

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2041年12月>

2011.4.25

企画局

## 金融環境の現状評価

### （概況）

前回会合（4月6、7日）以降、利用可能になった指標をみると、

- ① 金融機関の貸出運営スタンスは、震災後も引き続き積極的であること、
- ② CPの発行スプレッドが、震災前とほぼ同水準まで縮小したこと、
- ③ 新年度入り後、社債発行の動きが徐々にみられ始めていること、
- ④ 小企業の資金繰りにやや厳しさがみられること、

が確認された。以上を踏まえると、「わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる」との前回会合での判断を維持することが適当と考えられる。

### 1. インフレ予想

短期的なインフレ予想については、家計やエコノミストの予想は前月から上昇したが、マーケットの指標は概ね横ばい圏内で推移している。

- 消費動向調査からみた家計の今後1年間の予想インフレ率は、前月から上昇した（2月+1.5%→3月+2.1%、図表1左下段）。
- 4月のESPフォーキャストをみると、エコノミストの2011年度のインフレ予想は幾分上方修正された（図表2上段）。
- 円スワップ・レートから計算した短中期のインプライド・フォワード・レートは、概ね横ばい圏内で推移している（図表3下段）。

中長期的なインフレ予想については、エコノミストの予想、マーケットの指標とも、概ね横ばい圏内で推移している。

- 4月のコンセンサス・フォーキャストによると、エコノミストの中長期的なインフレ予想（6～10年後の平均インフレ率）は、前年比+1%台前半で推移している（10月+1.1%→4月+1.4%、図表2左下段）。
- 円スワップ・レートから計算した中長期のインプライド・フォワード・レートは、概ね横ばい圏内で推移している（図表3下段）。

## 2. 資金調達コスト

企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。

個別の金利動向をみると、以下の通り。

### ■ 貸出金利は、緩やかな低下傾向にある（図表5）。

— 2月のスプレッド貸出のスプレッドをみると、短期、長期とも、振れを伴いつつも、緩やかな低下傾向が続いている。

— ヒアリング情報によると、同一企業に対する貸出スプレッドは、震災の被害が懸念される一部の先を除くと、震災前と後で変化していない。

### ■ 4月入り後のCP発行金利は、高格付を中心に、震災前とほぼ同水準まで低下している（図表6）。

— CP発行スプレッドは、震災直後に一時的に拡大したが、直近では震災前とほぼ同水準まで縮小している（図表7上段）。

### ■ 4月入り後のA格以上の社債発行金利、社債発行スプレッドは、震災前と比べて水準が幾分切り上がっている（図表8）。

— ヒアリング情報などによると、社債発行スプレッドの実勢は、震災後に一旦拡大したが、新年度入り後、時間を経るにつれて、ゆっくりと低下している（図表7下段）。

## 3. 資金調達量

資金需要面をみると、震災前までは、企業の運転資金需要、設備資金需要とも後退していたほか、一部に、従来積み上げてきた手元資金取り崩しの動きもみられた。震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手元資金の積み増しといった動きがみられている。

— 企業向けの資金需要について、4月のローン・サーベイの企業向け資金需要判断D I（季節調整済）をみると、震災後の資金需要の増加を反映して、大企業、中小企業とも「減少」超から「増加」超に転じた（図表 15 上段）。

こうしたもとで、3月の民間総資金調達は、前年比マイナス幅が縮小している（2月-2.1%→3月-1.9%、図表 10 上段）。

■ 民間銀行貸出（特殊要因調整後、都銀等・地銀・地銀Ⅱ）は、前年比マイナス幅が縮小している（2月-1.7%→3月-1.6%、図表 10 下段）。

— 震災後、一部企業で運転資金需要や手元資金の積み増し需要、既存債務の借換需要などが増加している。ヒアリング情報によると、貸出は3月末から増加している模様であり、4月以降、そうした動きが平残の貸出残高にも反映されてくるとみられる。

■ 3月のCP・社債の発行残高をみると、前年比+3%前後の伸び率を続けている（2月+3.2%→3月+2.9%、図表 12 上段）。

— ヒアリング情報によると、直近のCPの発行環境は良好である。

— 震災後、不透明感の高まりから社債発行を見送る動きがみられていたが、新年度入り後、信用スプレッドの実勢が幾分低下する中、社債発行の動きが徐々にみられ始めている。

#### ▽ 4月入り後の社債発行銘柄

4月	AAA 格	—
	AA 格	<u>野村ホールディングス</u> 、三菱UFJリース
	A 格	<u>イオンクレジットサービス</u> 、 <u>オリックス</u> 、日産自動車
	BBB 格	—

（注）対象は国内公募社債。銀行発行分は含まない。起債日ベース。波下線は個人向けを含む。22日まで。

4月入り後のエクイティファイナンス（銀行発行分を除く、22日まで）の動向をみると、転換社債の発行額、株式による調達とも、低水準にとどまっている（図表 13）。

#### 4. アベイラビリティ

企業からみた銀行の貸出運営スタンスは、改善が続いている。企業の資金繰りは、総じてみれば、改善しているが、震災後、中小企業を中心に一部で厳しくなったとする先がみられている。

—— 金融機関の貸出運営スタンスについて、4月のローン・サーベイの貸出運営スタンスDIをみると、大企業向け、中小企業向けとも、前期並みの「積極化」超幅となった（図表15（2））。

—— 企業からみた金融機関の貸出態度について、1～3月の小企業（日本公庫調査）のDIをみると、前期から横ばい圏内で推移した（図表16上段）。また、帝国データバンクによると、中小企業からみた融資姿勢DI（3月）は、前月からやや悪化したが、なお「積極的」な水準にある（図表17下段）。

