

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年4月27日（8:59～12:41）

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 三谷光男 財務大臣政務官  
内閣府 大串博志 内閣府大臣政務官

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹
企画局政策企画課長	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
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	峯岸 誠

## I. 開会

(8時59分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する執行部報告、二番目に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針の議案取り纏めと採決、五番目に展望レポート基本的見解の取り纏めと採決、最後に4月9、10日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。財務省からは三谷光男大臣政務官、内閣府からは大串博志大臣政務官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢についての執行部報告に入りたいと思う。なお、本日は、展望レポートの議論も行うことから執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いします。

### 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・為替市場動向からお願いします。

## 青木金融市場局長

お手許にお配りしてある資料-1、2（参考計表）【追加】の図表 2-1 をご覧頂きたい。国際金融市場では、このところマインドの改善に息切れ感がみられており、リスクセンチメントは、どちらかというところ円高に振れやすい感じになっている。確かに外貨資金市場においては、緊張感のレベルが抑制されていることもあって、投資家の不安心理を示す V I X は低位で推移している。しかし、最近では欧州政治情勢を絡めたソブリン問題への懸念や欧州経済のファンダメンタルズへの関心が強まる中で、ドイツ国債が買われる一方、欧州株が売られやすくなるなど、市場のムードがやや神経質になっている。図表 2-1 で資金市場の落ち着きを確認しておく、L I B O R - O I S スプレッドやドル転コストのスプレッドは横ばい圏内で推移している。また、この図表にはないが、各国中銀のドルオペの新規利用もほとんどない。ただ、ドル L I B O R は下げ止まりつつあるように窺われ、欧州情勢が外貨資金市場に及ぼす影響には注意が必要となっている。図表 2-4 (2) をご覧頂きたい。安全資産需要の強まりや弱めの経済指標から、米・独の長期金利は茲許なお低水準で推移している。特にドイツの 10 年金利は既往ボトム圏にあり、質への逃避の動きは欧州で顕著となっている。この間、(1) の日本をみると、米国金利の低下や追加緩和を巡る思惑を背景に中長期ゾーンの利回り低下が目立ち、これを嫌気する投資家も買わざるリスクを意識させられている模様である。図表 2-7 で日本の短期金利をみておくと、(2) の短国レートは全てのタームで 0.1% となっている。図表 2-9 の C P レートをご覧頂いても、低位で安定している。続いて、図表 2-10 の各国のクレジット市場をご覧頂きたい。米・欧の社債流通市場は、スプレッドが概ね横ばい圏内で推移している。この間、(1) のわが国の社債流通市場では、電機でスプレッドが拡大しているが、全体としては低位安定であり、発行市場の地合いも良好となっている。

図表 2-13 で株価をご覧頂きたい。(3) 欧州では、ドイツの株価は比較的底堅いものの、周縁国の政治経済情勢が重石となって全体として軟調な推移となっている。(2) 米国株価は、弱めの経済指標などから弱含む場面

がみられた一方、予想比良好な企業決算が多いことから底堅い動きとなっている。(1) のわが国の株価は、ドル／円相場が一頃よりやや円高気味で推移するも、海外勢の買い越しのペースがスローダウンしていることもあって、推進力を欠く状況である。図表 2-15 で東証 R E I T 指数の推移をご覧頂きたい。投信法改正の可能性が展望されている R E I T は、株式とは対照的に海外投資家の買いが勢いを維持しており、指数は堅調に推移している。図表 2-17 で為替相場をご覧頂きたい。ドル／円相場は、海外勢が日本の金融政策を見極めようとの構えにあり、日米金利差の変化が小幅にとどまるも、81 円台前半を中心とする狭いレンジで推移している。

図表 1-1、金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。当座預金残高は、前回会合後 36 兆～39 兆円と高水準で推移している。無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.07～0.08% 台を中心に推移した。図表 1-2 の短期金利の推移で G C レポレートをご覧頂くと、これも 0.10% 中心の取引となった。

図表 1-5 で最近のオペ結果をご覧頂きたい。金利入札オペについては、これまで実施を見送ってきたが、今週初からの国債決済期間短縮を前に T + 1 のオペを試験的に実施している。通常分の国債買入れは、引き続き月 1.8 兆円のペースで実施しているが、いずれの区分についても応札状況に特段の変化はみられない。資産買入等の基金の状況であるが、固定金利方式による共通担保資金供給は、3 か月物については、証券会社等による金利入札オペからのシフトもあって札割れは生じていないが、応札倍率は概ね 1 倍台にとどまっている。6 か月物については、2 回とも札割れとなった。こうした応札の弱さの背景としては、短国やレポでの運用レートがほぼ 0.1% に低下していること、資金調達面での安心感が強く、長いタームほど資金需要が乏しいことに加え、特にポジションが日々変動する証券会社にとっては長めの資金が使いにくいといったことが指摘できる。短国買入れについても札割れとなった。資金余剰感の強まりに伴い、大手行のいわゆるキャッシュ潰しのためのニーズが高まるも、短国需給がタイト化

しており、オペによる買入れは困難化している。これらのオペについては、高水準の当座預金残高のもとで、先行きも低調な応札が続く公算が高いものと見込まれる。国債買入れについては、4月の2年債発行後に2回実施した。いずれも応札倍率は3倍を超えたが、発行入札の際に2年金利がやや高く、大手行がポートフォリオでの保有目的が多めに落札していたため、2回のオペでは2年債カレント物はあまり持ち込まれなかった。社債・C P等買入れ、E T F・J-R E I T買入れは、図表1-5にお示ししたとおりである。こうした買入れ等の結果、資産買入等の基金の残高は4月26日現在で約50兆円となっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

先程の基金の方の国債買入れで、カレント物があまり入らなかったという説明があったが、ということは逆に言うと、元々保有していたポートフォリオの方から札が入ってきたという理解で宜しいか。

青木金融市場局長

2年債であれば新しいものではなくて少し古くなったもの、例えば都銀であれば、5年債を新発で買って置いて2~3年保有して古くなったものを売ってくるといったものが中心である。

山口副総裁

一点、基金の運営の関連で伺いたい。図表1-5でみる限り、共通担保資金供給の6か月物が4月16日、4月25日と札割れしている。資金需給の振れが結構大きい時期である6月、7月辺りを見通して、札割れは当面どのように現れてくる可能性があるのか。

青木金融市場局長

この先も、基本的には資金余剰が続く。5月は少し不足気味に振れるが、基本的には余剰である。従って、資金需給的にはあまりお金がいらないうことが、基本的には変わらない構図である。そうした中で、先程も少し触れたが、比較的長い6か月物については、メジャーな資金の取り手の一つである証券会社などでは、担保が6か月固定されてしまうのでやや使いにくいといったこともあって、札割れの可能性が3か月より6か月の方が徐々に高くなっていくということだと思う。

山口副総裁

基金の中での国債の買入れについては、札割れの可能性をどのようにみておいたら良いか。

青木金融市場局長

ここは非常に難しいところである。幸い応札倍率は今3倍台で、従来も大体3~4倍の間で応札がきているが、そういう意味では今回もみたくはあまり変わっていない。ただ、基金の国債買入れについて、都銀が2年債を抱え込んだ訳である。なぜかと言うと、ちょうどそれが発行された頃の2年金利が確か0.117%とやや高めに浮いていたので、これを彼等がポートに沈めたという形になっている。従って、もしこういうことが続き、かつ5年債を新規に買って古くなったものを、言葉は悪いがどこかに捨てるという場合に、基金だけではなく輪番もある。そういった意味では、彼等が古くなった5年を輪番と基金でどれだけ……。

山口副総裁

日銀に捨ててくるということか。

青木金融市場局長

言葉は悪いがそうである。それがどれ位基金に回ってくるのかによると

思う。従って、答えになっていないかもしれないが、見通しはやや難しいところである。都銀のポート運営、あるいは言葉は悪いがその捨て方で変わってくるのだろうと思う。従って、決して安心、安閑とはしていない。

雨宮理事

金融市場局長は、調節の責任者なのでなかなかこれという確定的な答えはしにくいと思う。2年までの国債をどの位買えるかという、両方条件があって、一つは、市場規模は80兆円で、われわれはこれから年末にかけて今のペースで19兆円買う訳である。しばしば言われているのは、ポートフォリオに沈んでいる玉が60兆円で流動玉は20兆円しかないので、あつという間に買えなくなるという議論が当初あったが、それに対しては、青木金融市場局長が説明したとおり、ポートに沈んでいるものも出てくるということが分かったので、あつという間に買えなくなるということはどうもなさそうである。しかし、そうは言ってもやはり限度はあって、今でもカレント物が中心なので、やはり2年物であればいずれは限界がくると思っていた方が良いと思っている。

白川議長

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

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。資料をご覧ください前に、最初に前回合以降の動きのポイントを三点申し上げます。一点目は、米国及びユーロエリア経済については、特段大きな変化はなしということである。すなわち、

米国は緩やかに回復、ユーロ圏は停滞継続ということである。二点目としては、3月のハードデータが出揃った中国経済であるが、なお高めの成長を続けていることが確認された。しかし、輸出の減速に加え、設備投資、それから個人消費でも幾分減速しているということが明らかになった。世界経済が今後はっきりと減速を脱していくためには、やはり先行き中国の成長モメンタムがもう少ししっかりとしたものになることが重要な鍵を握っているということである。三点目、明るめの動きとしては、足許、N I E s——韓国、台湾——では、米国の回復の影響もあって復調の兆しがより確かになりつつあるということがある。この間、リスク面については、やはり欧州金融市場において、財政再建、それから構造改革を巡る不透明感から、特にイタリア、スペインの国債の利回りが上昇していることが懸念材料である。昨年秋やあるいは年末に比べた場合、状況は幾分落ち着いていると言えるが、いわゆる周縁国に対する市場の不安心理は根強く、なお注意を怠れないという状況だと思っている。

それでは、資料-3（参考計表）【追加】の図表1、米国からみていきたい。(1)の小売売上高は、幅広い品目において緩やかに増加傾向が続いている。中身をみると、財消費の底堅さが明らかである。(2)の消費者コンフィデンスも、今次回復局面のピーク圏内で推移している。ガソリン高の影響はあるが、堅調な株価や雇用環境の改善によってオフセットされているという形である。こうしたもとの、(3)の生産も堅調に推移している。それから、昨日の新規失業保険申請件数は、市場予想37.5万件に対して少し悪い38.8万件であった。ただ、これは取り敢えず暖冬の反動の振れの範囲内とみている。こういった動きは、もう少し見守りたいと思う。以上、米国である。

続いてユーロエリア経済だが、(4)域外輸出は、米国向けのほか、ロシア、アジア向けなど新興国向けなどで増加している。緩やかに持ち直しがみと取れる。生産も、減少を続けているが減少幅自体は縮小している。外需は緩やかな回復への兆しがみられているが、内需、すなわちユーロ域内需要は、周縁国の落ち込みが足を引っ張り、低迷した状況が続いている。(5)

の企業コンフィデンスをみても、ユーロエリアの製造業・サービス業PMIは、昨年11月辺りを底とした改善の動きが、少し一服しているという状況である。欧州では、外需の持ち直しと内需の低迷の綱引きが続いている。経済が停滞した状況から脱するには、なお時間を要するとみざるを得ない状況である。図表2-1で欧州債務問題を巡る金融市場の動向をざっとみたいと思う。(1)各国国債の対独スプレッドである。左側の図表が示すようにギリシャ、アイルランド、ポルトガルは概ね横ばい圏内で推移している。一方、スペインは財政再建に対する不透明感、金融システム不安、イタリアは労働市場改革を巡る不確実性が残存していることから、それぞれ対独スプレッドは緩やかながらも拡大傾向を辿っている。(2)の期間構造をみても、スペイン、イタリアでは全体として上方シフトしている。昨晩、ご承知のとおりS&Pがスペインを2段階、BBB+格まで格下げした。この(2)の計数は日中の数字しか入っていないので、恐らく金曜日にはスペインも一段とこの辺の状況が悪化するということが懸念されている。その他、足許にかけてオランダでは財政再建を巡って政治情勢が混乱を深めつつある。フランス大統領選、アイルランドの財政協定批准の国民投票、それからギリシャの総選挙もあるということで、こういった政治的イベントをどうやってこなしていくかといったところで、5月にかけてまだまだ注意を怠れない状況である。

続いて、新興国経済である。図表3は中国経済の現状と先行きである。中国経済は、昨年第4四半期から本年第1四半期にかけて幾分減速した。これまでの輸出の減速に加えて、昨年来の金融引締めを受けた耐久財消費、それから不動産投資の増勢鈍化が内需の減速感となって表れている。この点は、(1)の生産の伸びをみても明らかである。もっとも、極く足許については、在庫調整の進捗などもあって生産の減速に歯止めが掛かりつつあるように見受けられる。(2)の輸出も、足許は悪化の度合いが少し収まっているように窺われる。(3)の小売売上高の前年比をみると、家電販売を中心に増勢は幾分鈍化しつつ、なお高めの伸びを維持している。(4)の固定資産投資も、不動産の需給緩和を受けて増勢は幾分鈍化しているが、い

いわゆる保障性住宅といった公的住宅の建設進捗などもあって、全体として高めの伸びを続けている。先行きについても、減速局面を抜けて回復する兆しがみられている。(5)の家計の可処分所得は、労働需給が逼迫する中、高めの伸びを続けている。生産・所得・支出の好循環メカニズムは引き続き損なわれていないとみて良いと思う。その他、NIEs・ASEANについては、米国の回復もあって外需を中心に復調の兆しが明らかになっている。それから、ASEAN、またロシアについても言えると思うが、内需中心に堅調を維持しているという状況である。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

中国が3月になって僅かだが貿易赤字から貿易黒字に変わった。1~3月だと全体で僅かな黒字だったと思うが、最近出ていた経常収支は黒字だが、対GDPで見ると1~3月は1.4%とかなり減ってきていて、過去の趨勢からみても相当減っている。まだデータはよく分からないが、資本収支の方も、多分かつてよりは純流入の規模も減っている気がする。経常収支とか金融収支の今後の流れは、どのようにみているか。

大野国際局長

まず、貿易収支の方については、全体として黒字縮小という傾向であり、元々1~3月とか前半は少なめだが、それにしても昨年から比べて1割位減少ということである。資本収支についても、白井委員ご指摘のとおり、流入が少し収まっているということもある。そういうこともあって、中国政府としては、一つは人民元の変動幅を倍にするということもやっているし、それから対内投資に対するいわゆる枠について、1.5倍に増やしているということは、中国側からみると資本の流出入について、リスクオフの動きを映じて少し穏やかになっているので、この間に資本収支も含めた自

由化を進めていこうということである。そういう状況であるので、全体として資本収支のところがそう大きく流入超になるということは、恐らく考えにくいのではないかとみている。

#### 西村副総裁

新興国・資源国経済を、われわれはどちらかと言うとシングルアウトして、それが強いという形で説明している。実際は、特に米国は少し動いても新興国にはかなり大きな動きがある。そういうことから考えると、ある種のデカップリングをわれわれは説明しているのだが、それが段々少し難しくなっているかなという感じがする。つまり、やはり米国がかなり主導的な要因になっているのではないかという見方もあると思うが、それについてはどうか。

それからもう一つは、米国に関して、例えばサプライズインデックスをみていると、ついにマイナスに入ってきた。そういう意味で、人々の予想との乖離はそれだけ大きくなってきているということなので、今後に関しての見方、特にリスクの面についてはどのようにみているのか。

#### 大野国際局長

デカップリングというか、インディペンデントかどうかということについてだが、勿論、相互関係は非常に重要であり、特に米国との関係が強く意識されているというのは、先程少し申し上げたNIEsである。韓国の回復の相当大きい部分は、対米の自動車からきている。それから、ラ米、特にメキシコについては、米国の影響は非常に強い。その辺の新興国経済の1/3位のところは、米国経済が堅調を持続しているところの好循環を大きく受けている部分だと思う。ただ、米国と多少独立して動き得るというパーツもあると思う。一つは、ASEAN——インドネシア辺り——、それからインドについても、元々の内需の潜在的な需要、内需の好循環というメカニズムがまだ生きているので、そこの部分は、米国が多少伸びが穏やかになったとしても、自律的な回復力というものを持っている

