ているという状況である。CPについて、民間銀行貸出残高、CP・社債の発行残高の表の数字をご覧頂くと、4月の発行残高が前年比-1.9%、3月の-0.4%に比べてマイナス幅が若干拡大しているが、これは前年の裏要因があって、振れの範囲である。前年比ゼロ近傍に近いところで推移しているという判断で宜しいかと思う。発行環境についても特に問題はない。それから、社債であるが、図表 17、(2) 社債の発行額を月平均に換算して描いてあるが、右端の4月分は、ご覧のように歴史的にみてもかなり低い水準であって、数字で申し上げると、1,954億円にとどまっている。銘柄数も5銘柄であった。その後、5月については、先程、金融市場局から説明があったように、このところ急速に発行が増えてきていて、5月中の発行額は概ね通常のレベルまで戻ってくるのではないかとみている。一頃、滞っていた発行が、徐々に再開されてきているが、元々、投資需要は比較的旺盛であって、そこに金融市場の落ち着きが確認され、3月決算企業の決算も山を越えてきているということで、社債の発行が顕在化してきているという状況である。資金調達は以上である。

次に、アベイラビリティ関連のD Iであるが、図表 22、これは実は、前回の4月末の会合以降新しい指数は出ていないが、一応確認しておくとして、(1)の日本公庫の貸出態度D Iは、緩やかな改善傾向が足許まで続いている。ただし、(2)の資金繰り判断をご覧頂くと、やや悪化している指標もある。これが、前回会合までの状況であった。その後、追加的に出ている指標が図表 23 であって、これも図表 22 でみられた状況と基本的に整合的である。すなわち、まず(2)の日本商工会議所の資金繰り判断D Iの太い線であるが、足許やや悪化している一方、(1)の太い線、帝国データバンクの融資態度D Iについては、多少振れはあるが、緩やかな改善傾向の範囲内の動きと申し上げて良いように思う。以上のように、中小企業の一部に資金繰りが厳しくなったとする先がみられる一方で、銀行の貸出姿勢は総じて緩和的という状況には、基本的な変化はないというように考えている。

次に、企業倒産であるが、図表 24 の倒産件数・負債総額、4月の企業倒産件数は1,076件、前年比-6.8%であった。これを季調済で時系列でみたものが、図表 25 の(1)のグラフ、太い線であるが、ご覧のように総じて横這い圏内で推移している。なお、昨日出た情報によると、震災関連の倒産が破綻準備中のものも含めて累計で約100件になっていて、これは阪神・淡路大震災の時の概ね2倍のペースになっている。直接被害型は少なく、9割方が間接被害型、つまり消費自粛の煽りとか、取引先の被災によるものと聞かれている。業種的には、先程もご議論があったが、ホテル、旅館が結構多いということと、それから自動車関連が相対的に多くなっているという状況である。

最後にマネー関連である。図表 26、マネタリーベースについては、4月の前年比が+23.9%と伸び率が大きく高まっている。内訳をご覧頂くと、銀行券は、3月に伸び率が+3.7%まで高まって、4月はそこから横這いであるが、日銀当座預金については、日本銀行の潤沢な資金供給が4月は平残ベースで効いてきていて、前年比で123%の増加、約2.2倍となっている。因みに、日銀当座預金の4月平残の絶対額を申し上げますと、37.4兆

円であって、これは過去最高であった。なお、5月のマネタリーベースは、日銀当座預金を中心に伸び率は多少鈍化する方向かと思う。それから、マネーストックについては、M2の前年比が4月は+2.7%と、3月からさらに若干伸び率が高まっている。背景は、流動性に対する需要の高まりであって、より具体的には企業の資金調達の増加とか、投資信託等からのシフト・イン、それらが効いている。以上が今月の主な指標である。

纏めると以下のとおりである。第一に、金融環境全体として、総じて緩和の動きが続いている。具体的には、貸出金利が極く緩やかではあるが、低下傾向にあること、金融機関の貸出姿勢も総じて緩和的であること、さらには、社債について発行環境が良好な中で、実際に発行が始まっていること、などが確認できていると考えている。しかし、第二に、幾つかの資金繰り判断DIなどからみて、中小企業を中心に一部企業の資金繰りには厳しさがみられるということも事実である。これらの二点を踏まえると、前回会合以降、金融環境に大きな変化はないと判断できると思う。以上である。

白川議長

ご質問はないか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

次に、金融経済月報の概要についてお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

それでは、私から実体経済・物価についてご報告する。実体経済の現状だが、「生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある」という総括判断は先月と変わっていない。続く各論だが、短いので最初に読み上げさせて頂くが、「震災による供給面の制約を背景に、生産活動は大きく低下している。この結果、輸出が大幅に減少し、また、企業や家計のマインド悪化の

影響もあって、国内民間需要も弱い動きとなっている」。先月からは、細かいところの表現を幾つか見直している。一つ目が、「供給面の制約」だが、先月をご覧頂くと、「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」と、供給面の制約の内訳を一つ一つ書いていた。このうち、「電力供給の制約」については、季節的にみても、足許、そんなにバイディングなものではないと考えられるので、細かいところを書き分けるよりも、「供給面の制約」と一つに括る形にしている。また、展望レポート等と平仄を併せる形で、「企業や家計のマインド悪化の影響もあって」という言葉を加えている。以上が現状部分である。

先行きについては、これも細かいところの表現を修正している。例えば、総括文のところは先月はやや長く、繰り返しになっている部分があったため、その部分を削除することや、現状に「マインド」を入れたので、先行きにも入れた、といった細かいところで表現を入れ替えている。全体的には、大きなところは変わっていない。

物価については、CPIについて幾つか表現を修正している。まず、現状部分だが、「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、概ねゼロ%となっている」という形で、全国の除く生鮮が3月で-0.1%なので、ゼロ%近傍ということを書き加えた。また、先程もあつたように、震災後、マクロ的な需給バランスがどうなったかは、色々議論があろうかと思う。先月までは「マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとで」と書いていたが、この部分については、少し分かりづらいところもあるので、削除した。

先行きだが、消費者物価のところ、先月までは「当面、小幅のプラスに転じていくとみられる」と書いていたが、足許、ゼロ%近傍となっているので、「当面」は入れなくても良いだろうということで、この部分を落としている。

最後に、タイプミスの訂正である。今申し上げた「小幅のプラスに転じていくとみられる」の後には、本来ならば前月と同じように「(注)」が入る。私からは以上である。

加藤企画局政策企画課長

続いて、金融のパートについてご説明させて頂く。まずは、先月の欄をご覧頂きたい。「震災後のわが国の金融動向」として、金融機能が維持されていること、資金決済の円滑さも確保されていること、そして、金融市場が全体として安定していることを記述していた。このように、震災後の状況を記述していたが、今回は、敢えて記述する必要はないと考え、通常どおりの構成にしている。つまり、第一段落は金融市況、第二段落は金融環境の総括判断、第三段落が金融環境の各論という整理をしている。市況については、明日のマーケットの状況もみて、為替、長期金利、株価について記述させて頂こうと思う。また、金融環境の総括判断については、先程、門間企画局長よりご説明させて頂いたとおり、先月と大きく変わっていないので、「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」という表現を維持させて頂いている。各論についても、大きな変更はないが、社債市場については、「震災後、発行を見送る動きが一時みられたが、このところ徐々に発行が再開され始めている」と記述した。また、貸出の減少幅が縮小してきていることから、「銀行貸出は減少幅が縮小している」と記述している。金融機関の貸出態度及び資金繰りについて、その大きな改善傾向は変わっていないが、DIの多少の数字の変化も踏まえて、「改善した状態」という記述にしている。最後、マネーストックだが、こちらは数字を反映させて「2%台後半」と記述している。私からは以上である。

白川議長

何かご質問はあるか。

中村委員

「企業や家計のマインド悪化の影響もあって」という記述があり、それはおっしゃるとおりだと思う。その一方で質問なのだが、今回の震災の影

響は、当初からマインドが一番大きかったが、この時点で新たに何かより強くなったのか、あるいは事実関係の確認ができたからここで記載しているのか。

関根調査統計局経済調査課長

そこについては、まず、ファクトがどうかを説明させて頂く。先程、前田調査統計局長からご説明があったとおり、家計のマインド指標となると、足許、4月の指標で言うと、景気ウォッチャー調査ががくんと落ちた状態から少し改善している、先行きについては良くなっていくということが確認されている。ただし、水準としては低いところにあるということである。それがファクトである。ただし、こちらの表現については、先月との比較というよりも、展望レポートの中で、このように言っているところをそのまま踏襲する形で書かせて頂いている次第である。

白川議長

他にご意見はないか。

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

(16時19分中断、20日9時00分再開)

白川議長

それでは、金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、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の取り纏めと採決、最後に4月28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。内閣府からは梅溪健児政策統括官である。会合の中での発言は、

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、ご発言をお願いします。情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や、閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。お一人5分ずつ発言して頂き、その後、自由討議としたいと思う。本日の発言の順番であるが、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、宮尾委員の順番である。それでは、野田委員をお願いします。

野田委員

金融経済情勢について総括すると、前回会合以降明らかになった経済指標や情報に、展望レポートで示した経済・物価情勢の見通し及び上振れ・下振れ要因に関する判断を大きく変えるようなものはなかったと思う。すなわち、我が国経済は、短期的には一旦大きく落ち込んだものの、新興国を中心に海外経済の回復が続くもとで、生産体制の復旧やマインドの改善が進むにつれて、緩やかな回復経路へ復していき、復興関連需要が本格的に発生する2011年度後半以降は回復テンポが高まるという中心シナリオ自体に変化はない。また、回復のタイミングやテンポについての不確実性は引き続き大きいものがあるが、サプライチェーンの修復の見通しや今夏場の電力問題への対応に関する不確実性の度合いは、前回時点からさらに幾分弱まってきたとみている。

それではまず、国際金融資本市場から簡単に述べる。米・欧市場では、株式市場が、米国では、この後で述べるように景気の先行きに対する楽観論が少し後退していることやコモディティ価格が下落したことなどから、また欧州では、ギリシャ問題の再燃などから共に下落している。また、長

期金利は、こうした株価を眺めながら、安全資産買いから比較的大きく低下している。

次に、海外の実体経済、海外経済活動の動向をみていく。まず、米国経済であるが、1～3 月期の実質GDP成長率は、個人消費が前期からの反動とガソリン価格の上昇などから減速したほか、政府支出の減少幅が拡大したことなどからプラス幅が縮小した。4 月以降のデータをみると、まず4 月の小売売上高（除く自動車、ガソリン、建築資材）は増加ペースを保っているものの、そのモメンタムは鈍化し、自動車販売の伸びも一服感がある。前期からのガソリン高の影響が続いているものとみられる。5 月のミシガン大学消費者信頼感指数は、足許の原油価格の下落もあって、3 か月振りに 70 を上回った。当面、消費は緩やかな増加基調は維持しそうである。なお、消費の先行きをみるうえで重要な雇用・所得環境であるが、新規失業保険申請件数が 4 月に入って一転増加し、市場にネガティブなサプライズをもたらした。また、4 月の非農業部門就業者数が前月比で市場予想を上回って増加したものの、平均失業期間の短期化には至っておらず、雇用創出の力は引き続き弱いものがある。また、住宅、商業不動産市場も活路が開けていない。この間、生産は、日本の東日本大震災の影響による自動車関連の減産を主因に前月比横這いとなった。こうした中、景気の先行きに対する楽観論は後退している。もっとも、このような動きは、バランスシート問題という構造的な問題の解消には時間がかかることを改めて実感させるものであり、また、震災の影響は限定的なものにとどまると判断していることから、私にとっては、このところの市場の反動ほどのサプライズはない。

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、全体としては好調な輸出に支えられて緩やかな回復を続けている。1～3 月期の実質GDPは、好調なドイツ経済に牽引される形で前期から伸びを拡大した。また、PMI も堅調であり、先行きに対する見方も変わらない。欧州における最大のリスク要因であるソブリン問題に関し、ギリシャの債務再編に関する観測が喧しくなっている。欧州周縁

3か国の対独スプレッドが、引き続き高水準で推移しているものの、足許市場は比較的冷静に事態の推移を見守っているようであり、目立った変化は窺えない。

新興国経済については、我が国の震災の影響や金融政策の修正などにより、製造業の生産サイクルが若干悪化している国もみられるが、総じて言えば、内需の改善を伴った景気拡大が続いている。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は変化がない。

中国については、4月の固定資産投資と小売売上とともに高めの伸びを維持し、成長の柱である内需が堅調に推移していることが確認された。また、輸出は、アジアや北米向けを中心に増加を続けており、4月の輸出は堅調な伸びとなった。一方、輸入は幾分増勢が鈍化した。これは、震災の影響で日本からの部品などの輸入が滞ったことによる影響もあるとみられる。4月の製造業PMIが引き続き改善・悪化の分岐点である50を上回っていることを勘案すれば、先行きも生産の拡大は続くとの見方に変わりはないが、仔細にみると、新規受注と完成品在庫のバランスが悪化している。自動車販売の伸びの一服や日本からの部品輸入の停滞が影響しているとみられ、生産は今後、幾分減速する可能性が高くなった。物価であるが、4月の消費者物価は前年比+5.3%と引き続き高めの上昇である。インフレ圧力が鎮静化する兆しはまだ窺えない。これを受け、中国人民銀行は、5月12日、本年入り後5回目となる預金準備率の引き上げを決定した。生産活動の減速と相俟って、これまでの政策効果が累積的に適度な調整効果となって現れることをそろそろ期待しても良い時期に差しかかっているのではないだろうかと考えている。

次に、我が国経済について述べる。1~3月期の実質GDP成長率は前期比年率-3.7%と、市場予想を大きく上回る落ち込みとなった。個人消費が前期に続いて減少したほか、在庫の取り崩しが大幅となり震災の影響が極めて大きかったことが改めて確認された。4月以降については、4月の新車登録台数の前年比は、3月からマイナス幅を一段と拡大した。震災によって購買意欲が抑制されている面もあることは否定できないが、サブ

ライチェーンの毀損によって自動車の供給能力そのものが大きく低下した影響が大きいとみている。ところで、多くの主要なメーカーが、前回会合以降、生産ラインの再開時期や供給体制が正常化する時期をさらに前倒ししている。企業は当初の計画をかなり保守的に立てていたとも考えられるが、様々なマイクロ情報を聞くにつれて、我が国の製造業の有するいわゆる現場知や現場力が想定を遥かに上回るほど、強力であったと評価する方がより適切ではないかと考える。私は、この先もさらなる前倒しを期待して良いのではないかと感じている。因みに、3月の機械受注（除く船舶・電力・携帯電話）は3か月連続のプラスであった。ここでも、復旧に向け、企業がかなり前向きに動いていた可能性が窺われる。また、夏場の電力問題に関しては、需要抑制目標が正式に決定された。これもマイクロ情報だが、ほとんどの企業が浜岡原発の停止を含めても、この水準であれば、様々な工夫と一定の負担を前提に、生産そのものに及ぼす影響はない、あるいはあっても限定的であるとしているようだ。以上のように、生産の見通しを巡る不確実性は着実に薄まってきている。それにつれて、企業マインドも民間企業が作っている短観調査にみられるように、3~4月のはっきりとした悪化の後、5月は改善をしている。先行きも改善する見通しである。個人消費は震災直後の急激な減少から脱する動きがみられている。4月の百貨店売上高は、3月の落ち込みから大幅に持ち直している。また、家計のマインドも下げ止まりから改善へと向かう動きが確認され始めている。

物価については、4月のC G P Iの3か月前比は、震災の影響は極めて限定的ではあるが、国際商品市況の上昇を主因として5か月連続で伸びを高めている。消費者物価の先行きについては、震災の影響に不確実性があるものの、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くもとで、国際商品市況の上昇トレンドも反映して、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いていることに変わりはない。

最後に、リスク要因について述べる。リスク要因は、一言で言えば、展望レポートで挙げたものから大きくは変化していない。ただし、前回会合でも指摘したが、より長い目でみて、我が国の成長力に影響を及ぼすとい