—— 1～3月の小企業の資金繰り（日本公庫調査）DIは、10～12月と比べて幾分低下した（図表16下段）。

#### 5. 企業倒産

企業倒産件数は、引き続き前年を下回っている（2月-9.4%→3月-10.0%、図表19）。

—— 信用調査会社によると、3月中の震災関連倒産は6件であった。

#### 6. その他の金融指標

マネタリーベースは、日本銀行の潤沢な資金供給を受けて日銀当座預金が大幅に増加したことを主因に、前年比プラス幅が大幅に拡大した（2月+5.6%→3月+16.9%、図表21上段）。

3月のマネーストック（M2）は、前年比伸び率が上昇した（2月+2.4%→3月+2.7%、図表21中段）。

—— バランスシート分解をみると、前月と比べて、民間資金調達要因とその他要因のマイナス寄与が幾分縮小した（図表22）。

以 上

2011.4.25

企画局

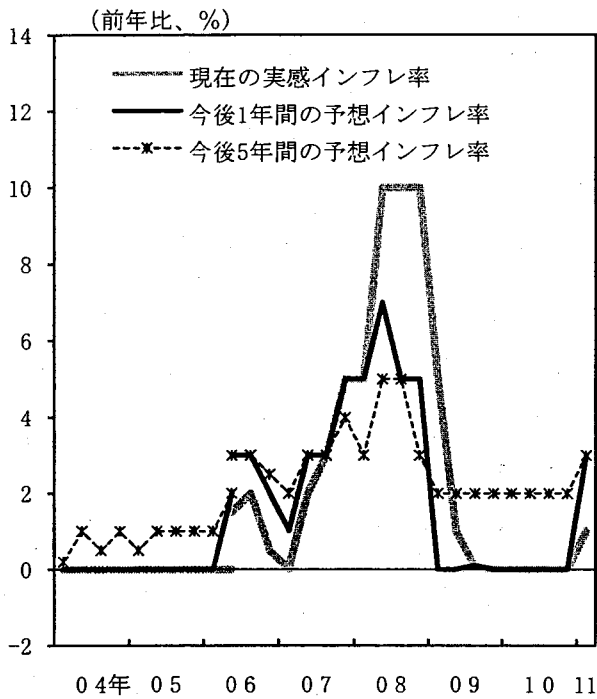
## 「金融環境の現状評価」参考計表

1. インフレ予想
  - (図表1) 家計・企業のインフレ予想
  - (図表2) エコノミストのインフレ予想
  - (図表3) 市場のインフレ予想
2. 資金調達コスト
  - (図表4) 資金調達コスト関連指標
  - (図表5) 貸出金利
  - (図表6) CP発行金利
  - (図表7) 最近のCP・社債の発行スプレッド
  - (図表8) 社債発行金利
3. 資金調達量
  - (図表9) 民間部門の資金調達
  - (図表10) 民間部門総資金調達
  - (図表11) 民間銀行貸出の内訳
  - (図表12) CP・社債発行残高
  - (図表13) エクイティファイナンス
4. アベイラビリティ
  - (図表14) 企業金融関連指標
  - (図表15) 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス
  - (図表16) 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り
  - (図表17) 企業からみた金融機関の融資姿勢
5. 企業倒産
  - (図表18) 企業倒産関連指標
  - (図表19) 企業倒産と信用保証
6. その他の金融指標
  - (図表20) マネー関連指標
  - (図表21) マネーストック
  - (図表22) M2のバランスシート分解