と思う。それから、資源国についても、米国からエマージング諸国への需要というところに従属する部分はあるが、ただ例えばロシアなどをみると、ロシア自体の回復のモメンタムは比較的強いということが言えると思う。従って、各地域間、米国を中心としたリンケージという部分と、エマージング諸国の潜在的な需要という部分を、バランス良く気配りしてみているということだと思う。

二点目の米国については、やはり今回の場合、昨年、一昨年の経験から、予測というかマーケットの見方が少し慎重になってきたという中であって、This time is different. かどうかというところは、引き続き問われている。4月に入っても比較的堅調を維持しているということによって、一旦低めに抑えられた期待との関係において、様々なサプライズインデックスもそうであるし、VIXもそうであるし、マーケットの期待が裏切られない形で良い方向に今向かっている状況ではないかと思う。一番のキーは、やはり雇用の継続的な回復が確保できるかどうかということだと思っている。

#### 森本委員

図表 1 (5) の欧州の企業コンフィデンスだが、全体のPMIは下降傾向だが、ドイツIFO景況感指数は伸びているということで——ただドイツもPMIは少し下降気味のようなのだが——、このリーダー役のドイツについて、特に心配な要素は出てきていないという見方で宜しいか。

#### 大野国際局長

非常に難しいところだと思う。ドイツの色々な企業周り、景気もコンフィデンスについても非常に良い状況が続いている。失業率などもそうだが、ただそれは、ドイツの企業や競争力にとっては、今のユーロの水準あるいは金利の水準も相当フォローになっているからである。ただ、ドイツとて域内の経済というのとは一番大きな仲間、取引先であって、そこがどんどん沈み込んでいる中で、ドイツ一人だけが堅調を維持するというところ

については、先行きは相当不透明感が強いと思う。足許については、ドイツの企業マインドなど色々なハードとソフトの指標についても順調さを維持しているが、将来は約束されたものではないとみておいた方が良いと思っている。

白川議長

他にご質問ないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

まず、事前にお配りした資料－4（参考計表）をご覧頂きたい。図表 1 の公共投資は、4月初の会合以降、出来高の2月の数字が出ている。前月比では1月+3.5%の後2月も+1.0%、1～2月で前期比+4.6%と増加に転じていることが改めて確認された。続いて、図表 11 の企業マインドは4月の数字が幾つか出ている。(1)の大企業は、製造業、非製造業とも、調査によって若干の違いはあるが、数か月前と比べれば改善の動きが少しずつはっきりしている。また、(2)の中小企業は——ここには数字は入っていないが——、例えば全産業の日本政策金融公庫が昨日出たが、3月の16.9から4月は26.7と上昇しているので、中小企業も傾向としては改善傾向と言えるのではないかと思う。続いて図表 13、設備投資である。上段の機械受注は2月の数字が入っており、前月比は+4.8%と1月に続き増加している。こちらの方は振れが大きい統計ではあるが、増加基調が改めて確認された。図表 16 は中小企業の設備投資実施企業割合であるが、3月の調査が出ており、製造業、非製造業とも増えているが、特に非製造業の中小企業の設備投資実施割合が増えている。振れの可能性もあるとは思いますが、先程の機械受注もそうだが、設備投資については、海外経済の不確

実性低下、個人消費などの堅調というもとで、増加基調が次第にはっきりしてくる可能性も考えられる。

次に、先程お配りした資料-4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず図表1の物価だが、CPIが今朝ほど公表された。全国のCPIの3月は、除く生鮮食品で+0.2%と2月より0.1%ポイント改善している。これは、除く食料・エネルギーが-0.6%から-0.5%になっているので、この改善によるものである。改善の主因は、ざっとみたところによると、テレビ、外国パック旅行、宿泊料辺りで持ち上がっている感じである。この結果、図表2にあるとおり2011年度ではCPI（除く生鮮）で0.0%となり、1月の中間評価に比べて若干の上方修正である。因みに、企業物価については+1.7%と若干の下振れとなり、物価全体としてみれば大体1月の中間評価に沿った動きとなった。再び図表1であるが、東京のCPIをご覧頂きたい。4月は、除く生鮮でみると3月-0.3%の後-0.5%とマイナス幅が若干拡大している。除く食料・エネルギーでは-1.0%で変わらないので、食料とエネルギーの上昇率が低下したということである。これは、一つはガソリンが今年の春にかけてかなり上がったので、前年比の上昇幅がやや縮小した。もう一つは、去年は震災の影響で4月に食料品が少し上がったために、その裏が出たということだと思ふ。そういう意味で、そう驚く数字ではない。いずれにせよ、全国、東京とも大体みていたような範囲内での動きだが、東京の4月などをみる限り、今のところ新年度に入ってもサービス価格が上昇しているということはまだ確認されていない。

続いて、図表3の雇用である。有効求人倍率の3月は0.76倍と若干改善した。一方、新規求人倍率が2月の1.27倍から3月は1.19倍と低下している。ただ、これは求人の減少というよりは求職の大幅な増加ということなので、もしかしたら、例えば被災地で1年経って失業保険が切れてきて、求職に向かい始めた、あるいは景気が少し良くなれば求職が出てくる、ということも反映したものかもしれない。ここはもう少し精査が必要かと思ふ。中段の労働力調査で、完全失業率は3月も4.5%と変わっていない。

図表4の個人消費は、今朝ほど家計調査と商業販売統計の3月の数字が

出たが、商業販売統計の方は実質化の作業が間に合わなかったので載せていない。家計調査については、例えばGDPベースに近い消費水準指数(実質・除く住居等)は、3月+1.2%と増えており、1~3月で+0.2%と小幅ながら増加している。ただ、3月については気温が低かったために春物が不振で、百貨店、スーパー辺りの販売が冴えなかったというのが一般的な認識だと思う。個人消費の基調は底堅いということで、特に変わっていないと思う。

次に図表5の輸出入である。これは3月の数字が出たのと、年間補正あるいは季調替えがあったので、以前お示しした数字とは若干違うが、四半期でご説明すると、実質輸出は1~3月が前期比-0.1%となお横ばい圏内の動きにとどまっている。国別にはお示ししていないが、引き続きEUあるいは中国といったところが弱い一方で、米国、ASEAN、そして例えば中近東向けはしっかりしている。このような感じであるので、全体としては横ばい圏内である。

最後に、今日出た鉱工業生産指数を横長の計表でご説明すると、正直、思っていたよりも弱い数字であった。やや不可解な動きもあるのだが、まず3月の数字を申し上げたいと思う。生産が前月比で+1.0%、出荷が-0.1%、在庫は+4.3%ということであり、元々予測指数では3.4%増えるということであったので、かなり下振れている。4月は+1.0%と増える予想になっているが、5月は-4.1%である。これはゴールデンウィークがあるのでかなり振れやすいという点を割り引いてみる必要があるが、減少する見通しになっている。この結果、四半期でみると第1四半期が+1.2%の後、第2四半期が-1.6%となっている。第2四半期は5月までの数字しかなく6月を横ばいとしているのでやや弱めに出ているということがあろうかと思うが、今のところはっきりとした増加は確認できていない。これは実勢ベースで申し上げますと、第1四半期については+0.2%となり、小幅プラスではあるがまだ横ばい圏内を脱しきれていないという感じになっている。第2四半期は-0.7%と、これは5月の弱さを引きずっているということである。中身をみると、一般機械と電子部品関係が弱い

という感じが出ている。3月については、予測指数からは2%位下振れたが、先程ご説明したような企業マインド等を考えると、この下振れというのはやや不可解な動きではある。弱い中でも一般機械は、機械受注などをみてもこれから上がってくるとみて良いと思っているので、少し不可解な動きではあるが、取り敢えず生産指数についてはそのような感じである。電子部品については、全体では底打ちから上がってくる方向性だと思うが、良い企業もあれば悪い企業もあるという中で、大手で悪い企業が少しあるので、予測指数にはその辺りが反映されている可能性もある。いずれにせよ、これを踏まえて企業ヒアリングを今後しっかりしていく必要があると思う。

最後に纏めると、実体経済の現状は、月初会合では「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」と判断していた。その時点に比べると、先程ご説明した企業マインドあるいは設備投資関連などで、前向きの動きが増えているような感じがする。ただ一方で、輸出・生産はまだ現時点では横ばい圏内を脱しているとはまでは言えないと思われるので、ほんの僅かの微妙な変化にとどまっているように思う。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いうことである。前回もご説明したが、その蓋然性が高まっている。個人消費の堅調さ、あるいは株価持ち直し、円高修正の動きなども踏まえると、幾分上振れる要素があるということではないかと思うし、物価についても、原油高もあって若干ではあるが上振れの要素が出ているということではないかと考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

IIPが弱かったということだが、少しでも他の情報はないか。今おっしゃった以上の特段の情報はないか。数字が出て直ぐなので、そのような

ことを聞くのは少し無理なのだが。

前田調査統計局長

これ以外の情報でいくと、3月の予測指数からは、先程も申し上げたように一般機械と電子部品でかなり下振れたのだが、実は全産業で下振れている。IIPについては、年間補正があり季節調整替えがあって若干予測指数も変わっているのだが、3月の経済情勢や企業マインドからみて、全産業で下振れというのはやや本当かなという感じがする。それと、先程申し上げたように4～6月について予測指数を繋げるとまだ弱いのだが、それは5月がドンと凹む影響をかなり引きずっている。ここは元々振れやすいし、大体5月が凹むと6月は上がるということがあるので、その点は割り引いてみていく必要があると思う。従って、予測指数が示すように4～6月が減るとは今のところ思えない。ただし、私はこの時点で生産の持ち直しに向かう動きがもう少し確認できるのではないかと思っていた訳だが、その予想に比べるとまだやはり確認しきれていないということも、正直申し上げなくてはならないかなと思う。

宮尾委員

今の点は、もしかすると今回も問題になっている中国向けの中間財輸出の影響を若干受けているという解釈が成り立つのだろうか。そこはまだ予断を許さないのか。

前田調査統計局長

その点も可能性としてはなくはないのだが、例えば資本財関係でいくと、中国向けは引き続きパッとしないという話がある一方で、その他の新興国向けは比較的底堅いという話がある。事前にお配りした資料-4(参考計表)の図表8(4)で外需の機械受注をみると、1～2月までの数字が入っているが、一応増えており少なくとも減っていくという感じではない。鉄鋼等についても、これまで中国向けは弱かったのだが、中国での需給

が少し改善してきて多少受注が下げ止まってきた、あるいは上向いてきたという話もチラホラ出ている感じもあるので、中国向けが全体の足を大きく引っ張っているとまでは現時点では言えないと思っている。需要面からみると、先程もご説明したように、輸出については、増加はまだ確認されないが横ばい程度にはなってきているし、国内需要は全般にプラスであるので、足すとプラスになってきていると思うが、まだ生産面ではそれが確認しきれていないということである。

#### 山口副総裁

私自身は、今日の生産をみるまでは、日本経済全体として底離れしつつあると思っていた。勿論単月のデータだけで判断を変えてしまうのもどうかと思うが、その辺りの評価は如何か。

#### 前田調査統計局長

マインド——マインドというのは企業の感じであるが——、あるいは最近の決算発表など生産以外の統計をみる限り、「2012年度前半には、緩やかな回復経路に復していく」というわれわれのシナリオを変える必要は全くないと思っているし、底離れしつつあるということで恐らく良いのではないかと思う。ただ、何分このデータを確認してそう言い切れるかと言われた場合に、私も今日の生産をみるまではそうご説明しようと思っていたのだが、若干躊躇感がある。無理をして現実的に底離れしつつあるかどうかについては、最後は判断になるかと思う。

#### 石田委員

新興国等が第2四半期から良くなるということで考えているので、まだ4~6月の数字が出ていないので何とも言えないが、何となく少し気持ちが悪い。

前田調査統計局長

生産動態統計を踏まえてGDP統計が作られていくのだが、生産動態統計が反映されるのはこの3月の数字である。実勢ベースでも小幅ではあるがプラスと言えばプラスであるし、サービスは恐らくプラスだと思うので、全部を足せばGDPの1~3月はかなりの確度でプラスだと思っている。従って、先程山口副総裁がおっしゃったような判断で大きな間違いではないと思う。ただ、確信は持ち切れないということだと思う。

西村副総裁

要するに、需要ベースと生産ベースのGDPがかなり乖離しているということか。日本は需要ベースと生産ベースを別々に作ってはいないが、実際には例の方式でやるので、要するに、需要ベースでみたものと生産ベースでみたものとの間に、かなり大きな乖離があるということか。

前田調査統計局長

鉱工業生産は製造業部門だけであるから、恐らく非製造業部門については1~3月は増えていると思うので、そういう意味で足せば多分プラスだと思う。所得ベースという話ではないと思う。

西村副総裁

いや、需要ベースでは強い訳だな。

前田調査統計局長

需要ベースか。

西村副総裁

そう、需要ベースである。

前田調査統計局長

需要ベースはそうである。

白井委員

先程説明があったかもしれないが、I I Pの4月の予測データは、前月はどうであったのか。

前田調査統計局長

前月は-0.3%であった。

白井委員

-0.3%が+1.0%になったのだな。

前田調査統計局長

そうである。これは、3月が+3.4%という予測から2.4%ポイント下振れたことが影響していると思う。

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

それでは金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

事前に配付している資料-5(参考計表)を使わせて頂く。まず図表1で、前回会合以降新しいデータが出ているのは(2)の消費動向調査であるが、3月分が幾分上昇している。ただ、この程度の変化であれば、横ばい圏内という評価で問題ないと思う。図表2でESPフォーキャストをみると、

(2) の直近 4 月調査では、2012 年度の数字が $-0.0\%$ と上方修正になっている一方で、2013 年度は $+0.1\%$ のまま変わっていない。(1) の四半期グラフでみると、今回 4 月調査で手前約 1 年分が上方シフトしている。これは、最近の原油価格の上昇や、2 月の C P I 実績がテレビの銘柄変更等により予想対比上振れたことなどから、足許修正を行ったものと考えられる。ただし、これらを一過性の押し上げ要因とみているために、エコノミストは 2013 年度の見方を変えていないということなのだろうと思う。次に (3)、4 月と 10 月に行われるコンセンサス・フォーキャストであるが、1~3 年後の平均が今回は大きめの上昇をしている。ただし、これも一部先が消費税率の引き上げを織り込み始めたためとみられ、恐らく、中長期の予想インフレそのものが変化しているということではないと考えている。図表 3 の (1) は市場関係者の予測、(2) は市場に織り込まれた予測だが、いずれも変化はない。以上、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。

それから資金調達コストについては、今月は約定平均金利の新しいデータは出ておらず、C P ・社債も特段の変化はない。図表 14 の資金調達のボリュームであるが、前回会合では総資金調達が出ていなかったのが今回ご確認頂くと、3 月の前年比が $-0.2\%$ と 2 月対比マイナス幅が若干であるがさらに縮小している。基本的にこの動きを作っている銀行貸出を確認すると、3 月は $+1.1\%$ となっている。次の 4 月は、電力向けが平残ベースで急増した昨年の中盤が出て、計数的にはプラス幅が久方振りに縮小する可能性が高いとみているが、足許の資金需要そのものは、従来の M & A 関連や電力向けに加えて、復興関連需要、さらには復興関連以外でも不動産、医療関連といった分野を中心に幾分広がりがみられると思う。ただ、勢いにはあまり強さはないということである。C P については 3 月に $-0.0\%$ という数字が入っているが、その後の週次データからみると、4 月はこれまでのところ比較的是っきりと前年比プラスになっている。社債の発行額についても、3 月がご覧のとおり 4,325 億円であったが、4 月も 4,000 億円台半ばと平年を少し上回る発行額となる見込みである。発行環境も、一