う観点から、原発問題が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変化——コスト・アップの可能性の方が高いが、コスト・ダウンの可能性もある——を通じて、経済構造の変化に繋がる可能性がある点を改めて指摘しておきたいと思う。前回会合以降の大きなイベントといえる福島原発におけるメルトダウンという事実の判明や浜岡原発の停止などは、短期的な不確実性にかかる問題ということも然ることながら、こうした中長期的な観点からの議論の中できちんと評価されるべき問題であると現時点では認識している。金融環境については、次のパートで述べたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いする。

西村副総裁

前回会合から3週間経過したが、この間に利用可能になった各種統計やヒアリング等の情報を勘案すると、日本経済そして世界経済の動きとも、3週間前の展望レポートの私なりの解釈と大きな齟齬なく展開していると考えている。

海外経済と国際金融市場であるが、まず米国経済は、年初に大方が予想していた経済活動の堅調な回復は実現されず、1~3月全体で予想比下振れし、それがその後のデータにも続いている。これに対し、物価ではヘッドライン総合指数で商品市況高からのインフレ圧力が続いている。しかも、F e d が重視している米国式コア指数についても、労働市場で失業率が9%という大きなスラックがあり、かつ賃金の目立った上昇が見込まれていないにもかかわらず、次第に上昇圧力を強めている。以上は前回会合までの状況であるが、それが5月前半にも続いている。自動車販売は比較的好調だが、自動車とガソリンを除く小売売上高の伸びは+0.2%に低下、生産も予想比伸びが小さくなっている。雇用・失業統計は昨晚の新規失業保険申請件数を含めて一進一退である。足許はドル高に振れているものの、

それまでのドル安や新興国経済の上振れに沿う形で輸出が伸び、また新興国でのビジネスの比重の大きい大企業は利益が急速に回復している。歴史的に低金利が今後も続くという予想もあって、株式市場やジャンク社債市場は活況であったが、そこにも直近は調整の兆しのようなものもみられる。銀行の貸出態度も若干の緩みがみられるものの、状況は大きくは改善していない。実際、シティ・グループのドル・サプライズ指標は急落し、Fed議長がQE2を示唆した昨年8月後半の状況に酷似しつつある。足許の弱さは一時的である、とされながら事態が進むにつれて、結果的に一時的とは言えず、見方が総悲観的になる状況が再現されつつあるように見え、前回会合同様下振れのリスクは無視できないと考えている。その一方で、コアインフレはじりじりと上がり、当面、米国金融政策運営としては難しい局面に入る可能性があると考えている。

欧州の二極化、多極化の状況も前回会合から変わらない。欧州は低位であるが比較的しっかりと成長をしているが、その内実をみると、域内消費需要とその関連部門の投資意欲は弱く、基本的に域外輸出、新興国、特に中国への輸出に牽引され、さらにはこれら輸出企業の投資意欲に依存した外需依存型の成長である。傾向的なユーロ安にも助けられたドイツの堅調さと、周縁国の厳しさとが際立っている。その中で、一年前の救済策の不十分さが明確になってきたギリシャ問題が再び表に出て、国際金融市場の波乱要因になっている。ただし、今のところはポルトガル問題が一段落し、アイルランドのストレステストが比較的好意的に受止められ、スペインも足許のところは一応ファンダメンタルズが良好とみられることから、短期金融市場を含めて比較的落ち着いたはいる。しかし、事態の進展の方向性次第では、急激な市場センチメントの変化が起こる可能性には注意する必要があるだろう。これに対して、物価は商品市況が現在若干の調整局面にあるものの、トレンドとして膨大な人口をバックとした新興国需要を背景に上昇傾向を保つとすると、物価に対する上昇圧力は緩急あるものの、今後も続くと考えられる。つまり、ここでも実物面では下振れ、インフレ面では上振れのリスクがあると考えている。

中国と新興国であるが、特に中国が難しい局面に来ていると考えている。4月のインフレ率は新基準で——中国は正確には言っていないが、5年おきに新基準に変わるようであるが——+5.3%、それから新基準で測った3月は+5.2%であるから、ワンノッチ上昇した。しかも、上昇率は農村で+5.8%と顕著である。インフレの裾野が、明らかに商品から住居費そしてその他の財・サービスに広がりつつある。これには賃金の引き上げの影響もあると考えられる。人民銀行は利上げ、準備率引き上げの措置を取っているがビハインド・ザ・カーブになっていることは明白のように思える。これに対し、中央政府は直接に価格統制を行い、特に電力価格を抑え込もうとしている。しかし、川下でのエネルギー価格については、政治的な思惑からか、国際商品市況に遅れはするものの、上昇を容認しており、そのため電力供給企業は利益をスクイズされた状態にあり、そのため十分な設備の増強、メンテをしていない可能性が高く、この夏に中国での電力供給不足が取り沙汰されており、それが生産に悪影響を及ぼす可能性も指摘されている。このため政府は、インフレを抑えるために価格統制を強化し、そのため電力不足から生産の停滞を招くか、それともインフレを許容して十分な電力供給を確保するかを選択を迫られているとも言える。とはいえ、インフレの政治的な危険性と、強権的電力供給割当の比較的な容易さを考えると、恐らく後者を選ぶ可能性は高い。これは、今後1~2年を展望した場合、成長の若干の下振れとインフレ高騰の若干の後ずれを意味する。しかし、こうした資源配分の歪みをさらにひどくする形の政策は、問題を先送りすることになり、最終的な調整は大きく、かつペインフルになる可能性が高いと考えられる。そして、これは日本にも直接に跳ね返ってくる問題であるので、注意する必要があると思う。

次に、我が国経済であるが、前回会合以降のハード・データとしては、3月の毎月勤労統計、3月の機械受注、そして昨日の第1四半期のGDP1次速報が主要なものである。震災にもかかわらず、毎勤統計の常用雇用が意外と落ちなかったこと、振れが大きいものの、機械受注が先行き見通しを含めてしっかりしていることは良い兆候であると考えられる。しかし、毎勤

統計では震災の影響による無回答部分を推計で置き換える際の恣意性、機械受注では震災の影響のために見込み発注が起きている可能性などを考えると、その解釈には慎重にならざるを得ない。加えて、昨日発表の1～3月GDP速報は前期比年率換算で-3.7%と市場予想を超えるマイナス幅となっており、前回展望レポートでの大きな落ち込み、それから回復の後ずれの基本的な形と整合的になっている。ただ、元々振れの大きな民間在庫品増減のマイナス寄与度が大きいこと、また足許の大きな落ち込みが、季節調整があるために、それがまた歪めている可能性があるため、第1四半期の実質の落ち込みの程度は今後の改訂で大きく増える可能性もあることには注意したいと思う。

今後を見通す時に注目されるのが、4月のセンチメント指標である。昨日はあまり問題にはならなかったのであるが、4月15日が調査基準日の消費動向調査では、消費者態度指数は比較可能な統計が始まって以来、2004年4月以降最大の落ち込みとなった。景気ウォッチャー調査では現状は過去最大の急落を示した前月水準からほとんど回復していない。ただし、従来は現状とほぼ同じ形で推移してきた先行きが、かなりの回復を示していることも事実である。従来、先行きには転換点を含めてあまり情報がなかったのであるが、今回は事情が違い、センチメントの回復を示している可能性がある。しかし、景気ウォッチャー調査は、これは重要な点であるが、消費者の先行きの行動を直接聞いている訳ではなく、景気に敏感とされる担当者の思い込みが出ている可能性があり、見方は慎重にする必要があると考えている。消費関連の様々なヒアリング情報を見ても、消費行動は震災直後の落ち込みからの反動でそれなりの戻りをみせているものの、震災前に戻った訳ではなく、特に、リテールのサービスでは、旅行が典型的であるが、今後の回復にはかなり大きな下振れの可能性が指摘されている。さらには、センチメントに重くのしかかっている原子力発電所に対する不確実性は、この3週間のうちに東日本から西日本へと広がりを見せている。従って、センチメント指標の動きは当初の落ち込みの反動がみられるものの、今後には依然として下振れのリスクは残っていると判断するの

が妥当だと考えている。

物価に関しては、月報概要の叙述に違和感はない。今後は、現在の 2005 年基準でゼロ%台半ば程度、2010 年基準でも若干のプラスの領域で推移するのが自然であると考えます。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、全体観であるが、前回の政策決定会合以降、展望レポートで示された基本シナリオの変更を要するような指標の発表や事象はない。世界経済は、新興国の堅調な成長に牽引され、緩やかな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、大きく下押しされた状態が続いている。

国際金融市場では、新興国を中心に引締めの金融政策運営が続いていることや、米国の経済指標の一部が事前の市場予想を下回ったこと、また、ギリシャなどの欧州ソブリン問題の帰趨への懸念の高まりや、国際商品取引の証拠金引き上げを契機とした原油等国际商品市況の調整などから、リスク選好とリスク回避とが頻繁に入れ替わる不安定な展開が続いている。こうした中、新興国通貨や株などのリスク・アセットも神経質な動きとなっているが、米国経済が緩やかな持ち直し基調にあるとともに、FRBが当面は緩和的な金融政策運営を続ける方針を示したことなどから、基本的なセンチメントの後退とはなっていないようである。一方、我が国の株式市場では、政府高官が東京電力の債権放棄を金融機関に促す発言を行ったことが材料視されていることなどもあり、上値の重たい動きとなっている。

海外経済であるが、米国経済については、2011 年 1~3 月期実質 GDP の前期比年率は+1.8%と、伸び率を縮小させつつも、緩やかな持ち直しが続いている。先行きについても、FRBは、QE2は6月末に予定どおり終了させつつも、当面、緩和的な金融環境を継続する方針を示しており、

好調な企業業績を背景とした株価の上昇や財政刺激策の効果もあって、個人消費を中心に底堅く推移するものとみている。4月の雇用統計は市場の予想を上回る改善であったが、FRB幹部も度々発言しているように、改善ペースは力強さに欠けるようである。また、住宅市場が低迷する中、家計のバランスシート調整が引き続き重荷になっており、景気回復ペースは、緩やかなものにとどまるとみられる。また、エネルギー価格の上昇が、企業や消費者のマインドを下押しする可能性についても注視が必要である。

ユーロ圏経済は、2011年1～3月期実質GDPの前期比年率は+3.3%と事前の市場予想を上回り、ドイツ等の堅調なコア諸国と、ギリシャ等の低調な周縁国との格差を伴って、全体としては緩やかに持ち直している。この間、4月の消費者物価総合指数の前年比は+2.8%と、ECBが目標としている+2%を上回って推移しており、ECBは、5月は政策金利を据え置いたが、物価動向を強く意識した運営スタンスを維持している。先行きについては、域内諸国の財政再建に伴う下押し圧力のほか、ギリシャを中心とする周縁国ソブリン問題の合意可能な抜本的な対応策が見出せない中にあるのは、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、輸出や堅調な内需を中心に高めの成長が続いているが、4月の消費者物価総合指数の前年比は目標水準を上回って+5.3%と高止まっている。中国人民銀行は、本年入り後5度目となる預金準備率の引き上げを行うなどインフレ抑制の姿勢を強めており、先行きについては、成長速度が幾分弱まると想定される。ただし、リスクとしては、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、その後の調整局面の長期化による下振れリスクに注意が必要である。

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。多くの国では、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感を強めており、引締めの金融政策運営が続くとみている。こうした中、東日本大震災の世界経済への影響は限定的と考えられるが、サプライチェーンの寸断に伴い、アジア諸国を中心に生産や輸出の下振れ等、一時的に影響が出てくる可能

性もあり、こうした影響の今後の広がりについては注意が必要である。

続いて、国内経済であるが、我が国の製造業や輸出に占める割合が最も高く、裾野の広がり大きな自動車産業のサプライチェーンが震災の影響により大きく毀損している。このため、3月の生産は-15.5%、また実質輸出も-8.0%と、前月比で大きく落ち込んでおり、2011年1~3月期実質GDPの前期比年率も-3.7%と大きく減少している。また、低調な生産・輸出のほか、原発問題や震災によるマインド悪化の影響から個人消費が大きく下押しされた状態にあることが確認された。我が国の経済の回復の鍵は、生産と消費の持ち直しであるが、これらはサプライチェーンの復旧と企業や家計のマインドの改善にかかっていると見える。そうした中、毎月25日から月末を調査期間としている4月の景気ウォッチャー調査が公表されたが、震災が発生した3月に引き続き、景気の現状判断は水準的には大きく下振れしているが、先行きについては、+11.8%ポイントの改善となっており、マインド面の持ち直しを示唆している。報道やヒアリング等によれば、ゴールデン・ウィーク入り後の消費動向は、セグメントや企業間のばらつきは大きいものの、放射能汚染問題の最悪事態の回避、自粛ムードの後退、計画停電の終了、流通や供給制約の緩和などを背景に、近郊の行楽地や商業施設への人出が持ち直すなど、不要不急の消費は控えながらも、徐々に前向きな動きがみられるようである。全国展開する百貨店の経営者からは、「4月入り後の売上げは、地域別にみると、北海道、東海、関西、九州地域では前年並みで推移している一方、首都圏では、高級品や贅沢品の不振もあって前年をやや下回って推移している。こうした中、4~9月期の既存店の売上高は、足許の水準である前年比-5%程度と見込んでいる。また、10月以降の売上げ見通しについては不透明感が強く、日本経済の回復の程度と年末賞与次第とみている」との慎重な見方が聞かれたが、悲観的とはなっていないようである。一方、生産については、サプライチェーンの寸断や電力供給不安に伴い、低調な生産が続いているが、生産現場の復旧作業は、系列や競合関係を超えた支援体制もみられ、当初の想定よりは前倒し傾向で進展しているようである。自動車の基幹部

品であるマイコンの世界最大手である被災企業の生産は、6月中盤から再開、10月末までに震災前の水準に復るとか、自動車の生産についても、夏場以降生産水準を引き上げ、秋口以降、漸次、量産体制に移行するとの見通しなどが発表されている。このように、足許では、引き続き大幅な減産が続いているが、以前の全く見通しが立たない状態から、みえ始めた部分が増え、厳しいながらも、マインド面の変化の兆しもあるようである。先行きについては、電力制約のもとでの抑制的な生産と秋口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が進行するもと、低水準の生産と限定的な輸出を背景に、暫くは下押しされた状態が続くと思われる。その後、堅調な海外経済のもと、供給面での制約が緩和されるに伴い生産・輸出が持ち直し、また、復興需要の本格化や企業や家計のマインドの改善とも相俟って、2012年度に向けて徐々に持続可能な成長軌道に復していくと想定される。

この間、リスクとしては、第一に、原発問題の決着がみえない中、サプライチェーンの再構築の推移、電力供給不安、企業や家計のマインドの悪化に関しては、引き続き不確実性が強い状態が続くと考えられる。第二に、海外経済の動向である。欧米経済のリスクは下方にあり、新興国・資源国経済については、インフレの進行や経済の過熱といった上振れリスクのほか、その後の調整局面が長期化した場合の下振れリスクも考えられる。なお、海外経済が堅調に推移したとしても、サプライチェーン修復の遅れに伴い、我が国製品の海外市場シェアが浸食されたり、生産拠点や部材調達先の海外シフトの加速化などのリスクにも留意が必要である。第三に、中東・北アフリカ情勢の緊迫化等地政学リスクや、国際商品市況が上昇し、実質購買力の低下や企業収益の悪化を通じ国内民間需要が下押しされるリスクにも注意が必要である。

最後に、物価についてであるが、3月の国内企業物価（夏季電力料金調整後ベース）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おり、8月の基準改定後もプラス領域と想定している。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

全体として、なお不確実性は小さくない状況であるが、展望レポートで示した経済・物価見通しは維持されていると思う。まず、海外経済については、目先、我が国からの部品供給停滞の影響は引き続き要注意ポイントであると言えるが、新興国に牽引される形で、全体として高めの成長を維持するとの見通しに変わりはない。

米国では、1～3月の実質GDP成長率が前期から減速するなど、従来の楽観ムードが後退した感がある。4月の生産も足踏みとなった。もっとも、回復テンポは緩やかなものにとどまるという、元々の見通しを基に考えれば、個人消費関連をはじめ市場予想に及ばなかった一連の経済指標の動きも想定範囲内であると言える。金融市場も、昨年夏ほどには動揺していないように見えるが、背景にはそうした受止め方があると思っている。ただし、バランスシート調整の重石は残っているし、政権と共和党間の財政再建アプローチの溝も解消されていないので、当面、回復に弾みがつくといった展望は拓けない。