# 家計・企業のインフレ予想

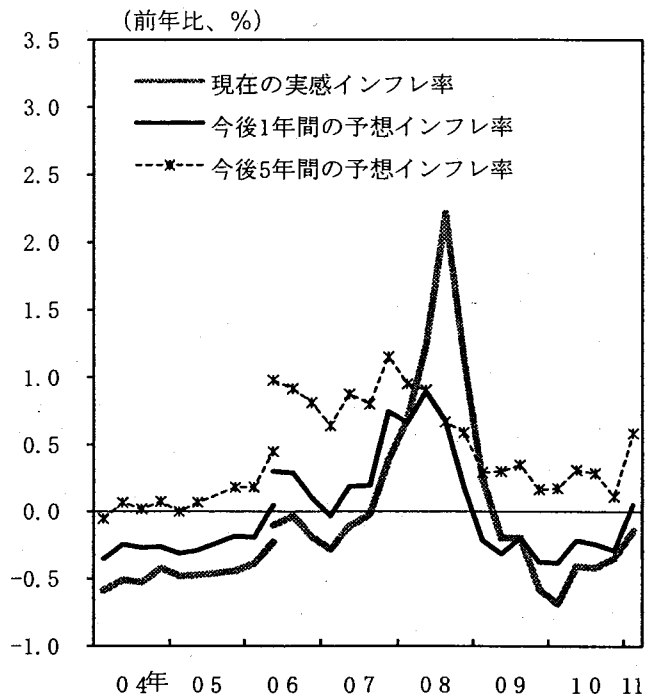
## (1) 生活意識に関するアンケート調査

＜量的質問に対する回答＞



(注) 中央値の推移。調査時点は毎年3、6、9、12月。  
05/9月は線形補間している。

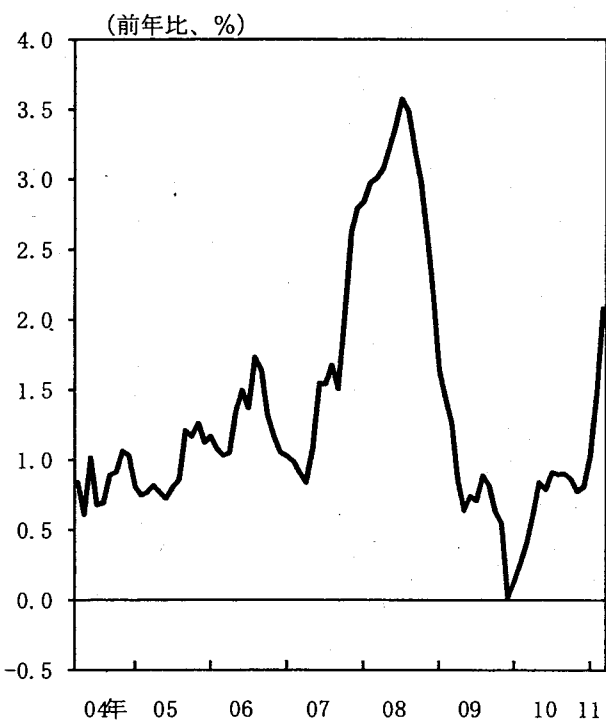
＜質的質問からの推計値＞



(注) 家計の「上がる」、「下がる」の回答シェアから、修正カールソン・パーキン法により推計。

## (2) 消費動向調査 (内閣府)

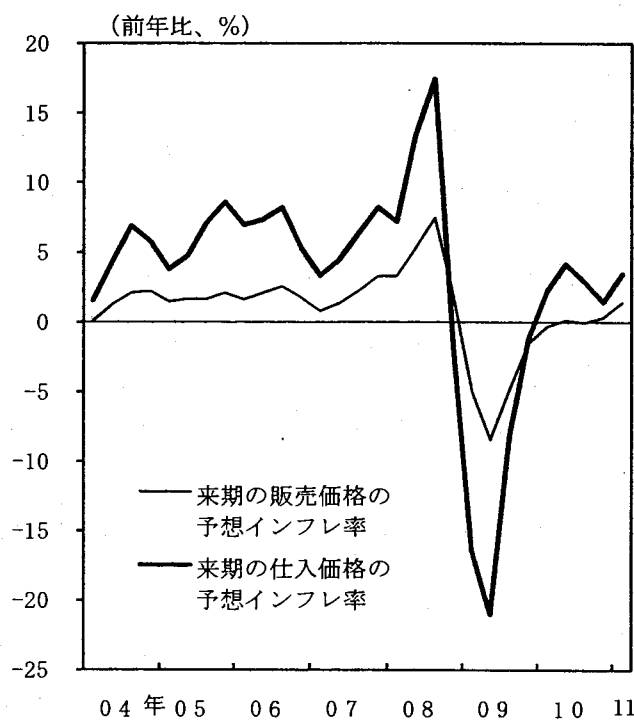
＜1年後の予想インフレ率＞



(注) 「-5%以上低下」は-5%、「-5%～-2%低下」は-3.5%、「-2%未満低下」は-1%、「+2%未満上昇」は+1%、「+2%～+5%上昇」は+3.5%、「+5%以上上昇」は+5%、のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して加重平均したもの。

