

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年4月9日（14:00～16:08）

4月10日（8:59～12:04）

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（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	佐藤慎一	大臣官房総括審議官（9日）
	藤田幸久	財務副大臣（10日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（9日）
	石田勝之	内閣府副大臣（10日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹（10日 8:59～9:31）
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（10日 8:59～9:31）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	浜野邦彦

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行についてであるが、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、最初に成長支援資金供給における米ドル特則の制定に関する執行部報告と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者のご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に3月12、13日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。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

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

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

最初に、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿って説明申し上げる。その前に、まず会合間の動きの特徴点である。最近の国際金融市場であるが、引き続き緊張感が和らぐ方向にあるが、ECBの3年物オペや米国の追加緩和期待などをドライバーとする年初来の市場マインドの改善、あるいは

リスクオンモードには、ここへきて一服感がみられている。具体的には、会合間の日米欧の株価がほぼ横ばいとなっていること、それからスペインを中心に周縁国国債の利回りが上昇していること、また新興国通貨やコモディティ価格も総じて弱含んでいること、2月以降の円安傾向に足踏みがみられることなどにそうした一服感が表れている。こうした中で、市場はこの先、リスクオン、リスクオフ、いずれの方向に進むべきかを見定めるための手掛かりとして、主要国の景気動向や米国の金融政策の先行きに目を凝らしている。ただ、各国の経済指標は、まだ全体的にミックスな状況であるし、F e dの情報発信もクリアカットとは受け止められていない。このため、市場は方向感を見出せない感じとなっており、その結果、特に株式や債券の市況は、日々のアップダウンがやや大きくなっている。この間、金融市場調節運営面では、先月下旬以降、季節的な資金余剰局面に入って、当座預金残高が高水準となっている中で、レポや短国の運用利回りが弱めとなっていることから、固定金利の資金供給や短国買入れといった短めのオペに対するニーズの低下が目立っている。

それでは、個別のご説明である。図表 2-1、外貨資金市場の動向である。ドル資金市場であるが、引き続き緊張感が緩和する方向にあって、主要中銀によるドルオペの残高は、会合間に 650 億ドルから 320 億ドルへと半減している。ただ、図表 2-1 (2) のドル L I B O R - O I S スプレッドの動きをみると、このところ低下ペースに足踏み感が窺われ、これについては、一部欧米金融機関の格下げの可能性が意識されているためとの指摘が聞かれている。他方、ユーロの L I B O R - O I S スプレッドは低下基調を維持しており、E C B が行った 3 年物オペの効果は、資金市場に関する限りなお持続していると考えられる。また、(3) から分かるように、極く最近ではスペイン財政への注目が集まる中で、為替スワップ市場におけるドル転コストが若干強含んでいる。図表 2-4 (2) の米国長期金利であるが、3 月の F O M C で景気判断が上方修正され、追加緩和期待が後退したことを背景に 2.3% 台まで上昇したが、その後は軟調な経済指標や慎重な F R B 議長発言あるいは F O M C 議事要旨などに反応して、

振れのある展開を辿っている。なお、サーベイ調査にみられる市場参加者の先行きの金利観は大きく分かれていて、米国の景気回復の持続性や追加緩和の有無などを巡って、市場も確信を持ち切れていない様子が窺われる。ドイツ国債については、ギリシャを巡る極端な懸念が後退するもとの、こちらも一旦2%を超える水準まで上昇した。もっとも、財政緊縮競争と言われる欧州では、依然として景気後退懸念が根強い。例えば、スペイン財政を巡る懸念が再び頭をもたげていることもあって、足許の水準は2%を下回っている。(1) のわが国の長期金利であるが、基金による国債買入れにより2年物が0.1%近傍で推移する一方、中長期ゾーンは米国長期金利につれる形で上昇し、10年物金利は一時1.06%をつける場面もあった。もっともこの水準では、地銀などの値頃買いも入り、期間を通じてみれば米国に比べ金利の変動は小幅となっている。このようにわが国長期金利は、米国長期金利ほどには上昇していないが、都銀が米国債のポジション運営を慎重に行っており、損失の穴埋めのための日本国債売却が回避されていることもその背景として指摘されている。

次に図表2-7(2)の短国をご覧ください。短国レートについては、3Mの発行金利からみて取れるように、3月半ばにかけて資金需給が不足に振れる中で、いわゆるキャッシュ潰し的な需要が一段落し、また発行額の増加が意識される中で、実勢の流通レートがやや強含む場面もみられた。しかし、3月下旬の国債大量償還以降、資金余剰感がかなり強まっていることから、このところ実勢の流通レートは低下しており、3か月物については、0.10%を下回る水準での取引もみられている。図表2-9のCP市場であるが、期末特有の発行残高減少を別にすれば、特に目立った変化はなく、レートは落ち着いている。図表2-10(2)、(3)の海外のクレジット市場をみると、社債の流通市場は堅調な地合いを保っているが、スプレッドは既に昨年夏の水準にまで縮小しているとあって、ここへきて縮小ペースが鈍化している。一方、発行市場も引き続き良好で、周縁国を含め欧州金融機関の起債環境は改善方向にある。この間、年明け後の欧米では、ハイイールド債の起債が急速に息を吹き返している点が注目される。この

1～3 月期には、欧州金融機関の社債が償還ラッシュを迎えたが、償還資金の少なからぬ部分が ECB の 3 年物オペでファイナンスされたとすれば、投資家は、償還資金の再投資先を探す必要がある。市場では、そうした資金の一部が利回りの向上を狙って、ハイイールド債に流入したとみる向きもあるようである。(1) の国内の社債市場であるが、流通スプレッドが低位横ばいとなっている。BBB 格については、個別銘柄の動きによってスプレッドが幾分拡大しているが、市場全体で見れば、良好な需給環境に変化はない。発行市場も M&A 関連の大型起債がみられるなど、地合いは良好である。図表 2-12 のわが国企業の CDS プレミアムは、半年に一度の構成銘柄入れ替えの影響を除けば、ほぼ横ばい圏内の動きとなっている。

図表 2-13 (2) で米国の株価をみると、FOMC における景気判断の上方修正や経済指標に反応した上下動はあったが、期間を通してみれば、ほぼ横ばいとなっている。一時的には、NYダウがリーマン・ショック後の最高値を更新する場面もみられたが、米国の追加緩和期待が後退している中であって、株価は上昇の勢いを欠いている。(3) の欧州の株価も全般にやや弱めの動きとなっている。(1) のわが国の株価であるが、欧米対比でもしっかりと推移してきたのだが、このところは売買代金がやや減少気味で、日経平均も足許では 1 万円を割り込むなど調整の動きがみられる。円安を受けた企業収益の改善期待を背景に海外の機関投資家が日本株のアンダーウエイトを修正する動きがみられる一方で、図表 2-15 の主体別売買動向の表の右端にあるように、12 週連続で日本株を買い越してきた海外投資家が 3 月後半に一旦売り越しに転ずる場面がみられた。ここにもリスクオンモードの一服感が窺われるところである。図表 2-15 の東証 REIT 指数の推移をご覧頂くと、1,000 ポイントを回復するなど総じて堅調な動きを続けていたが、株価と同様足許では調整の動きがみられる。

図表 2-17 (1) のドル/円相場をみると、これまでの円安進行が一服し 81 円台に入っている。年度末に特有のレパトリによる円高観測なども聞かれた中で、大きく円高に傾く場面がみられなかったという意味では、

引き続き円安地合いが保たれていると評価することはできる。ただ、図表 2-18 (3) にあるように、2 月以降の円安局面の中で投機筋の円売りポジションが拡大して、既にかかなりの高水準に達している現在、ここから先はポジション調整に伴う円上昇の可能性が意識されやすいという見方が多いようである。実際、(2) のドル/円のリスクリバーサルは、前回会合時とは逆に若干ながら円高リスクが意識される姿となっている。図表 2-19 (1) の対円変化率をご覧頂くと、クロス円相場の動きは、全体的に区々な感じではあるが、直近では概して自国通貨安の方向に動いている。特に、豪ドルなどの資源国通貨は、中国経済の減速懸念などを背景に弱めの動きをみせている。また、図表 2-20 (3) のコモディティ価格であるが、新興国経済の減速や欧州ソブリン問題を巡る懸念から全体的に軟調となっている。

次に、図表 1-1 の金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）は、概ね 0.07~0.08% 台で落ち着いた推移となった。当座預金の動きであるが、前回会合後、暫くの間は、資金不足基調のもとで当座預金残高は 25 兆円前後で推移し、3 月 19 日には震災後のボトムとなる 23.8 兆円まで低下した。その後、21 日の国債大量償還以降は、各種の財政資金の支払いが続く中で資金余剰基調に転じており、本日は 36 兆円台となる見通しである。先行きについては、今週末の年金定時払いにより、一時、震災直後以来の水準となる 40 兆円程度まで増加することが見込まれる。その先も当面資金需給が余剰基調で推移し、資産買入等の基金の積み上げも進むもとで、高めの当座預金残高が続く見通しである。図表 1-2 の短期金利の推移をみると、GCレポレートは金利入札オペの残高が減少する過程で摩擦的にやや強含む日もみられたが、総じてみれば 0.105% 前後で落ち着いて推移した。3 月末以降は、当座預金残高が高水準で推移するもとで、0.10% を下回るレートでの取引もみられている。図表 1-3 は 3 月末の市場の様子を示しているが、年度末の市場は大変落ち着いていた。さらに、図表 1-6 では最近のオペ結果を纏めている。いつも資金供給オペの表にある金利入札方式による共通担保資金供給オペに

については、3月1日オファ分を最後に実施を見送っており、今回は掲載されていない。残高も4月4日以降、ゼロとなっている。金利入札オペを見送ってきた理由は、第一に、固定金利オペの応札倍率が大きく低下するもとの、金利入札オペから固定金利オペへのシフトを促したことで、二番目に、3月下旬の国債大量償還以降、当座預金残高が高水準で推移するもとの、金利入札オペによる資金供給の必要性がなかったことの二点である。先行きについても、当座預金残高が高めの水準を維持するもとの、金利入札オペが必要となる場面は少ないものと思われる。もっとも、4月23日に予定されている国債決済期間の短縮化の影響を含め、何らかの要因で短期金利に上昇圧力がかかる可能性も否定できない。金利入札オペについては、市場地合いを踏まえつつ機動的に運営していく。資金供給オペの表の国債買入れ、いわゆる輪番オペであるが、引き続き月1.8兆円のペースでの買入れを継続している。いずれの区分についてもコンスタントな需要がみられている。残存期間1年超10年以下のゾーンについては、買入対象銘柄が基金による国債買入れと一部重複しているが、これまでのところ重複ゾーンの銘柄は両方のオペに持ち込まれている。基金オペの増額を受けて、通常の国債買入れにおける買入銘柄の残存期間が長期化するといった基調的变化は窺われていない。

次に、資産買入等の基金の運営の表であるが、固定金利方式による共通担保資金供給については、2月中旬から3月上旬にかけて応札が一段と減少し、6か月物が3回連続で札割れとなったほか、3か月物でも応札倍率が1.0倍まで低下した。こうした状況を踏まえ、3月中旬以降、レポレート等への影響を見極めながら、金利入札オペのロールオーバーを見送り、こうした対応のもとで固定金利オペの応札倍率は期末にかけてやや改善した。もっとも、当座預金残高の増加に伴って資金余剰感が一段と強まり、レポレートも弱含みで推移するもとの応札は再び減少傾向にある。足許では、応札倍率が1倍強にとどまっており、銀行勢からの需要が乏しい中、金利入札オペからのシフトとみられる証券会社の応札によって、辛うじて札割れを免れている状況である。先行きについては、当座預金残高が高水

準で推移すること、金利入札オペの残高が既にゼロとなっており固定金利オペへの一段のシフトを促す余地がないことを踏まえると、低調な応札が続くものと見込まれる。なお、6 か月物オペの残高は 14.6 兆円に達しており、残高上限までの積み上げを概ね達成した。既に 20 兆円に達している 3 か月物とともに、今後はロールオーバーでの対応が基本となる。短国買入れは、短国需給に幾分緩みが生じたタイミングを捉え、ペースアップして実施した。もっとも、足許では資金余剰感の強まりから短国需給は再びタイト化しており、直近分では応札倍率が大幅に低下している。国債買入れは、2 月の会合での増額以降 5,000 億円を月 3 回のペースを継続しており、前回会合以降 3 回実施した。応札倍率は 3~4 倍台で推移しているほか、落札レートも概ね市場実勢並みとなっており、これまでのところ順調に買入れが進んでいる。特徴的な動きとしては、期末を控えた証券会社のポジション調整的な売却や大手行による期初の益出し売り等がみられた。2 年債カレント物が落札の大半を占めるケースが多いものの、発行後暫く経過した 2 年債や残存期間 2 年弱の 5 年債など幅広い銘柄が持ち込まれている。社債買入れであるが、6 日に入札を行ったが、2,000 億円のオファーに対し応札額は過去最低の 772 億円にとどまり、昨年 12 月オファー分以来の札割れとなった。社債買入れは個別銘柄の需給環境に左右される面が大きく、本年入り後は低調な応札ながらも札割れは回避されてきたが、新発債の発行が増加しにくいもとで投資家の運用対象としての社債に対する需要は強く、オペ玉が不足しがちな状況が続いている。C P、E T F、J - R E I T の買入状況はその下のとおりである。こうした買入等の結果、資産買入等の基金の残高は 4 月 6 日時点で 49.1 兆円となっている。米ドル資金供給オペは、ドル資金調達環境の改善を背景に応札額は極めて少額にとどまっている。なお、本行によるドルオペ実行残高は、現在 9.6 億ドルとピーク時の 205 億ドルから大きく減っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問があればどうぞ。

宮尾委員

二つお伺いしたい。一つは、米国の長期金利動向について、先程、市場の見方が大きく分かれているということだったが、その解釈についてお伺いしたい。今は2%前後であるが、2%位の見方と、2%台半ば、2.5%位で大きく二つに分かれていると思うが、より低い方の2%位の見方というのは、どのように考えたらよいのか。結局成長期待が基本的に下がっているとみているのか。それとも、成長期待はそんなに下がっていないが、投資家のリスク回避のビヘイビアで2%位ということなのか、というその辺の解釈である。私自身は、2%前後というのは非常に低過ぎると何となく思っているのだが、その辺の市場の解釈というか、特に慎重な見方の方の解釈について何かあれば教えて頂きたい。

二点目は、先程の金利入札オペについて、オペを見送ってきたということだったが、マーケットの声、市場参加者、金融機関の方の声で、入札オペがないことで、事実上固定金利オペで代替しているのだと思うが、何か不都合があるのかどうかということと、今後資金余剰がさらに強まっていくということだとすると、金利入札も固定金利もどちらもなかなかニーズがないという見通しなのか。その辺を教えて頂きたい。

青木金融市場局長

後者の方からお答えすると、固定金利オペへのシフトについては、最初は証券会社などでも金利入札オペがないのかという若干の意外感があったようであるが、最近は固定金利オペで来るのだなというように受け止められており、今そこで何か問題があるということではないと思っている。今後さらに資金余剰が膨らんでいくと、固定金利オペについても入りにくくなるのではないかという点については、そのとおりだと思う。固定金利オペの応札倍率からも分かるように、例えばレポや短国での運用レートが相当下がってきてしまっているの、固定金利0.1%で取るインセンティブが段々なくなってきている。勿論、証券会社にはただの運用ではなく、根雪

のような資金調達ニーズもあるが、それにしても長い6か月物を取るよりは3か月物の方を取りたいというようになるので、6か月物オペの需要が段々なくなっていくと次は3か月物という形で、応札倍率に段々低下圧力が強まっていくということだろうと思っている。

それから、米国金利の水準について、2%が高いか低いかというところは、市場の評価という意味でもよく分からない。そういう議論が必ずしもあるとは思えないのだが、やはり今市場が注目しているのは、米国の追加緩和があるかどうかであって、その見方によって、米国の金利についても見方が分かれてきているというのが、一つの大きな違いだと思う。先程おっしゃった2%という絶対水準がどうかというところは、マーケットでそういう議論が必ずしもあるとは思えない。2%台あるいは2.5%の方に向かっていくのかというところは、米国の追加緩和を意識して金利が上がり、その後、直近では必ずしも追加緩和がないかもしれないというように、米国の追加緩和を巡る思惑でマーケットの見方は結構振れてきた。

石田委員

オペの社債の買入れの2兆円は、ほとんどがもう12月越えか。

青木金融市場局長

まだそうではない。今どの位が12月末越えになっているかという正確な数字はないが、「ほとんどが12月末越え」ということではない。

西村副総裁

金利入札オペのある種の rationale として、機動的に対応できるということがあった訳である。それで、もしかすると、どこかにヒッチが回らないかということがあったのだが、最近の動きをみると、皆さんが一応固定金利オペで対応するというので、そういうヒッチが起こるような可能性はもうほとんどないというか、凄く減っているというように判断して良いか。

青木金融市場局長

基本的には当座預金残高が大きいと、大きなヒッチが起こる可能性はその分小さいと思うが、資金偏在は常に起こり得る。

西村副総裁

資金偏在に関しては、かなり偏在しているのか、それとも遍く沢山あるという感じになっているのか。

青木金融市場局長

地方交付税が出るとかといった特定日に、資金偏在が少し強まる時はある。そういう時も基本的には、マーケットでやりとりできると思うのだが、本当にヒッチがあるかどうかはレポレートに反映される。レポレートは先程ご覧頂いた図表 1-2 の表にあるように非常に落ち着いているので、基本的には何かヒッチが起こっているというようなことではないと思っている。

山口副総裁

調節のやや技術的な話になるが、金利入札のオペレーションは、それを実行する時には資金供給をし、期日の時には資金吸収をする、いわばお金を出すタイミングと吸収するタイミングの両方を自在にコントロールできるという意味で非常に便利なオペレーションだ。そういうオペレーションがない状態で、今西村副総裁が言われたことと関連するが、実際の金融調節に齟齬を来すことは本当はないのか。これから先を見通してもそういう問題はないと考えていて良いのか。

青木金融市場局長

基本的には、3 か月、6 か月であるが、ぴったり 90 日ということではなく、その限界の資金の余剰日にその 3 か月物オペが落ちるようにして、金

利入札でも行っていたように、落ちる時が極力資金の余剰のところ当たるようにやっている。それだけで十分か、それでもやはりところどころ資金のヒッチが起こるのではないかという点については、全くないとは言えないので、そういう場合には、機動的に金利入札オペを入れる必要があると考えている。

雨宮理事

定義的に言えば、マーケットで正の金利が成立し、需要と供給がほぼ近接したところで需給のバランスで金利が動くという世界であれば、ご指摘のとおり、金利入札オペで、需要と供給の変わり目を捉えて、オペをやる時には資金不足、デューの時には余剰というタイミングを捉えながら需給を均すというオペレーションが必要になってくる。しかし、今起きていることは、ご案内のとおり、マーケットの根っ子の需要を物凄く大幅に上回るだぶだぶの資金供給をしているので、基本的にはそれぞれの主体の資金需要というものは充足されている以上になっている訳である。従って、そういう状況のもとでは、細かな資金需給の綾でレートが動くということとはなかなか起こりにくいので、それに合わせたオペの必要性も低下しているということではないか。たまにレートが動くとする、そうした基本的な需給の綾ではなく、何らかのイベント、例えば今度の国債の決済期間の短縮化のようなことが起きるとか、あるいは特定の財政資金の払いによってある業態だけに固まってお金が出るのにそれが流れないといったタイミングだけなのだろうと思う。その意味では、基本的な需要を大幅に上回るだぶだぶな資金供給をやっているということで、基本的には需要は充足されているということだろうと思う。

山口副総裁

大勢観察はそうだろうと思うのだが、金利入札オペは、エンドのところをみれば資金の吸収手段である。そうした吸収手段なしで調節ができるというのも、やや疑問に感じる。具体的な調節をどのように行っているのか、

少し気になるところである。例えば、節目節目で資金吸収しなければならぬタイミングというのは、先行きを見通せば当然ある訳で、それを睨みながら資金供給も行っているということであろう。とすれば、金利入札オペという手段がなくて、今後資金需給の振れが大きい局面を迎えていった時に、何らかの問題が生じないのかどうか。基本的に問題ないということであれば、それで良いが。

青木金融市場局長

今のところは、大きな問題はないと思っている。ただ、やはり相当じゃぶじゃぶになってしまっているということから、時々であるが、都銀などからは少しは資金吸収を考えてもらえないだろうかという声は出ることがある。ただ、そういった声はまだ出始めたばかりであり、そういう声もあるという位である。

雨宮理事

敢えて言うと、そういう吸収の綾を捉えたオペレーションをしないということは、これから6月の国債の大量償還に向けて大幅な資金余剰期に入るので、それを調節しないで資金が段々駆け上がっていくことになるが、実際には資金は駆け上がらずに、資産買入基金の社債か短国オペか共通担保あるいは固定金利オペか分からないが、どこかで札が割れる、金がだぶだぶになってもういらぬということや資産買入基金の積み上げペースに影響を与えてくる、そういう格好で調節に影響を与えてくる可能性はあるかと思う。

白川議長

感想であるが、今吸収の話をしていると、先進国の中央銀行をみて、今そもそも吸収はおろか供給もそうだが、とにかく日々のオペレーションは頻度が圧倒的に減っている。そういう意味では、今は通常の意味でのオペレーションをやっている中央銀行がほとんどなくなっている。もうベ

た一つと資金を出してその中で調整をやって下さいという話で、そういうところに比べてみると、日本銀行は、そうは言ってもこういう固定金利であれ3か月とか6か月とか結構な頻度で入っているので、そのタイミングを使って資金調達をするというオプションがあるという意味では、まだそれでも肌理細かな調節をやっているなというのが私の大勢観察である。

他にないか。

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。席上お配りした資料-3（参考計表）【追加】をご覧ください。まず初めに、今回の全体観を申し上げます。前回会合以降の動きをみると、世界経済はなお減速局面を脱していないという判断である。米国では、雇用と消費を中心に経済の改善が続いている。ユーロエリア経済は、輸出が持ち直しの動きをみせる中で、停滞色の強まりには歯止めが掛かっている状況である。新興国では、インドで減速のペースが緩やかになってきている。NIEs・ASEAN経済も持ち直しつつある。米国向けや一部新興国向けを中心に輸出や生産が持ち直していることが、回復のドライバーになっている。このように、各国・地域で徐々に改善の動きが広がりを見せつつあることは確かであるが、成長率が高まるペースは極く緩やかであり、中国経済にやや不透明な面がみられる点も併せると、全体として減速局面を脱しているとは判断できないということである。

まず、グローバルな製造業の動きから確認したいと思う。図表1のグローバルのPMIをご覧ください。これをみると、(1)のグローバル全体は、昨年11月を底にして生産の緩やかな改善基調が今回も続いている。国・地域別にみると、(2)米国と(5)中国で生産PMIが幾分上昇している。こ

の間、(4) の新興国全体をみると、生産PMIはほぼ横ばいであるが、受注・在庫バランスは改善傾向にあることから、生産の改善基調は維持されているようにみられる。もっとも、生産PMIや受注・在庫バランスは、ともに足許の指数の上昇ペースが非常に緩やかである点がみて取れると思う。昨年11月以降の生産面の持ち直しの背景は、在庫復元の動きが後押ししているということで、その後、改善の動きをみせている中であつても最終需要の回復のモメンタムが全体としてなかなかはっきりしてこないということが影響している。以上が製造業PMIでみた全体観である。

地域別にみていきたいと思う。まず図表2の米国であるが、(1)の雇用は、先週金曜日に公表された3月の非農業部門の雇用増が、ご承知のとおり+12万人と市場予想比かなり弱い数字となった。これまで、暖冬による押し上げ効果もあつて3か月連続で20万人を超える増加が続いてきた訳であるが、こうしたいわゆる暖冬要因が剥落したことが今回の増加幅の縮小にかなり効いているとみられる。内訳をみると、建設、人材派遣など気候要因の影響を受けやすい業種で弱めとなっている。一方、製造業であるとか、その他の業種では増加基調が続いている、それから雇用情勢に関して先行性の高い新規失業保険申請件数は引き続き緩やかな改善傾向を辿っていることなどからみて、雇用・所得環境の改善基調自体が緩やかに続くというわれわれの見方を変えるものではない。こうしたもつとで、(2)の実質個人消費は増加を続けている。今月は、過去のデータが上方改訂されたこともあつて、耐久財やサービスを中心に堅調な消費の増加が続いていたということが確認されている。(3)の自動車販売をみると、買い替え需要などが寄与していることもあつて、3月で1,460万台と高めの増加が続いている。このように雇用・所得環境が基調的に改善する中で個人消費は増加を続けているが、懸念材料としてはガソリン価格の上昇が消費に与える影響がある。もっとも、(4)の消費者コンフィデンスをみると、ガソリン価格高騰による下押し効果を、株高とこれまでの雇用の改善が相殺しているという形で、上昇傾向が維持されている。従つて、目先も消費の緩やかな増加は続くと思つて良いと思つている。次に設備投資だが、(5)の