次に、欧州経済をみると、輸出、内需とも堅調なドイツ等を牽引役に、1～3月の実質GDPは年率+3.3%の伸びとなり、先行きも、ばらつきを伴いながら緩やかな回復を続けるとみられる。ただし、ギリシャの財政問題は深刻である。ギリシャ政府の財政再建や資金調達計画の実現性に対する疑問、債務再編観測が台頭するもとの、同国の国債利回りはかつてない水準まで上昇し、つれて他の周縁国の金利も一段と上昇している。ソブリン・リスク懸念による金融資本市場の不安定化は既に顕在化していると言っても過言ではないと思う。これが周縁国の実体経済に影響を及ぼし、さらに国際金融資本市場の不安定性を増幅するといったリスクはこれまでより大きくなっているように感じられ、当面のEU全体での対応をしつ

かり注視していく必要があると思う。

一方、新興国経済は、インフレ懸念は依然続くものの、堅調に推移している。すなわち、中国ではCPI上昇率が+5%超という状態が続いており、この点注視が必要であるが、経済は高成長を保っている。またNIEs、ASEANについても、内需が引き続き堅調に推移し、輸出も拡大するもとで経済は回復している。なお、このところの国際商品市況の調整に伴い、好調な資源国経済の成長テンポが減速することが懸念されるが、基本的にはこれまでの市況高騰要因が大きく変化したとはみられないことから、影響が出たとしても一時的なものにとどまる可能性が高いと思われる。

次に、国内経済である。まず、3月に自動車関連を中心に大幅減となった実質輸出については、製造ラインやサプライチェーンの復旧が急がれているが、目先、減少は避けられない。もっとも、前述のとおり海外需要自体は堅調に推移すると考えられる。為替の動向にも注意が必要であるが、自動車をはじめ輸出メーカーは供給の空白期間を最短にすべく全力を傾注しており、基本的には、輸出は供給制約の解消に伴って拡大パスに復するものとみて良いと思う。

また、個人消費に関しては、4月の自動車販売台数（除く軽）が供給制約を主因に前年比半減する等落ち込んだが、震災直後からの過度の自粛ムードが徐々に修正されるもと、小売サイドからは消費の地合いは正常化しつつあるとの声が聞かれるようになっている。また、マインド指標をみると、3月の調査時点で震災の影響が十分に反映されていなかったとみられる消費者態度指数は4月に悪化しているが、景気ウォッチャー調査でみると、現状の家計動向関連DIは大幅に落ち込んだ前月から幾分持ち直しており、先行きはさらなる改善が見込まれている。こうした中、夏場の電力需給がサービス業に与える影響には注意が必要だと思うが、先行きの個人消費は緩やかな持ち直し傾向に戻るとみられる。無論、長引く原発問題は消費者マインドにとって重いものであるが、見直し後の原発工程表でも、安定を取り戻すまでの期間は6~9か月で据え置かれたので、ひと

まずマイナス・インパクトが強まる事態は回避されたのではないかと考えている。

次に、生産であるが、東京電力ベースの大口販売電力量をみると、3月の前年比-17.6%から4月は同-12.4%と、マイナス幅は約5%ポイント縮小しており、ベクトルは上向きである。因みに、このうち化学や非鉄金属の前年割れ幅は、10%ポイントを超える大幅な縮小となった。鉱工業生産指数をみても、3月に前月比-15.5%まで落ち込んだ後、4月、5月はプラスに転化すると予測されている。こうした方向感マイクロ情報からも裏付けられており、私としても違和感はない。特に、前回会合以降、自動車関連を中心に、本格回復の時期がこれまでの認識から幾分前倒しとなるとの声が聞かれている。また、東京、東北両電力が、夏場の電力供給力を通常の需要見通しにほぼ見合う水準まで引き上げた点も、従来より明るい材料である。法令による15%制限はかかるが、多くの企業では作業時間の分散やシフト等による節電、つまり期間の生産量は相応に維持可能な方法によって対応可能になると考えられることから、電力需給問題の経済活動への影響は心配されたより小さなものとなると見込まれる。ただし、中部電力浜岡原発の停止が他の原発立地地点に与える影響には留意が必要である。国、立地県、立地市町村や各電力間で十分議論は尽くされると思うが、議論の行方によっては、関東、東北以外の地域の電力需給や、西日本から関東への電力の融通に支障をきたす可能性もある。これは、生産を巡る新たなリスクとして認識しておきたいと思う。

最後に、物価をみると、企業物価指数は原油等輸入素原材料の高騰を受けて、3か月前比、前年比とも上昇率が拡大している。その原油をはじめとする国際商品市況であるが、当月入り後、米国の経済統計の軟化などを受けて調整局面に入っている。もっとも、これまで市況を押し上げてきた要因が大きく変化した訳ではない。このため、調整一服後は、勢いは若干減速するとしても、再び市況上昇となる可能性が高いと考えている。当面の不確定な時期を過ぎれば、マクロ的な需給バランスも改善基調で推移するとみられるので、先行き企業物価指数は上昇し、消費者物価指数（除く

生鮮)も小幅のプラスで推移するとの見通しに変わりはない。以上である。

白川議長

亀崎委員お願いします。

亀崎委員

大震災発生から約10週間が経った。日本経済は、最近発表された各種統計から、震災直後に大きく落ち込んだことが徐々に明らかになってきたが、同時に回復に向けた動きが始まっていることも確認されつつある。従って、日本経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続いた後、先行きについては、供給面での制約が和らぎ、元の緩やかな回復経路に復していく、とのこれまでの見方に沿って推移している可能性が高いとみている。

世界経済をみると、新興国・資源国の高成長に牽引される形で回復を続けている。しかし、国際金融市場では、欧州周縁国問題、米国経済情勢の不透明感、北アフリカ・中東情勢等も意識されており、株価は方向性に乏しい動きとなり、長期金利は低下している。なお、国際商品市況は、足許ではこれまでの上昇基調に調整が入っているが、これが今後のトレンド変化に繋がる動きかどうか、よくみていく必要があると思う。

世界経済について、各国・地域別に述べる。米国は、1~3月期の実質GDP成長率が、個人消費の減速や輸入の増加などから、前期に比べて減速した。ただ、個人消費は、住宅価格の下落が続いて家計のバランスシート修復が進まない中でも、財政刺激策の効果などからまだ堅調と言える伸びを続けている。また、稼働率が上昇し、企業収益が過去最高水準で推移する中、設備投資の緩やかな増加も続いている。そのため、市場の懸念は超楽観論の修正であり、実態としては、これまでの回復基調に変化はないものとみている。

ユーロエリアは、引き続きドイツの輸出が牽引する形で、全体として緩やかに回復している。ただ、欧州周縁国では、国債利回りの対独スプレッ

ドが既往最高水準で高止まるなど、不安感の強い状況が続いている。こうした中でも、ECBは域内平均でのCPIの上昇率が高まっているため、シングル・マンドートのもと、金融引締め姿勢を採っている。こうした金融政策は、周縁国経済の実態とは整合的でなく、ユーロシステムが抱える根本的な問題が極めて明確な形で現れている。ここは欧州にとってまさに正念場であるが、解決への道筋がみえるまでは、今後とも大きなリスクが消えず、不安感の強い状況が続くものと思う。

中国は、引き続き高成長を維持している。ただ同時に、CPIは前年比+5%台で推移するなどインフレ懸念も強まっており、人民銀行は預金準備率をさらに引き上げて対応している。その結果、人民元貸出は幾分ペースダウンし、工業生産や製造業PMIなども幾分減速気味となっているが、固定資産投資は高めの伸びを続けており、投資の過熱感は抑制できていない。+5%のインフレ率は、過去のインフレ局面と比べてそれほど高いとは言えないが、今後のさらなる加速を現在の政策で制御できるかどうか、注意してみていく必要がある。

NIEs、ASEANは回復を続けているが、インフレ圧力の強い状態にある。そのため、各国とも金融引締めを行っており、景気減速の可能性が高まっている。また、タイやマレーシアなど日系メーカーのプレゼンスの高い国は、震災の影響により国全体の生産への下押し圧力が大きい点でも注意が必要である。

次に、日本経済は、大震災の影響で、1~3月期の実質GDPは前期比年率-3.7%と落ち込んだ。月次の統計をみると、震災直後の落ち込み方は、リーマン・ショック以上の急角度だったものとみられる。すなわち、3月は工場被災や部品不足、計画停電や節電といった供給ショックの影響により、鉱工業生産や百貨店・スーパー売上などは急減している。また、3月の自動車生産が、前月の約半分まで落ち込んだ影響により、3月のみならず4月の国内自動車販売や輸出の大幅減少にも繋がっている。GDP統計が示した在庫急減も、こうした供給ショックによるものと思われる。さらには、企業や家計のマインド悪化から、4月のロイター短観やQUI

CK短観、消費者態度指数も大きく落ち込んでいる。もっとも、その他の指標の中には、4月以降は下げ止まりから反転回復を示しているものも多くある。すなわち、生産予測指数の4、5月は緩やかなプラスとなっているほか、景気ウォッチャー調査の4月は、足許で東日本を中心に回復に転じた後、先行きは大きく改善する見通しとなっている。5月のロイター短観やQUICK短観も戻している。さらには、小売店の売上高が4月以降は3月の落ち込み分をかなり取り戻しているとのマイクロ情報があるほか、4～6月期の機械受注は前期比+10%の増加見通しである。このように、今回の落ち込みは、リーマン・ショックのような需要ショックではないため、供給能力の回復とともに悪化に歯止めが掛かってきたものと考えられる。

今後の日本経済は、メインシナリオとしては、早期に元の回復経路に復するものとする。なぜなら、そもそも供給面の制約は、時間の経過とともに解消するものだからである。加えて、過去の日本が被った戦争の災禍やエネルギー危機などへの対応をみると、日本人、日本企業は一度目標を定めれば、経営者、従業員を問わず全員の創意工夫のもと、極めて大きな力を発揮してそれを達成する能力が高いと思われるからである。実際、今次局面でも、元の生産水準に既に復したとする先のほか、今後大きく前倒して復するとする先、あるいは、これまで不明としていた具体的復旧時期を明示した先が、このところ予想以上に増えている。また、夏場の電力抑制幅が当初案の25%から大きく縮小して15%となり、供給力の大きな下押し要因の一つが和らいでいる。従って、展望レポートで示したとおり、当面は供給制約による下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半からは回復ペースが速まる可能性は高まっていると思う。ただ、被災地の具体的な復興策がまだみえないことや、原発問題、電力供給の問題等々から、下振れリスクは引き続き大きいものと考えている。

次は、物価面である。CPI（除く生鮮食品）は、ガソリン価格の上昇などから、3月には前年比のマイナス幅が-0.1%へと縮小した。4月は、高校授業料実質無償化の影響が一巡することから、2008年12月以来のプラスに

転化するものと思う。震災の物価への影響であるが、供給制約による需給ギャップの縮小は、先日の調査統計局レビューのとおり、それが一時的であり、かつ国民の中長期的な物価見通しが安定しているならば、今後の物価上昇には繋がらないと考えられる。ただ、CPI（除く生鮮食品）を構成する524品目のうち300超が依然として前年比マイナスと、幅広い品目での価格下落が続いている中でも、4月の消費動向調査によれば、物価が今後1年間で上昇すると見込む世帯は大きく増えて全体の7割を超え、2%以上の上昇を見込む世帯は約5割となっている。これは、ガソリン価格の上昇による部分が大きいとみられるが、こうした理由での物価見通しの上振れにも注意が必要だと思う。また、震災は、安全対策強化やコスト度外視の節電対策、リスク回避のための集中購買の見直しなどによりコスト上昇をもたらしたとみられるが、これを販売価格に転嫁する動きが広がっていけば、物価見通しの上振れに繋がっていく可能性もあるため、注意してみたいと思う。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

初めに、足許の金融経済情勢と先行きの見通しについてであるが、現在のところ、展望レポートで示した見通しに沿った動きとなっており、特に私の見解に変更はない。

まず、世界経済については回復が続いている。前回決定会合から変化があった点としては、原油などの国際商品市況が下落したことであるが、各国のインフレ率を押し上げてきた国際商品市況の下落は、私が懸念していた資源輸入国を中心とするインフレ圧力の強まりを幾分緩和する方向に働く可能性が高いとみている。好ましい変化と捉えている。先行きについては、資源価格の下落傾向が短期的なのか見極める必要があるが、北アフリカ・中東の政情不安により、石油生産面で影響を受けているのはリビア

にとどまっていること、サウジアラビアには石油増産余力があること、先進諸国などでは在庫が比較的潤沢であることなどを考慮すると、再び上昇トレンドに戻ったとしても、緩やかな上昇で推移していくとみている。

主要地域の経済情勢であるが、米国では、住宅市場が引き続き低迷しているほか、生産の伸びも足許ではやや鈍化しているが、内需・外需とも総じて堅調である。この間、労働市場も、民間部門を中心に2~4月の雇用者数が毎月20万人を超えるペースで増加するなど、改善が続いている。先行きについては、消費主導の回復が続いていくとみている。株価は良好な企業業績もあって高い水準で推移しているが、上昇傾向はやや止まっているため、家計に対する資産効果は限定的になっているが、その一方で、最近の原油価格の下落がやがてガソリン価格の引き下げをもたらすことが見込まれているので、その分だけ可処分所得にプラスに働くとと思われる。また、消費者信用が増え、金融機関の融資スタンスが改善するなど、金融環境も好転しており、緩やかながらも消費の伸びが下支えされるとみている。

欧州では、ドイツの投資・輸出主導の成長に支えられて景気回復が続いている。最大の懸念はユーロ圏の周縁国の財政危機であるが、現在はギリシャの債務再編問題の行方に焦点が集まっている。ギリシャでは2012年と2013年に合計400億~600億ユーロの中長期国債を市場発行する計画であったが、市場金利の上昇が止まらないため、計画の実現が不可能となっており、現時点では二つの選択肢が残されていると思う。一つは、EUとIMFが追加支援を行うこと、もう一つは、向こう2年間に償還期限を迎える国債を保有する民間投資家に自発的な債務再編によってギリシャへの投融資額を維持してもらうか、この組み合わせである。ギリシャでは緊縮財政が景気後退を誘発して、それが税収減をもたらし、そして、それがさらに財政赤字の拡大と信認失墜による市場金利の上昇をもたらす悪循環に直面しており、政府債務が対GDP比で拡大する状態に陥っている。本来、このような場合に本格的な政府レベルでの債務再編が必要であるが、ECBが担保または買入れを通して大量にギリシャ国債を保有し

ていることやドイツの州立銀行や国有化銀行なども多くギリシャ国債を保有している可能性もあり、最終的に政府負担となることを恐れるドイツの強い反対もあって実現は難しいようである。現時点で可能なのは、EUとIMFによる融資の返済期限を現行の3年半から延長することや前述のとおり民間の自発的な債務再編を促すことだと思われる。特に民間投資家の関与を強めるべきという考え方は、フィンランドが今月合意したポルトガル支援でも民間投資家が現行の投融資額を自発的に維持することを共同支援の合意の条件としたことから今後強まっていくと考えられ、実際、市場関係者の間では警戒する声が聞かれているところである。特に、ギリシャ債務問題の抜本的な解決には数年かかる以上、ユーロ圏は今後も金融・債券・為替市場が不安定化するリスクを抱えていくことに留意する必要がある。

アジアでは、外需と内需に支えられて経済成長が続いており、第1四半期には多くの諸国で予想を上回る成長率を確保している。アジアの内需の拡大は銀行貸出・雇用・賃金の増加や政府補助金による燃料価格上昇の抑制政策などを原因としているが、その一方で、中国、インド、ベトナムなどでは景気過熱リスクが、香港とシンガポールなどでは不動産バブルリスクが高まっている。このような状況下で、特に中国では今年に入り金利は2回、預金準備率は毎月引き上げられていることもあって、漸く消費、生産、融資の伸びが緩やかになる兆しもみられている。なお、金融引締めは再び外国からの資本流入を加速させているようであるが、当局では、昨年よりも為替レートの上昇を容認することでこうした動きに対処するスタンスを強めている。中国では、景気過熱を抑えながら成長を持続させるソフトランディングは可能であるが、インフレリスクは依然として高いと判断している。需給バランスがプラスになっており、物価上昇が賃金上昇をもたらすセカンド・ラウンド・エフェクトが起きているからである。これに加えて、電力不足が生じており、4月から沿海部などで停電が実施されて日系企業の工場も生産に影響が出ている。需要のピークを迎える夏場にかけて電力不足が深刻化するとみられ、この背景には、主要電力源である