## (3) 企業のインフレ予想

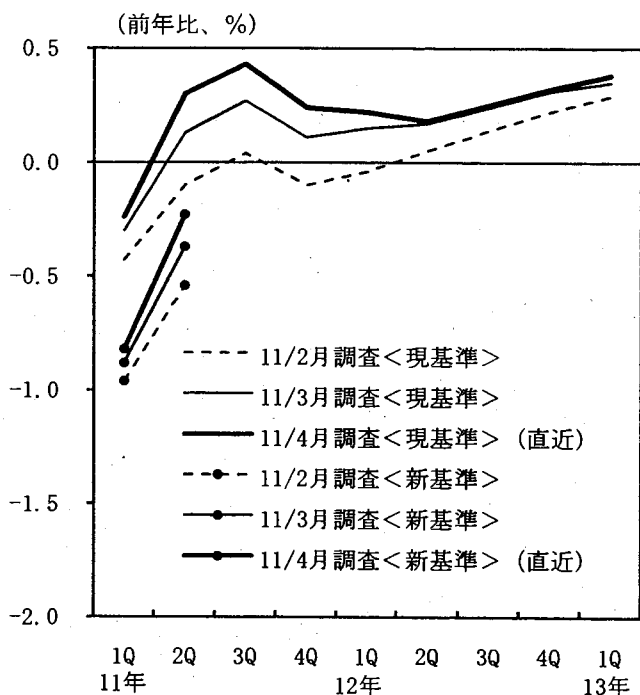
＜短観からの推計＞



(注) 企業（製造業、全規模）の「上がる」、「下がる」の回答シェアから修正カールソン・パーキン法により推計。

## エコノミストのインフレ予想

(1) ESPフォーキャスト調査  
＜四半期＞



(注) 内外の調査機関・エコノミスト約40先の予想の平均。  
(2)、(4)も同じ。

(2) ESPフォーキャスト調査  
＜年度＞

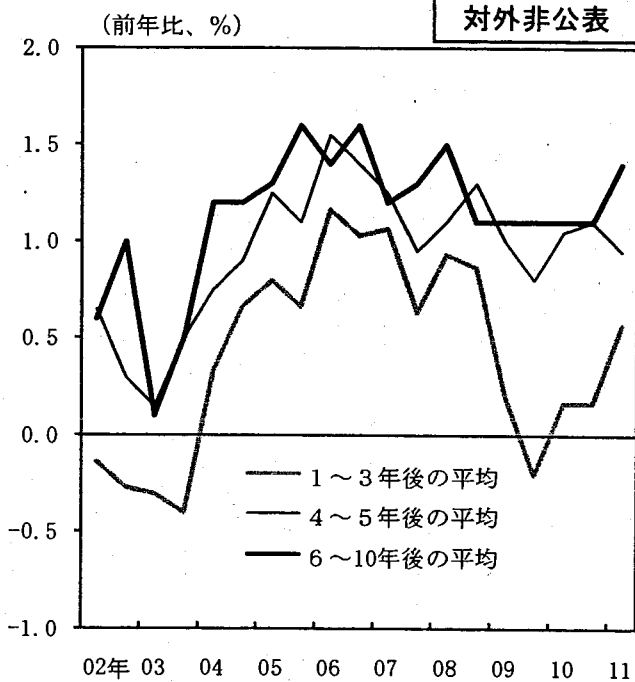
＜現基準＞ (%)

	2010年度	2011年度	2012年度
11/2月調査	-0.8	-0.1	0.2
3月調査	-0.8	0.2	0.3
4月調査	-0.8	0.3	0.3

＜新基準＞ (%)

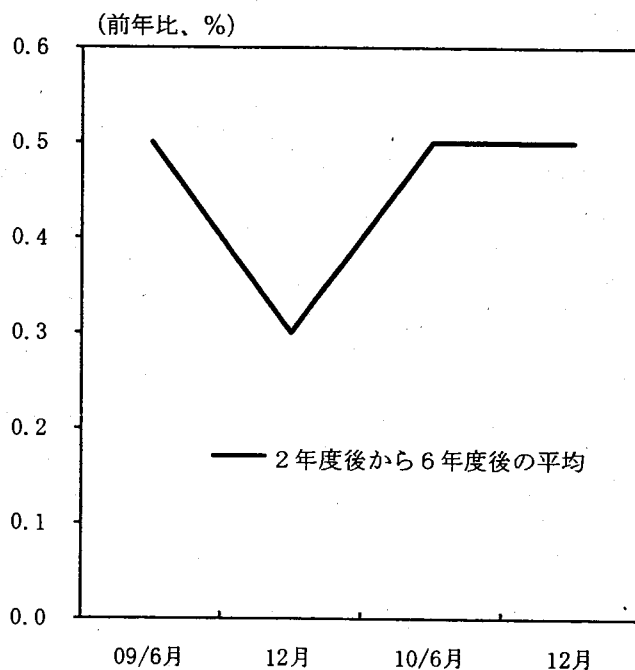
	2010年度	2011年度	2012年度
11/2月調査	—	-0.6	-0.2
3月調査	—	-0.4	-0.1
4月調査	—	-0.2	-0.2