サーベイ調査をみても、企業の設備投資スタンスが積極化していることが窺われる。投資の増加基調は維持されるとみている。以上の需要動向を受けて、(6)のISM指数は、製造業、非製造業ともに50をはっきりと上回って推移している。生産は、緩やかであるが増加を続けている。このように、米国経済は引き続き緩やかな回復を続けている。雇用・所得環境の改善につれて、消費の底堅さも徐々に増していくとみているが、いつも申し上げているバランスシート調整圧力は残存している。さらには、先程申し上げたガソリン価格の高騰は、短期的には個人消費に急ブレーキをもたらしかねない要素である。もう一つは、年後半以降、財政再建問題が再び焦点となる可能性がある。この二つが不安材料として挙げられる。

続いて、図表3ユーロエリア経済である。(1)の域外輸出と生産をみると、1月に入り輸出に持ち直しの動きがみられている。生産は、これまでの輸出の伸び悩みや域内需要の低迷などを受けてなお減少しているが、足許にかけて減少ペース自体は緩やかになっている。(2)の消費者コンフィデンスをみると、区々である。イタリアやスペインでは悪化した状態が続いているが、ドイツ、フランスは幾分持ち直しの動きである。もっとも、(3)の新車登録台数は大幅な落ち込みが続いている。内需の低迷はなお深刻であり、こうしたマインド改善の動きが消費の押し上げに繋がるには、相応の時間を要するとみてよいと思う。欧州についても原油高の影響がある。(5)原油価格の影響を欧州企業のリスク要因としてみた場合、欧州企業の出荷価格、購買価格の推移をみると、出荷価格が横ばい、その中で仕入価格が上昇しているということで、収益が圧縮されるリスクが高まっている。今のところ、差分が下の棒グラフであるが、過去のエネルギー価格高騰時と比べれば、シャドーで示される原油価格の下押し効果は限定的となっているが、今後注意が必要かと思っている。先行き、輸出が持ち直し生産がここに続くとしても、金融機関の貸出厳格化など、金融面の下押しがラグを持って設備投資を押し下げるリスクが残っていると思う。図表4-1に貸出の動きを示しているが、そうした意味で、ユーロエリア経済では引き続き金融環境の動向も先行きの鍵を握るとみている。図表4-2

で、欧州債務危機と金融市場の動向に簡単に触れたいと思う。前回会合以降、ギリシャの第2次支援策は正式に承認され、ギリシャの当面の資金繰り懸念は後退しているが、今後第2次支援策が円滑に実施されていくかはまだまだ不透明である。財政再建と構造改革を計画どおりに実行できるかどうかといったところはクエスチョンマークで、ギリシャについては、長期ゾーンの対独スプレッドがこの間も拡大している。スペイン、イタリアについても、ファイアーウォールの拡充は一定の進展がみられたが、スペインは財政再建に対する懸念の高まり、イタリアは労働市場改革を巡る不透明感といったことを材料に、スプレッドはともに拡大している。

次に、図表5の新興国に移りたいと思う。中国については、(1)で工業生産とGDPとの連動性は高く、非常にマッチしている。2月までの実績をみる限り、輸出の減速を受けて、生産は小幅に減速している。先行きを占ううえでの(2)の製造業PMIをみると、二つあって、いつもは中国物流購買連合会ベースというものをおみせしている。この3月のPMIは上昇しているのだが、もう一つがもう少し幅が広いとか対象の広いHSBCの製造業PMIであって、これは少し違う動きをしている。HSBCの方は、中小企業を取り込んでいるので、中堅・中小のところが大企業に比べて少し弱いということがあるかと思う。このHSBCの分を幾分割り引いて評価する必要はあるが、このPMI等をみる限り、減速感は見られるもののそれなりの生産のモメンタムは維持しているのではないか。2012年第1四半期の生産を占うとすれば、減速はしてもそれなりに堅調な伸びになるという見方を私共はしている。(5)NIEs・ASEANの輸出・生産は回復基調である。1~2月を均した輸出・生産の実績は引き続き大幅なプラスを維持した。米国向けや一部新興国向けを中心に、輸出や生産が回復していることを映じている。タイの洪水からの復旧による反動も当然押し上げに寄与しているが、(6)韓国・台湾の新規輸出受注PMIをみても、改善の動きが継続しているように窺える。こうした結果から、NIEs・ASEANの輸出や生産は持ち直していると判断される。

国際商品市況の特徴点だけ、一言加えさせて頂きたい。原油価格はここ

のところブレントで125ドルと高止まっているが、この数週間、1か月位は横ばいである。(2)に非鉄金属、農作物価格が書いてあるが、これらは、足許はほとんど横ばいで、去年との比較でみるとまだかなり低い。今日はお示ししていないが、CRBのインデックスでみると、去年の春のピーク比ではまだ-17%位ということで、今のところ今回の商品市況は、石油が目立って上がっているということである。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

アメリカについて、雇用の今後の見通しをお伺いしたい。消費者信頼感指数をみると、ミシガン大などは全体としては高い水準で、コンファランス・ボードも高い水準であったと思うが、どちらも先行きの期待指数とか6か月先の見通しなどをみると若干下がっていて、コンファランス・ボードの方は雇用を少し慎重にみているようである。将来のところが下がっているが、それは雇用が関係しているようである。雇用の今後の見通しをどのようにみているか、教えて頂きたい。

大野国際局長

雇用の見通しについては、先週出た3月の計数が少し弱かったという感じがある。ただ、基調的にみると、例えば今日お示ししている参考図表1の15.非農業部門雇用者数をみると、3月は+12万人であるが、1~3月でみると+21.2万人ペースである。これが維持できるかどうかということはあるが、1か月、2か月位の振れということと、それから暖冬の影響が少し上乘せされていたということからすると、基調的には+21万人よりもう少し低いところ、多少期待も込めて+20万人前後位のところで継続してくれば良いと思っており、その実力はあるのではないかと思っている。もう一つは、統計的なテクニカルな話なのだが、このところどうも雇用統

計の方が、回復局面ということもあって、上方修正が続いている。大体半年位で平均月 3.5 万人位上方修正があるし、先程申し上げた新規失業保険申請件数からみると、3 月は少し過小評価されている可能性もあり、引き続き毎月丁寧にみていきたいと思っている。

森本委員

ヨーロッパについては、6 月までに自己資本比率 9%ということで、一頃デレバレッジの話がよく出てきたと思うのだが、その後増資もそれほどやられた形跡もない。中東欧は相応の影響は出たのだが、アジアはそんな影響はないという話で、あまり深刻な影響が出ていないような感触だが、その辺についてももう少しコメントして頂けることがあればお願いします。影響はあまりないということなのかどうか。

大野国際局長

あと 2 か月ということなのだが、当初心配していたほどには、大きな問題は生じていないようである。特に、主要国——ドイツとかフランスとか、あるいはイタリアも含めても良いかもしれない——、それから大銀行については、状況は非常に落ち着いているというように聞こえてきている。むしろ周縁国の中堅以下——スペイン、それからギリシャは少し別格だが——については、この新しい基準をパスするのに少し難儀をしているということはあるようであるが、何分、中小・中堅であるので、实体经济に対する影響は、まずユーロ域内に対しては非常にマージナルであるということが一つ。それから、アジア等のエマージング諸国については、引き続きデレバレッジの動きが継続しているようだが、数か月前にご報告した感じ、すなわち現地、それから豪州、日本の金融機関——日本は今少し慎重にはなっているが——辺りで穴埋めはできており、中東欧を除けば限定的というように聞いている。

森本委員

日本に対して債権の売りの話とか色々あったという話も、その後、結構選別されているような感じで、あまり来ていないようである。あまり目立った動きがないのに、なぜそうやって数値が順調にいくのか、今一つぴんとこない。

中曾理事

6月のEBAの自己資本比率規制というものが注目され過ぎているという気がする。つまり、これだけでは多分ないと思う。銀行は、多分、デレバレッジをドライブしていく要因として、バーゼル2.5、バーゼル3、流動性規制、この辺を意識している。デレバレッジの影響というのは、もう少し長い期間の評価をみていく必要があると思っている。そのうえで、全体的な評価がなかなか難しいという中には、国別に銀行のビジネスモデルがかなり違う、通貨建てで影響が違う、それから融資の分野でも影響が違うという点があるように思う。まず国別で言うと、これは通貨建てのところと関係をしているのだと思うが、特にデレバレッジの影響を気にしておく必要があると思うのは、ヒアリングなどの情報を総合すると、ドル建ての部分が恐らく一番圧力的には強いのではないかと思う。そうすると、そういうビジネスに特化しているのはどちらかと言うとフランスの銀行であるので、既にかなりやってきているが、恐らくまだ先程申し上げたような文脈、つまりバーゼル3、LCRといった観点からは、なおバランスシート調整圧力は続くのではないかと思う。それから、よく言われていることであるが、分野的にはインフラ・ファイナンス、トレード・ファイナンス、プロジェクト・ファイナンス、こういった辺りも特にアジア太平洋地域では、フランスの銀行が比較優位のある分野であるので、ここが肩代わりをみつけれない場合は、新規の融資の抑制も含めて、ある程度時間をかけながらではあるが、影響がなお出てくる可能性があるかとみている。

西村副総裁

スペインの状況をどのように考えれば良いか。特にイタリアとの比較である。イタリアは、色々言われている割には、貿易もプライマリーバランスもそんなに悪くないが、スペインに関してはデータをみている限り相当・・・。

大野国際局長

今一番問題になっているのは財政収支の目標値の上振れということだが、成長率自体もかなり下方修正されていると思う。元々、政府は 2012 年の見通しが 2.3%と言っていたが、今はマイナスが必至ということである。スペインの経済情勢自体については、緊縮策、フィスカル・ドラッグということと、民間自体の活力もドライバーがないということで非常に厳しく、いわゆる調整局面に直面しているということが一つあると思う。それから、金融システムが相当弱いということで、金融システムに対して例えば 2 月にも不動産関連債権に対して引当金と資本増強策の指令を発出した訳であるが、それが上手くできるかどうか懸念されている。まず実体経済が弱い、それから財政再建が相当きつい、金融システムが弱いという三つ、さらにもう一つ、政権の基盤自体が今かなり危ないというところがある。これはご承知のとおりアンダルシアの自治州選挙で、実質的には与党は敗北してしまったので、そういった中でリーダーシップを発揮して、財政再建を国際社会、それからユーロエリア中でしっかりと説得できる形で上手く落とし所をみつけられるかどうかというところについて、相当心配がある状況だと思う。

中曽理事

銀行システムが弱いことに関し、気にしておいた方がいいと思う一つの点というのは、欧州の成長率が下振れるようなケースに特に想定されるのだが、不良債権の比率が上がってくる可能性があるという点である。つまり、言い方を換えれば、不良債権の認識がまだ遅れている可能性がある。

一般に成長率が下がってくると、不良債権比率が上がっていく傾向があるとすれば、実はまだそういう状況が観測されておらず、これから上がってくる可能性もある。先程のデレバレッジの問題とも関係するのだが、今後、輸出の依存度が高い経済の不良債権比率がどの位上がってくるかどうか——これは認識にラグがあるということだと思うが——、一つのポイントだと思っている。

西村副総裁

特にその点では、スペインの住宅価格の下落はあまりにも小さいので、これはどうも妙な感じがする。この辺のところがかハに効いてくる訳であるが、そのかハが他のところに効いてくるとすると、相当な影響が出るというように思う。そこは注意してお願いします。

石田委員

米国経済だが、少し陰りが出たような感じもないこともないが、通常米国経済が回復する時には、建設関係、住宅関係がドライバーになってくると思うが、今回そのエンジンが全然ない。そのもとの、この位成長しているということになると、他のところがかなり強いのではないかという仮説はあるのか、それともそういう仮説は成り立たないのか。他の部門でこれだけ成長しているのであれば、かなり強いのではないかと感じている。

大野国際局長

需要コンポーネントでみた場合、二つあると思う。一つは輸出である。純輸出という意味では、マイナスが少ないという程度かもしれないが、少し前からのドル安ということもあるかもしれないが、輸出は意外と健闘しているということが一つ。それからもう一つは、やはり設備投資は強いと言って良いと思う。これは、大企業がリーマン・ショック以降相当人を減らし、収益を確保して、そういった中で、先程も少しサーベイをご覧頂いたが、設備投資は従来に比べても強いということとは言えるのではないかと

思う。だからと言って、住宅等の大きな重石を抱えた中で、米国経済が非常に速いペースで回復できるかということについては、まだまだ懐疑的にみておいた方がよいということだと思う。

西村副総裁

それに関連して、忘れたので教えて頂きたいのだが、連銀の資本支出のサーベイはD Iか。

大野国際局長

D Iである。

西村副総裁

D Iだとすると、やはり企業の数の問題がある。

大野国際局長

ある。

西村副総裁

そうすると、一見強そうに見えるが、中小企業は多分相当強くその影響が出ているので、これを深読みするのは少し危ないような気がする。

宮尾委員

原油価格のところなのだが、図表 6 (3) の原油の先物について前回会合対比で少し下振れているというような動きもあるし、アメリカのガソリン価格は4ドルに近付いているということだが、これが4ドルを超えていくのかというところが気になる。データをみると、例えば普通のガソリンではないディーゼルの価格は頭打ちみたいな感じもあって、少し一服感があるような気もする。この辺の先行きの見通しについて、何かあれば教えて頂きたい。

大野国際局長

二点あると思うのだが、一つは地政学リスクである。イランの問題がどのように決着するかはまだ予断を許さないで、ここの部分はテールリスクとしてあり得る。ただ、マーケットの方ではそれも含めて、何となく中国が少し減速しているのではないかと、そういった需給面・在庫面からみると、そんなにどんどん上がっていくというような状況ではないということ、図表 6 (3) の先物がマーケットの動きとして表していると思う。それで、全体として、今 125 ドルであるが、恐らく地政学リスク部分のプレミアムが何がしか入っていて、10 ドルとか 20 ドルとかはつきりは分からないが、それが落ち着けば全体としてはもう少し下がってもおかしくないということではないか。それからもう一つ、去年の前半に全体的に相当上がった時には、鉄とかの素材の市況もみんな上がっていたのだが、今回の場合、石油及び石油の周辺のところは上がっているが、その他が比較的落ち着いているということからみると、相当程度、いわゆるイラン問題というものが大きく効いているということではないかと思う。ただ、全体的に金融緩和的な状況があるので、リスクオン、リスクオフの中で、そういったものに対して買い向かってくれば、今の 125 ドルという想定から上のリスクシナリオも捨てる必要はなく、まだそれも念頭に置いておく必要があるのではないかと。両方のリスクがバランスしているのではないかという感じだと思う。

中曽理事

若干補足すると、私自身図表 6 (3) をみながら感じたことなのだが、原油価格の先物カーブは、既往のピークのような場合には、1 年位までのところが上がっているコンタンゴ状態であるが、それに比べて今の特徴は、バックワーデーションがかなりきつい。典型的には、サプライショックが想定されているような場合に、こういうカーブになりやすいのだと思う。それから、既往ピークのコンタンゴ状態は、1 年位までのところが上がって

るのだが、原油で気を付けなければならないのは、特にWT Iのような場合、現物の価格がリンクをされるので、先物の期近なところに引っ張られやすい部分があるということもあると思う。従って、先物をよくみていかなければならないと思うし、原油には今言ったような特殊なところがあると思うので、大野国際局長が言ったように、原油も含めて他のコモディティも含めた先物と現物の両方をみていかないと、全体像はなかなか見通しにくい。原油については、いずれにしても多少そういった特殊な部分があると思う。

大野国際局長

ガソリン価格は、例えばアメリカでは今 3.95 ドル、ユーロで 1 リットル当たり 1.7 ユーロ位であるが、この状況が少し暫く続いてしまうかもしれないというのが、足許の標準的な見方だと思う。

西村副総裁

ガソリン価格はやはり特殊事情があって、リファイナリーの大きなところが潰れてしまっている。それからヨーロッパから持ってくるのが難しくなってきた。そういう事情があって、ガソリン価格が原油よりさらに高くなっているという状況がある。それがどの位続くか、これはかなり人為的な問題ではあるが、これはやはり考えなければならない。ただ、政治的にはガソリン価格は非常に重要なので、原油とガソリンの乖離というものもこれからの結構大きな判断材料になると思う。

白川議長

日本経済についてのわれわれの先行き見通しは、緩やかな回復経路に復していくというものだが、その際の論拠として二つある。一つは、世界経済について、新興国・資源国に牽引される形で成長率がさらに高まる、もう一つは、震災復興関連の需要が高まるというものだが、前者について、私自身もそういう判断をしているが、新興国・資源国に牽引されるという

場合、具体的にはどの国、どの地域なのだろうか。中国のデータを見ると、成長率自体としては、減速したと言っても高い水準ではある、しかし方向として高まる方向ではない。もしイメージしているのが中国でないとすれば、それは具体的な地域で言うと、アジアのNIEs・ASEANなのか、あるいはラ米なのか、あるいは資源国なのか。どういうイメージか。

大野国際局長

一番安定的にみられるのは、やはりASEAN、そのうちの上のASEAN5だと思う。中でも、内需が比較的しっかりしていて旺盛だという点で、例えばインドネシア辺りが期待できると思う。それから、NIEsについては、韓国、台湾は、ITのサイクルとかアメリカ経済の回復テンポにもよるが、去年の暮れから少し減速局面が強かったものが足許回復してきているので、向こう3か月、半年という単位でみた場合は、NIEs——韓国、台湾——も牽引役の一つとして含めても良いと思う。インドについても、少し減速が強かったのだが踊り場から少し回復しており、これも数か月単位では期待できる。中国は、白川議長がおっしゃったとおり、今までのように引っ張っていくというよりは、引っ張り方は少ないということだと思う。半年程度の単位でみた場合は、インド、ASEAN・NIEs、ここが一番大きなところだと思う。それから、その他の地域については、ロシアがかなり足許強いということは言えると思う。それから、オーストラリア等の広義の資源国の大国が足許少しであるが比較的底堅いと言えるかと思う。ラ米は、区々であるが、どちらかと言うと足を引っ張るよりは少し全体を支えてくれるということなのだが、これはアメリカ次第ということがあるので、アメリカとセットで考えなければならないと思う。一番の大きいところは、繰り返しになるが、アジアのエマージング諸国、それからNIEs、それと一部の大きな資源国というのが、今の商品市況等の状況が続くとすれば、かなり底堅い動きを示してくれるのではないかと期待できると思う。

白川議長

他にないか。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

資料－4（参考計表）に沿って説明する。まず図表 1 の短観の業況判断である。(2) 非製造業は大企業、中小企業とも引き続き改善したが、建設、消費関連が引っ張ったということであるので、内需の堅調さを反映したものであると思う。特に中小企業については、前回のピークに近付きつつあるという堅調さである。(1) 製造業は、大企業が前回悪化した後横ばい、中小企業は、内需のウエイトが高い訳だが、前は改善し今回は水準はなお高めだが大企業にやや遅れて小幅悪化ということである。こうしたことからみて、輸出関連業種の慎重さが残っていると判断している。ただ、大企業の製造業についても、先行きまで含めれば下げ止まりから持ち直しに向かいつつあるとみられるので、弱さが残る輸出関連についても持ち直しの兆しが出ているということが言えるのではないかと思う。これに関連して図表 17 をご覧頂きたい。図表 17 は月次の調査であるが、(1)の大企業について、全産業、帝国データバンクというところをご覧頂くと、3月の調査が2月に比べてしっかりと改善している。短観は調査期間が大体2月下旬から3月中旬位で終わるが、この帝国データバンクは3月下旬の調査で、より新しい調査である。若干株価に引きずられている可能性はあるかとは思いますが、一応大企業製造業についても景況感は先行き持ち直し方向とみて良いのではないかと考えている。

図表 4 の公共投資である。出来高統計の1月が入ったが、前年比が -0.3% 、前月比が $+2.2\%$ 、この結果1月の10～12月対比は $+2.6\%$ とプラスに転じた。先行指標の請負金額は、2月まで入って1～2月の10～

12月対比が+8.2%と増加幅が拡大しているので、出来高の方もこれからさらに増えてくるだろうということである。公共投資は増加に転じていると判断している。

続いて輸出入だが、図表6をご覧頂きたい。実質輸出については、2月は前月比で若干プラスではあるが、なお横ばいということだろうと思う。1~2月の前期比をみても0.0%なので横ばい圏内である。一方、実質輸入については、1月が原燃料を中心に相当増えたが、2月はその反動が出て前月比-8.6%になった。この結果、今朝ほど出た国際収支では、経常収支が1月+0.12兆円がリバイスされて+0.14兆円になった。2月は+0.85兆円と経常黒字が再び拡大している。貿易収支については、1月-0.70兆円の後、2月は-0.04兆円とほぼゼロというところまで改善している。原計数については、1月は経常収支も赤字になった、あるいは貿易収支も赤字が続いたということだが、2月は双方とも黒字になり、貿易収支については原計数でみて昨年9月以来の黒字に転化した。図表8、実質輸出の地域別をご覧頂きたい。第1四半期をご覧頂くと、米国向けは小幅ながら増加が続いている。EU向けについては、1月は船舶を中心に増えたが2月が反動減となり、1~2月では-2.8%と引き続き減少した。中国は、1月は春節の影響で減った後、2月は反動増となったが、1~2月を纏めてみると、10~12月対比でまだ-1.0%と弱めになっている。NIEsも、1~2月はまだ小幅の減少となっている。一方、ASEAN4については、+11.6%とタイの反動増でこの辺りは増加に転じてきている。NIEsは、全体ではまだ若干マイナスであるが、NIEs以外も含めた(2)財別をご覧頂くと、情報関連については、第4四半期が-5.0%の後1~2月が前期比+3.0%と反発の兆しが出てきている。これと関連して、図表11(2)世界半導体出荷は2月まで数字が入っているが、久方振りに1~2月で前期比プラスに転じており、世界的な情報関連については在庫調整が進んできたということを示唆したものではないかと思う。また、ここには書いていないが、先般の短観の海外需給判断についても、3月は下げ止まった後、先行き少し改善するというようになっているので、この辺りを総合してみ

れば、先行きの輸出については少しずつ持ち直すのではないかと考えている。ただ、私共が企業にヒアリングをすると、少しずつ明るい感じにはなっているのだが、ウエイトが2割位ある中国向けについてなかなか持ち直しが感じられないという声も現時点では多く、輸出が持ち直すペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性にも一応の注意が必要ではないかと思っている。

続いて企業周り、図表 16 をご覧頂きたい。短観で経常利益を確認すると、(4) 非製造業中小企業は 2011 年度、2012 年度ともかなりの増益を続ける見通しになっている。(2) 製造業中小企業についても、2011 年度は若干減益であるが 2012 年度にかけてしっかりしていくということだと思う。(3) 非製造業大企業については減益になっているが、これは電力の減益によるものであり、それを除くと小幅のプラス、増益が続く。(1) 製造業大企業は、まず輸出関連ということになると思うが、2011 年度がかなりの減益の後 2012 年度は横ばいあるいは若干の増益にとどまっている。ただ、大企業の製造業については、現段階で回答していない企業がまだ結構ある。その中には恐らく 2011 年度に大きく落ち込んだ企業で 2012 年度に回復するだろうとみられる企業も少なくないと思われるので、恐らく 6 月には 2012 年度の増益はもう少しはっきりしてくるのではないかと考えている。

図表 18 の設備投資であるが、機械受注は 2 月はまだ出ていない。建築着工床面積の 2 月は、1 月が相当強かったその反動減となっている。ただ、1~2 月で見れば 10~12 月対比+8.9%なので、機械受注と合わせて均してみると緩やかな増加基調が続いていると思う。資本財総供給は、機械投資の一致指数であるが、1~2 月では極く小幅の-0.4%となっているが、3 四半期連続で増加した後の小幅の減少であるので増加基調が続いており、もしかしたら 1~2 月辺りは昨年海外経済減速、円高の影響がやや出ているということかもしれないが、緩やかな増加基調という判断を維持することで良いと思っている。図表 21 は短観の設備投資計画である。各グラフの左端の 3 月の丸印が 2012 年度の 3 月の出だしの計画である。これのみ