石炭価格が上昇しているのに政府が電気料金を抑制しているので、需要抑制が難しい反面、電力会社がコストを料金に十分上乗せできないために採算が悪化し、送電網などの発電設備の増強ができないという事情もあるようである。

こうしたもとで、我が国経済は、大震災の影響によって引き続き生産面を中心に強い下押し圧力が働いている。電力供給面では計画停電こそなくなつたが、節電が必要な状態が続いており、企業活動や消費マインドに影響を及ぼしている。実際、鉱工業生産は3月に統計開始以来最大の落ち込みを記録したほか、企業ヒアリングなどを勘案すると、4～6月も減少が続く見込みである。この結果、輸出は大幅に減少し、設備投資や消費など国内民間需要も弱い動きとなっている。今年の第1四半期の実質成長率も前期比で-0.9%となり、サプライチェーン寸断の影響による在庫の減少や消費の低迷がみてとれる。もともと、足許では、一部に改善の動きもみられており、現在の状況がさらに悪化するとはみていない。具体的には、大手自動車メーカー等で生産再開見通しが従来よりも前倒しされたほか、需要面でも、機械受注等の設備投資が比較的堅調である。また、企業や家計のマインドという点でも、4月の景気ウォッチャー調査が極く小幅ながら2か月振りに前月に比べて上昇するなど、改善の動きがみられている。

先行きについては、依然、不確実性が高い訳であるが、夏場に予想される電力不足を自発的節電対策や自家発電で乗り越えることができれば、展望レポートで示した見通し、つまり2011年秋口から徐々に回復し、2012年に入る前後には復旧・復興需要の本格化から潜在成長率を上回る成長になるとの見通しが維持されると思う。

この間、消費者物価については下落幅が縮小を続け概ねゼロとなっている。先行きは小幅のプラスに転じていくとみている。なお、大震災がマクロの需給バランスに及ぼす影響は当初は設備の稼働率の低下や労働時間の減少によってマイナスを拡大する方向に寄与すると思うが、これによる物価押し下げ効果は国際商品価格が依然高い水準にあることで相殺される面があり、物価は上昇要因と下落要因が混在する状況が当面は続くと思

う。復旧・復興事業が本格化すれば需要拡大により、物価は押し上げ要因が増えていくと判断している。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

最初に、海外経済と国際金融資本市場の動きについて、整理しておきたいと思う。海外経済については、新興国・資源国の高成長に牽引される形で回復を続けており、今後も回復を続ける可能性が高いと思う。そういう中で、最近、注目すべき動きとして、三つ簡単に指摘しておきたいと思う。

まず、米国経済についてである。回復を続けているが、先行きに対する楽観的な見方が再び後退してきている。大筋我々の予測どおりの展開と思っている。背景には、追加財政刺激策や株価上昇に支えられて堅調に推移してきた個人消費の持続性に対する懸念があるし、また4月以降、新規失業保険申請件数が、一時的な特殊要因があるにせよ、上昇傾向を示しており、労働市場の改善ペースについても、懸念する見方が出てきているようである。さらには、住宅市場もはっきりとした回復の展望が拓けてこないといったことも影を落としているようにみられる。バランスシート調整の重石が続くもとでは、自律的な好循環メカニズムが作動しにくく、景気に弾みがつきにくいことが改めて確認されていると思っている。

二つ目は、欧州についてである。全体としてみれば緩やかに回復しているが、ドイツなど中心国と周縁国のコントラストが著しい状態が続いている。この1年間の成長率を2011年の第1四半期の前年比を取ってみてみると、ユーロエリア全体としては、+2.5%としっかりした成長となっているが、特にドイツは+4.8%と力強さを示している。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドについては、軒並み前年比ではマイナス成長ということである。周縁国のソブリン問題は根深い。市場の信認を維持するために、追加的な緊縮財政に踏み込めば、これがさらに景気を下押しする可能性が

高い。また、ソブリン問題に伴い金融市場がさらに動揺することになれば、その面から実体経済に下押し圧力が働き、それらが相乗的に悪影響を及ぼすことも、引き続き注意しなければならない点である。

三つ目は、新興国・資源国についてである。旺盛な内需や海外からの資本の流入に支えられた高成長が続いているが、成長とインフレのスピード調整が益々重要になってきていると思う。前回会合以降も、中国が年初来5回目となる預金準備率の引き上げを行うなど、多くの新興国・資源国で、金融引締め動きが続いている。それでも、景気の過熱感やインフレ懸念が沈静化されている状態ではない。政策が既にビハインド・ザ・カーブになりつつあるとみられるだけに、短期的には景気の上振れに繋がるにしても、やや長い目でみれば、景気の振幅が拡大し、持続的成長を損なう可能性には、以前にも増して注意を払っていく必要があるだろうとみている。

この間、国際金融資本市場では、世界経済の回復が続くもとで、グローバル投資家のセンチメント自体は底堅さを維持しているが、このところやや神経質な動きもみられているし、その影響は国際商品市況にも及んでいると思っている。米国であるが、長期金利は低下している。株価は、好調な企業決算を背景に、基本的には底堅く推移しているが、このところは、一部経済指標の事前予想対比下振れといったことを受けて、下落している。次に、欧州であるが、ソブリン問題に対する懸念が再び高まる中で、ギリシャ国債の対独スプレッドやCDSは、これまでのピークを大きく上回る形で上昇している。アイルランド、ポルトガルについても既往ピーク圏内の高水準で推移している。スペイン等その他の国々については、総じて落ち着いた推移となっており、懸念が波及する様子は取り敢えずみられない。とはいえ、ソブリン問題は、EUのガバナンスに絡んだ根深い問題であり、一朝一夕で解決が期待できる訳ではない。今後の動向については、引き続き予断を持たず、注視していく必要があると思っている。この間、ECBの金融政策については、一旦、追加利上げ観測が後退しているようにみられる。こうした金融政策に対する見方の変化に加えて、上述のギリシャ等に関する懸念もあって、ユーロは、ドルに対して、ボラティリティ

を高めながら、急落する場面もみられている。

国際商品市況については、総じてみれば、高値圏での推移となっているが、足許調整が入る形で下落している。米国景気の先行きに対する見方が慎重化していること、それから銀や原油などの先物取引の証拠金引き上げが、投資ポジションの巻き戻しを誘発したことなどが響いた模様である。商品市況の先行きについては、当面振れの大きい展開が予想されるが、世界経済が全体として回復を続けるもとでは、基調的には緩やかな上昇傾向を辿るとみるべきではないかと考えている。以上、国際金融資本市場や国際商品市況の動向については、投資家のリスクテイク姿勢の変化に十分留意しながら、その動向を注意してみていく必要があると思っている。

以上のような海外の情勢を踏まえて、我が国経済について述べておきたい。まず、実体経済の動きである。これまで判明した経済指標は、震災の影響を相応に反映したものとなっているが、それらを踏まえると、景気の現状については、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との判断が適当だと思っている。経済指標をみると、震災直後の経済の落ち込みが極端に大きかったことが明らかとなっている。1～3月期の実質GDP、3月の鉱工業生産、それから3月の実質輸出、こういった辺りの減少となって表れている。また、こうした供給面での制約のうえに、原発問題も加わって、3月末を調査時点とする景気ウォッチャー調査や4月上旬の消費動向調査では、家計のマインドは大きく悪化している。こうしたマインド面の動きも反映して、国内民間需要は総じて弱い動きとなっている。しかしながら、震災直後の供給ショックによる経済の落ち込みが契機となって、新たな負の需要ショックが生じ始めている訳ではないと思っている。実際、震災後の大きな落ち込みからは、回復していく動きも幾つかみられている。毀損した設備の復旧が相応に進んでいることやサプライチェーンの機能も徐々に回復してきていることから、生産を再開する動きが広がっている。サプライチェーンについては、業種とか企業で差はあるが、これまでの想定に比べれば多少とも早めに回復できる見通しになりつつある。さらに、電力制約も当初に比べれば緩和される見通しに取

り敢えずなってきた。そうしたこともあり、生産水準は、先行き徐々に高まっていく見込みである。4月入り後の輸出の動向をみると、名目通関額は、3月下旬に比べれば、減少の程度がやや小さくなってきている。家計のマインドについてみても、4月の景気ウォッチャー調査では、現状判断が3月の大幅な落ち込みから小幅ながら上昇している。そのうえで、先行き数か月先についての期待は、はっきりと改善している。実際に、個人消費の動向をみてみると、4月入り後、家電販売については、3月の大幅減からの反動増がみられているし、百貨店や外食業界の売上はある程度回復している模様である。この間、機械受注は、3月実績、それから4~6月の見通しとも、一応増加ということである。以上の点を考慮すれば、我が国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続くとみられるが、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、緩やかな回復経路に復していくという、先行きの中心的な見通しは維持されていると考えている。もっとも、こうしたシナリオについては、サプライチェーンの復旧も含め、震災の影響による供給制約を如何に早く克服できるか、原発問題の帰趨を含めて、新たな負のショックが発生することはないかなど、様々な不確実性がある。また、今後の電力制約については、この夏場を中心に大きな制約にはならないとの見方もある訳であるが、現在、定期点検中の原発の再稼働の問題も含めて、先行きの不確実性は、依然として高いと思っている。また、震災の影響以外についても、海外等の先行き不透明感も引き続き念頭に置いていく必要があると思っている。結局のところ、景気については、当面、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識していく必要があると考えている。

最後に、物価であるが、国内企業物価は、国際商品市況の動向を映じて、上昇を続けている。消費者物価についても、前年比下落幅が縮小を続けており、最近では、高校授業料無償化などの影響を除けば、小幅のプラスに転じている。先行きについても、既往の国際商品市況上昇の影響もあって、小幅プラスの基調がはっきりしてくるものと考えている。ただし、本年8月に予定されている基準改定の結果として、前年比は下方修正される可能

性が高い。従って、我が国経済がいわゆるデフレから脱したと判断するには、なお時間を要するというのではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、海外経済から私も申し上げます。まず、欧州、アジア新興国については、皆さん既に詳細を述べられた情勢判断と基本的に同じであり、付け加えることはないのです。私からは米国経済及び今月に入って大きく下落した国際商品市況について、ポイントを絞って述べる。

まず、米国経済であるが、引き続きバランスシート調整の重石を抱えており、その中で緩やかな回復を続けている。この間、好調な企業業績を背景に株価は高値圏内で推移し、輸出も増加する一方で、住宅市場や失業保険申請件数、あるいは非製造業景況感など、やや弱めの経済指標が出てきている。また、ガソリン価格の上昇を受けて、一般家計の購買力の低下も引き続き懸念される。グローバル企業並びに富裕層の回復が、国内の一般家計へ波及しにくいという状況がより鮮明になりつつあるように窺われる。こうした米国の景況感の後退を背景として、米国の金利も低下傾向を辿ってきている。

また、今月に入って、これまで高騰を続けてきた国際商品市況が大幅に下落した。この足許の調整は、投資家のリスク回避の流れの中で、投機マネーの一部が剥落したものと認識しているが、商品市況の急騰がもたらすインフレや景気下押しは世界経済の持続的な発展にとって懸念材料であったということを踏まえると、足許の調整は好ましいものとみている。ただし、商品市況には、新興国からの需要増というファンダメンタルなサポート要因が今後も期待されるというもとで、米国の金融緩和スタンスも引き続き続くということを背景として、再び価格が高騰し、米国を含む世

界経済の攪乱要因となる可能性もあり、引き続き動向を注視していきたいと思う。

それでは、我が国経済・物価情勢について述べる。我が国経済は、震災の影響により、特に足許、生産面、需要面ともに、強い下押し圧力が続いている状況かと思う。一方で、先行きについては明るい材料もみられ始めており、一段の悪化は食い止められている状況と考える。

まず、足許の生産であるが、3月の鉱工業生産が大幅に減少し、また、製造工業稼働率も昨日発表があったが、大幅に低下した。企業ヒアリングに基づく4～6月の生産についても、前期比の実勢ベースで2%台半ば程度の減少がさらに続くと予想されている。この結果、実質輸出や企業収益に対しても、なお下押し圧力が続いているとみられる。

需要面でも、1～3月期のGDP速報値において、実質GDPが前期比0.9%の減少と当初予想と比べて大きく下振れており、項目ごとでも、民間消費、企業設備投資、在庫、純輸出などがいずれも減少となり、震災後の需要の落ち込みの厳しさが改めて確認された。個人消費の関連指標については、3月の厳しい落ち込みの後、4月に入り若干の回復がみられるが、それでも前年同月対比ではなおマイナスが続いており、消費マインドは低いレベルの状態が続いている様子が窺われる。

一方で、先行きに関しては、明るい材料も出始めてきている。まず、生産面、サプライチェーンの復旧であるが、情報通信、電子部品・デバイス等、幅広い業種で、当初の見込みよりも前倒しで進展していることが確認されている。また、自動車生産の回復についても秋口にかけてフル生産に近付いていくとみられており、過度に慎重な見方が薄れつつある。こうした前向きなヒアリング情報等を踏まえた7～9月の生産見通しは、前期比実勢ベースで一桁台後半の高い伸びに転じると予想されている。需要面でも、設備投資の先行指標となる機械受注において、3月は前月比プラス、4～6月も高い伸びが見込まれており、先行きの消費者コンフィデンスも一部で改善の兆しがみられている。

もっとも、問題は、こうした先行きの回復のモメンタムがどの程度しつ

かりしたものであるかという点であるかと思う。例えば、7～9月の生産が見通しどおり高い伸びを達成できたとしても、10月以降もその高い伸びを継続できるか、これはまだ不透明である。この点であるが、以下の点を考慮すると、本年度、特に後半以降の回復経路については、なお慎重にみておくべきではないかと考えている。すなわち、第一に、電力制約については、原発問題の帰趨や、とりわけ浜岡原発停止の影響の広がりなどと相俟ってなお不確実性が高いこと、第二に、足許の代替調達や海外生産シフト等により、生産設備が回復したとしても震災前のフル生産の水準に戻らない可能性があること、第三に、一部の部品調達がなお遅れる可能性が排除できないこと、第四に、復興需要が本格化する時期が後ずれする可能性があることなどである。

また、今後の雇用・所得環境についても、以下のような理由により下振れリスクが大きいと考えている。すなわち、第一に、生産や消費の落ち込みに伴う企業のキャッシュ・インの減少が、賃金・雇用の抑制に繋がる恐れがあること、第二に、公務員の給与の大幅削減が計画されていること、第三に、海外生産シフトが進むことで、企業部門の回復がたとえ実現しても、それが国内の雇用や所得へ波及する力がさらに弱まる可能性がある、といった点である。これらのリスク要因が顕現化して、雇用・所得環境がより悪化すれば、個人消費の下振れを通じて、国内需要をさらに下押しすると考えられる。

以上申し上げたことを総合すると、企業のサプライチェーンがより早期に回復する兆しがある、という一方で、全体としては、今年度後半に景気がV字回復を遂げるという姿はなかなか描きにくく、前回決定会合で申し上げた中心シナリオ、すなわち、震災前に想定していた経路よりも水準でみてより下方にシフトしたような緩やかな回復経路を辿るという中心シナリオに変更はない。また、リスクについても、電力制約、海外生産シフト、雇用・所得環境といった面を中心に、下振れリスクをより強く意識する。

最後に、物価動向について申し上げる。足許、消費者物価（除く生鮮食

品)の前年比は概ねゼロ%となっており、先行き小幅のプラスに転じていくとの見通しに変化はない。もっとも、これまで急騰してきた国際商品市場が足許の調整後の水準で今後も推移する、そういう幅で今後も推移するということになれば、国内企業物価の上昇も一服し、先行きの消費者物価インフレ率のプラス幅はより抑制されたものになるとみている。以上である。

