

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2012年5月22日（14:00～16:25）

5月23日（9:00～11:32）

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（22日）
	藤田幸久	財務副大臣（23日）
内閣府	松山健士	内閣府審議官（22日）
	石田勝之	内閣府副大臣（23日）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行（22日）
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
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
企画局企画役	川本卓司
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。議事進行であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に 4 月 27 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、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】に沿ってご説明申し上げます。まず概況であるが、国際金融資本市場においては、ギリシャのユーロ圏離脱が取り沙汰されるなど欧州情勢に対する警戒感が再び高まるもとでセンチメントがじわじわと悪化している。確かに投資家の不安心理を表す VIX は、昨日は若干低下しているが、これまで上昇しつつある。とはいえ、

危険水域にはまだ距離があり、昨年後半に比べると市場の緊張度はまだ低いと言えると思う。ただ、このところ予想を下回る米国の経済指標が少なくないということも加わって、市場ではリスク回避の動きが広がっており、株価が世界的に軟調となるとともに、米、独、日の国債金利が一段と低下しているほか、為替市場ではユーロ安とドル高、円高が進み、欧米では社債スプレッドもやや拡大しつつある。この間、主要中銀のドルオペやECBの無制限オペなどにより安定を保っている外貨資金市場においても、ドルLIBORの下げ止まりが明確になってきているほか、長めのドル転におけるドルプレミアムが拡大するなど、部分的ながら緊張が高まる兆しがみられている。国内市場においては、強力な金融緩和の効果に国際的なリスク回避の影響が加わる形で市場金利全般に低下圧力が強まっており、こうした中で一部にはイールドやトレーディング収益を求めて、より長期の国債への投資姿勢を強める動きもみられている。国債の金利は、水準を切り下げて推移しており、本行の国債買入れや資金供給のオペレーションでは、札割れのケースが増えつつある。

図表 2-1 の外貨資金市場だが、ドルやユーロの資金市場は引き続き落ち着いている。ただし、(1) のドルLIBORについては、米欧金融機関格下げの可能性が意識されることもあって下げ止まっているほか、図表 2-2 (3) にあるように先行き半年から 1 年のドル資金先物レートがここへきて上昇に転ずるなど、欧州情勢等を受けて緊張が高まる兆しもみられ始めている。同様の兆しは、(4) や (5) の長めのドル転市場、いわゆるベシススワップでもみられており、1、3 年などの長めのドル調達プレミアムはここへきて上昇が目立っている。

次に、図表 2-4 (2) の海外の長期金利をご覧頂くと、ギリシャのほかスペイン、イタリアの国債利回りが大幅に上昇する一方で、ここにある米国やドイツ、ここにはないがイギリスも含めて、逆に長期金利が大きく低下している。米国の場合、リーマン危機後に大量発行された政府保証付金融機関債の償還資金が国債に流入しているという側面もあるようだが、長期金利が既往ボトムを更新したドイツやイギリスでは、欧州のリアル・マ

ネー勢が逃避資金を実質マイナスのリターンとなっているブンズやギルツに振り向けていると指摘されている。こうした動きは債券トレーダーの間でペイントレードと揶揄されている。この間、(1) のわが国長期金利も4月下旬の追加緩和を受けて、中期ゾーンの利回りに低下圧力がかかっている。また、米国の長期金利が大きく低下する中で、一部の都銀が長期ゾーンに買いを入れていることもあり、10年債の利回りは一時0.825%まで低下した。足許で金利は幾分上昇しているが、本格的に反転するには、欧州情勢が大きく好転するとか、米国の雇用統計が劇的に改善するなどのトリガーが必要で、現状ではそうしたことが見込みがたいという見方が多いようである。図表2-7(2)の短国の流通レートは、引き続き1年までの全ゾーンが0.1%だが、最近の発行落札レートから窺われるように、業者は内外投資家の強い短国需要を眺め0.1%割れでも玉確保に向かうという姿勢で、流通市場でも0.09%台の取引が散見されている。図表2-8(2)のCP市場だが、一部電機メーカーで引き続き発行レートの上昇がみられるが、基金のCP買入れが続くもとで、全体として落ち着いている。

次に、図表2-10(2)、(3)で海外のクレジット市場をみると、欧米の社債流通市場では、欧州情勢を巡る不透明感の高まりを背景に欧州周縁国の金融セクターを中心にスプレッドが拡大している。この間、発行市場では、スペインの銀行部門への懸念が高まる中で、さすがに周縁国の金融機関による起債はみられていない。一方、(1)の国内社債市場は、一部電力銘柄のスプレッドには拡大圧力がかかっているが、全体としてはタイトな需給環境のもとで、流通スプレッドは低位で安定している。発行市場についても、連休明け後に起債案件がみられており、良好な地合いが続いている。図表2-12のコーポレートのCDSプレミアムだが、欧米につれて日本でも拡大している。電力等のプレミアム拡大も背景の一部となっている。

図表2-13の株価は、投資家のリスク回避姿勢が強まるもとで、(3)の欧州は、ギリシャ、スペインはもとよりコア国においても程度の差こそあれ下落している。また、予想を上回る企業業績に支えられた(2)の米国株式も、最近では金融業を中心に企業決算の弱さが認識されたということも

あって、値下がりが目立っている。(1) のわが国の株価だが、軟調な欧米株につれて、一頃に比べ為替が幾分円高気味で推移していることを嫌気した海外勢による売りを主因に、米国比大きめの下落となっている。市場からは、海外短期筋に加え国内証券会社や保険会社などでも下落リスクをヘッジするプットオプションへの需要が高まりつつあるとして、先行きの日本株の弱さを警戒する声が聞かれている。図表 2-14 の (1) をご覧頂くと分かるように、P E R が大きく低下し、ここにはないが P B R が 1 倍を割り込む中でも市場では株価の自律反発を見込む声あまり聞かれていない。図表 2-15 の東証 R E I T 指数は、株価が軟調に推移するもとで下落している。直近では少し反転しているが、基本的には下落と言って良いと思う。もっとも市場参加者からは、これまで積極的な買いを入れていた海外投資家の動きは弱まっているものの、今のところ売却の動きも限定的であるという声が聞かれているほか、950 ポイントを下回る水準では割安感が意識され、2 月以降の上昇局面で買い遅れた海外投資家の買いが始める可能性があるという指摘も聞かれている。

図表 2-17 (2) では、為替市場ではグローバルなセンチメントの悪化を受けてドルと円が買われやすく、ユーロやここにはないが資源国・新興国の通貨が幅広く下落する展開となっている。こうした中で、(1) のドル／円相場は、本邦輸出企業が 2~3 月の円安局面でドル売り予約を進捗させていたということや輸入企業のドル買いが増えているということから、実需面の円高圧力は大きくないものの、米国の経済指標の予想比下振れを材料に海外勢が円買いを進めたことから、直近では 79 円台前半での推移となっている。もっともこうしたもとでも、図表 2-18 (2) のドル／円のリスク・リバーサルは概ねニュートラルから小幅のドルコール超で推移しているほか、(3) の I M M ポジションをみても円は引き続きショート超を維持しており、市場参加者はドル／円相場の先行きについて、現状から幾分円安方向にベットしている様子が窺われる。この背景として、日銀の金融緩和が今後も継続するという期待が維持されるもとで、78 円台の水準では、為替介入も相応に意識されているといった指摘が聞かれている。

次に図表 2-20 (3) のコモディティだが、米国や中国の経済指標の予想比下振れや欧州情勢への懸念を背景とした投資家のセンチメント悪化から、このところ弱めの動きが目立っている。

ここで図表 1-1 の金融調節の実績をご覧頂きたい。当座預金残高は 4 月 19 日に 39.5 兆円まで増加した後、資金需給が季節的に不足方向に転ずるもとで緩やかな減少傾向にあり、昨日の国債発行に伴い足許では 30 兆円をやや割り込む水準となっている。先行き 6 月上旬の税揚げまでは資金不足基調が続くことから、当座預金残高は当面一頃よりは幾分低めの 30 兆円前後の水準で推移する見通しである。もっとも、当座預金残高はなお高い水準にあり、無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.07% 台後半から 0.08% 台で推移した。この間、図表 1-2 の短期金利の推移であるが、G C レポ・レートは概ね 0.10~0.105% で推移している。4 月下旬の国債決済期間短縮化の影響はこれまでのところ特にみられていないが、この先、当座預金が減少していく過程で地合いが変わらないか、注意してみていきたいと思っている。

図表 1-5 で最近のオペ結果をご覧頂くと、短期金融市場が落ち着いた地合いで推移しているもとで、金利入札オペは実施していない。「資金供給オペ」は、通常分の国債買入れだが、引き続き月 1.8 兆円のペースで実施しているが、5 月 18 日に実施した残存 1 年以下の買入れでは、3,100 億円のオファーに対して応札が 1,700 億円強にとどまり、国債買入オペとしてはゾーン別買入導入後初めての札割れとなった。先週以降、市場金利全般が大幅に低下するもとで、残存期間が 1 年超 10 年以下など 1 年以下以外のゾーンでは、特に大きな変化はみられていない。次に資産買入等基金の固定金利オペについては、応札倍率の低下が続いている。前回会合において、残高目標が 5 兆円減額された 6 か月物については、従来通り 8,000 億円でオファーして札割れ見合いの減額を進めている。応札額は、3,000 億円前後にとどまっており、このペースでいくと、減額後の目標には 8 月頃に到達する計算である。3 か月物についても資金余剰感が強く、レポ・レートも安定的に推移するもとで、応札倍率は 1.1 倍台にまで低下してい

る。次の基金による短国買入れでは、5月8日分の応札額はオファー額の5%と過去最大の札割れとなったが、6か月物の短国発行直後に行った5月15日分については、応札倍率が1倍を超えた。今後もオペのタイミング等で工夫していきたいと思っている。それから、基金による長期国債の買入れだが、前回会合で残高目標が10兆円引き上げられたことを受け、1回当たりの買入額を5,000億円から7,000億円に引き上げるとともに、長めのゾーンに応札が集中するのを避けるために、残存期間を1年以上2年以下と2年超3年以下に分けて実施している。これまでの2回のオペでは、残存期間別の買入額を1~2年で6,000億円、2~3年で1,000億円とした。残存2~3年については、2回とも旺盛な需要がみられ、応札倍率が6倍を超えた。この間、残存1~2年分については、従来3~4倍の応札倍率で推移していたが、5月1日オファー分で2.38倍となった後、5月16日オファー分では札割れとなった。この5月16日オファー分は、新発2年債の発行直後のオファーであったので、応札が集まりやすいとみられていたが、当日は朝から2年債の金利が0.1%を下回る水準となったことから、これを眺めて応札を見送った先があったものと思われる。残存2~3年についても落札決定レートが0.11%まで低下しており、短めの長期金利の動向が国債買入オペの応札スタンスに与える影響を注視していこうと思っている。それから、基金による社債買入れだが、買入対象が3年以下に延長されて初めての実施であったが、2,000億円のオファーに対し、応札額は過去最高の6,000億円弱に達した。ただし、1社当たりの買入上限に抵触する銘柄があったため、実際の買入額は1,500億円強にとどまった。このうち、約9割が今回新たに対象となった残存2~3年の銘柄が占めた。平均落札レートや落札決定レートは、これまでの0.10%台から大幅に上昇した。落札レートの大幅な上昇については、比較的クレジット・スプレッドの大きい特定銘柄が持ち込まれたことが大きく影響している。それから、基金によるCP買入れだが、3月末にかけて減少した発行残高の復元が進む局面にあるということ踏まえ、今月は月3回のペースで実施している。引き続き安定的な需要がみられているが、5月16日実施分については、

5,000 億円近い応札がみられたものの、社債と同様、1 回 1 社当たりの買入上限に抵触する銘柄があったため、最終的な買入額は 2,200 億円弱にとどまった。ETF と J-REIT の買入れは、表のとおりである。こうした買入等の結果、資産買入等基金の残高は 5 月 21 日現在で 51 兆円強となっている。米ドル資金供給オペについては、実質応札ゼロの状況が続いている。なお、ECB 実施分についてもこれまでのところ残高はゆっくり減少しており、2~3 月のピークの 1/3 の 260 億ドルとなっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

欧州と米国の社債発行額をみると、1~3 月は結構大きかったと思うのだが 4 月から急に減っている。欧州の場合は、周縁国を除いても激減している。4 月は季節的に減っている気がするが、そういう季節性だけではなく、今の欧州問題で少し発行が難しくなってきた減っているのか、あるいは何か他に理由があるのか。同じようなパターンが米国でもみられている——米国も 4 月は普通は減る——が、季節性以外の欧州の問題が影響しているのか、教えて頂きたい。

青木金融市場局長

私共の理解は、欧州の問題が大きく出ているということである。金融機関の社債が中心だと思うが、直近では、米国においても株価が下がり始めており、一般の企業業績についても一時は予想を上回るということで大分囃し立てていた訳だが、よくみると実はそんなに良い訳ではないということが段々分かってきている。基本的には、社債の発行は、季節性だけではなくこういう欧州情勢あるいは米国の景気を反映して発行が増えにくい状態にあると思う。



要のバランスが今後ずっと続くとは思わないが、例えば次回こういうことが続くとしたら、1～2年の方を多少減らして2～3年のものを増やすことで取れるだけ取るというようなことは、工夫としてはあり得るだろうと考えている。ただ、そうやって増やした時に、元に戻せなくなるというのは少し困ったことで、例えば2年債の発行直後は2年債が取れるので、2年債のウェイトを高めてがつがつ取りに行きたいと思うので、その時々でバランスを工夫していくということだろうと思っている。

白川議長

ベシススワップのレートが上がってきているということだが、これはレートだけが上がっているという感じなのか。あるいは量もついてきてレートも上がっているのか。その辺は、どんな感じか。

青木金融市場局長

円を出してドルを取るという円投の取引については、勿論、取引がゼロという訳ではないが、少なくともこれはレートだけが上がっているという感じだと思う。邦銀などは前倒しでドル調達を進めてきているので、今多少レートが上がってきてもこのレートで沢山取らされているということではないというように聞いている。

白川議長

日本では、情報が取りにくいかもしれないが、ユーロ投はどうか。

青木金融市場局長

ユーロ投の方は、手応えのある形の情報は無いのだが、こちらもドル調達についてはバックストップがあるので、これで沢山取られているというようにはみられていない。

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の現状評価についてご報告申し上げます。まず、初めに前回会合以降の全体観について一言申し上げたいと思う。米国については、この間、緩やかに回復しているという評価に変更はない。ユーロエリアについては、1～3月の実質GDPが、前期比のマイナス成長から僅か年率+0.1%ということであるがゼロ成長まで戻った。しかしながら、PMIをみても先行き伸び悩むことが示唆されているために、評価としては停滞しているとの評価にとどめている。一方、中国経済については、なお高めの成長を続けていることに変わりはない。しかしながら、4月分のハードデータをみる限り、耐久財消費、不動産投資の増勢鈍化が続いている。成長のモメンタムが上向くには、今暫く時間を要すると考えている。その他の新興国については、NIEs・ASEAN経済が堅調な内需を受けて1～3月の実質GDPは伸びを高めている。もっとも、期待の輸出の回復テンポについては、緩やかな状況である。持ち直しのモメンタムに今一つ弾みにつかない状況が続いている。このように世界経済は、改善の動きはみられつつも、なお減速局面を脱していないという総合判断である。こうした中で、ギリシャ情勢の混迷、スペインにおける金融システム不安の再燃など、欧州債務問題を巡って一部でやや不安定な動きもみられる。世界経済の先行きに対する根強い不透明感も加わる形で主要な株価インデックスが大幅に下落しているのは、ご承知のとおりである。もっとも今のところ、青木金融市場局長からもあったが、米、欧、日の国債金利の低下にみられるようなフライト・トゥ・クオリティの動きは顕著ではあるが、リ

スク資産への資金フローが必ずしも途絶えている訳ではないとみている。注意は必要ではあるが、そういう状況だということである。

それでは、まずPMIからチェックしたいと思う。資料-3（参考計表）【追加】、図表1（1）のグローバルPMIをみると、昨年11月を底にした生産の緩やかな改善基調は今回も続いている。国、地域別にみると、（2）の米国、（5）の中国、（4）の新興国で受注・在庫バランスは改善している。生産PMIも緩やかに増加をしている。勿論、（3）のユーロエリアについては、受注・在庫バランスが悪化し、生産PMIも減少している。域内内需の弱さがその背景であることは明らかである。（5）の中国については、このところPMIとハードデータの実績で幾分乖離が生じている。以前、一度ご紹介したが、HSBCのPMIをみるとまだ50を下回る低迷状態が続いており、中小企業等のウェイトが高い方の計数は今一つ、力不足ということであるので、ここでお示しした大企業中心のPMIは改善しているが、幾分割り引いてみておく必要があるかと思っている。

図表2で米国経済の動きをご説明する。（1）の個人消費だが、3月までのデータは堅調に増加を続けている。内訳をみると、好調な自動車販売を反映し、耐久財が引き続き高めの伸びを維持している。この他、外食、宿泊などサービス消費も増加している。さらに、4月分について、（2）の小売売上高と自動車販売をみると、小売の方は、これまで高めの伸びの反動から幾分増勢は鈍化しているが、増加基調は維持している。また、自動車販売も保有ストックの経年劣化に伴う買い替え需要の顕在化に加えて、緩和的な金融環境も下支えとなる形で高めの水準を維持している。（3）の消費者コンフィデンスは、今次回復局面のピーク圏内で推移している姿がみと取れる。背景は、主に二つあると思っている。一つ目は、緩やかな雇用の改善が続いているということ。（4）の雇用環境の足許をみても家計の雇用に対する認識は良い状態が保たれていると言って良いと思う。二つ目は、原油市況の下落を受けて、ガソリンなどエネルギー価格が徐々に下落し、総合ベースのインフレ率が低下していること。この二つの要因がコンフィデンスを支えているとみて良いと思う。ただし、目先については、欧州情

勢を受けた株価下落のマインドに与える影響については、注意が必要だと思われる。さらには、年後半以降は、再三申し上げているが、フィスカルクリフ、財政再建問題が再び焦点となる可能性もある。(6)で政策に対する家計の信頼度をみると、今のところ、政策評価は高めで推移しているが、これが今後どこまで安定的に推移するかということは、フィスカルクリフの問題と絡めて注意してみていく必要があると思っている。

次に図表3の欧州経済である。GDPは、1~3月にはドイツが改善する一方、スペイン、イタリアなど周縁国の低迷が続き、両極の中で伸び率はゼロ近傍にとどまっているという形である。ユーロエリア経済を押し上げた要素としては、域外の輸出の持ち直しがある。(2)をみて頂くと、輸出で持ち直しの動きが続いている。生産もまだ水面下で減少しているが、減少ペースは緩やかになっている。こうした外需の押し上げは、(3)ドイツ投資財受注をみるとより明らかとなる。ユーロ域外からの受注は改善傾向だが、対照的に周縁国経済が足枷になっており、国内はその間といった形になっている。一方、(4)の建設投資は不調である。厳しいクレジット環境が続くもとで、厳冬による一時的なショックも加わる形で周縁国を中心に建設投資が冷え込んでいるという状況である。(5)ユーロエリアの新車販売をみても冴えない動きが続いている。それから、(6)の失業率は、両極分解し、ドイツは東西統一後の最低水準で推移している一方、周縁国では上昇傾向がさらに進んでいる。先行き、域外輸出が持ち直すとしても、周縁国経済の低迷からユーロ経済全体としては、当面停滞した状態が続かざるを得ないとみている。そうしたもとで、足許の欧州の政治情勢を巡る不透明感、ギリシャについては不安定化がさらに一段と深まっている。欧州債務危機の再燃を契機に、ユーロエリア経済が大きく下振れする可能性は引き続き十分に留意する必要があると思っている。金融市場について、多少触れたいと思う。図表4-2(2)欧州周縁国の対独スプレッドの期間構造をご覧頂きたい。ギリシャは、緊縮財政反対の台頭を受けて、対独スプレッドが10年ゾーンで右端が飛び跳ねているが、僅か1週間で1,000bp拡大している。スペインでも、金融システム不安の再燃から相応にスプ

レッドが拡大している。ポルトガルも似たような動きである。ただし、イタリアは、昨日少し開いたがそれほどでもない。基本となっているドイツ国債が相当低金利となっている状況からすると、フランスは随分追いかけているということだと思う。拡大圧力は、フランス、イタリアについては比較的抑制されていると思う。市場では選別色を強める中で、リスクの変化に応じてリプライシングを行う動きをしているとみて宜しいかと思う。

図表 5-1 の新興国経済について申し上げる。まず、中国経済は、全体として高めの成長を続けているが、民間不動産投資が減速している。図表 5-1 (1) の生産は、民間不動産投資の減速を映じて、鉄鋼・非鉄金属などが鈍化しているほか、電力生産の増加ペースもやや大きめに鈍化している。(2) の輸入は、建設材の需要伸び悩みもあって、銅、鉄鉱石など原材料を中心にはっきりと減少している。(3) の固定資産投資も、なお高めの伸びを維持しているが、不動産を中心に増勢鈍化がみられる。公共インフラ関連の伸び悩みに加えて、民間不動産投資の減速が増勢鈍化の主たる要因となっている。(4) の住宅販売額をみても、不動産取引抑制策が継続されていることから、全体として低迷した状態が続いている。このように中国全体にとって、不動産投資が回復のボトルネックになっているが、冴えない材料ばかりではない。例えば、(5) の交易利得は、国際商品市況が軟調に推移する中で改善傾向を辿っているし、(6) 貸出金利も低下している。こうした動きは、企業の投資活動を今後下支えすると期待できるところである。次に、図表 5-2 で消費動向をみたいと思う。(1) の小売売上をみて頂くと、なお高めの伸びながら家電、家具類などの耐久財消費を中心に増勢が鈍化している。耐久財消費の増勢鈍化には、補助金制度見直しが下押し作用になっているほか、住宅販売の伸び悩みに伴う消費財需要の低迷が幾分寄与していると考えられる。もっとも(2) の所得面をみると、高めの伸びを続けている。それから、(3) のインフレ率の鈍化傾向といったこともプラス材料と言えるかと思う。今後の中国経済については、幾分鈍化しつつも雇用・所得環境の改善など高めの成長を維持する基本的なメカ