ると、(3) 非製造業大企業を除くと、大体過去の平均よりも強めになっている。とりわけ収益が好調な(4) 非製造業中小企業については、サービス関連や情報通信などを中心に堅調な出だしとなっている。こうした短観の設備投資計画も合わせてみると、先行き設備投資は緩やかに増加していくというこれまでの見方を維持することで良いと思っている。

続いて個人消費である。財の消費について図表 24 (1) をご覧頂きたい。小売業販売額が 2 月まで入っており、1~2 月で 10~12 月よりもさらに増加している。これは主に自動車良かったということなのだが、その自動車については、(2) 耐久消費財が 3 月まで入っているが、高水準を維持している。これは、言うまでもなくエコカー補助金なども影響していると思う。図表 25(1)の小売店販売は、2 月は寒かったということでスーパーは肌着が売れて好調、百貨店は春物が売れなかったことでやや低調だが、総じてみれば横ばい圏内であると思う。コンビニがかなり増えているが、これは一部のコンビニで震災復興支援の宝くじの販売が増えたということであり、やや出来過ぎだと思うが、それを除いても堅調に推移しているということだと思う。(2) サービス消費は、少し振れているが基調には基本的に変化はないと思っている。小売関係、サービス関連の企業からは、被災地での消費のほか高齢者向けを中心とした単価が高めの財・サービスが比較的好調であるという声が多い。図表 26 のマインド指標も総じて改善傾向だが、景気ウォッチャー調査の 3 月が本日の 14 時に出ているが、景気の現状判断は、家計関連については 2 月の 44.4 から 3 月は 51.1 とかなり増加している。ただ、先行きについては 2 月と 3 月はあまり変わらず 49.9 の後 49.3 となっている。みる限り 3 月は毎年少し季節的に上がる感じがあるので、それも影響していると思うが、あるいは株価が良かったことなども影響しているかもしれない。いずれにせよ、これも含めて、消費者マインドについては総じてみれば緩やかに改善しているということの良いのではないかと思う。個人消費の先行きについては、これまでと見方を変えていない。賃金がなかなか伸びないために順調に増加していくとまではみていないが、エコカー補助金の効果は目先続くと思われる。また、

雇用環境の改善が続いている。あるいは企業が供給面を強化している高齢者向けの消費も総じて堅調であるということなども踏まえると、消費は当面底堅く推移するとみて良いのではないかと思う。住宅関連は図表 27 である。2 月の総戸数は 91.7 万戸とリバウンドしている。この結果、1~2 月で 87 万戸と、四半期でみると 10~12 月に一旦減った後 1~2 月はリバウンドしたということである。これは、一旦終了した住宅エコポイントが再開されたことと、被災地における着工が大幅に増加したことが影響していると思う。東北 3 県については、前年比で申し上げると、10~12 月は大体前年比ゼロ位であったところが、この 1~2 月は 4 割弱位の増加になった。

続いて生産である。図表 29、鉱工業指数統計の数字を申し上げるが、生産の前月比は 12 月、1 月と増加が続いた後、2 月は若干の反動減となっている。ただ一方で、出荷は 1 月に減少の後 2 月はプラスになっている。在庫は横ばいである。生産については、公表ベースの数字をみると 1~2 月の 10~12 月対比が +2.9% となっているが、いつも申し上げる季節調整の歪みを調整した実勢ベースでは、われわれは大体前期比 0.0% と考えており、今のところ生産はなお横ばいと判断している。ただ、ここにもあるとおり、3 月、4 月は生産予測指数が 2 か月連続で上がるし、実勢ベースでも上昇すると考えている。また、図表 30 (3) の生産予測指数の修正状況は、2 月は若干下方修正されたが、均してみればやはり下振れ傾向が止まってきているということが言えるのではないかと思う。図表 32(1) は鉱工業全体の出荷・在庫バランスである。棒グラフのマイナス幅が縮小してきているのは、出荷・在庫バランスが徐々に改善してきているということである。この最大の理由が (5) 電子部品・デバイスであり、先程の生産予測指数の動きもそうだが、生産の持ち直しを示唆するサインは少しずつ増えてきているということだと思う。私共が企業ヒアリングしたところ、1~3 月については前月時点での見通しに比べると若干下振れて大体前期比横ばい位と聞いている。下振れの主因は、中国向けを中心とした一般機械の下振れであると聞いている。一方、4~6 月については、前期比 1% 程

度増加するのではないかと、現時点の感触としては聞いている。この理由としては、一つには輸送機械が高水準の生産を続けること、二つめに情報関連の増加も徐々にはっきりすること、三つめに金属製品や窯業土石などで復興関連需要が増加してくるということがある。内外需要の動向も踏まえると、生産は次第に増加に転じていくとみて良いのではないかと思う。

続いて雇用である。図表 34 をご覧頂きたい。失業率については、少し振れているがまだ横ばい圏内である。一方で、有効求人倍率については改善が続いている。2月の水準は0.75倍であり、2000年代の平均が0.76倍であるので、大体平均並みまで改善してきた。図表 35、短観からみた労働需給についても、(2)にあるように非製造業を中心に少しずつ「不足」超の方に振れつつある。次に名目賃金は、図表 33 の毎月勤労統計で、1月が確報で変わって-0.9%となったが2月は逆に+0.7%と、今のところ均してみるとまだ若干弱めであるが大体ゼロ%近傍が続いている。2月については、閏年で平日がいつもより2日多かったため、かなり高い伸びになった。時間あるいは日数で払われている方も結構いるので、その影響だと考えている。今回、過去に遡って30人以上のところサンプル替えがあった訳だが、そのサンプル替えはどちらかと言うと賃金が少し弱めに出る方に影響したということをつけ加えておきたいと思う。雇用者所得については、当然これから経済活動の回復が下支えに作用する訳だが、昨年度下期の製造業大企業の厳しい収益、これが今年の賞与の押し下げに働くことなどを考えると、当面目立った回復も期待しがたく、横ばい圏内かと思っている。

最後に物価である。図表 37 をご覧頂きたい。国内企業物価については、新しい数字が出ていないため、判断は変わっていない。国際商品市況については、図表 38 (1) をみると足許若干下がっているが、3か月前対比ではまだ上昇しているし、国内企業に対してはラグを持って影響するので、当面国内企業物価は強含むという前月の判断を維持することで良いと思っている。C S P Iについて一言だけ申し上げたい。図表 43 のC S P Iについては、これまでマイナス幅が縮小傾向と申し上げており、これに

については現時点でもその判断は変えていない。ただ、例年そうなのだが、過去の数字が遡及改定されてこの1年位の動きが毎月0.2%ほど下方改定された。これは、銘柄の見直しなどによって大幅に上昇していたプラントエンジニアリングの上昇幅が縮まったことによるものである。また、このグラフをご覧頂いて分かるとおおり1月、2月に若干マイナス幅が拡大しているが、これは広告の反動減ということである。広告については、一つは収益が悪化している電機などの広告が落ちた部分があるのと、もう一つは振れだと思う。先程申し上げたように、マイナス幅が縮小傾向にあるという判断は変えていないが、昨年度下期の収益は製造業大企業が悪かったということなので、その辺りが4月以降の新年度の価格改定にどう影響していくかということについては、一応注意してみたいと思っている。続いて図表44のCPIである。(1)にあるとおおり、除く生鮮食品ベースでみたCPIは1月に比べて2月が0.2ポイント改善して+0.1%となっている。これは財の改善によるものだが、これはテレビが銘柄変更されて2月が1月に比べてかなり上昇したことの影響が大きく、今後も数か月継続していくということではない。ただ、図表46でやや長い目で物価の基調的な変動をみると、(1)にあるとおおり刈込平均が緩やかに改善している。また、(2)にあるとおおり上昇・下落品目の比率も緩やかに改善してきている。細かく何が変わっているかを見出すとよく分からなくなってくるのだが、例えば2010年頃と比べて何が改善しているか幾つか代表的なものを申し上げますと、まず米が最近上がっている。これは恐らく放射線の影響で供給が少し減っているということ、あるいはブランド米に対する需要が高まっているということだと思う。このほか、被服が以前と違って少しプラスに転じているし、食料工業製品辺りも若干だがプラスに転じている。また、サービスでは工事費関係が少しプラスに転じてきている。これは、長い目でみた場合の変化としてである。図表40(3)販売価格判断DIについては、製造業が足許少し弱いですが、非製造業については大企業、中小企業とも緩やかな改善傾向が続いているということであり、これは(2)にあるような需給の改善傾向を反映した動きと考えている。

以上を纏めると、まず実体経済の現状については、国内民需が堅調を続けており、その中で今後の景気の鍵となる公共投資と輸出のうち、公共投資は増加に転じたということだと思う。一方、輸出についてはなお横ばい圏内であるが、タイの影響もあって幾分落ち込んだ10～12月とは違って下げ止まってきているということであり、先行きの持ち直しを窺わせるサインも出始めている。これらを反映して、生産の持ち直しに向けた動きの材料も増えている。このため、景気について現状は、なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きもみられていると判断しており、先行きは、次第に緩やかな回復経路に復していくと考えている。1月の中間評価との関係でみると、概ねシナリオに沿った動きと考えており、その蓋然性が高まりつつあると評価できるのではないかと思う。CPIの前年比については、当面はゼロ%近傍で推移するという判断を維持するということが良いと思う。現状、原油価格はドバイで120ドル強位、為替相場は80円台前半位だが、仮にこれらが維持されていけば、本年後半にかけて極く小幅ながらプラスが定着していくという可能性もあるとは思いますが、勿論この辺りの前提条件がどうなるかは分からない。また、4月のサービス価格などの改定状況についても見極めていく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

先程、住宅投資で被災地の方が少し増えているという話であったが、どうやってファイナンスしているのかと思う。というのは、企画局の資料をみると住宅ローンはあまり増えているようにはみえない。一時、二重ローンなどという話もあったと思うが、どのようにファイナンスしているか分かるのか。

木下理事

二重ローンの話は比較的事業者的なところが多いのではないかということだろうと思う。それから、例えば保険や補償のお金がかなりだぶついているということなので、そういうところがベースになっているのではないかと推測される。

白井委員

新規のローンというよりもそういう保険などということか。

木下理事

そうである。大分手許はお金がだぶついていると聞いている。

白井委員

家の改修も入っているのか。

前田調査統計局長

相当増築すれば入っていると思うが、床面積が変わらないで改修するのはこの統計には入っていない。今、木下理事が言ったように、地震保険についてはかなり払われており、その辺りが影響していると思う。

森本委員

調査統計局に聞く話ではないかもしれないが、図表 17 の企業マインドのところ、帝国データバンクの全産業大企業の数字はここ数か月ずっと 38 位で安定していたのがここへ来て良くなっているという全体観はよく分かる。震災前の水準に比べると、帝国データバンクの方は上回っているが、製造業、非製造業別にみると QUICK 短観、ロイター短観とも、非製造業は近い水準なのだが、製造業などは全然違う低い水準である。これはデータが相当少なくてばらつきがあるという感じなのか。

前田調査統計局長

そう思う。QUICK短観やロイター短観は、製造業、非製造業を合わせて確か400社位であったと思う。

森本委員

帝国データバンクというのはどれ位か。

前田調査統計局長

帝国データバンクは何千社であったと思う。かなり数が違って、400社というのと昔の日本銀行の主要短観のような感じで、1部上場企業よりも数が少ないのでかなり限られた、多分円高の影響を受けやすいような企業が多いのだと思う。今手許に数字がないのだが、帝国データバンクはもう少し広い範囲を対象としたものであるということであったと思う。

森本委員

やはりデータが相当少なく、少し偏っている感じはあるのだな。

前田調査統計局長

帝国データバンクは、中小企業も合わせて全体で10,700社で、確か大企業はそれでも数千社はあると思う。

森本委員

それからもう一つ、設備投資について、震災絡みの復旧・復興が上積みの方であるのはよく分かるのだが、その下の方のベースを支えるものとしては、バブルの後の設備が相当古くなってきていると思うが、そういう更新投資などがここへ来てしっかりと出てきて、その辺がベースを支えて、上積みの方で少し震災関連が出ているという構図だと思って良いのか。その緩やかな伸びというのは。

前田調査統計局長

私共はそのように考えている。

森本委員

拡充投資などといったものは、あまりないということか。

前田調査統計局長

企業によってはあるかもしれないが、基本的に図表 19、図表 20 にあるとおりリーマン・ショック後 2009 年にかけてドンと一回落ちた。これは特に製造業などがそうだが、減価償却に比べてそれを相当下回る水準まで落ち、一時期は更新投資すら抑制されていたところが、今徐々に出てきているという部分があると思う。従って、設備投資はそういう大きな流れがある中で、委員がおっしゃったような震災関連が少し上積みされていると考えている。

関根調査統計局経済調査課長

先程の帝国データバンクの統計だが、大企業の数 は 2,492 先である。

森本委員

分かった。

宮尾委員

図表 15 の企業収益の表に民間調査機関の野村証券調べの結果があるが、これをみると 2012 年度の予想は 2 桁でしっかり伸びている。短観よりも非常にしっかりと強い数字が出ているのだが、これはどのようにみたら良いのか。当然前年度の予想がより厳しかった裏ということもあるだろうし、短観の方は先程あったようにまだ回答が不十分であるということで、これから伸び代もあるということもあるだろう。またサンプルも違うということもあり、色々な可能性があると思うが、製造業、非製造業とも大企業は

割としっかりとした予想である。これは逆に言うと、2011 年度はかなり弱いのでその裏という部分もあるかと思うが、この辺は短観とのバランスでどのようにみていけば良いか。あと、先程の設備投資の関連なのだが、結局今年度の着地はどのようにみれば良いのか。まだ見込み段階ではあると思うが、今年度については企業収益が厳しい中でやはりまた先送りというようなこともあるので、今年度の着地は少し慎重にみておいた方が良いのではないか。しかしそれが来年度への潜在的なペントアップに繋がるという期待にも繋がるのだが。その辺り、二点教えて頂きたい。

前田調査統計局長

まず一点目である。図表 15 の民間調査機関の見通しであるが、これは数が 350 社位なので短観に比べてかなり少ないということがある。短観は大企業でも両方で 2,300 社位あるので、それに比べると数がかなり少ない。宮尾委員もおっしゃったように、彼等は、企業の見通しなども踏まえながらアナリストが予想して、それを積み上げるというようになっているので、恐らく今回短観でお答え頂かなかったような企業については、かなり増益に復するとみているのではないかと思う。

宮尾委員

アナリストの予想が入っているのか。

前田調査統計局長

そうである。2011 年度の落ち方も短観より大きかったので、その振幅が大きいのは、企業が少ないということもあるが、アナリストの予想が入っているということもあると思う。設備投資については、昨年度の着地ということか。

宮尾委員

2011 年度である。

前田調査統計局長

短観の着地が幾らになるかはなかなか予想しがたいのだが、普通にいけば6月にかけて少し下方修正されて終わる可能性の方が高いのではないかと思う。微妙であるが、通常であれば大企業については6月にかけて少し下方修正、中小企業は少し上方修正ということなので、どちらが勝つか分からないが、横ばいないしは若干下方修正かもしれない。元々、ソフトウェア投資を含み土地投資を除くベースでみると、3月時点で2011年度が名目で+2.4%となっているので、若干下方修正されても2%位のプラスは維持される可能性があるかと思う。GDPの設備投資については、1~3月がまだ出ていないので分からないが、昨年度については名目ベースで見れば恐らく+1~+2%位の着地ではないかと思われるので、大体見合ったような数字のような感じがする。

西村副総裁

化石燃料の輸入の伸びは、大体どの辺でピークアウトするのだろうか。

前田調査統計局長

化石燃料については、生産に用いられるという部分と、電力の原発からのシフトという部分があるので、前者についてはこれからまだ増えるので全体として頭打ちになるかどうかは分からないが、後者の部分については、このままでは5月に原発が全部止まってしまうので、それ以上は大きくは増えないということなのだろうと思う。むしろ、それからは今の方向性でいくと輸入は少し減っていくという方向なのだろうと思うが、これは原発がどうなるか次第であるので、何とも言えない。言い方を換えれば、前者が増え続けるとすれば、増加テンポがこの年央以降緩やかになっていくということだろうと思う。

森本委員

12月で既に9割位の原発は止まっているので、それ以降は季節要因で1月は相当発電が多いし、2月は日数が少し少ないがそれにしてもまだ需要は相当強く、3月の後半位から少しずつ需要が落ちてきて端境期に入る格好になるというような状況かと思う。

白川議長

他にないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

次に金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

事前にお配りしている資料-5(参考計表)でご説明させて頂きたい。まずインフレ予想からである。図表1(1)の生活意識に関するアンケート調査であるが、これは家計に対する3か月に一度の調査で、今回は3月調査分、具体的な調査期間で言うと2月8日~3月5日の調査分の結果が出ている。(1)の左が家計にインフレ率そのものを答えてもらった結果の中央値であり、右は上昇・下落の方向だけ答えてもらった結果を数値変換したものである。いずれもご覧のようにほぼ横ばいという結果であった。(2)消費動向調査は新しいデータは入っていない。(3)企業のインフレ予想は、先程の短観の企業の先行き価格判断DIを前年比イメージの数値に変換したものである。年初来国際商品市況が強含んできたことからすると、右端の直近の3月短観で低下しているのが若干奇妙かもしれないが、そもそも前年比では国際商品市況も企業物価指数も、足許はむしろ前年が強かったことの裏が出ているので、特に不自然なことが起こっている訳ではない。いずれにしても、これは短期の予想であり振れるので、この程度の変動は気にする必要はないと考えている。次に、図表2については新しいデータ

は入っていない。図表 3 であるが、(1) Q S S 債券月次調査、(2) インプライド・フォワード・レート、いずれについても概ね横ばい圏内の動きが続いている。細かくみると、(2) の 3 年後から 10 年後までの中長期のインプライド・フォワード・レートは、足許若干強含んでいる感じはあるが、これは景況感の改善の影響かもしれないし、そもそも過去の振れ幅などを比較すると、インフレ予想の観点から意味があるほどの変化ではないと取り敢えず考えている。以上、各種のインフレ予想は引き続き安定的に推移しているという評価で良いと思う。

図表 9、資金調達コストであるが、(1) で、細い実線の新規貸出約定平均金利、それに社債・C P を合成した太い線の総資金調達コストは、いずれも緩やかな低下傾向に変わりがないように見える。このうち貸出金利について、図表 10 をご覧頂きたい。図表 10 (1) の太い線が短期であるが、直近 2 月分がやや大きめに低下しており、細い線の長期の方は、ベースとなる市場金利の低下を徐々に反映する形で緩やかな低下傾向が続いている。これまで、短期は横ばい圏内、長期は緩やかな低下傾向というように評価していて今月もその評価を変えていないが、短期にこれまでよりは幾分低下圧力がかかりつつあるのかどうか、もう少し様子を見たいと考えている。図表 11 の C P 発行金利は、引き続き低位安定圏で推移をしている。図表 12 (1) の社債発行金利は、A 格を中心に直近 3 月分が少し上昇しているが、要因は二つある。一つは、スプレッドが厚めの R E I T 債の発行があったこと、もう一つは、一般の事業債についても元々スプレッドが厚い銘柄の発行がたまたまあったということである。こうした銘柄構成の要因を除くと、社債の発行レートも低位安定しているという状況に変化はない。以上が資金調達コストである。

次に、図表 14 の資金調達量であるが、今月は貸出の計数が、期末ということもあって公表されていないので、上段の表、中段の表とも 3 月は空欄になっている。ただ、中段の C P ・社債については資料作成後に計数が入っているので申し上げますと、2 月の前年比 +0.3% に続く 3 月の数字は -0.1% と、久方振りにマイナスになっている。内訳は、C P が -0.0%、

社債が-0.2%となっている。前月までと同様、電機等を中心に社債からCPへの振り替わりの動きは引き続きあるが、今月はCPについても、これは末残計数なので、たまたま3月末にかけて償還が多かったために残高が低くなった。4月以降、社債は償還が多いこともあって引き続きマイナスの公算が大きい、CPの方はまたプラスに戻ってくるのではないかとみている。いずれにしても、市場動向に大きな変化はみられないように思っている。社債のグロスの発行額が一番下の表にあり、3月はご覧のように4,325億円と、ちょうど平年並みの水準である。特徴としては、薬品会社による1,900億円という大口起債があったが、これは昨年買収に関連してその時調達した銀行借入を長期安定的な負債に切り換えたということである。3月については、BBB格はご覧のように60億円とたまたま少なかったが、そのBBB格も含めて総じて良好な発行環境が続いているというように聞かれている。また、3月はエクイティ・ファイナンスが出ており、転換社債、株式調達ともに多めであった。株式の方は、1,982億円のうち2/3位はマツダの増資である。このようにたまたま大口案件があったが、四半期ベースでご覧頂くと1~3月の調達がそれほど多かった訳ではないので、取り敢えずはエクイティ・ファイナンスについても基調的な動きに変化が出てきたという訳ではないとみている。

次に、各種DIであるが、図表22をご覧頂きたい。まず(1)の貸出態度判断DIであるが、短観では、大企業、中小企業ともほぼ横ばい、日本公庫については、中小企業、小企業とも改善傾向が続いている。(2)の資金繰り判断DIについても概ね同様であり、貸出態度、資金繰り、いずれの指標についても2000年以降の平均以上の水準にある。全体としてこれまでの緩和基調に変化はないとみて良いように思われる。なお、ここに掲載していないが、短観のCP発行企業による発行環境DIについても、昨年の震災後に一旦悪化した後すぐに元に戻り、以来足許も含めて+30%ポイント前後の「楽である」超で安定的に推移している。

最後にマネー関連を確認しておく。図表25のマネタリーベースの3月分は、前月、場合によってはマイナスになると申し上げたが、結局-0.2%

と僅かにマイナスになった。これは言うまでもなく、前年の震災後に資金供給を拡大してマネタリーベースが前年 3 月に+16.9%と大幅に増加していたことの裏である。内訳をご覧頂くと、日銀当座預金が-3.6%と一気にマイナスになったことの影響が大きいですが、銀行券の伸び率も+0.9%とやはり前年要因で低下している。この後、4月については前年が+23.9%とさらに伸びていたので 2 か月連続でマイナスになる可能性も相応にあると思うが、オペの入り具合によっては、最終的には金融機関の資金需要次第ということであるが、ぎりぎりプラスになる可能性もあるのではないかと思っている。5月以降についてはプラスが展望されるが、それでも2月までのような2桁の伸びに戻るということは想定しにくいように、取り敢えず思っている。以上、金融環境については、銀行貸出の新しい計数が今月はまだ確認できていないが、第一に資金調達コストが引き続き緩やかな低下傾向にあること、第二に社債・CPの発行環境も引き続き良好であること、第三にアベイラビリティ——資金繰り——も前月までの状況に変化はないこと、これらが確認されているので、「緩和の動きが続いている」というこれまでの評価を続けることが適当と判断している。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

西村副総裁

微妙なところなので質問するのも憚られるところであるが、図表1(1)のわれわれがみている生活意識に関するアンケート調査と(2)の内閣府の消費動向調査——消費動向調査もかなり荒っぽいことをしている訳であるが——の差をどのように考えていくのかというのは、結構難しい問題である。私としては、カールソン・パーキン法を使っているわれわれのやり方がもっともらしいように思うが、この二つの乖離をどう考えるのかという点についてはどうか。

門間企画局長

概して(1)の生活意識に関するアンケート調査の方が振れが大きい。目盛が違うので振れの大きさを厳密に比較しにくいですが、(1)の方では例えば「現在の実感インフレ率」が2008年は+10%になっていた。2008年はガソリンや食料品がずいぶん上がったので、身の回りの物はこれ位上がっているという感じも分からなくもないが、それでも(2)の内閣府調査の方はその時でも+3.5%である。そこは統計の取り方や聞き方が違うので、元々そういうあやふやな実感をアンケートで取ろうと思うと、聞き方次第で結構差が出てきてしまう。取り敢えず、それ位しかお答えのしようがないが、その辺はもう少し何か追加的に言えないかどうか研究してみたいと思う。

雨宮理事

生活意識に関するアンケート調査も「今後1年間の予想インフレ率」をみると、内閣府調査も「1年後の予想インフレ率」であるので、ピークのところでは+6%位と+3.5%位という違いはあるが、一般的に家計のインフレ期待で言われている二つのバイアスは、一つが、どちらかと言うと高め、要するにインフレが心配であるという方向に出るということと、もう一つは、足許の上がっている財に左右されやすいという傾向であって、ある意味で左側の上下のグラフはこのバイアスを大体同じように反映していると言っても良いように思う。右側のカールソン・パーキン法を使った推計が一種の統計的なコントロールを加えて出しているのに対して、左下の消費動向調査は内閣府がこのように出している訳ではなくて、集計の仕方として、できるだけ客観的にやるためにレンジの中値をとって集計しているだけなので、先程申し上げた二つのバイアスがそのまま出ている。多分その意味では左側の二つのグラフは同じような動きであると思う。