部銘柄を除き引き続き良好である。

次に、図表 20 で企業金融関連の D I をご覧頂きたい。上段は日本銀行による四半期に一度の貸出動向アンケート、いわゆるローン・サーベイである。金融機関からみた資金需要は、4～6 月が季調値で-1%ポイントとなっており、1～3 月の-4%ポイントから改善している。特に大企業向けが、元々振れが大きいとはいえ、足許はつきりと改善している。さらに、同じローン・サーベイで今度は金融機関自身の貸出運営スタンスをみると、これも大企業向けが+10%ポイント、中小企業向けが+19%ポイントと、ともに前回一旦悪化した分を概ね回復している。その他月次の D I は、ここには全て 3 月分までしかないが、その後 4 月分が出ており、全て改善している。上から順番に申し上げると、中段の金融機関の貸出態度で、中小企業（日本公庫）は 3 月+31.1%ポイントに続く 4 月の数字が+32.6%ポイント、下段の資金繰り D I で中小企業（日本公庫）の 3 月が-2.5%ポイントの後、4 月は一気に+3.0%ポイントまで改善している。その下の中小企業（商工中金）が、3 月-1.9%ポイントの次が 4 月-1.7%ポイントといずれも改善しているという状況である。以上、金融環境については、資金調達コスト、社債・C P の発行環境、貸出のアベイラビリティ、いずれの点からみても緩和の動きが続いているということである。そうした中で、資金需要も徐々に広がりが出てきている感じがあるかと思う。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

宮尾委員

先程のインフレ予想に関し、特に手前の短めの 1 年先、2 年先位のインフレ予想が、エコノミストの E S P フォーキャストやコンセンサス・フォーキャストでもなかなか立ち上がってこないように窺われる。この辺の動きの理由は、どのように理解しておけば宜しいか。

門間企画局長

動いている背後にある要因としては、足許のデータが少し上振れているとか、原油が上がっているとか、あるいは消費税が上がるのではないかと  
いった理由だと思われるので、そうするといわゆるメカニズム的にインフ  
レ率が上がっていくというところまでは、現時点での見方としてはあまり  
大きな変化は出てきていないということなのではないかと思う。

白川議長

数字に関する質問であるが、中小企業（日本公庫）の資金繰り判断で、  
先程 4 月は+3.0%ポイントとマイナスからプラスに転じたという話があ  
ったが、図表 22 のグラフをみていると 2006 年辺りにぽこっとプラスが  
あるが、そこ以外にはプラスはないと思う。そういう意味では、過去 20  
年近くの中でかなり珍しい時期に入ってきているようにもみえるが、前回  
2006 年頃の数字がもし手許にあれば教えてほしい。+3.0%ポイントとい  
うのはそれを上回っているのか。分からなかったら後でも結構である。

門間企画局長

+3.0%ポイントは、その時より多分上回っていると思う。

白川議長

目の子でみると上回っているような感じがする。

門間企画局長

ピークの時の数字が手許にないが、少なくとも既往最高圏にあることは  
間違いなく、多分少し上回っているのではないかという感じはする。分  
かったらお伝えする。

白川議長

他にご質問はないか。

### Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

白川議長

金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議に入りたいと思う。執行部は、政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

それでは説明をお願いします。

門間企画局長

それでは数字の方からご説明する。今お手許にお配りした展望レポートの16頁に皆さんから頂いた数字を纏めた表がある。数字を申し上げると、実質GDPについては、2011年度は $-0.2\%$ である。2012年度は中央値が $+2.3\%$ 、レンジが $+2.1\sim+2.4\%$ 、1月時点の見通しと比べて中央値で $0.3\%$ ポイント上振れている。2013年度は、レンジが $+1.6\sim+1.8\%$ 、中央値が $+1.7\%$ 、1月時点から $0.1\%$ ポイントの上振れで、2012年度、2013年度を通して成長率は幾分上振れているという見通しになっている。

次に、国内企業物価指数である。2011年度は実績である。2012年度の見通しは $+0.4\sim+0.7\%$ 、中央値が $+0.5\%$ 、前回対比 $0.4\%$ ポイントの上振れである。2013年度は $+0.7\sim+0.9\%$ 、中央値が $+0.8\%$ で前回と変わらずである。

消費者物価指数は、2011年度が先程実績になった。2012年度の見通しは、レンジが $+0.1\sim+0.3\%$ で中央値が $+0.3\%$ である。中央値が $+0.3\%$ ということは多少意見が分かれていて、下の方をみている方もそこそこいらっしゃるということかと思う。2013年度についても同様の分布になっており、 $+0.5\sim+0.7\%$ なのだが中央値は $+0.7\%$ である。いずれも中央値は前回対比 $+0.2\%$ ポイントの上振れである。因みに、下段に上下をカッ

トしていない全員の見通しがある。この中での特徴点は、最後に申し上げた 2013 年度の消費者物価指数で、全員にすると+0.4~+0.7%と、下の方がお一人増えるということになる。17 頁にリスク・バランス・チャートがある。白抜きのところは前回、灰色が今回のチャートである。実質 GDP は全体に少し右の方にずれていて、消費者物価指数も同様である。ただし、消費者物価指数については、先程の表でも大体分かることだが、中央値に比べて分布が少し左側に偏っている。つまり、中央値は上がっているが、多少下の方をみている方もいるということで、恐らくお一人お一人の心の中の分布が下の方にあるというよりは、個人的に多少下の方をみている方がいらっしゃるということではないかと思う。以上が数字である。

これを踏まえて、文章の説明をさせて頂く。基本的には前回お配りしたもののからの変更点を中心にご説明する。1 頁の「1. はじめに」と「2. 国際金融資本市場および海外経済」は配付したバージョンから変更はない。3 頁の「3. わが国の金融環境」についても変更がないので省略する。4 頁の「4. わが国の経済・物価の中心적인見通し」で、5 頁に「わが国の経済は」の後に足許の状況が書いてあり、「2011 年度の成長率は、1 月の中間評価時点の見通し通り、震災後の落ち込みを反映して、小幅のマイナスになったと見込まれる」ということである。その後も、配付したバージョンから若干変更している。「最近の景気をみると、なお横ばい圏内にあるが、前向きな経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」と書いてあるが、これも先程皆さんご議論されていたが、今日の生産がもう少し良いのではないかという憶測を踏まえて、事前に配付したバージョンから若干変更した部分である。

白川議長

生産の憶測に基づいて書いたという認識は、私にはなかった。様々な指標がある中で、生産も勿論一つのファクターではあるが。

## 門間企画局長

そのとおりである。一応、事前に配付したバージョンを念のために申し上げておくと、「横ばいから持ち直しに向かう動きがみられている」としており、これよりは表現が多少弱めになっている。ここは議論があるところかと思う。それから、「2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられる」としている。その後、生産から所得・支出への波及メカニズムが徐々に強まっていくので、「2012年度全体をみると、比較的高い成長率となることが予想される」ということである。2013年度の記述については、「復興需要による景気押し上げ効果が徐々に減衰していくことなどから、成長率は、2012年度対比では幾分鈍化するものの、海外経済が高めの成長を続けるもとで、潜在成長率をはっきりと上回る成長が続くと考えられる」である。中間評価対比では、「2012年度および2013年度の成長率は、欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下し、市場環境がやや改善したことなどから、2012年度を中心に、幾分上振れて推移すると考えられる」という記述である。この後、企業・家計部門の記述があるが、この辺りは事前にお配りしたバージョンから変更がないので省略させて頂く。

7頁の「(2)物価情勢」である。まず冒頭に、2月に導入した「中長期的な物価安定の目途」について説明が書いてある。それを踏まえて点検していく。消費者物価の前年比について、まず現状までの記述があり、先行きは「マクロ的な需給バランスは、上述の通り、景気が緩やかな回復をたどるもとで、改善していくと考えられる」ということである。その後にエコノミスト等の物価上昇予想や、国際商品市況が緩やかに上昇していくということが前提条件として書いてあり、8頁の「以上の環境を前提に、物価情勢の先行きを展望すると、国内企業物価指数の前年比は、国際商品市況の緩やかな上昇や、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、見通し期間を通じて緩やかな上昇を続けると見込まれる」という評価である。消費者物価の前年比については、「中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回

の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い」と書いている。見通し期間を超えて数字に言及することはこれまであまりなかったのだが、今回は「目途」を導入していることもあり、それとの関係で可能性が高いシナリオを描いている。この見通しの中間評価時点との比較であるが、「景気の見通しが幾分上方修正されており、その分、マクロ的な需給バランスの改善も見込まれるうえ、為替円高の修正や原油価格上昇の影響もあって、幾分上振れしている」という評価である。その後、「目途」に向かって改善はしていくのだが、やや時間がかかるというところについて、今回は構造要因も含めてメカニズムを多少丁寧に書いている。

次に9頁、「5. 上振れ要因・下振れ要因」である。今回、経済情勢については四点記載している。第一に、国際金融資本市場や国際商品市況の影響を含めた海外経済の動向である。二番目の大きなリスク要因は、復興関連需要を巡る不確実性である。三番目が、企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性である。四番目が、わが国の財政の持続可能性を巡る様々な問題である。半年前の10月の展望レポートでは、一番目として国際金融資本市場、二番目として海外経済と分けていた。これは前回欧州問題がかなり厳しい情勢であったので分けたのだが、三番目の復興需要と四番目の中長期的な成長期待については今回と同じである。従って、今回は国際金融資本市場と海外経済を纏めたほか、四番目に財政について言及している。10月の時も、財政の問題については、国際金融資本市場の関連で、わが国の長期国債のマーケットへの影響といった観点から若干触れていたが、財政の持続性に関する論点をシングルアウトしているのは今回が初めてである。次に12頁では、物価情勢についてリスク要因を整理している。ここは従来と変わっていない。二つ要因を書いている。一つ目は、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率の動向に上振れ、下振れ両方あるということと、第二に輸入物価の動向と、この二点をリスク要因として挙げている。以上が経済・物価情勢及びそのリスク要因である。

最後に、金融政策運営である。ここは、今日のご議論を踏まえて変わる

可能性があるところであるが、現時点での纏め方をお示ししておく。13頁は「2つの柱」の点検である。第1の柱は、わが国経済は「2012年度前半には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、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するとの想定のもと、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、今回の見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、やや長い目でみれば、日本経済は、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる」。この最後の文章が第1の柱のポイントである。第2の柱は、先程ご紹介した様々なリスク要因が簡略化して書かれている。一言で言うと、テールリスクは後退しているが、内外に様々な不確実性が存在するということである。

14頁の「上述の2つの柱による点検を踏まえ、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、デフレ脱却に向けて適切な政策運営に努めていく」と、ここで政策運営の基本的な構えを書いている。その後、金融政策について、「第1に、日本銀行は、当面の「中長期的な物価安定の目途」である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している。この点、現時点において、過度に楽観的な期待に基づいて金融的な不均衡が生じているとは考えにくい。もっとも、政府債務残高が顕著に累増しているなかで、金融機関は多くの国債を保有しており、何らかのきっかけで、長期金利が上昇した場合、経済・金融に大きな影響を与える可能性がある点に留意しておく必要がある。こうした観点からは、金融政策の運営に対する信認を維持していくことが重要である」と書いている。

第2に、成長基盤であるが、「日本銀行としては、強力な金融緩和の推進と併せて、わが国経済の成長基盤強化にも、中央銀行の立場から引き続

き取り組んでいく」というのが、2つの柱の点検を踏まえた政策運営の基本的な構えを少し詳しく書いた部分である。

最後に、若干技術的な修文がある。14頁の下から5行目の「民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある」というところであるが、事前に配付したバージョンでは「内外の需要を掘り起こし」と書いていたが、外需は掘り起こすというよりはむしろ取り込むことではないかと考え直して、若干テクニカルではあるが修文した。私からは以上である。

白川議長

一つ一つに関する議論はまた後で行うので、技術的な意味でのご質問があればどうぞお願いします。

#### IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは討議の方に入りたいと思う。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、及び次回会合までの金融政策運営について、1ラウンドで一人7分程度を目途にご発言をお願いします。発言の順番だが、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、森本委員、白井委員の順である。山口副総裁からお願いします。

山口副総裁

何とか時間を守りたいと思うが、トップバッターでもあるので多少時間を超えることをご容赦頂ければと思う。私からは、内外の金融経済情勢について簡潔にお話しし、そのうえで当面の金融政策運営に関する考え方について述べたいと思う。

国際金融資本市場の動きをみると、この3か月間でギリシャ問題を起点とするテールリスクは後退したということだろうと思う。この点は、米国や欧州の株価や社債スプレッド、円相場の動きなどに表れていると思う。

最近、スペインの財政問題などを背景に、リスクオンの流れが一服している点には注意すべきだと思っているが、少なくとも昨年末までみられた緊張感は緩和された状態にある。

海外経済は、減速局面から脱したとまでは言えない訳だが、米国経済が緩やかな改善を続けるなど、年明け以降、明るい動きがみられるようになってきている。先行きについては、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って、全体として成長率が再び高まっていくとみている。

日本経済については、なお横ばい圏内にあるが、このところ内需を中心に持ち直しに向かう動きがじわじわと明確になりつつあるとみている。先程説明のあった生産の数字は、やや期待外れという感じがない訳ではないが、最近の企業収益の状況、企業マインドの改善、さらには企業の設備投資態度といったものを併せ考えれば、そうした評価で良いと思っている。先行きについては、これまでのシナリオどおり、本年度前半には緩やかな回復パスに戻ると想定している。復興関連需要が徐々に本格化してきていることについて、見込み違いはなかったと思っている。輸出や生産もハードデータには乏しいが、先程述べた海外経済の見通しや円高の影響の減衰などを踏まえれば、遠からず増加基調に復するとみている。中間評価時の見通しと比べると、1月以降、市場環境がやや改善していること、とりわけ円高の修正が進んでいることなどから、2012年度を中心に実質GDPの伸び率は上振れるとみている。

物価については、景気回復シナリオのもとでマクロ的な需給バランスが改善していくことから、物価上昇率は徐々に高まっていくと考えている。中間評価時と比べると、景気見通しを上振れさせたことに加え、1月以降の円高修正や原油価格上昇の影響を勘案し、国内企業物価は2012年度を中心に上振れる姿を想定している。消費者物価についても、2012年度から2013年度にかけて上振れて推移すると考えている。

わが国の金融環境だが、本行が強力な金融緩和を推進する中で、引き続き緩和の動きが続いていると判断している。勿論、わが国経済の先行きを

巡る不確実性は大きい。特に海外経済を取り巻く情勢については、以下のような三点に注意すべきであると思っている。一つは、最近のスペイン、イタリア国債の利回り上昇が示すように、欧州債務問題に関する市場の視線というか目線は、各国の財政や経済構造改革への取り組み、そしてその成否にはっきりと移ってきている。ギリシャの総選挙、フランスの政権交代など、各国の政治情勢も絡む形で、市場は当面不安定な状態を続ける可能性が高いとみている。二点目は米国だが、バランスシート調整圧力が残る中で、再び景気に対する悲観論が強まるかもしれないとみている。三点目は中国だが、インフレ率は低下してきているが、景気の減速局面からの脱出というものがなかなかみえてこないような印象を持っている。ASEAN諸国や資源国の成長が、中国の減速を十分カバーできるのかどうか、こういった点も併せて点検していく必要があると思っている。

続いて、当面の金融政策運営について述べたいと思う。先程述べたように、先行きの景気・物価見通しについては、中間評価時と比べて上振れているとみている。わが国の景気は、緩やかな回復に向けて、じわじわとではあるが態勢を整えつつあると言って良いと思っている。消費者物価については、見通し期間後半にかけて前年比ゼロ%台後半となり、その後、当面の目途である1%に遠からず達する可能性がみえてきている。わが国経済は、やや長い目でみて、物価安定のもとでの持続的な成長パスに乗っていく確度、確率を高めているのではないかと思っている。私としては、こうした展望を持ちながら、物価安定のもとでの持続的成長経路への道筋がさらに確実となるよう、ここで思い切った金融緩和を行うことが適当ではないかと考えている。具体的な措置としては、基金の増額が中心にならざるを得ないが、その場合の論点を幾つか述べておきたいと思う。

一点目は、基金の増額幅をどうするかということである。思い切った追加緩和策である以上、単に5兆円の増額ということでは力不足の感は否めないと思う。この点、何らかの工夫が必要かと思っている。二点目は、買入対象資産をどうするかということである。まず、長期国債の買入額であるが、5兆円を超える規模としたいと思う。これによって長めの金利への働