ニズムは、未だ顕在と考えている。不動産取引抑制策を受けた不動産投資の増勢鈍化がやや顕著になっている部分もあるが、目先は交易利得の改善、物価下落による購買力改善、さらには金融緩和、場合によっては財政面での政策効果といったことが下支えする形となって、成長のモメンタムを取り戻していくということ、標準シナリオとして引き続き持っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表5-1(4)をみると、中国の住宅の販売額が、中部地域などでもかなり下落しており、中国全土でみると、不動産市場が停滞していることは間違いないと思う。ただ、色々な意味で中国では全体を捉えるのが難しいところがあって、例えば70都市の中でも23都市位はまだ上昇しているし、中西部などに行くと、確かに住宅価格は下がっているが場所によるということである。中部地域でも都心の元々価格が高いところでは今売買が成り立っていないが、なぜかと言うと、買い手の方は安くなるのを待って買い控えをし、資金力のある不動産会社の方は需要が強いのが分かっているので高くなるのを待っていたり、規制緩和がされるのを待つということで、高い地域では取引が成立しない。成立するのはどこかと言うと、郊外であり、どちらかと言うと中小の不動産会社で資金が足りない人達がディスカウントしてでも売ると言うことで、そういうところで価格が下がっている。価格が下がっているから中西部などでも不動産市況が非常に悪いかと言うと必ずしもそうでもないという話も聞く。全体としては多分悪いと思うが、中部、西部は意外と堅調な面もあるという話も聞いているので、なかなか捉えがたいと思う。

## 大野国際局長

白井委員がおっしゃるように住宅価格の見方は非常に難しいと思う。全体としては、 $-0.5\%$ とか $-1\%$ なのだが、ばらつきが非常に大きい。一つは、白井委員がおっしゃったように、中西部と東部との間の開きが大きいということがある。ハイエنزの物件、中心街の物件、それから郊外の物件についてもかなりばらつきがある。おっしゃったように、大手業者で資金が潤沢にあるところでは、まだ耐えることができ、待つゆとりがある。一方で、中小等については、一部で経営破綻みたいなものが出てきているので、限界的なところについては、不動産投資は少しきつい状況になっている。ただし、それは昨年の中頃からの政府の施策の効果が出ているということであるので、手綱の締め過ぎかどうかといったところを注意しておく状況ではないかと思っている。

## 森本委員

その中国に絡んで、最初のPMIのところでは4月のハードデータと少し乖離がみられるという話があった。4月のハードデータで工業生産とか輸出の数字が結構悪かったが、PMIは大企業では相変わらず50を超えているし、HSBCも50を切っているという話だったが、3月の48.3から4月49.3と徐々に改善してきている。4月の生産関係等のハードデータ自身が、あまり思わしくないような気がするが、もう少し何かコメントがあれば、教えて頂きたい。

もう一点は、原油価格の先行きだが、4月の展望レポートの時に比べて、実体経済はアメリカもヨーロッパもあまり変わっておらず、中国は減速がやや長引き、そういうことからすると実需自身はそれほど変わっていないと思うので、投機が剥落しているというところが大きいのではないかと思う。そういう中で今度原油が上がってきた場合には、この前のG8などでも話が出ていたが、備蓄放出とかそういった対策が打たれることもあるといった要因を考えると、先行きも今のこういった状態が暫く続くのかどうか、その辺について国際局の見方はどうか。展望レポートの時より少し下

方に修正されていると思うが、その辺についての国際局の見方を教えて頂きたい。

大野国際局長

まず、中国のハードデータだが、私共がみていたパスからすると、輸出と生産は気持ち弱めである。正直に言ってそのようにみている。ただし、全体の経済のパスとしてどうかと言うと、GDP統計がどの位正確かという話は別として、8%の前半位、8~8.5%位の少しスローダウンの成長という国際局のパスからすると、幅としては、下限のところを生産とか輸出が辿っているかなという感じである。

森本委員

将来上がっていく兆しがPMIのこの辺にも出ているというような捉え方で良いのか。

大野国際局長

兆しが出て欲しいという感じである。元々、年後半位からは成長ペースを少し上げていくという見方をお示ししていたが、この中で言えば政策効果のようなものが出てくるだろうし、中国の当局者からみても今の足許の弱さは相当気になっていると思う。先週は、温家宝首相が地方に巡視してわざわざそこで座談会を開き、安定成長重視ということを確認に言っているし、そういった中で中国当局の中でも、人民銀行の金融政策について、少し遅いのではないかという意見も出てきているということである。そういった中で例のエコポイントについても、図表5-2(4)に入れているが、1年間で265億元と大規模な玉が既に出てきているので、中国の当局者もわれわれと同様、足許の景気回復の弱さについては気になって実際の政策的な施策に着手している、アクセルに少し足を乗せているという状況であるので、もう数か月位で景気の加速というか回復が出てきて欲しいと思っている。それから、もう一つの原油価格であるが、国際局では幅を持って

大体3か月に一度定点チェックしているが、当面は横ばい位の中で世界経済全体の回復につれて緩やかに上がっていくという想定であったので、足許については少し下がっているが、物凄く意外かと言うとそうではなくて、経済全体の減速感が少し強い部分が石油価格に出ているということがあると思う。それから、資金フローというか投資家のアペタイトということと言うと、全体としてはリスクオン、リスクオフを繰り返す中で、フライト・トゥ・クオリティの動きが全体としては強い局面があって、原油市場に入っていた余剰的な資金が抜けている部分で、少しきつめに落ちているということはあると思う。従って、われわれの経済の標準シナリオに復していくということであれば、今よりはもう少し原油価格が戻ってもおかしくはないと思う。ただ、3か月位前の状況は、地政学リスクの問題もあって少し割高であったという部分があるのではないか。そういう感覚でみている。

#### 西村副総裁

今の点で、私の個人的なソースによれば、中国の場合、鉄鉱石などは少し動きが出ているようである。それからもう一つは、上海などでは、昔は80位売れていたところが暫く前までは3位しか売れなかったのが、最近では10位売れるようになったというような話がある。やはり相当大的なテコ入れをしているようである。問題は、実体が伴っていくのかというところである。その点は、明日議論したいと思うが、昔みたいに蓋を開けるとざっと出てくるというようなことに本当になっているのかどうかは、これから十分に検討しなければならないと思っている。

原油に関しては、これも明日話をしようかと思っていたが、P6+1——パーティー・オブ・シックス・プラス・ワン——というものがイスタンブールで開催されているが、あの協議がある間は多分両方とも手を出せない形になるので、そうすると地政学リスクはかなりの程度下がるが、エネルギーの専門家では、年の後半になってくるとかなり緊張が高まる可能性が高いとみている人が多い。

#### 森本委員

ヨーロッパ情勢に引っ張られて北海ブレントなどは弱いだろうから、そういう見方が多いのか。

#### 西村副総裁

足許だけでなく、その先もみないと少し危ないなという印象を持っている。

#### 山口副総裁

新興国にリードされる世界経済の回復という姿がなかなか確たるものとしてみえてこない。この点どう考えれば良いのかということ、これまでの決定会合でも何回か聞いてきた。中国の自律回復メカニズムは、欧米の景気回復と切り離された形でどの程度強いものたりうるのか確信が持てない、むしろそうしたメカニズムはなかなか働きにくいのではないかという感じがしない訳ではない。敢えて誇張して言っているのだが、改めてその辺をどう整理しておいたら良いのか。

同じような質問になるが、世界経済をざっくりみても、欧州はあまり良くない、米国については、少し良いかなという感じがしている。そういう中で中国に今一つ自信が持てないとなると、世界経済が本当に新興国・資源国リード型の回復を辿ると言って良いのか。

繰り返しになるが、一番目の質問は、中国の景気の自律回復について、どの程度確度が高いと考えておいて良いのかということ。二番目は、世界経済の流れを考えた時に、どこが主役になるのか、本当に中国なのかということ。その辺について、ざっくりした話でもいいので教えて欲しい。

#### 大野国際局長

非常に悩ましいところだと思う。それで、過去 4、5 年どうだったかということからすると、以前にも何回か申し上げたかもしれないが、世界経

済全体の2/3の成長は新興国に起因していた。そしてその半分は中国であった。3~5年位前はこういう構図であった。ところが、この1~2年位前、特に昨年位をみると、そのウエイトはさらに高まっており、新興国・資源国合わせてみると、世界経済全体の約8割、75%以上は新興国が引っ張っており、その半分弱は中国という構図であった。これはリーマン・ショック以降の回復過程であった訳だが、これから先行きどうなっていくかということだと思う。山口副総裁がおっしゃったとおり、中国や新興国が単独でそのペースで引っ張り続けられるかと言うと、それは多分否ということだと思う。その時の重要なキーは、私は現時点においては、米国経済がどれだけ保ってくれるかということだと思う。欧州については、足許ゼロ成長であるが失速しなければ、相当低位の横ばいというか超低空飛行が標準シナリオなので、皆覚悟している。米国が足許少し良い訳だが、今まで申し上げたように一喜一憂、バンピーな中で2%、3%というところが保たれるかどうか、キーの一つだと思う。米国がそういう状況で、欧州が失速しないとなると、中国がある程度のモメンタムを維持するための最低条件は満たされるのではないかと私は思っている。そういう中で、今中国の体温が下がっているということは明らかな訳だが、潜在的な需要、それから政策的な効果がタイミングよく出てくれば、もちろん9%、10%はもうあまり期待できない、というかすべきではないということだと思うが、中国政府が言っている最低限の7.5%、7.5%以上の8%挟みのところを、例えば2~3年位続けるということについては、それはまだシナリオから外れていないと思うし、その周りにあるASEANについては内需は堅調である。あと一つ、トリッキーな要因としては、資源国があると思う。資源国は、先月、先々月の状況では、ロシアを中心にオーストラリアでもかなり堅調と申し上げたが、コモディティ価格等下落で一部資源国はエンジンが少し弱ってくる、成長スピードは下がってくると思う。そういう意味では、全ての経済が相互連関的に繋がっている訳であるが、先進国で言えば米国、エマージングでは中国の自律的な成長という点で、現状では政策がしっかりと出てくるというところを期待することが、われわれのみ

ている標準シナリオが実現する重要な条件ではないかと思っている。

石田委員

今の説明では、政府の7.5%という成長は色々政策をやれば実現するかもしれないが、減速している最初の元は欧州等の外需が落ちているところがかかなり強いと思う。そうすると、日本からの輸出という点からみると、日本製品の強い部分が落ちてしまって、弱い部分、例えば固定資産、不動産の形成だとかで鉄やコールを輸入する量が増えたとしても日本にはあまり効いてこないという意味で、構造変化が起こっており、中国がある程度高い成長をしたとしてもそれが日本に効いてこないという惧れが非常に強いのではないかという個人的な感想を持っている。

大野国際局長

そのような時間をかけての大きな構造変化、要するに中国経済が成長する場合の周辺の国に対する効果が徐々に減少し始めているというのは確かだと思う。

石田委員

かなり大きく出ているのではないか。

大野国際局長

減速している部分は、耐久消費財であったり鉄鋼等の不動産絡みの素材であるということが、日本からの輸出という意味でより強く出ているということは間違いないと思う。地域別の輸出入をみても、ユーロ諸国から見ると、ユーロ安ということもあり、対中国輸出は、相対的に日本よりは減少幅が小さいというような地域間のばらつきもある。それからもう一つ、中国自体が、色々な生産システムの内製化というものも相当進めているので、外に対する波及効果は徐々に少なくなるという傾向もあるとみている。

白井委員

関係するかもしれないが、中国の1~4月の貿易データをみると、日本から中国への輸出が非常に減っており、EUから中国向けの輸出とほぼ同じ2%位の減少である。アメリカの方は良くて、日本の対中輸出だけが悪くみえるのだが、日本の中国との取引が減っている背景が何なのか。例のタイの洪水といったような影響がまだ残っていたのか。

大野国際局長

理由は三つあると思うが、一つは為替の要因が大きいと思う。日本の価格競争力という意味で、アメリカと比べてもさらにユーロと比べても円高が相当進行しているということが一つある。それから、二つ目は、先程申し上げたこととダブるが、今中国で減速しているものが何かというと住宅投資、不動産投資——箱物みたいなもの——、耐久消費財——自動車は足許少し持ち直しているが——、家電といったところである。そういう素材であるとか耐久消費財の部分は、日本の輸出の大きなマーケットであるので、そこが大きく効いているということが二つ目である。三番目は、個別の業種になるが、日本の場合、家電の対外競争力が相当しんどくなっているので、ただでさえ厳しいところのマーケットが縮小するというのは、恐らく日本の家電メーカーの輸出は相当厳しい状況に置かれている。そういう三つ位の要因が考えられる。

白川議長

中国経済について私の受ける印象だが、欧米のエコノミストはもう少し悲観的な見方が多く、そういうところに比べてみると国際局は相対的には強気だと思う。どちらが正しいかということを経済局と議論するということではないが、そういう見方があるとしたら、この後の回復について、先程国際局から説明があったが、欧米の悲観的な見方とどこが違うのか。先程、例えば、交易条件の話とかあるいは物価上昇率の話をされたが、どこに違いがあると分析しているのかという点が一点。

それから、先程山口副総裁が言われたように、アメリカ経済は意外に強いなという感じがあると思う。それはどこからきているのだろうかということだが、自分自身は、一つは、アメリカは巨大な資源国経済でもあるから、これまでの資源価格の上昇が効いているのかなという気もするし、悪いと言われている住宅についても、水準は確かに低いですが、前期比ベースで見るとマイナスになっている訳ではなく少しずつ増えているということも事実だと思う。そういう意味で、大きくみればバランスシート調整もそれなりにはあるが、中国についてもアメリカについてもどこに違いがあるのだろうかということについて、もう一回説明して頂けないか。

大野国際局長

中国について言えば、悲観論の根拠というものを必ずしも全部把握している訳ではないが、恐らく中国経済の潜在的な成長に対する期待というか見極めということが、多分われわれの方がちゃんとみえているということが一つあると思う。それから恐らく一番大きいのは、彼らの政策の余力に対する評価だと思う。われわれは、2003年位から何回もこの議論で欧米の悲観論と議論を戦わせ、今まではわれわれは正しかったということは言えるが、今この状態で今回も中国の政策当局がタイムリーにしっかりと政策を打ってきてくれるかどうかというところの評価の違いが、一番大きいのではないか。

白川議長

潜在成長力に対する評価と政策対応の話の二つだということだが、政策対応という場合、それは金融政策という意味なのか、あるいは先程のエコポイントなどの財政政策も含めてという意味か。

大野国際局長

それは両方だと思う。特に、私自身の感覚としては、財政の対応力に相当大きいものがあると思う。そういう意味では、遅蒔きながら温家宝首相

が自ら舵を切ったということであるし、エコポイントも出てきたということである。政策効果という場合には、中国の場合は財政の実弾ということもあるが、それ以外の色々なプロジェクトの進捗、それから地方政府をコントロールしながらどのように潜在的需要を出していくかということだと思う。北京事務所等からの色々な話によれば、色々なプロジェクトについての認可のペースも動き始めているようなので、例えば、半年、一年ということであれば、必ずや財政的な部分が出てくるというところに対して、われわれはクレディビリティを持っているということだと思う。

米国の方については、われわれは別に楽観ではなくて、むしろ真ん中の線をずっとお示ししていると思っている。つまり、バランスシート調整を徐々にこなしながら、そのなかで雇用は回復し、バンピーながら緩やかだが回復パスを辿るというように、平均的にみれば、過去2年、3年の大きなパスは、わりと的確にみてこれたのではないかと思う。

白川議長

先程も言ったが、間違っているとか駄目だとかという話ではなく、どこに違いがあるのだろうかという意味での話である。決して批判ではない。

大野国際局長

分かっているつもりである。

ところで、白川議長は、アメリカに対する私共の見方が少し強めというようにおっしゃったのか。

白川議長

アメリカ経済は、もう少しこの先に弱い展開になるのではないだろうかというように見たものに比べると、意外にしぶといなという感覚を私自身は持っている。先程山口副総裁も同じような感覚を持っているのかなと思ったが、もしそうだとすれば、当時私達の気持ちを考えてみて、どこが違うのだろうかという内なる分解作業である。

## 大野国際局長

1～3 月位の時は、どちらかと言うとわれわれは慎重めで、全体としてもう少しアップビートであったから、国際局の見通しはアメリカに対してはいつも少し抑えめという感じで思っていたので誤解した。アメリカ経済全体に対してそれほど悲観論が続いているとは思っていないが、確かに足許については悲観的である。ただ、直近の色々な数字に振られる部分が多いということと、特に雇用のところの見方が非常にぶれるということだと思う。つい2、3 か月前までは、20 万、25 万ということで、This time is different. とか言っていた訳だが、その後、先月の雇用統計が出てきて、暖冬の影響もあったのかもしれないということになった。ただ、他の計数をみてもそれほど悪い訳ではない。そうすると、今アメリカに対して短期的に悲観論が少し強くなっているのは、一つは雇用の直近の数字があまり良くなかったということと、それから国際的な金融マーケットとの関係で、株価が下がってきているというところが、短期的にアメリカに対する弱気な見方を広めているのではないかと思う。ただ、継続的な動きではなく、楽観、悲観の小さな揺れ——学習効果があつて昔程は大きくは振れていないが——が1 か月単位位で出てきているのではないかと思う。

## 石田委員

補足すると、私は中国で今回少し動きが違うと思うのは、従来、銀行ローンは安いため借りたい人が沢山いて、量的調整をやり、窓口指導が物凄くきつい。今回も、緩めれば金がどっと出ていくかと思っていたら、どうもそうではないのではないかという人がいる。そのところは少し弱いなどということが一つある。

アメリカの方は、確かに雇用の表面の数字が弱いのだが、今回の回復期で一番違うのは、地方政府関係の首切りが非常に多いという点。それを補正するのはなかなか難しいが、失業率は本当はもっと良かったはずであろう。経済活動自体には地方政府は関係ない。だから、経済活動は、今まで

ノンファーム・ペイロールの数字でみていたよりも少し上を走っているのではないかという気がする。あと一つは、明日言おうかと思っていたが、バランスシート調整について私は少し違う考えを持っていて、基本的にはそんなに大きな影響を与えないのではないかと思う。

白川議長

では、また明日聞こう。

山口副総裁

中国は、なぜこの局面になっても、本格的な金融緩和に踏み切らないのか。われわれは、ある程度物価が下がりさえすれば、金融政策当局はフリーハンドを持てるようになるので、それを大胆に使っていけば良いとみていた。去年の夏頃からそういう感じを持っていた訳だが、物価がここまで下がってきたにもかかわらず、依然として預金準備率を動かす程度にとどまっている。彼らは、今何をみていると考えれば良いか。

大野国際局長

私は、人民銀行はもう少しスピーディに動き得ると思う。そういう意味では山口副総裁と同じ感覚である。側聞するところ、人民銀行に対する相当強烈なプレッシャーがあり、なぜ下げないのだというきつい圧力を、共産党や政府の中でも、あるいは国民からも受けているようだ。ではどうしてかということについて、事務所などの情報を咀嚼すると、人民銀行は、インフレは少し落ちてきたがインフレ圧力を相当気にしていたということがあったと思う。それが、今足許2か月位で下がってきたので——食料品のようなものの影響が大きい——、その環境が整いつつあり、金融政策についても恐らく出てきてくれるのではないかと期待している。

西村副総裁

ただ、最終的な決定権は人民銀行にはないのではないか。

大野国際局長

最終的には、国務院の了解が得られなければならない。

西村副総裁

そうすると、要するに人民銀行ではなく、もっとハイプレイスの判断があると考える方が自然である。住宅価格が artificial にかなり低く抑えられているはずなので、もし金融緩和をしないのであればその影響は相当強い。それができないというのなら、ハイプレイスの方でそのような結論があると考えざるを得ないと思うが、どうか。

大野国際局長

その辺ははっきりとは分からないが、恐らく国務院レベル、あるいは温家宝首相、胡錦濤国家主席のところでも、意見が一枚岩ではないのだろうということだと思う。そういう中で、人民銀行は、インフレについて常に非常に気にしていたということは、過去数か月についてはあると思う。それに対して、一つの後ろ盾になっていたのが、温家宝首相が住宅の価格等について、民衆のことを考えた場合にというところで、後ろで支えてくれたという話があったと思う。ただ、その温家宝首相が今動き始めている訳だから、金融政策としてもそういう政治状況の中では動きやすくなっているということはあると思う。ただ、その中で一つだけ忘れてはならないのは、金利と為替の関係、資金移動の話だと思う。株が下がっており金利を下げた場合に例のアングラも含めて資金の流出が怖いので、そこは注意しなければならないという議論が一部にある。人民銀行として金利政策を活用する場合は、そういった資金フローや金融市場の動きもみながら、いずれ出てきてくれるのではないかと思っている。

西村副総裁

アメリカについて、一言だけ言いたい。われわれからすると2%という

と相当高い成長という感じがするが、アメリカ国内で言えば2%は決して高くない。そういうことから考えると、今の状況は、アメリカ的な感覚からするとかなり悪い状況ということなので、そこで少しずれが生じるということが私は少し心配である。2%は決して高くはない。

白川議長

宜しいか。

### 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

資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。前回会合時に統計がたくさん出て、それ以降の新しい統計は限られているが、当日十分に消化できなかった指標もあるので、それも含めてご説明したい。