石田委員

消費動向調査の方は、「「+5%以上上昇」は+5%」と書いてある。これだから+8%などにはいかないのであろう。

門間企画局長

(2)の方は、聞き方として元々アンケートの選択肢に「+5%以上」までしかない訳である。(1)の方は、自由回答なので10%だと思ったら「10%」と数字で書ける。

石田委員

こう言うては問題があるかもしれないが、基本的には、感覚的に+1%、+2%、+3%の違いが閾値としてわれわれの中にあるかと言え、ないだろう。

門間企画局長

生のデータからレベルを読み取るのはなかなか難しい。やはり変化で、このところ横ばいで安定しているということだけ申し上げているが、なかなかこの目盛から情報を読み取るのは難しいためである。

石田委員

そういう意味では、消費者はやはり物価は上がっていると認識しているのか。

門間企画局長

自由回答であるとそのように答えてくるので、そういう認識はあると思うし、それから人間のロス・ファンクションというか、物価上昇は良いことか悪いことかと聞くと、皆さん悪いことであると答えてくるが、悪いことは大き目に感じるというバイアスがあるのではないかという感じもする。

石田委員

マイナスには一回も行っていない。

白川議長

自分自身は、この1年後の非整合——あまり非整合がないという今の話もあるが——よりも、(1)の方で例えば先行き5年間の予想インフレ率を数字で聞いても定性判断で聞いても、先行きは「インフレである」という回答になっている。そういう回答と、一方で消費者も含めて将来を語る時には「今はデフレだから」という両方が併存している。これをどのように解釈したら良いのかという方が、よりパズリングだという感じがしている。消費者の認識自体にもバイアスがあると思うが、「デフレである」と「デフレではない」という答えが同じ消費者から出てくるといふ非整合の方が、いつもパズリングだと思う。

石田委員

やはり両方ディフレンディングになっているのであろう。給料が上がらないというのは実感であるし、一方で物価が上がって購買力が下がったら困る、高くなっているのではないかというのも実感である。ディフレンディングという意味で基本は同じなのだろう。

白川議長

他にないか。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

お手許のA3の比較表でご説明させて頂きたいと思う。私の方からは実体経済・物価であるが、まず実体経済の総括文である。「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」というのが今月の文案である。先月は「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」ということで、順番を逆にしている。ポジティブなトーンのところを主文にすることによって、判断を若干前に進めた感じが出るようにしている。続く各論のパラグラフであるが、色々線が引かれているが、三点に分けてご説明させて頂きたいと思う。

まず一点目は、判断を進めたところである。最初の行で、海外経済全体については「減速した状態から脱していないが、改善の動きもみられている」と、「改善の動きもみられている」という文章を加えることによって判断を進めている。また公共投資であるが、「ここにきて増加に転じている」としている。先月は公共投資については「下げ止まっている」としていたので、ここについても判断を進めさせて頂いた。

大きな項目として二点目は、変わっていないというところである。まず、輸出は「これまでのところ横ばい圏内にとどまっている」、生産については「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」としている。どちらも少し文章の書き方は変わっているが、先月をご覧頂くと、輸出については「引き続き横ばい圏内の動きとなっている」とか、生産についても同じようなことが書かれているうえに「先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている」としていたので、実体的な判断としてはそれほど大きく変わっていないということではないかと思う。

三点目は、今月は短観月であるので、各論のパラグラフの一番最後のところで、企業の業況感について言及している。「輸出関連業種に慎重さが残っているものの、内需関連業種が改善を続けており、全体として概ね横ばいとなっている」としている。

先行きについては、総括文は「緩やかな回復経路に復していく」ということで変更はない。各論であるが、「国内需要については」のところ線

が引かれている。「復興関連需要などを背景に、引き続き、公共投資は増加し、住宅投資も持ち直し傾向をたどると考えられる」としている。先月までは住宅投資、公共投資二つ併せて「徐々に増加していく」と書かせて頂いたが、公共投資について現状の判断を進めさせて頂いているので、先行きについても、書き分けようということで、今月の文案に至った次第である。続いて設備投資であるが、「企業収益が次第に改善するもとで」というところに下線が引かれている。これは、先月をご覧頂くところに対応するところが「当面、海外経済減速などの影響は残るものの」としていた。ここについても、今月、海外経済についての判断を進めさせて頂いているので、先行きについてメカニズムに則した書き方をした方が良いのではないかとということで、企業収益について言及した次第である。物価については、変更点はない。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

それでは金融面についてご説明する。金融市況については、今月は「円の対ドル相場、長期金利および株価は前月と概ね同じ水準となっている」としている。先週末の米国雇用統計を受けて、本日は若干為替円高、株安となっているが、この程度ではこれまでは「概ね同じ」としてきた。明日までの動きをみて、最終的には決めていきたいと思っている。そのほか、本日配付の資料では、CP・社債の記述を変えている。足許の動きを踏まえて、「CP残高は3月末にかけて償還が増加したこともあって、前年並みとなった。社債残高の前年比は、最近は小幅のマイナスで推移している」としている。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

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

(16 時 08 分中断、10 日 8 時 59 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「成長支援資金供給における米ドル特則の制定」に関する執行部報告と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 3 月 12、13 日開催の会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 「成長支援資金供給における米ドル特則の制定」に関する執行部報告と採決（資料－7）

白川議長

最初の議題である「成長支援資金供給における米ドル特則の制定」について議論を行いたいと思う。前回の会合では、成長支援資金供給を拡充する一環として、成長に資する外貨建て投融資を対象に、日本銀行が保有する米ドル資金を用いて新たに 1 兆円の貸付枠を導入することとし、そのための骨子素案を取り纏めた。そのうえで、議長から執行部に対して、この米ドル特則について具体的な検討を行い、報告するよう指示した。ここで、執行部から、その後の検討状況について報告をお願いします。なお、本件については、執行部からの報告後、質疑応答の時間を取ったうえで採決を行いたい。

梅森企画局審議役

資料-7【追加】に沿ってご説明する。1頁の1. ご審議、ご決定頂きたい事項であるが、金融機関等の関係者からのヒアリング内容も踏まえて、米ドル特則について検討してきた。その状況をご説明する。2. 項目毎の案について順次ご報告申し上げる。(1) 対象投融資の「取り組み方針」での扱いのうち、イ. 資金使途については、外貨建て投融資には、最終的に資金が国内で使用されるものと、海外で使用されるものがある。このうち、後者を米ドル特則の対象とするに当たっては、空洞化を助長しているといった批判を招くことのないよう、わが国の成長力強化に資するものであることを、より明確にする必要があると考えられる。このため、対象投融資については、資金が使用される場所に依じて、分けて考えることが適当と考えられる。

まず、最終的に資金が国内で使用される投融資については、本則と同様、18分野と「その他の成長基盤強化に資するもの」を幅広く認めることが適当と考えられる。一方、最終的に資金が海外で使用される投融資——これは転貸の場合も含むが——については、金融機関に対し、資金使途そのものではなく、わが国の成長力強化にどのような効果を発揮する投融資を対象とするかを、予め取り組み方針において明らかにすることを求め、それを本行が確認する扱いとすることが適当と考えられる。その際、ある程度、本行と対象先金融機関の目線を合わせる必要があるので、着眼点を例示することが適当と考えられる。具体的には、「わが国の成長基盤強化に資するもの」という原則を示したうえで、ヒアリング情報も踏まえつつ、以下の例示を行うことが考えられる。例示1は、国内における生産・サービス活動、設備投資または雇用の増加に資することが見込まれるものである。この例としては、海外の生産や販売の拠点を拡充することに伴い、国内拠点における基幹部品等の生産体制の強化に繋がるといったものや、サービス業では、海外で国内への観光客を誘致するための拠点を開設することにより、国内におけるサービス活動に対する需要増加に繋がるもの等が考えられる。例示2は、国内にお

ける企画・研究開発機能の強化、新規事業の立ち上げ、業務継続態勢の強化等を伴う国際的分業態勢の構築に資することが見込まれるものである。この例としては、海外拠点に代替的な生産態勢を構築しておくことにより、自然災害発生時にも顧客の繋ぎ止め等が容易になり、結果的に国内拠点の生産活動にもプラスに作用することになるものが考えられる。例示3は、国内において使用する原材料の安定調達に資することが見込まれるものである。この場合は、例えば、低コストかつ安定的な資源の調達を通じて国内生産活動の収益性向上等に資するものが考えられる。

次に、政策金融との関係について整理すると、現在、国際協力銀行が実施している「円高対応ファシリティ」との重複・競合を避けることが適当と考えられるので、同ファシリティの対象となった投融資案件は、本特則の対象外とすることが適当と考えられる。

次に、投融資先である。投融資先については、外貨建ての投融資が日系の海外現地法人に直接実施されることが少なくないという実情に照らして、本邦企業グループの一員として活動している現地法人を含むことが考えられる。本則での扱いを整理すると、本則では国内居住者や国内で事業を行う外国法人を対象としていた。その一方で、外国企業による外国での事業は、一般にわが国の成長基盤強化との結びつきが不明確であるとの理由から、本邦企業の現地法人であっても直接の投融資は対象外としてきた経緯である。ただし、本則の場合でも、例えば海外子会社に転貸されることを前提に国内の親会社に対して行った投融資でも、全体として本資金供給の要件を満たす場合には対象としている。本米ドル特則では、先程申し上げた外貨建て投融資の実情に照らして、財務上の連結対象法人のほか、出資、役員構成、取引関係等からみて、金融機関の取引先である本邦企業が実質的な支配力を有しているなど、国内居住者と密接な関係があることが明確と認められる場合には、現地法人に対する直接の投融資も対象とすることが適当と考えられる。

次に、(2) 資金供給における為替変動リスクへの対応である。担保については、本件貸付が円建ての適格担保を見合いに米ドル資金を貸し付ける

ことを踏まえると、対象先が差入れる担保の所要額は、円換算した貸付額に1年間の為替変動リスクを勘案した率を乗じた金額とすることが適当と考えられる。具体的な率をヒストリカルデータを使用したバックテストにより算出すると1.35となるので、この率を採用したいと考えている。

(3) 貸付利率である。骨子素案では市場金利とだけお決め頂いて、その後さらに検討ということであった。利率の設定に当たっては、米国の円滑な金融政策運営に支障を来さないよう配慮することが必要と考えられる。さらに、民間金融機関や政府系金融機関の貸出運営を踏まえると、適用金利は、英国銀行協会が公表している米ドル6か月LIBORとして、6か月後にその時点での6か月LIBORに変更する。即ち6か月ごとの変動金利を適用することが適当と考えられる。今回改めて民間金融機関の付利状況を調査してみると、米ドル資金の1年以上の貸出を行う場合、3か月または6か月LIBORをベースレートとする変動金利を適用している先が多かった。なお、今回の調査では、1年以上のものであっても、1年LIBORを使用している例は見受けられなかった。また、国際協力銀行では6か月LIBORをベースレートとして適用している。このうえで、一つの論点として、本行が金融機関に対して、米ドル特則により米ドルの資金供給を行うに当たっては、ベースレートとする6か月LIBORにリスク・プレミアムを上乗せすることが考えられないかということがある。この点については、米ドル特則による資金供給は、市場でLIBORが適用される無担保取引とは異なり、優良な担保を徴求して行うものであること、また量的にも担保には為替変動リスクと元々の担保の価格変動リスクの双方について保守的な掛け目を設定していることを考えると——即ち担保負担コストを勘案すると——、リスク・プレミアムを上乗せする必要はないと考えられる。

(4) 貸付総額である。骨子素案では1兆円相当ということであったが、今後ドルベースで実行・管理することになるので、ドルベースで総額を確定しておくことが適当と考えられる。これまでの為替相場を勘案すると、1兆円相当は、丸めの数字として120億ドルとすることが適当と考えられ

る。なお、貸付実行のペースについては、今後、外貨建て投融資への取り組みを開始しようとしている先を含め、幅広い金融機関の利用機会を確保する観点から、極力2年間に亘り、最低でも1年半資金供給を行えるよう、運用上、1回当たりの資金供給額は20億ドル程度を上限とすることが考えられる。

(5) 対象先金融機関毎の貸付限度額である。これについても、骨子素案ではさらに検討ということであった。イ. 対象先金融機関毎の貸付限度額であるが、この前提として、今の外貨建て融資の状況を概観すると、一定規模以上の先をピックアップしたアンケートベースではあるが、現在の外貨建ての融資は4,250億ドル程度と考えられる。そのうちメガ3行のシェアが8割強、メガ3行を含む上位6行のシェアが9割超ということで、担い手に非常に偏りのあるマーケットである。以上のような大手行の外貨建て投融資に関する取り組み姿勢を勘案すると、大手行には本特則に対して相応の需要があると考えられる。米ドル特則が少数先に偏って利用されることを避ける観点から、対象先金融機関毎の貸付限度額は、10億ドル——貸付総額の8%強に相当——とすることが考えられる。個別先の上限について本則等をレビューしておく、本則では貸付総額対比で当初5%、現在3.75%で、ABL特則では同総額に対して10%であるので、米ドル特則の8%という水準は、本則とABL特則の中間辺りに位置することである。なお、大手行では1件当たり100万ドル単位での管理が一般的であるが、幅広い案件を対象に取り込む観点から、運用上、1件当たりの最低金額は10万ドル以上とすることが考えられる。また、M&Aや資源関係で顕著であるが、外貨建て融資の一部に大型案件がある。こうした一部の大型案件に偏って利用されることのないよう、運用上対象先金融機関毎の1投資先当たりの限度額を、当該対象先金融機関に対する貸付限度額の1/5、すなわち仮に対象先毎の貸付限度額を10億ドルとすれば2億ドルとすることが適当と考えられる。次に、対象とする投融資の範囲である。幅広い案件を対象に取り込むことを勘案すると、小口特則と同様、対象投融資の残高の範囲内で借入を可能とすることが適当と考えられる。

この場合どこからカウントするかというと、米ドル特則は新しい切り口であるので、本則を導入した 2010 年ではなく、米ドル特則を導入する本年 4 月以降に行った投融資の残高の範囲内とすることが考えられる。

以上のような措置を実施するためには、関連する特則の制定等の措置が必要であり、本件これを付議させて頂きたいと思っている。9 頁、付議文をご覧頂きたい。「成長基盤強化を支援するための資金供給における米ドル資金供給に関する特則」の制定等に関する件。案件。わが国経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関の取り組みをより幅広く支援するため、下記の諸措置を講ずること。「記」以下に、1. は米ドル特則の制定、2. は A B L 特則の一部改正、3. は小口特則の一部改正である。以下、ポイントをご説明する。別紙 1. は米ドル特則の新設である。1. の趣旨は、本規程が米ドル資金供給を行う場合の本則に対する特則であるということを示している。2. の貸付店は、本店は国際局、または支店である。円建ての成長支援資金供給のバックオフィスは業務局であるが、本件は外貨を扱うものであるため、米ドルオペと同様に国際局がバックオフィスとなるのが適当と考えられる。3. 貸付対象先については、ニューヨーク連銀に米ドル口座を保有する先、あるいはこうした先に米ドル決済を委託している先である。4. 貸付利率は、6 か月 L I B O R の変動金利である。6. 貸付限度額等の (1) 貸付総額の上限は、本則とは別に 120 億米ドルである。(2) 貸付先毎の上限は、本則とは別に 10 億米ドルである。(4) 貸付実行日毎の貸付先毎の貸付限度額は、イ. からロ. 及びハ. を控除したものであり、イ. は当該対象先が取り組み方針に基づいて平成 24 年 4 月以降に実施した期間 1 年以上の外貨建て投融資の残高であり、これからダブルカウントを避ける観点から、ロ. のところで、(イ) に本則で既に対象となったものを除く、(ロ) A B L 特則で既に対象となったものを除く、(ハ) 小口特則で既に対象となったものを除く、ほか、ハ. として既に本特則で対象となったものを除くとして、ダブルカウントを防ぐ規定を置いている。7. 貸付受付期限は、平成 26 年 3 月末、8. わが国経済の成長基盤強化に向けた取り組み方針としては、別紙に定める要件を

満たすものと本行が認めるものとするということで、13 頁をご覧頂きたい。金融機関に求める取り組み方針の要件があり、1. は、資金が海外において使用される外貨建て投融資の取り組み方針に関するものであり、その下に先程ご説明した三つの着眼点の例示がある。2. は、資金が国内において使用されるものであり、本則の 18 分野ということが定めてある。3. は、投融資先であり、①国内居住者、②国内で活動する外国法人、これらは本則と同じであるが、③を新設して、「外国法人のうち、国内居住者の連結対象子会社その他の実質的な支配力等に照らして国内居住者と密接な関係を有すると認められる者」を追加している。別紙 2.、別紙 3. に、それぞれ A B L 特則と小口特則の一部改正を定めているが、これは先程申し上げたダブルカウントを防ぐための規定であるので、読み上げは省略させて頂く。

今後の取り扱いについては、今の付議文をご決定頂いた場合には、成長支援資金供給における米ドル特則について、その概要を別紙 2 のとおり公表することとしたい。これは後程ご説明する。また、ご決定頂いた場合には、本年 8 月末頃にオファー、9 月初頃に資金供給を実行できるよう実務的な準備を進めたいと思う。それでは、17 頁の概要をご覧頂きたい。「成長基盤強化を支援するための米ドル資金供給の概要。1. 対象とする投融資。わが国経済の成長基盤強化に資すると認められる、1 年以上の外貨建て投融資。各対象先金融機関は、対象投融資についての取り組み方針を策定し、日本銀行の確認を受ける」。以下、三つの着眼点が例示されている。「2. 対象先金融機関。成長基盤強化を支援するための資金供給の対象先金融機関のうち、ニューヨーク連邦準備銀行に米ドル口座を保有する先および同行に口座を保有する先へ米ドル決済を委託している先。3. 資金供給方式。米ドル資金の有担保貸し付け。4. 貸付期間。1 年とし、3 回の借り換えを可能とする（最長 4 年）。5. 貸付利率。米ドル・6 か月物 L I B O R とし、半年毎に金利を見直す。6. 貸付総額。日本銀行が保有する米ドル資金のうち、120 億ドル。新規貸付は、四半期に 1 回の頻度で実施し、1 回当たりの貸付額は 20 億ドル程度とする予定。7. 対象先金融機関毎の貸

付限度額。対象先金融機関毎の貸付残高の上限は 10 億ドル。各対象先金融機関は、2012 年 4 月以降に行った個別投融资の残高の範囲内で、借入れを行うことができる。8. 貸付受付期限。2014 年 3 月末（新規貸付の最終実行期限は同年 6 月末）」。私からは以上である。

白川議長

本件に対するご意見、ご質問はないか。

白井委員

今回色々なヒアリングをされたと思うが、特に中小金融機関で、今はそれほど外貨の貸出をやっていないが、この米ドル特則の開始によって新たに取り組みたいという声はあるのか。

梅森企画局審議役

大きく分けて大手行とそれ以外のところで、ドルの融資について対応姿勢がかなり異なっている。今ご質問のあった比較的規模の小さい先、まだあまりやっていない先、あるいはこれからやろうとしている先については、米ドルの外貨預金の範囲内でマッチングさせてやっていこうということであった。地方においても、中小企業で活動拠点を海外に移していくことを検討している先もあるようであり、その際にこの米ドル特則を使ってみたいという声は聞かれた。ただ、その時点では貸付金利がどの辺になるかがまだ分かっていないので、その点を確認したうえで利用したいということであったが、今後開始あるいは拡充したいという声は、ちらほら聞かれた。

白井委員

今回の金利水準だとわりと低めという感触なのか。

梅森企画局審議役

適切な水準だと考えている。

森本委員

今の点に関連して、新たに地銀などがニューヨーク連銀に口座を持つとする場合に、ハードルは結構高いのか。そういうことを考えて、既に口座を持っているところに受け渡しを委託する先も含むという格好にしたのだろうが、そうであればほとんど障害にならないのか。

梅森企画局審議役

地銀で実際にニューヨーク連銀に口座を持っているところは、相当積極的に海外業務を行っているところであり、数行である。今回は主として米銀に決済を委託する先である。

森本委員

実際上は、そういう格好になるということだな。

梅森企画局審議役

そうである。

森本委員

投融资案件で、成長基盤強化に資するものの三つの例示の中で、例えば三つめの原材料の安定調達のように、資源に絡むものは金額が非常に大きいと思う。多分こういう案件が多く出てくると思うので、1投融资先当たりの限度額を、対象先毎の限度額を10億ドルとする場合には1/5の2億ドルと書いてあるが、この辺は是非きっちり決めてやって頂いた方が良い。多くの案件を扱う意味からここは大事だと思うので、その点はしっかり運用して頂きたい。

梅森企画局審議役

心得た。

雨宮理事

資源開発の関係で申し上げますと、一般的に有名なものは、メガバンクが大手商社と組んで大きな資源開発を行うというものがあるが、資源開発案件の中にはわりと小粒のものもあり、比較的小さめのものも幾つかある。しっかり限度額を管理すると同時に、管理するところのものが全部取り除かれてしまうかということ、小粒で地道に進めていく案件は拾い得るものもあるということである。

宮尾委員

対象とする投融資の範囲で、今回新しい取り組みなので、本年4月以降に行われた投融資を対象とするということである。1回目のスタートが8月オファーということで、4か月程度であるが、需要というかニーズは1回目のオファーからしっかりあると考えて良いか。

梅森企画局審議役

これはいつから取るか、どういうベースで取るかはまだ明らかにしていないが、先程申し上げた大手行はこの特則に期待するところは相当大きいので、そうした先からは相応の借入の申込みがあるものと予測している。

雨宮理事

ただ一方で、先程ご質問があったが、実は地域金融機関もこの制度に予想以上の関心を持っている。というのは、地元の企業も大企業とともに海外のネットワーク化に関心を高めているので、地場の金融機関としてもそれを応援したいという気持ちを強めている。ただ、何しろ取り組みはこれからで、小粒が多いということであるので、意欲も関心も強いが、金額がどんどん積み上がるかということ、そこは相当時間がかかるという目でみて

おいた方が良くかと思われる。

山口副総裁

三つほど考え方を確認したい。一つは、2頁の政策金融との関係であるが、「円高対応ファシリティ」との重複・競合を避ける観点から、と書いてあるが、具体的にどういうことを意識して、そうした案件を対象外とすることにしているのか、考え方をもう少し細かく説明して欲しい。もう一点は4頁であるが、上から二つ目の横棒に、「米ドル特則により米ドルの資金供給を行うに当たっては、ベースレートとする6か月物LIBORに、リスク・プレミアムを上乗せすることが考えられなくはない」とあるが、しかしそれは結局考えないということになった訳だが、その辺りの考え方をもう少し細かくお願いしたい。もう一点は、5頁の対象先金融機関毎の貸付限度額を10億ドルということにしているが、この10億ドルという設定でもって、中小金融機関辺りがこの制度に参加しようとした場合、結果的に排除されることにならないのか、その辺りの見立てはどのようになっているか、この三点をお願いしたい。

梅森企画局審議役

まず一点目の国際協力銀行の「円高対応ファシリティ」との関係であるが、このファシリティは、為替相場の安定等を目的として企業に直接支援するものである。これに対して、われわれがやろうとしている米ドル特則は、わが国経済の成長基盤強化を目的として、そのための自主的な取り組みを行った金融機関に資金供給するものである。両者は目的や仕組みの点で異なっていると考えられる。さらに細かな仕組みのところに入ると、「円高対応ファシリティ」では全ての資金需要額を融資する訳ではなく、6~7割の融資を行い、残りの3~4割は円投してドルを調達するということが条件になっている。その際、調達するドルに、仮にこのわれわれの米ドル特則の資金供給が充てられてしまうと、政府の措置の効果を削ぐことになるので、こうした目的や仕組みが違うという二つの大きな点から競合