#### 白川議長

前回4月末の会合の時に展望レポートを議論した訳であるが、皆さんの意見を伺うと、それから私自身もそうであるが、展望レポートの時の見通しは基本的に現在も妥当しているという判断であったと思う。説明の重複を避けるためにも、結論だけ申し上げるが、景気の現状については、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であるということだと思う。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後、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、2011年度後半以降、緩やかな回復経路に復していくということだと思う。大きな論点の違いはなかったように思うが、多少議論の確認というか、あるいは論点というほど大げさな話ではないが、二つばかり私の方から申し上げたいと思う。一つは、供給制約の解消の状況についてどういうふうに理解するのかという話、もう一つは、昨日の執行部の月報の文案にも出ているし、何人かの委員方も言及したが、我々自身、マインドの悪化をどのように理解するのかということである。供給制約の方はサプライチェーンと電力不足と——この原因は、勿論、関連はしているが——、その二つを我々は念頭に置いている訳である。供給制約の問題を議論する時には、タイムホライズンを明確にする必要がある。取り敢えず、今我々自身が問題にしている夏場の電力不足、それから中長期的にみて日本のエネルギーはどういうふうになっていくのかという、勿論、両方関連はしている訳であるが、当面の景気判断で見れば、やはりそのタイム

ホライズンを明確にしておく必要があると自分自身は感じている。サプライチェーンの方であるが、先だって、  
がフル生産への復帰タイミングについて前倒しを発表するなど、少しずつポジティブな発表がなされていると思う。我々自身、企業には当初から慎重に発表するというバイアスがあることは認識していて、そうしたことも織り込んだうえで見通しを作成している。昨日の前田調査統計局長の言葉を借りると、サプライズではないが、しかし、これはやはりエンカレッジである。正直にいうと、全くサプライズがないという意味ではなくて、やはり若干上振れているという感じが私自身はしている。それから、その背後には、勿論、企業の努力がある訳であるが、何人かの委員方も触れられ、現場力あるいは現場知という言葉も使われたが、そうしたものを私自身も感じている。いずれにしても、我々自身の見通しの確からしさというのが、現実の企業の発表によって増していつていることを確認しているのであろうと思う。電力不足であるが、問題であった今年の夏に関する限りは供給能力の引き上げ、それから様々な需要抑制の努力によって、事態は以前に比べると制約が緩和する方向にあることは多くの方が指摘のとおりである。勿論、その不便は大いにある訳であるし、企業のレベルでも、それから一般の国民の生活面でも、不便はある。しかし、企業によって違いはあるが、電力不足というその即物的な問題によって生産が制約される可能性というのは、以前に比べると、やはり小さくなってきていると思う。一方で、多くの企業経営者が気にしていることは、それから我々自身も気にしている訳であるが、浜岡原発停止、これを契機にして、原発の稼働について、今後どういうふうになっていくのか、その面での不確実性は、例えば前回以降というタームでみても少し増していると感じる。ただ、これは、この夏場の景気をどう考えるかというタイムホライズンで影響するという話ではないと思うが、そういう意味で、タイムホライズンを意識した場合、中長期については少し不安要因が高まっているということかと思う。ただ、いずれにしても、秋口以降、その供給制約が薄らいでいくという展望レポートの判断には変わりはないということだと思う。

マインドであるが、マインドの悪化というその言葉というか概念は、これはやや曖昧であると感じている。便利の良い言葉なので、取り敢えず色々なことをひっくるめてマインドの悪化と表現しているケースが多いように思うし、それはそれで言葉はそういうものであると思うが、経済分析をしていくうえで、マインドの悪化という言葉で、我々自身が何を念頭に置いているのか、これはやはり明らかにしておく必要があるという気持ちで個人的にはしている。そのマインドの悪化と言われているものは、実はその多くの部分は、将来所得の減少を指している感じがする。例えば今の景気の落ち込みは供給ショックであるが、供給ショックによって、企業なり家計の所得が減少しても、もしこれが純粋に一時的であれば、恒常所得というか、長期的な期待所得は、変わらない訳であるから、消費にはあまり落ち込みはないと思われる。そういう意味で、純粋に一時的でないと思えば、将来の所得も、従って、将来の需要も落ちるということだと思う。勿論、現実には全く一時的ではないし、未来永劫続くと思っている訳でもない。その中間にあるのだと思うが、もし、基本的な要因が、現在のその供給ショックであるとすれば、供給ショックという要因を言っただけで、追加的にマインドを持ち出す理由は実はあまりないという感じは、その面からはしている。純粋にそのマインド要因というのは、例えば、先程の地震もそうであるが、震災が起きて2か月以上経ってもまだ余震が続くと、これはもう純粋にその人々の心理に影響していく訳であるし、それから、あるいはそれがトラウマになっていくということもそうであるし、純粋にマインド要因による消費の悪化ということは勿論ある訳である。しかし、この心理の委縮という面でも、段々長期になってくれば、そういう純粋なマインドの悪化と、それから供給ショックによるものとの差は、実はなかなか見分けが付きにくいという感じがしている。例えば、原発の問題も、これは、元々、概念的に整理すれば供給ショックで、その供給ショックが長く続くということになってくる訳なので、マインドの悪化という言葉をあまり多用していくと、やや議論が曖昧になってくるという感じはする。使うことが良くないという意味ではなく、使っても勿論良い訳

であるし、私自身が文案に使うことについて反対している訳ではないが、全てをマインドと言っていくと議論が非常にファジーになってくるといった感じがしている。そういう意味で、今のこれだけ大きな景気の落ち込みを基本的にはどういうふうに理解していくのかがやはり大事だと思う。そういう意味では、大きな供給ショックが発生し、それが直ちには解消していかないということが、やはり問題の出発点の大きな部分だと感じている。

なぜそういうことを言うかということ、例えば、明らかに消費はサービスを中心にして、今、弱い訳であるが、一方、機械受注については——色々な数字の読み方のうえでは、注意が必要ではあるが——、比較的強かったことも事実である。それから、企業も今のところ設備投資計画を大きくは変えていない。そういう意味では、中長期的な所得の経路について、それほど大きく変えている訳ではないようにも見えるし、その辺はよく分からない。いずれにしても、そういう意味で、マインドということについて、どういうふうに考えるのか、言い換えると、今の供給ショックがどの程度一時的であり、どの程度パーマネントなものなのかということの理解が、非常に大事であると自分自身は感じている。以上である。

#### 亀崎委員

今のその電力制約だが、タイムホライズンを来年の3月までとみた場合、これは報道ではあるが、今、日本で原発が54基あって、稼働中なのが17基である。ところが、定期検査をやって、その後再稼働ができるかどうかは、法律的には問題ないが、地元の同意を得なければいけない。例えば、九州電力は4月下旬に予定していた玄海原発の2号機、3号機の再稼働を見合わせている。一方、北海道は泊原発3号機、それから関電も営業運転を続けている。しかし、こういう状況下では、現在稼働中の17基も順次検査に入り、最後は来年の3月、そうすると……。

#### 白川議長

そして誰もいなくなったと。

#### 亀崎委員

浜岡のようなことが起きると、結局、住民が色々な数字を出しながら安全かどうかということで議論となる。このことの帰趨は全くみえない。再稼働は法的には可能でも、住民の同意が得られず、もし本当にどこもここも動かなくなってくるようなことになると大変である。日本の電力供給の3割位が原発なので、先行きの電力供給については読めないところがあるという感じがする。

#### 白川議長

勿論、私が申し上げたのもそういうことである。当初、我々が気にしていた夏場という意味では、取り敢えず良い方向に向かっている。しかし、その先を越えた場合に、今の13か月ごとの点検があり、まさにそのことを企業経営者は気にしている。我々自身も気にしている。そこは、むしろ前回比状況は悪い方向に――程度をどう評価するかは別にして――向かっているとは思う。

#### 中村委員

先程、マインドの話があった。通常、マインド悪化は先行きが見通せないことに起因するが、今回がいつもと違うのは、やはり原発や放射能汚染という特殊な問題であるということである。これがどこまで広がるのか、どう収まるのかは誰にも分からないので、そこからくる不安心理が強かったようである。そのため、一体いつになったら終わるのかという不安からくるマインドの悪化が大きかった。ただ、まだ原発の問題については不確実性が強いとはいえ、最悪期は脱したようであり、マインドは少しずつ改善している。しかしながら、最悪期は脱したとはいえ、通常のマインドの動きとは今回は少し違うのではないかなという感じがしている。今回、旅行関連については、改善のペースは緩やかだが、一般消費については、ある程度戻ってきているのも、こうしたマインドの改善の多面性が関連して

いると思われる。

#### 宮尾委員

マインド悪化について、私もちょっと追加的にコメントしたい。最終的に、白川議長もおっしゃるように、将来所得の悪化に繋がるのだと思う。私の取り敢えずの理解は、平均的な見通しが悪化するというのは、それは平均見通しである。むしろ、将来は不確実で、その不確実の散らばり具合——リスク・バランス——がより拡大するとか、あるいは下振れ方向に傾くとか、そういう将来の不確実性がより高まるといったものがマインド悪化として現せるのではないか。それに加えて、その分布そのものが分からないとか、先程、中村委員がおっしゃったように、テール・リスクということもそうかもしれないが、何が起こるかそもそも分からない、つまり将来所得がどれだけ影響を及ぼされるか、どれだけ下押しされるか分からない、そういったことも含めて、マインドで現されるのかなと思う。

#### 西村副総裁

また、それについて一点付け加えるとすると、我々は常にマクロで、所得という形でみがちなのだが、問題なのは、需要構造にやはり今度は大きな変化がある訳である。その需要構造の変化が起こった時に、もし企業が需要構造に対して上手く対応できないとすると、あるところの需要は消えて、本来あるべきところの需要が出てこないという形になって、それに対応して雇用者所得も落ちてしまうというようなことはある。その部分に関して言えば、単に供給ショックが解消すれば、消えていくというよりは、もっと大きい変化を、中長期的な成長期待に影響を及ぼす可能性があるのではないかと考えていて、それに対応して、マインドというようなものは——あまりにも簡単過ぎて皆が使ってしまうので、私も使うが——、厳密に考えると、その幾つかのものを分けて考えなければいけないことは確かだと思う。

白川議長

私自身も、今日、記者会見で多分マインドの悪化という言葉を使うと思うし、使うことが望ましくないという訳ではなくて、説明している時に我々自身がどういうことを念頭に置きながら言っているのかということとは、ある程度の理解がないと、段々、その話と供給制約の問題だとか、色々なことと関係がなかなか整理されないと思う。そういう意味で、純粹に心理的な意味でのマインドの悪化も勿論あるだろうし、それからそういう情報もエコノミストの言葉である恒常所得に翻訳できないものもあるし、それ以外のものもあるだろうから、多少なりとも整理しておかないと、という意識である。

山口副総裁

マインドの悪化についても、ある種の時間軸を意識しておく必要がある。個人にとっては、所得の増加期待あるいは所得の状況に対する見方、それから企業にとっては、成長期待ということになる。そういったものが、短期的には、大きなショックの後だけに、回復してくるのが自然だし、その変化をみれば、マインドが良くなってきているということになる。しかし、そうしたマインドの改善が続く中で、長い目でみて景気の水準、生産の水準、あるいは成長期待がどうなるのか、この辺りの評価は物凄く難しい。極く極く短期的にみれば、回復するのが当たり前であり、しかも、ショックが大きかったので、マインドの改善自体望ましいように見えるのだが、行き着く先はまだみえていない。その辺りも時間軸を意識しながらみていかなければいけない点だと思っている。

白川議長

それでは、取り敢えず、マインドという言葉を使った場合、皆さんの大方の感じは、短期的な意味でのマインドは、少なくとも震災直後に比べると改善しているし、前回会合対比でも少なくとも少しずつ改善の方向には

向かっているが、長期的なマインドについては、まだこの原発問題、特に浜岡の後、こちらの方はあまり大きく変わっていないという感じなのか。これは、別に決めていくような話ではないが、長期についてはどのような感じで考えられるか。

#### 野田委員

長期については、先程、私もそういう時間軸で整理すべきだと申し上げたが、それなら先行きが、どういう形で議論されるかは分からない。いずれにしても、もう少し我々がということではなくて、そういった先行きの問題については色々なものを——例えば、浜岡の問題にしろ、メルトダウンの問題にしろ——もう少しきちっと整理してしっかり議論されないと、私はきちっとという言葉一言で片づけてしまったが、なかなかその我々のまさにマインド——マインドといっても今は不安ということだが——がどうなるのかが見通せない。従って、我々が求めたいのは、もっと国レベルで、何と云うかロジカルな議論をしたうえで、最後は国民が判断するのだが、例えば、国会の場などでもきちっとした議論をして、国民に対して色々な負担、必要な負担はきちっと求めるということをしていかないと、なし崩し的に定期検査が終わった段階ではゼロになったというのは、国民は納得できない、そういうものだとは私は思っている。

#### 白井委員

先程の山口副総裁がおっしゃった見解は、私も全く同感である。確かに、短期でみれば上がっていくのは当たり前である。やはり、中長期にみた時に、日本の潜在成長力がどうなるかというのがみえない訳である。元々、震災が起こる前から、日本では、多くの人が見解を共有しているように、成長力が伸びていなかった。その背景には、全要素生産性が伸び悩んでいる、労働人口が減っている中で、どうやって上げていくかというところで、サービス産業等で特になかなか生産性が上がらないので、どうしたものかと思っていた。そこへ大震災が起きて、この大震災が起きたことで、そこ

の色々な、なかなか成長力を上げるような改革が進まないところが、起爆剤となって上がっていきけるのか。あるいは、むしろ皆が非常に懸念している成長力がさらに下がってしまうのではないかというところは揺れていると思う。上がるということは、今、色々な成長の議論がされているので、そこがどれだけ皆で共有できるかである、クレディブルに。下がっていくというのは、先程、色々な委員から意見も出ているように、やはり海外移転がさらに加速してしまう懸念がある。元々、新興諸国は成長している訳で、マーケットが拡大しているうえに、日本の電力問題が中長期化してしまえば、それは多様化した方が良く、当然行ってしまう訳で、そこがみえないのだと思う。日本の成長率の行方が上がるのか下がるのかがちょっとみえないというところも、マインドという言葉で言えば、ちょっと残ってしまうのかなと思う。

#### 野田委員

マインドというのは、時間軸を長くすると、恐らく多分エクスペクテーション——期待——の方に変わってくる。マインドから期待へ、主観的かつもやもやとした情動的なものから、もう少し客観的なものへ変わっていく。それは多分時間軸とパラレルというか、裏腹だと思う。今、白井委員がおっしゃったのはまさにそのとおりで、ずっとここの底流に、我が国経済は、この10年間あるいはもう少し長い間、成長期待の低下というのがあった訳である。そういう意味で、長い目でみればそれがどんどん目に見えない形で実はマインドの悪化に繋がってきたということは、間違いなく言える。我々は、ずっとそういうことは指摘してきている。

#### 亀崎委員

山口副総裁から、落ちたところから比べれば、それは上がっているだろうという、まさにその水準を考えると、日本経済は過去ずっと伸びてきて成熟国になった後、この20年間はほとんど名目GDPは増えない、実質GDPもほんの僅かしか増えていない。こういう中で、日本は、停滞して

競争力も落ちてきている。GDPも地位も経済も伸びない。そういう根底には、日本経済がなかなか進まないマインドの淀み感というものがまず底流にあって、そこにこの大きな問題がどっとのしかかってきた。従って、レベルということと言うならば、勿論、先程、野田委員もおっしゃったことに関連するが、やはり日本の国の姿、先行き、そういったものがなかなかみえなくて、この成熟国になった後、停滞しているということの根底には、日本のマインドの淀み感みたいなものがあると思う。日本は、先程ちょっと申し上げたように、目標が掲げられれば、それに向かって皆必死に努力をして、考えもつかないような色々な工夫が出てくるような真面目な国民だと思う。しかし、大きな目標がみえない中で、こういう問題が起きたので、余計にショックが大きい、マインドが冷え込んでしまった、ということをも考えなければいけない。

#### 中村委員

今回の大震災は、今まで抱えてきた問題、先送りしてきた問題を、逆に色々浮き彫りにしてきた面がある。みたくもなかったことをみせつけられているという面もあるのではないかと思う。