まず、図表1のGDPである。これは新しく出た数字である。今年の1～3月は、前期比で+1%、年率で+4.1%と高い伸びとなった。中身を見ると、10～12月はマイナスであった純輸出が横ばいになった。そういう中で、公的需要がはっきりと増加に転じ、さらに消費の寄与が+0.7%と高めになった。設備は-0.5%、在庫は+0.4%であるが、これは10～12月の反動の動きとご理解頂きたい。1～3月はかなり高い伸びであったが、一時的な嵩上げ要因が三つ位ある。一つは閏年要因、二つ目はエコカーの補助金、三つ目がタイの洪水の反動といったところで、かなり嵩上げられていると思うが、それらを除いても、恐らくは小幅ながらもプラスに転じていると思われるので、持ち直しに向けた動きがGDP統計からも確認されたということかと思う。なお、ここに数字は書いていないが、1～3月が高い伸びになった、あるいはそれ以前についても消費中心に若干上方改訂されたことから、2011年度は前年比ゼロ%で着地しており、2012年度

への下駄は+1.2%と高めとなっている。この図表1の名目GDPの伸びについても+1%と実質と同じである。前期比ではデフレーターは横ばいとなっている。前期比については振れが大きいので、これをもって下げ止まったということは言えないと思うが、図表2をご覧頂くと、デフレーターを前年比でも、内需デフレーターを中心にマイナス幅が徐々に縮小している傾向がある。リーマン・ショックからの実体経済の緩やかな改善傾向を反映したものと考えている。

次に、図表3の公共投資である。公共工事請負金額について申し上げると、4月の数字が出た結果4~6月は前期比で+2.7%と、1~3月の+3.5%に続いてプラスとなった。公共投資については、進捗ベースでも当面プラスになりそうであることが確認されている。

続いて、輸出である。実質輸出については、前回、全体の数字だけご説明したが、地域別の内訳が出たので補足しておきたい。図表7の1~3月をご覧頂きたい。まず、増えているところを申し上げると、米国は増加が続いている。ASEANについては、タイの洪水の反動もあるがインドネシア等向けについてもASEAN向けは強い。その他は、中近東あるいは中南米向け、資源国等向けにしっかりとした動きとなっている。一方で、EUはかなり大きなマイナスが続いている。中国向け、NIEs向けは小幅ではあるがマイナスが続いている。この辺り向けはまだ輸出は弱いということである。先程中国について議論があったが、日本からみて中国向けにはどのような物が多いかというところ、中間財・部品あるいは資本財といったいわば製造業の活動に関する物が多い。従って、中国については、一つには、欧州向けの輸出が落ちていることが影響している。あるいは、最近投資が抑制されてきて、特に不動産関連などで建設機械に影響がある。また、例えば日本から輸出している鉄鋼などは、中国で一時期かなり強気で相当投資をして供給過剰になっているので、その辺りの業種による影響も、日本の輸出に少し強く表れている感じがある。長い目でみれば、中国は投資から消費に移行していくと言われているが、これが日本の輸出にどのように影響するかは現時点では何とも申し上げられない。今の構造から言うと、中国の消費

が伸びても日本からの輸出が増えるとはあまり思えないが、一方で、高級品については日本の消費財が売れているという話もあるので、ここはもう少しみていく必要がある。4月の通関は、明朝8時50分に公表される。私共ではそれを加工して実質輸出入を出すのが14時であるので、明日の会合には間に合わない。図表10をご覧頂きたい。海外経済の見通しを前提とすると、実質輸出については、情報関連の調整進捗もあるので、これから徐々に増えていくとみているが、図表10で、前回も少し説明したが、資本財もアジア向けを中心に伸びてくるのではないかと期待はしているが、先行指標である機械受注の外需が、2月位までは強かったが、3月がかなり弱く、4~6月の見通しも少し伸び悩んでいる。方向が変わった訳ではないと思うが、中国を中心にアジア向けの需要回復がなかなか明確にならないことを示している可能性もあるということで、注意してみたい。直接輸出に関わるわけではないが、図表13の海外M&Aの件数・金額をご覧頂きたい。直近4月まで出ているが、今年度に入っても件数は増加している。海外需要を取り込もうとしている企業の動きは続いている模様である。

次に、国内関係である。図表15をご覧頂きたい。4月下旬から主要企業の決算が発表されているが、製造業を中心に2012年度の予想を含めて幾分上振れている。これは、一頃に比べて為替が少し円安になった、あるいは自動車販売が好調であることが反映されたものである。なお、3月決算の東証の一部上場企業の収益は——5月半ば時点で、1,000社程度の集計が民間のリサーチ機関から出ている——、口頭で申し上げると、電・ガス、金融を除くベースで2011年度が10%の減益、2012年度が2割位の増益となっている。製造業は25%減益のあと40%位増益となっているので、今のところ今年度については増益に転じる見方である。こうした動きを反映して、図表16の企業マインドでは、前は大企業のところで一部ご説明したが、4月のマインドが大体出揃った。大企業で申し上げると、企業数の多い帝国データバンクでみると、2月から3月、4月にかけて少しずつ改善している。同じく帝国データバンクでみて、中小企業もじわっと改

善している。この企業マインドの調査については、企業によっては前年比をイメージして答えている先もあるようなので多少割り引いてみる必要もあり、最近の株価下落がどのように影響するかというところにも注意を要するかと思うが、現在のところマインドに改善の動きがみられるということである。こうした状況を反映した設備投資にも全般に変化はない。図表 18 をご覧頂くと、設備投資は四半期の振れがあるので均してみる必要があるが、資本財の総供給に特段大きな基調の変化が生じているとは思えない。図表 19 の先行指標である機械受注、あるいは建築着工床面積をみても、振れはあるが緩やかな増加基調かと思う。機械受注については、4～6 月の見通しが前期比+2.5%と少し増加している。なお、大企業の決算発表の際に示される投資計画についても、海外投資は含まれるが全般に増加を見込む先が多い。個人消費については、1～3 月は先程の GDP で示したとおりの高めの伸びであった。図表 22 で 4 月の自動車の数字が出ている。自動車については引き続きエコカー補助金があるが、4 月からエコカー減税が一部縮小されている影響もあり 4 月は少し落ちているが、基本的に高水準にある。図表 23 をご覧頂くと、ここには 4 月の数字は出していないが、コンビニあるいは百貨店ともに昨日までに業界統計が出ており、4 月は 1～3 月に比べて増えている。4 月は漸く気温が上昇し天気が良くなり、春物衣料が売れたとか花見を含めて行楽需要が良かったことが影響しているようである。図表 24 の消費者コンフィデンスでは、月々の振れはあるが、傾向的にみれば改善方向であるので、消費者マインドが改善してこれが消費の下支えにも寄与しているということであろうと思う。

次に、生産である。前回会合では、当日出た数字で十分に消化し切れなかったが、図表 27、28 をご覧頂きたい。前回会合の当日に出て比較的弱い材料が多かったと申し上げたかと思うが、改めてみると生産の予測指数の修正状況で、3 月の実現率がかなり下方修正された。図表 27 の表では、3 月の在庫が前月比+4%位増えている。さらに公表ベース予測指数の 5 月が-4%とかなりマイナスとなっており、弱めの材料が目立っている。その後、企業ヒアリングなどで精査したところ、一見するとマイナスの需

要ショックがかなり生じているように見えるが、そういう訳でもなく、夏場にかけて生産は緩やかに増加していくという感触は今のところ得られている。われわれの実勢ベースの数字で申し上げますと、10～12月は1%位減少の後、1～3月はまだ横ばい圏内ではあるが若干増加のあと、4～6月がゼロ%台半ば位、7～9月がゼロ%台後半の増加が予想されている。ただし、この増加テンポについては、展望レポート前に私共が想定したものと比べて少し弱めである。今のところ企業が先行きについて慎重な見方を崩していないということによるものだと考えているが、欧州や中国向けの輸出が当面弱めに推移するということが背景にある可能性も念頭においておく必要がある。なお、生産ということから言うと、夏場の電力の影響をどう考えるかということであるが、現時点で十分に状況を把握できている訳ではないが、大企業からは自家発電の活用や節電によって大きな影響は出ないのではないかという声、今のところ多いような感じがする。ただ、中小企業がどのような影響を受けるか、あるいは猛暑で仮に計画停電が実施された場合の影響はどうか等、不確実な要素が多いので注意してみたい。

続いて、図表 31 の雇用についてご説明する。毎月勤労統計をご覧頂きたい。常用労働者数については、3月も前年比+0.6%で変化はない。賃金については、3月が+1.3%とかなり高い伸びとなっており、その後確報が出て+0.9%となお高めの伸びとなっている。所定内給与の+0.7%は+0.4%に、所定外給与+4.4%が+4.5%となっている。前年比で高い理由の一つは、昨年3月に震災で経済活動が落ち込んだことの裏が出たということであるが、われわれで試しに季節調整済の計数を作ってみても、3月にかけて幾分増加している。これは時間当たり賃金というよりは労働時間や日数が増加しているということであるので、経済活動に持ち直しの動きが出始めていることが影響している可能性がある。足許までは内需が堅調であるので、業種的には建設、小売、サービスといったいわば労働集約的な産業の持ち直しに結び付いているということであるので、その分労働投入や賃金にプラスの効果を生みやすい可能性がある。賃金については、

昨年度の企業収益が悪かったので今夏のボーナスは良くない、あるいは公務員給与の引き下げの影響が出てくるということなので、当面横ばい位かと思っているが、内需が堅調なことが製造業の賃金等にどう結びついていくか、もしかしたら予想以上にしっかりしていく可能性もあるので、そういう可能性も排除せずにみていきたいと思う。

最後に、図表 34 の物価である。新たな数字としては、国内企業物価の 4 月の数字が出ている。前月比で+0.3%、3 か月前対比で+1.0%であるので、上昇幅は少し拡大している。これは既往の原油価格など国際商品市況の上昇を反映しており、ごく僅かであるが、東電の値上げも 4 月から少しずつ効き始めている。ただし、国際商品市況は反落しているので、今後この上昇幅は縮小していくと考えている。C P I については、当日数字だけ申し上げたが、改めてみると、全国の除く生鮮の 3 月は+0.2%と、プラス幅は 0.1%ポイント拡大している。一方、東京の 4 月は-0.5%で、3 月から 0.2%ポイントほどマイナス幅が拡大しているので、恐らく全国も少しプラス幅が縮小するのではないかとみている。ただ、0.2%ポイント縮小するかどうか、あるいは本当に縮小するかどうかについては、最近は全国と東京の動きがやや乖離しているので、東京ほど低下しない可能性もあるかと思っている。ただ、それは細かい話であるので、このところ原油価格が反落していることも踏まえると、当面ゼロ%近傍で推移するというこれまでの見方を、今月も維持するということが適切かと考えている。

最後に纏めると、まず実体経済については、現状については 1~3 月の GDP 統計などを踏まえると、前回の月末会合での「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きは明確になりつつある」という判断を維持することで良いと思う。先行きについても、基本的には、輸出の増加と復興需要の強まりによって緩やかな回復経路に復していくというシナリオを維持することで良いと思う。ただ、同じ回復でも外需と内需のバランスが若干変化する可能性もあるかと思っている。先程、外需の中身で中国か米国かという話もあったように、日本経済からみた場合、外需と内需のバランスが若干変化する可能性もあるかと思う。仮に、外需の回復が多少後ず

れしたとしても、内需が想定以上にしっかりしているので、経済全体のシナリオを大きく変える必要は今のところないと思っている。とはいえ、内需の増加については、自律的な要素だけではなく政策効果に支えられている面もある。特に自動車については、補助金の効果が恐らく秋口の8月下旬から9月上旬位に切れる可能性が相応にあると思われるので、外需の減速が長引くような場合には、景気の回復シナリオが幾分修正されて後ずれする可能性がある点には注意が必要かと思う。消費者物価については、当面ゼロ%近傍と申し上げたが、下振れ要因は原油価格が一番大きいかと思っている。一方で、東京電力が申請している家計向けの値上げが7月から実施されると、CPIには恐らく+0.1%ポイント位効くと思われる。先程、全国と東京の物価の違いを申し上げたが、最近東北地方の物価が強くて、これは復興需要の影響かもしれない。これはプラスの要因であり、このようにマイナス要因だけではないので、プラスの可能性も一応意識しておく必要があると考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

先程の説明で4~6月についてはゼロ%台半ば位と足許やや下方修正であるが緩やかに持ち直していくという生産の見通しと、機械受注の外需の4~6月がかなり落ち込む見通しは、整合的に理解できると考えて良いのか。要するに資本財や製造業を中心に外需、輸出の下振れは、生産の見通しにもある程度織り込まれているという理解して良いのか。

前田調査統計局長

確かに、機械受注の外需については4~6月にかけて少し弱いが、1~3月が上がった後に4~6月が凹むということであるので、均してみると、上がってくるという訳ではないが取り敢えず横ばい位の基調が続いてい

るということだと思う。機械受注関係については、内需についてはごく緩やかであるが、増加傾向であるので、その辺りを足すと、一般機械全体としてみれば横ばいから少しずつ持ち上がってくると考えている。生産は機械受注だけで決まる訳ではないので、それ以外の情報関連について言うと、なかなか回復が明確になってこないのだが、世界的に在庫調整が進み、メーカーによっても相当ばらつきがあるが、方向性としては少しずつ生産が増えてくると考えている。例えば、パソコンなどでも Windows8 が出る等少し受注が増えてくるのではないかという話もあるし、                    向けの受注は比較的堅調である。もう一つ、復興関連需要で少し素材系も出てくる等を考えると一応増えてくると考えている。

#### 白井委員

I T 関連では、在庫調整が進んでいるがまだ回復という明るい段階まではいっていないという説明だが、韓国や台湾などは4月の輸出は減っている。在庫調整が進んでいるわりには、市況や、日本の半導体、製造装置メーカーをみても輸出が悪い。こうしたことなどをみると、まだまだ時間がかかると思うがどうか。

#### 前田調査統計局長

その可能性は十分にある。通常、世界的に I T の動きは、在庫調整が進むと急に増えてくることが多いが、月々の W S T S の出荷等をみても、増える月もあれば止まる月もあり、なかなか順調に回復してこないのも事実である。米国経済はまあまあだと思うが、欧州がああいうことなので、世界的にみた最終需要がなかなかはっきり上がらないということが影響しているのではないかと思う。ただ、これまで減ってくる方向であったので、どちらかというところと上がるテンポは非常に緩いと思うが、欧州が余程酷いことにならない限りは、ゆっくりは増えてくるのではないかと考えている。実は、これは生産全体についても言えるのだが、普通は生産が回復する時は、前期比で 1% や 2% の伸びが出るのだが、今はなかなかその感じが出

てこない。これは同じ要因ではないかと思っている。

白井委員

もう一つ、所定内給与が修正して+0.9%とのことだが、その理由が1年前の3月の裏ということと、労働時間が伸びているということであったが、賃金は伸びていないということか。

前田調査統計局長

先程申し上げたのは、1年前が弱かったということもあるが、季節調整をして2月と比べてみても少し増えており、おっしゃるとおり時間当たりの賃金は伸びていないが、労働時間が増えているということなので、経済活動に持ち直しの動きがみられるということを反映しているのではないかと思う。特に非製造業分野でそういう動きがみられるということだと思う。

森本委員

エコカー補助金は9月頃、秋口に終わると思うが、前回の駆け込みの後には相当落ちた。自動車関係は、今回その後についてどういう戦略を採ろうとしているのか、ある程度諦めているのか、どのように見ているのか。年度全体としては、相当強気の生産計画を作っていると思う。それは海外の要因が大きいと思うが、国内について補助金が終わった後のことで、ミクロ情報等で聞いておくような話はないか。

前田調査統計局長

まず、彼らはどういう販売になるかということが、良く分かっていないと思う。まだ良く見通せないということだと思う。基本的にエコカー補助金で嵩上げされているので、相応に反動は出るのではないかと思う。当初は、エコカー補助金がなくなっても多少値引きをすることで販売を持たせるという可能性があると思う。それと、彼ら自身は、国内が少し凹んでき

た時に、海外の経済がそれなりに回復してきてくれるのではないかと  
思っている節もあるので、生産という点で国内の多少の落ちを減殺できる  
のではないかと思っているのではないか。後は、新車を色々投入しており――  
アクアなどは昨年から出ているが――、それで販売をもたせたいと思っ  
ているようだ。

森本委員

ガソリン価格が落ちてくると、低燃費車などエコカー的な車が少し勢い  
を失い、少し弱くなるのではないかと心配している。確かにアクア等色々  
な車種が頑張るのだろうが、今はそういったところか。

前田調査統計局長

かなり先の話になるが、自動車会社が自動車関連税自体を縮小したいと  
いう構造的な戦略を考えていると思う。秋以降は海外がしっかり持ち直さ  
ないと自動車の生産については心配である。

山口副総裁

難しいことは分かったうえであるが、個人消費の持続可能性はどうみたら  
良いか。

前田調査統計局長

難しい。なぜ個人消費がこれまで良いかということ、一つは、色々な意味  
での震災関連があるということである。二つ目は、円高メリット。三つ目  
に、企業の色々な高齢者ビジネスへの取り組みである。それぞれのファク  
ターが何割かというのは分からないが、震災関連のところは、いわばペン  
トアップ需要ということだが、ペントアップ需要だとそんなに長続きしな  
いと思うが、公共事業などの波及まで含めると、しばらくの間、少なくと  
も年内あるいは今年度位はあるのではないかと思う。さらに言うと、その  
後の街作りなどもあれば、生活再建消費等が出てくるので、そんなに急に

へたることはないかと思っている。高齢者ビジネスの方は正直分からない部分があるのだが、少なくとも団塊の世代がこれからリタイアし、時間ができる方も増える。企業はそこに向けて相当やっているのに、これも暫くは続くのではないかと考えている。そうこうしているうちに、景気全体が良くなれば、所得も増えてくるので、一応標準シナリオとしては繋がっていくと考えているが、今の伸びがあまりにも高過ぎるということも事実である。例えばこの1~3月についてみると、消費は前期比+1.1%も伸びてしまった訳である。エコカー補助金や閏年要因で少し高過ぎるということもあるが、そこそこ堅調な動きであれば——4~6月はマイナスになる可能性は十分あると思うが——、少なくとも今年度いっぱい続くのではないかという標準的なシナリオを考えている。

森本委員

公共工事請負金額であるが、地方は4月は順調に出ているが、国の方は、単月なので分からない面はあるが、4~6月でみたマイナスが大きくなっている。国の方の予算が遅れ気味なのか、それとも単月なので均してみないと分からないということなのか。

前田調査統計局長

図表4のグラフをご覧頂くと、国等については月々上がったり下がったりしているので、均してみれば緩やかに上がっているという傾向が、変わったとまでは今は判断できないと思う。

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。

内田企画局長

事前にお配りした資料-5（参考計表）に沿ってご説明する。図表1の家計・企業のインフレ予想だが、新しい数字が出ているのは（2）の消費動向調査だけである。こちらをみて頂くと、凸凹はあるのだが、一番右のところに小さなVの字のような形になっており、このところが少し上がっている。このボトムが去年の12月である。この12月から今年に入ってから何が起きているかという、一つは生鮮食品が上がっているということ、それからガソリンが高いということで、どうしても家計の場合には購入頻度の高いものの影響を受けやすいので、生鮮食品だとかガソリンといったよく買う物が上がっている時には上がりやすく、そういうことを反映しているのではないかと思われる。次にプロの方だが、図表2のエコノミストのインフレ予想で（1）ESPをみて頂くと、先月から徐々に切上がる形になっている。先月は2月のCPIが、例のテレビの銘柄変更で少し上振れたということで足許を中心に切上がった形になっている。今月は全体に0.1%ポイントだけだがさらに切上がった形になっている。同じような話だが、3月のCPIも予想比0.1%ポイントだけ上だったので、プロにとってはそれがそのまま反映されたということではないかと思っている。図表3は債券市場の見方である。こちらも足許のところは若干上がっているように見えるが、長い流れでみれば、1年までの平均は足許のところまでがほぼゼロであり、長いところ、10年後までの8年間でみると1%位である。この傾向には大きな違いがないということではないかと思う。因みに（2）インプライド・フォワード・レートでは、直近のところは少し下がっているが、これは、先程説明があったグローバルなイールドカーブのフラット化の影響を受けている、すなわち欧米につられているという面があると思うので、必ずしもインフレ予想の変化ということではないのではないかと思っている。以上、インフレ予想についてはそれほど大きな違いはないが、家計、あるいはプロのESPのところでは若干切上がっている形になっているということである。

図表 4、5 は政策金利と実体経済の関係で、実質コールレートとトレンド、ないし潜在成長率との比較である。これについては、3 月のC P I、1~3 月のG D Pが出たが、姿はほとんど変わっていない。図表 4 (1) 実質コールレートと実質G D Pトレンド成長率との差はともにゼロということなので、ちょうど中立ということになるし、図表 5 の潜在成長率は0.4%位と考えられるので若干緩和気味ということになるが、誤差の範囲なので、ほぼゼロということで、こちらも中立的という評価だろうと思う。図表 6、7 についてはテイラー・ルールとの比較になる。テイラー・ルールの金利と今の金利を比べたものだが、テイラー・ルールのH Pフィルタの方でみるとほぼ同じということになる。因みに除く生鮮食品で計算すると、0.5%のプラスとなっている。今、0.1%なのでこれも誤差の範囲でほぼ中立ということになろうかと思う。一方で、図表 7 (1) で生産関数アプローチによる推計をみると、需給ギャップが引き続きあるので、-1%ちょうどという計算になる。0.1%との差であるからこちらだと若干引締め気味という評価になろうかと思う。以上、全体でみるとほぼ中立に近い線のところが多いということだが、最後の生産関数アプローチによるテイラー・ルールの比較ではまだ若干引締め気味のところが残っているという評価になろうかと思う。以上が実体経済との関係であった。

次に図表 8 で金利をみて頂くと、今回 3 月の約定平均金利は 2 か月遅れのため出ていない。残りのところでC P発行レートをみると、4 月が0.13%で 3 月の 0.14%とほぼ変わっていない。それから社債、例えばA A格でみて頂くと、3 月の0.56%から 4 月 0.55%なので、若干下がっているか、ほとんど変わっていないかということで、金利は引き続き状況が変わっていないということである。これまでの流れを確認するという意味で図表 10 から眺めて頂くと、貸出金利は緩やかな低下ということが、貸出約定平均金利でもスプレッドでもみえると思う。それからC Pのところは若干の低下か、ないしは低位で安定しているということが図表 11 でみてとれる。図表 12 で社債をみて頂くと、これも凸凹はあるが、ラフに言えば下がってきているということである。ということなので、新