は避けるべきであり、同ファシリティの対象案件は本特則の対象としないということが適当と考えた次第である。

二つ目の金利について、1年物あるいはオプションが付けば最長4年までという金利に対して、6か月LIBORフラットで良いかという点であるが、仮に1年のところを試算してみると、1年のLIBORと6か月のLIBORのスプレッド差は大体30bp位ある。これに対して、有担の1年の担保負担コストは、LIBOR+50bp前後であると考えられるので、この点、1年のところをみれば、担保負担コストの方がLIBORの6か月と1年物のタイムスプレッドを上回っているので、優遇金利ではないということである。では4年がどうかということであるが、4年の調達をLIBORベースに引き直すと、これはあくまでも試算であるが、100bpあるいはそれを若干上回る程度のスプレッドになると思う。ただ、有担で4年の調達金利がないので、このところは難しいが、順イールドと仮定すれば、期間が延びていって1年のところで確認すれば、50bpを上回るスプレッドが乗るのだろう。そうだとすると、正確には試算できないが、LIBOR6か月の変動金利で4年で貸し通したとしても、非常に優遇金利だということにはならないと考えられる。

最後の10億ドルについては、極めて単純な試算であるが、10億ドルとすると、恐らく上限一杯まで借入を申し込んできてそれが実績になるだろうと思われるのはメガ3行であるので、1先10億ドルで30億ドルということになる。そうすると、残りを含めると90億ドル残っていることになるので、相当な余裕があるということである。さらに、申し上げたメガ3行に次いで、積極的な先が3行ある。この6行が全部上限の10億ドルまで取ったとしても60億ドルと、120億ドルの総額から考えると枠が半分残るということになるので、地域金融機関、あるいは大手行のその他の先が積極的に本特則を利用してきても、枠が窮屈であるとか、取扱い上不公平ということにはならないと考えている。

山口副総裁

分かった。

白川議長

今回、骨子素案で全体の規模は1兆円相当と決めて、それをドル換算すると120億ドルになる訳だが、今、日本銀行が持っている外貨資産が大体円換算5兆円である。従来、日本銀行の外貨資産は、いざという場合に備えて、邦銀に対するドル資金供給、あるいは色々な国際金融協力という別途の目的もあって、今回この1兆円相当をこれに向けるとその分他の用途がクラウドアウトされる訳である。そうした日本銀行が行っている他の目的との関係で、この金額——1兆円と既に決めており、私自身は合理的な判断であると思っているが——について、判断の根拠を極く簡単にご説明頂きたい。

梅森企画局審議役

おっしゃるとおり、本行は大体5兆円弱の外貨資産を持っており、これから1兆円を引くと残り3~4兆円となる。今白川議長がおっしゃった二つの目的は、国際協力と緊急時の外貨供給であったが、まず国際協力については、近年実額でそれほど沢山使うケースはなく、どちらかというとな債務保証が多く、それほど大きな額にはならないだろうと思っている。それでは、残りの3兆円で緊急時のドル供給を賄えるかということ、ずっと長く賄えるということではないが、最初のショックに対して時間を稼ぎ混乱を防ぎ、次の措置へ繋がる時間は稼げるという量は残っていると考えている。

白川議長

他にご意見はないか。ないようであれば、本件に関する採決に入りたいと思う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

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7、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に、最近の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。本日の発言の順番は、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、森本委員の順番である。それでは、白井委員から願います。

白井委員

まず初めに、わが国経済においては、生産と輸出にまだ弱さが残ってい

るが、緩やかな増加を続ける設備投資に加え、公共投資と住宅投資が拡大に転じている。また、雇用改善の動きと政府の需要刺激策の効果もあって、個人消費は緩やかに拡大している。全体として外需の弱さを内需の強さで相殺している状態であるが、前回会合以降明るい動きも出ている点を勘案すると、横ばい圏内にあるが持ち直しに向かう動きがみられる、という執行部の判断で良いと思う。

先行きについては、緩やかな回復経路に復していくというシナリオに沿った動きで推移するとみている。すなわち、海外経済の緩やかな回復、復興需要の本格化により生産・輸出は拡大していくと考えている。設備投資については、過去数年に亘って新規投資が固定資本減耗を大きく下回っているため、稼働率が改善するにつれてラグを伴いながら増えていくと見込んでいる。この間、個人消費については公務員給与引き下げがあるものの、雇用拡大による雇用者報酬の増加が見込まれるため、緩やかに増加していくとみている。また、需要刺激策は一定期間継続されるし、株価がまた持ち直せば消費マインドの改善を通じて消費にはプラスに働くと思う。なお、景気に関するリスク・バランスについては、世界経済減速懸念に加えて、電力の安定供給問題の影響、高止まりする原油価格、為替・株価の先行きの不確実性などもあるので、どちらかと言えば下振れリスクに注意が必要である。引き続きわが国の景気動向については慎重に見極めたいと思う。

物価については、2月のCPIが総合・コアともにプラスに転換しており、今後も物価の対前年伸び率もゼロ%近傍のプラスの領域で推移していくとみている。物価のリスク・バランスについては、原油価格が中東情勢如何でさらに高騰するリスクがあるので、どちらかと言えば上振れに傾いている。すなわち、国内企業物価指数については上昇率が加速、CPIの前年比伸び率については幾分上振れする可能性がある。

本日は、残された時間を使って、わが国の中長期のインフレ予想について、金融政策の判断にも関係するので、私が現在考えていることを申し上げたいと思う。CPIなどの物価の伸び率の見通しで使われる一般的なア

アプローチは、フィリップス曲線の推計をもとにしたものである。われわれも展望レポートをはじめとする様々な分析において、こうした推計を活用している。これによると、GDPギャップで示される財・サービスの需要不足が解消に向かえば、物価の変化率は1年ほどのラグを伴って上昇していき、最終的に中長期の予想インフレ率に向けて収束していくとされている。因みに、わが国の中長期の予想インフレ率は、様々なエコノミストや市場のインフレ予想を用いると1%前後であるので、これが正しければ長期フィリップス曲線に沿って徐々に1%に近付いていくと予想されることになる。しかし、最近、改めてここで言う中長期の予想インフレ率の測定が容易ではないと感じている。金融政策上の関心から言えば、本来、賃金・物価の設定主体である企業や家計のインフレ予想が重要である。しかし、企業については中長期インフレ予想のデータがないこと、家計については今後5年間のインフレ予想データはあるが上方バイアスという問題があり、カールソン・パーキン法に基づく推計値を用いたとしても期間平均や参照価格の選定において恣意性が避けられない。このため、多くの分析ではデータの入手が容易な市場やエコノミストのインフレ予想が活用されているが、これらのデータが企業や家計の予想をどの程度適切に反映しているのかが一つの論点になり得ると感じている。この論点については色々な考え方があり得るが、私は、最終的に価格を設定する主体という観点から、企業のインフレ予想が鍵になると考えている。この点からみると、企業のインフレ予想がエコノミストや市場のインフレ予想と必ずしも一致せず、むしろそれより低いかもしれないことが気になっている。具体的に申し上げますと、一般的に、将来の自社販売価格が上昇すると予想する企業は、現在の販売価格を徐々に引き上げていくと考えられる。しかし、実際にはそのような状況はほとんど起きていないように見受けられる。例えば、過去10年ほどは、エコノミストや市場の中長期インフレ予想が1~2%辺りで安定して推移している。一方、企業については3か月先の日銀短観のデータしかないが、その中の企業の販売価格判断DIによると、ほぼ一貫して「下落」超予想で推移している。確かに、過去10年間で企業の販

売価格判断D Iが「下落」超から「上昇」超予想に転じた時期が景気回復局面の2007年から2008年前半にあったが、この時は仕入れ価格判断D Iがそれよりさらに「上昇」超予想に転じていた。この点について、実際の国内企業物価指数の構成項目をみると、素原材料価格指数は大きく上昇率を高めているのに対して、最終需要財価格指数はほとんど上昇しなかった。このことから、この時期に3か月先の自社販売価格のインフレ予想が高まったのは、景気回復を意識した自社販売価格の上昇予想によるものではなく、コモディティ価格高騰による仕入れコストの上昇を意識したからだと推察される。しかもその仕入れコスト上昇分を最終財価格にほとんど転嫁できず、企業収益は圧迫されていたと想像される。無論、D Iの分析には上方あるいは下方バイアスに留意する必要があるが、そのような結論は短観データに関わるバイアスを考慮した修正カールソン・パーキン法を用いた推計値を用いても然程変わらない。つまり、ここ10年ほどをみると、企業にとって、コモディティ価格上昇といったコストプッシュ要因を除けば、自社製品・サービス価格が業界の需給ギャップの縮小によって上昇するとの予想はあまり高まっているようにはみえず、実際、価格の引き上げが難しいために、企業物価の最終需要財価格あるいは消費財物価の伸び率が低水準で推移している可能性があるかもしれない。従って、既存の市場・エコノミストのインフレ予想を用いる場合には、企業の価格設定行動にも十分注意を払いながら慎重にみていく必要があるように思う。付け加えれば、われわれ自身も企業の価格設定行動などの詳細な分析をしていく必要があるように思う。速報性の高い企業物価指数や企業向けサービス価格指数、日銀短観や中小企業月次景況調査の価格判断D I、時間当たり賃金やユニット・レーバー・コストなどのほか、様々な企業の景況感指標について産業別、企業規模別の分析をすることで理解を一層深められる可能性がある。企業の価格設定やインフレ予想の形成についての実態の理解が進めば、日本銀行がわが国のデフレの原因について対外的に説明する際にも、より人々が実感しやすい分かりやすい説明ができるようになるかもしれない。また、金融政策の効果を考えるうえでも何がしかのインプリケー

ションが得られる可能性もある。次回の展望レポートによる経済・物価見通しの点検に向けて、私自身、この問題についてさらに考えていきたいと思っている。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

まず全体の感想のような話だが、前回会合以降、ギリシャ問題が起点となって世界経済に大きな影響を及ぼすテールリスクは、さらに低下したということだろうと思う。スペインやイタリアの債務問題に対する懸念などから、このところリスクオフの動きが再びみえ始めていることには注意を要するが、テールリスクが低下してきている分、これまで想定していた内外経済に関するシナリオの確実性が、幾分増してきているように思っている。

それでは最初に、国際金融資本市場の動向からお話ししたいと思う。前回会合以降、ギリシャ国債に関わる債務削減が予定どおり行われ、同国に対する第2次金融支援が正式に承認されたことや、米国経済が緩やかな回復を続けていることなどを背景に、国際金融資本市場は、総じて落ち着いている。ややブレークダウンして申し上げると、短期金融市場についてみると、金融機関の資金調達環境は総じて改善の動きが続いている。欧州周縁国の国債利回りをみると、概してみれば落ち着いているが、スペインやイタリアの国債利回りは、再び上昇してきている。2012年の財政赤字削減目標を下方修正したスペインでは、財政再建の行方に不透明感が漂い始めている。イタリアでも、労働市場改革に対し国民が反発を強めており、先行きの展開には予断を許さない。こうしたもとの、ギリシャ国債の利回りも第2次支援策決定後に大きく低下した後、足許では上昇してきている。一方で米国の株価だが、経済指標が強弱交錯する中で、この1か月間はほぼ横ばいで推移していた。欧州の株価をみると、ギリシャ支援策の正式承

認を受けて一時大きく上昇したが、その後は、スペインの財政悪化懸念などを背景に軟調に推移している。特に、不動産、建設、金融業といった構造的な弱さを抱える業種の株価が弱いように見える。米欧の社債スプレッドをみると、緩やかなペースではあるが縮小傾向が続いている。他方、為替市場をみると、ドルはリスクオフ傾向の強まりなどから、足許にかけて対円ではドル安、対新興国通貨でドル高の動きとなっている。

次に、海外経済の動向について述べたいと思う。このところ、米国経済では緩やかな改善の動きが続いている。欧州経済についても、停滞感の強まりに一応歯止めが掛かっている。しかし、海外経済全体として、減速局面から脱したとまでは言えないということである。米国経済だが、輸出、生産、設備投資など企業部門の活動が堅調を維持している。また、個人消費は、自動車をはじめ比較的幅広い財やサービスで増加している。一方、雇用環境は、先週末に発表された雇用統計で明らかになったように、一本調子の改善を続けている訳ではない。2月の住宅販売件数は予想比下振れた。米国経済が緩やかな回復を続けていることは間違いないが、バランスシート調整圧力は依然として根強いということであろうと思っている。欧州経済をみると、輸出については、米国や新興国向けを中心にやや持ち直す動きがみられる。生産は、ドイツを中心に減少ペースが幾分緩やかになってきている。ユーロエリアの製造業PMIは、11月を底に緩やかに上昇している。こうしたもとで、欧州経済の停滞感の強まりには、足許、一応歯止めが掛かってきているということである。一方、新興国だが、インフレ圧力が和らいできており、中国やNIEs・ASEAN諸国の物価上昇率は、前年比2%台半ばから4%台に収斂しつつある。NIEs・ASEAN経済は、先進国向け輸出の下げ止まりもあって持ち直しつつある。中国経済については、基本的にソフトランディングに向かっているとみているが、輸出の減速に加え、最近の小売売上の増勢が幾分鈍化するなど、若干気になる動きも出ている。先行きの海外経済だが、これまでのわれわれのシナリオどおり、成長ポテンシャルの高い新興国・資源国経済が牽引役となり、全体として成長率が再び高まっていくと考えている。米国経済

については、緩やかな回復が続くとみられる。資金調達コストの低下や新興国向け輸出の増加などから、大企業を中心に企業部門は堅調を維持する公算が高いとみられる。しかし、家計のバランスシートは引き続き修復の途上にあるため、経済全体の回復ペースも当面緩やかなものにとどまるだろうと考えている。

欧州経済の先行きについては、ドイツなどの輸出増加が見込まれるが、緊縮財政に伴う周縁国経済の下押し圧力などを考えると、当面、停滞した状態が続く可能性が大きいとみている。一方、新興国だが、中国経済に関し先程述べたようになお不透明な要素はあるが、NIEs・ASEAN等を中心にソフトランディングを実現しつつ、全体としての成長率は徐々に高まっていくとみている。

続いて、国際金融資本市場や海外経済について、今度の展望レポートの関係で意識しておくべき点を、三つほどお話ししておきたいと思う。一つは、欧州債務問題を巡るリスクについてである。国際金融資本市場は、昨年末頃の状況と比較すれば、明らかに落ち着いてきている。欧州債務問題を巡って極端に危機的な状況に陥るリスク、いわゆるテールリスクが後退したことが大きい訳である。しかしながら、問題の本質的な解決の道筋がはっきりとみえている訳ではない。市場参加者がこの辺りへの注目度を強めれば、市場は再び不安定化するであろうし、最近のスペイン、イタリアの国債利回りの反転上昇にはそうした兆候も窺われる。テールリスクが後退したとはいえ、相対的には小さなリスクが相応の頻度で表面化する可能性は、今後とも小さくないとみている。そうした場合に市場がどの程度緊張度を高めることになるのか、そして欧州をはじめとする世界経済にどの程度のマイナスのインパクトを与えることになるのか、この点は、判断は難しいところではあるが、重要な論点だと思っている。もう一つは米国経済についてであるが、このところ発表される経済指標は、強弱区々の度合いを少し強めているような気がする。微細な変化に捉われ過ぎとの批判を受けるかもしれないが、この2年余りの展開と同様、春先までの楽観論がそろそろ悲観論あるいは慎重論に変わる節目に近付きつつあるようにも

思える。その場合、緩やかな回復パスは維持されるのか、それとも比較的大きな調整局面に入ることになるのか、こういった点は、円相場との関係もあるだけに気になる論点である。三つめの論点は、中国経済についての見方である。ソフトランディングシナリオを中心に据えているが、足許景気減速を示唆する指標が幾つか出ており、懸念がない訳ではない。NIEs・ASEANの経済成長は見込めるとしても、中国経済の成長スピードが緩やかなものにとどまった場合、世界経済の牽引役をその他の新興国で担いきれるのかどうか、疑問は小さくないように思っている。これが三つめの論点である。

次に、わが国経済について述べたいと思う。足許の景気は、なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられていると判断している。先月の判断から半歩前進させた訳であるが、現時点では横ばい圏内から脱したとまでは言えないとみている。内需は引き続き底堅い動きをみせている。設備投資が緩やかな増加基調にあるほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。公共投資はここにきて増加に転じ始めている。個人消費も底堅さを増している。特に自動車の販売については、1月に大幅増加した後高水準を維持している。外食や旅行などのサービス消費も、昨年後半以降の増加基調を維持している。一方、輸出はこれまでのところ横ばい圏内の動きにとどまっている。3月短観の業況判断をみると、鉄鋼、化学、汎用機械など、やはり輸出関連業種の慎重さが目につくということであった。こうした中、生産は、昨年末以降、均してみればなお横ばい圏内から脱しきれていないということである。

景気の先行きであるが、次第に緩やかな回復経路に復していくと考えている。欧州債務問題を巡るテールリスクが低下する中、海外経済の成長率の高まりと復興関連需要の強まりを背景に、本年度前半に日本経済が緩やかな回復パスに戻る確度は増してきており、場合によってはその時期が早まる可能性もあると私自身は考えている。復興関連需要については、公共工事請負金額の動きなどをみると、いよいよ本格化してきそうな気配である。輸出についても、先ほど述べたような海外経済の見通しを前提とすれ

ば、円高の影響の減衰とも相俟って、次第に増加に向かうとみておいて良いのではないかと考えている。こうしたシナリオが実現すれば、生産も次第に持ち直しに向かうはずである。もとより、輸出・生産を起点とする前向きな循環メカニズムが今後どの位の力強さで作動していくかが、先行きの回復スピードを左右する。この点は、設備投資や雇用の動きなども含め、今度の展望レポートでの大きな論点だと思っている。わが国経済を巡る不確実要因は様々ある。われわれの中心シナリオとの関係で言えば、復興需要に関しては概ね想定どおりの展開が期待できそうである。だとすれば、やはり最大の不確実要因は世界経済の動向、分けても中国経済の帰趨にあるように思う。勿論、ヨーロッパ情勢は変わらぬリスク要因ではあるが、とにもかくにもその面でのテールリスクが後退している以上、わが国の輸出との関連では、先程述べたことではあるが、中国経済がどうなるか、仮に中国経済に多くを期待できないとすると世界経済のエンジン役をその他の新興国が担い得るのかどうかといった点が、当面のキーになってくるのではないかとみている。

最後に物価面について述べたいと思う。国内企業物価は、足許横ばいで推移している。先行きは、原油をはじめとする国際商品市況の上昇などから、当面強含むとみられる。消費者物価の前年比は、引き続き概ねゼロ%となっている。先行きも、当面ゼロ%近傍で推移するとみられるが、その後はマクロ的な需給バランスの改善を反映して、上昇率は徐々に高まっていくとみている。こうした大きな流れは、これまでと変わらないということである。展望レポートとの関係では、中長期的な物価安定の目途、特に当面の目途である消費者物価の前年比1%に接近していく見通しを持てるのかどうか重要だと思っている。次回会合に向けてしっかりと検討していきたいと思っている。長くなったが、私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回会合からの変化点を中心に、経済・物価情勢の現状認識を申し上げる。まず欧州経済についてであるが、欧州の金融市場、金融システムは引き続き総じて落ち着いている。3月末には、これまで合計して8,000億ユーロ規模の資金供与枠、いわゆるファイアウォールというものが設定され、欧州債務問題への対応がまた一歩前進した。もっとも、金融機関の貸出圧縮、いわゆるデレバレッジの懸念は残っており、欧州債務問題自体が解決された訳でもない。欧州周縁国は、財政再建と同時に構造改革を進め、成長力を高めていく必要があるが、これが頓挫するリスクは相応にあり、実際スペインなどでは財政再建の遅れと景気悪化の同時進行が懸念されている。いずれにせよ、全体として欧州経済は暫く停滞が続くとみているが、ドイツなどコア国とスペインなど周縁国との間で、競争力や景気格差が広がるなど、先行きユーロ圏の経済運営を一層困難にさせる要素が目立ってきているという点には注意が必要と認識している。

次に米国経済である。米国経済は緩やかな回復を続けている。家計のバランスシート調整が重石となる一方で、輸出、生産、企業収益、設備投資といった企業部門を起点とする回復のメカニズムは引き続き作用し、これが雇用・所得環境の改善を促して消費を支えるという基調的な構図に変わりはないとみている。3月の雇用統計は、市場予想を下回る12万人増という結果となったが、一方で直近までのISM製造業指数・非製造業指数で示唆されている雇用の動き、あるいは新規失業保険申請件数などをみると、雇用の着実な改善が示唆されている。雇用・所得環境の回復について、今回の雇用統計単月の結果をもって、全体の基調判断を変える必要は現時点ではないと考えているが、今後の動向を注視していきたいと思う。この間、実体経済の改善を適切に反映する形で米国株価は上昇してきた。また、長期金利も景気回復を映じて徐々に上昇し始めてきたとみていた。一方で、今回の雇用統計の結果を受けて、長期金利に再び下げ圧力がかかっている。この動きが、回復の基調判断との整合性という意味で気がかりな点であると認識している。

続いて、アジア新興国についてである。まず中国経済についてだが、固定資本投資や消費など堅調な内需をベースに、引き続き高めの成長を維持するとの見方は変えていない。ただし、輸出が欧州向けを中心に減速し、生産の増加ペースも幾分鈍化している点は気がかりである。また、家電など耐久消費財関連の内需が鈍化しているといったヒアリング情報もあり、こうした弱めの動きがもたらす影響などについて、今後のデータの蓄積を待って慎重に判断していきたいと思う。NIEs・ASEAN諸国は、米国向け輸出などを中心に足許持ち直してきているが、今後はやはり中国向け輸出が回復するかどうかを注意してみたいと考えている。

続いて、わが国経済についてである。わが国経済は、なお横ばい圏内にあるものの、持ち直しに向かう動きもみられている。実質輸出と生産が横ばい圏内にとどまる一方で、国内需要は堅調を維持しているとの構図に変わりはないが、仔細にみると、特に海外では米国経済の基調的な改善が続いており、国内では公共投資の明確な増加が確認できるといった改善点がみられる。先行きのわが国経済だが、主として新興国・資源国などの海外経済に牽引される形で緩やかな回復経路に復していくとみているが、そのタイミングと回復のモメンタム、持続性が重要であり、その観点から以下の三点に注目している。第一に、米国経済の動向である。先程申し上げたとおり、雇用・所得環境など現在の基調判断を維持できるかどうかについて、引き続き丹念に点検していきたいと考えている。第二に、わが国の中国向け資本財、中間財の輸出が減少している点である。この動きは今のところ短期的とみているが、わが国経済の回復が特に新興国・資源国に牽引されて実現するという形に私共の基本シナリオが基づいている以上、本件は、わが国経済回復のタイミングと持続性にも関わってくる重要な問題と認識している。第三に、今年度の企業収益と国内投資支出の動向である。まず企業収益であるが、先週発表された短観では、製造業大企業の経常利益が前年比横ばいの計画となった。もっとも、この短観では大企業全体でまだ25%程度が未回答であったほか、回答企業の想定為替レートもまだ78円と足許の円高修正は反映されていないこと、また民間の調査結果か

らは、大企業の連結ベースで二桁増益の非常にしっかりした予想もされているといったことから、次回短観では相応の上方修正も期待できると考えている。また、今年度の投資計画については、同じく短観で顕著な期初計画、すなわちGDPベースの全体で前年比1.4%増という計画が示されている。これは仮に過去の景気回復局面での計画修正パターンに従うとすると、通年では5%程度の伸びも不可能ではないと予想されるような水準かと思われる。企業の国内投資支出の見通しについては、私自身は、これまでどちらかというところ慎重な見方を続けてきたが、これまでの潜在需要の存在と今申し上げた企業収益の見通し、加えてこれまでの金融環境の改善を前提とすれば、今年度に相応の規模で実現する可能性は以前よりは高まってきているとみている。もっとも、そうは言っても予断を許さない面も当然あるため、次回展望レポートにおいて慎重に検討していきたいと思う。

最後に物価動向であるが、2月のCPI前年比は、除く生鮮ベースで前月から0.2%ポイント改善し+0.1%となった。2月の改善は、耐久消費財のテレビの銘柄変更が影響しているため、この影響を除けば、なお横ばい基調とみられる。先行きは、暫く横ばいで推移した後、需給ギャップの改善とともにプラス圏内に徐々に浮上していくとみられるが、短期的な予想インフレ率がなかなか高まりにくいという状況の中で、ポイントは今後の景気回復の勢いと持続性にあるとみている。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合後に利用可能になったデータの判断について、現状評価に関しては既に他の委員が的確な評価をなされており、概ね意見の相違はないので、メインシナリオとしては月報概要の表現に違和感はない。しかし、先行きのリスクについては、極く足許に、見逃す訳にはいかない変化が随所にみられるので、そこに焦点を当てて評価したいと思っている。