きかけを行い、金融緩和効果のさらなる浸透を図っていくべきではないかと考えている。三点目は、買入対象資産をどうするかということと関係するが、リスク性資産の買入れをどうするかである。今の段階でリスク・プレミアムに多少とも働きかけることをどう考えるのか、というところが論点だと思っている。また、市場の規模や日本銀行の財務の健全性との関係で、どの程度買入余地があるかという点も吟味しておく必要があるかと思う。四点目は、買入対象とする長期国債の残存期間を延長するかかどうかという点である。長期国債の買入増加額とも関連する話だが、これまでの残存2年以下ということを持続するとすれば、いずれ札割れが発生する可能性も否定できないとみている。とすれば、期間3年以下の借入れのウエイトが高いというわが国企業の資金調達構造との整合性も考慮しながら、長期国債の残存期間を延長する、長期化することも考えられるのではないかと考えている。五点目は、仮に長期国債の残存期間の延長を図るのであれば、社債についても同様の措置を取ることが考えられる。それによって、このところ続いている社債買入れの札割れを多少とも回避できるということにもなるし、仮にそうであれば、買入目標額の円滑な達成にも資すると思われる。勿論、期間延長に伴うリスク量の増加についての点検は不可欠である。六点目は、一方でこのところ札割れが目立つ固定金利オペについて、目標額の減額を考えてはどうかと思っている。減額分を長期国債の買入れに充当することができれば、その分長期国債の買入額を積み増すことが可能となる訳であるし、同時にこの面からも長めの金利への働きかけを強化することができると考えられる。最後に七点目である。基金を増額するとして、それをいつまでに達成するかである。基金の純増額——ネットの増額——を全て本年末までに買い入れることは難しいように思う。本年末の目標額 65 兆円の達成は至上命題だと私自身認識しているが、であるとすれば、それを超える増額分については、達成時期を先に延ばすということが考えられなくはないと思っているが、どの程度先に延ばすかということが論点になろうかと思う。以上、基金の増額を図るとした場合の論点を述べさせて頂いた。具体的にどうするかについては、後程皆さんと議

論させて頂きたいと思っている。

それから今申し上げたことと少し離れて、当面の金融市場調節方針については、現状維持が適当であると思っている。

さらに、念のための話であるが、昨年までは毎年1回、4月のこの会合で「中長期的な物価安定の理解」の点検を行ってきた。ある意味でそれを先取りする形で2月に「目途」を導入した訳であり、私としては、今回改めて「目途」に関する点検を行う必要はないと思っている。念のためではあるが申し添えておく。

最後の最後であるが、今回仮に長期国債の買入増額を含む追加緩和を行うとすると、市場からは様々な反応が出ることが予想される。われわれとして、それらにどう答えるかは予め考えておく必要があると思う。今は時間の制約があるので深くは立ち入らないが、予想される反応のうちわれわれにとって答え方が重要ないし難しいと思われるものを、四点ほど挙げておきたいと思う。後程時間があれば議論させてもらいたいと思っている。一つは、「長期国債をこれだけ買い入れるとすると、財政のマネタイズそのものではないか」という問いかけが、マーケットから当然出てくると思う。これにどう答えていくのかが一点目である。それから二点目は、「色々日本銀行は言っているが、CPIの前年比1%を目指して機械的に金融政策を運営しているのではないか」というような見方も市場から出てくるかもしれない。これに対してわれわれとしてどう答えていくのかということがポイントになると思う。三つ目は、「今回も、結局のところ景気後押し的な金融政策ではないか。こうした後押し的な金融政策をいつまで続けるつもりなのか」といったような問いもあろうかと思っている。われわれとしては、この点はいつまでも続けるというものではないということであると同時に、今回の政策でもって打ち止めであるということを使う訳にもいかない。この辺りは微妙なバランスの取れた対外的な説明が必要な部分かと思っている。それからこれが最後になるが、「市場の期待と金融政策との関係をどう考えているのか」という問いも出ようかと思う。この点参考になるのは、今回のFOMCの後の記者会見でのバーナンキ議長の

答え振りであると思う。私なりの理解を申し上げておけば、金融政策は市場の思惑とか期待に応えるということではなく、あくまでも中央銀行に課せられた目標、目的に照らして運営されるべきであると、バーナンキ議長は答えていた。われわれの対応も基本線はそういうことであろう。いずれにしても、こうしたマーケットの期待との関係を問われる可能性は高いので、これらについてもわれわれの頭の整理をしっかりとっておく必要があると思っている。以上、予想されるマーケットの反応を指摘させて頂いた。これらも含めて私から申し上げておきたい点は以上である。

白川議長

次に、宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず経済・物価情勢の現状認識を簡単に申し上げて、展望レポート並びに金融政策に対する意見を申し上げる。

経済・物価情勢の現状認識については、前回会合以降、基調判断は変わっていない。米国経済は緩やかな改善を継続しており、今後も改善基調が続くとみている。雇用・所得環境が徐々に改善する中で、住宅着工件数等に底入れの兆しがみられ、小売売上高なども堅調に増加している。企業部門においても、直近の決算は概ね市場予想を上回る好調を維持している。また、一昨日のFOMCでは、景気・物価見通しは幾分上方修正され、何名かのメンバーの利上げ予想時期も前倒しされるなど、そういった見通しをサポートする動きがあったと思う。次に、欧州経済は当面停滞が続くとみている。足許では、財政再建の遅れ等を嫌気してスペイン、イタリア国債の金利が再び上昇しているほか、フランスの総選挙など政治リスクの拡大、あるいはスペイン格下げなど、不安定さを増してきている。景気低迷が長期化、深刻化するリスクは高まりつつあると認識している。アジア新興国経済は、高めの成長を持続するという見方に変更はないが、先程も議論があったように、中国経済で足許みられる弱めの動き、すなわち輸出・輸入

の鈍化や住宅、耐久消費財関連の需要の弱さなどを引き続き下振れ要因と認識しており、これが在庫調整など一過性の動きかどうか、注視していきたいと思う。

続いてわが国経済である。日本経済は、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おり、この間、前向きの動きがやや目立ち始めているという点が指摘できるかと思う。輸出は横ばい圏内にとどまっているが、国内需要については公共投資が明確に増加し始めている。企業部門については、企業収益の上振れが予想される中、設備投資の先行指標である機械受注や中小企業の設備投資の増加なども確認されており、企業マインドも非製造業を中心に改善の動きがみられ始めている。個人消費も底堅さを維持しており、以上の内外需を反映して、生産は徐々に横ばい圏内を脱し緩やかに増加していくとみているが、この点は、先程の生産指数の動向も併せて注意してみていきたいと思う。

わが国の金融環境についても、引き続き総じて緩やかな動きが続いている。金融機関からみた資金需要についても、直近の貸出動向アンケート調査によれば、非製造業を中心に資金需要が増加に転じるなど好ましい動きが確認できる。この間、為替レート、株価など金融市場動向については、前回会合時と概ね同水準で推移している。また、インフレ予想については、後程、展望レポートのリスクのところでも述べたいと思う。

続いて、展望レポートの経済・物価の先行き見通しについて申し上げる。先程ご説明があったわが国経済の2013年度までの中心見通しについて、基本的に違和感はない。すなわち、わが国経済は、新興国を中心に海外経済の成長率が再び高まり、復興需要が強まるにつれ、今年度前半には緩やかな回復に復していくと考えられる。2013年度については、若干ペースは落ちるものの、潜在成長率を上回る成長が続くとみられる。また、消費者物価の動向については、中長期的な予想インフレ率が安定的に推移するとの想定のもとで、マクロ的な需給バランスの改善などを反映して、今年度は小幅のプラスになった後、2013年度には0%台後半へと向かう動きとなり、「中長期的な物価安定の目途」である1%達成へ向けて近付いてい

く姿が展望できる。

これらの見通しにかかるリスクとしては、特に私自身は以下の三点を中心に、下振れリスクをより強く意識している。第一に、海外経済の減速である。欧州では、財政再建計画や構造改革の取り組みが頓挫する可能性や、周縁国の不良債権問題などが再燃し、財政、金融、実体経済の負の相乗作用が再び強まるリスクがある。また、足許の中国の減速は、今のところ短期的な動きとみているものの、長期化すればわが国経済の回復のメインシナリオに悪影響を及ぼす。米国については、財政支出削減計画の帰趨を巡って、いわゆる「財政の壁」と呼ばれる景気下振れリスクが存在する。第二のリスクとして、円高が進行するリスクである。今申し上げた海外経済の減速と関わるが、海外経済の減速が長期化、深刻化すれば、それに伴いリスク回避の動きが強まり、再び円高が進行する可能性がある。円高には、当然ながらメリットもある一方で輸出企業の競争力や収益を再び悪化させ、中小下請け企業にも幅広く悪影響を及ぼす恐れがある。また、円高の進行は、株安やマインド悪化などを通じて、今立ち上がりつつある設備投資計画や前向きな支出を再び先送りさせる可能性があり、全体としてみると、わが国の景気回復、デフレ脱却の歩みにとって重石となることが懸念される。第三に、消費者物価上昇率について、短期的なインフレ予想がなかなか立ち上がらず、中長期的な予想インフレ率に収束していくスピードが遅れるというリスクである。人々の中長期的なインフレ予想は、家計、エコノミスト、市場などにおいて、これまでのところいずれも概ね1%程度でアンカーされている。しかし、より手前の1~2年先といった短期のインフレ予想については、エコノミストによるESPフォーキャスト、コンセンサス・フォーキャストなどによると、今年度、来年度いずれも0%前後と、なかなか立ち上がってこない姿となっている。これは中長期的なアンカーに収束していく力を弱めるとともに、アンカーそのものを下振れさせるリスクにも繋がりがかねない。この点、全体として物価見通しを下振れさせるリスクとして注意が必要と認識している。

以上の現状認識と先行き見通し、リスク・バランスの評価を踏まえたい

えで、金融政策に対する意見を申し上げる。今回の展望レポートで国民に示される見通しの中央値は、景気、物価とも、1月の中間評価で示された中央値よりも若干上振れることになる。私個人のメインシナリオとしても、先程の中央値よりは若干低めではあるが、1月時点に比べて上方修正した。その際に、2月の追加措置など、これまでの政策効果が浸透して、企業の潜在的な投資支出が顕現化することなどを織り込んでおり、また中長期的なインフレ予想へ収束するアンカーの力も今回はしっかりと働くことを前提とした。このように、中心見通しを引き上げた一方で、先程申し上げた三つの下振れリスク、すなわち海外経済の減速、円高、中長期的な物価のアンカーへの収束の遅れといった懸念材料は、見通し期間を通じて存在し、中心シナリオが持つ不確実性は相応に大きいと考えている。

このような情勢判断に鑑みて、下振れリスクを抑制し、持続的成長経路へ復する景気回復の動きを確実なものとするとともに、物価安定の目途に近付いていく日本の物価の動きをしっかりと支えていくという観点から、金融緩和を一段と強化し、思い切った措置を講じることが必要だと考えている。具体的には、私自身が3月の会合で提案した措置、すなわち長期国債の買入額を増額して基金の規模を5兆円程度拡大するということが必要であるとする。また、その際に、2年物金利は十分に低下していることから、現行よりも長めの国債を対象とすることが必要である、具体的には残存期間を現行の1~2年から1~3年に延長することが必要ではないかと考えている。

今回は、それに加えて、思い切った措置を講じるという観点から、次の三つの措置も追加的に行うことが適切だと考えている。第一に、札割れが目立つ6か月物の固定金利オペの一部を長期国債に置き換えて、基金全体のマチュリティの一段の長期化を促すこと、第二に、基金の残高を積み上げ、維持する期間を本年末から例えば半年程度延長すること、第三に、リスク性資産だが、今回はリスク量や市場規模等も考えつつ増額するのが適当ではないかということである。これらの措置については、これまでの包括緩和の基本的メカニズムである長めの金利への働きかけ、そして人々の

リスクテイク意欲、あるいは要求されるリスク・プレミアム低下への働きかけといったメカニズムを一段と促すという観点から効果が期待される。さらにもう一点、先程山口副総裁からの論点整理にもあったが、長期国債の残存期間の延長に併せて、社債の残存期間についても同様に延長することがオプションとして考えられると思うが、この点については現在札割れが社債買入れについて発生しているところであり、実務的な可能性について執行部に確認したいと考えている。

今申し上げた今回の追加緩和措置が実現されると、2月に明確化された強力な緩和姿勢を国民に示すとともに、これまでの措置の累積的な効果と併せて、今後の景気回復と物価の動きを確実にし、支えていくものと考えている。日本経済には、物価安定の目途を遠からず達成するポテンシャル、経済の力は十分に備わっていると私自身は認識しており、このことを国民に分かりやすく伝えていくことが重要であると考えている。

最後になったが、次回会合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る。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

展望レポートの基本的見解は執行部案に概ね賛成だが、私自身の見通しと若干ニュアンスに違いがあるので、それを説明したいと思う。内外経済情勢及び物価情勢とも私の中心的な見通しは執行部案に比べ若干強め、上振れ、下振れ要因については執行部案に比べ下振れ方向に大きくバイアスがありかつ不確実性が著しく大きいということである。その理由を説明するが、現在のように判断の難しい時期には、やや長めのタイムスパンでみて、かつ経済に存在するモメンタムを十分に考慮する必要があると思っており、そうした視点を明確にしたいと思う。実体経済で若干強めにみる理由は、国内で企業・家計のセンチメントの回復と、それを起点とした需要

の回復モメンタムをより強く評価しているからである。振り返ると、リーマン・ショック後の世界経済の大きな落ち込みは特に日本で顕著であった。その後 2011 年 3 月には、経済活動に明確な回復の兆しがみえ、企業の価格決定力にも漸く回復の芽がみえていたと思う。しかし東日本大震災が起こり、さらに原発事故、タイの洪水、そして欧州金融不安による世界的なリスクオフの動きで円高が進行と追い打ちが続き、企業や家計のセンチメントが大きく悪化した。それが今年に入り、震災、原発、タイ洪水関連の懸念が薄れ、このところセンチメントの回復がみられている。さらに復興需要の好影響が出始めている。本年入り後は、欧州問題の落ち着きや米国経済の比較的底堅い動きからリスクオンの流れに乗った株価、為替の好転の影響もみられる。従って、プラス要因が複合的に相乗作用をもたらす素地ができつつあると考えている。

しかし、下振れにバイアスがあり、かつ不確実性が著しく大きいとする理由は、これは皆さんと全く同じなのだが、欧州経済の先行き不安が足許の政治情勢から再び頭をもたげていること、米国経済の先行きがトレンド成長を超える力強い成長になるかということについてはかなりの疑問が残ること、そして中国の内需の今後に政治要因が無視できないということである。実は今までは、中国では来年政権交代を目指した地方の成長率競争という政治要因で上振れリスクがあるのではないかと考えていたが、重慶の党幹部失脚がいわゆる内陸部発展モデルの持続可能性に対するリスクの大きさを示していることから、かなりの下振れのリスクも考えざるを得なくなっている。また、国内でも財政再建の道筋が迷走するリスク、原発問題による電力供給リスクは依然として小さくない。このため、私の見通し分布は、メインシナリオ、つまり私の場合は最頻値なのだが、最頻値を境に下振れになる可能性が上振れになる可能性よりも目立って大きく、かつ大きく下振れる可能性が無視できないファットテールになっていると考えている。

次に、物価の見通しについては、四つの動きを指摘したいと思う。第一に、中国での賃金上昇や新興国需要増大に起因する資源・食料品価格上昇

という海外物価上昇圧力が国内に波及する兆しが、衣料品などにみられている。第二に、国内需要回復に伴う需給ギャップ縮小で物価下落要因は小さくなっている。この二つが複合的に働く可能性がある。第三に、このように物価上昇要因が重なる時は、企業の価格決定力にもプラスの力が働く。企業が価格を付ける時は競合企業との価格競争を念頭に置く訳だが、企業間で押し並べて需要が増大し、仕入費用も同様に上昇している時は、価格改定をよりスムーズにすることができる。第四に、特に非製造業を中心に高齢化に対応した新しい需要の創出が功を奏しつつあるようにみえる。これは付加価値の創造であり、高い付加価値に見合う価格付けがなされ、コモディティ化した商品のような泥沼の価格切下げ競争に巻き込まれる確率は小さくなる。こうした四つの動きが重なり相乗効果を持てば、長い価格破壊の過去とは違う新しい価格付けの将来が展望できるのではないかと考えている。現在の消費や投資のミクロの動きには、こうした変化の兆しがみられるように思う。私の物価見通しは、経済環境が大きく悪化せず、このようなポジティブな変化の相乗作用が続くという前提に基づいている。しかしながら、こうしたポジティブな相乗作用が働くかどうかについては、不確実性が高いということも事実である。また、依然としてコストカット、賃金切下げの動きは続いている。そのため、私の物価見通しは下振れにバイアスがかかり、かつ大きく下振れする可能性も小さくないとみている。ここで最近、企業・家計のセンチメント、そしてその投資・消費行動が国際金融市場、国際経済、株式市場の動向とその報道にこれまでになく大きく依存しているようにみえる点に注意したい。例えば、住宅市場では、昨年秋から冬にかけて欧州金融危機が多く報道され、円高になり株価が急落した時に需要が大きく減退した。逆に今年に入ってからそれが逆転すると、一転需要が急増し、仲介市場では過去最高益になった企業も存在するほどである。