しいデータがあまりある訳ではないが、資金調達コストは緩やかに低下しているという評価で良いかと思う。

図表 14 はボリュームである。民間部門総資金調達をみて頂くと、3 月から 4 月にかけて $-0.2\%$ から $-0.6\%$ と  $0.4\%$ ポイント落ちた形になる。これは寄与度をみて頂くと専ら銀行・信金・外銀計のいわゆる銀行貸出のところが  $0.4\%$ のプラス寄与から  $0.1\%$ に下がったところが効いている。あとはほとんど変わっていない。それでは、銀行のところがなぜ落ちたかということだが、それについては図表 15 (2) で銀行計の銀行貸出のところをみて頂くと、3 月の  $1.1\%$ から 4 月の  $0.5\%$ と  $0.6\%$ ポイント落ちている形になる。これについては特殊な要因があり、昨年 3 月末に 向けに 2 兆円の貸出が出ているが、これが 4 月平残で 1 か月効いたということで、4 月に入って 1 年経ち前年比で効かなくなった。銀行の平残は大体 400 兆円、393 兆円と書いてあるので、2 兆円というのはちょうど  $0.5\%$ ということになり、この影響だけというように考えて良いかと思う。その点を若干確認すると、都銀のところはマイナスが大きく拡大しているが、地銀・地銀Ⅱ計は  $2.3\%$ から  $2.3\%$ と全く変わっていない。それから図表 16 (2) の表をみて頂くと、企業規模別では大企業が落ちており中小企業は変わっていない。資金使途別では運転資金の方が落ちていて設備資金はあまりトレンドは変わっていない。それから業種別では非製造業が落ちているということなので、今申し上げた 向けの運転資金という評価で間違いないと思う。従って、これは特殊要因でトレンドの変化ではないと考えられる。図表 14 で CP と社債について確認したいと思う。CP・社債については、合わせてみると合計で  $0.3\%$ とゼロ近傍にある。CPの方は 3 月に一度落ちたが、4 月は  $8.2\%$ とまたプラスになっている。一方で社債は $-0.9\%$ と、こちらについては電力債の償還が大きく、残高ベースでは落ちている。フローの発行の方は安定しており、国内公募社債の発行は、4 月は 4,580 億円とこれまでのレベルと遜色なく、総じて良好な発行環境にあると考えて良いと思う。その傍証としては、うち BBB 格が 600 億円とかなり出ているので、発行環境に大きな影響はないと考えている。収益等に若干の問題

があった電機等の業種については、流通利回りには影響が出ているが、発行環境に影響するということではないことのようなのである。転換社債と株式調達のエクイティだが、こちらは引き続き低調で、4月はそれぞれ215億円と99億円と極めて低調な状況が続いている。エクイティのところだけ図表18で確認して頂くと、転換社債は低迷しているし、株式調達は一時期2009年、2010年と結構盛り上がっていたが、これがここ2年位減っているという感じである。2009年、2010年はリーマン・ショックを受けた財務リストラの影響で株式調達が多かった時期なので、そこが落ち着いた結果、今エクイティは後ろ向きのもを含めて出ていないという評価であろうと思う。

次に図表20のアベイラビリティの指標である。企業金融関連指標は一つも新しいデータが出ていないので、これまでとトレンドは変わっていないということをご理解頂ければと思う。図表23は倒産である。倒産は引き続き落ち着いており、4月は1,004件、季調済みで999件、1,000件ということなので、これまでのトレンドどおり落ち着いている。負債総額は2,290億円なので、こちらも非常に低く動きはあまりなかったということで、倒産については引き続き落ち着いた動きが続いている。

最後に図表25でマネーをみて頂く。マネーについては特殊な要因でやや下がっているが、いずれも去年の裏という形になっている。まず、マネタリーベースだが、これは3月がマイナスになったが4月も-0.3%と僅かだがマイナスになった。前回もご説明していると思うが、去年の大震災でいわゆる予備的需要に対応するため、安心させるために大量の資金供給を行っており、その裏が出ているということである。それからマネーストックの方も、M2で見ると3月は+3.0%の後、4月は+2.6%とこれも少し下がっているが、去年の3月は震災の関係で特に法人の預金が伸びたが、その裏が出ているという面があるかと思う。そういうことなので、マネー、マネタリーベースについても、去年の裏で多少の動き、緩は出ているが、特にトレンドが変わっているということではないのではないかとと思う。

以上、これまでのトレンドと違う動きが出ているものについては、今年の動きの裏など特別なはっきりとした理由があるということなので、これまでと評価を変えるものは出ていないと考えている。従って、金融環境全般については緩和の動きが続いている、というこれまでの評価で良いのではないかと判断している。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

図表2のインフレ予想のところ、今回ESPフォーキャストで民間エコノミストの2012年度、2013年度のインフレ予想が0.1%ポイントだけ上がったということだが、この数値とわれわれが出している展望レポートでの見通しには乖離がある。どちらが正しいということではなくて、乖離のあり得べき理由としては何なのかということについて、答えは難しいかもしれないが、色々な説明が可能かと思う。例えば、景気の見通しが民間の方が弱いからとか、あるいは景気の見通しは同じだが景気から物価への反応が違うからとか、モデルの前提なども違いうだろうし色々な可能性があると思うが、われわれの見通しと民間のエコノミスト、専門家達の見通しの違いの原因をどのように理解したら良いかという点で、何かあれば願います。

内田企画局長

調査統計局からお答えした方が良いのかもしれないとは思いますが、経済の見通しというよりは、経済から物価へのという部分が大きいのではないかと思う。経済の見通しも勿論多少違うが、物価の見通しの方が大きく違っているのでは、そこはその部分だろうと思う。それには色々なものが影響していると思うが、一つは、例えば原油や為替の前提をどう考えているかといったことが影響していると思うし、それからエコノミストあるいは家計

のところ、若干申し上げたが、物価の中でも細かいものは結構上がってきているとか、購入頻度の高いものが上がってきているとか、多少動きとして出ているものがあるが、それを多少のトレンドの変化として捉えていくのかどうかという辺りの見方が多少違うのではないか。これまでの延長線上で考えているとあまり上がらないが、例えば購入頻度の高い物、あるいはその他のものが、C P I の形で今の段階ではそれほど現れていないものも含めて上がってきているという変化を捉えているかどうか、という辺りが大きいのではないかと思う。

前田調査統計局長

今の内田企画局長の説明で良いと思うが、基本的に実体経済の見通しはあまり変わっていないので、物価の見通しが違うということである。恐らく二つ位あって、一つは原油について、前提を出しているところと出していないところがあるが、比較的低めの前提が多い感じがする。それが一つである。もう一つは、過去 2000 年代は経済が良くなっても物価が上がらないという局面が幾つかあったので、その辺りを中心に、いわば短期のフィリップスカーブがかなりフラットであるということを前提に考えているエコノミストが多いような感じがする。

山口副総裁

図表 4、5、6、7 の政策金利水準と実体経済の関係なのだが、この 2 年あまりわれわれは固定金利オペを導入したり包括緩和を導入することによって、長めの金利への働きかけを明確に意識した政策運営を行うようになってきている。そうしたもとの、政策金利のレベルと実体経済をこういう形で評価することについて、何か一定の限界がありそうな感じがするのだが、そこはどう考えたら良いか。

内田企画局長

限界はあろうかと思う。これは要するにイールド全体、あるいはもっと

言うと企業が直面している金利をどう捉えるかということが経済活動との関係では重要になってくるので、オーバーナイトの短期の金利だけを比べているというのは、恐らくその一部しかやっていないということになると思う。これが出発点であろうとは思いますが、われわれのやっているイーールドカーブへの働きかけだとか、スプレッド、プレミアムへの働きかけということになると、それを全体で評価する必要がある。そういう意味で言うと、例えば、図表 13 のようにいわゆるROAと平均支払金利との関係をどのように捉えていくのかということも、金利という指標の意味では重要だと思う。さらに言うと、企業がどう感じているかという指標がやはり重要になってきて、例えば図表 22 の資金繰りや貸出態度のレベル感をどう捉えるかということも重要になってくると思う。その観点から言うと、支払金利との関係はもうずっと緩和的であるし、企業の貸出態度、あるいは資金繰りという観点でみても、概ね過去の平均並みかそれを超える指標が多くなってきているということなので、かなり緩和的な状態にあるという評価をして良いだろうと思う。

石田委員

こういうことを今さら聞くのも如何かと思うのだが、金融政策で長めの金利に働きかけていくということなのだが、例えば、先週金曜日に一時10年物が0.815%をタッチし、過去をみると10年物で0.5%を割ったこともあるが、一方で債券バブルではないかなどという報道もちょこちょこ出てきている。良い悪いは別にして、長いところの金利が若干不安定になってくる惧れもあるのではないかと思う。このことと金融政策で金利を下げていくということとの関係について、副次的な効果がプラスを下回れば良いという考えもあろうかと思うが、どのように考えているのか。

内田企画局長

私が話すのは適切ではない可能性が高いが、事実としてだけ申し上げると、長期金利を決める要因は、皆さんご承知のとおり、これから先のイン

フレ率と実体経済、経済の成長率を足したものの、いわゆるこの後の経済の流れ、ファンダメンタルズにある種のプレミアムを乗せたものである。われわれの買入れなり何なりが効いていく部分というのは、基本的にはそのプレミアムを潰していく形になるので、潰し方によっては、おっしゃるような問題が生じ得るということだろうと思う。

石田委員

理論はそういうことだが、マーケットには勢いがあるってオーバーシュートというものがある。そういうものが出やすくなる領域に近付いているのかな、という気が少ししている。

門間理事

領域的に近付いているかどうかというのはなかなか難しいのだが、そもそも長めの金利に働きかけるという時には、今のメカニズムで言うと時間軸効果が一つある。それからリスク・プレミアムを下げることがある。その時間軸効果については、われわれの経済・物価見通しに関する情報発信が基本になると思う。それからリスク・プレミアムについても、これは何でもかんでも無茶苦茶に下げるという訳ではなく、ある種、実体経済に対する情報発信と併せて下げている訳なので、その意味で情報発信のところをしっかりとしていけば、政策自体がリスク・プレミアムを変に大幅に上下させるというリスクはかなり軽減できると思う。

石田委員

プレミアムがマイナスになるということは……。

門間理事

足許起こっていることは、ある種フライト・トゥ・クオリティの流れが非常に強くきてしまって、これはある意味どうしようもない部分がある。政策自体がそういうある種の振れを誘発しているという訳ではないと思

うが、時としてそういうボラタイルないいわゆるショックが入ってきてしまうということだと思う。であるから、ショックそのものはなかなか如何ともしがたい部分があるのだが、それ以外の肝、根幹となる金利のパスであるとか、リスク・プレミアムに関する期待の形成については、情報発信を明確にしていくことによって、期待を変に振らさないということは必要と考えている。それができれば、ある種非常に低い水準になるということ自体がマーケットの不安定感をもたらすということではなく、低い水準であってもそのもとで安定的な金融政策をやっていけるということであり、そこはまさに情報発信と考え方を明確にしていくことによるだろうと考えている。

#### 白川議長

必要があれば明日議論をした方が良くと思うが、最後の点についてはもっとデリケートだと思う。確かに、中央銀行の情報発信というのは重要だと思う。しかし、経済・物価の見通しについて、民間の見通しに比べて中央銀行の方がより一段と優れた見通しを常に持っているという保証はない訳である。にもかかわらず、その情報発信というものが非常に大きなウエイトを占めてくると、本来は市場の中で価格形成されるものが、中央銀行がドミネイトした価格形成になってくる訳であるから、そういう意味では、ある意味、中央銀行自らがボラティリティを創っていくというマーケットになってくる危険性も大いに秘めている訳である。日本銀行自身がどう言うかは別にして、日本銀行の情報発信や行動をマーケットがどう思うかということによって、先程石田委員がおっしゃったようなダイナミクスを創り出していくという面もあるから、私自身はその情報発信をあまり強調するというのはどうかなと思う。これについては色々な考え方があると思う。

#### 山口副総裁

青木金融市場局長に聞いた方が良くのかもしれないが、10年債の金利

が1%を切ってかなり下がった後、反転上昇したケースというのは幾つかある訳だが、そのケースとの比較で、反転上昇の可能性をどのようにみておけば良いのだろうか。

## 門間理事

いわゆる2003年から2004年にかけてのVaRショックというものが一度あるし、それからその昔1998年頃に運用部ショックというのがあって、その時は、それぞれ正確には覚えていないが1%あるいはそれ以上のオーダーで跳ねた局面があったと思う。運用部ショックにしてもVaRショックにしても、ある種低金利環境に慣れていなかったという面は一つあると思う。金利に関するリスク管理がかなり画一化して、マーケットが同じ情報に対して一斉に同じように反応したということが2回とも起こった。今回それが起こらないとは限らないが、ある程度の経験を積んできているということが一つあると思う。それから、VaRショックの時は、元々長期金利の水準に関するある種のノルムのようなものがあって——最近白川議長が物価に関してノルムとおっしゃっているが——、そこから相当大幅に低下したという局面があって、そこからの反動といった側面があったと思う。2003年、2004年の時もその意味では一旦かなり突っ込んだ。今回は相当下がっているが、ベタッと過去数年間低レベルできているので、そういう意味で、この水準はとてもではないがファンダメンタルズとは違うのだというパーセプションが急速に広まるという可能性は、今回は相対的には小さいと思う。そうは言っても、前2回と違うのは、今回の場合は財政健全化に関するリスクへのパーセプションが強い可能性が高いということである。であるから、過去のようなノルムとかファンダメンタルズとの関係で急速に反発するという可能性は小さいかもしれないが、逆に財政のリスクが意識されて何らかのきっかけで急に反発するという可能性がある点では、注意が必要かと考えている。

## 山口副総裁

米国金利との関係はどう考えたら良いか。

## 門間理事

米国金利との関係で比較的最近で起こったことは 2010 年だと思う。2010 年の秋口に、これも一旦、世界の長期金利が全体的に低下した後、アメリカの QE2 が発表される直後位から世界全体で長期金利が跳ねたが、その時に QE2 が効いたかどうかは別として、コモディティも含めて世界全体にリスクオンの流れがきていた訳である。株も上がったが、そういう全般的にリスクオンになり株も上がるという中で、長期金利が多少上がるという位であれば、それ自体は経済にとってショックではないので、それは放っておけば良いということだろうと思う。ただ、アメリカも財政問題を抱えているし、ヨーロッパが意識された中で世界的にリスク・プレミアムが上がる形で長期金利が上がるという連鎖が働く場合には、それは注意が必要だと思う。これは恐らく初めての経験なので、これまで経験したことのない何らかの作用とかメカニズムで金利が変化してしまうという可能性があることには、注意が必要かと考えている。

## 内田企画局長

それについては、金融市場局の資料-2（参考計表）の図表 6 をみて頂ければと思う。最後の点だけの補足なのだが、確かに、そのリスクのところを含めて海外金利の影響は結構大きく、同じような動きをしていると言えば同じような動きをしているということだろうと思う。ただ、動きの幅という意味では、アメリカやドイツに比べると日本のところの動きはそれほど大きい訳ではないので、海外のところから押し下げられた結果の反発という意味で大きな動きが起きるということは、相対的には小さいのではないかと思う。そういう意味で、門間理事から申し上げたように、そのところから変な動きが起きるということは、それほど気にしなくて良いのではないかという感じがする。

西村副総裁

しかし、先物市場の海外勢の大きさなどからすれば、海外からくる可能性の方が凄く高いような気がする。

白川議長

これは色々なケースがあることなので、あまり決め打ちはしない方がよい。色々な可能性があると思って、過去がどの程度参考になるか分からないが、過去との比較で見ると先程門間理事が言ったように、良い方向の違いもあるし悪い方向の違いもあり、色々な可能性をみながら点検していくということなのだろうと思う。

先程、山口副総裁が言っていた資料5の図表4、5、6、7の色々な金利の評価は、これはこれで意味があるが、今われわれがやっていることを考えてみると、もう少し別の評価があると思う。そういう意味では、これはずっと定番できているが、少し考えてみて定点観測的に点検をしていくということをやってみても良いかなと思った。仕事を増やして悪いのだが。

西村副総裁

これは、ゼロ金利のburdenがどれ位効いているかという強さを表しているんで、私はそれなりに意味はあると思う。

白川議長

これはこれで意味はある。先程言ったように、意味がないと決めているのではなく、これだけで良いのかという話である。

西村副総裁

ただ、長めを入れると、今度はこれだけみていると思われる。とするとかなり危険と言うか、そういうのが漏れたりすると危険な感じはする。やはりある数字が出てくると、それはわれわれが完全にコントロールしてい

く数字、計数なら良いが、そうでないものに関しては……。

白川議長

ただ、これもある一点でやっている訳であり、そういう意味で色々なことを複眼的にみていくという話だろうと思う。

山口副総裁

発言した私から言えば、白川議長が今言ったような問題意識を持っている。

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

最後に、金融経済月報の概要をお願いします。

関根調査統計局経済調査課長

私の方から実体経済・物価についてご報告する。まず、実体経済であるが、「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」としている。この判断自身は前回会合の展望レポートの判断と同じであるが、月報ということになると、前々回の4月の月初会合との比較になる。その時点での比較ということになると、同じ表の右側であるが、「持ち直しに向かう動きがみられている」という表現を使っていたので、それとの比較で言えば、若干判断を進めた形になっている。それに対応するものがどうなっているかということで、次の段落をご覧頂くと、まずは公共投資であるが、「増加している」となっている。前回の月報では、「ここに来て増加に転じている」という表現だったので、判断を進めている。また個人消費については、「緩やかに増加している」としている。これも前回

の月報では、「底堅さを増している」と言っていたので、それとの比較で言えば少し進めたということである。説明を変えたところは、まず設備投資について、「企業の業況感に改善の動きがみられるもとで」というところに下線が引かれている。これに対応するところは、先月は、「被災した設備の修復などから」と書いていたが、さすがに震災から大分時間が経ってきたので、取り敢えず修復といったフェーズは過ぎてきたであろうということである。その一方で、先程の前田調査統計局長のご説明にもあったように、企業の業況感に改善の動きというのも月次の指標等では確認できているので、「企業の業況感に改善の動きがみられるもとで」という表現を加えている。同じような趣旨から個人消費であるが、先月までは「自動車に対する需要刺激策の効果もあって」ということだけ述べていたが、緩やかに増加している理由として、今月は「消費者マインドの改善傾向」ということも加えている。先行きについては変更はない。

最後に物価であるが、C G P Iについては実績と最新の予測を反映させて、現状部分については「既往の国際商品市況の上昇などから、緩やかに上昇している」、先行きについては「上昇テンポが鈍化する」としている。私からは以上である。

#### 神山企画局政策企画課長

金融についてご説明する。基調判断は内田企画局長から説明があったとおり変更はない。計数を踏まえて変更している部分だが、まず金融市況について、今月は、「前月と比べ、長期金利は低下し、株価は下落している。この間、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている」としている。企業の資金調達動向については、「銀行貸出残高の前年比は、プラスで推移している」としている。社債の残高は、「小幅のマイナスとなっているが、C P残高と合わせてみれば、ゼロ近傍で推移している」としている。またマネーストックの前年比について、「2%台半ばのプラスとなっている」としている。以上である。

白川議長

ご質問あるか。

宮尾委員

現状評価の最後の生産のところ、「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」と、前月と変わらない表現だと思うが、少し細かいというか、気にしすぎかもしれないが、取り敢えずハードデータからみると、生産指数では、持ち直しに向かう動きというのはあまり明確ではないようにもみえる。われわれにはヒアリング情報とかあるがそれを反映しているのか。あるいは、その辺はあまり気にしなくて良いということか。

関根調査統計局経済調査課長

あくまでも基調判断ということであるので、その中には、あくまでも今までのバックワード・ルッキングで出てきた実績のみならず、その他企業の情報も含めて、色々なことを勘案して判断させて頂いている。今月については、先程の前田調査統計局長のご説明にもあったとおり、企業ヒアリング等でさらに補強して考えてみると、それ程悪い状況ではないだろうという判断である。

白川議長

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

(16時25分中断、23日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融

経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営等に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、最後に4月27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におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する検討に入りたいと思う。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宮尾委員、西村副総裁、石田委員、森本委員、白井委員、山口副総裁の順である。それでは宮尾委員からお願いする。

宮尾委員

それではトップバッターということで、少し長くなるかもしれないが経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。

まず海外経済の全体観だが、前回会合以降、欧州では停滞した状況が続くなか、ギリシャ情勢、あるいはスペイン情勢を巡る新たなリスクが台頭し、米国においては、強弱まちまちながら引き続き緩やかな改善が続いている。また、中国では内需の減速が続いているというのが全体観かと思う。こうした状況のもと、とりわけ欧州情勢を映じて、国際資本市場ではリスク回避の動きが強まっているということかと思う。以下、それぞれの地域について順に敷衍していきたいと思う。

欧州経済だが、当面、停滞が続くとみている。ユーロ圏の実質GDPの

成長率は、昨年 10～12 月期に-1.2%と落ち込んだ後、本年 1～3 月期は+0.1%となり、辛うじて 2 期連続のマイナス成長は免れた。ただし、良好なのはドイツのみで、イタリア、スペインなどの周縁国は 2 期連続でマイナス成長となり、景気後退局面に入ったことが示唆されている。周縁国の悪化が鮮明になってきている点は、これらの国の企業の景況感や消費マインドが低迷している点、失業率が上昇傾向にある点などにみてとれる。この間、欧州市場では、スペインの不良債権問題やギリシャのユーロ圏からの離脱のリスクの高まりなどを受けて、周縁国の国債金利が上昇するなど緊張度が高まってきている。ギリシャのユーロ圏の離脱の可能性については、最終的には離脱は避けられないであるとか、あるいは、万が一離脱しても影響の封じ込めは可能であるという見方がある一方で、やはり離脱がもたらすコストは周囲への波及リスクやシステミックな混乱の可能性を考えると甚大であり、従ってそれを避けるべく例えばギリシャの再選挙後に何らかの妥協が図られるとの見方もある。現時点では後者の見方が有力なのではないかと思う。いずれにしても、情勢次第では国際資本市場、ひいては世界経済に甚大な影響を及ぼすリスクを孕んでいることから、動向をよく注視していきたいと思う。