まず米国経済である。メインシナリオとしては、緩やかな改善の動きが続いているという評価で妥当であるとは思いますが、前回会合後の経済データでは予想比弱いものが散見され、勢い、モメンタムの衰えがみられる。実際、ポジティブ・サプライズの累積を示すC i t iのサプライズ・インデックスをみると、昨年後半から急上昇し、12月初めから2月会合までの間70台を維持していた。それが3月会合時点では若干低下し50台だったのだが、その後急降下して4月5日——これが一番最新なのだが——は6まで落ちている。ただ、さらにこの後ネガティブ・サプライズがあり、それは4月6日の雇用統計である。既に言及されているように、非農業民間部門で季節調整済み前月比+12万人と、市場予想の下限にも達しない伸びの低下を示した。失業率も、8.1%と低下したもののその原因は労働参加率の低下によるものに過ぎない。前回会合で、リーマン・ショックを季節要因とするために生じる歪みが、特に雇用統計で著しいことを指摘し、もし足許雇用増のかなりの部分が季節調整の歪みに起因していると4月以降には徐々にその反動が来ると申し上げたが、振れの大きな統計の単月の変化という留保は必要ではあるが、やはり予想どおりという感じがする。こうした歪みがある時は、第一に、歪みを修正した真の姿は何かということと、第二に、さは然りながらヘッドラインの数字が人々の中期的、短期的な予想に及ぼす影響、この二つに分けて考える必要があると思っている。まず、足許の米国経済、特に雇用状況の特殊要因を除いた真の強さを考えてみたいと思う。季節調整の歪みが11月から3月にかけて大きいことを考えると、3月の数字にはまだ過大バイアスが残っている。他方、暖冬という特殊要因で雇用が伸びた12月から2月に対する反動減が3月に表れるということなので、3月の数字には逆の過小のバイアスもかかっている。両者は相殺されてくるはずなので、3月の民間非農業部門の数字は真の強さと大きくはかけ離れていないと推定される。1~2月の25万人平均という高い雇用の伸びは、季節調整の歪みを取ると大体15万人程度であると前回申し上げたが、ここから暖冬要因を差し引くと大体3月の数字と見合う。そうすると、この冬場の雇用の伸びは、実態としてはそれほど高い伸

びではなく、非常に緩やかな回復という従前のシナリオに近い形になっていると考えられる。5月に発表される4月の数字をみないと明確なことは言えないが、暖冬要因を除くと雇用面では非常に緩やかな回復、目立った雇用増加のない回復というシナリオからはまだ抜け出せていないと思っている。今後をみても、さすがに低迷が3年目に入っていることから自然なリバウンドが期待され、実際、銀行貸出も回復傾向にあるが、そのモメンタムは必ずしも強くはないと考えている。その理由は三つある。第一に、実質住宅価格が前回会合以降も下げ止まらず、住宅ローンを持つ家計のバランスシート調整がゆっくりとしか進んでいないことである。ケース・シラー10大都市指数でみて実質地価は1月現在でピークから累積42%下落した。しかし、まだ下げ止まりの兆候はない。第二に、最近の消費はそれなりに強いが、前回は申し上げたように、それは雇用に不安のないグループのリファイナンスや株価上昇の資産効果に基づく消費の強さに過ぎない。従って、現在のように特殊要因を除くと目立った雇用の増加が見込まれない状況が続くと、消費の持続性には疑問が湧く。第三に、ガソリン価格の高騰の影響が今後じわりじわりと効いてくる可能性が高いということである。今のところ、ガソリン価格の高騰は、逆に低燃費車の需要増という形の消費の代替効果で消費にポジティブな影響を与えているが、実質所得を低下させるという所得効果が今後出てくることが予想され、消費を減退させる惧れは小さくない。ガソリン価格は、さらに米国東海岸で大規模製油所が相次いで閉鎖されるという特殊事情もあって、原油価格以上に高騰しかつ下がりにくいという点には注意したいと思っている。以上を勘案すると、前回会合ではポジティブ・サプライズが続いたため米国経済が年後半から来年にかけて比較的強めに推移する確率は高まった、と私自身も判断したが、足許雇用統計にみられるモメンタムのなさを考えると、その確率は目立って低下したと言わざるを得ない。

次に、こうしたヘッドラインの数字の動きが人々の予想に及ぼす影響について考えてみたいと思う。足許の実態は、実は緩慢な回復という以前からの国際局のシナリオどおりであるが、過去数か月ヘッドラインの数字の

良さに反応して楽観的に振れてきた企業や消費者の予想、そして市場参加者の期待への影響が気になるところである。特に、実態は変化していなくても間違って楽観的な予想をしていた場合には、その修正があたかも実態が悪くなったのと似た効果を示すことになる。米国株式、債券市場の動きは、為替相場に相応の影響を与え、また世界規模のポートフォリオ・リバランスを通じてわが国株式、債券市場に直接、間接の影響を与える。米国雇用統計に代表される極く足許の弱さの日本の市場に及ぼす影響は、まだ初期段階であり、まだ大きくはないようにみえる。しかし、市場のボラティリティがいつになく高い状況であるので、大きな累積的な負の影響が日本市場に及ばないか、注意が必要であると考えている。特に、現在のフラジャイルな局面では、企業、家計の予想、さらには市場の期待が、根拠のあるなしにかかわらず経済に短期のボラティリティを超えた長い影響を与える可能性があることには注意したいと思っている。

次に、欧州金融市場、欧州経済の状況、及び新興国であるが、長くなるので簡単にしたいと思う。端的に言えば、米国と同じくまだメインシナリオを変更させるほどの変化ではないが、前回までで一旦低下したと考えられたダウンサイド・リスクが再び頭をもたげ始めた感じがある。欧州金融市場は、比較的落ち着いた状況が続いているが、足許のスペイン経済の悪化とスペイン国債の入札不調から、再び緊張が高まる兆しがある。加えて、ドイツ以外の欧州で財政問題と実体経済の負の相互作用がゆっくりとした形で進んでいることには注意が必要であると考えている。中国は、政府発表の数字は比較的悪くないものの、HSBCのPMIのように民間の数字は必ずしも強くなく、国内経済活動の指標として比較的信頼できるとされる輸入の伸びも弱まっている。さらには、経済活動の強さを如実に示す貸出の伸びも強くない。他方、3月のインフレ率は3.6%と野菜を中心に値上がりし、市場予想3.4%を上回っている。中国においては、困った時は政府という白馬の騎士が必ず救済に駆けつける、特に現在は政治的に微妙な権力の移行過程なのでなおさらそうであるという強い期待があり、通年でみれば中国経済のハードランディングは回避されるという見方がメイ

ンシナリオの背後にある。現時点でその見方は妥当であると思っているが、足許の動きをみると、そのシナリオが成立しないダウンサイド・リスクにも、小さいながらも十分に注意すべき時期がきていると思う。特に、少子高齢化が発展途上国の段階で進んでいくということ、大きく資本家層に傾いた所得分配を是正するためには賃金上昇が不可避であることを考えると、長期的に難しい問題が山積している。ダイナミックな経済では、長期的な将来の予想が様々な投資や耐久財消費を通じて短期の今に波及する。従って、中国についても政府施策を当てにしてダウンサイド・リスクを過小評価するのは危険だと思っている。他の新興国は、欧州経済の低迷の影響を受けつつも、米国経済の相対的な回復の強さ、そしてその持続性の期待もあり、回復基調にある。しかしながら、これは全て米国経済回復の持続性に依存しているという点に注意する必要がある。そして、ブラジルやオーストラリアが中国に依存しているように、新興国相互間の連関も高いことが続いている。そのため、既に述べた米国経済の伸びが失望に終わるような状況では、新興国の回復にも相乗的に大きな影響が出て、それが輸出を通じて日本経済にも跳ね返ることには注意しなければならないと考えている。

最後に日本である。現状評価については、設備投資の緩やかな増加基調、個人消費の底堅さといった月報表現に違和感はない。先行きも、遅ればせながらも復興需要が出てくることを考えると、メインシナリオとしては海外経済が回復基調を辿り、原発再稼働問題が好転していくという見通しのもとでは、月報表現が妥当だと思っている。もっとも、持ち直しに向かう動きがみられるというポジティブな評価はできるが、1月会合でも申し上げたとおり、1~2年前に思い浮かべていた見通しと比べれば、かなり下押しされているという点を改めて確認したいと思う。そして、海外経済については、既にダウンサイドの不確実性について述べたが、それには注意が必要だと考えている。また、中長期的な視野からみた場合、エコカー補助金といったものが上手く新しい需要の呼び水になっていくのかどうか、それとも液晶テレビのように単に需要の先食いにとどまってしまうのか、

政策の効果という点でもこれが非常にクルーシャルに重要な点になっていると思う。そういう意味で、今後の動きには十分注意して展望レポートに向けて考えていきたいと思っている。

物価については、また長くなるので、金融政策と関連して第2ラウンドで申し述べたいと思う。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以降に公表された内外の経済指標をみると、海外経済については、強めのものも弱めのものもあり、特に方向感が出なかったと思う。そうした中、わが国の輸出は横ばい圏内にとどまっている。一方、内需については、復興関連需要などを背景に公共投資が増加に転じるなど、改善に向けた動きもみられる。わが国経済の現状については、なお横ばい圏内にあるが持ち直しに向かう動きがみられる、という評価で結構だと思う。ただし、持ち直しに向かう動きは緩慢であると感じている。以下、個別に申し上げる。

まず海外だが、欧州は一旦落ち着きを取り戻しているが、今後のユーロ圏の最大のリスク要因はスペインだと思う。現在、足許の財政赤字幅の拡大を認めるかどうか議論になっているが、問題は失業率が23.6%に達し、大恐慌時の米国の失業率のピークと言われている水準にほぼ達しているもとの、今後大変厳しい緊縮財政と金融機関の不動産融資の整理を強行せざるを得ないということである。果たしてその帰結がどうなるのか、想像することも困難である。また同国の10年債利回りは、既にLTRO実施前の水準まで戻っているため、LTROの効果を使ってしまったとも言える。一方、周縁国の状況に対して、ドイツは好調な企業業績を背景に失業率の低下が続き、また大幅な賃上げ要求も出てくるなど、景気の状態が明らかに異なっている。当面は周縁国の景気下押し圧力に対するアンカーと

して働くものとするが、ユーロ圏の中でのこうした不均衡は、経済圏の一体性を保つうえで大きな不安定要因である。欧州については、引き続き世界経済にとっての最大のリスクとして注意している。

次に新興国・資源国だが、他のこれら諸国にも大きな影響を与える中国については、このところあまり参考となる指標が出ていないが、PMIで見ると、政府ベースの指標は改善している一方で、中小企業のカバレッジが相対的に広いと言われている民間ベースの指標が弱含んでおり、このところ水準も切り下げている。民間ベースの動きは、何らかの不均衡を表しているものではないかと気になるところである。財政政策、金融政策の発動余地があることを勘案すれば、中国経済が大きく腰折れすることは想定していないが、政治的にも不安定な時期となっているし、短期的にでも中国が想定外に減速したり、あるいは減速するという懸念が大きくなるだけでも、世界経済に与える負の影響は大きいと思う。国内企業からは、中国向け輸出の変調を懸念する声も聞かれるところである。たとえソフトパッチであったとしても、調整セクターが本邦企業の輸出の重要先であれば、その影響はわが国にとって予想外に大きくなる可能性にも留意する必要があると思う。米国については、3月の雇用統計が予想を下回ったが、総じて引き続き緩やかな回復が続いている。雇用環境の改善が続くもとで個人消費は増加しているし、輸出や設備投資も増加基調を維持している。商工業向け貸出が3か月連続で前年比10%を超える増加を示していることは、案外強めの各種経済指標を裏付けているように思う。もともと、米国の経済指標は改訂幅が大きいほか、ここ何度か強めの指標が続いた後に弱めの指標が続くということを繰り返しているので、前回も申し上げたが、*This time is different.* なのかどうか、もう暫くみていく必要があると思う。先行きについては、原油価格上昇の影響が気になるところである。既に、1ガロン4ドルへ迫っているところで、今後の価格動向がどうなるのか、価格の高騰が消費の足を引っ張って景気全体を減速させるのか、あるいは雇用環境の改善や株価の上昇により、価格高騰の影響を打ち消すことができるのか、ガソリン価格の上昇が燃費の良い自動車への買い替えを促進す

る要因となる可能性もあるので、今後注意してみていく必要があると思う。

わが国については、個人消費は、自動車に対する需要刺激策の効果もあって底堅さを増しているほか、設備投資が緩やかな増加基調を維持している。こうしたもとの、復興関連需要の動きを示す公共工事にも漸く進捗の動きがみられ始めている。内需には改善に向けた動きが出てきたと言える。他方、輸出については横ばい圏内にとどまっている。3月短観でも、内需関連業種の業況感には改善の動きがみられたが、輸出関連業種には慎重さが残っているところである。わが国が再び成長軌道へしっかりと復していけるかどうかは、微妙な段階にある海外経済の先行きに大きくかかっていると思う。物価については、2月の除く生鮮食品ベースの消費者物価指数の前年比は、+0.1%と5か月振りにプラスに転じた。基調的な動きはこれまでみていたとおりだと思う。先行きについても、従来の方から基本的には変化していないが、国際商品市況や為替相場の動向次第では、若干上振れる可能性もあるのではないかとみている。1%の目途に向けて物価が正常化していくためには、経済の回復をしっかりと図っていく必要がある。海外経済の動向が必ずしも安心できるものではないもとの、まずは、漸く明るさも出てきた国内景気をしっかりと下支えしていくことが、大変大事な段階と考えている。リスクについては、海外要因については申し上げたので省略するが、国内についての最大のリスクはエネルギー関係だと思う。今後の動向次第では、悪い物価上昇、また、生産、消費への悪影響が懸念される場所である。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

海外経済を含めた全体観だが、執行部の見方に違和感はない。まず欧州情勢である。欧州債務問題は、ひとまず落ち着きを取り戻したが、依然不確実な面が多く鎮静化したと言える状況にはないが、皆様の見方と差はな

いので詳細は省略し、実体経済に少し触れさせて頂く。ドイツにおいては I F O 景況感指数の改善が続き、失業率も既往最低となるなど、中核国は安定化に向かうとの見方に変わりはない。ただ、ユーロ圏全体としてみると、緊張緩和を受けて持ち直しつつあった製造業 P M I の改善が足踏みしているし、失業率も既往ピークを更新するなど、周縁国における緊縮財政が欧州経済の重石となっている。このため、欧州経済全体が自律的な回復軌道に戻るには、なお時間を要すると思っている。

続いて、米国経済については、緩和的な金融環境のもとで株価がリーマン・ショック後の高値圏で推移しており、引き続き家計のバランスシート調整圧力の影響はあるものの、雇用情勢の改善傾向などから個人消費も底堅く推移している。この間、輸出・生産や設備投資も増加基調にあり、経済全体としてみれば緩やかな回復が続いている。3月の雇用者数の増加が市場予想を大きく下回り、景気下押し要因として懸念する向きもあるが、このところの急速な増加は気候要因により上振れていた面も指摘されているほか、長期失業者の割合は低下し、民間雇用者の総報酬の伸びも堅調であること等をみると、悲観に振れる必要はないと考えている。先行きも、緩やかながらも雇用情勢の改善は続いていくとみているが、バランスシート調整に加えて、ガソリン価格上昇やフィスカル・ドラッグの影響もあることから、回復ペースは引き続き緩やかなものにとどまると思われる。

次に、新興国・資源国経済をみると、欧州経済の減速などを受けて成長ペースが幾分鈍化してはいるが、総じて旺盛な内需を背景に高めの成長を維持している。このうち中国経済をみると、このところの輸出減速、あるいは自動車販売等の個人消費の増勢鈍化に加え、全人代で不動産投資抑制策の転換や金融緩和等新たな方向感が打ち出されなかったことを嫌気して株価も軟調に推移するなど、市場の見方は幾分慎重化している。ただ、増勢が鈍化しているとはいえ、個人消費や固定資産投資は引き続き全体として高い伸びを続け、製造業 P M I も引き続き 50 を上回って推移していることを踏まえると、足許の成長ペース鈍化は安定成長への健全な移行過程だと思っている。物価の動向からは目が離せないが、構造的な内需拡大

の余地は大きく、今後も高めの成長を続けていくものとみている。NIEs・ASEAN経済については、タイ洪水被害からの復旧に加えて、世界的なIT関連財の在庫調整の進捗もあって輸出・生産が持ち直している。先行きについても、インフレ率の低下に伴う実質購買力の回復や緩和的な金融環境が経済活動を下支えするとみられることから、成長率は次第に高まっていくものとみている。

こうしたもとで国内経済をみると、輸出が横ばい圏内で推移する一方で、内需は復興関連需要もあって底堅い動きとなっている。3月短観の海外需給判断DIにも示されているように、海外経済に持ち直しの兆しが窺われ、生産予測指数は3月から4月に増加する見通しにある。先行きは、1月の中間評価でみたとおり、新興国・資源国が牽引する形で、輸出そして生産の改善の動きが明確になり、緩やかな回復経路に復していくと考えている。足許の動きを需要項目別にみると、個人消費は、雇用環境が徐々に改善するもとで、目先やや調整局面にはあるが、円高修正、株高の進行による企業と家計のマインドの改善もみられ、底堅く推移している。設備投資については、3月短観において当初計画としては例年比高めの伸びが見込まれていることなどからも、緩やかな増加基調が続いていくとみている。この間、公共投資は、公共工事出来高も増加に転じており、復興にかかる大型予算執行に伴って徐々に本格化するとみられる。ただ、リスク要因として、欧州債務問題の展開、原油価格の動向、夏場の電力需給の不確実性の三点には引き続きしっかりと目配りしていくことが大事だと思う。

最後に物価である。国際商品市況は、極く足許では調整しているが、原油を中心に一頃に比べて高値水準で推移している。これを受けて、企業物価指数の前年比プラス幅の縮小傾向に歯止めが掛かっており、先行きはやや強含んでいくとみられる。生鮮食品を除く消費者物価指数の2月の前年比は特殊要因でプラスに転化した但、需給ギャップの先行指標として3月の短観加重平均DIをみると横ばいの動きとなっていることから、当面は前年比ゼロ%近傍で推移するとみている。ただ、少し長い目でみれば、需給ギャップの改善や家計等の中長期的なインフレ予想を映じて、徐々にプ

ラスに転じていくと考えている。以上である。

白川議長

景気・物価に関する皆様のご意見は、昨日の執行部の説明に基本的に違和感がないということであったと思うので、後程ステートメントの段階で文章表現的には確認したいと思う。後から議論する関係で、若干のポイント、論点を提起したいと思う。われわれ自身の基本的な景気の見方は、外需と復興需要に牽引される形で緩やかな成長軌道に復帰していくということであるが、その大きな二つの前提条件のうち復興需要については、請負統計だけではなくて、出来高統計によっても増加が確認できたということで、復興需要についての想定はその確度が増しつつあると思う。問題は外需で、今日の皆さんの発言を聞いても圧倒的に海外経済、外需に関する発言が多かった感じがする。欧州、米国、中国というように地域を分けて、それぞれ皆さんニュアンスも若干違っていると思ったが、その欧州について自分自身の意見を申し上げて、後からまた皆さんと他の地域も含めて若干の議論をしたいと思う。それから、もう一つのポイントは物価である。物価についてはまた次回の展望レポートでしっかり点検をしていく訳であるが、物価については、先程西村副総裁の方からも後のラウンドで詳しく述べるということであったので、当初の予定を変更して後のセッションで議論することにしたいと思う。

まず海外経済、外需であるが、多くの方が言及されたように、欧州についてはテールリスクが後退してきたということは大きな変化であると思う。欧州金融市場というか、グローバル金融市場を議論する時には、その大きな流れでみるのか、あるいは前回会合時との比較で語るかで若干異なってくるが、一番大事な大きな流れでみると、とにもかくにもやはりテールリスクが後退してきたというように思う。ただ、前回会合との比較でみると、幾分慎重化というか、またリスクオンからリスクオフのモードに方向的には変化をしたという感じはする。国際金融市場全体の評価を、総じて落ち着いているとか、あるいは落ち着いてないとかというように、

評価する時の判断基準は一体何かということであるが、私自身は、その大きな判断基準というのは、われわれの問題意識からすると資金市場の安定ということではないかと思う。つまり、ユーロであれドルであれ、ファンディングしようと思ってもなかなかファンディングができない、その不安感が非常に高いという状況は、不安定だということである。そうした不安定の度合いを示すのは、指標的には何といてもやはりLIBOR-OISのスプレッドであると思うが、この水準がほぼ正常な水準に低下してきたというのは、総じて落ち着いているという評価に繋がってくると思う。あるいは、株のボラティリティ、例えばVIXといったボラティリティをみても、昨年夏と現在とではずいぶん違ってきている。そういう意味では、総じて落ち着いたという評価に繋がってくると思う。一方、国債の金利であるが、スペイン、イタリアの国債の金利水準自体は下がったとはいえ依然高いし——ギリシャはもっと上であるが——、前回会合以降の変化では、スペインはまた上がってきて、先程石田委員からも言及があったように、LTROを開始する前の水準まで戻ってきたということである。こういう動きは、国際金融市場が総じて安定という評価とどのように両立するのかということであるが、私自身の整理では、これはそれぞれの国のファンダメンタルズに対応した金利の評価をそもそも今は模索している過程だと思うが、国債の金利水準の高さや低さでもってグローバル金融市場の安定度を測るのではなく、安定しているかどうかは、基本的には何といても資金市場であろうというように思う。この資金市場がグラグラしていると、テールリスクが怖いということで、われわれ自身が欧州の問題が日本経済について最大のリスクであると言う場合には、皆が一番意識しているのはこのテールリスクであると思う。そのテールリスクは後退してきたということであるが、一方、スペイン、イタリア、特にスペインについて今後どのようになっていくのかということを考えて場合に、これはなかなか容易ではないという感じもする。ただ日本経済を議論するうえでは、これは基本的には、日本の対欧州向けの輸出ウエイトに応じて欧州経済をカウントしていくという話であろうと思っている。そういう意味では、スペイン、

イタリア問題がテールリスクに跳ね返ってくるかどうかということは常に考えなければいけないが、その二つの問題を一つ一つ分けて考えた方が良いと思う。以上が欧州である。

米国については、先程来皆さんのご意見を聞きながら自分自身の気分とも共通しているが、元々われわれ自身、米国の景気についてバランスシート調整の重石があるから緩やかな回復にとどまるだろうというのが大方の見解だと思し、年初来比較的明るい材料が出てくる時にも、われわれ自身どこかでそれをディスカウントして考えているということであったと思う。この1か月間の動きをみていると、これはミックストな動きであったと思し、やはりそうしたわれわれ自身の慎重な見方に収斂していくのではないかという気分が、前回に比べると少し増えているという感じがする。

それから中国についても、GDP統計とは別に中国経済の実態は少し弱いのではないかという懸念を示す方が、前回に比べて少し増えたという感じもする。

いずれにせよ、この海外経済について先程の意見表明だけでは言い尽くせなかった点、あるいは先程私が申し上げたような点も踏まえて、追加的なご意見があればお願いします。

白井委員

中国について若干懸念している。中国の成長の中心は投資と消費であるが、小売売上高の伸びをみると、非常に高いとは言えないが名目GDPの伸びに近い形でかなりの堅調さを維持している。小売売上高が堅調で、消費者信頼感指数なども結構良い数字が出ている。なぜ中国の消費が比較的堅調なのかについては、幾つか理由があると思う。一つは、雇用が比較的良いこと、二つめは、最低賃金が上がっていることもあると思うが、収入の伸びを期待していること、三つめは、昨日3月のデータが出るまではインフレ率が低下していて、それによる購買力の上昇があったと思う。ただ、昨日のデータをみるとインフレ率が少し上がってきており、その背景は生

鮮野菜だったと思う。もしかすると、その生鮮野菜はガソリンと関係している可能性がある。中国も2月、3月にガソリン価格を引き上げているので、世界の比較的高い原油価格の水準が中国のインフレに再び影響しつつあるのかもしれない。タイもインフレ率が少し上がってきているが、やはり原油が原因と言われている。今の原油価格の動向が、まだ大きくは出ていないが、新興諸国の消費にインフレという形で影響するのではないかと幾分懸念している。

森本委員

中国経済について相当懸念される方がおられるが、私自身は足許の指標——新しい指標はあまり出ていないが——をみても、そこまで心配する必要がある状況なのか、よく分からない。物価も前年比+3.6%と上がったが、エネルギー価格がここまでになって生鮮食品などにも影響している中での+3.6%は、必ずしも高いとは思わない。政治的なリスクなど水面下でみえないところはあるし、これから数字が出ないとよく分からない面はあるが、あまり懸念する材料はないように思う。今までの良過ぎたから、このままで行くのかという漠然とした不安感があるのかもしれないし、確かに輸出には若干の鈍化傾向が窺われるが、観念的な表現で恐縮だが、私は、中国は相変わらず牽引役としての役目を果たし得ると思っている。