以上の私の見通しのもとで、先行きのメインシナリオが目途の達成に向かっているかを考えたい。見通し期間中、潜在成長率を超える成長で需給ギャップが縮まり、約1年程度のラグで価格上昇モメンタムがついていく

と考えられ、2013年度には0%台後半になり、モメンタムが持続すれば2014年度には1%台に入る可能性は小さくないと考えている。しかし、モメンタムが十分にあるかどうかは、今のところ不確実性が大きいと言わざるを得ない。従って、第1の柱からみても、前向きの経済・物価のモメンタムをできるだけしっかりさせるために、2月会合と3月会合でパッケージとして示した追加緩和に加え、この時点で資産買入等の基金を増額する形で追加的な金融緩和をすべきと判断している。第2の柱からみても、不確実性が高く下振れにバイアスのかかる状況では、企業や家計のセンチメントが萎縮する可能性も考慮する必要がある。従って、前向きのモメンタムを下支えするという日本銀行の強い姿勢を、再び明確にする必要を感じている。そのためには、2月会合と同様に長めの金利に働きかけ、経済活動を活性化するルートである国債買入れの思い切った増額に加えて、包括緩和のもう一つの柱である、過度のリスク回避センチメントを是正しリスク・プレミアムを低下させる方策としてのリスク資産買入れ、特にETFやJ-REITの買入れも含めて考えるべきである。長めの金利に働きかけるルートについては、今、山口副総裁からあり得るオプションに関しての様々な問題点の指摘があったので、後で議論したいと思う。ただ、買入れを円滑に進めるうえで様々な制約があるとは思いますが、基本はできるだけ思い切った形にする必要があると考えている。

次に、リスク資産買入れとしてのETFやJ-REITの買入れだが、これも長所・短所を考える必要があると思う。確かに、まだ株式やREITの価格が急落している訳ではないので、現在、過度にリスク回避センチメントが増大しているという訳ではないと思う。しかしながら、上昇のモメンタムのなさからみると、過去長く続いた正常時からみれば、過剰とも思える強いリスク回避がまだ色濃く残っているようにみられる。そして最近の企業・家計のセンチメントが株式市場等に強く依存していることを考えると、ETFやJ-REITの買入れはベネフィットがコストを上回っているのではないかと考えている。しかし、同時にリスク資産買入れには日本銀行の信認を守るための財務のリスク管理が必要である。従って、リ

スク量の観点から、どの程度の追加的な買入れの余地があるか、執行部に説明をお願いしたいと思う。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持が適当であると考える。以上である。

白川議長

次に、石田委員お願いする。

石田委員

まず、経済情勢について申し上げる。足許は、輸出・生産がやや今一つながら、内需が堅調であり、全体としてみると横ばい圏内、今後持ち直しに向かうという段階かと思う。今後の中心見通しとしては、展望レポート案にあるとおり、私も、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が高まり、震災関連の需要が強まるにつれ、緩やかな回復経路に復していくと考えている。ここで、この見通しの実現性を考えると、震災関連の需要の顕現化は必ず見込めるものである。一方で、これは先行き減衰していくので、2つの柱の一つ、海外経済の成長が続くということ、すなわち外需の動向がポイントとなる。ここで、新興国・資源国が牽引役になるのか、なれるのかということが当面問題となる。これらの国々は内需の拡大と輸出に支えられてきた訳だが、色々と意見があるとは思いますが、詰まるところ、内需を支えてきたのは輸出だと私は思う。基本的には、先進国への輸出が新興国の成長を支え、新興国の成長が資源国の輸出となり資源国の成長を支えている関係にあるのだと思う。中国についてみると、昨年夏以来の欧州の動揺により、輸出が大きな影響を被っている。その他不動産の調整等もあるが、経済全体の減速を招いているところである。これがまた、オーストラリアの経済の下押し圧力となっていると思う。それでも、米国がこれまでは比較的堅調だったために、下支えがなされている状況で、悪いながらも減速という一定のところまで済んでいるということだと思う。この点から、中心見通し実現のためには、先進国の経済の動向が鍵になる。

欧州・米国の状況次第ということである。欧州については、既に悪いということだが、これからギリシャ、フランス等の選挙の結果次第で悪いサプライズもあり得るが、今まで時間をかけながらも何とか調整を図ってきている連合体であるので、当面の金繰りも付いていることから、悪いながらも低位安定にとどまるのではないかと考える。そこで、結局は米国がポイントとなる。米国については、昨年秋より年初2月頃まで各種堅調なインデックスが続き、これが株価の上昇あるいはドル高傾向をもたらし、世界的にも均霑をもたらした訳だが、3月雇用統計以来弱めの数字の発表が増えてきていることは懸念材料である。銀行貸出の状況を見ると、此許、商工業貸出で2桁の伸びが続いていることに加えて、4月になってから足許では、これまで減少を続けてきた不動産貸出が初めて増加に転じている。ベースとしてはお金が回り始めており、実体経済の底堅い成長が続いているものとみている。しかしながら、米国経済については、先程からも出ているが、一昨年、昨年と年初好調の後失速するというパターンを繰り返している。これには、リーマン・ショック以来、年初の季節調整値が強く効き過ぎており、その分それ以降の弱い数字に反映されるという有力な説もあり、本年もここ2年のパターンを繰り返すのではないかとの懸念がある。足許、4月、5月のハードデータ——これは5月、6月に発表されるが——に注目している次第である。中心シナリオがより確かなものになるのか、ここ暫くが非常に大切な時期になると考えている。

次に、物価情勢について申し上げる。物価については、総じてみると、リーマン・ショックにより大幅に下落して以降、時間はかかっているが、一貫して改善傾向にあると思う。若干細かくなって恐縮だが、新基準となった2011年1月以降本年2月まで14か月についてカテゴリー別にみると、まず、頻繁に購入するものについては、大幅なプラスになっているガソリンを除くと、さすがにデフレ圧力が強く、その他のものについてはマイナス領域で推移してきているが、それでも足許ではゼロ%となってきた。1か月に1回程度購入するものについては、電気料金が昨年4月以降上昇しているが、その他のものについても平均でみて1.1%の上昇と

なっている。なお、たばこの一昨年の価格改定が今年の9月まで効いているので、これによるそれまでの押し上げ要因がなくなることを勘案すると、昨年10月以降の上昇幅は実質的にかなり大きいということである。2か月に1回程度購入するものについては、0.9%程度の上昇となっている。半年に1回程度購入するものについては、6月までは-0.8%程度であったが、11月以降は0.4%程度のプラスに転じてきている。1年に1回程度購入するものについては、傷害保険料の特殊要因を除くと、高校授業料の影響が消えた2011年4月の-1%強から、足許では-0.7%まで改善してきている。最後になるが、稀に買うものについては、昨年1月の-4%強から、2月のテレビの影響が出る前の1月でみても-3%前後、2月はテレビの影響もあって-1.2%まで縮小してきている。細かく述べたが、以上、総じて価格については、除くエネルギーでみても上方へのモメンタムが確実に働いてきていると判断している。また、少し長い目でみると、先程西村副総裁より言及があったが、これまで価格低下を支える大きな柱であった中国からの輸入品について、現地での人件費上昇の幅、スピードをみると、今後かなりの輸入価格上昇が不可避だと思う。これらの品目のマージンは元来薄いと考えられるので、今後、最終価格への転嫁が確実に進むものと考えている。このように、今後、物価上昇が徐々に顕現化してくると私は考えているが、これが持続的なものになるためには、やはり雇用・所得の改善が必要であると思う。

以上のとおり、経済・物価情勢ともに望ましい方向に向かいつつあるが、回復経路へしっかりと乗っていくかどうかについては、先に申し上げたとおり、ここ暫くは外需、特に米国の景気動向になお懸念のあるところである。中心シナリオを一層確実にするために、このタイミングで政策面からもしっかりと支えていく必要があると考えているところである。先程お話があった色々なことについて若干申し上げますと、まず長期債については、本行が既に購入済みの金額、コミットしている金額、市中にある金額等を考えると、10兆円はやや大きいかとも考えるところである。また、ETF、J-REITについてもリスク・プレミアムに働きかけるといっても

金額が然程積み上がる訳ではないので、これを入れることは如何かという気もする。しかしながら、よくよく考えると、リーマン・ショック以来漸く回復過程に乗り始めたところで、大震災と原子力事故が発生し大きな後戻りをした後、欧州危機、タイ洪水等の障害を乗り越えて、漸く回復への道筋がみえてきたところである。ここで、もう一度後退する訳にはいかないと考えるので、より確実に乗り切るためにはできることを全てやるということで結構だと思う。また、長期債と社債の買入年限の延長並びに基金の期日の来年6月への延長等については、市中残に対する買入額の割合、あるいは各月買入額の規模等を勘案して適当であると思う。また一方で、6か月物の固定金利オペについての減額もやむを得ないものとする。

最後に、当面の金融市場調節方針については、現状維持が適当と考えている。以上である。

白川議長

次に、森本委員お願いする。

森本委員

景気判断は、基本的に前回会合時から特に変わりはない。まず海外経済だが、欧州情勢については、スペイン等周縁国等での財政不安や政治情勢が不透明なもとでの財政規律遵守への取り組みも含め、欧州の金融資本市場の動向には引き続き注意が必要だが、詳細は省略させて頂く。この間、実体経済をみると、ドイツ等中核国が安定化に向かうとの基本的な見方に変わりはないが、欧州全体としてみると、周縁国の緊縮財政が重石となり当面は停滞が続くとみられる。米国経済についても、前回会合時の認識から特に変化はない。財政問題やバランスシート調整圧力は根強くあるが、雇用情勢が徐々に改善しつつあるもとで、個人消費が堅調に推移するなど、今後も経済全体として緩やかな改善が続いていくものと思われる。新興国・資源国経済については、総じて高めの成長を維持していくとみている。中国経済をみると、輸出の減速に加えて耐久財消費や民間不動産投資にも

減速感が窺われるが、個人消費や固定資産投資は全体としてなお高い伸びを続けている。足許では銀行貸出が増加しており、この先の実体経済への波及も期待できるし、構造的な内需拡大の余地も大きく、成長の中心を内陸部に移しながら、今後も高めの成長を続けていくものとみている。N I E s ・ A S E A N 経済は、タイ洪水の反動等もあって輸出・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し、成長率が次第に高まっていくとみている。

こうしたもとでのわが国経済だが、前回会合時以降、これも基本的な見方に変わりはない。輸出は横ばい圏内の動きとなっているが、内需が堅調に推移しており、全体として持ち直しに向かう動きとなっている。先行きは、新興国が牽引する形で海外経済の成長率が再び高まるとみられ、円高修正も後押しするもと、輸出が増加することなどから、全体として緩やかな回復経路に復していくと考えている。内需面をみると、足許、復興需要が公共工事出来高金額の増加となっははっきりと現れており、2012 年度中は民間も含めた復興需要が景気押し上げに寄与すると思われる。企業と家計のマインドも改善するもとで、設備投資や個人消費も底堅く推移するとみられ、こうした動きを受けて生産改善の動きも、I I P の不可解な動きはあったが、徐々に明確になっていくと考えている。

次に物価である。国際商品市況は、足許では幾分調整しているが、原油を中心に高値水準で推移している。また、円高水準の修正もあって輸入物価が上昇しており、企業物価指数は先行きやや強含んでいくとみている。一方、生鮮食品を除く消費者物価指数は、当面は前年比ゼロ近傍で推移すると考えられるが、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ものとみている。

次に展望レポートだが、基本シナリオについて、執行部案に違和感はない。1月の見通しと比べると、経済成長見通しは、欧州債務問題の不確実性の低下に伴う株価上振れや円高水準の修正等市場環境の改善によって、

2012 年度、2013 年度ともに幾分上振れて推移するものとみている。2012 年度は復興需要の本格化から高めの成長となり、2013 年度は復興需要の押し上げ寄与が減衰することから、回復ペースが緩やかになるとみている。国内企業物価指数と消費者物価指数だが、マクロ的な需給バランスの改善などをベースに緩やかな上昇傾向を辿るとの想定は妥当なものと考えている。執行部案にある、消費者物価（除く生鮮）の前年比が「見通し期間後半にかけて 0% 台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である 1% に遠からず達する可能性が高い」との表現については、目途の達成に向けて趨勢的な物価の推移の方向感を示すことが大事であり、この評価は適切だと思っている。

展望レポートでは、経済情勢と物価情勢について上振れ、下振れのリスクが挙げられている。例えば、欧州問題の早期鎮静化や住宅市場底打ちによる米国景気の回復加速等により、世界経済が上振れる可能性も考えられるが、どちらかと言えば、経済情勢の下振れリスクの方を意識しておいた方が良く考えている。実体経済下押しのリスク要因として、とりわけ、欧州債務問題の展開、原油価格の動向、電力需給の不確実性の三点に目配りが重要だと考えている。具体的には、欧州債務問題の再燃など海外情勢が不安定化した場合には、世界的な需要減退に加えて、再び円高が進行し、輸出下振れや企業マインドの悪化に繋がりがかねない。このほか、原油価格の上振れは、資源輸入国のわが国への直接的な影響に加え、世界経済の下振れ要因となるとともに新興国・資源国のインフレ圧力を高め、物価安定と成長の両立を妨げる可能性がある。また、夏場の電力需給については、この夏の生産活動の制約にとどまらず、中長期的にみても生産設備の海外シフトや国内企業の競争力低下を招く可能性があり、注意深くみていく必要がある。

物価情勢についても、これらの実体経済面のリスク要因が顕現化する場合には、需給バランスも含めて相応の影響が及ぶ。原油価格や為替の動向は、輸入物価を通じて消費者物価に影響を及ぼすが、上下両方向に不確実性がある。また、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が下振れた場合

には、実際の物価にも下押し圧力がかかる可能性も考えられる。

次に、わが国の金融環境だが、長短金利とも極めて低水準に推移しているほか、4月の貸出動向アンケート調査をみても、金融機関の貸出運営スタンスが積極化するなどしており、緩和の動きが続いているとの前回会合時の見方に変更はない。この間、為替市場、株式市場は、欧州の財政問題の動向、海外経済指標や金融政策への思惑などを受けて上下に変動しているが、前回会合以降をみると、概ね横ばい圏内で推移している。

以上の経済・物価情勢や金融面の動向等を踏まえた金融政策運営だが、まず、次回会合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。先行きの金融政策運営については、強力な金融緩和の推進と成長基盤強化の支援の双方を通じて、デフレ脱却に向けた適切な取り組みを進めていくことが肝要だと考えている。現在、包括的な金融緩和策を通じて強力な金融緩和を進行中であり、その効果は確実に現れている。そうしたもとで、わが国経済には持ち直しの動きがみられており、これを確かなものにするのが重要だと思う。2012年度、2013年度の成長率は、1月の中間見通しに比べ、市場環境がやや改善したことなどから幾分上振れて、潜在成長率をはっきりと上回る2%前後の成長が続くと考えられ、需給ギャップも着実に改善していくものとみられる。ただ、实体经济には下振れリスクがあり、需給ギャップ改善の足取りも緩やかであるため、消費者物価の前年比が1%に近付いていく道筋にはなお不確実性もある。当面の物価安定の目途達成への方向性を安定させ、より確かなものとするためにも、金融面から強力なもう一押しが必要ではないかと思う。そのためには、私も、金融緩和を一段と強力に推進するために、現段階で基金をさらに増額し、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促し、市場や企業、家計のマインドに働きかけることが有意義であると考えている。この点、先程山口副総裁はじめ皆様から緩和対応をするに当たっての検討の視点、あるいはある程度の方向性等が示唆された。これについて、まず基金について山口副総裁から5兆円に何らかの工夫をしたいとの案があったが、これについては私も賛成である。さらに長期国債