#### 野田委員

いつまでも真面目な国民であるかどうかは、かなり難しくなってくるかもしれない。いつまでも、そうはなかなか、仏の顔も何度というように、そろそろ国民が少しずつ不真面目になってくるという、現にそういうことは色々なところで起こっている。そういう問題は、やはり今ここで議論する話ではないだろうが、私はずいぶん懸念している。基本的には、亀崎委員がおっしゃるように、多分、この夏の電力問題には、一般家庭も真面目に取り組むだろうとはまだ思っているが、いつまでも、それだけに期待する訳にはいかなくなっていくのではないか。

亀崎委員

何十年も続いていくと、もうデスパレートになるな。そうなる前に、国家の姿、あり方、皆の目標、それが掲げられて、道筋がみえていく。

野田委員

共有できる目標がきちっとできないといけない。

亀崎委員

その意味では、今回のこういう震災を契機に、20年間、もう正念場だということで色々なものを立ち上げることになれば、災い転じて福となすという形の方向に行くのではないかと私は思う。

野田委員

全くそのとおりである。どこかの知事が天罰だとおっしゃったが、私はこれを天啓にしなければならぬと思っている。天啓にするにはどうするかというのが、今の議論である。

白川議長

これまで出た論点以外でも結構であるので、何かあるか。追加的な論点がないようであれば、ここで一旦休憩に入りたいと思う。今10時38分なので、10時50分に再開したいと思う。

(10時38分中断、10時48分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、もう皆様お揃いであるので、再開したいと思う。当面の金融政策運営に関する討議である。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、野田委員から願います。

野田委員

最初に、我が国の金融環境から述べる。我が国の金融環境は、総じてみれば、緩和の動きが続いている。短期金融市場では、当預残高は一頃よりも減少しているものの、資金余剰感は強く残っており、無担保コールレートが 0.06% 台で推移するなど落ち着いている。長期金利も、第 2 次補正予算に絡んだ国債の需給懸念が一旦後退する中、米欧の長期金利の低下もあって、1.1% 台前半の水準まで低下していた。クレジット市場をみると、社債スプレッドは、電力銘柄を除けば、総じて横這い圏内の落ち着いた動きとなっており、社債発行市場では、投資家の様子見姿勢がはっきりと和らぐもとで、幾つかの起債案件がパイプラインに上っている。株式市場については、米欧の動きにつれつつも、上値の重い状態が続いている。この間、企業からみた銀行の貸出態度も改善傾向が途切れた状況にはなく、企業の資金繰りにも特段の変化はみられていない。

次に、金融政策運営について述べる。我が国の金融環境は、ただ今も述べたとおり、緩和的な動きが続いているし、また、前半パートで述べ、また恐らく共有されたであろうとおり、我が国経済はスターティング・ポイントのレベルはともかくとして展望レポートで示した経済・物価情勢の中心的な見通しのパスに沿う形で展開し始めており、見通しを巡る不確実性の度合いは前回会合時点からは、さらに弱まってきている。従って、現局面では 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性を重視しつつ、粛々と進め、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重要な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引き続き適当であると考えている。

また、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」というものを維持することが適当である。

ここで、最後に、成長基盤強化支援のための資金供給について若干述べたいと思う。私は去る3月3日に熊本市で行った金融経済懇談会において、本措置は、所期の狙いに沿う形で呼び水効果となって結実していると、そういう評価を示した。その直後、1週間ほどで今回の震災が発生し、我が国経済の成長を巡る状況は否応なく変化させられた。そこで、今回の震災を踏まえて本措置の意義を再考してみたいと思う。本措置の所期の目的は確かに呼び水効果にあった訳であるが、今後の復興資金需要というものを考えた場合、それ自体は放っておいても膨大なものとなることが確実であり、呼び水の必要性は薄いと言える。ただ一方で、過去の被災復興の経験からは、復興と一口に言っても単に以前の姿に戻るという復旧にとどまって、我が国の長期的な成長力の回復、いわゆる再生の基盤となる創造的な復興には繋がりにくかったという教訓が得られている。従って、ともすれば差し当たっての復旧に向かいやすい被災地の視線を、長期的な成長に向かって上げさせることが重要である。そこで、私としては、成長基盤強化を支援するための資金供給措置を、この際、ただ今申し上げた視線を上げさせるための呼び水として再活用していくことの意義は小さくないのではないかと考えている次第である。

現在、政府において新成長戦略を再設計、再強化する作業が、また総理の諮問機関である東日本大震災復興構想会議では復興の青写真作りが、それぞれ進められており、いずれもそう遠くない時期に再生に向けての政策や制度設計が具体的に示されるものと期待されているところである。一方で、そうは言っても被災地では復旧、復興の動きは既に始まっている。復興と再生を同時並行して進めていく観点から、途切れない資金サポートが重要であるということも十分に念頭に置いておく必要がある。

その際の対象分野であるが、現在の措置において例示している分野は、震災後においても我が国の成長を支えるうえで重要であることに変わらないことは勿論であるが、そのほとんどは震災復興に関連付けられるということも言えよう。そこで、一案としては、その中から、対象分野を震災復興に特に関連深い分野、例えば、社会インフラ整備・高度化、環境・エ

エネルギー事業、地域再生・都市再生事業、農林水産業、農商工連携事業、住宅ストック化支援事業、防災対策事業などに絞り込むことも考えられる。だが、一方で、民間の創造性を活かすために、従来と同様に、分野をはっきりと限定することなく広がりを残しておいたうえで、震災復興との何らかの関連を確認することを何がしかの条件とするというやり方も考えられる。縷々述べてきたが、いずれにしても本措置の再活用の是非も含めて、議論を始める時期に差しかかっているという認識である。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

短期金融市場では、コールレート、レポレート等は極めて低い水準で安定しており、長めのレートも横這いから強いて言えば若干の低下という程度である。長期金利は、海外金利の影響を受ける形で低下し、一時止まっていた新規の社債発行も再び動意がみられる。しかし、財政のサステナビリティについての不安が底流に残っていることも事実である。加えて、民間企業の原因事故補償を巡る政府方針について、市場へ想定外のリスクを顕在化させる可能性があり、潜在的な不安感があるということは否定できない。これらが表面化して、不安定な動きとなる可能性があることには十分注意する必要があると考えている。

企業金融をみると、運転資金等で外部資金に対する需要は幾分高まっているが、資金調達環境は大企業においては緩和的な状況が続いている。しかし、日本商工会議所のL O B O調査で分かるように、中小企業の資金繰りは、3月に続いて、4月も悪化を続けている点は、注意しなければいけない。従って、国内金融環境で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前回会合の判断を変更すべきような大きな変化は、前回会合の後の3週間におい

てはなかったと認識している。

さて、前回、見通しの下振れ、後ずれと下方リスクの高まりに対処するために私は、資産買入れ増額の形の追加緩和を提案した。下方リスクへの対応を考える時、企業や消費マインド——これは、センチメントと言った方が良いかもしれないが——へのインパクトの観点から、タイミングが重要である。前回展望レポートの時点では、利用可能なデータが、私の見立てで見通しの下振れ、後ずれ、かつ下方リスクの高まりを示しており、将来に対して、しかも漠然とした不安が増大しており、政策発動が最も望ましい時期であったと私は判断した。しかし、このタイミングを外した場合には、マインド面へのプラスの影響は小さくなり、マインドと実体経済のプラスの相乗作用も働きにくくなり、政策発動のメリットは小さくなる。加えて、今回会合での現状判断と先行きの見通しは、前回会合の私の判断に沿っており、大きなサプライズ、特に大きな下振れリスクの増加というサプライズはなかった。従って、追加緩和の必要性は依然として潜在的には大きいものの、メリットとデメリットを考えた場合、今回提案する積極的なメリットは小さいと考えている。

加えて、今回メリット、デメリットを考える際に考えなければならない点があると思っている。これはもう言わずもがなではあるが、現在の民主的に運営されている政策委員会という枠組みのもとでは、一政策委員としての少数意見が尊重されなければならないと同時に、多数意見による決定の重さも受止め、それぞれの政策委員会のメンバーは、総体として政策委員会の決定に責任を持ち、政策委員会のインテグリティを守らなければならないということである。今回提案した場合、政策委員会のインテグリティに対する無用な憶測を伴うような事態を招来するような可能性は避けなければならないと考えていることも、連続して追加緩和を提案することを躊躇する理由である。以上の判断から、今回は前回と同じ形での追加緩和の提案は見送りたいと思う。しかし、潜在的な追加緩和の必要性が必ずしも減少した訳ではないということであるので、今後、下振れリスクの顕在化の兆候が現れる場合には、タイミングを計りながら早めにその時の

状況に応じた的確な措置を講じるべきであるという考え方は変わっていない。

以上を踏まえた、次回までの金融市場調節方針は、現状維持、つまり「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」というのが望ましいと考えている。

なお、先程、野田委員から成長基盤を支援する資金供給についてのご意見が開陳されたが、私も同じような気持ちを持っている。ただ、今月、5月31日に通知する4回目の貸出の結果をみて、存続やプログラムの変更を含めて検討するのが望ましいのではないかと個人的には思っている。その際に、野田委員からのご意見にあったように、東日本大震災の復興状況や資金需要を踏まえて、復興の際に最も必要な成長基盤強化の観点ということから、何が今最も相応しい政策なのかを考えていきたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

まず、企業金融環境についてであるが、我が国の金融環境は、包括的な金融緩和策のもと、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。震災前までは、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た中であって、資金需要は総じて低調に推移していたが、震災後は、売上の減少に伴う運転資金の手当てや手許流動性を積み増す動きもみられるが、現時点での借り増しの実需は限定的なようである。

こうした中、足許の資金調達環境をみると、企業の資金調達コストは低下傾向にあり、CP市場では、前回会合以降も、総じて落ち着いた動きとなっている。一方、社債市場では、一部の電力債のスプレッドが、信用力に対する懸念などから神経質な動きとなっているが、投資家の運用姿勢が

積極的なことや、自動車メーカーによる起債が好調裡に仕上がったことなども好感され、全体としては、落ち着きを取り戻しており、起債銘柄も拡大傾向にある。

続いて、幾つかの金融政策に関して、コメントしたいと思う。一つは、被災地の金融機関に対する支援であるが、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ついては、本行は、37 先の金融機関を対象に5月23日に貸付を実行する旨発表した。同制度の趣旨は、被災地域に店舗を構えている金融機関が、金融の仲介機能の役割を果たし、地域の企業や個人の資金ニーズを円滑にサポートすることを本行としても後押しし、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ための緊急制度である。当該制度等の導入が、被災地における生活支援や復興資金の供給の良好な環境を維持することを通じて、被災地の復興に貢献できることを願ってやまない。

なお、被災地企業に対する復旧・復興資金のサポートは、一義的には、行政による復興支援制度金融や民間金融機関の本来業務として自律的に行なわれるべきと考える。こうした行政や金融機関による支援実施状況等を踏まえつつ、さらなる追加制度の創設が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別途検討すべきと思う。この意味では、先程、野田委員から提案があったが、成長基盤強化の問題と併せて、検討していったと思う。

成長基盤強化支援のための資金供給に関してであるが、本行は、成長基盤強化を支援するための第4回目の資金供給について、6月8日に実行するなどのスケジュールを発表した。当該資金供給については、総額3兆円の枠に対して、既に約2.2兆円を実行済みであり、近々、本制度の今後の対応につき検討しなければならない。しかしながら、本制度はあくまでも金融機関や企業等が事業主体であり、本制度の創設が呼び水となって、民間金融機関の自主的な取組みを喚起し、民間金融機関による、新規案件の発掘も含めた金融仲介機能の強化を促し、中長期的な我が国の潜在成長力の改善に繋げていくことにある。このため、本行からの貸出残高を積み上

げることが目的ではないことより、実行額が所期の3兆円の枠に達したとしても、枠の増額の議論ではなく、当該制度の本来の目的と成果について、原点に立ち返って見直すことが肝要だと思う。

続いて、リスク性資産の購入枠の拡大に関してであるが、大震災直後の3月14日の決定会合で、マインドの悪化や金融市場のリスク回避姿勢の高まりが实体经济に悪影響を与えることが懸念されたため、予防的措置としてリスク性資産を中心に、資産買入等の基金を5兆円増額し、40兆円とする旨を決定したものである。購入は順調に進捗している。当該増額措置は、震災直後の市場が強いストレスに晒されていた局面において、機動的に、また、柔軟かつ潤沢な流動性供給を行ったことにより、最近の落ち着いた市場動向も含めて、各種金融市場の安定や金利の低下に貢献できていると理解している。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、前段でも述べたとおり、我が国経済は震災による供給機能の毀損により、生産活動が大きく落ち込み、最悪期を脱したとはいえ、マインド面の悪化が国内需要を下押ししている。震災直後に本行が機動的に打出したリスク性資産購入増額の政策効果についても、引き続き効果を見極めていくことが重要であり、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持とし、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復することを積極的に支えるため、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。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

金融市場をみると、引き続き全般に落ち着いた動きとなっていると思う。無担保コールレートの水準をはじめ執行部報告に特に違和感はない。

また、企業の資金調達環境の点でも、格別大きな問題は見当たらないと思っている。CP市場では、本行の買入れ増額もあって、発行レートが震

災前とほぼ同水準で推移するなど発行環境は良好である。社債市場でも、電力債の流通スプレッドは依然高止まりとなっているが、それ以外では、需要の強さを眺め、ここにきて起債を再開しようとする向きが増えている。アベイラビリティ一面では、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いている。ただし、複数の機関の調査によれば、中小企業の資金繰りが窮屈化の方向に変化しているので、この点には引き続き留意しておきたいと思う。

次に、金融政策運営である。以上の金融環境等を踏まえ、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、被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションについては、早期実施を目指した事務方の努力により、週明けに合計で 741 億円が実行されることとなった。体制を整える途中の先もあったと思われるが、差し当たっては、被災地の現場の反響や復旧の状況をしっかりみていきたいと思う。

先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、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、中央銀行としての最大限の貢献を粘り強く続け、必要な場合には適切な措置を講じていくことが引き続き重要であると思う。

このうち、成長基盤強化支援のための資金供給、これについては、皆様からも触れられたところなのだが、少し触れさせて頂きたいと思う。この資金供給については、貸付総額の上限まで残り 8,000 億円強となっているので、6 月入り後に実行される第 4 回をもってほぼ上限に達すると見込まれる。私は、本資金供給は実際に相応の手応えがあり、成長基盤強化に向けた呼び水としての機能も十分発揮してきたと思っている。

ところで、今回の震災を経て、前回も少し申し上げたのだが、例示 18 事業分野にある社会インフラ整備・高度化、地域再生・都市再生事業、防災対策事業等については、被災地以外においても、取組みの重要性が改めて強く認識されたものと考えている。これまでの融資実績からみて、こう

した事業分野は、環境・エネルギー事業や医療・介護・健康関連事業と並んでニーズが高いと認められるが、インフラ整備だとか再生だから、一般に、構想から完了までを考えれば他の分野に比べて息の長い取組みが多い、つまり期間1年とかロールしても最長4年というのでは、使い勝手が若干悪いのではないかとも思われる。勿論、成長基盤強化の重要性について、本行として引き続き問題提起していく必要がある訳であって、先行き現行スキームをベースに資金供給を継続するという場合、こうした事業分野ごとの性格の違い等に応じた制度的工夫が必要かどうかといった論点や、金融機関の貸出現場サイドからの声も含めて、鋭意検討していくことが重要だと思っている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員にお願いします。

亀崎委員

国内の金融環境は総じて緩和の動きが続いている状況に変わりはない。企業金融をみると、CPの発行環境は引き続き良好なほか、社債発行も徐々に再開され始めており、これらの金利も低位安定している。金融機関の貸出態度は改善傾向が続き、銀行貸出は震災後の運転資金需要等の増加に合わせて減少幅が縮小している。このように、引き続き企業金融は円滑に行われており、企業倒産も増えていない。ただ、資金繰りが苦しいとする中小企業は増えている。これが震災被害や生産の落ち込み、消費自粛の影響によるものであれば、早晩解消していくと思われるが、注意は必要だと思う。