白川議長

別の機会でも議論があったが、中国経済全体の姿と日本企業からみた中国マーケットの二つは、分けて考えた方が良いという感じがしている。今、中国経済について、相対的に悪いのは輸出・生産セクターである。その中国の輸出・生産に向けて日本が輸出している鉄鋼・化学製品等の中間財、あるいは資本財・部品の需要が弱めになるという傾向があると思う。そういう意味で、日本の企業から聞こえてくる中国経済に関する声と中国経済全体に対する評価は、イコールではないという感じはしている。いずれにしても、注意してみていかなければならないファクターだと思う。

宮尾委員

中国経済の足許の減速について、ヒアリング情報であるが、米国の企業に関しても足許若干弱含んでいる、日本企業が感じている弱さと同じようなレベルで米国企業の中国でのビジネスが若干減速していると聞いている。先程、米国経済について企業部門を起点としたメカニズムが維持されていると申し上げたが、今後を見通すうえで、米国と中国の関係で、これまでしっかりしていた米国の企業部門が、中国の減速を起点に若干下押しされる点、それがどの位持続するのか、あるいは短期的で終わるのかという点に注目している。しかし、総じてみると、先程森本委員が言われたように、全体としては内需がしっかりしているので、やはり強い。従って、今の企業部門が感じている減速は短期的なのではないかという大まかな感じを持っている。

石田委員

中国において内需が膨らんでいく時には、中国企業がカバーする部分が非常に多くなり、外資系なり輸入なりで入ってくる部分についての依存度は低くなっていくのではないかと、あるいは、ボリュームが増えるのは中国独自の内生的なものではないかと思う。従って、今までのように、爆発的に資源を輸入して鉄や電線等を作ることになれば資源国も潤う、欧州や米国に沢山輸出することになれば日本が潤う、NIEs・ASEANも潤う、ということだと思ったのだが、結局、材料は、足りない資源は食料品も含めて輸入して、あとは自分で作ってしまうということになると、日本から見ると、思いの外面白くないというか、あまりGDPには響いてこないというような付き合い方に変わっていくのではないかと思う。

白井委員

中国は、地域性も凄くあって、全貌をみるのはなかなか難しい。広東省など沿海部は非常に厳しいが内陸部は結構良いと聞いているが、例えば、

住宅価格をみると、全国平均だと少し下がっているが、今凄く下がっているのは沿海部の大都市中心である。内陸部では、上がっているか下がっていないという感じである。やはり内陸部の内需が非常に大きいということで、そこに焦点を当てた企業は非常に収益があるのだろうが、鉄鋼とか自動車産業が冷えている影響を受けている企業は弱く感じていると思う。従って、中国というのは全体でみるのはなかなか分かりにくいと思う。

西村副総裁

内陸はインフラなので、逆に言えば、鉄が伸びてもおかしくない。白井委員がおっしゃることは非常によく分かるが、鉄等が伸びていないということが本当にそうならば、インフラ投資の伸びが少し弱まってきているということだと思う。これは、かなり大きな問題である。インフラ投資が伸びることを前提にして色々なものが動いているので、やはり気を付けた方が良いと思う。もう一つ気を付けたいのは、GDPの伸び率と工業生産の伸び率があまりにも一致していることである。これは、普通はあり得ない。要するに、非製造業の部分が恐ろしく小さいのか、データの作り方がおかしいのか、どちらかである。私は後者だと思っているが、問題はこれから段々サービス化が進んでいく、非製造業が伸びていくと、インフラなり何なりの鉄鋼等が増えていかない。ご存知のように、投資には加速度原理が働くのでこれが逆に働けば、GDP伸び率の少しの低下が設備投資の、特に素材に関して非常に大きな減少に繋がる。この部分は、日米の当該部門に大きな影響を与える。従って、中国がくしゃみをすると日本が風邪をひく、という状況に段々なりつつあるという気がするので、十分な注意が必要だと思う。

山口副総裁

私も、西村副総裁が言われたように、中国については気を付けておかなければならないという感じが非常に強い。ただ、現時点ではあくまでもダウンサイド・リスクとして意識しておかなければならないということ

あって、われわれの基本シナリオとして、中国経済の見方を今の段階から下振れさせなければならないとまで思っている訳ではない。欧州情勢についてテールリスクが表面化する可能性が小さくなってくると、注目点はどこかということになる。米国については振れはあっても大筋緩やかな回復であろうとみているので、そうすると新興国、中でも中国はどうかということになってくる。NIEs・ASEANについては、昨日の大野国際局長の説明にもあったように、基本的にはしっかりした動きが期待できるということだとすると、やはり中国についてももう少ししっかりとみていくことが必要ということになる。

白川議長

米国経済については、山口副総裁が言われたように、大筋回復していくという見通しの中で、そのスピードについて若干楽観的な意見と慎重な意見の両方があるという感じだと思う。われわれ自身は総じて慎重にみている訳であるので、われわれ自身の見方という面で何かここへ来て大きな変化を迫られるものではないと私は思っている。それからもう一つ、先程石田委員もおっしゃっていたが、銀行貸出というのは非常に大事な指標と試みてみている。その中で、企業向け貸出をみても、減少から増加に転じてきているのは大きな変化だと思う。それから、昨年との比較では、FRBが過去何回かの経験を踏まえてより慎重にみているところは大きな違いだと思う。FRBは年初から慎重にみているので、そこは昨年と比べて大きな違いである。

他にご意見はないか。それでは、ここで第一ラウンドの議論を終えたい。再開は10時50分にしたいと思う。

(10時40分中断、10時50分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは議論を再開する。このラウンドでは、次回会合までの金融政策運営方針等について、お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は第一ラウンドと同じである。白井委員から願います。

白井委員

まず、次回会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持、すなわち「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」が良いと思う。金融環境は前回会合以降も緩和的な動きが続いており、本行の包括的な金融緩和政策のもとでの潤沢な資金供給によって短期資金市場での余剰感が強い状態が続いている。この状況下で、金利入札オペを3月1日を最後に見送っていることもあり、同オペの残高がゼロとなった。こうしたこともあり、固定金利オペの応札倍率が一時的に上昇する場面もみられたが、足許では再び低下している。国債の大量償還を迎えた3月下旬から資金余剰感が強まったため、短国も応札倍率が低下しており、今後暫くはオペをしても札が入りにくくなる可能性がある。

企業金融については、CP・社債発行レートは概ね低水準で推移しており、新規貸出約定平均金利は低下傾向にある。金融機関の貸出態度は改善傾向が続いており、CP・社債発行環境も概ね良好である。最近では、運転資金、被災地の生産設備復旧、海外企業買収を中心に民間銀行貸出が緩やかに拡大しているほか、中小企業や設備投資向けの貸出についてもマイナス幅を幾分縮小させている。CPの発行残高は前年並み、社債残高は小幅マイナスとなっている。マネタリーベースの前年比伸び率は、2桁台で伸びてきたこれまでの状況から一転して3月に若干減少したが、これは比較対象の昨年3月が震災対応で大きく伸びたため、残高自体は高い水準を維持している。マネーストックについては、2月までのデータしかないが、3%前後で推移しており、極く最近では民間金融機関の借入やCPの

発行がプラスに転じている点に注目している。今後、緩やかな景気回復経路に復していく過程で、信用創造の機能が幾分改善していくことを期待している。

外国為替市場については、前回会合以降の円の名目実効為替レートは、上下の振れはあるが、総じてみれば横ばいとなった。この間、円／ドル相場については、主として米国の経済指標の発表や米国の追加金融緩和への期待の変化に反応して変動しているが、ここ1か月ほどは円安基調に一服感がみられる。円安が企業マインドや企業収益へ及ぼす影響については様々な見方がある。最近では、資源輸入国のわが国では資源高と円安が重なると交易条件が大きく悪化し、家計の購買力も下がるとの声も聞かれるが、さりとて輸出企業や直接投資収益の還元が大きなウエイトを占める企業にとっては、円高は無視し得ないマイナスの影響がある。具体的には、輸出企業が現地でマーケットシェアを維持するために、円高局面では円建て輸出価格を下げて現地販売価格の上昇を抑えようとする結果、現地通貨建て輸出価格はそれほど上昇しないことになる。実際に、為替相場の変化に対して現地通貨建て輸出価格への転嫁の程度が低下していると指摘する分析も幾つか見受けられる。このことは、国際競争力が激化する中で、現地市場においてわが国企業の製品の差別化が難しくなっていることを意味しており、特に電機、電子部品や化学製品でその傾向が強まっているようである。企業が国際競争力を高めるには、研究開発やマーケティング戦略による自社製品の差別化の努力が必要なのは言うまでもないが、為替の急激な変動やあまりに高いレベルでの円高長期化は、わが国の景気回復シナリオを下振れさせる可能性は否定できないと思っている。

こうした観点から、4月に発表された日銀短観をみると、製造業の足許及び3か月先の先行きの業況判断には、中小企業を含めて慎重さがみられることが気になっている。先行きについては、海外経済減速懸念あるいは為替相場の先行きの不確実性といった要因が反映されているのかもしれない。なお、製造業大企業の想定レートは、回答時期が決算期末と重なったこともあって、昨年と比べて幾分円安にシフトした現在の為替相場に変

更していない。今後、海外経済が回復に向かい、少なくとも現行の為替相場が定着していけば、企業の業況判断や収益見通しが上方修正される可能性もある。この点、為替の動向については注視していきたいと思っている。

株式市場については、米国の株価上昇と円安の一服感が重なって、足許の株価は、前回会合時の水準を少し下回っている。一般的に、株価の上昇はエクイティ・ファイナンスを容易にするほか、企業マインドを改善する効果がある。また、家計に対しても、わが国では株式保有が家計の金融資産に占める割合が6%以下であり、3割にも達する米国と比べて資産効果はかなり小さいと思われるが、マインドの改善にはある程度プラスに寄与していると思う。こうした点からも株価の動向を見守りたいと考えている。

最後に、先程述べたように、わが国の景気は緩やかな回復経路に復していくとみている。現時点ではデフレ懸念は小さく、物価は当面ゼロ%近傍で推移していくと思っている。こうしたもとの、われわれの実施している金融緩和は、そうした経済の前向きな動きをさらに強力に支援していくものとみている。なお、金融政策の波及経路については、主たるものは資金調達コストの低下を通じたチャネルであるが、資金需要が乏しいためこのチャネルを通じた効果が低減してきている中、為替・株価を通じた企業・家計のマインドへのチャネルもそれなりの効果は期待できると思う。ただ、企業・家計のマインドの変化が実際の投資・消費などにどの程度影響を及ぼし得るのかについては、為替・株価の持続期間の長さや内外の様々な要因にも依存するため、色々な論点があろうかと思う。私自身も、金融政策の有効性という観点から、この論点についてさらに検討を進めていきたいと考えている。また、本行の金融政策について国民の理解を促進するためにも、コミュニケーションのあり方に改善、工夫の余地がないかについては、常に検討を進めていきたいと思っている。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、金融環境からお話したい。わが国の金融環境は、「緩和の動きが続いている」と判断している。短期金融市場は、安定した状況が継続中である。短期レートは、前回会合以降、3か月物から1年物まで0.1%に張り付いている。長期国債金利10年物は、足許では1%を割込む水準となっている。2年物利回りは0.1%近傍で横ばい圏内の動きを続けている。クレジット市場をみると、CP・社債市場では良好な発行環境が継続している。企業の資金調達コストは緩やかに低下している。短観の結果を含め、企業からみた金融機関の貸出運営スタンスや企業の資金繰りは、いずれも改善した状態が続いている。

続いて、当面の金融政策運営について述べたい。国内の景気・物価動向については、前のラウンドでお話したように、大筋これまでの想定どおりであり、敢えて言えば、緩やかな回復パスに復帰する蓋然性が高まってきていると判断している。こうした判断に立って、資産買入等の基金については、上限の65兆円に向けて各種資産の買入れを着実に進めながら、当面はその波及効果を確認していくことが適当であると思っている。2月の金融緩和強化以降の市場の動きをみると、国債金利は、先程触れたが、残存2年を中心に低下し現在も低位で安定している。為替相場は、多少の振幅を伴いながらも、2月初までの水準に比べれば円安で推移している。株価は、一時1万円台を回復したがその後は反落している。やはり短期的な金融資本市場の動きに対しては、欧州情勢や米国経済の動向等の方が、グローバル投資家のリスク選好への影響を通じてより大きなインパクトを与えるということであると改めて認識している。いずれにしても、マーケットのその時々への反応に一喜一憂すべきではないし、2月の金融政策の効果については、現時点で確定的なことを言うのは時期尚早であると思っている。

次に、成長基盤強化を支援するための資金供給について、一言述べておきたいと思う。これまでも色々な機会でわれわれは言ってきたが、デフレからの脱却には、成長力の強化と金融面からの後押しが不可欠である。特

に成長力の強化については、民間企業レベルでの内需の開拓とともにグローバル需要の取り込みが重要である。今回の米ドル特則の決定によって、円貨と外貨、大口と小口、そしてA B L向けと、成長基盤強化に向けて差し当たり考えられる施策は概ね整備されたことになる。これらが全て動き出すことによって、大手行から中小金融機関に至るまで、概ね全ての金融機関の成長基盤強化に向けた投融資に対し、本行としてそれなりの支援ができることになる。こうした支援がより大きな流れの呼び水となるとともに、わが国経済にとって成長力強化が如何に重要な課題であるかについて、幅広い認識がさらに共有されていくことになればと期待している。

最後に、展望レポートに関し一点付け加えておきたい。「中長期的な物価安定の目途」を導入して最初の展望レポートということで、市場の関心はこれからさらに高まっていくものと思われる。言わずもがなであるが、われわれとしてどのような情報発信をしていくのかが極めて重要である。特に、前のラウンドで一部述べたことではあるが、2013年度の消費者物価の見通しを「目途」との関係でどう説明するか、またそれと政策対応との関係をどう整理していくかがポイントである。2月に打ち出したわれわれの政策スタンスと矛盾するような対応は採り得ない一方で、われわれの拠って立つ政策思想が曖昧になるような対応、つまり物価安定の目途の実現に向けて機械的に政策を運営していくと誤解されかねないような対応を凶ってしまうと、却ってその先の政策の有効性を損なうことにもなりかねない。次回会合に向けて、この辺りの十分な吟味が必要であると考えている。

なお、最後の最後に一言。われわれが現在の金融政策の枠組みのもとで強力な金融緩和を進めていくと、市場ではともすれば財政のマネタイズではないかとの疑念が高まりかねない。現に、市場ではそうした声が出始めている。そのような声が広がり国債金利の大幅上昇を招くことになれば、金融緩和の狙いは水の泡に帰する。われわれとしても、財政のマネタイズは絶対に行わないし、それを前提に政策運営を自主的に行っていることを繰り返し対外的に説明していく必要があると思っている。また、市場から

のチェックを受けやすいように、基金というフレームワークに加えて、日銀の長期国債保有残高全体について見通しを示していくことも一つの対応として考えて良いのかもしれないと思っている。同時に、政府におかれては、税制を含めた歳入・歳出両面に亘る財政の構造改革の実現に向けて、一層の努力を是非お願いしたいと思っている。このことがまた、われわれの政策が財政のマネタイズを行っている訳ではないという一般の理解に繋がるものと認識している。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について申し上げます。まず企業の資金調達環境に関して申し上げますと、昨日の執行部の説明どおり、引き続き緩和の動きが続いているということで良いかと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向であるが、為替レートは足許まで対ドルで81～82円台、対ユーロでは106～110円台の水準で推移しており、前回会合時と比べて概ね同水準あるいは若干の円高方向となっている。株価については、TOPIXは足許820程度と前回会合時より若干下回って推移している。これまで堅調に継続してきたこういった市況面からの金融環境の改善は、週末の米国雇用統計を受けて一服感がみられるという状況かと思う。

次に、金融政策に関して意見を申し上げます。前回会合では、私自身5兆円の基金増額を提案した。2月の決定に続くタイミングで追加緩和を実施することで、日本銀行の積極的な緩和姿勢をより強力にアピールし、今後の金融緩和に関する見通しや理解といったものを市場などへ一段と浸透させることを通じて、景気回復の動きをよりしっかりと後押ししたいと考えたからである。そういった最大限の効果を追求するという観点から、前回のタイミングがベストと考えて提案した訳だが、今回は、次に述べるよ

うな諸点を総合的に考慮した結果、増額提案は見送ることとしたいと考えている。

以下、そう考えた理由などについて、順を追って申し上げる。まず2月14日の政策決定、すなわち基金増額とデフレ脱却に対するコミットメント強化という決定を受けて株価上昇や円高修正の動きがみられ、そういった動きが経済回復の基調と整合的となることをより確実に担保するという観点から、3月の会合で追加緩和を提案したが否決された。否決され追加緩和は実現しなかったものの、その後の動きをみると、株高・円高修正の基調的な動きは維持されており、経済回復と整合的な金融環境の動きが維持されているとみられる。そういったことから、デフレ脱却へ向けた回復のモメンタムは底流では後押しされている可能性があるとみている。足許では先週末の雇用統計に振らされる形で、株高・円高修正の動きに頭打ち感がみられているが、底流にあるデフレ脱却に向けた回復の動きの確実性や持続性は最終的にどの程度なのか、あるいは今後の下振れリスク、腰折れリスクなどについてはどうか、といった点について詳細に点検することは極めて重要である。この点、次回会合では展望レポートが作成され、われわれの政策効果を含めて景気・物価見通しが点検されることから、その検討を待って政策判断を行うことは一定の合理性があると考えている。

当然のことだが、デフレ脱却への強いコミットメントを示すといっても、例えば、どのような犠牲を払っても1%のインフレを達成すれば良いといった硬直的、機械的な政策運営をわれわれは目指している訳ではない。財政リスクなども含め、副作用についても適切な目配りが必要と考えている。他方で、2月の政策決定と今後のわれわれの政策行動との関係で申し上げますと、例えば、明確化された強力な緩和姿勢はその後も具体的な行動によって裏打ちされているということ、国民に理解され支持されるよう努力すべきではないかと考えている。今後も、2月に私共自らが設定し明確化した政策姿勢をしっかりと念頭に置きつつ、適切なタイミングで、細心かつ果敢な行動を実施していくことが重要と考えている。

以上を総合して考えると、追加緩和の必要性は引き続き感じているもの

の、今回は提案を行わないこととした。次回の展望レポートの見直し作成に向けてしっかりとした点検をしていきたいと思う。最後に、次回までの金融市場調節方針については、現状維持が適切だと考えている。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の評価に違和感はなく、前月と同様に「わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている」と判断している。現在、金融市場は円滑に動き、市場内・市場間の資金の流れに特段の問題が生じていないことを考えれば、金融緩和の程度は基本的に各市場セグメントでの市場金利で測ることができると考えている。その点でも、長めの金利を含めて低位で安定しており、加えて貸出金利には若干の低下の動きもみられる。また、貸出態度、資金繰りに関するサーベイデータも概ね横ばい、サーベイによっては若干の改善がみられる。このようにみると、月報表現は適切であると判断している。先程も白井委員からご発言があったが、この間、マネタリーベースが前年比縮小しているが、これは前年の震災時に金融システムの安定性維持のために大量に供給されたことの裏に過ぎず、これをもって金融政策が引締め気味であるというような誤解が一部にあるのは全く理解しがたいところである。

次に、物価について述べたい。端的に言えば、プラスの要素は出てきているが、目途1%達成へのモメンタム、つまり追加的な緩和なしでの目途達成が見込まれるような勢いが生まれているかどうかについては、まだかなり不確実な状況であると考えている。物価の推移をみると、消費の底堅さ等、内需が漸く底入れし、高齢化に対処する供給側の新しい動きがみられるなど、需給の好転への兆しがみられる。また中国等からの価格低下のプレッシャーがこのところ弱まっていることから、エネルギー価格の動き以外の点でも上向きのモメンタムが少しずつ出てきているように思

われる。私は震災前の昨年2月の会合で、企業の価格決定力に回復の兆しがみられ、物価に漸く上向きの動きが出ていると申し上げたが、その後震災の影響でこの動きが全く止まっていた。ところが、このところ被服の前年比プラス転化等にみられるように、漸く震災前の状況に戻りつつあると評価している。この点は、物価上昇の基調を示す刈込平均の動きからも窺われる。サービスの刈込平均は相変わらずマイナス領域であるが、財については、刈込平均でみると回復が目立っている。ここで注意しておきたいのは、刈込平均のこの傾向は、実は米国でも同様に目立っているという点である。つまり現在の物価、特に財価格の基調変化は日本にとどまらず、先進国で世界的に生じていると感じている。もっとも、この足許の上昇傾向のかなりの部分は、実は原油価格の上昇に依存していることも事実である。日本では、天然ガス輸入価格が原油価格に連動するという他にない価格体系になっているため、足許の原油価格上昇のインパクトはかなり大きいものになる。

今後の推移を考えてみたい。2月全国CPI（除く生鮮）は、対前年比プラスに転化した。2月から3月にかけて前年と同じような動きをするとすると、3月はさらに上昇する可能性があると考えている。もっとも、4月はその勢いは削がれ、その後はエネルギー価格の推移に大きく依存する形になると思う。しかし、エネルギー価格の影響を除いても、既に述べたような企業の価格決定力の回復と、最近の需要構造変化に対応した供給側の効果的な対応等により、これまでの価格引き下げに頼る消耗戦からの脱却が進む可能性も出てきていると思う。そうなると、エネルギー価格の上昇も相俟って、2012年度のCPI（除く生鮮）は明確なプラス基調が定着するかもしれないと考えている。しかしながら、こうした物価上昇のモメンタムは、定量的にみるならばまだ依然として小さいと言わざるを得ない。このために、目途1%達成へのモメンタム、つまり追加的な緩和なしで目途達成が見込まれるような勢いは、今までのところ実現への道のりは遠いという気がする。この点については、これから発表される経済データ、支店長会議で得られる地方の動きの情報、そして4月27日会合の朝に発

表される多くの主要統計、特に消費者物価指数の全国3月、東京4月速報の結果を踏まえて判断する必要があると考えている。

次に、金融政策運営方針である。ここでもう一度基本に戻って考えると、金融政策の枠組みは、二つの柱、すなわち先行きの経済・物価に関するメインシナリオが物価安定のもとでの持続的な成長経路を辿っているか、言い換えれば「目途」の達成に向かっているかという第1の柱と、そうしたメインシナリオに対してどのようなリスク要因があるかという第2の柱の両面から、点検を経るということである。既にみたように、足許までのデータから先行きの経済・物価情勢を判断すると、目途1%達成へのモメンタム、つまり追加的な緩和なしで目途達成が見込まれるような十分な勢いが生まれているかどうかについては、まだ不確実性が高いと思う。十分な勢いがみられない場合には、「目途」に基づくコミットメントからみて、何らかの対策が必要となる。そして、このところ国内需要にも前向きの動きが出て、企業・消費者のセンチメントも回復しており、緩和効果が出やすい状況にあることも考える必要がある。しかしながら、極く足許の欧米情勢の変化が直接・間接に日本経済に与える効果をみる必要もあり、また重要な幾つかのデータが今後利用可能になることを考えると、モメンタムがどうなるかについての判断は、次回展望レポートの時まで待つのが望ましいと考えている。従って、次回までの金融政策は、現在の「目途」を明確にした包括緩和政策、つまり「目途」に基づく積極的なコミットメント、資産買入基金の規模・構成とも現状維持とするのが適当であり、金融調節運営方針も現状維持が望ましいと考えている。加えて、先程山口副総裁からもご発言があったが、デフレからの脱却に必要な成長基盤強化に資する資金供給を、今回決定したドル資金供給と併せて方針どおり強力に進めていくことが重要であると考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

国内の金融環境については、本行による強力な金融緩和の推進により緩和の動きが続いている。

為替市場に関しては、円は対ドルで84円台まで下落する局面もあったが、足許は再び81円台まで調整している。株価は1万円台を回復したが、円安基調の一服や米欧株価の調整などから、前回会合時点を下回る水準まで下落している。円安基調の一服や米欧株価の調整の背景には、米国経済回復についての見方やFRBの追加緩和を巡る思惑の変化、スペイン国債の入札不調などがある。現在は、わが国経済が横ばい圏内から回復過程へ繋がるかどうか、大変大事な時期であるので、現在の強力な金融緩和措置をしっかりと推進していくことが大切だと思う。その意味では、基金の買入れ進捗についても、市場とのコミュニケーションにも留意して整然と取り組んでいくことが必要だと思う。今後、基金買入残高が大きく積み上がることになるので、必要に応じ、項目間の調整等、柔軟に対応していくことが肝要だと思う。