(3) コンセンサスフォーキャスト



(注) 内外の調査機関約20先の予想の平均。  
調査時点は毎年4、10月。

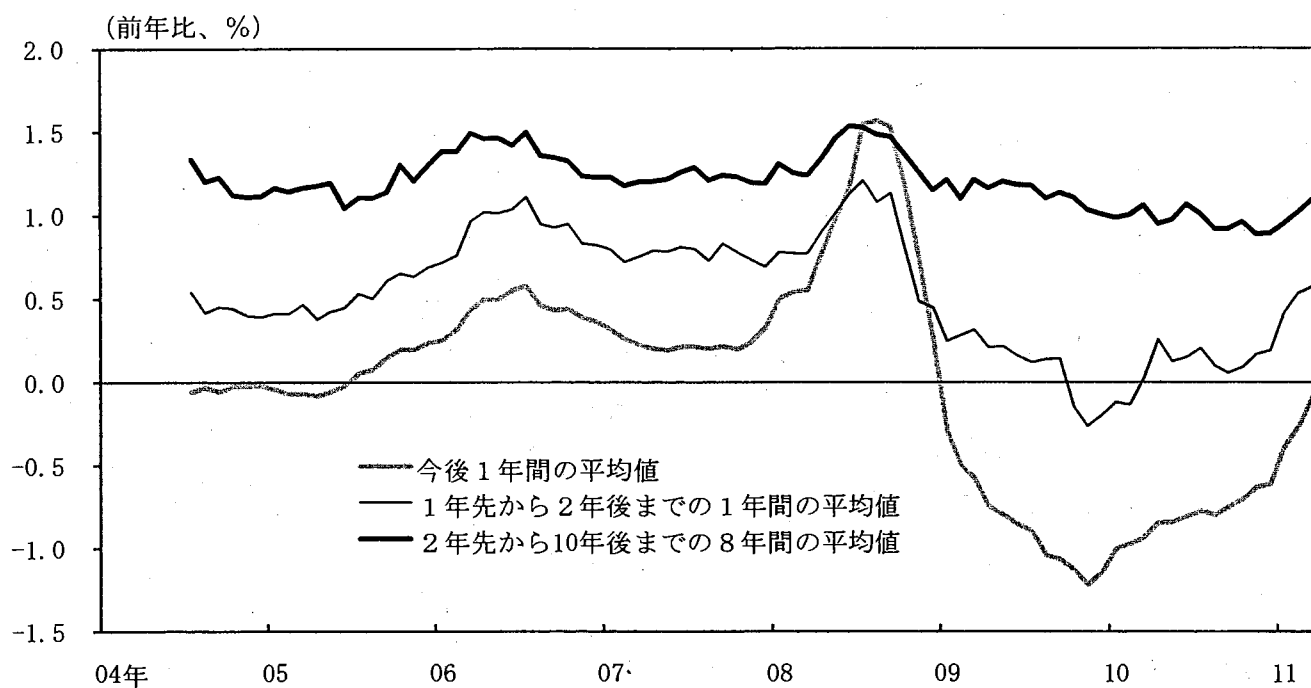
(4) ESPフォーキャスト長期予想



(注) 年2回調査。例えば09/6月調査であれば、  
2011～2015年度の平均物価上昇率を予想している。

# 市場のインフレ予想

## (1) QSS債券月次調査



(注) 証券会社および機関投資家の債券担当者約150名の予想の平均をもとに算出。

## (2) インプライド・フワード・レート



(注) 円・円スワップレートをもとに算出。



## 資金調達コスト関連指標

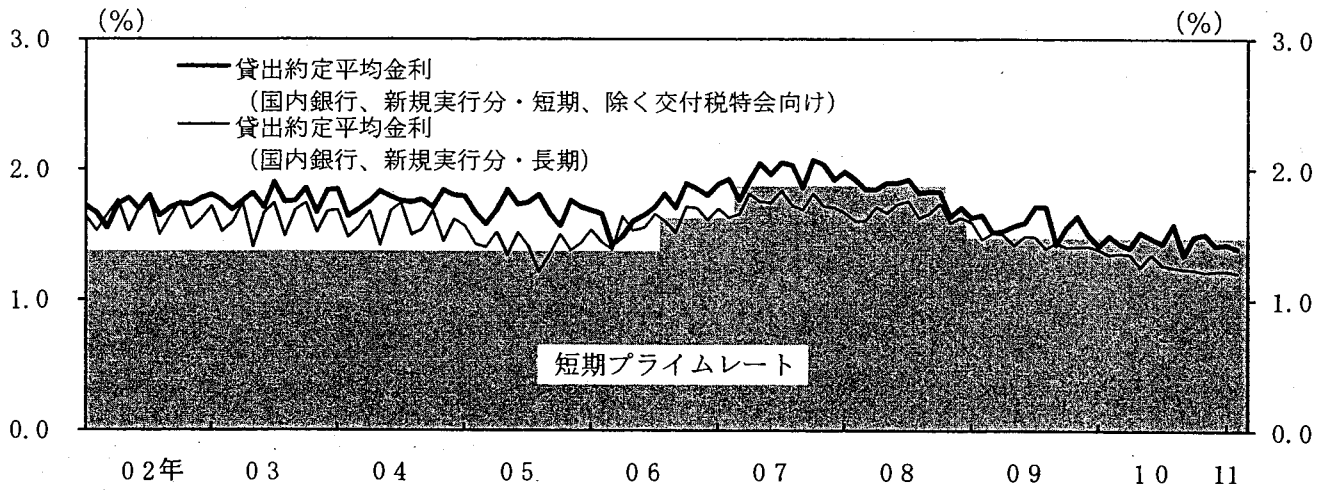
対外非公表

		10/ 4~6月	7~9	10~12	11/ 1~3	11/2月	3	4p	— %
短期プライムレート(末値)		1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	1.475	—	
長期プライムレート(末値)		1.45	1.45	1.60	1.60	1.65	1.60	—	
貸出約定平均金利									
新規	短期	1.004	1.145	1.066	—	0.930	—	—	
	除く交付税特会向け	1.463	1.449	1.468	—	1.394	—	—	
	長期	1.314	1.248	1.220	—	1.204	—	—	
	総合	1.159	1.202	1.149	—	1.081	—	—	
	除く交付税特会向け	1.371	1.322	1.312	—	1.271	—	—	
ストック	短期	1.183	1.160	1.172	—	1.152	—	—	
	長期	1.711	1.684	1.655	—	1.634	—	—	
	総合	1.610	1.583	1.562	—	1.539	—	—	
スプレッド貸出の スプレッド(都銀等)	短期	0.55	0.51	0.49	—	0.52	—	—	
	長期	0.94	0.95	0.88	—	0.96	—	—	
CP発行レート (3ヶ月物、a-1格)		0.16	0.15	0.14	0.16	0.14	0.19	0.15	
スプレッド	a-1+格	+0.00	+0.00	+0.00	+0.02	-0.00	+0.05	+0.01	
	a-1格	+0.04	+0.02	+0.02	+0.03	+0.02	+0.06	+0.03	
	a-2格以下	+0.34	+0.26	+0.21	+0.22	+0.23	+0.29	+0.28	
社債発行レート (AA格)		0.74	0.55	0.55	0.76	0.85	0.69	—	
スプレッド	AAA格	+0.09	+0.08	+0.09	+0.07	+0.08	+0.07	—	
	AA格	+0.28	+0.22	+0.18	+0.24	+0.28	+0.17	—	
	A格	+0.44	+0.43	+0.49	+0.52	+0.90	+0.39	+0.38	

- (注) 1. 短プラ、長プラの直近(4/25日)の値は、短プラは1.475%、長プラは1.70%。  
 2. CP発行レートとスプレッドの定義は図表6を参照。  
 3. 社債発行レートとスプレッドの定義は図表8を参照。  
 4. 11/4月は、CPが第3週まで(4/4~22日)、社債が22日までの値。