については5兆円を超えたい、それから固定金利オペでは、特に6か月物の札割れが続いており、先行きもこうした状況が懸念されるという状況の中で、この辺についてある程度何か考えられないか、また増額する場合について対象年限を延長してはどうか、という論点があった。この点について、まず6か月物の固定金利オペだが、札割れが相次ぐほどに資金供給が潤沢となっているので、同オペを若干減額し長期国債の買入に振り向けることは、長めの金利に働きかけるという政策効果を高めるための適切な資源配分に繋がることから、望ましい対応だと思っている。そのうえで具体的には、例えば固定金利オペ6か月物について5兆円程度減額し、長期国債については5兆円以上ということで、私としては10兆円程度思い切って買入ってはどうかと考えている。この場合、まず対象期限について、現在2年債の金利がほぼ下限に達している中で、残存期間について1年から3年までに長期化することによって、これまで以上に長めの金利に直接的に働きかけていくことができ、企業の資金調達環境のさらなる改善を通じて経済の一段の活性化が期待できるため、1年から3年に延ばしてはどうかと考えているところである。それからさらに、リスク性資産の買入についてどうかという視点があった。この点について、さらに今よりリスク・プレミアムの水準を下げていくという形で金融緩和の効果を追求し、マインド面からももう一押しすることが有意義であると考えており、今回私もETF、J-REITについて一定量の買入増額を図ってはどうかと考えている。この場合、市場の制約や本行の財務の健全性維持の観点は極めて重要であると思っており、執行部から追加買入の余地等について確認のうえ判断することが必要だと思っている。そのうえで、円滑な買入を遂行し政策の時間軸をより強固なものとするために、新たに増額する買入枠の買入期限を2013年6月末までとすること、これと合わせて既存の65兆円程度の買入枠についても同時期まで残高を維持することが適当ではないかと考えている。

今回の追加緩和により、その物価上昇パスの蓋然性を高めることで、企業や家計、さらには市場参加者等の中長期的な予想物価上昇率についても、

当面の物価安定の目途である前年比1%にしっかり固定できるのではないかと考えている。ただ、買入額を上積みし、残存期間が長期化することを契機に、万が一にも財政ファイナンスと取られることがないように、基金による国債買入れの位置付けを引き続き丁寧に説明していくことが重要だと思っている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、世界金融資本市場については、年初来続いてきた投資家のリスクテイクの姿勢が欧州債務問題の再燃をきっかけに一服している。株価については3月後半から世界的に下落した後、足許にかけて横ばいが目立つが、わが国の株価は幾分水準を切り下げながらも、昨年末を上回る水準で推移している。為替相場についても、一頃に比べて幾分円高となっているが、前回会合以降は対ドルでほぼ横ばいとなっている。この間、ドル調達市場は落ち着いている。

世界経済については、減速しつつも緩やかな成長が続いており、最近では少し持ち直しの兆しもみられている。例えば、OECDの景気先行指数が米国、わが国、中国をはじめとする新興諸国で上昇しているほか、Markit社の世界総合PMIも拡大傾向にあるし、その水準自体も過去1年の中では高めに推移している。新興諸国では、最近、ブラジル、インド、ベトナムが政策金利を引き下げ、金融緩和が実施されている。これらの諸国は潜在的なインフレ圧力が高いため、成長との両立が重要な課題だが、中国を含め現時点ではソフトランディングが可能だと判断している。

こうした中、わが国経済については、東日本大震災やタイ洪水の景気下押し圧力から脱し、現在では横ばい圏内にあるものの、持ち直しの動きがみられている。1～2月の鉱工業生産については、対前期比で緩やかな増加に転じている。輸出については、名目ベースで対前月比で4か月連続し

て増加しているが、輸入も伸びているため、足許の貿易収支は赤字額を拡大している。実質輸出については伸び悩んでおり、直近の実質貿易収支の黒字額は減少している。設備投資については、先行指標の機械受注が前月比で1~2月とプラスに転じており、企業マインドも改善しているので拡大していくと思う。消費については、緩やかな雇用回復と消費者マインドの改善も反映して底堅い動きが続いている。こうしたもとで、2012年度は復興需要の本格化と海外需要の緩やかな持ち直し、2013年度は公共投資が前年比減少に転じる一方で海外需要が強まっていくことから、緩やかに回復していくとみている。また、設備投資による資本ストックの拡大によって、潜在成長率自体も幾分上昇していくので、向こう1~2年の企業の短期的な成長期待が高まる可能性がある。前回1月の見通しとの対比では大きな変化はなく、ほぼ想定どおりの動きだと判断している。

物価については、国内企業物価は足許前年比プラス幅が縮小しており、コアCPIは概ねゼロ%となっている。国内企業物価の先行きについては、原油価格の緩やかな上昇が続いていくとの想定のもとで、徐々に上昇率が高まっていくとみている。コアCPIの先行きについては、2012年度当初は、薄型テレビの対象品目入れ替えによる0.3%ポイントほどの上振れがあるが、次第にその影響が剥落していく一方で、原油価格の上昇やGDPギャップの改善に合わせて次第に伸び率を高めていくと思う。

景気のリスク・バランスについては、短中期的には欧州経済と電力供給問題を含む燃料価格の動向の二点から、中長期的にはわが国の成長期待の下落の可能性の点から、下振れリスクが大きいと考えている。特に欧州については、周縁諸国、オランダ、フランスなどの財政再建の行方とフィスカル・ドラッグ継続のほか、足許では銀行の融資基準の厳格化の勢いは弱まっているものの、銀行による大幅な資産圧縮の懸念も残る。IMFは2013年末までに資産の7%相当の2兆ユーロ規模、最大で3.8兆ユーロ規模の資産圧縮の可能性を指摘している。また、IMFによるファイアウォールも欧州限定ではないので不十分な可能性もあり、国際金融資本市場が不安定化するリスクは残る。なお、欧州経済が悪化すれば、EUを主

要輸出先とする中国の加工貿易が既に停滞している状況がさらに継続し、間接的にわが国の製造業へ影響が及ぶリスクもある。中長期的にわが国の成長期待が景気に及ぼすリスクについては、2012年度と2013年度は景気回復に後押しされて成長期待が短期的に高まったとしても、人口減少が進み、地方の疲弊が目立つわが国では、就業人口一人当たりの成長率を引き上げる成長力強化の動きがなければ、中長期的に成長期待が低下していくリスクは否定できないと思う。その点、グローバル需要を開拓するとともに、高齢化、省エネ社会に合った潜在的需要を掘り起こすビジネス環境を早急に整えることによって自律的な成長へ導くことができれば、中長期的にも成長期待を維持でき、それによって現在の景気下振れリスクについても和らげることができると考えている。

物価のリスク・バランスについては、原油価格の想定以上の上昇による上振れリスクと企業の価格転嫁が進まないことに基づく下振れリスクの両方が考えられるが、どちらかと言えば下振れリスクに傾いていると思う。その理由は、GDPギャップとコアCPI伸び率の関係について過去10年間のデータをみる限り、コモディティ価格上昇の影響を除いた場合、GDPギャップに併せてコアCPIの伸び率が順調に上昇していくのか若干懸念が残るからである。最終的には、賃金が継続的に上昇し、企業が潜在的ニーズの高い分野で財・サービスを供給できれば、消費を抑制することなく、GDPデフレーターを含めて物価は全体として上昇していくと思う。しかし、現時点ではこうした状況が実現するタイミングには若干不透明感が残るので、物価については多少下振れリスクに傾いていると判断している。

以上を纏めると、中心的シナリオは2012年度前半から緩やかな回復経路に復していき、コアCPIの対前年比伸び率については、2013年度は0%台半ばへと上昇し、そう遠くない将来に1%に近付いていくと判断しており、執行部案の中心的見通し、上振れ・下振れ要因について全体として違和感はない。なお、成長率とコアCPIの見通しについては、いずれも委員見通しの中央値よりもやや下方にみている。

次に、金融政策運営について私の見解を申し上げる。わが国の金融環境については、日本銀行の潤沢な流動性供給の継続の中、2月には10兆円の資産買増しを行ったこともあって緩和的な状態にあり、札割れが多くみられている。こうした中、短期金融市場や国債市場は比較的落ち着いているし、企業金融についても、CP・社債の発行環境は良好で金融機関の貸出態度は積極的である。資金需要面では運転資金やM&A関連で増加する動きが中心だが、少しずつ設備投資需要もみられている。この間の資金調達動向をみると、銀行貸出は緩やかに拡大を続けており、CP・社債は合計で対前年比小幅に増加している。このような状況下で企業の資金繰りは改善した状態にある。

このように緩和的な金融環境にある訳だが、既に指摘したようにわが国の中心の見通しのリスク要因に関する不確実性は依然として高いので、本日はその見通しをさらに確実なものにするために、一段の金融緩和を提案したいと思う。2月会合では、当面物価上昇率1%を目指して、それが見通せるまで強力に金融緩和を推進することを決定したが、展望レポートで2013年度までの見通しを提示する今回の機会を捉えて、そうした日本銀行の意志を改めて市場と国民に示し、改善しつつある企業・家計のマインドを持続させていくことが重要であると思う。また、現在の景気回復の勢いを確かなものとすると同時に、政府による財政・社会保障の改革と成長力を高めるビジネス環境の整備といった政策が実現していけば、人々の中長期的な需要や雇用の成長期待の維持が可能となり、物価安定のもとでの安定した経済成長の道筋も拓けてくると考えている。金融緩和の規模は、基金による思い切った10兆円程度の長期国債の買入れが適切だと思う。なお、先程山口副総裁が指摘された基金の増額の論点を基に考えると、この10兆円の半分ほどを、6か月物の固定金利オペの目標額を例えば5兆円ほど減額して、その同額を長期国債に差し替えるのが良いと思っている。長期国債買入対象の残存期間については、1年延ばして1年以上3年以下とするのが良いと考えている。現状の残存期間を維持すると、新発2年物国債の買入額に占める日本銀行のシェアが大きくなる懸念があるし、銀行

の平均貸出期間が2～3年であることから、3年まで延ばすのは自然である。また、残存期間1～3年の市中発行残高から日本銀行保有分を除いた規模からみても、それなりに応札される可能性もある。なお、買入期限については、追加購入する長期国債10兆円のうち、例えば5兆円ほどを2012年末までに実現し、残りの5兆円ほどを2013年6月までとすれば、長めの金利に働きかける効果がさらに浸透していくことが期待される。また、社債についても、国債に合わせて買入対象の残存期間を1年延ばして3年とするのが適切だと思う。ETFとJ-REITについては、リスク・プレミアムの低下と企業や消費者のマインドの改善にある程度の効果が期待されるので、日本銀行の財務基盤の健全性への影響を勘案しながら、一定程度の買入れを検討するのが良いと思う。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針だが、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。私からは以上である。

白川議長

それでは、11時を回っているので一旦ここでコーヒブレイクを取って、11時25分に再開したいと思う。

(11時16分中断、11時25分再開)

それでは再開する。議論に入りたいと思うが、討議のセッションを二つに分けて、まず展望レポートを含めた金融経済情勢に関する討議を行い、その後で当面の金融政策運営に関する議論を行いたいと思う。

まず金融経済情勢に関する議論であるが、先程6名の方のご意見を聞きながら私自身の意見も含めて改めて集約すると、まず展望レポートの内容については、リスク要因についての若干のニュアンスの差、力点の置き方に違いはあるが、展望レポートの基本的な記述には異存がないということであったと受け止めた。整理をすると、海外経済については欧州債務問題

が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは、少なくとも前回の中間評価、あるいは昨年末との比較で見ると低下してきている。米国経済も緩やかに回復している。こうしたもとでわが国の経済は、なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。これも、明確になりつつあるというところについては、先程の生産の数字を受けてどのような表現が良いのかはまた後から議論をするが、私自身の受けた印象としては、生産は一つの大事なデータではあるが、様々な重要なデータで持ち直しに向かう動きがみえてくる感じがする。これはまた後から議論したいと思う。金融環境については、時間の関係で全員が言及された訳ではないが、CP・社債の発行環境が良好な状態を続け、企業の資金調達コストも緩やかに低下するなど、緩和の動きが続いているということだと思ふ。先程の日本公庫の中小企業に関する資金繰り判断が、過去十数年の中で一番緩和した状態であるというように、ともかくにも中小企業自身から——国民公庫のカバーでは規模は小さいかもしれないが——そういう回答結果が出ていることに現れているような感じがする。

わが国経済の先行きについては、新興国・資源国に牽引される形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くにつれて、2012年度前半には緩やかな回復経路に復していくと考えられるということであった。消費者物価の前年比は、展望レポート見通し期間後半において0%台後半となり、その後当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高いということであったと思ふ。

以上を総合すると、経済・物価の見通しについては、やや長い目でみれば日本経済は物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと考えられる。そのうえで、こういう中心的なシナリオの周りにおけるリスク要因を考えてみると、上振れ・下振れ要因をしっかりと意識していく必要がある。特に欧州債務問題に端を発するテールリスクについては、確かに昨年末比後退しているが、基本的な問題自体が解決している訳ではないので、欧州

情勢については注意を要するというのは皆さんのご意見であったと思う。米国経済についても、これまで何度も議論したバランスシート調整ということ意識した場合、注意してみていく必要がある。それから、中国経済についても同様にみていく必要があるということであったと思う。というのが、先程の議論のポイントであったかと思う。あとは私自身の感想を一点だけ申し上げると、物価に関し——経済もそうであると思うが——、今日はモメンタムという話が多かったという感じがしている。モメンタムという言葉を使うか使わないかは別にして、使われなかった方も含めて、今置き換わっているこの明るい方向へのモメンタムを大事にしたい、これを大きくしたいという思いが皆さんに共通していた。私自身もそのように思う。物価に即して言うと、先程西村副総裁がおっしゃっていた中国の賃金上昇、それとも関連するが新興国経済の成長に伴う資源価格の上昇が物価に対して上昇要因として働いてくる、あるいは景気が少しずつ改善してくるので需給ギャップも縮小してくる、それから新しいビジネス、特にシニア向けのビジネスがそうであるが、そうしたものが最近少しずつ実を結び始めている、そうしたものが価格の上昇、つまり消費者がそういう新しいサービスに対して対価を払っても良いということになってくる訳であるので、そうしたことも変化を促す。それから、石田委員から購入頻度別にみた場合の話があったが——これは以前亀崎委員がよく言及されていたことで懐かしく思うが——、確かに消費者物価指数全体でみるイメージとはまた違ったイメージが改めて浮かび上がってくる感じがする。いずれにしても、消費者物価指数全体は除く生鮮で+0.2%ではあるが、こうしたモメンタムを大事にしていた方が良い。これはわれわれ自身の政策もそうであるが、そうしたムードをできるだけ活かしていく、少なくともそれを潰していかないということが大事であると思う。長年緩やかなデフレが続いた中で、総論としてはデフレからの脱却という声は大きい訳であるが、各論でいざ価格を引き上げようとするすると引き上げをなかなか許してもらえないような環境がある。その典型が色々な公共性の料金である。しかし、実際にニーズが高まってくる、あるいはコストが上がってくるといった時

に、価格を引き上げること自体が社会的に許容されにくい環境になってくると、結局は既存の商品の中で徹底的にコストカットをするという血みどろの戦略、レッドオーシャン戦略というものにならざるを得ない訳である。これをブルーオーシャンにしていくためには、需要の変化、コストの変化に対応した価格の引き上げを認めていくという社会的な規範——前回、ノルムという言葉を使ったが——を作っていくということも大事である。そういったことも含めてモメンタムは大事にしていった方が良いと私も思うし、今日の皆さんの発言を聞いてそのことを強く感じた。

以上であるが、まず金融経済情勢について、追加的なご意見の表明があればおっしゃって頂きたい。本日は、金融経済情勢も然ることながら、金融政策の方がより重要な論点だと思うので、どうしてもここで言っておきたいということがなければ、金融政策に移りたいと思うが宜しいか。