成長支援資金供給における米ドル特則の具体的な仕組みについては、前回会合における議論を反映したものとなっており、先程決定したところである。今後も引き続き金融機関との情報交換等にも努め、成長支援資金供給の全体の枠組みが効果的、適切に運用されていくように願います。

次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当である。私からは以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、長短金利とも極めて低水準に推移するなど、緩和的な状態が続いている。詳細に

については、執行部の説明に違和感はないので省略させて頂く。

為替市場をみると、欧州債務問題の進展によるリスク回避姿勢の後退や日米金利差の拡大等を映じ、円が幅広い通貨に対して下落したが、その後やや円高方向に調整している。こうしたもと、株価も日経平均が1万円を超える水準に一旦上昇したが、足許はやや調整局面にある。今回短観の業況感は輸出関連業種を中心に慎重さが残っているほか、3月の民間調査によるマインド指数は総じて改善しているが、大企業製造業では震災前の水準を依然大きく下回るデータもみられており、企業や家計のマインドが再び悪化することがないか、十分な注意が必要である。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。わが国経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することは極めて重要な課題であり、これは言うまでもなく成長力強化の努力と金融面からの後押しの双方を通じて実現されるものと考えている。先行きの金融政策運営については、そうした認識のもと、引き続き強力な金融緩和を推進するとともに、成長基盤強化を支援するための資金供給を通じて、民間金融機関による取り組みを支援していくことが肝要だと思う。先般、兵庫県で開催した金融経済懇談会では、大手企業の新たな国際的分業体制の構築あるいは国内事業縮小といった動きがみられる中で、中小・零細企業の生き残りをかけた国内事業再構築などの取り組みの難しさを伺った。また、世界最先端の技術を持つベンチャー企業を訪問した際には、相当額の設備投資が必要であるが金融機関からの資金調達は極めて厳しいとの切実な声を頂いた。わが国全体としては緩和的な金融環境が続いているが、新しい経済成長の基礎を築いていくためには、これらの先にも目配りした官民での取り組みが不可欠であることを再認識した。本則、ABL特則に加え、成長支援資金供給に新たに設定した小口特則やドル特則の活用を促すなど、引き続き民間金融機関の取り組みを強力に後押ししていくことが大事だと思う。

最後に、資産買入等の基金についてである。現在は、拡充した基金の買

入力を加速させており、残高を着実に積み上げつつある。その効果は、足許の極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。ただ、国債買入の増額に国債の大量償還等も重なり、市場の資金余剰感が極めて強くなる中で、基金の固定金利入札については、残高を何とか積み上げている姿となっている。現在の緩和的な金融環境、為替や株価の水準には、本行が、消費者物価の前年比+1%が見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と資産買入等の措置により強力に金融緩和を進めることをコミットしていることが作用していると思う。難しい局面もあるとは思いますが、今後も波及効果を見極めながら、市場動向を注視しタイミングを図りながら、本年末までに着実に 65 兆円まで積み上げていくことが大切だと思う。以上である。

白川議長

まず、金融市場調節方針であるが、皆さん、現在の調節方針を維持するということであった。それから、資産買入等の基金については前回増額提案をされた宮尾委員も含めて、現時点では、金融資産の買入等を着実に進めその効果の波及を確認していくことが適当であるというご意見であった。今月末の会合では展望レポートを作成し、先行き 2 年間の経済・物価の見通しをしっかりと点検する訳であるが、これを踏まえて政策のあり方を常に点検していくということであると思う。それから、昨日の執行部の報告の中にあり、先程何人かの方も触れられたが、資産買入を行う過程で一部のオペについては札割れが生じている訳である。一方、われわれ自身は年末に向けて 65 兆円を確実に達成しないとならない訳であるので、この札割れが起きているという現象を踏まえながら、どのように対応していくのが良いのかということも、これからも検討していく必要があると思う。以上が政策関係である。

それから、今日は多くの方から、政策運営に関する情報発信について色々なご発言があった。ここで纏めるということではないが、自分自身も色々な場で情報発信をしている関係で、この点については幾つかの感想を

持つので、六点ばかり申し上げたいと思う。一つは、われわれ自身の基本的な政策スタンスをしっかりと説明し、理解を求めていくということである。改めてわれわれ自身が今どのようなことを言っているのかということ、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを条件とする」ということである。これはわれわれ自身の思いを過不足なく表現していると思う。こうした方針であるということもしっかりと説明していくということが第一点である。第二点は、この金融緩和政策がどのような形で効果を発揮していくかということである。われわれ自身の目的はあくまでも物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現ということであり、その究極のわれわれ自身の目的に照らして判断していく必要があるということである。当面の金融市場の反応、例えば為替や株価は勿論ポジティブな反応を期待する訳ではあるが、しかしこの1か月間の為替や株価の動きにも表れているとおり、こうしたものを規定する大きな要因はグローバルな投資家のリスクテイキングの態度であると思う。この1か月間はリスクオフのモードになって、その結果一旦進んだ円高修正の動きがまた少し戻るということであるし、そのことも反映して、世界の株価もそれまでの上昇から少しまた下落をするということになっている訳である。そういう意味で、金融政策の効果は、短期的な金融市場の動きでもって判断するのではなくて、金融市場の動きも含めて、最終的な景気・物価との関係で判断していくということである。そうでなければ、短期的な動きに振らされていくということになってくる。これも二つ目の重要なポイントであると思う。それから三番目は今の話とも関連するが、非伝統的政策の効果波及メカニズムである。F e dも日本銀行も、採用している政策はいずれも非伝統的である。しかし、使っている道具、あるいはその展開する規模は非伝統的であるが、メカニズム自体が何か新たな非伝統的なメカニズムという訳ではなく、メカニズム自体はあくまでも伝統

的なメカニズムである。つまり、金利水準を下げるということである。短期金利がゼロであるために、F e d も日本銀行も、長期金利あるいはリスク・プレミアムに働きかけているということで、波及メカニズム自体は伝統的なメカニズムである。そうした伝統的なメカニズムに即して、われわれ自身の政策がどのように効果を発揮しているかということ点を点検していくということだろうと思う。四番目は、デフレからの脱却は、金融面からの下支えと強力な成長戦略の両方が必要であるということである。われわれ自身の行っている強力な金融緩和は必要な政策であるが、これはある意味で時間を買っている政策、つまり将来の需要を現在に持ち込むということも含めて時間を買っているという色彩が強いように思う。この買った時間を有効に使う必要があるという感じがする。買った時間は、有効にも使えるが無駄にも使われるということである。無駄に使うことがないように、しっかりとした成長戦略、また後から申し上げるが、財政の改革というものが必要であると思う。それから五つ目は、物価についての情報発信である。この点については先程西村副総裁がおっしゃったことに私自身も共感するところが大きく、物価については月々の動きも勿論大事であるが、大きな流れで今どういう方向に向かっているのかということであると思う。その大きな流れを踏まえたうえで、われわれ自身がどのような情報発信をしていくのかということが大事であると、最近つくづく感じるようになっている。改めて物価の動きをみると、除く生鮮食品でもそうであるし、刈込平均でもそうであるし、上昇・下落の品目差でもそうであるし、それから物価統計ではないが家計調査における購入単価をみても、2年前位をボトムにして方向としては着実に改善の方向に向かっているが、そうした方向にあるということについて、しっかりとした情報発信をしていく必要があるという感じがする。物価が何で決まるかということについて、私自身もエコノミスト風に言うと、需給ギャップと予想インフレ率と言う訳ではあるが、アメリカの動きをみてもそうであるが、需給ギャップと物価との関係について必ずしも明確ではない。それから予想インフレ率も、概念的には重要であるが、先程白井委員もおっしゃったように、これを上手く

把握することはなかなか難しい。私自身は、物価に関するある種の社会全体のノルム——予想インフレという言葉に翻訳されるのかもしれないが——というものが、物価の基調に影響してくるという感じがしている。企業からみると、価格を上げると売れないので、上げる場合でも例えば商品の属性を変えていくなどという別の形を通じて実質的な値上げを図っていくのであろうが、つまり価格を上げることはシェアを奪われるため、今は上げにくいというモードになっている訳である。個別事例に言及することは不適切ではあるが、コスト的には個別商品やサービスの価格を上げていこうという動きもある。しかしそうした時に、社会の圧力、世論としては、価格を上げるなというプレッシャーが物凄くかかっている訳であり、そうすると社会全体のモードとして物価はなかなか上げられないということになっているように思う。そういう意味で、個別商品に関する政策は別にして、私は予想インフレ率という言葉では必ずしもキャプチャーできない物価に関するある種の社会のノルムというものが少しずつ変わっていかないと、われわれが目指すような物価上昇率にはなかなかかなりにくいと思う。われわれ自身何も実体のないことを言う訳ではなく、大きな流れとして物価は少しずつ改善の方向に向かっているという情報発信も、私は大事であると思っていて、そういう意味で先程申し上げた大きな流れということも言っていく必要があると思った。最後に六番目であるが、マネタイゼーションと受け取られるリスクを絶対に回避しないといけないということである。われわれ自身、財政ファイナンスを目的とした国債の買入れを行わないということは非常にはっきりしているし、対外的にもそのように言っている訳であるが、しかしこの数か月間みても、われわれの政策を評価する声と、他方でマネタイゼーションを懸念する声の両方が増えていることも事実である。われわれ自身、その両方にしっかり対応する必要があると思う。その時に、われわれ自身の気構えをしっかり言っていくということは勿論大事であるし、それから例えば基金では分別管理をしようということも勿論大事であるが、しかしそれだけでそうした懸念を払拭できるかということ、なかなかそうではないのかもしれない。そういう意

味では、われわれ自身の色々なコミュニケーション上の工夫が必要であると思っている。先程山口副総裁から、われわれ自身が国債をトータルでどの位今持っているか——数字自体は出ているが——、この先成長通貨オペも含めてどのようなイメージになっていくのかということ、われわれ自身はここでいつも議論しているので認識があり、そのうえで色々なリスクも管理していることもしっかり認識しているが、しかし世の中の普通の人からするとなかなか認識しにくいだろうと改めて思う訳である。勿論どういう形での情報の出し方が良いのかは議論しないといけないが、先程申し上げた単なる気構えあるいは単に分別管理をしているというだけでは、なかなか疑念は払拭できない。ある意味では、われわれ自身の行動をしっかり監視してほしい、監視するためにも何らかの工夫も必要であると思っている。この点については今ここで何か決めるということではないが、この数か月間の議論を聞きながら、あるいは私も含めて委員の皆さんが記者会見で受ける質問などをみて、そのような感想を持ったということである。

財政についても一言申し上げたい。財政改革の重要性については言うまでもないことであるし、今政府が一生懸命取り組まれている課題で、われわれとしてもそうした努力が非常に重要であると思っている。中央銀行の立場からみて財政改革がなぜ重要なのかということも改めて考えてみると、財政改革が行われずに財政の持続可能性が維持されない状態の時に何が起こるのか、逆に財政の持続可能性が維持された場合にどういうことが起こるのかということを考えてみると、明らかであると思う。第一には、将来の財政に関する不確実性を軽減することを通じて支出の減少要因を取り除くということで、適切なペースでやっていけば成長にとっても明らかにプラスになっていくと思う。それから二つめは、財政に関する信認が壊れた場合には、どこかの段階で非連続的な変化が生じて、経済金融の安定を損なうということである。中央銀行の目的は物価の安定と金融システムの安定であるが、この究極の目的は経済の持続的な成長に貢献することである。しかし、もしその財政の改革がなされずに財政の持続可能性への信認が低下した場合に起こることは、理屈のうえでは国債のデフォ

ルトかインフレのどちらかしかない訳である。そのどちらが起きても、究極の目的である経済の持続的成長には明らかにマイナスになってくる。そういう意味で、物価の安定と金融システムの安定のトレードオフというような議論がよくなされるが、これはトレードオフではなくて、これは究極の目的にとっては両方とも不可欠であるので、そうした状況自体を避けることが大事である。つまり、財政の持続可能性をしっかりと維持するということが大事だと思う。そういう意味では、中央銀行の仕事にとっても中央銀行の政策にとっても、財政の持続可能性は大前提であるという感じがする。従って、現在政府が取り組まれていることは非常に大事なことであり、個人的には思っている。以上である。

白井委員

白川議長が5番目におっしゃった物価の情報発信については、今回、私が最初のところで話した気持ちと非常に似ていると思う。西村副総裁も個別の財のことをおっしゃっていたが、GDPギャップと予想インフレ率のマクロだけで物価をみるのは少し難しいと感じている。企業の皆様と話すとき、なかなか価格を上げられないということである。先程、白川議長は、「ノルムがある」と非常に的確な言葉をおっしゃった。多分、社会にノルムがあって価格が上げられないのは消費者の存在だと思う。消費動向調査等をみると、消費者はデフレになると予想する時に「買い時だ」、「暮らし向きが良い」と思う訳である。そのように消費者が価格を上げることを許さないという中で、企業が上げられないという形になっている。では、どうしたら消費者が価格の引き上げを容認するかと言えば、やはり賃金の上昇が必要である。しかし、これは堂々巡りになる。賃金が上がらないから需要も減っていくという悪循環に入ってしまった。これをどうするかと言えば、やはり成長を強化するしかないとも思っている。私達自身も、ノルムのところをもう少しみていかないと、企業や家計の皆様とどうしてデフレが起きているかについて話す時に、少し距離があるかなと感じている。

西村副総裁

感想めいたことだが、価格決定にノルムがあるというのはオークンの「Price and Quantities」に書いてある。ただ、あの時は、なぜインフレが続くかということの説明するためにノルムが出てきたのだが。また、先程の白井委員のご指摘は非常に重要である。フィリップス・カーブは別に機械的に動いている訳ではなく、企業が価格を決定しているから動いている訳である。その時企業は何をみているかと言えば、消費者の対応とコンペティターの対応である。そうすると、そこに他人がどう動くかという期待が入ってくるので、その時の予想にどのような影響を及ぼすかは重要な点である。そういう時に、過去の経験が一種のノルムになり、大きな影響を及ぼしている。これに対してわれわれがどういう形で上手く働きかけていくかが一番重要な点である。ただ、ノルムと言うとずっと変わらないように見えるが、先程の財政の持続可能性と同様、これも非連続的に変わる。経済学の言葉で言うと戦略的補完性だが、「皆がやると、自分もやるのが得になる」、つまり「皆が価格を上げ始めると、自分が価格を上げても需要が減らないので、自分も上げることが得になる」という状況になる。そのような時というのは、経済全体で皆が上手くいきそうだなと思う状況になっていることが重要な訳である。そうすると、いわば社会的なノルムがそういう形で変化していく。このノルムの変化の仕方には、ある種の外部性がある。それがどういう時に起きるのかは、予め言うのは難しいが、われわれはみていかなければならない。そういう意味で、物価はゆっくりしか動かないが、動く時にはかなりしっかりした形で動くので、それをどういう形でわれわれがみて、そしてそれをコミュニケーションしていくのが重要である。コミュニケーションすることで、ノルムが次第に変わっていくことの効果をどのようにみていくのかが、われわれに課された問題だと思っている。

白川議長

ノルムについて、自分自身は別に日本銀行が社会のノルムを変えるとまでは思っていない。われわれ自身にできることは、せいぜい物価についてどのような言い方をしていくかというところで、何がしかの影響力があるだろうという位の感じである。いきなりノルムに立ち向かおうという訳ではない。私自身、今のデフレの議論をみていて感じるものの一つに、一方で皆が「デフレで困る」ということとを言い、一方で「価格を上げることはけしからん」という声が多く、この両方が普通に併存している。これをどのように解釈するのか、このところずっと気になっている。そういう意味で申し上げた。

石田委員

要するに、価格が上がらないこと自体が悪だとは私は思わない。問題は、品質が向上したり性能が向上したにもかかわらず価格を上げられないことである。だから、結果としてその分がデフレ効果となって出てくる。それよりも、付加価値が付いた物について価格が上がって、それが賃金にも回っていくような形にしないと、単なるリプライシングになってしまうのは、議論として少しおかしいと思う。皆さんがそういうことを話している訳ではないと思うが。そういう意味では、全く性能が同じ物の価格を上げるのは困るというノルムがあるのは、普通かなという気がする。

宮尾委員

感想めいたことであるが、結局、国民とどういう形でコミュニケーションしていくかだと思う。色々議論があったように、需給ギャップや予想インフレ率については、それ自体がなかなか把握が難しい変数であることは重々承知しているが、メカニズムとしては、例えば成長を強化して、それで需要が持続的に回復して、それがデフレ脱却にということである。ノルムという話は、社会構造的な大きな前提のような部分があるのかもしれないが、われわれのコミュニケーションという立場から考えると、やはり基本メカ

ニズムとしては、われわれとしてはこういうことを考えていて、それに基づいて緩やかに回復していくという基本線は、ベースとしてあると思う。勿論、それぞれの変数の把握は非常に難しいが、その基本ロジックに基づいて、色々なバックグラウンドの分析も丹念にやるし、展望レポートに向けた分析もそういうものに立脚している。そういうベースの議論をしっかりと踏まえることも、併せて重要だと思う。

白川議長

先程、私が言ったのは、突然、何かノルムとか、第三の要素が重要ということではなくて、物価についてどのように言っていくかという時にという話である。成長基盤とか、あるいはマネタイズとか、そういったテーマについて、何か追加的なご意見はないか。

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。最初に財務省の藤田幸久副大臣お願いする。

藤田財務副大臣

わが国経済をみると、緩やかな持ち直しが続くとみられるものの、欧州の政府債務問題の影響等による海外景気の下振れ、原油価格の上昇や為替レートの変動等により、わが国の景気が下押しされるリスクが依然として存在しており、政府として引き続き大きな懸念を有している。

先般4月5日、平成24年度予算が成立した。今後、引き続き関連法案の成立に向けて、全力で取り組んでいく。

また、先般3月30日、段階的な消費税率の引き上げを含む「社会保障の安定財源確保等を図る税制抜本改革法案」など、一体改革関連の法案を取り纏め、国会に提出した。政府としては、大きな課題である行政改革と併せ、この社会保障と税の一体改革に全力で取り組んでいく。

本日、「成長基盤強化を支援するための資金供給における米ドル資金供給に関する特則」の詳細について提案された。この取り組みは、成長力強化に資するものであり、今後しっかりと取り組んで頂くことを期待している。

政府・日銀の共通認識として、デフレ脱却がわが国における最重要課題であることは言うまでもない。政府・日銀は、これまでも緊密な情報交換・連携を図りつつ、政策努力を続けてきたところであるが、未だデフレ脱却が見通せる状況となっていない。こうした中、日本銀行におかれては、先般2月14日、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく」との方針を示されたところである。こうした方針を貫き、金融政策の姿勢が伝わるようしっかりとコミュニケーションを図りながら、引き続き積極的かつ果断な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。

最後に、今日の議論の中で、政府に対する様々なご意見、お知恵も頂いたので、それもしっかり受け止めさせて頂きたいと思っていることを申し添えさせて頂く。以上である。

白川議長

内閣府の石田勝之副大臣お願いする。

石田内閣府副大臣

わが国の景気は、「円高への総合的対応策」や累次の補正予算の効果等により、個人消費や公共投資など、内需面での上向きの動きがみられる。先行きも、各種の政策効果などを背景に、景気の持ち直し傾向が確かなものとなることが期待されている。ただし、原油価格の高騰や欧州政府債務危機の再燃等の景気の下振れリスクには、十分な警戒が必要である。

物価については、いわゆるコアCPI上昇率が5か月振りにプラスに転じた一方、エネルギーやその他特殊要因を除く物価は下落が続くなど、わが国は依然として緩やかなデフレ状況にある。過去10年以上の長きに亘り、デフレから脱却できない状況が継続する中で、わが国経済においては、生産から所得、民需に結び付く好循環が実現せず、さらにデフレが続くという構造が根強いものとなっており、デフレ脱却のためには、財政政策や金融政策と同時に、こうした問題に総合的に対処していく必要がある。

こうした観点から、昨日、デフレ脱却と経済活性化に向け、政府として、効果的かつ体系的な経済政策を構築するとともに、物価等の経済状況の点検を行うため、野田総理の指示のもと、「デフレ脱却等経済状況検討会議」を設置することとした。本検討会議を通じて、デフレを生みやすい経済構造の是正や経済活性化に向け、体系的な取り組みを進めていく。

日本銀行におかれても、早期のデフレ脱却に向けて、引き続き、政府の取り組みと歩調を合わせ、金融政策面からの最大限の努力をお願いする。具体的には、当面、目指すこととしているCPI上昇率1%を、まずは早期に実現し、結果を出すことが極めて重要である。このため、日銀の政策姿勢に関する理解を市場にしっかり浸透させるよう努力頂くとともに、金融資産の買入れのあり方を含めた柔軟かつ果敢な金融政策運営を期待する。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、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。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

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

続いて対外公表文である。「2012年4月10日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のと

おりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 海外経済は全体としてなお減速した状態から脱していないが、米国経済では緩やかな改善の動きが続いているほか、欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっている。国際金融資本市場も、総じて落ち着いている」。前月からの変更点を二点申し上げると、米国経済、前月は、「このところ改善の動きがみられている」という表現であった。それから、国際金融資本市場、前月は「幾分落ち着きを取り戻してきている」という表現であった。「3. わが国の経済は、なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている。輸出は、これまでのところ横ばい圏内にとどまっている。国内需要をみると、設備投資は、被災した設備の修復などから、緩やかな増加基調にある。個人消費は、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、底堅さを増しているほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。公共投資も、ここにきて増加に転じている。以上の内外需要を反映して、生産は、なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている。こうしたもとで、企業の業況感をみると、輸出関連業種に慎重さが残っているものの、内需関連業種が改善を続けており、全体として概ね横ばいとなっている。この間、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている」。前回からの変化点であるが、1行目の総括判断であるが、前月は逆の語順になっており、「持ち直しに向けた動きもみられているが、なお横ばい圏内にある」となっていた。それからその次の変化点であるが、輸出のところ、極く僅かの変化であるが、「これまでのところ」という表現を今回は付け加えた。それから4行目であるが、「住宅投資も持ち直し傾向にある」、これは実態的な判断は前月と変わっていないが、公共投資をこの後今回書いて、住宅だけ書かないのも変なので今回から書いている。それだけの変化である。一番大きな変更点が公共投資であって、「ここにきて増加に転じている」、これが今月の一番大きな内需面での変化である。それから生産であるが、「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きがみられている」

ということで、前月は、先行きのところで、公共投資と生産について、「先行きの持ち直しをうかがわせる動きがみられ始めている」と言っていた。それを今回は現状判断の方に入れているということである。それから、今月は短観があるので、業況感を書いている。そういう変化である。物価と金融については、前月から変化はない。「4. 先行きのわが国経済については、新興国・資源国に牽引されるかたちで海外経済の成長率が再び高まり、また、震災復興関連の需要が徐々に強まっていくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる。5. 景気のリスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、国際商品市況の動向、新興国・資源国の物価安定と成長の両立の可能性など、世界経済を巡る不確実性が引き続き大きい。物価面では、国際商品市況や中長期的な予想物価上昇率の動向などに、注視する必要がある」。以上、先行き、リスクについては、前月と基本的な変更はない。「6. 日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。デフレからの脱却は、成長力強化の努力と金融面からの後押しの双方を通じて実現されていくものである。こうした認識のもと、日本銀行としては、強力に金融緩和を推進していくとともに、成長基盤強化を支援するための資金供給を通じて、日本経済の成長基盤強化に向けた民間金融機関による取り組みを支援していく。本日の会合では、前回3月の会合において骨子素案を決定した日本銀行が保有する米ドル資金を用いた新たな1兆円の資金供給枠（米ドル特則）について、別紙のとおり詳細を決定し、実施することとした。以上」であって、別紙は先程冒頭のセッションでご説明したものであるので、省略させて頂く。以上である。

白川議長

ご意見はないか。ないようであれば、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。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[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

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果は賛成7、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、これをもって指示をする。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
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成7、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。それでは、政府からの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。

VII. 議事要旨（3月12、13日開催分）の承認

白川議長

最後に、3月12、13日に開催された会合の議事要旨についてお諮りする。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。それでは、議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

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 7、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 13 日金曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4 月 27 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻が決まった。12時09分を予定している。

白川議長

解禁時刻が12時09分となった。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。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時04分閉会)

以 上