続いて米国経済だが、緩やかな回復を続けている。経済指標は予想対比で弱めのものもみられたが、全体としてみれば堅調であり、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ているといった基本的構図は続いているとみている。この点は昨日も議論になったが、私自身は、もしかすると相対的に楽観的な見方をしているということかと思う。ISMの指数など企業の景況感は一貫して改善基調を維持しているし、企業の設備稼働率も改善が続いている。注目された4月の雇用統計は11.5万人の増加にとどまったものの、3月分が上方修正されて12万人から15.4万人へ増加したほか、新規失業保険申請件数も着実に改善している。また、消費者コンフィデンスも高いレベルが維持されており、ガソリン価格の下落基調とも相俟って、個人消費を下支えしている。昨日発表された中古住宅販売でも底堅さが示され

た。こういった緩やかながら堅調な回復というものは、2.2%という実質GDP成長率の速報値からも確認できる。もっとも、欧州債務問題の再燃を受けて、足許株価が下落していること、あるいは長期金利が1.7%近傍まで低下するなど、リスク回避の動きが強まっている点については注意が必要と認識している。

続いて、アジア新興国についてである。中国経済については、高めの成長を維持するとの見方に変化はないが、足許では、内需関連の弱さが続いている点が気がりである。4月のデータからも、工業生産の減速、不動産・耐久消費財関連の需要の鈍化、輸入の減速などが確認された。もっとも、中国政府首脳は、こういった景気の減速傾向に警戒感を示しており、成長安定を一段と重視するという方針を表明しており、今後の財政刺激策も期待できるようである。こういった動きや足許までの低インフレ環境といったものが今後下支えとなるということを踏まえると、夏場にかけて、不動産投資や耐久財関連消費など内需の伸びが再び高まっていくというメインシナリオは、今のところ維持できるものと考えている。NIEs・ASEAN諸国は、米国向け輸出などを中心に足許持ち直しており、やはり中国向け輸出が今後回復していくかがポイントとみている。

わが国経済について申し上げる。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明確になりつつあるとみている。実質輸出と生産が横ばい圏内にとどまる一方で、国内需要をみると、公共投資が増加しているほか、個人消費も、消費者マインドの改善に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって緩やかに増加している。住宅投資も持ち直し傾向にある。こうした動きは、先般公表されたGDP統計の今年1～3月期の速報値でも確認できるかと思う。先行きのわが国経済は、主として新興国・資源国など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いう基本シナリオを維持できるかと思うが、そのタイミングと回復のモメンタム、あるいは持続性が重要であり、その観点から以下3点に注目している。

第一に、ご承知のように欧州情勢の不透明感が高まっているということ

である。先月の展望レポートで検討したように、昨年秋以降の金融システム不安に起因するテールリスクは、ECBの大規模資金供給などの政策対応もあり後退してきた。しかし、足許浮上しているスペインの不良債権問題やギリシャのユーロ圏離脱問題などの帰趨次第では、国際金融資本市場における緊張が再び高まり、あるいは長期化することで、円高や株安などを通じて、わが国経済が大きく下振れる要因となり得ると思う。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という点である。今のところ、先程申し上げたように中国の内需の減速は一時的な動きとみているが、わが国経済の回復が特に新興国に牽引されて実現するという基本シナリオに基づいている以上、本件は、わが国経済回復のタイミングと持続性に関わっている重要な問題と認識している。第三に、国内設備投資を巡る不確実性が幾分高まってきている点である。GDPベースでみた実質設備投資は、昨年10～12月期に大幅に増加した後、本年1～3月期に反動もあり減少した。この動きは均してみれば増加基調ということはあるかと思うが、先行指標である機械受注が本年の1～3月期には小幅の増加にとどまったこと、それから機械受注は外需についても来期に弱めの動きが予想されており、それを映じて特に製造業の国内投資が伸び悩む可能性も懸念されること、それから4月中旬までは持ち直していた企業マインドだが、その後の足許の円高、株安などをを受けて腰折れる可能性も相応にあること、といった点が懸念されるかと思う。3月短観で示された前向きな投資計画が、今後しっかりと顕現化してくるかどうか、今後のデータ、動向などを注視してまいりたいと思う。

最後に物価動向だが、3月のCPI前年比は、除く生鮮食品ベースで前月から0.1%ポイント改善して+0.2%となった。足許の前年比プラス浮上には、耐久消費財、具体的にはテレビの銘柄変更が大きく影響しているという面があるため、その影響を除けばなお横ばい圏内とみられる。先行きは、暫く横ばいで推移した後、需給バランスの改善とともに基調としてプラス圏内に浮上していくものとみている。もっとも、これまでCPI改善に寄与してきた商品市況の動向については、今後は足許の市況下落を反

映する形で、ラグを伴いつつ物価下落圧力として作用する可能性があり、注意が必要と認識している。私からは以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

金融経済情勢だが、いつもとは逆にまずわが国の足許までの状況について評価し、その後で海外情勢の影響を考え、最後に国際金融市場への動向をみたいと思う。これは、わが国の内需に底堅さがみられ、自律回復への兆しを示している一方で、海外経済情勢は回復を頓挫させる大きなリスクとなっており、国際金融市場の動きは差し当たりの関門となっているからである。

まず、1～3月のGDP1次QEを経済活動、物価の両面からみたいと思う。わが国GDP統計については、原統計が元々振れが大きく、加えて季節調整の影響から足許の大きな動きは次の改訂で逆方向に改訂されることが多いので注意しなければならないこと、そして今年は閏年効果があることを念頭におく必要があるが、結果として1～3月期QEは、年率で4.1%と強い計数になった。さらに前期10～12月GDPが上方修正され、マイナス成長が若干のプラス成長に、加えて前々期7～9月GDPも若干上方修正された。今回QEで特徴的なのは、家計消費支出増の内訳である。年率換算増加率は振れの大きな耐久財7.4%だけではなく、半耐久財6.6%、非耐久財5.2%、そしてサービス3.6%と万遍なく上昇している。全ての項目で3%を超える伸び率となったケースは2005年以来初めてである。特に家計消費の55%以上を占めるサービスが、10～12月、1～3月と2期連続して3.6%と伸びているが、これも2005年以来初めてである。エコカーというようなインセンティブに振られがちな耐久財だけでなく、裾野が広がっていることは注目に値する。

物価面からみると、GDPデフレーターは前期比年率換算で0.44%と

プラスに転じた。ここでの牽引力も家計最終消費支出（除く帰属家賃）のデフレーターであり、前期の年率 $-1.69\%$ から $+0.86\%$ とプラスに大きく転化し、2008年7～9月期以来初めてはっきりとプラスになった。この2008年7～9月期のプラス転化はエネルギー価格の高騰で輸入物価が年率 $33.3\%$ 上昇した影響があった訳だが、今回の2012年1～3月期は、輸入物価の上昇は $4.85\%$ にとどまっており、短期的な振れの大きいエネルギー価格以外の要素が大きいと考えられる。加えて民間企業設備投資デフレーターも2年振りにマイナスからゼロ%まで戻している。このことは家計消費、設備投資双方のデフレーターに漸くデフレ脱却の兆しが表れた可能性がある。まだ1四半期の結果であり短絡的な評価は禁物であるものの、漸くその兆しが出ていると言えるので今後の推移をみたい。GDPは1～3月であるが、その後4月から5月にかけての足許も、外需は想定比弱く、そのため生産の回復は力強さに欠けるものの、内需は比較的強く支出面での計数は高水準を維持しており、均してみれば1～3月のモメンタムは維持されている。しかし、前回指摘したとおり企業、家計のセンチメント、そしてその投資、消費行動には、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大きく依存しているように見えるので、今後の動きには細心の注意が必要であると考えられる。

実需面であるが、外需には大きな不確実性が存在している。それは、欧州発で米国を経由するリスクである。現在のメインシナリオの前提は、欧州情勢はアップダウンを繰り返しながらも、瀬戸際政策でぎりぎり妥協を図りながら *muddling through* と言うか、やり過ぎしていく、つまり時間をかけて底入れを待つというものである。同様に米国も、緩やかながら底を切上げていくと考えている。しかし、欧州周縁国経済の財政緊縮策と実物経済の停滞、そしてデレバレッジングからの金融収縮と財政、実体経済、金融の間の負の相乗作用が顕在化している。ギリシャに注目が集まっているが、影響という点ではスペインの状況が深刻である。後でこの点については議論をしたいと思います。スペイン経済の大きさを考えると、スペインが苦境に陥る場合は、必要な支援の規模は大きく、その場合にはドイツの

「決断」が最大の鍵となると思う。

次に米国経済であるが、基本的には前回会合と大きな変化はない。C i t i のサプライズインデックスが足許さらに低下し、今日の段階では-25となっており、回復のモメンタムは止まっている。年末から第1四半期のデータはGDP統計を含めて必ずしもエンカレッジではなかった。しかしながら、消費が比較的底堅い上昇が続いているので、2%の緩やかな回復は見込まれるが、欧州からの金融面、センチメント面での大きな影響がある場合には、政策を含めて局面が大きく変化することは頭に入れておく必要があると思う。

さらに中国経済の減速が次第に明確になってきている。公式GDP統計では高成長はまだ続いており、政府発表PMIではまだ50を余裕で超えているが、国内経済活動の実態をより確実に映し出すといわれる輸入、発電量、鉄道貨物輸送、石炭——これは洗炭だが——生産量、そして税収は昨年未頃より過去の指数トレンドからは目立って下押ししており、成長の屈折点を示唆している。内陸部のインフラ整備に成長のエンジンは移動し、中国の高成長が維持されるというのが従来からのメインシナリオではあるが、前回も申し上げたが、重慶の出来事は、この政治主導、インフラ主導の内陸部発展モデルが政治的にも経済的にも持続不可能であるということを示唆しているようにも思える。より根源的な人口動態の変化から、私はこうした変化はここ数年のうちに生じると考えていたが、それが早まっている可能性もあると思っている。

最後に、国際金融市場はかなり神経質な動きになっている。先程からお話もあったが、ギリシャのユーロ離脱は、「あり得ない」から「あり得る」へとパーセプションが変化している。しかし、これは極めて重要な点だと思うが、ユーロ圏内での金融取引の統合が進んでいる中で、そもそも金融統合ではこうした想定外のことが起こるとさらに想定外のイベントを生じさせる可能性が高まっていくと思う。信用で繋がっている短期資金市場でカウンターパーティー・リスクが著しく高まる可能性を無視できないと思う。さらに欧州情勢と間接的に関わるとされるJPモルガン・チェース

の「ロンドンの鯨」による多額のCDS取引による損失は、クロスボーダーで欧州情勢が即座に米国に影響を及ぼす interconnectedness から生じるリスクを示していると思う。確かにギリシャ経済そのものはユーロ圏経済全体からは十分に小さいものであるが、金融の世界では、小さな破綻が大きな影響を与えたノーザンロックのようなケースもあることには注意が必要だと思う。

最後にイランを巡る地政学リスクについて指摘しておきたい。これは昨日も申し上げたが、当座はP6+1——パーティ・オブ・シックス・プラス・ワン——の協議が進み、緊張は回避されるというのがメインシナリオではあるが、実態は問題の先送りになる可能性が高いということである。従って、米国大統領選挙の後に年末にかけて再燃し、エネルギー価格に影響が出る可能性があると思う。この点は、過小評価されているようにみえるので注意したいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以来、海外経済・金融情勢に下振れリスクが高まってきている。まず欧州だが、ギリシャ総選挙の結果を受けて同国のユーロ離脱の可能性が現実のものとして捉えられてきており、金融面で様々な動揺が起りつつある。再選挙の結果やその後の交渉がどうなるかという前に、足許での危機管理を中核国並びにECBがどう迅速、的確に対応していけるのかが問われていると思う。域内での資本移動の自由が保障されている統一通貨のもとでユーロ離脱の可能性が生じれば、預金者が預金を引き下ろし現金で保有したりドイツ等の銀行に預け替えたりすることは、極めて合理的な判断である。現状、ギリシャの銀行からの預金流出が続いているが、これが本格的なバンクランに繋がっていく恐れがある。本格的なバンクランが発生すれば、ECBは再選挙前でもLLRとして本格的支援を行うか否か決

断を迫られることになる。さらにスペインの銀行へのバンクランに波及していく惧れがある。スペインの銀行部門の信用に疑問符がついているもとの、スペインのソブリンの信認が揺らいでいる時に、スペイン中銀のLLRとしての能力が認められるはずもなく、ここでもバンクランが起きる必要条件是揃っている。

3年物LTROにより金繰りについては手当てがついているはずの銀行部門だが、一般預金の流出への備えが出来ている訳ではない。また、スペインのみならず、キプロス、ポルトガルなどでも発生する惧れがある。各国とも現地当局の力が弱く、ECBや中核国の政策対応が必須であると思う。金融面での混乱に対応することが出来れば、所謂コンテージョンの問題も抑えることが出来ることになる。私は、ECBも含めてユーロ当局にその能力はあり、要は実行の意思だと思う。若干楽観的かもしれないが、最後は落ち着くべきところに落ち着くと思う。

次に新興国・資源国だが、中核となる中国の現状は、第1四半期の成長率が前年比+8.1%とソフトランディングの方向にあるが、4月の電力消費量、3月の貨物輸送量の前年比は、昨年みられた2桁台の伸びから鈍化し、各々+3.7%、+7.6%となっている。また、2年連続で2割を超える伸びとなっていた税収も、4月は+2.6%と大幅に鈍化していることなどをみると、足許では世の中の想定より下振れしているとみられる。今後、政策発動等を通じて下支えされると思うが、欧州の経済が短期間に回復するとは期待できないもとの、米国の成長が続いていかないと苦しくなるのではないかと思う。NIEs・ASEANについては、このところ、少々明るさがみえてきているが、やはり中国、米国次第だと思う。なお、資源国については中国が明確に回復に向かうまで、軟調が続くとみている。

結局のところ、現状で期待出来るのは米国のみと思う。しかし、米国については年初の勢いが落ちてきており、2010年、2011年と続いた年初好調の後、勢いを失うというパターンを繰り返す懸念がある。その背景として、住宅関係のバランスシート調整の負荷が大きく、成長率は低位にとどまらざるを得ないのだという見方が有力である。しかし、私は日本の経験

した企業のバランスシート調整と個人のそれとはかなり違うのではないかと思う。前にも申し上げたが、企業の場合は投資などの支出に代えて借入返済を優先するということだが、個人の場合は収入を消費に代えて住宅ローンを繰り上げ返済するという行動を皆が取るとは考えられない。既に約5年に亘って新規住宅建設が極めて低水準で推移してきており、住宅価格には未だ反応が出てきていないとは言え、全体の需給の改善は確実に進展していると考え。不動産向け貸出もここにきて増加に転じてきており、ベースは徐々に良くなってきているとみている。欧州が何とか持ってくれば、相応の成長は確保できると考える。

そこでわが国の状況だが、内需については想定通り、あるいはそれより若干強めにきていると思う。一方、輸出・生産については、先程述べた海外の状況も反映して、若干足取りの重さを感じられる。現状、有効求人倍率が引き続き改善しているほか、所定外労働時間も増加傾向にある。緩やかな成長軌道に復して行く素地は出来てきていると思うが、いずれ政策要因が剥落していくこと等を勘案すると、足許の内需の勢いが続いていくためには外需の牽引がどうしても必要な局面になってきている。夏場の電力問題などリスク要因は種々あるが、まずは欧州に発するダウンサイド・リスクが、ユーロの中核国によりコントロールされ、当面、悪いなりに安定出来れば、これまでのシナリオの実現性が高まってくると思う。引き続き欧州情勢に最大の注意を払っていきたいと思う。なお、物価動向については前回会合の見方から変わっていない。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融経済の基調判断については、展望レポートから大きな変化はないが、欧州情勢の不確実性は高まっている。まず海外情勢である。欧州債務問題については、ギリシャの政治的混乱やスペイン金融機関の不良

債権問題等から緊張の度合いが再び高まり、周縁国の国債利回りが上昇している。また、短期金融市場は、ECBによる潤沢な資金供給のもとで不安定化はしていないが、ユーロのドル転コストがやや上昇するなど変化の兆しも窺われている。現時点では、これまでに取られてきた対策の効果もあって、金融市場に大きな混乱が生じている訳ではないが、政治情勢が混乱を深め、ギリシャ支援の枠組みの維持やスペインなど周縁国の財政再建の見通しが厳しくなれば、リスク回避の動きが一段と加速するとみられることから、成長戦略の今後の取扱い等も含めて引き続き十分に注視していく必要があると思う。

実体経済をみると、ユーロエリアの1~3月期のGDPは前期比横ばいとなったが、財政、金融、実体経済の負の相乗作用が作動しており、停滞感が強い状況に変わりはない。11日に欧州委員会が発表した経済見通しでは、2012年後半には緩やかな回復に転じるとの見方のもとで2012年の成長率を前年比-0.3%と見込んでいるが、ドイツ経済が堅調な一方で、周縁国の悪化傾向に歯止めがかかる兆しはみられず、今後の下振れリスクは強いと思われる。足許では、ギリシャやフランス等での選挙結果を受けて経済成長の視点も取り入れることを検討するなど、財政緊縮重視に修正の動きもみられるが、スペインなど財政赤字が目標値を上回る国では緊縮措置の継続は不可避であり、景気停滞のもとでの財政再建と構造改革の痛みが、相応の間、欧州経済の重石となっていくとみられる。

米国経済については、1~3月期の実質GDPは前期比年率+2.2%に減速したが、個人消費を中心に緩やかに回復している。足許では、暖冬による下支え効果の剥落から、消費、雇用とも改善ペースが幾分鈍化しているが、ガソリン価格高騰も一服するなど、企業や家計のマインドの改善は続いており、今後も緩やかな改善を続けるとみられる。また、設備投資についても、企業収益が底堅いことに加え、FRB貸出調査での商工業向け貸出需要DIも増加超幅を拡大していることを踏まえると、回復基調にあるとみている。ただ、家計のバランスシート調整圧力や財政緊縮の影響が残るもとで、経済全体の回復ペースは引き続き緩やかなものとみている。

新興国・資源国経済は、成長ペースが幾分鈍化しているが、全体としてみれば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、先般公表された4月の統計では、輸出入や生産など成長減速を示す計数が幅広くみられた。HSBCのPMIも引き続き50を下回っており、調整がやや長引いているように思う。この背景としては、欧州経済停滞に伴う外需減速に加えて、不動産過熱抑制策が緩和されていないもとで、民間不動産投資や耐久消費財の増勢が鈍化し内需が減速していることがある。とりわけ、日本企業が多数進出している沿海部の成長減速が目立っており、わが国経済への影響の観点からは注意が必要である。ただ、内需全体としてみれば、なお高めの伸びを続けている。足許、インフレ率が低下するもとの、実質購買力が回復していることや、既に消費刺激策や預金準備率引き下げが実施されており、財政及び金融面でのさらなる追加的な政策発動余地もあることを踏まえれば、夏場にかけて持ち直し、全体として高めの成長を維持することは可能とみている。NIEs・ASEAN経済については、世界的なIT関連財の在庫調整の進捗もあって、輸出・生産が持ち直しており、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から、成長率は次第に高まっていくものとみている。

わが国経済の基調判断については、展望レポートから大きな変化はないが、海外経済の影響を受けるダウンサイド・リスクが幾分強まっている点には注意が必要だと考えている。1~3月期の実質GDPは、個人消費や復興需要が牽引し、前期比年率4.1%と高めの成長となった。足許では、欧州経済の停滞に加えて中国経済の減速がやや長引いている影響もあり、輸出・生産はなお横ばい圏内の推移となっているが、引き続き内需は堅調であり、全体としては持ち直しに向かう動きが明確になってきている。需要項目別にみると、復興関連需要の本格化に伴い公共投資が増加しているほか、個人消費も、雇用環境が徐々に改善するもとの底堅く推移している。設備投資についても、企業の業況感に改善がみられており、緩やかな増加基調が続いていくとみている。先行きは、エコカー補助金終了後の自動車

販売の動向には注意が必要だが、全体的な内需の回復に加えて、新興国・資源国が牽引する形で海外経済の成長が再び高まるとみられることから、輸出、そして生産が徐々に改善し、緩やかな回復経路に復していくとみている。

一方で、実体経済のダウンサイド・リスクは幾分強まっている。海外経済については、欧州債務問題の再燃や中国経済の減速が長期化することに伴う外需への影響や、これが円高・株安を通じて企業や家計のマインドに与える影響には十分な注意が必要である。国内要因では、電力需給の不確実性が高まっており、これは当面の経済活動の制約となるだけでなく、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もあるので、注意してみていく必要があると考えている。

最後に物価である。原油等の国際商品市況が世界経済の減速懸念等から調整するもとの、企業物価指数の前年比はマイナスに転じており、当面はやや弱含むとみられる。生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比下落幅は縮小を続け、足許概ねゼロ%近傍で推移している。なお、従前大きく下落してきたテレビの価格が、2月の採用銘柄変更で前年比上昇に転じた後、引き続き前年比プラスで推移するなど、この面での下押し圧力が幾分和らいでいる。こうしたもとの、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、徐々に当面の目途である前年比1%に近付いていくとの展望レポートの見通しには変更はない。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

まず初めに、国際金融資本市場は、前回会合時と比べて欧州の政治経済情勢の行方が一段と不透明になったことで、不安定な動きを示している。投資家のリスク回避姿勢は強まっており、足許、国・地域によっては幾分