次に、本行が現在行っている主な施策についてレビューする。まず、無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%とする施策については、本行が市場のニーズを汲みながら潤沢な資金供給を行っていることもあって、実際には0.06%台の低金利を実現している。また、レポレートなどの安定にも繋がっている。時間軸の明確化は、各種ターム

物レートの低位安定に繋がっている。そのため、金融市場調節の方針としては、これらの措置を継続することが大事だと思う。

資産買入等の基金については、震災直後に、リスク性資産を中心として5兆円を追加して40兆円としたが、株価の下げ止まり、CP・社債市場の安定化などに効果があったと思う。現在は、まだ満額まで余裕があるため、買入を進めながら、その効果を確認していくべきだと思う。なお、CPについては、アベイラビリティとレートの両面で落ち着いているとの声が多く聞かれ、本行による政策対応及び調整運営が功を奏しているものと評価できる。

補完当座預金制度については、本行の潤沢な資金供給の結果、当座預金の積み上がりを招いているが、一定水準の金利の維持により、コール市場をはじめとする市場機能の維持に役立っている点を評価すべきと思う。ドル資金供給オペについては、3月末から、従来の3か月物に加え、1週間物をオファーしているが、このところ応札はない。しかし、市場参加者に、いつでもドル資金を調達できるという安心感を与えているものと思われる。

成長基盤強化を支援するための資金供給は、金融機関の関連融資プログラムの拡充をもたらすなど、呼び水効果を発揮しているものと思う。大震災後においても、日本経済が中長期的観点から成長力を強化するという課題に取り組んでいくことの重要性に変わりはない。そこで、次回6月の資金供給実施の後、本施策による貸付残高が、用意した貸付総額の上限に接近した場合には、増額を検討すべきだと考える。但し、本施策は、金融機関間の融資先争奪戦を通じて金利引き下げ競争を招いているとの指摘もあるため、増額の際には、こうした点も勘案し、制度の手直しも考えるべきだと思う。それから、先程、野田委員から提案があった点については、まず、目下議論が行われている、この復興の姿がどのようなことになるかということを見ながら、本行としてどのような支援が望ましいのか、また可能なのか、必要なのかをよく見極めていきたいと考える。

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は、被災地金融

機関が行う復旧・復興に向けた資金需要に対する初期対応への支援という観点、被災地金融機関の資金調達余力の確保という観点から、重要な施策だと思う。第1回目の貸付総額は741億円だったが、地域金融機関に幅広く利用されたものと思われる。次回以降は、適格担保要件の緩和策の効果が現れ、また系統金融機関の準備が整ってくるなどすれば、貸付総額が増える可能性は高いのではないかと思う。今後は、利用した金融機関の動向などをみながら、政策効果を見極めていく必要があると思う。

最後に、今週閣議決定された政策推進指針について述べる。本指針は、東日本の復興を支えるとともに、財政・社会保障の持続可能性確保、新たな成長に向けた国家戦略の再設計・再強化を日本再生の方針としており、大変重要なものと考えている。本指針を早急に具体化する行動を開始し、海外のみならず、国内でも揺らいでいる日本への信頼感を繋ぎ止めなければならない。特に、社会保障と税の一体改革につき、予定どおり6月に成案を得るとしたことは極めて重要だと考える。震災対応による一段の財政悪化への懸念から、格付け会社の一部は日本国債をネガティブ・ウォッチとしており、市場の信認を確保するためには、急を要する状況にあるからである。

一方、大震災に遭遇したとはいえ、TPP協定交渉参加の判断時期を先送りしたことには大きな危惧の念を抱かざるを得ない。国内の成長力が低下している日本は、海外の成長を取り込まねば今後の成長が困難である。しかし、そのための一歩に躊躇している現状では、否応なく進むグローバル化への適応を進めている世界各国との競争の中で後れを取ってしまう。ここはむしろ、中長期的な観点からみた日本の重要な成長戦略として、TPPに限らず、他のFTAなど国際的な経済協定の交渉に積極的に参加し、日本企業の競争力を高めるインフラ、これを早期に整備していくべきと考える。以上である。

白川議長

それでは、白井委員にお願いします。

白井委員

我が国の金融環境の評価については、全体として緩和の状態が続いていると判断している。もっとも、震災後に運転資金などの資金需要が拡大しており、中小企業では資金繰りが厳しいとする先がみられているが、ローン・サーベイによると企業向け資金需要の増加要因は資金繰りよりも予備的な手許資金の積み増しが主因なので、まだ本格的な資金需要が顕在化していないようである。

こうした中、短期金融市場では、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、0.06%辺りで推移し、資金の余剰感は続いている。ターム物金利も横這い圏内の動きとなっている。

長期金利は低下方向の動きとなっている。これは、米国経済の先行きについて幾分慎重な見方が広がり低金利水準が続くという見方や投資家のリスク回避姿勢の強まりによって米国国債の金利が低下したことにつられたほか、復旧・復興支援を巡る我が国の国債需給の悪化懸念がやや後退していることが背景にある。また、預金が増えている中で、銀行は余った資金を長期国債購入にも充てており、利回り曲線がフラット化している。

また、CP市場では震災前と同程度の低い水準で横這い、CP発行レートの対短期国債スプレッドも横這い圏内の動きとなっており、全体として安定した環境にあると判断している。この間、社債市場については、震災後、発行見送りの動きがみられ、投資家も様子見姿勢であったが、このところ、新たに起債する動きも徐々に広がっており、市場機能改善の動きもみられる。もっとも、電力関連企業の損害賠償の行方あるいは格付けの動向が市場に及ぼす影響については注視していく必要がある。

企業規模別にみると、大企業については、3月にも機械受注がやや増加したことなどを踏まえると、今後、設備投資向けの資金需要が拡大すると予想されるが、元々潤沢な手許資金を有しており、銀行の貸出態度にも変化がみられないことから、大企業の資金調達環境は、今のところ問題はないとみている。

むしろ、潜在的資金需要が大きい中小企業の資金調達が円滑になされることが重要である。今のところ、地銀を中心に貸出がやや積極化しているが、既存のローンの返済猶予が震災対応の中心を占めているようである。特に被災地では貸倒引当金の積み増しによって利益が低下しているため、新たな貸出に慎重なところもあり、今後の資金需要、貸出動向を見守る必要がある。

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市場調節方針は現状維持が適当だと判断する。また、我が国経済は改善の動きがみられるとはいえ、生産面を中心に下押し圧力の強い状況にあり、マーケットでも神経質な動きがみられる。従って、3月14日に打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、被災地金融機関支援オペについて申し上げる。前回会合後の5月12日に、同オペレーションの対象先37先が決定し、23日には総額740億円あまりの貸付が実施予定であるが、本行として被災地企業の本格的な復旧・復興に向けた資金需要に応える体制の第一段階は整ったと思う。今年の後半辺りには、被災地において、設備、施設の復旧のための設備投資資金といった本格的な需要が出てくると思うが、こうした需要に応える第二段階以降の対応も見据えて検討を行う必要がある。執行部におかれては、従来同様、スピード感を持って、対応に当たって頂ければと思う。

最後に、成長基盤強化支援オペについて申し上げる。同オペについては、来月6月8日に第4回目の貸付が実施される予定で、上限額である3兆円にかなり近づく可能性もあるので、早ければ次回会合以降、今後の対応について考えていく必要があると思っている。今後の対応を考えるうえでのポイントとしては、本オペが当初の趣旨に照らして、果たして呼び水効果を発揮し得たのか、成長基盤促進に向けた新規需要案件の発掘などの民間金融機関の取組みは果たして進んだのかなど、メリット、デメリットと合わせてレビューしたうえで、その後の金融環境の変化、とりわけ東日本大

震災の発生とその後の状況に照らして、引き続きこの制度が必要であるのか、手直しの要否と合わせて検討することが必要だと思う。また、検討の際には、金融市場の実情や金融機関からの声を踏まえることも重要であることを付け加えておく。

なお、私自身も改めて考えを整理したいと思っているが、被災地金融機関支援オペとの関係を整理することも重要である。先程申し上げたように、今後、本行として被災地企業の本格的な復旧・復興に向けた資金需要に中長期的に伝えていくことが必要だと考えているが、その際には、これらの資金を、単なる復旧・復興ではなく、最終的に成長基盤強化に繋げていくことが、我が国の今後の成長あるいはデフレの脱却に向けて大変重要であると思う。先程、野田委員からも復旧・復興を日本の中長期的成長力を上げるための呼び水として使うべきという意見を伺ったが、私も強く同感している。以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁にお願いします。

山口副総裁

最初に、我が国の金融環境の評価について述べたいと思う。まず、短期金融市場では、極めて落ち着いた状況が続いている。また、長期金利については、米国の金利が低下する中で、足許1.1%台半ばの水準となっている。クレジット市場をみると、CP市場では良好な発行環境が続いている。発行レートについても、震災前の水準に復しているということである。また、社債市場については、これまでベンチマーク的な機能を担ってきた電力債の発行が停止している中、手探りながらも、このところ、発行が再開され始めている。社債の発行金利は、投資家の需要が旺盛で、震災前に比べてスプレッド幅の上乗せ幅は小さい模様である。以上を踏まえると、我が国の金融環境全体としては、総じて緩和の動きが続いていると評価するのが適当であろうと思っている。ただし、同時に、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点には、引き続き、十分な注意が必要だと思ふ。

次に、被災地金融機関支援オペと成長基盤強化支援のための資金供給について、述べておきたいと思ふ。被災地金融機関を支援するための資金供給については、地域金融機関等を中心に、740億円あまりが23日に貸付けられる予定となっている。こうしたオペが、同時に決定した担保適格要件の緩和措置と併せて、被災地金融機関の十分な支援に繋がることを期待している。このオペは、あくまでも復旧・復興に向けた資金需要への初期対応である。従って、復興資金需要が本格化してくる際に、日本銀行としてどのような対応が適切と考えられるかについては、そうした需要が本格化してくる時期を展望しながら、またその時に想定される政府や民間金融機関の対応も十分に踏まえたうえで、検討を進めていく必要があると考えている。

さらに、従来述べてきた点ではあるが、私自身としては、今後の復興の過程を展望した場合、単に災害からの復旧・復興という視点ではなく、より長い目で見た我が国全体の成長率の底上げを図っていくことという視点が極めて重要だと思っている。我が国経済は、成長力強化という基本的な課題に直面してきたが、震災を機に、その重要性は一段と増していると考えている。この点、現在の成長基盤強化支援のための資金供給の枠組みを、今後どのように活用していけば良いのか、第4回目の資金供給の結果も十分に踏まえたうえで、しっかりと検討していきたいと考えている。先程、野田委員をはじめとして何人かの委員方が言われた点であるが、今後出てくるであろう復興資金需要への対応というようなことと、成長基盤強化支援のための我々の措置をどのように考えていくのか。一つは、一体化して対応していくべきかどうかということであるが、もう一つは、それらを分けて考えるべきだと、やめるべきものについてはやめてしまい、新たにやるべきものについては新たにやっていくというような、その辺りの考え方というのは、十分慎重に検討する必要があるだろうと思っている。私は、こうした趣旨の一連の措置をどんどん広げていくことについては、政

策金融との関係もあり、やや慎重である。今の段階で答えを出すという話ではないと思っているが、いずれにしても今後しっかり議論していくべきテーマだと思っている。

最後に、当面の金融市場調節方針であるが、前のラウンドで述べた情勢認識を踏まえれば、これまでの政策スタンスを維持することが適当であると考えている。もっとも、前のラウンドで述べたとおり、中心シナリオを巡っては不確実性が高くて、景気のリスクは、当面、下方に傾いているということである。このため、今後も景気・物価の動向を丹念に点検し、追加緩和の必要があると判断される場合には、従来にも増して果敢な政策対応を速やかに取っていく姿勢が重要であると考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、宮尾委員にお願いします。

宮尾委員

金融環境の評価については、皆さんの意見と変わらない。総じて緩和的な状況が続いているという評価であるので、詳細は割愛させて頂く。早速であるが、金融政策に関する意見を述べさせて頂く。

前回の決定会合で、私は、景気・物価の見通しから追加緩和の必要性は高まっているとの認識を示したうえで、幾つかの検討の視点を申し上げ、具体的な措置や効果的なタイミングについて、引き続き見極めていきたいという意見も申し上げた。今回、前半で申し上げたように、景気・物価の中心シナリオ、リスク評価に関しては、基本的な変更はなく、また、それぞれの検討の視点についてもこの会合に臨む際に熟慮した。その結果、前回と同様に、各政策手段の効果、副作用の評価など、さらに点検を継続して効果的なタイミングについて見極めていくことが適当であると判断した。従って、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持とし、現在の包括緩和を引き続き強力に推進していくことが適当であると考え

ている。

そう申し上げたうえで、この間の検討に関連して、一点だけ補足したい。前回、追加緩和の効果波及経路と副作用という点を挙げたが、その中で、米国の量的緩和政策の経験に触れた。特に、第2弾の量的緩和政策つまり、いわゆるQE2だが、これは資産買入の手段として長期国債にフォーカスした非伝統的政策であり、その効果、副作用について理解を深めておくということは、今後の我が国での議論あるいは検討にとっても参考になるあるいは有益になるものと考えられる。

この点についてだが、米国のQE2は、私の理解では長期国債の大量購入を通じてドルを大量供給する政策であり、その効果としては、相対的に通貨の価値を低めて代替的な投資機会となる金融・実物資産の価値、すなわち株価や商品市況が上昇するといった効果がみられたと現時点で理解している。また、そのQE2を受けて金利への影響だが、最終的には景況感の好転により実際に導入後は上昇した。当初のアナウンスの後に一旦低下した後、実際に上昇をみた。一方で、先程申し上げた商品市況の上昇という側面から考えると、これはガソリンなど国民にとって必需品の価格を上昇させ、国民の購買力を低下させるという結果をもたらしている。この点は、所得のより低い人に重く税を課すといういわゆるインフレ税とみなすことができる。米国では、思い切った政策アクションを起こすことで、当初懸念されていたデフレを断固として阻止するという、そういう当初の目的を達成したように窺われるが、その一方で、商品市況の上昇があまりにも急激となり、株価上昇という恩恵が広く国民に波及する前に、インフレ税という副作用がより前面に出てしまった面があるように思われる。

以上は現時点の一つの評価ということで申し上げた。米国のこれまでの政策効果について、国債大量購入政策の効果と副作用について申し述べたが、それが勿論そのまま日本に当てはまると考えるのは早計であるし、特に、米国の場合は、ドルが世界の基軸通貨であるという点は、日本と大きく異なる部分であるので注意が必要である。一方で、今申し述べたようなメカニズムは少なくともロジックとしては、我が国にとっても参考となる

ものではないかと考えられる。こうした点も踏まえて、引き続き検討していきたいと思う。

最後に、成長基盤強化を支援する資金供給について、一言申し上げる。皆様ご指摘になられたように、今月末に4回目の募集を行う予定となっており、枠の残額が少なくなってきたこともあり、本施策の今後については、適切なタイミングで検討を始めることが重要であると考えている。この点について、私としては、まずは、その民間の呼び水と実施していた本施策の目的に照らし、当初の効果がしっかりと得られたのかどうか検証、総括することがまず大切であり、そのうえで、今月末の募集の結果を踏まえて、また復興の本格需要との対応もからめて、今後しっかりと議論して参りたいと思う。私からは以上である。

#### 白川議長

まず、金融環境というか金融システム全体の状況であるが、3月以降の経済の大きな落ち込みが、マクロのデータで改めて確認され、本当に大きな落ち込みであったということを検証できた。あれだけ大きな落ち込みであったにもかかわらず、金融システムが基本的に安定を保ったというのは非常に大きな好対照である。今回の経済の落ち込みは供給ショックであるので、それを考えると今言ったような金融の安定は別に驚くべきことではないという見方もあるいは可能かもしれない。しかし、あれだけの落ち込みを考えてみると、やはり金融システムが安定していたということの意義はやはり大きかったし、それには色々な要因が影響したと思う。日本銀行の政策対応もそうであるし、金融機関の資本基盤がとにもかくにも1990年代後半のような過小資本の状況とは違っている。やはり金融の持っている影響力が大きいということを改めて感じた。企業の金融環境という面からみると、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状況だと思う。前回との比較でいうと、社債市場について、一旦発行が止まってしまったが、このところ徐々に発行が再開され始めている。その発行金額も段々正常な数字