# 貸出金利

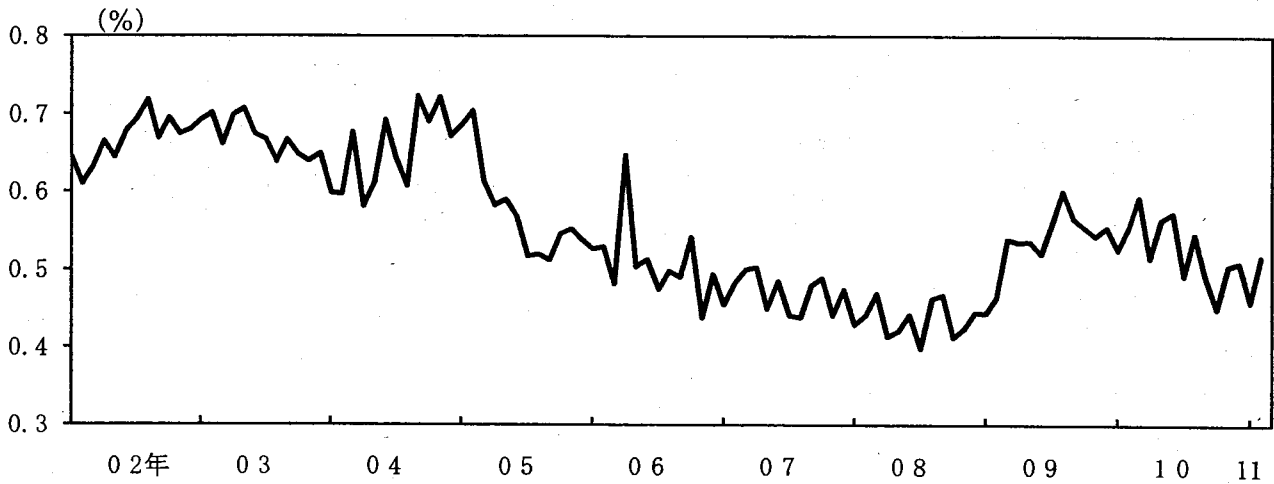
## (1) 貸出金利



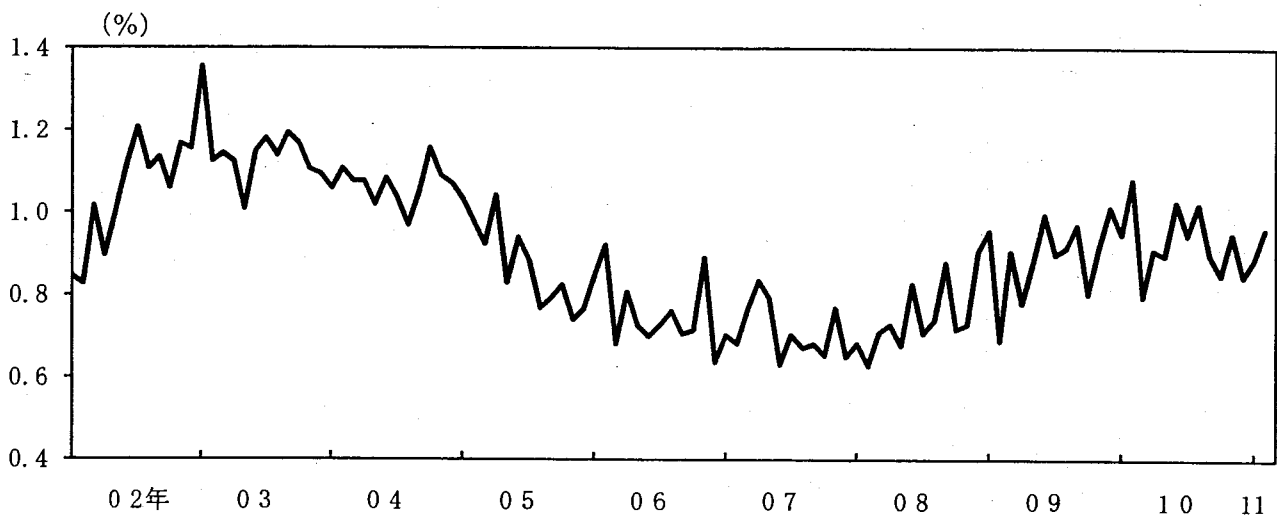
(注) 短期プライムレートは月末時点。

## (2) スプレッド貸出のスペード

<短期>



<長期>

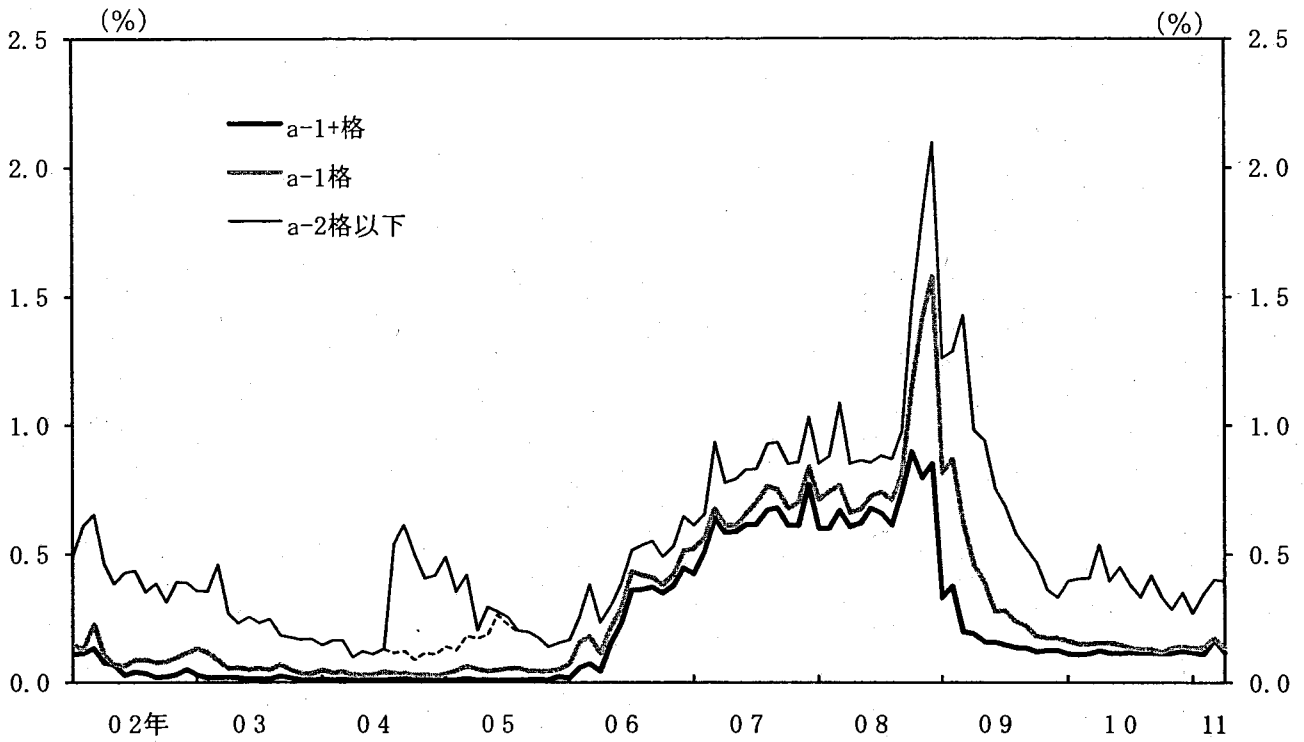


(注) 計数は都銀等ベース。

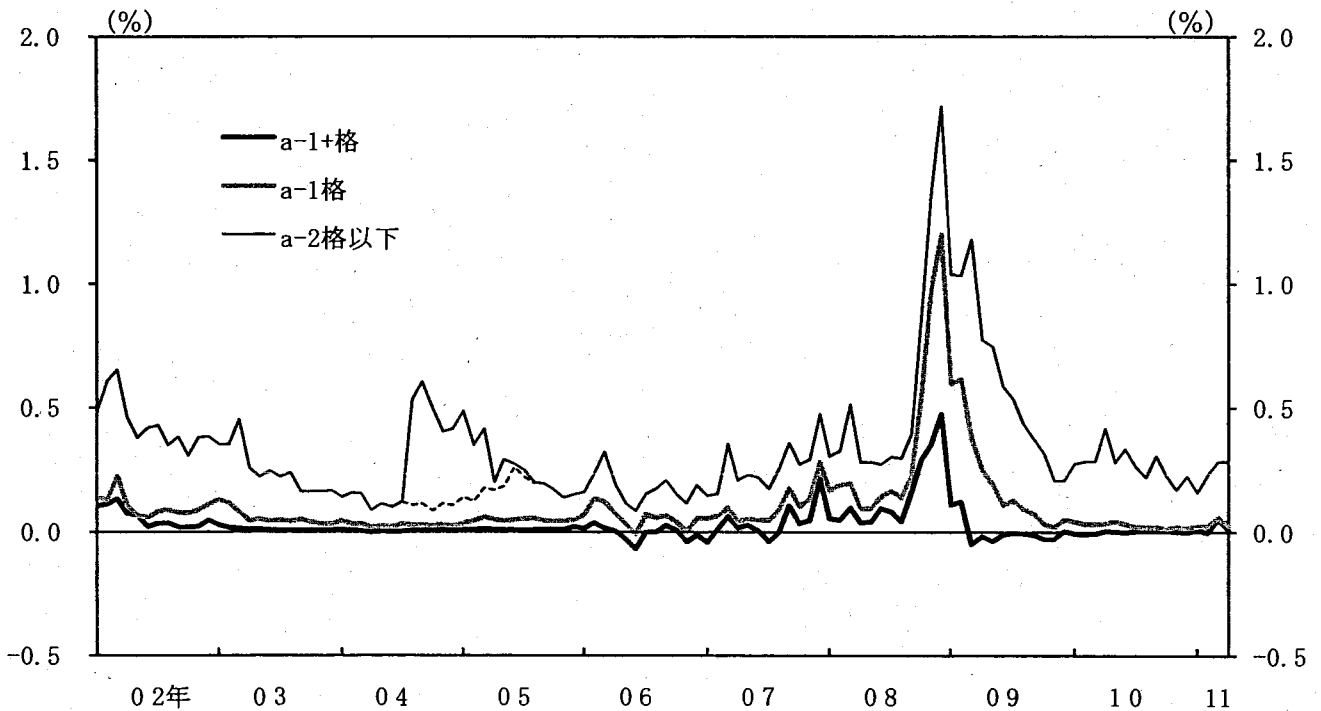
# CP発行金利

対外非公表

## (1) CP発行金利



## (2) CP発行スプレッド



- (注) 1. 発行金利は、証券保管振替機構が公表しているターム別の月中平均レートの単純平均。発行スプレッドは、発行金利と短国3か月物利回りとの格差。銀行・証券会社等発行分、およびABCPは含まない。なお、09/9月以前は日本銀行のオペ先ベース。  
 2. 09/9月以前はa-2格未満は含まれない。  
 3. a-2格の点線(04/8~05/8月)は、スプレッドの厚い商社を除いたベース。  
 4. 11/4月は第3週まで(4/4~22日)の平均値。