改善がみられるものの、世界の株価と主要先進国の国債利回りが低下基調にある一方で、欧州周縁国の国債利回りは上昇し、CDSプレミアムは比較的大きく拡大に転じている。この間、周縁国国債の格下げもあって一部欧州系金融機関の金融債のクレジット・スプレッドが上昇している。為替相場では円とドルの実効為替レートが上昇しており、特にドイツ国債の2年ゾーン以下の利回りが日本国債の利回りを下回ったこともあって、円は対ユーロで大きく増価している。ただし、主要中央銀行の金融緩和スタンスやドル流動性供給オペの継続もあって、短期金融市場やドルスワップ市場は落ち着いている。足許ではギリシャの6月再選挙と6月末までに融資条件としてトロイカに提出義務がある110億ユーロの追加緊縮策の行方を注視している。同時にフランスのオランダ新政権が選挙中に公約した財政再建策のクレディビリティと財政協定の再交渉の行方も、市場に影響を及ぼす要因として注目している。

以下、世界経済、そして日本経済の現状と見通しについて私の考えを申し上げる。まず、ユーロ圏経済だが、周縁国を中心に景気停滞が続いており、OECDは昨日2012年成長率の見通しの下方修正を行い-0.1%としている。域内全体の鉱工業生産、総合PMI、民間部門向け銀行貸出の伸び率がいずれも減少ないし低下し、失業率も上昇しており、厳しい状態にある。このような状況下で、欧州諸国は財政緊縮策によって内需縮小や銀行のデレバレッジが加速する問題と、だからと言って財政再建を怠れば格付け会社や市場から厳しい評価を受けて国債利回りが高止まりする問題の間でジレンマに直面している。最近のギリシャ、イタリア、スペインの事例から明らかなことは、国債の格下げは金融債の格下げに繋がり、それにより銀行の資金調達が困難になると市場による資本不足懸念が高まって、デレバレッジを余儀なくされる惧れがあることから、財政再建の手綱を緩めることは難しいと思われる。先行きに明るさがみえない状況が、緊縮財政への国民の反発を強め、オランダ、フランス、ギリシャの政局の変化、そしてドイツでも州議会選挙での野党社会民主党の躍進に繋がったとみている。本日5月23日の緊急EU首脳会議では、EU域内でのイン

フラ投資拡大等の景気拡大策を協議するようだが、実現すれば多少は投資・雇用の拡大につながるかもしれないが、財政再建は避けられないため、いずれにしても当面は景気停滞が続くとみている。

米国経済については、緩やかな回復基調にある。新規受注や企業の景況感については振れがあるが、IT、自動車産業を中心に生産は底堅いと感じている。企業業績は改善テンポが鈍化しているものの、増益企業も多いせいか、日欧株価に比べ下落率が抑えられており、企業・家計のマインドにとって然程マイナス材料となっていないようにみえる。消費については、賃金や労働時間が伸び悩んでいるものの、小売売上高や自動車販売台数は比較的堅調に推移している。また、足許ではガソリンや天然ガスの価格の下落が家賃や衣類等の価格上昇を相殺することでCPIが前月比横ばいになっている点は、消費者の購買力を引き上げるプラス要因になっていると思う。しかし、民間部門の雇用増加幅や労働参加率の低下をみても労働市場の回復力は弱く、住宅市場もまだ回復には時間がかかりそうなので、消費は緩やかな回復基調にとどまらざるを得ないとみている。

新興諸国経済については、減速感はあるが成長力を維持している。中国では、1月から4月にかけての鉱工業生産、固定資産投資、小売総額、輸出入総額、電力消費量いずれも対前年伸び率が低下基調にあり、しかも直近の4月は伸び率を一段と下げていることから、減速感が強まっている。特に貿易部門では、欧州を中心に外需の弱さと生産コストの上昇による輸出価格競争力の低下もあって、輸出の減速が鮮明である。しかし4月の製造業PMIは国家统计局とHSBCの両指標ともに上昇し——ただしHSBCは50を下回っている——、輸出の新規受注指数も改善しており、非製造業PMIについては両指標ともに50を上回っているので、景気減速に歯止めがかかりつつあるかもしれない。また、地域的にみれば貿易中心の東部沿海部の経済成長率が大幅に低下する一方で、中西部地区では資本ストックが乏しいため投資拡大の余地が大きく、都市化も進展しつつあるなかで経済成長率の低下は限定的である。今後は、内陸部が成長の牽引力となって所得の地域格差が縮小していくことで、内需型の成長へと経済

構造の転換が進んでいく可能性がある。こうした中、5月には省エネ製品向け補助金の支給、人民銀行による預金準備率の引き下げ、そして6月には証券取引所の手数料軽減によって株式市場を活性化する計画だが、政策余地が大きいため今後も経済活性化に向けた施策が取られる可能性も高く、今後の政策の動きとそれが成長に及ぼすインパクトをみていきたいと思うが、今のところ年内には成長率が幾分高まるのではないかとみている。他のアジア新興諸国では、内需が輸出の停滞を補うことでそれなりの成長を維持している。

わが国経済については、生産、資本財総供給、機械受注、実質輸出に弱さが残っており、企業マインド指標は総じて改善しつつも一部は悪化している。しかし、復興需要は既に本格化しており、海外経済も持ち直していけば先行きの経済活動は改善していくとみているが、今のところ外需が予想以上に弱い点には注意が必要である。個人消費については、雇用改善の動きや自動車の需要刺激策の効果もあって緩やかに拡大しているが、公的年金支給額の引き下げや賃金伸び悩みなどもあってか、消費者マインドが幾分悪化している点が気になる。とは言え、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明確になりつつある、という執行部判断で良いと思う。物価についてはゼロ%近傍で推移しており、最近の原油価格の下落が続けばその分だけ先行きの物価上昇ペースが緩やかになるとみている。

景気のリスク要因としては、先程も指摘した欧州情勢のほかには、為替動向や電力会社による電気料金の値上げと夏場の電力供給不足問題が、企業マインドと景気の下押し圧力になる可能性があるともみいる。物価のリスク要因については、欧州情勢の悪化による景気下押し圧力、原油価格の下落、そして円高方向への調整が進めば、当面、物価下押し圧力が高まる可能性を意識している。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

## 山口副総裁

内外の経済動向については、4月の展望レポートのシナリオに概ね沿って推移していると考えている。昨日の執行部の判断に違和感はない。それから既に大筋のところについては、審議委員方がおっしゃられたとおりだと思っている。そのうえで、このひと月の内外情勢の変化について、多少誇張した物言いになるかもしれないが、気になる点を幾つか述べておきたいと思う。

一つは、欧州債務問題である。われわれは、展望レポートを纏める段階でも、テールリスクは後退したが問題の抜本的解決には時間を要するとみていた訳である。ただ、その後の関係国の政治情勢の変化の背景にある各国の改革疲れとも言える反応などをみるにつけて、解決に向けての道のは想像以上に平坦ではないと受け止めている。ギリシャ問題に関して言えば、最終的にはギリシャがEUにとどまる形で落ち着くべきところに落ち着く——先程、石田委員が言っておられた表現と同じだが——というようにみているが、そこに至る道筋にはかなりの紆余曲折があると思っているし、落ち着きどころも、所詮妥協の産物にならざるを得ないということだろうと思っている。ギリシャにとっても、EU当局等にとっても、中途半端な結論ということになる訳であり、それだけに他の南欧諸国への伝播を完全に封じ込めることは難しいということだろうと思っている。欧州債務問題は、テールリスクの表面化をぎりぎり回避しつつ、先行きかなり長い期間に亘って解決に向けての険しい道のを辿っていかざるを得ないという感じをさらに強めているところである。

二つ目は、今の欧州債務問題と絡むが、国際金融資本市場についてである。市場は、今述べたようなギリシャ問題に加えて、スペインにおける金融システム不安の再燃もあって、このところ神経質な動きに再びなっている。グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まっており、その影響は日米欧の債券市場、株価、為替相場など広範囲に及んでいる。現在までのところ、銀行間の資金市場は、全体として落ち着きを維持しているが、こ

こにきて、長めのドル調達プレミアムが拡大するなど、気掛かりな動きもみられるようになってきている。欧州債務問題が先行き厳しい情勢を続けるというように考えると、グローバル市場の動きからは目を離せない訳である。また、そうしたもとの、各国の経済主体のマインド面、金融機関の与信態度、実体経済面など、グローバルに悪影響が及びかねない点もこれまで以上に注意が不可欠であると思っている。

三つ目は、海外経済全体である。海外経済の先行きに関する中心的なシナリオは、新興国・資源国経済が牽引する形で、成長率が徐々に高まっていくというものである。現時点で、こうしたシナリオについて変更しなければならないということではない訳だが、新興国の代表格である中国経済の動きは予想外に鈍いと思っている。欧州向け輸出の減少などから、実質GDP成長率は1~3月まで5四半期連続で低下している。最近発表された指標をみても、固定資産投資などの増加ペースは鈍化している一方で、インフレ率は低下してきており、思い切った金融緩和に転じて良い段階にきているように見える。政策当局は、労働需給の逼迫などを踏まえ、われわれが思う以上にインフレ率が再び上昇するリスクを警戒している可能性もある。仮にそうだとすれば、中国経済がソフトランディングを実現し、成長率を再び高めていくには、なお暫く時間を要するのかもしれない。

米国経済についても一言述べておきたい。中国経済に関する見方とは裏腹に、米国経済については、思いのほかしっかりしているように見える。この2年あまりの経験と比較すると、この時期の動きとしては予想以上にしぶといとみている。もとより、早いペースの回復を想定している訳ではないので、程度の問題と言えればそれまでではあるが、このところドル相場がそれなりに堅調に推移している辺りに、こうした感じは現れているのではないかと思っている。いずれにしても、中国経済の弱さを米国経済が十分補い得るとまで考えている訳ではない。この先、海外経済の回復をどの国、地域がリードしていくことになるのか、これまでのわれわれのシナリオに拘泥することなく、多少とも冷めた目でみる姿勢があっても良いのかもしれない。

四つ目になるが、わが国経済である。内需は引き続き底堅く推移している一方で、輸出の出遅れが目立つ。内需のうち復興関連需要については、当面、景気持ち直しの動きを支えていくことになるだろうということだが、個人消費についても、その持続性に疑問がない訳ではないが、政策効果だけではない自律的な力もそれなりに働きつつあるようにみえる。やはり問題は輸出がどうか、生産がどうなるかという点である。先程述べた海外経済についての若干の心配が、わが国経済の先行きに影を落としてくることにならないかどうか、回復するとしても内需と外需のバランスについて、これまでの見立てで良いのかどうか、こういった辺りについては注意が怠れないと思っている。

最後になるが、わが国の物価動向である。消費者物価は、国際商品市況の動きなどを反映してやや弱めの動きが続いている。私の見通し対比でも、微妙ではあるが、多少下振れ気味である。これから先の物価の展開、推移については注意深くみていく必要があると思っている。

以上、5点ほど、やや顕微鏡で拡大したような話をした感じはあるが、こういったことを多少とも頭に置きながら今後の情勢を点検していきたいと思っている。私からは以上である。

#### 白川議長

先月われわれは展望レポートを発表した訳であるが、今日皆さんと話をして、それから自分自身もそうであるが、敢えて自分達の気分の中を考えると、外需については少し足取りが重い、内需については意外に健闘しているという感じで、全体としてはこれまでの判断を大きく変えるようなものはなかったと思う。これをどのように表現するかは、最後のステートメントのセッションで議論したいと思うが、やはり最大のテーマは欧州債務問題がどのように世界経済、それから日本経済に影響するのかということであったように思う。これは色々なビジョンがあるので、ある特定の見方を皆でシェアするという事ではないが、皆さんが欧州問題について議論されたので私自身も欧州債務問題、あるいは国際金融資本市場の問題

をどのように感じているのかということをお願いしたいと思う。欧州情勢、あるいは金融資本市場は、再び神経質な地合いに入ってきたと思う。きっかけはスペインの金融システムの問題であったり、ギリシャの選挙であったりするが、昨年末、それから今年の2月とECBのLTROで時間を買ったということは皆認識していて、ファンダメンタルズが解決した訳ではないということも皆認識していた訳である。そういう意味では、今われわれがみているこの現象自体は、可能性としては意識していたと思うが、多くの人にとっては、やはり来たか、あるいは予想以上に早く来たという感じであると思う。市場の状況を全体的にみると、やはり投資家のリスク回避姿勢が強まっているように思う。これは株価の下落、特に金融セクターの株価下落、あるいは金融機関のCDSスプレッドの拡大にも出ているし、それから新興国の通貨、株式も弱く、一方でその安全資産選好でアメリカ、ドイツ、日本の国債金利が下がっているというところにそれが現れている。特にアメリカ、ドイツは既往最低の長期金利水準になっている訳であり、改めて投資家がリスク回避姿勢を強めているということを感じる。ただ一方で、この問題を考える時に一番キーとなるのは、私は資金市場であると思う。資金市場は、一部で長期のドル転コストの上昇ということがあり気付きであるが、総じて安定しているということは、これはこれで現状の評価としては意識しておいた方が良く思う。改めて欧州債務問題を考えてみると、ギリシャの統計のごまかしが発覚したのが2009年の秋であったので、あれから2年半経っているが、大きな流れで考えてみた場合に昨年夏からその年末にかけてユーロの崩壊ということをテールリスクとして皆が意識したその時との比較でみると、そうはいつでもテールリスクは後退しているという評価は、私自身は変わってはいない。というのも、ギリシャにはユーロから離脱するインセンティブがないということと、ユーロ圏の他の国もユーロの離脱を放置してそのことから生じる経済的、政治的コストがあまりにも大きいということで、色々な政治的な駆け引きは勿論あるが、しかし最終的には、石田委員や山口副総裁がおっしゃったように、最後は落ち着くべきところに落ち着くということに意思

が働くのだらうと思う。そのように考えると、そのテールリスクが表面化するリスクが今大きくなったというようには私自身は思っていない。ただ、同時に今抱えている問題は、これはユーロというマネタリーユニオンそのものに起因する問題であるだけに、この問題の解決は相当長く時間がかかるということで、共存せざるを得ないというように考えるべきであろうと思う。中央銀行からみて一番大事なところは、金融システムが不安定化することがあるかどうか、特にインターバンク資金市場が不安定化するかどうか、これがやはり非常に大事な鍵であると思っている。そういう意味では、ECBも含めてであるが、金融システムの安定をしっかりと維持していくということは大事であり、これは最大のキーであると思っている。それから本質的な解決策、財政の取り組み、競争力を引き上げていく取り組みといったものが必要である。そうしたことの組み合わせであるというように思っている。欧州債務問題については以上である。

中国経済、米国経済、あるいは日本経済については、皆さんの意見とそれほど違いがないので、私の方から敢えて申し上げることはしない。皆さんの方から追加的に論点を出したいということがあったら、どうぞおっしゃって頂きたい。私がみたところ欧州債務問題と米国経済、中国経済、日本の内需の底堅さの辺りがポイントであると思うが、どのトピックスでも結構であるので、どうぞご意見をお願いします。

#### 森本委員

昨日も色々話題になったし、先程も西村副総裁、石田委員から、中国の下振れ懸念について話があった。税込、貨物輸送、電力量など色々な指標からそういった面が述べられ、持ち上がってくるのが例えば年末位とか、時期的に若干後ろに行っているような感じであった。中国のトップも、これまではわりと安定成長、ソフトランディング的な形でみていたと思うが、4月の指標をみて、一国の首相が相当具体的に金融関係の貸出強化であるとか、インフラ投資の強化まで踏み込んだ言い方をしてきた。その限りでは、期待も込めてではあるが、必ず実現していくのではないかと私は思っ

ている。何よりも物価が安定しているし、OECDも参考値であるが8.2%位を見通しているようである。行政のトップがここまで踏み込んで言う限りは、必ず実現されるのではないかと、私自身はそう思っている。

白川議長

今の中国経済については如何か。

西村副総裁

それについては、全然異論はない。私が言いたいのは、もう少し長期的な話である。多分、温家宝首相があれだけのことを言っているので、かなりのものを出してくるだろう。要するに、簡単に言えば、それに対する効果が段々減ってきている。つまり、4兆元やった時は凄く大きな効果があったが、それに比べれば効果は段々下がってくると思われる。その下がっていく時に、さらにやらざるを得なくなってくるのが、今後大きな問題になってくるのではないかと思う。弾むボールの話をするに、要するに、中国はハイプレッシャー経済で、基本的には今まではガス抜きで経済を動かしてきた。ところが、段々、特に沿岸部から内陸部に移るにつれて、インフラとなると少し大きさが違うが80年代の日本の箱物と似たような動きになってくる。そうすると、自律的なプレッシャーではなく、外からのプレッシャーになる。そういう形になると、段々プレッシャーが小さくなる。そうすると、緩めることで出てくるものは、段々減ってくる。そうすると、さらに税を使った色々なものが出ていくことになる。それは、やはり色々なところで、実はみえないところで相互に持ち合っているので、そういうところに影響が出てきて、そのためにダウン・ザ・ロードで問題が生じることになっていくのではないかと思う。だから、短期的には、ハードランディングはなかなか考えにくい、どの時点か分からないが将来に対してかなり大きな影響が出てくるのではないかと思う。

石田委員

私も対策を打てば響くと思う。ただ昨日も言ったが、従来と随分違うと思うのは、窓口指導を緩めればばっと金が出る国であり、かつ裏には闇金などもあって、元々、表のお金であれば実質金利もマイナスであって、借りれば借りるほど良いという状況であったが、それが、借りても割りに合わないというような形で、あまり借りないとするとか何か気持ち悪いなど感じる。それが、短期的なものなのかどうか。いずれにせよ、お金が出れば借りると思うが。

森本委員

確かに効きにくくなってきているのは、事実だと思う。インフレ懸念とか、不動産関係でおっかなびっくりという感じがしないでもないというところもある。ただ、年末にかけて持ち上がっていくという姿は、あの国としては政治的にも受け入れにくいのではないかと思う。だから、もっと急がないとならないということで、ここまで踏み込んだ具体的な指示という形で表われてきたと思う。従って、「新興国・資源国が牽引する形で、2012年度前半には」というわれわれのシナリオそのものは、時期的な問題としても何とか大丈夫ではないかと思っている。

白井委員

私も皆さんと意見が大きく変わる訳ではない。政策の効果に期待している面で少しプラス的な言い方をしている。銀行の融資の話が出ているが、貸出総量規制だけではなく、色んな預貸率などの規制もあるので、そちらの方が効いていて、直ぐに出ない面があるかもしれない。温家宝首相が以前から言っているように、私も中小企業に注目している。融資をみていると、国営とか大型の企業には融資が回っているが、中小企業にはお金が回らないことが問題である。商業銀行では、中小企業に対する貸出金利のスプレッドがかなり高く、預金を持っていなければならないというような注文も付けるそうだ。実際、中小企業が銀行から借りる時の負担は相当大き

いと聞いている。今までは、シャドバンクがあってそこが融資をしていたが、沿海部では不動産の価格が下がっているために借入が難しくなっているのかもしれない。今後の中国については、中小企業への金融がどうなるかということと、沿海部の貿易産業がかなり厳しい中でどのように再編が進むかに注目している。

#### 山口副総裁

中国については、分かりにくいことが多くなってきたと思う。成長ポテンシャルの屈折点を迎えているのかどうかについて、様々な議論がある。それを今の段階で、決め付けるのはなかなか難しい。元々、リアルタイムで把握することが難しい性格のものなので、経済実態がどのように動くかを良く見極めながら判断すべきであろう。私の基本線は、森本委員がおっしゃった線である。そう遠くないうちに中国は上向きに転じてくるとみている。それがリード役の一角となって、世界経済を押し上げていくという基本線は、私も森本委員と同じように理解している。ただ、先程、誇張して申し上げたのは、「本当にそうなのか」という思いがあるからである。少し議論したいのは、西村副総裁や石田委員が言われたように、1単位当たりの政策効果が出にくくなっているとすると、それは何なのかということである。われわれが考えている以上に、インフレが有する社会全般への悪影響について政策当局の懸念が強かった結果として、当局の引き締めが強力なものとなった可能性はあり得る。そこから抜け出していくスピードについても、物価上昇に対する懸念が強いだけに、慎重にならざるを得ないという面があるのかもしれない。だから、方向転換を明確にするという意思決定さえできれば、そこからの動きは速いのではないかと思う。ただ、その際に、西村副総裁や石田委員が言われたことがあるとすると、実際にはなかなか思ったような景気回復のスピードが実現しないということになりかねない。その辺は、どのようにお考えか。

## 西村副総裁

二つある。一つは、中国経済が 2000 年代に民営から国営に移ったことが非常に大きく影響している。要するに、中小のインダストリアル・ベースが毀損とまでは言わないが伸びが非常に落ちた。国営経済になってしまったため、金の流れもそのような形になっている。例えば、今、民営化にいききたいとしても、いきなり民営にお金流れにくいということが出ているのではないか。一つの例は、緩むという点ではかなり緩んできているはずであるが、そのわりには上海での住宅販売などが急速には回復していないというようなところにそうした流れが出ているし、逆に言えば、温州のスペキュレーターの潜在的な力が非常に落ちてきているということと絡んできている。そういう意味で、今は中国の中で色々な議論があると思うが、世界銀行と発展研究センターであったように民営化に再び進んでいかなければならないが、今まで逆方向にきていたので、急にそれをやれと言ってもできない。そういう意味で、もし良い方向に向かったとしても、やはり力は弱いと思う。

もう一つは物価である。中国の物価指数は、最も信頼されていないものの一つであるので、中国のサーベイデータを使うケースが多い。サーベイデータをみている限りでは、足許は少し改善しているが、実感としての物価の上昇率は高いと思う。実際上のインフレ率は 3%とかそういうものではなく恐らくもっと高い。上海では「実感的には 10%」と言っている人もいる。そういうことから考えると、トップの人達には、4 兆元をやった時のような政策の急転回は非常に難しいと思う。そういう意味で、今回の場合は「安定成長を基本とする」と「安定」が付いていることが重要だと思う。私は劇的な変化はないと思う。