に戻る見込みであり、これはエンカレッジな動きであると思う。先程、金融の重要性ということを申し上げたが、この後の経済の復興を考えた時に、これは言わずもがなではあるが、金融の取引について予見可能性がしっかりと維持されていることが非常に大事である。特に、長期のプロジェクトになればなるほど、金融の取引については予見可能性がないと新しいお金が入っていきにくいという点で、金融の重要性ということを改めて感じている。

政策運営であるが、当面のコールレートの誘導方針については、全員現状維持である。先々の金融政策運営の基本スタンスについても、これまでの我々のスタンスを皆さん確認したということだと思う。それから、被災地金融機関支援オペであるが、前回細目を決定し、今回、第1回が実行された。予定していた貸付総額1兆円からすると、第1回は741億円で一見少ないようにもみえるが、これは逆に言うと、現時点で既に一定の資金需要が存在することも確認されたということで、その分、支援に役立ったということは良かったと思っている。これからまた復興それ自体が進んでいき、それから金融機関の体制も整っていくので、これに対する応募もまた増えてくると思う。また、全員の方から被災地金融機関支援オペの後、復興支援にどう繋げていくのかという問題意識、あるいはそれと重なったり、あるいはそれとは別の問題として言われた方もいるが、成長基盤強化支援融資を今度の第4回が終わった後どうしていくのか、これについてしっかり検討していきたいという話であった。私自身もそうした問題意識を持っているし、この席でもこれまで多くの委員がそうした問題意識を表明されていたので、既に執行部の方でも検討を始めていると思うが、検討をしっかり行って、この場にもまた報告してほしいと思う。特に、対外的に検討の指示と銘打つ訳ではないが、当然それは検討していると思うので、そこは宜しく願います。

幾つかの論点があったが、被災地の支援ということで別途の制度を考えていくのか、あるいは成長基盤強化支援融資の中にそれを入れ込んでいくのか、あるいは別途成長基盤強化としてまた増額を図っていくのか、色々

な考え方があり得ると思う。そうしたことを検討するに当たっても、まずはこれまでの成長基盤強化支援融資がどういうふうに機能したのかについてのファクト・ファインディングと評価が出発点であるので、これまでも何回かアンケートも含めてなされてはいるが、改めて宜しく願います。それから、被災地の復興支援の方であるが、これもまだ被災地で本格的には始まっていないので、なかなか実態を調べていくというのは難しい面はあるが、現地の支店の協力も仰ぎながら、この面での状況をまず最大限正確に把握して、そのうえで我々自身の政策論としてどう展開していくのかということだと思うので、そこは宜しく願います。取り敢えず以上である。

先程、成長基盤や復興支援については、全員意見をもう言われたので追加的にはないかもしれないが、もしあれば——この後、執行部がまた検討していくうえで材料にもなるので——、遠慮なくおっしゃって頂きたい。

先程、宮尾委員が米国のQE2の評価についておっしゃっていたが、自分自身がQE2という——Fed自身がLSAPという言葉で呼びたがっている——この措置の効果をどう考えるかということで、多少の感想はあるが、資産を大規模に買うということの、いわば即物的な効果というか、ポートフォリオ・リバランスというか、そういう意味での効果であったのか、あるいは金融緩和をある程度長い期間続けていくことのエクスペクテーションを通ずる効果であったのかということである。前者と後者というのは、もし後者ならば、資産買入れは、ある意味でエクスペクテーションに本質的に必要なものかどうかは別として、そういうものがあつた方がエクスペクテーションがそれなりにもっともらしくみえてくるようにも思う。また、去年の春先に一旦米国はエグジットが早いという見方が広がって、それが実際、経済の展開の中で、それがそうではないという帰結になった。そこで、米国はもう一回金融緩和を長く続けるのだというエクスペクテーションをそこで創り出して、それが諸々の影響を及ぼしたという解釈もまた可能だろうと思う。もし、そういう解釈が正しい場合には、現在の日本銀行は時間軸を比較的はつきり打出しているので、ある意味で

は、F e d の時間軸より日本銀行は一般的にもっと長いという解釈であり、その解釈が正しいかどうかは別にして、そうみられるようなアナウンスメントも行っているという解釈も可能だと思う。あと、商品市況等への影響は、私自身は宮尾委員と同じ解釈だが、ただ、F e d 自身は、逆に言うと、そのルートはないということでもかなりまた明確に否定している。これは多分色々な理由があってそのように否定していると考えなのか、あるいは本当にそうだというのかは私には分からないが、F e d の当事者の発言を聞いてみると、多少差し障りはあるが、やや不自然な位にそのルートはないということを主張している。そういう意味では、Q E 2 の効果の評価については、色々な議論が続いている。多分、これは完全に1サイクル終わったうえで、つまりエグジットまで含めてみて、その米国のQ E ——Q E 1 もそうであるし、Q E 2 もそうであるが——の評価がなされるのだろうが、取り敢えず、今時点でF e d の発言などをみながら、あるいは日本銀行自身をみながら、そのような感想を持った。

#### 西村副総裁

私は曖昧に言ったのだが、特に、原発事故補償を巡る政府の方針に対してのマーケットの影響は、相当気を付けて考えなければいけない。これに関しては、本当に注意してほしいと思っている。マーケットは実に都合の良いように解釈して、都合の良いように売り浴びせてくるので、それに対するガードは余程気を付けていないと危ないということである。これは、我々も常に考えていなければいけないことであるが、やはりオール・ジャパンで考えなければいけないものだと思っている。

#### 野田委員

先程、白川議長が予見可能性ということをおっしゃったのも、そういうことであるか。

白川議長

そうである。

亀崎委員

F e dは、Q E2の商品市況への影響について、物凄くはっきり否定している。政治的な意味合いもあるのではないかとも思うが、今、検討が進められている、例のB I Sの、中曾理事が議長をされている…。

白川議長

G20であるな。

亀崎委員

申し訳ない。G20である。G20で進められているスタディであるが、あの中に、例えば、本行で分析した結果などもあるが、そういう実証的なものを出すということは——別に、F e dに対してどうのこうのでも——良いことだと思う。あれだけ明確に否定するのは、不自然な気がする。そういうものに対して、G20の例のスタディの中に出てくるような——例えば、今、中曾理事がトップになって議論されている——中身をみても、はっきりそういうことを言っている人達は結構いる。サウジアラビアの代表などからも、明らかに1日20ドル動くというのは、金融要因以外の何物でもないという議論が出ていたりする。私は、こういうものは、実証的なものができるなら、なるべくそういう中立的なところで示していければ良いと期待している。

白川議長

私自身も期待している。今、亀崎委員が言及された研究も、勿論G20のスタディ・グループに出している。それで、各国がそういう分析を持ち寄っているが、F e dの方では、そうではないという分析結果を持ち寄っている。そういう実証研究の常として——いつもそうだと言うと怒られて

しまうが——両方の研究が存在するということである。もう一つの感想は、これはF e dに対してということではなく、私自身はそういう議論、つまり金融緩和の影響がないという議論は不自然であるということをいつも国際会議で言っている。ただ、これは別に何かF e dを批判するとかそういう気持ちで言っている訳では全くない。これはF e dも含めて、それから何よりも日本銀行も含めて、要するに先進国全体がそういうふうに行っているということの結果である。従って、個々の国は、自分の国の政策からすると、それぞれ商品市況は外生変数に映るが、しかし、集合的にみた場合には、必ずしもそういう面だけではない。従って、私自身はこの議論をする時に、いつも天に唾する議論だというふうにもまた思っている。繰り返しになるが、これはF e d批判ということでは全くない。政策論はそれだけ難しいということだと思う。

他にないか。ないようであれば、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。財務省の櫻井充副大臣から宜しく願います。

#### 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いる。また、原発の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。

5月2日、平成23年度第1次補正予算が成立した。政府としては、この補正予算を活用し、仮設住宅や被災者の雇用の確保等の生活支援、瓦礫処理、早期復旧が可能なインフラ施設の復旧等に全力を挙げていく。さらに、現在行われている復興の道筋、あり方に関する議論を踏まえ、今後さらなる補正予算について検討していく。

なお、今般成立した第1次補正予算では、震災の影響を受ける中小企業等の資金繰り支援のため、新たな保証制度や低利融資制度の創設等の予算措置を盛り込んだところである。日本銀行におかれても、被災地金融機関

向けの資金供給オペを速やかに行ったところと承知しており、政府・日本銀行が足並みを揃えて被災地を中心とした金融の円滑化に取り組んでいきたいと思っている。

また、政府としては、東日本の復興を支え、震災前から直面していた課題に対応するため、日本の再生に向けた取組みも再スタートしなければならないとの観点から、5月17日、「政策推進指針」を閣議決定した。この中では、経済財政運営の基本方針として、経済循環を早期に修復するなど、大震災がもたらした制約を順次、確実に克服するとともに、新たな成長を実現する取組みを強化し、日本経済の潜在的な成長力を回復することとしている。同時に、財政・社会保障の持続可能性の確保、信認維持についても着実な取組みを進めることとしている。政府としては、今後、社会保障・税一体改革について、昨年末の閣議決定に従って6月末までに成案を得るべく議論を進めていく。

また、昨年閣議決定した「財政運営戦略」の中で定められたスケジュールに沿って、本年半ば頃に中期財政フレームを改訂することとしており、経済成長、社会保障改革と一体的に財政健全化を着実に推進していく。本日のご議論の中で、政府の政策に対して幾つかご指摘を受けたものと認識をしている。

先程あった電力会社の補償について、それから今後の原発を再稼働も含めてどうしていくのか、エネルギーの供給の問題もあった。それから、今の東日本の被災地の復旧・復興について、単なる復旧ではなく、今の日本の抱えている課題を回復するような、要するにピンチをチャンスに変えるようなことを行っていくべきだ等のご指摘を受けたものと認識しており、政府の中できちんとした形で議論を進めさせて頂きたいと思う。

最後に、日本銀行におかれては、本日もご議論があったが、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を示されているが、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。以上である。

白川議長

内閣府の梅溪健児政策統括官をお願いします。

梅溪内閣府政策統括官

昨日公表した平成23年1～3月期の実質GDP成長率は、供給制約や企業・消費者のマインドの大幅な悪化などにより、個人消費や設備投資などが減少するなど、震災の影響から年率-3.7%となった。我が国の景気は、当面は弱い動きが続くと見込まれるが、その後は生産活動の回復に伴い持ち直していくことが期待される。ただし、電力供給の制約や原発問題などの景気下振れリスクが存在することには、十分留意が必要である。物価については、震災の影響による供給制約の一方で、需要も減少していることから下落圧力が続いており、依然として緩やかなデフレ状況にある。当面、震災の影響により景気の弱さが続くことが懸念される中で、供給制約やエネルギー価格などの高騰によるコスト上昇圧力が実体経済に与える影響については、十分注意していく必要がある。

政府は、震災を踏まえた経済財政運営の基本方針を含む「政策推進指針」を、今月17日に閣議決定した。同指針に基づき、震災からの早期立ち直りのため、今月2日に成立した補正予算を迅速に執行するとともに、供給制約下にある日本経済の潜在的な成長力を回復するための取組みを強化していく。同時に、財政に対する信認を維持することが重要であり、社会保障・税一体改革は6月末までに成案を得ていく。

日本銀行におかれては、被災地の復旧・復興を金融面から支えるため、被災地金融機関支援のための資金供給オペレーションを着実に実施するとともに、政府と「政策推進指針」に示されたマクロ経済運営に関する基本的視点を共有し、引き続き政府との緊密な情報交換・連携のもと、適切かつ機動的な金融政策運営により経済を下支えするようお願いする。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

次に、金融市場調節方針の議案、及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの文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

調節方針の議案は、議長案一件である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%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」である。

それでは、対外公表文の説明に入らせて頂く。今回は、展望レポートで一度先々の判断がリセットされているので、前月からの変化ということではなく、全般的に読み上げさせて頂くということでご説明する。「2011年5月20日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）」。(注1)が下の方にある。「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。2. 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、震災による供給面の制約を背景に、生産活動は大きく低下している。この結果、輸出が大幅に減少し、また、企業や家計のマインド悪化の影響もあって、国内民間需要も弱い動きとなっている。この間、金融環境をみると、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。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、概ねゼロ%となっている。3. 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、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。消費者物価の前年比は、小幅のプラスに転じていくとみられる」。(注 2) が下の方にある。「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」である。本文へ戻って、「以上を踏まえると、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。4. リスク要因をみると、景気については、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。海外経済については、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある一方、米欧経済は、バランスシート調整が米国経済に与える影響や、欧州のソブリン問題の帰趨について、引き続き注意が必要である。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。とくに、当面は、震災の影響を中心に、下振れリスクを意識する必要がある。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。5. 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な成長経路に復帰するために、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という 3 つの措置を通じて、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく。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」。この最後のパラグラフは、展望レポートの最終パラグラフにほとんど対応しているが、1 か所だけ「中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく」というところが、展望レポートでは「最大限の貢献を」となっているが、通常この月次のステートメントでは「貢献を」と書いているので、その点だけお断りしてお

く。以上である。

白川議長

ご意見はあるか。

中村委員

2. のところで、「企業や家計のマインド悪化の影響もあって、」という文言がある。これ自体は事実であり、私もそうだと思うが、3月14日の会合以降、今回初めてこの文言が出てくる。そうすると、何か本行がここで新しく認識したのかと、マーケットの誤解を招くのではないだろうか。我々は当初からこれは考えていて、あるいは「既往の」などという言葉を使えば良いのだろうが、展望レポートの中でも、この言葉を使っているのは事実だが、何が今月新しいのか、何が前回と違うか、ワーディングも含めて探すに当たって、なぜかと変な誤解を招かないかは少し危惧される。

白川議長

ご意見は如何か。

西村副総裁

これは、展望レポートの後なので、展望レポートに合わせた書き方で私は良いと思っている。この点について、もし質問があれば、白川議長の会見の時にきちんと、つまり「比較すべきは展望レポートである」という形で、言って頂ければ十分ではないかと、私は思う。

野田委員

「弱い動きとなっている」という現在形であるが、正確に言うと、足許、少し改善しているという議論も先程あった。多分、その中でも、一部リスクがあるというご意見もあったものの、全体としては、足許はどちらかという最悪期を脱して、企業マインドも家計のマインドも持ち直している

という状況は認識している。そこのところは、勿論、会見の場でもそうだが、やはりきちんと説明をする必要がある。なお、この影響がずっと続いている——レベル感では続いているだろうが——との方向感がここに出ていないという憾みがあるという、中村委員はそういうご意見なのだろうと推察するので、そこのところはやはり…。

白川議長

文言自体は、取り敢えず、展望レポートで使った文章なので、これはこれで使うが、会見では、ここで言うマインドの悪化は、震災後のマインドの悪化した状態、それをマインドの悪化という言葉で表現しており、足許、前回会合以降の変化という目でみると、サプライチェーンをはじめとして、全体としてマインドの——それを改善というかは別にして——少し明るい方向の動きがみられるという事実を指摘していく。長期的な、一方のリスク要因の方は、これは今まで指摘しているとおりなので、少なくとも短期的な、先程の言葉で言うとマインドというか、そういう面での何がしかの改善を事実としてリファーしていくという対応で宜しいか。文言自体はどうか。

中村委員

文言自体は事実だと思うが、今月このように出てくると、誤解を与えるというか、そこは気を付けないといけない。今まではこれはなかったとか、なぜ今月出てくるのかといったことを言われかねない。この間の追加購入も、マインドの悪化を予防するためにまさにやったので、少し気を付けなければいけないと思う。

白川議長

他にないか。それでは、今のことを十分注意したうえで、会見に臨みたいと思う。また、他の皆さんも宜しく願います。この次に、金融経済懇談会が最初にあるのは中村委員であるな。

それでは、議長提案の最終案が纏まったので、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します。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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（4月28日開催分）の承認

白川議長

最後に、4月28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25日水曜日8時50分に对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、6月13、14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12時14分である。

白川議長

解禁時刻が12時14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。

(12時09分閉会)

以 上