金融市場調節方針は、現状維持ということであった。そのうえで、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復することをさらに確実なものにするために、金融緩和を一段と強化し、資産買入等の基金を拡大してはどうか、というのが全員の意見であった。私自身もそのように思っている。このことについて議論する前提として、本行のリスク許容度や市場の規模などからみて、各種金融資産の買入余地について技術的な意味で認識を共有した方が良いと思うので、その点について執行部に説明を求めたいと思う。

#### 門間企画局長

お配りする資料は特にないが、私から口頭で今の状況を申し上げたい。まず、市場規模ないし市場環境からすると、既に札割れが発生している社債とか短期国債は、市場環境からみて買入れの増額はなかなか難しいと思う。それからCPについては、札割れが発生している訳ではないが、市場規模ないし1社当たりの上限という観点からみても、あまり余裕はないと考えている。REITであるが、これも市場規模あるいは1社当たりの上限からみて——私の計算では400億円位しかなく——、増額は非常に厳し

いという感じがする。残る長期国債とETFについては、市場規模ないし市場環境の観点から言うと、取り敢えずあまり制約がない資産になる。そのうえで、長期国債についても、今の状況でも19兆円を年末までに積み上げていく訳で、その過程においては、さすがに2年までの国債だと買いにくくなっていく局面はあり得ると思う。ましてやご議論にあるような5兆円、10兆円を買い増すことになると、現状の状況では残存2年だけでは厳しい可能性が高まってくる。以上が市場規模、市場環境からの制約要因である。

日本銀行の財務の健全性という観点から、現在の日本銀行の自己資本を申し上げると5兆7,000億円ある。買っている資産のリスク量の計算については、色々な前提を置かなければならないため変動するが、今の65兆円の基金を積み上げると大体3.9兆円位になる。そうすると、残りは1.8兆円位、2兆円弱になるが、これ自体が今申し上げたように相当変動するので、通常、保守的にここからさらに1兆円強差し引いて余裕を持ってバッファを考えるとすると、大体6,000億円位が使えるバッファではないかと考えている。そうすると、この6,000億円というバッファで今回どれだけリスク量を取るかということになる。その中で、最もリスク量が大きいのはETFである。目の子で言うと、ETFは買った額の半分がリスク量というイメージである。これまで、ETFの1回当たりの増額規模は大体4,500億円とか5,000億円位であるが、仮に5,000億円増額すると、それだけでリスク量として2,500億円取ってしまうことになる。そうすると、6,000億円のリスク資本に対してそれだけ取るのはどうかという議論になる。あと、リスク量という観点で焦点になり得るのは社債である。社債は金利リスクの中に若干信用スプレッドも入ってくるので、リスク量が少し多い。それを3年にすると、多少増えることは増える。ただ、相当保守的に計算しても、仮に今の規模で全て3年に切り替えると考えても、追加的なリスク量の増加分は1,000億円に届かない。どう考えても、700~800億円位がマックスである。恐らくそれより少ないので、今のご議論の中では、社債の残存期間を3年まで延ばすことは、リスク量の観点からは

あまり問題にならないと考えている。最後に、REITである。これは、マーケットサイドの関係からほとんど買う余地がないと申し上げたが、過去もそういう局面の中で——実は昨年8月は既にそういう状況になっていたが——100億円だけ買い増したということがある。残り400億円であるので、今回も100億円位であれば買い増す余地がない訳ではない。

ということで、買う余地のある資産としては、長期国債とETF、それと極く少額であるならばREITである。ETFを買う場合には、恐らく4,000億～5,000億円は少し多すぎるので、多分、1,000億～3,000億円の範囲内で考えるということだと思う。以上である。

白川議長

今の件に関して、技術的な意味でのご質問からまず受け付けたいと思う。

宮尾委員

社債であるが、もし3年に延長した場合、入札は入るのか。

門間企画局長

今の2年までだと時々厳しい状況があるが、これもやってみなければ分からないが、ポートフォリオに沈んでいるものがどれ位出てくるかである。不確実性はあるが、可能性を広げる分だけ相対的には入りやすくなると思う。それから、3年だと3年物社債があるので、新発債が出てくる可能性があると思う。

白川議長

技術的な論点が出てきたら、またその時にお願いすることにする。先程、多くの方が、基金の買入れ自体について言及されていたが、各論の細かいところについてまだ言われてない方、あるいは今の技術的な説明を聞きながら改めて先程意見表明しなかった点について何かあればおっしゃって頂きたい。皆様のご意見はかなり近いとは思いますが、まだ表明されていな

い方、それから特にREIT、ETFについては今の説明を受けて考えなければならないので、その辺りを中心にどうぞご意見を願います。

西村副総裁

国債について、私は後で議論したいと申し上げたが、今の話を聞くと、皆さんがおっしゃっているようなスタイルでやっていくことが、われわれが考え得る一番思い切ったものではないかと考えている。それから、REITに関しては100億円ということではあるが、小さな市場であることと、しかし同時に注目度も高いということから考えると、それなりの効果は期待できるのではないかと思うので、REITの100億円は入れるべきではないかと考えている。ETFに関しては、皆さんと考えていかなければならないが、確かに5,000億円は多すぎると思うので、その辺はまた相談していく必要があると思う。

白川議長

他の方は、如何か。

白井委員

REITは100億円位が良いと思う。ETFが1,000億～2,000億円位ではどうかというところだと思う。

白川議長

あまり絶対的な基準がある訳ではないが、ETF、REITの金額について、特にETFが一番リスク量が多い訳であるが、これについて1,000億円とか2,000億円という話もあるが、これについては如何か。

西村副総裁

今、ヘジテイトした後で直ぐ何か言うのも済まないが、やはりできる限りということを見ると、2,000億円を考えたいというのが正直なところ

である。これは、われわれの構えが重要だと思うので、そのような形になればと考えている。

#### 山口副総裁

私も最初に論点を幾つか挙げはしたが、ETFとREITを買うことによってリスク・プレミアムの引き下げ余地がどの程度あるのかは、はっきり言って不透明である。ただ、われわれとしてここで思い切った策を打つというある種の構えを明らかにするといった観点に立って、やれる限りの努力をしてみるということだと私自身は考えている。そうなると、どの位の金額が妥当なのか益々難しいのだが、ETFについては先程門間企画局長が1,000億～3,000億円と言っていたのでその真ん中の2,000億円、REITについては100億円かという感じを持っている。

#### 森本委員

私も、ETFとJ-REITについて、リスク・プレミアムという観点からなかなか測りがたい面はあると思うが、これから育っていく市場だと思うし、市場関係者からは、これらの日銀の措置が安心感に繋がるという話をよく聞くので、今回若干なりとも増額した方が良いのではないかと思う。そこで、J-REITについては、本当に気持ち程度で良いので100億円程度で良いと思うし、ETFもリスク量など色々考えると2,000億円で私も結構だと思う。

#### 石田委員

私は、どちらかと言うと、すっきりと長期国債でやって、J-REIT、ETFはそれほど積み上がらないのであればやらなくても良いのかなとも思ったが、皆さんがマーケットに影響があると言うのであればそれで結構である。ただ、やるのであればできる限りやれる範囲での上限をやって頂きたいと思う。

宮尾委員

私も、ETFについて2,000億円、J-REITについても100億円ということで結構である。先程、リスク・プレミアムの議論があったが、私はリスク・プレミアムをもう少し広く捉えれば、人々、投資家が安全資産への上乗せを要求するプレミアムであるから、その意味では人々のリスクテイク意欲を刺激する。そういった形でマーケットに影響を及ぼし得ると考えると、そのリスク・プレミアム低下への働きかけを追求する余地、可能性は十分あるのではないかと考えている。

白川議長

ETF、J-REITについては、ただ今お話が出たが、長期国債の買入金額については、固定金利オペの振り替えの5兆円と基金の増額の5兆円で合わせて10兆円というイメージは共有されていると思う。買入対象資産の残存期間についても、「1年以上2年以下」を「1年以上3年以下」とすることで皆さん一致していたと思う。社債については全員が言及されたかどうか正確には記憶していないが、社債についても皆さんがそのような主張であったということで宜しいか。

森本委員

私はコメントしなかったが、整合性を取ってその措置を取ることに賛成である。

白川議長

分かった。買入れのペースについては、従来の65兆円は本年末までに達成することを日本銀行として、そして私自身も様々なところで明確に言っていた。これは必須である。さらに5兆円増やす分については、もう半年かけて来年6月ということで宜しいか。

もう一度確認するが、まず、資産買入等の基金の増額についての考え方である。先程の議論で、金融経済情勢について、日本経済が物価安定のも

とでの持続的成長経路に復する蓋然性は高いと考えられるが、今のこのモメンタムを大事にして、ここで金融緩和の一段の強化を行うことによって、これまでの措置の累積的な効果と併せて、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路へ復することがさらに確実なものとなることが期待できるというような論理であったと考える。増額の対象及び規模については、国債の買入れを思い切って 10 兆円程度増額するということである。一方、札割れがみられている固定金利オペは 5 兆円程度減額し、基金の総額はこれまでの 65 兆円程度から 70 兆円程度に、5 兆円程度の増額とする。それから、ETF、J-REIT については、日本銀行のリスク許容度あるいは市場規模等も考慮して、それぞれ 2,000 億円程度及び 100 億円程度の増額とする。買入対象の長期国債の残存期間については、今回の増加分を含めて多額の買入れを円滑に進め、長めの金利へ効果的に働きかける観点から、従来の「1年以上2年以下」を「1年以上3年以下」に延長する。社債についても、長期国債と同様に、買入対象の残存期間を延長する。この点、米国はもう少し長いものを買っているとの議論がよくあるが、米国も欧州も日本もそれぞれの国で金融市場の構造が大きく違っている。あくまでも日本の企業の資金調達構造に即して実践的に考えていく必要があり、これは従来から言っていることである。この点、米国の場合には、長期の社債あるいはモーゲージローンの割合が高い。家計の場合、大体 8 割位がモーゲージの借入れで、借入期間は 15~30 年で平均すると 30 年に近いので、そういうところでは 10 年を買うことは大いに意義がある。しかし、日本の場合、3 年以下の貸出が圧倒的に多く、社債の期間も米国と比べてずいぶん短い。従って、実際に活動している企業の資金調達のセグメントで買入れを行っていくことは、日本の金融環境全体からすると有効であると思う。もう金利がここまで低下しているので、追加の下げ余地がそうないことも事実であるが、しかし何がしか残っている下げ余地にわれわれはかけていくということだと思う。それから、買入れのペース、完了の時期については、本年末は 65 兆円程度と従来どおりとし、残りの 5 兆円についての買入れを進めて規模を 70 兆円程度とするのは、2013 年 6 月末を目

途とする。こうした整理で宜しいか。

この政策を打ち出していく時に、多くの論点はこれまでもこの席で繰り返し議論されてきたが、改めて今回の措置は非常に思い切った措置で、2月、3月の措置を取った後、今月もまたこのような措置を取るということで、これは非常に意味の重い措置であると思っている。それだけに、政策の論理と世の中に対する説明は非常に大事だと思う。自分自身議長として、そうした論点について、マーケットに効果的に伝えていくためにももう少し議論したい気持ちはあるが、しかしあまり時間を使って終了時間がずれてしまうと、それ自体が変な憶測を呼ぶことになり本意ではない。そのことも意識しながら、議事運営していきたい。

これまでの会合で皆さんから出てきたことを踏まえながら、幾つかの点を申し上げたい。一つは、効果の波及メカニズムをどう考えるかである。色々な整理の仕方があるが、一つ目は、基金の買入れによって長めの金利あるいはリスク・プレミアムに働きかけて、その低下に伴って経済活動が刺激されるという即物的な効果がある。二つ目は、われわれの標準シナリオに従って景気が回復してくると、実質的なゼロ金利を続けるなどの政策の景気刺激効果がどんどん高まっていく。つまり、同じゼロ金利であっても、景気が良くなってきて収益率が上がってきても、なおゼロ金利を維持していくことになるので、そういう意味での効果が高まっていく。三つ目は、日本銀行が潤沢な資金供給を行うことに伴って、金融市場が安定している。欧州の債務危機の後も、日本の金融市場が欧米対比圧倒的に安定していた訳であるが、こうした安定感を醸し出していくということだと思う。さらに付け加えれば、今、日本全体で様々な成長戦略に取り組もうとしているが、そうしたことが実を結んでくれば、これだけ緩和的な環境なので、そのことが生きてくる。比喻を使えば、オセロの黒が全部白に振り替わってくるような緩和的な環境である。われわれとしてはその環境を使って欲しいと繰り返し言っている。もし、そうした成長戦略の強化の取り組みが実を結んでいけば、オセロの黒玉が全部白玉になっていくということだと思う。勿論、これ自体は少し時間がかかる話だと思うが、そうした効果波

及のメカニズムがあるということだと思う。

それから、マネタイズについて、いつもこうした政策変更をした場合、二つの議論がある。一方で「もっとやれ」という議論と、やった後は「もっとやれ」と言った人も含めて「マネタイズの危険がある」という、今は両方の議論が常に出てくるといふ皮肉な構造になっている。マネタイズの議論について、どのようにわれわれ自身が考えていくべきなのかであるが、私がこれまで記者会見で繰り返し言っていることは、日本銀行の国債の買入れは金融政策の目的実現のために行っている。つまり、デフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路復帰のために行っているということ、これは決して財政ファイナンスを目的としたものではないということである。そうした趣旨を明らかにするとともに、国民や市場の監視を受けやすくするように分別管理も行っているということである。われわれ自身の政策の構えとか、基金の運営の仕方はそうしたことであるが、しかしマーケットからみて確かに日本銀行による国債の買入金額が非常に多額であることは事実である。財政状況が厳しい中、中央銀行によるマネタイゼーションと受け取られると、そもそも金融政策の効果それ自体が損なわれてしまう。われわれ自身は、少しでも長めの金利に働きかけているが、そういう信認が低下すると、長期金利が上がってしまって効果が減殺されてしまう。それから、金融政策の効果というレベルを超えて、そもそも国債を大量に保有している金融機関に損失が発生し、そのことは金融機関による貸出の能力も下げていくため、日本経済に悪影響を与える。そういう意味では、日本銀行自身の政策スタンスは明確であるが、今申し上げたような事態を避けるためにも、現在、政府が取り組もうとしている財政健全化に向けた取り組みをしっかりと進めて欲しいと思う。これは現にもう取り組まれていることではあるが、是非そうして欲しいというのが、われわれがこれまで申し上げたことである。それから、マネタイゼーションという誤解が生まれる一つの理由は、財政の問題もそうであるが、これだけ緩和的な金融環境を活かす形で企業が色々な前向きの行動に取り組んでいない、その背後に色々な成長戦略の取り組みの遅れがあるということである

ので、成長力強化の取り組みを是非政府においても進めて頂きたいと思う。以上がマネタイゼーションに関する話である。

市場とのコミュニケーションについてであるが、2月の会合以降マーケットからは、日本銀行の金融政策が読みにくくなったという批判を受けている。われわれ自身は、政策の論理は説明しているつもりではあるが、しかし残念ながらそういう声があることも事実として受け止めざるを得ない。景気・物価が良い方向に向かっている時に、その回復を確かなものとするという論理で金融緩和をやれば、その論理というのは、景気が悪い時には勿論金融緩和をするが、景気が良くても金融緩和することになる。そうすると、中央銀行の行動が読めない、予測可能性がなくなってくる訳である。そうなると、市場参加者は、本来であれば将来の経済・物価の行く末をみて価格形成をしていくが、そうした経済・物価ではなく中央銀行の行動をみて価格形成していく。要するに、中央銀行頼みの金融市場になってくる訳である。そうなると、何らかのきっかけでマーケットが大きく変わってしまい、却って市場が不安定化し経済に悪影響を及ぼすというのが、批判する人の論理である。その論理自体には十分考えるべき論点がある。われわれとしてモメンタムを大事にして確かなものにしたいということと、一方で、出てきているそういう批判をどのように考えていくのかは難しいと思う。先程、山口副総裁から論点が幾つか出され、全てを議論する時間はないが、この論点だけは議論した方が良かったので申し上げた。皆さんからご意見があればお願いします。