## 石田委員

あとは、循環的な要因で考えても、外需のインパクトはかなり大きいと思う。日本も、外需自体の GDP に占める比率は小さいが、最後はそこにくる訳である。中国も、本当に活躍している企業の中心は外需にあると思

う。波及効果はかなり大きいと思うので、欧州の輸入が少し増えたり、あるいは米国がもう少し噴かせば、雰囲気はがらりと変わるような気がする。

白川議長

皆さんが中国に関する感想をおっしゃっているのですが、私も申し上げたい。国際会議で、中国の説明を聞いていると、いつも完全に自分の頭の中で腑に落ちる説明はないというのが率直な感じである。ただ、受ける印象としては、先程、西村副総裁がおっしゃったことと同じで、中国の当局者はやはりインフレを心配している。それも、多分、公式統計ではなく、人々が感じているインフレに対する不満が、最終的に中国政府・中国人民銀行の政策スタンスに表われていると感じることが多い。その中国において、先程、森本委員からも言及のあった4月の温家宝首相の演説になっていることからすると、大分切り替えたと思う。私自身は、短期の景気については、どちらかと言うと、森本委員の感じに近い。皆さんが意識していることでもあるが、私自身の懸念は、投資は支出されるまでは需要であるが支出された後は供給になり、これだけの勢いで固定資産投資が増えてくると、その問題は、ちょうど米国がITバブル崩壊後、住宅投資で景気が良くなったことと同じような問題になってくる訳である。短期ではないが、それだけ蓄積している不均衡は大きくなっているのだと思う。短期の問題ではないかもしれないが、いつその長期が来るのかは気になる。

随分、中国経済に議論が集中したが、日本の内需が少し強いと思われる。先程、西村副総裁から、消費はどのカテゴリーも——サービスについても——強いとの言及があった。内需について、追加的なご意見があれば、どうぞ遠慮なく言って頂きたい。

石田委員

デパートでは、夏物のバーゲンの期間とか生産について、生産業者と握って堅い対応をしているとの新聞報道があったが、そのようなものはここ暫くでは初めてである。そのようなところに基調が現れてきているよう

な気がする。

山口副総裁

個人消費については、昨日、前田調査統計局長が幾つかのことを指摘してくれた。それ自体はもっともだと思いついて納得しかかっているが、なぜ雇用・所得環境がこういう状況の中で、個人消費がこれほどしっかりしているのか、あるいはしっかりし続けるのかについて、正直まだ腑に落ちていないところがある。例えば、今年の震災後のペント・アップ・デマンドであれば、前田調査統計局長自身が言っていたように、それがいつまでも続くことはなく、それ自体はそろそろ減衰しつつあると考えた方がよい。それから、政策効果についてもこの秋頃までで途切れてしまうとすると、そう多くは期待できない。もう一つ、高齢者需要も含めて、需要と供給がマッチするような企業サイドの努力が色々出てきているということもあるとは思いますが、それが強い消費を促す力になっているのかについて確信が持てない。どこかで外需の起動力が働いてこないで、エンジンなき国内経済の回復過程ということになり、長続きしないのではないかと気がする。

石田委員

私も団塊世代であるが、昭和44年入社位から急にそのような方が増えている。その方々が、今、退職金をもらっている。退職金の額をグロス・アップすると、貯めるにしろ総所得が、昨年、今年当たりから、トレンド線より上にいっているかも知れない。もらってしまうから、将来は大変だが。

山口副総裁

やはりそれは使うのか。

石田委員

糟糠の妻もいるので、少しは使う。そういうものがあるのではないかと。

## 西村副総裁

それから、あまり指摘されてないが、毎勤の労働投入をみていると、リーマン・ショックの前までは、大企業が結構伸びていた。それ以降は、大企業が大きく落ちて、中小企業の方が比較的大企業よりも伸びが高い。それには、最近の製造業、輸出、大企業の弱さに対して、内需、国内、中小企業の非製造業の相対的な強さが何かしら影響しているように思われる。われわれがみている動態統計は大企業が多いので、大企業の方からみてしまうし、製造業により大きなウェイトを置いた見方をしているという印象がある。今までは、あまりにも非製造業・中小企業が悪かったのが最初から駄目と考えていたが、そうでもない。特に、介護などを含めて何かしら出てきているように思う。これは、ウィッシュフル・シンキングになる可能性があってよく分からないが、それは宮尾委員が言った設備投資にも結構出てきている。

## 宮尾委員

設備投資関連では、前回の法人季報をみると非製造業・中小企業が非常に強かった。これには、サンプル調整の歪みがあるかもしれないということであったが、しかしそれを差し引いてもかなり強かった。そういう意味では、非製造業・サービス業でこれまで取り込めていなかった、あるいは発現してなかったサービス関係の需要が、ベースで効いてきているという印象を持っている。

## 白川議長

米国経済について、石田委員が今日も言っておられた家計のバランスシート調整の件だが、進捗の度合いを一つの尺度で測る訳ではないが、私自身、日本の企業のバランスシート調整について、貸出がいつピックアップしてきたかと重ねて考えてみると、やはり家計部門への貸出、あるいは不動産関連、住宅への貸出がどうなっていくかが、一つの大きなポイ

ントであると思う。そういう意味で、微細にみると、少しずつ増えていると言えなくもないので、家計のバランスシート調整について、以前よりは少し見方を修正しつつある。

白井委員

家計のことで、少し話が飛ぶが、欧州についてである。先程の石田委員の話の中で面白いと思ったのは、日本の過去のレバレッジが高かったところは、どちらかと言うと企業で、今の米国は家計ということであった。昨日、OECDが出した指標の中に、日本、ユーロ圏、米国の家計債務のGDP比がある。日本も少し減ってきているが、米国ではGDPの20%ポイント位も減っている。ユーロ圏は殆ど変わってない。OECDも「家計のデレバレッジは進んでない」と表現している。なぜ米国が進んだかというのと、やはりノンリコースということが大きいと思う。その結果として、ユーロ圏に比べて、米国は家計の債務の調整は意外に進んだかもしれない。一方で、住宅が大量に市場に出たため、価格が下がってなかなか上がらないという問題が生じたので、どちらが良いか分からない。欧州はなかなか出ないために、スペインなどでも価格はそれほど下がらなかった。どちらが良いかはなかなか分からない面があるが、米国は、家計の債務が減っているという意味で、少し進んでいると思う。

白川議長

ただ一方で、自分自身は、それに対してそうではないという議論があると思っている。確かに借金は減っているが、ノンリコースで借金が減った人が、本格的に何か新しく需要できるかというのと、やはりアクセスできない訳である。借金が減って次の支出に向かうというのが通常の設定であるが、米国の場合、必ずしもそうならない可能性があると思う。

石田委員

ストリートには居られないので借家に入る。そうすると家賃を払う。そ

れはある意味、借入のインスツルメントと同じであり、そういう意味では同じである。

白井委員

米国では、コンシューマー・ローンの伸びが少し良くなっている。欧州で殆ど停滞しているのと比べると良くなっている。

白川議長

そこは違いである。

石田委員

ただ、昔みたいにセカンド・モーゲージを借りてまで使おうということはない。

白井委員

それはない。

西村副総裁

米国の場合、基本的に polarization が進んでいるので、持っていて above water の人達は良くなってどんどん借入を減らしている。ところが、ネガティブ・エクイティの人達は借り換えもできないので、そのまま残っている。

石田委員

ただ、それは資産査定の問題であって、キャッシュフローで考えたら、元々、ポジティブなネットワースでもインスツルメントは同じである。だから、エクスペンディチャーというキャッシュフローで見れば、全く同じである。セカンド・モーゲージができるかどうかだけである。あとは、気分の問題である。

白川議長

他にあるか。では、一旦ここで休憩を取りたいと思う。

(10時14分中断、10時24分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは再開する。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。それでは宮尾委員からお願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について申し上げる。企業の資金調達環境の面からみると、総じて緩和の動きが続いているということで良いかと思う。運転資金や企業買収といった資金需要増加の動きがみられる中、金融機関の貸出スタンスは引き続き緩和的であり、借入金利も低水準で推移している。C P・社債の発行環境も概ね良好な状況で推移している。こうした状況のもとで、銀行の貸出残高も前年比プラスを維持しており、緩やかな増加基調が確認できる。

次に、実体経済へ影響を及ぼす金融資本市場動向についてである。これは前半のラウンドでも皆さん言及されたが、例えば為替レートは、前回会合時と比べて幾分円高方向に推移しているし、株価に関しても、T O P I Xでみると、現在720~730程度と前回会合時の800程度を大きく下回って推移している。また、株安に呼応する形で先進国の国債金利も総じて極めて低い水準で推移している。こういった動きは、欧州情勢の悪化などを受けてリスク回避の流れが強まった結果と解釈できるかと思うが、こうした動きが一時的なものにとどまるのかどうか、企業収益やマインドの悪化を通じて実体経済へ悪影響を及ぼすかどうかという点について、今後とも

慎重に見極めていく必要があると認識している。

インフレ予想については、足許、家計やエコノミストの1~2年先の短期の予想インフレ率は、若干であるが0.1%ポイント程度上昇している。一方で、特にエコノミストによる今年度と来年度のインフレ予想はそれぞれ0.1%、0.2%で推移しており、私共の中心見通しと比べると、なお低い点にあるということは注意が必要であると認識している。この点は、前回会合でも申し上げている点であるが、短期の予想インフレ率がなかなか立ちあがってこない、言い換えるとわれわれの物価見通しに対する信認にもかかってくるので、そういった状況が続くと、現状1%程度で落ち着いている中長期のインフレ率に収束していく力が弱まるというリスクに繋がる。また、そういった状況が続くことは、アンカーそのものを下振れさせるというリスクにも繋がるため、引き続き十分な注意が必要と認識している。

金融政策については、前回会合において、非常に思い切った強力な金融緩和を実施した。もう一度振り返ると、長期国債の10兆円増額を含め基金を思い切って増額したこと、買入対象とする長期国債、社債の残存期間を1~3年へと延長したこと、年末に残高を65兆円とした後さらに半年かけて残高70兆円まで積み増すという非常に強力な金融緩和を実施した。こういった措置は、これまでの累次の金融緩和と併せ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくというパスを確実にしていくことが狙いであり、足許ではその効果をしっかりと見極めていきたいと考えている。

そう申し上げたうえで、前半のラウンドでも議論になったが、足許の欧州情勢など海外経済を巡るリスクが高まってきており、国際金融市場においてリスク回避の流れが強まっている状況を踏まえると、今後の経済・物価情勢への見通しが大きく悪化するリスクも排除できない。そのため、いつもの心構えではあるが、これまでの緩和効果をしっかりと見極めつつも、同時に今後必要と判断される場合のあり得べき措置についても、様々な選択肢を予め排除することなく、適切な対応を講じられるよう備えておく必

要があると認識している。以上を申し上げた上で、次回会合までの金融調節運営ならびに基金の運営については、現状維持が適切であると考えている。

最後に、この間の札割れについて一言申し上げる。金融調節運営における札割れについては、これまで散見された6か月物の固定金利オペに続き、1～2年ゾーンの国債買入れオペなどでも発生してきている。この背景には、市場におけるリスク回避の流れが強まり、例えば2年物の金利が一時0.1%を下回って低下するなど国債需給が一段とタイト化したことがあるとみている。いずれにせよ、執行部におかれては、今後の基金の残高を積み上げていくに際し、これまで同様、工夫を凝らしつつ、市場動向を踏まえた機動的な対応をお願いしたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁をお願いします。

西村副総裁

国内金融市場では、前回会合の資産買入基金の量の拡大と構成の変化を反映して、債券市場で短中期ゾーンを中心に金利がさらに低下している。長期ゾーンでは、米長期金利の低下の影響も加わり、10年新発債流通利回りも昨年10月の包括緩和直後の水準まで低下している。金利反騰リスクについての潜在的な警戒感は根強いが、当面は昨秋のような海外での目立った金利上昇が生じるリスクは比較的小さいと考えられており、差し当たって金利上昇の強い懸念とはなっていない、短期金融市場でも無担保コールは0.08%台、GCレポ市場金利はほぼ0.1%台で安定し、資金余剰感はかなり強い状況が続いている。短期金利の低下、そして先高観が影を潜めているために、共通担保資金供給オペ6か月物や短国、残存期間1～2年の長国買入オペ等で札割れが生じている。

国内金融環境については、マクロ的にみて、需給ギャップの縮小が進んでおり、ゼロ金利の制約から政策金利をこれ以上下げられないことから生じる負の影響の度合いは、かなり小さくなっていると考えられる。新しい

データではないが、改めて日本公庫の中小企業資金繰りサーベイをみても、4月に3%ポイントの「緩い」超になったが、これはこのところ前例のない「緩い」超幅である。公募社債の発行も電力債抜きで平年並みを維持し、銀行貸出も昨年の一部電力向け融資急増の裏で伸び率は低下しているものの、プラスを維持している。以上を考えれば、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」という判断で良いと思う。

他方、為替市場・株式市場では国際金融市場での欧州周縁国問題の再燃から、神経質でリスクオフの動きが強まっている。そのため、円高修正の動きは一服し、株式市場、REIT市場ともに下落している。国際金融市場の動きについて追加すると、金融危機予防のための規制が現実化しつつあり、それが現在進行中のレバレッジの解消を加速する可能性があることにも、気を遣う必要があるかと思う。欧州における不良債権処理の問題は、スペインの例について言及したが、米国においても商業融資、特にCMB S等の商業不動産分野は今後12~18か月に満期を迎える融資が多く、この場合、商業不動産市場の急回復がみられないときは、今後は不良債権が顕在化する可能性もなきにしもあらずである。また、金融機関の格付けを引き下げる動きが表面化している。以上から、わが国の金融環境は緩和の動きが続き、金融市場は安定はしているが、国際金融市場との関係の深い市場では足許不確実性が高まっていると言わざるを得ない。

次に、CPIインフレ率の目途1%達成へのモメンタムという観点から、足許の物価の動きを評価したいと思う。3月全国CPI（除く生鮮）は、前年比プラス幅を拡大し0.2%となった。4月速報が利用可能な都市をみると、4月に0.2%反落した東京を例外として、総じて4月は横ばい傾向にあり、4月全国は、若干の伸び率の縮小あるいは横ばいの範囲内で推移すると考えている。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考えられるので、現在のエネルギー価格の下落が続けば、前回対比若干のインフレ下振れ要因となると考えられる。しかし、第一ラウンドで述べたように、年末にかけて地政学リスクが高まる可能性が高いこと

を考えると、現在のエネルギー価格低下は暫くは続くがその後反転すると考えられる。加えて、エネルギー価格の影響を除いたとしても、前回述べた企業の価格決定力の回復、最近の需要構造変化に対する供給側の効果的な対応により、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現実に出てきていると思うので、2012年度のCPI（除く生鮮）がプラス基調になるというメインシナリオを変える必要はないと思っている。しかしながら、全体としてモメンタムが後ずれしている可能性は少なからず出てきている点には、注意しなくてはならないと思っている。

次に、金融政策運営方針である。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、前回の追加緩和で「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たかどうかについては、まだ不確実な状況にある。加えて、海外経済情勢、国際金融市場に不確実性が再び高まっている。さらに、企業や家計の投資・消費意欲がこのところこうした海外経済情勢や国際金融市場の動向にセンシティブになっている点も考慮する必要がある。しかしながら、ごく足許の欧州情勢は流動的であり、米国の経済データについても今後重要な統計が発表されることを考えれば、モメンタムがどうなるかについての判断は、少なくとも次回会合まで待つのが望ましいと考えている。従って、次回会合までの金融政策は、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と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、デフレからの脱却のために必要な成長基盤強化に資する資金供給を方針どおり進めていくことが重要であると考えている。ただ残念ながら、金融経済情勢の不確実性は高まったままであり、海外ではこの後の欧州及び米国情勢の展開次第、また国内では財政再建の見通しの行方次第、また物価情勢の展開次第では、現在の政策のあり方をもう一度見直す必要が出てくるかもしれないと考えている。以上である。

白川議長

それでは石田委員をお願いします。

石田委員

前回会合以来、ギリシャのユーロ離脱リスクの高まりとともに世界的にリスクオフの局面となり、株式等リスク資産が下落するとともに、米・英・独・日本の国債利回りが低下している。また、ユーロに加え新興国・資源国通貨が売られ、ドル・円・ポンドが買われる展開となっている。

国内金融市場では、本行の金融緩和の推進により緩和の動きが続いている。足許では、2年物国債の利回りがほぼ0.1%近傍にまで低下してきている。これにより2年以下のオペに札割れが出て来ている状況にある。包括緩和の目的が、各種リスク・プレミアムの圧縮や長めの金利の低下を通じて景気を刺激して行くというものであることから、札割れが発生すること自体、政策効果の証しであるとも言える。しかし一方では、市場の政策に対する関心はその当否は別にして、もっぱら枠全体の金額にあるとも言えるのも事実である。今後逐次買入れを増加するとともに市場の緩和度合いが高まって行く環境にあることから、もし今後も札割れが続くということになると、残高消化についての懸念が出て、緩和政策の効果を減じかねない懸念がある。

現在、わが国の景気は横ばい圏内から回復過程へ移行していく肝心な時期にある。現在の緩和政策を着実に進めて行く必要があり、既に事務局において検討されていることとは思うが、オペのやり方あるいはタイミング等種々の工夫を講じて入札の円滑な運営を何としても図ることが一段と必要になっていると思う。

なお、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と考えている。以上である。

白川議長

それでは森本委員をお願いします。

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で、緩和的な状態が続いている。金融市場では、長短金利とも極めて低水準で推移しているが、前回会合での追加緩和の決定やリスク回避の動きを受けて、短中期ゾーンを中心にさらに低下圧力が加わっている。こうした環境下、詳細は省略するが、企業の資金調達コストは緩やかに低下しているし、企業の資金繰りも総じて改善した状態が続いている。

この間、為替市場をみると、欧州情勢の不確実性の高まりに伴うリスク回避の動きに伴い、特に対ユーロで円高方向に推移している。こうしたもとで、株価は世界的な株価の弱さや為替円高が重石となり 1 月下旬の安値水準にまで下落している。こうした円高・株安は、企業収益や企業・家計のマインド悪化を通じ、回復傾向が明確になりつつあるわが国経済の制約要因となることが懸念されるので、その動向には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。

海外経済の不確実性が高まっているが、わが国のデフレからの脱却、物価安定のもとの持続的成長経路への復帰は、成長力強化の努力と金融面からの後押しの双方にしっかりと取り組むことで実現されていくものと認識している。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、成長支援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っている。

資産買入等の基金については、前回会合で決定した追加緩和に沿って買入れを加速させており、緩和効果は一段と浸透しつつある。そうした潤沢な資金供給のもとで、足許では 6 か月物の固定金利オペや短国オペに加えて、国債買入れでも輪番の残存期間 1 年以下のゾーンで 2006 年以来、ま

た基金の1年以上2年以下のゾーンでも初の札割れが生じるなど、その発生頻度が高まりつつある。また、社債買入れでは、対象年限拡大により応募倍率が高まる一方で、1先当たりの上限に抵触する銘柄がみられるなど、残高を積み増す上での難しさが生じつつある。これらは金融環境が相当に緩和的な状況に達していることの証左ではあるが、強力な金融緩和を一段と浸透させていくためには、基金で予定した残高を着実に積み上げていくことが大切である。市場の資金が潤沢にあるもとの難しい局面もあると思うが、今後も波及効果を見極めながら市場動向を注視し、必要に応じて国債買入れの年限別オファー額やオファーのタイミングなど運営面での工夫をしながら、買入期限までに着実に積み上げていくことが重要である。

この間、現在の国債買入れペースは、成長通貨オペと合わせて月間3.9兆円と多額に上っていることに加えて、海外経済の不透明感の強まりに伴うリスクオフの動きもあって、例えば10年債利回りは一時9年振りの水準に低下するなどしており、イールドカーブもフラット化している。こうした状況下で、金融機関は危機管理を強めながらも収益確保のためにデュレーションを長期化させており、利回りが何らかのショックを契機に反転上昇する場合の影響には細心の注意が必要である。そうした中で、本行の国債買入れが、万が一にも財政ファイナンスととられることがないよう、国債買入れの位置付けについては引き続き機を捉えて丁寧に説明していくことが重要だと思う。

なお、3月に拡充した成長支援資金供給については、民間企業や金融機関から活用していきたいとの声が聞かれている。特に米ドル特則については、都銀に加え地銀の一部から、企業の海外需要取り込みの活動を支援していきたいとの意欲も聞かれ、ABL特則等を含め、引き続き周知に努めると共に利用状況をよくウォッチしていくことが必要だと考えている。以上である。

白川議長

それでは白井委員お願いします。

## 白井委員

短期金融市場は、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もあって余剰感が強い状態が続いている。このため、3か月物固定金利オペの応札倍率が低水準で推移しており、6か月物オペも札割れが生じている。また、欧州情勢の緊迫化によって国債への需要が高まっていることから、最近では資産買入基金による残存期間1～2年物オペといわゆる輪番オペでも1年以下のゾーンで札割れが生じている。資金余剰感の強い中でオペの札割れ状況が今後どのように推移していくのか、同基金による資産買入れペースを含めて注目している。なお、ドル資金市場は落ち着いており、日本銀行の米ドル資金供給オペへの応札がほとんどない状況が続いている。

企業金融については、CP・社債発行レートは電力銘柄を除けば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、被災地の運転資金と生産設備復旧、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が縮小傾向にある。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。

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増価している。ドル／円相場は80円前後でとどまっており、昨年と比べればまだ円安水準にあるが、日米2年物金利差で説明される水準よりはやや円高に振れている。いずれにせよ、この間の動きが、日本銀行の金融スタンスの緩和とコミュニケーションの明確化を反映しているのか、輸入の増加により貿易黒字が伸び悩んでいるからなのか、あるいはその両方の要因によるのか等について、引き続き投機筋や実需の動向を見極めていきたいと思う。欧州問題のわが国への影響は、貿易チャネル、金融チャネル、為替チャネルのなかで、為替チャネルを介した影響が最も大きいと考えられるので、今後も二大安全通貨とみなされる円とドルのそれぞれの実効為替

レート、および円の対ドル相場の動向を注視していきたい。為替相場の動向は企業マインドに影響を及ぼすと思われるが、現時点の企業の景況感の現状と先行き判断に関する指標では、調査が幾分円高に振れる前に実施されたものが多いので、今後の企業の景況感の動向とその動向が持続していくかに注目していきたいと考えている。

わが国の株式市場については、欧州問題、一部米国経済指標の予想対比下振れ、円安の不服感が重なって、足許の株価は前回会合時の水準から大きく下げている。株価の下落は、企業・家計マインドを下押しする可能性があるため、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。

以上より、次回会合までの金融市場調節方針は、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。また、資産買入等の基金の残高は現在 51 兆円ほどで、目標の 70 兆円の達成までにまだ 19 兆円ほど残っている。今後も、ETF や REIT を含めて買入れを進めていくので、こうした金融緩和の効果も徐々に出てくるものと期待している。とはいえ、ギリシャ情勢は6月の再選挙と新政権が発足する予定の7月が重大局面となると思われるので、しばらくは国際金融資本市場が不安定な状況が続くとみている。このため、細心の注意を払いながら、わが国の経済・物価情勢の分析を進めていきたいと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは山口副総裁お願いする。

山口副総裁

最初に金融環境からお話ししたい。国際金融資本市場では神経質な動きがみられているが、わが国の金融環境は緩和の動きが継続中である。短期金融市場は極めて安定しており、長めの金利も足許にかけて低下している。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続いている。

次に、当面の金融政策運営と金融調節に関して三点述べておきたい。まず、われわれの金融緩和の評価についてである。前回会合以降、国債利回りは、2年物だけでなく、3年物も0.1%近傍まで低下している。5年物など、より長いゾーンへの滲み出し効果も窺われている。貸出金利全般への波及効果が確認できるまでには、今しばらく時間を要するが、とりあえず、第一段階としての金融市場への働きかけについては、目論見どおりの効果を発揮していると言える。ただ、ここまで金利が下がってくると、今度は逆に、先行きの金利の反転上昇のリスクが心配になってくる。われわれは、この十数年のうちに、長期金利が大きく低下した後、短期間に金利が大幅に反転上昇するケースを何回か経験している。0.8%という金利水準を、潜在成長率、予想物価上昇率、リスク・プレミアムで合理的に説明することは難しいとみている。グローバル投資家のリスク回避姿勢などその他の要因が、金利水準を不合理に歪めている可能性もないとはいえないと思っている。勿論、この先も金融緩和が必要となれば手を打つことに躊躇すべきではないが、長期金利の反転上昇リスクは、国債の格付けが引き下げられたことも踏まえると、従来以上に念頭に置いておく必要があると思っている。

二つ目は、最近の札割れについてである。先日、基金による長期国債の買入れと、銀行券需要見合いの国債買入れオペ、所謂輪番オペについて札割れが生じた。市場では、これらの札割れについてあれこれ取り沙汰されているが、われわれとしては、大胆に金融緩和を進めていけば札割れが発生することは十分に認識していた。であればこそだが、前回会合において固定金利オペの減額や国債の買入れ対象年限の延長などを決定したのも、そうした認識に立ってのことである。そうはいっても、市場の資金需給などを考えると、6月後半にかけて札割れがかなり増えることはまず間違いないと思っている。そうした際に、どのように調節上工夫していくのかについては、これからしっかりと検討を進めていくことが大事であると思っている。

最後になったが、三つ目は、次回会合までの金融市場調節方針および

基金の運営については、現状維持が適当と思っている。私からは以上である。

白川議長

まず次回会合までの調節方針であるが、私も含めて全員、現状維持ということである。

先程来の皆さんの議論を聞いて、私からも何点か申し上げたい。まず、札割れについては、昨日の執行部の説明にもあったとおり、札割れが発生していることの背景であるが、一つ目は、当該ゾーンの金利が一段と低下しているということで、強力な金融緩和を日本銀行が行っていることのみさにその証である。二つ目は、欧州債務問題に伴う安全資産選好として国債が買われているということであると思う。この背景を考えると、札割れには一時的な要因も働いているというように思う。勿論今後も続く要因もあると思うが、こういう札割れが現実が発生しているということで、どう工夫があり得るか——そんなに大きな工夫があるようにも思わないが——、何がしかの工夫という意味で、いつも執行部の方で考えているが、引き続き考えてほしいと思う。どうしても札割れ率に目が行くが、例えば仮に応札が 50%であっても二回やれば 100%になるというのであれば、回数を増やせば実現する訳である。最終的に残高を積み上げていくということをわれわれ自身約束している訳であるので、それに向けてやっていく。私は、札割れそれ自体を懸念する必要はあまりなく、札割れがあっても最終的にその残高が実現していけばそれはそれで良いと思う。

次に長期金利であるが、われわれ自身長めの金利に働きかける、あるいはリスク・プレミアムに働きかけることによって、金融緩和の効果を何とかひねり出そうとしている訳であるが、この長期金利の水準はどこまで下がり得るのか、あるいはどこまで下がるのが望ましいのかということは、中央銀行の間でも議論のテーマになっていると思う。その問題が一番鮮鋭に表れているのはアメリカであると思う。アメリカはインフレのゴールが 2%で大体これにアンカーされていると当局は言っている訳であるし、潜

在成長率が2%台のどの辺か分からないが半ばよりも少し下であると考え  
ると、単純に足すと4.5%となる。それに対して足許の長期金利は1.8%  
である。日本の場合には、「中長期的な物価安定の目途」が1%、潜在成  
長率が0%半ばであるので、足すと1.5%。1.5%に対して今0.85%とい  
う水準で、いずれにしてもそういう水準から下ではあるが、これがどの程  
度下がり得るのか、あるいはその反転の可能性を考えた場合、どこまで下  
がるのが望ましいのかということについて、ある程度の判断は必要であ  
ると思う。2003年が特にそうであったが、急激に金利が低下し一時的に  
0.5%を切った局面もあったが、その後、大きく反転・上昇している。そ  
うなるとその過程で金融機関に色々な問題が発生する。われわれ自身は、  
長期金利が下がってそれが最終的に経済にプラスになるということ  
を願ってやっている訳であるが、もし金融機関の混乱が大きくなると最終  
的にはプラスではなくなってしまうということもある。そういう意味で、長  
期金利のこの問題について正解がある訳ではないが、やはり注意してみ  
ていく必要があると思っている。昨日少し申し上げたが、今の世界的な長  
期金利低下の要因を考えた場合に幾つかの要因があるが、一つは景気・物  
価情勢ということであると思うが、二つ目は先進国の場合には安全資産選  
好で買われている。三つ目は金融政策要因で長期金利が低下しているとい  
うことであると思う。このうち安全資産選好の方は、先程のリスクオン、リ  
スクオフということで行くと、連続的に皆の期待が変化するというよりは、  
リスクオンとリスクオフの間で行ったり来たりするというようになって  
きやすい面がある訳である。そうすると、ちょっとしたイベントでもって  
金利が大きく下がったり、あるいは上がったたりする可能性を秘めている。  
それから三つ目の金融政策であるが、国債の買入れ、あるいは時間軸があ  
る程度の影響を及ぼしている訳である。これは中央銀行のアクションそれ  
自体が長期金利に対して影響を与えている訳である。もし中央銀行の存在  
が大きくないマーケットであると、人々が将来の経済・物価情勢をみて、  
それからそのもとで中央銀行がどのように行動するかをみながら価格形  
成がなされる訳であるが、そうしたことは別に独立の要因として中央銀

行の行動それ自体が長期金利に影響を与えていく度合いが、以前に比べると強まっているというように思う。そうすると中央銀行がドミネイトするマーケットになってきて、そうすると結果的にはそのボラティリティを高めてしまうリスクを秘めている。今大きく高まっている訳ではないと思うが、その可能性を秘めている。先程の長期金利が急激に下がった水準から上がってしまうというのは、中央銀行の行動をどのように読むのかという点で、連続的な変化が起こりにくくなっているのだろうと思う。そういう意味で長期金利の問題は、実はわれわれ自身の行動の関数であるということもあり、そこも含めてよくよく考えていく必要があると思っている。

それから情報発信についてである。前回4月末の会合で思い切った金融緩和を行った訳であるが、今回の5月の会合の前の新聞報道、例えば今日の新聞報道などをみても、「日本銀行、金融緩和見送り」という報道になっている訳である。私の感覚では、見送っているという意識はなく、まさに金融緩和を今強力に推進しており、見送っているという感じはあまりないが、そういう感覚がほぼ定着しているようにも思う訳である。われわれの「中長期的な物価安定の目途」は、あくまでも中長期的な物価安定の目途であって、経済の持続的な成長を目指してやっていくということであり、これが日本に限らず、各国中央銀行のほぼ確立した金融政策の運営原理であると思う。物価の目途なり目標と物価の数字との比較で金融政策を運営していくという機械的な運営については、今先進国のどこでも採られていないし、そうした観念もないということである。しかし、日本ではそうした観念が結構強く、これは金融政策運営上なかなか難しい問題を引き起こしているというように思う。日本のデフレには、構造的な要因——成長力の低下の問題——もあるが、そうした問題への働きかけも重要であり、それから金融政策の効果には長いラグが存在する訳である。そうした点を見無視して無理矢理に金融緩和を強化していくと、先程申し上げたことも含めて金融市場で不測の事態が発生する惧れがあり、そういう意味では最適なスピードというものを常に考えて、経済の持続的な成長を意識しないとならないと思う。ただ、こうしたことがなかなか十分には認識されていない

ということであるが、これは粘り強く説明をしていく必要があるというように思う。

最後に、物価に関する情報発信についてである。第一ラウンドで物価について議論した際にも何人かの方が言及されていたが、物価情勢について語る時には、大きな流れとしてどういう方向に変化しているのかということとを常に押さえておく必要があると思う。日本がデフレ体質になったのも長い時間をかけてそのようになった訳で、この体質からどのように脱却していくかということに今取り組んでいる。そういう時に起きている変化自体についても正確に伝えていく努力が必要であるという気がする。どうしてもわれわれ自身は、プラスのことを言うことについて多少ためらう気持ちがあって、あまり言っていないところがあるが、しかし各種の物価の指標をみると、2009年の夏をボトムにマイナス幅が着実に縮まってきているということは事実である。この傾向がずっと続くかどうかは丁寧にみていく必要があるが、先程西村副総裁がおっしゃった色々なデフレーターの話も、方向としてはそういう方向に向かっている訳である。そうしたことは、事実は事実としてしっかり伝えていき、われわれ自身が過度にデフレ期待を強めないような情報発信も、物価安定の目途とは別に、物価情勢それ自体の説明という面でも、丁寧な説明が必要であるという気がしている。以上である。

#### 宮尾委員

白川議長が最後に言われた物価に関する情報発信について、われわれ自身がデフレ期待を強めないようにすることは、本当に大切なことだと思う。先程、西村副総裁から言及があったマークアップ力であるが、企業の価格決定力が上がっていくという色々なマイクロ情報もありそうだ——期待も含めてあり得る——ということは、まさにわれわれの今後の物価見通しをある種正当化する一つの重要なコンポーネントであると思う。この点について、具体的なマイクロ情報が蓄積してくれば、積極的に情報発信していくことが、今後の課題として非常に重要だと思う。

## 西村副総裁

ハードデータを持っている訳ではないが、基本的に言えば、今度のテレビの件にしても家電量販業界の再編は結構大きな意味を持っているし、2年程前にガソリンが上がった時期も、ガソリンスタンドが減ったことが大きかった。そういうことから考えると、過剰設備なり過剰店舗が減ってくることは、値下げの消耗戦が減ってくることになるので——証明するのは非常に難しいが——、そういう動きがあることは多分皆さんも肌で感じておられると思う。それからもう一つは、より高い付加価値をつけ、より高く買って頂くことが段々できてきているところがあり、特にコンビニでは、そういう動きがはっきりしてきている。そういったことが、やはり影響をもたらすと思う。

それから先程から、なぜサービスがこんなに強いのかという問題がでてくるが、これもよく分からない部分があり、データにどれだけ出ているか分からないが、日本のサービスではソーシャル・ネットワークのゲームやパチンコのデータが大きいので、そうしたところの動きが何らかの影響を及ぼしている可能性はある。いずれにしろ、もう少しマイクロのデータを調べる必要があることは確かだと思う。

## 白川議長

私は、政府のデフレ脱却検討会議に出席している。この会議は、古川大臣のお言葉を借りると、デフレを生みやすい日本の体質を点検して取り組んでいこうということで、毎回真剣な議論を行っている。幾つかのシリーズでやっているが、たまたま前回のテーマの一つは、貸家市場の話だった。97年以降現在に至るまで、日米の物価上昇率の差の半分弱は、実は住宅——帰属家賃と借家——にあるので、その借家市場をもっと活性化することが大事だということで、国土交通大臣から詳しい説明があった。この問題は非常に難しい話なので、直ちに解決するとは考えにくいですが、そうした方向への取り組みがなされていくことは、デフレという観点からみても

望ましいと思った。そうしたミクロの取り組みが進んでいくことは非常に大事だし、そういうことに取り組んでいることも情報発信という意味でプラスだと思う。

西村副総裁

家賃に関して一つ明確なのは、現在、東京の帰属家賃は下がっているが、ヘドニックで測ったマンションの家賃は下がっていないということである。帰属家賃の場合、家賃区を使って調べる訳であるが、新規家賃と継続家賃の違いや、継続家賃が下がっている中で新規家賃は少しずつ上昇し始めているというような時に、どういう形で上手く説明するのかは、結構難しい問題だと思う。本来ならば、オポチュニティーコストと考えると新規家賃で考えなければならないが、実態としては継続家賃でやるのでその間にギャップがある。今の東京のような状況では、そういうギャップがかなり出てきていると思う。

白川議長

長期金利の問題について、石田委員は何かご意見はあるか。

石田委員

長期金利の問題については、日本国債は日本人が買っている、要するに貯蓄と借入がバランスしているという議論があり、それはそれで非常に安定していると思う。ただ一方で、本当に何が起こっているかというところ、国民が普通預金や1か月定期で銀行に預けたお金で、銀行が勝手に5年だとか10年の国債を買っている。それは銀行のALMの問題と言えるが、一方で20年位になると生保が買わなければならないから買っている訳である。ある意味、銀行が買ってマチュリティ分散している部分は、悪く言えば、何の根拠もない。そういうものは、何かのきっかけでもの凄く不安定になって、それ自身が銀行の経営に影響するかもしれないし、政府の利払いにも甚大な影響を与え得る。銀行が間に1回入っているために、国民の

貯蓄で国債を買っているということが一般の人には分かりにくい。銀行に普通預金や1か月定期預金を預ける時に、誰も国債を買ってくれとは言っていない。この点、ある意味不安定であり、この不安定さをわれわれがどうやってみていくかが一番重要だと思う。昔は私も銀行でALMをやっていた。長期の投資理論は色々あるが、銀行は短期の預金で集まった部分で勝手に国債を買っている訳であるから、銀行には当てはまらない。生保や年金は、絶対利回りを幾らにするとか、リターンを幾らにするとか、株とどういう比率にするとかといった色々な理論があるが、銀行の場合は理論の作りようがない。リスク・リターンで考えていくことになる。それだけ不安定であることが、なかなか実感として分かりにくいのである。

白川議長

他にないか。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の藤田幸久副大臣お願いする。

藤田財務副大臣

わが国経済は、復興需要等を背景として、緩やかに回復しつつあり、先行きについても回復の動きが確かなものになることが期待されている。ただし、欧州の政府債務問題に対する懸念が高まっており、これを背景とした金融資本市場の変動や海外景気の下振れ等により、わが国の景気が下押しされるリスクが存在し、政府として大きな懸念を有している。

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。先般国会で審議入りした、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早期成立に向け、引き続き全力で取り組んでいく。

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言うまでもない。

政府としては、わが国経済の成長力強化に向け、先日5月8日に開催された「成長ファイナンス推進会議」において、成長マネーの供給拡大を図るための各種施策について中間報告を取り纏めた。今後は、年央に取り纏める予定の「日本再生戦略」策定に向け、さらなる議論を深めていきたいと考えている。

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、情報発信を含め、金融政策の姿勢が伝わるようコミュニケーションを十分図りながら、引き続き内外の金融資本市場等の動向をしっかりと見極めつつ、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

次に、内閣府の石田勝之副大臣お願いします。

石田内閣府副大臣

5月17日に公表した本年1～3月期のGDP速報では、わが国の実質経済成長率は、年率4.1%と比較的高い成長となった。この背景には、復興需要やエコカー補助金といった政策効果が内需の押し上げに寄与したことに加え、タイの洪水の影響からの反動や米国経済の回復等により輸出が復調してきたことなどがある。また、所得環境の底堅さが消費の伸びを支えているとみられる。

このように、わが国の景気は、復興需要などを背景として、緩やかに回復しつつある。先行きについても、各般の政策効果などを背景に、景気の回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、欧州政府債務危機を巡る不確実性が再び高まっていること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、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は、マクロ経済政策と同時に、デフレを生みやすい構造問題に対処していくことが重要である。この観点から、政府は、閣僚級の「デフレ脱却等経済状況検討会議」において、デフレ脱却と経済活性化に向け、特に平成 25 年度までを念頭に、経済の局面変化等を踏まえた政策の基本方向と重視すべき政策分野について精力的に検討しているところである。

日本銀行におかれては、こうした政府の取り組みと歩調を合わせ、わが国景気の先行き下振れリスクを踏まえ、引き続き、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、日本銀行が当面目指すこととしている C P I 上昇率 1% を、できる限り早期に実現し、結果を出すことが極めて重要であり、このため、柔軟かつ果断な金融政策運営を期待する。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]

内田企画局長

それでは、金融市場調節方針に関する議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、公表文案について読み上げさせて頂く。「2012 年 5 月 23 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、米国経済が緩やかな回復を続けるなど、改善の動きもみられている。国際金融資本市場では、欧州債務問題を巡る懸念等から、このところ神経質な動きがみられ、当面注意してみていく必要がある。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明確になりつつある。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、公共投資は増加している。設備投資は、企業の業況感に改善の動きがみられるもとで、緩やかな増加基調にある。また、個人消費は、消費者マインドの改善傾向に加え、自動車に対する需要刺激策の効果もあって、緩やかに増加しているほか、住宅投資も持ち直し傾向にある。生産は、なお横ばい圏内にあるが、以上の内外需要を反映して、持ち直しに向かう動きがみられている。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。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、米国経済の回復力、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を、注視する必要がある。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。この課題は、成長力強化の努力と金融面からの後押しを通じて実現されていくものである。日本銀行としては、引き続き適切な政策運営に努めていく。以上」

である。

変更点等について、若干解説させて頂く。1. は変わっていない。2. の海外経済についてのところだが、前回までは欧州について、米国とともに良い方向の動きとして記述していた。具体的に申し上げますと、4月10日の段階では、「欧州経済も停滞感の強まりに歯止めがかかっている」ということを述べている。それから前回4月27日は、「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」ということで、いずれにしても良い方向として欧州のことを書いていたが、これを落としている。それが一点目。米国については、前回と同じ表現である。その下の国際金融資本市場であるが、国際金融資本市場については、前は「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」という表現にしており、前々回は「国際金融資本市場も、総じて落ち着いている」という表現になっていた。従ってこの部分は、今のご議論を踏まえて、「神経質な動きがみられ、当面注意してみていく必要がある」ということで、表現を大きく変えている。

第3パラグラフであるが、経済については、全体の評価は4月27日の評価と同じ、「なお横ばい圏内にあるが、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」としている。公共投資、設備投資、個人消費についてそれぞれ表現を変えているが、昨日、月報のところでご説明したとおりの変更をしているということである。「この間、わが国の金融環境は」というところは、「緩和の動きが続いている」と評価は変わっていない。物価についても同じである。

第4パラグラフの先行きの経済のメインシナリオの方だが、経済・物価とも4月10日対比で変えていない。5. リスク要因であるが、リスク要因については、二つ目の「米国経済の回復力」を入れている。今までは「国際商品市況の動向」を入れていたが、これを落として、「米国経済の回復力」を付け加えたということが変化である。物価面については変えていない。

最後に政策スタンスであるが、最初の二つの文章については、4月10

日と変えていない。デフレからの脱却について必要な二つの要因というのを書いているということである。最後の一文、「日本銀行としては、引き続き適切な政策運営に努めていく」というシンプルな表現にしているが、ここ暫く政策が続いたので、この部分はその時に行った政策の説明をしているのがこれまでである。例えば、4月10日は成長基盤に関するドル特則についての説明をしている。4月27日は政策を打ったので、その関係の説明をしていたということである。今回それがないので、シンプルな表現にさせて頂いたというのが変化である。

白川議長

今の案文について、ご意見あるか。

白井委員

確認だが、一部の地域の夏の電力不足問題は入れなかったということか。

内田企画局長

そのとおりである。要素としては色々な要素が出てくるのだろうと思うが、その中で何を選ぶかということだろうと思う。現状だと、やはり世界経済の部分が経済全体のパスに与える影響が大きいという評価であるので、そこを中心に書かせて頂いた。

白川議長

他にないか。それでは、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。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、一時退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁  
山口副総裁  
西村副総裁  
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

門間理事と金融市場局長には、ここに定め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

対外公表文の採決の結果である。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作業に取りかかって頂きたい。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。

VI. 議事要旨（4月27日開催分）の承認

白川議長

最後に、4月27日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 5 月 28 日月曜日、8 時 50 分に対外公表の予定である。

## VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、6 月 14、15 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、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橋政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は 11 時 37 分である。

白川議長

解禁時刻が 11 時 37 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。

(11 時 32 分閉会)

以 上