#### 宮尾委員

今の点であるが、市場からの声で私自身が感じている印象は、今回の展望レポートの物価の数字と機械的に結び付けて、2013年度に1%に到達しないので追加緩和するのだという、非常に機械的、硬直的な議論が目立ったと思う。そこは、われわれが色々な機会で伝えているように、そういう機械的な運営ではない。今回追加緩和する訳であるが、われわれの政策思想は、従来どおり見通しをしっかりと点検し、それで上振れリスク、下振れ

リスクを点検して、必要と判断される場合には行っていくのだということである。私の理解では、今見通せる経済・物価のパスでは、下振れリスクも十分に考えられるので、それをできるだけ抑制して、そのパスを確実なものにするという思想で行っているのである。そういう点は、これまでも色々な機会で説明してきたと思うが、改めてこの機会にしっかりと説明するという事なのかなと思う。

#### 山口副総裁

白川議長の整理だと、今マーケットは中央銀行の行動をみながら、あるいはそれを予測しながら価格形成しているということである。ただ、見方を少し変えてみると、日本経済を含め世界経済全体が非常に不確実性の高い状況のもとで、マーケット自身先を読みにくくなっており、イベントが起きるとその分余計に反応しやすい、ということになってきている。マーケットが思惑で動きやすくなっているとも言える。こうした状態は、われわれが如何に言葉を尽くしても、なかなか変えがたいのではないか。それだけに、金融政策当局としてわれわれがマーケットに対しどのように構えているかということ、きちっと伝えていくことの重要性が増してきている。今回のFOMCの後、バーナンキ議長が言われたことと同様、市場の期待とか市場の思惑というものを考えて政策行動を採っていくのではない、日本銀行の言葉に置き換えれば、「物価安定のもとでの持続的な成長」の実現に向けて政策を行っていくということ、常に言い続けていくしかないのではないかと考えている。

#### 西村副総裁

私自身も、ついこの間、その問題について金融経済懇談会で説明した。マーケットそのものが経済を動かしているというよりも、マーケットのさらに先にいる実際に経済を動かしている企業や家計が一番重要なので、それに対しての働きかけこそ本来われわれがすべきことであるし、それについてはきちんとやっていく、その時にわれわれがぶれないことが極めて重

要である。マーケットは何とかしてぶれるようにみせて、そこにある種の色々な裁定の機会を作ろうとするが、そういうことに惑わされずに、われわれは実際に経済活動を行う——価格を付け、物を買う——主体に対してのきちんとした働きかけをしていき、それに対してわれわれの意思を正確に伝えていくということが、今回のこの一連の経済政策の運営の中で私は非常に重要であると感じた次第である。

白川議長

前田調査統計局長が以前翻訳したアラン・ブラインダーの「金融政策の理論と実践」の中で、中央銀行の独立性について書かれている。中央銀行は短期的な利害から独立して長い目で金融政策をやっていく必要があるが、しかし皮肉なことに中央銀行が独立性を得ていく中で、中央銀行が市場を大事にすると、その結果短期的な利害に引っ張られて、結局、本来の目的である短期的な利害から独立するということは必ずしも独立的ではない、という観察を述べていた。そのようになりやすい素地があるということをアラン・ブラインダーが言っていた。先程、山口副総裁が言及されていたバーナンキ議長が一昨日の記者会見で言ったことは、本当にそうだと思う。金融政策の目的は、市場参加者の期待を満足させるために行うのではなく、中央銀行の目的のためにやっているのである。その目的というのは、われわれの言葉で言うと、物価安定のもとでの持続的成長の実現であり、その目的に照らして運営される訳である。従って、日本経済がそうした目的に今向かっているか、そうした軌道に乗っているかが大原則である。そうした原則に照らして判断していくということである。そのうえで、毎回毎回の金融政策の説明がある。振り返ってみると、基金に限ってみても、昨年の3月、8月、10月、今年になって2月、それから今回と矢継ぎ早に基金の増額をやっている。長期国債に限ってみても、大変な買入れの増額をやっている。一方、金融政策の効果波及には長いラグがある。他方、経済に前向きなモメンタムが働き始めている。そういうことを考えると、私自身は金融政策の効果을冷静にじっくりと見極める段階に入ってきている

と思う。今、経済に働き始めている前向きなモメンタムに日本銀行のこうした政策と、何よりも民間企業自身の取り組みと、それを支える色々な政府による環境整備とを何とか前向きに繋げていきたいと思う。

他にないか。それでは、本件については、後程、金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、基本要領の改正案の作成など、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

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。最初に財務省の三谷光男大臣政務官、宜しくお願いする。

### 三谷財務大臣政務官

わが国経済は、緩やかに持ち直しており、先行きについては、持ち直し傾向が確かなものになることが期待されるものの、欧州の政府債務問題の影響等による海外景気の下振れ、原油高、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持っている。

政府としては、社会保障の安定財源確保と財政健全化の同時達成に向け、現在、社会保障と税の一体改革に全力で取り組んでいるところである。先般国会に提出した、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、一体改革関連法案の成立に向け、引き続き全力を尽くしていく。

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申し上げるまでもない。政府としては、デフレ脱却に向け、新成長戦略の実行加速とともに、「日本再生戦略」を年央までに策定し、官民一体となって着実に実行するなど、中長期的に持続的な経済成長に繋げていく必要があると考えている。そのため、現在、「デフレ脱却等経済状況検討会議」や「成長ファイナンス推進会議」をはじめ、関連会議等においても、実行すべき諸施策についての検討を行っている。

本日、新たな金融緩和策が——これから採決をされるが——提案されたことは、こうした政府の取り組みと連携の取れたデフレ脱却に資する対応

として高く評価する。

本日の展望レポートに関する議論でもあったとおり、未だデフレ脱却という状況にはなっていない。日本銀行におかれては、先般示された「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」との方針のもと、引き続き金融政策の姿勢がマーケットに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、積極的かつ、果敢な金融政策運営に取り組んで頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは内閣府の大串博志大臣政務官、宜しくお願いする。

大串内閣府大臣政務官

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続いている。先行きについても、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る。ただし、原油価格の高止まりや欧州政府債務危機の再燃等の景気下振れリスクには、十分な警戒が必要だと思っている。

物価については、このところ下落テンポが緩和してきているが、依然として緩やかなデフレ状況が継続している。過去10年以上の課題であるデフレ脱却に向けて、マクロ経済政策と同時に、わが国経済のデフレを生みやすい構造問題に対処していくという観点から、平成25年度までを念頭に置いて、政府としての経済政策のあり方を検討するため、先般、「デフレ脱却等経済状況検討会議」を立ち上げたところであり、本日夕刻にも第2回会合を開催する予定である。今後も精力的に議論を重ねて、6月を目途に中間的な取り纏めを行い、「日本再生戦略」や平成25年度予算編成プロセス等に反映させていきたいと思う。その中で、政府としても、しっかりと成長戦略を実行していくという態勢を取っていききたいと思うし、

また、社会保障制度を立て直して、財政の健全化の道筋を確かなものとしていくために、社会保障と税の一体改革について、固い決意を持って実行していきたいと思っている。

さて、本日ご議論になった展望レポートにおいては、平成 24 年度の消費者物価上昇率、25 年度の消費者物価上昇率は、それぞれ 0.3%、0.7%と見込まれている。1 月の見通しからは上方修正ということになっているが、当面目指すこととしている 1%にはまだ届いていないという状況にある。この間の 2 月から申しあげていることではあるが、当面のゴールである 1%を早期に実現し、結果を出していくということが極めて重要だと考えている。

そういった中で、本日ご議論、ご提案のなされている一連の金融緩和の強化策については、デフレ脱却に向けた適切なものと評価する。日本銀行におかれては、デフレ脱却と経済活性化に向けた政府の取り組みと歩調を合わせ、引き続き柔軟かつ果敢な金融政策運営をお願いしたいと思う。以上である。

## V. 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、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、及び以上に関する記述を含めた対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針の議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、対外公表文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、まず一枚紙からである。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を

下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

その次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件」というのがある。「案件。金融緩和を一段と強化し、これを通じて、物価安定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとする観点から、下記の諸措置を講ずること」ということであって、この「記」の下には、各種の基本要領あるいは業務方法書について改正する部分についての記述がある。具体的にご覧頂くと、別紙1は「資産買入等の基金運営基本要領」であるが、この中で買入残高の総額を40兆円程度、貸付残高の総額を30兆円程度を上限とする、というように変える。その次の中身であるが、イ、利付国債について、これまで19兆円程度となっていたのを29兆円程度にするということである。それから、ホ、がETFであるが、2,000億円の増額ということであるので、1.4兆円程度から1.6兆円程度である。へ、がJ-REITであって、0.11兆円程度から100億円増額して0.12兆円程度である。

別紙2であるが、買入対象について、今回は残存年限に関するご議論があったのでここを改める。「残存期間が1年以上2年以下の2年債ならびに同1年以上3年以下の5年債、10年債および20年債」ということで、「1年以上3年以下」というのを追加して、5年、10年、20年債については3年以下のものを買うという形に改める。

別紙4は業務方法書である。こちらは今の改定に準じて、算用数字と漢数字の違いはあるが、基本的に同じように金額の部分をもとに改定し、その下では「三年以下の銘柄に限る」と、残存年限を変更している。

別紙5は、ETF及びJ-REITに関する上限金額の変更である。また、ETF、J-REITについては財務大臣に対して認可を申請するので、その認可申請書案が別紙6であって、金額の改定がある。さらに別紙7が金融庁長官への認可申請書案で、これも同様に金額の改定である。このペーパーは以上である。

以上を踏まえて、最後に公表文についての説明をする。「2012年4月27日。日本銀行。金融緩和の強化について。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、資産買入等の基金につき、以下の決定を行った（全員一致または賛成○反対○）。（1）資産買入等の基金を65兆円程度から70兆円程度に5兆円程度増額する。その内訳は次のとおりとする」。注が付いていて、「基金の全体像については別紙参照」、別紙は後程ご覧頂く。「①長期国債の買入れを10兆円程度増額する。②指数連動型上場投資信託受益権（ETF）の買入れを2千億円程度、不動産投資法人投資口（J-REIT）の買入れを百億円程度、それぞれ増額する。③期間6か月の固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションについては、応札額が未達となるケースが発生している状況を勘案し、5兆円程度減額する。（2）買入れ対象とする長期国債の残存期間については、今回の増額分を含めて多額の買入れを円滑に進め、長めの金利へ効果的に働きかける観点から、従来の「1年以上2年以下」を「1年以上3年以下」に延長する。社債についても、長期国債と同様に、買入れ対象の残存期間を延長する。（3）基金の70兆円程度への増額は2013年6月末を目途に完了する。なお、本年末時点における基金の規模は従来通り65兆円程度とする」。以上が今回の基金の改定に関する内容である。「2. 次回金融政策決定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」ことを決定した（全員一致）」。

それから3. であるが、「海外経済をみると」というところでは、今回の現状判断を書いている。「欧州債務問題が金融市場に大きな混乱をもたらすリスクは低下し、米国経済も緩やかに回復している。こうしたもとの、わが国の経済は、なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」。この後は先行きである。「経済の先行きについては、本日公表の展望レポートで点検したとおり、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」。この後、物価の先行きで

あるが、「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善を反映して、展望レポートの見通し期間後半にかけて0%台後半となり、その後、当面の「中長期的な物価安定の目途」である1%に遠からず達する可能性が高い。やや長い目でみれば、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復する蓋然性は高いと考えられる」ということである。4. が金融政策であって、「日本銀行は、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、強力な金融緩和を推進している。こうした日本銀行の政策は、長めの金利およびリスクプレミアムの低下や、金融市場の安定等を通じて、経済活動を支えている。また、実質的なゼロ金利政策等の推進は、景気の改善につれてその効果が強まっていくと考えられる。本日決定した金融緩和の一段の強化は、これまでの措置の累積的な効果と併せ、日本経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復することを、さらに確実なものにすると期待している。5. 上記の強力な金融緩和の推進に当たり、日本銀行は、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かどうかを確認していく。わが国の財政状況が厳しく、そのもとで日本銀行が強力な金融緩和を推進していることを踏まえると、財政の持続可能性に対する市場の信認をしっかりと確保することが、金融政策の効果浸透や、金融システムの安定および経済の持続的な成長にとって、きわめて重要である」ということである。

最後は成長関係であるが、「6. デフレからの脱却には、急速な高齢化のもとでの趨勢的な成長率の低下という、長期的・構造的な課題への取り組みが不可欠である。こうした課題を克服し、新たな経済成長の基礎を築いていくためには、民間企業が付加価値の創造力を高め、外需の取り込みや内需の掘り起こしを進める必要がある。また、このような企業の前向きな活動を支えていくために、政府が環境整備に努めることや、民間金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを行うことも重要である。このように、民間企業、金融機関、政府、日本銀行がそれぞれの役割に即して取り組みを続けていくことによって、デフレ脱却は実現していく。以上」である。

別紙が付けてあって、今回決定した内容の買入額の内訳を全体像として纏めている。特徴点は「今回変更後の規模」というところで、二つ書いてある左側が一応本年末までにはこれだけ買っていくということである。そこで変更があるのは長期国債で、そのさらに左側の列の「従来の規模」が現行であるが、この 19 兆円を本年末までには 24 兆円買っていくことになる。その代わりに、一番下の固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションは、期間 6 か月の「従来の規模」15 兆円が今回の変更により本年末までに 10 兆円に減るということで、トータル 65 兆円は変わらない。その右側の列が来年 6 月末までに買う額であって、総額は 70 兆円程度、内訳としてそこで増えるのは長期国債で、29 兆円である。ちなみに、E T F 及び J - R E I T については 12 月末までに今回増額した分を買うということで、その部分がそれぞれ 1.6、0.12 と増えている。一番右側の増減幅については、完了した最後の規模と従来の規模の B - A ということで示している。以上である。

白川議長

この「金融緩和の強化について」というステートメントであるが、ご意見はあるか。先程の展望レポートの議論とも関連して、それから先程の鉱工業生産にも関連するが、1 頁の 3.、「わが国の経済は、なお横ばい圏内にあるが、前向きの経済活動に広がりが見られるなど、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」との表現については如何か。それ以外の箇所については如何か。

特にないということであれば、ここで金融市場調節方針に関する採決をお願いしたいと思う。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]

3 本議案があるが、最初に金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

金融市場調節方針である。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則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、先程の金融市場調節方針及び「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する件の採決の結果を含め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る。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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

白川議長

次に、展望レポートの方に移りたいと思う。委員方には成長率や物価上昇率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

門間企画局長

それでは、ただ今改めて集計した結果を申し上げたいと思う。朝方お配りした展望レポートの文案の 16 頁で、上の大勢見通しのところで二か所、それから下の全員見通しのところで一か所変更がある。まず上の大勢見通しの表であるが、国内企業物価指数の 2012 年度であるが、現在中央値が +0.5 となっているが、ここが +0.6 に上がる。レンジは変わらない。それからその右の消費者物価指数であるが、こちらはレンジの上限が変わる。+0.1～+0.4 となって上限が 0.1 上がる。中央値の変更はない。それから最後に下の全員見通しの表であるが、2013 年度の消費者物価指数のレ

ンジの上限が変わって、現在の+0.4～+0.7が+0.4～+0.8に上限が0.1上がる。以上三点が変更点である。先程のご議論を踏まえると、文章については特に変更は必要ないと考えている。

白川議長

変更後の数字を記載した紙は配付せず、今の報告だけであるな。数字については皆さんクリアということで宜しいか。

それでは、展望レポートの基本的見解について、先程基本的には皆さんご異論はないということであったが、改めてないということによいか。それでは、展望レポートの基本的見解に関する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

展望レポートの基本的見解である。採決の結果は賛成7、全員一致である。

白川議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 4 月 28 日土曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しくお願ひする。展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

## VII. 議事要旨（4 月 9、10 日開催分）の承認

白川議長

最後に、4 月 9、10 日に開催された会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案についてはご異議はないか。ないようであれば、議事要旨の議決に入る。

[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 5 月 7 日月曜日 8 時 50 分に对外公表の予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、5 月 22、23 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 12 時 46 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 46 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 41 分閉会)

以 上