## 最近のCP・社債の発行スプレッド

## (1) CP発行スプレッド(週次、a-1格、3か月)

(%ポイント)

払込日	2/28~ 3/4	3/7~ 3/11	3/14~ 3/18	3/22~ 3/25	3/28~ 4/1	4/4~ 4/8	4/11~ 4/15	4/18~ 4/22
(参考) 条件決定日	2/24~3/2	3/3~3/9	3/10~3/16	3/17~3/23	3/24~3/30	3/31~4/6	4/7~4/13	4/14~4/20
スプレッド	0.00	0.03	0.06	0.12	0.03	—	0.02	0.01

(注) 対象は、事業法人(除く電気・ガス、その他金融)。なお、条件決定日の欄は、払込日が条件決定日の概ね2営業日後であることに基づき記載したもの。

「—」は、発行社数が3社未満であったため、レートが公表されなかったことを表す。

## (2) 4月に発行された主な社債の発行スプレッド

対外非公表

	格付け	今回			同一銘柄の前回発行時			スプレッド 変化幅	
		条件決定日	年限	スプレッド	条件決定日	年限	スプレッド		
日産自動車	A	11/4/22	5	38.0	10/4/22	5	32.0	6.0	
(参考)	三菱東京UFJ銀行	AA	11/4/12	5	17.0	11/1/14	5	10.0	7.0
	野村ホールディングス	AA-	11/4/12	4	44.9	10/9/15	5	39.0	5.9
	イオンクレジットサービス	A+	11/4/13	4	58.8	—			—
	みずほコーポレート銀行	AA-	11/4/14	5	21.0	11/1/14	5	14.0	7.0
	オリックス	A	11/4/14	4	67.8	11/2/18	3	32.7	35.1
	三菱UFJリース	AA-	11/4/15	5	27.0	11/1/14	5	18.0	9.0
	三井住友銀行	AA-	11/4/15	5	17.0	11/1/14	5	11.0	6.0

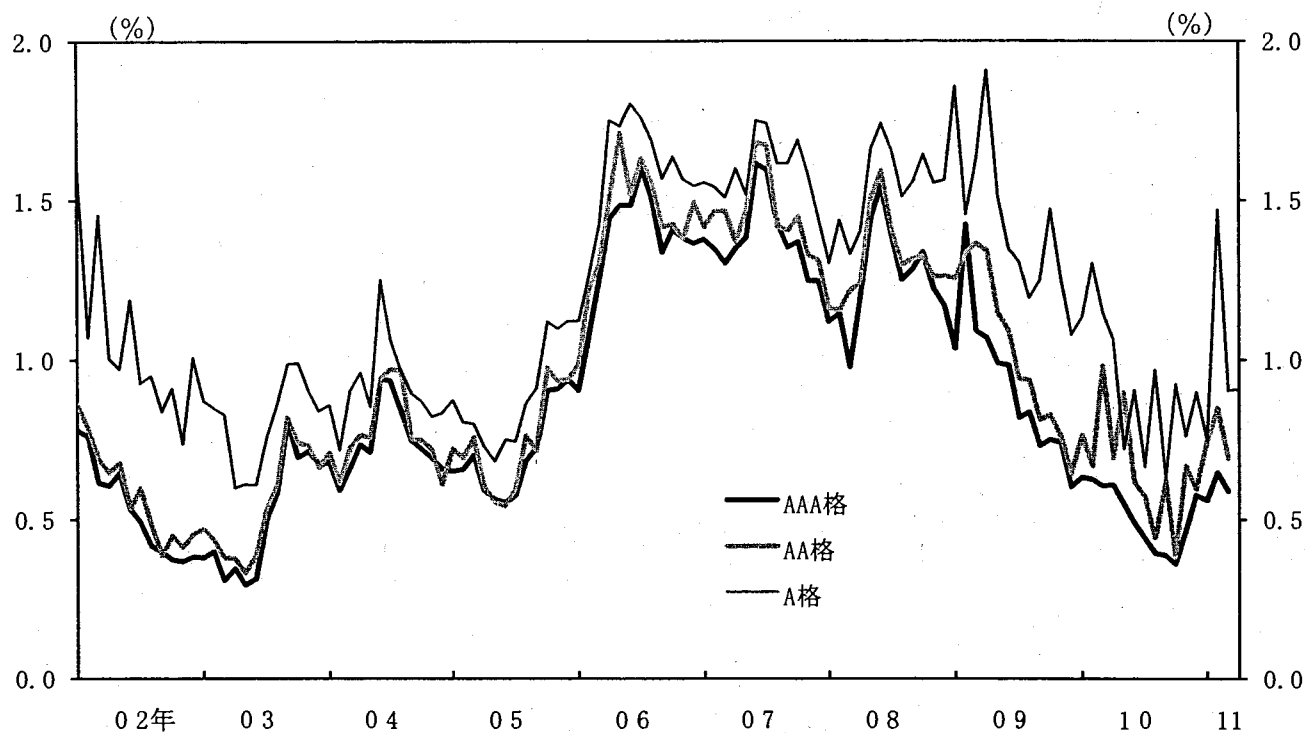
(注) 1. スプレッドの単位はbps。

2. 前回発行時は、①年限が今回発行時の±1年の範囲、②条件決定日が2010/1月以降、のうち、最も近いもの。

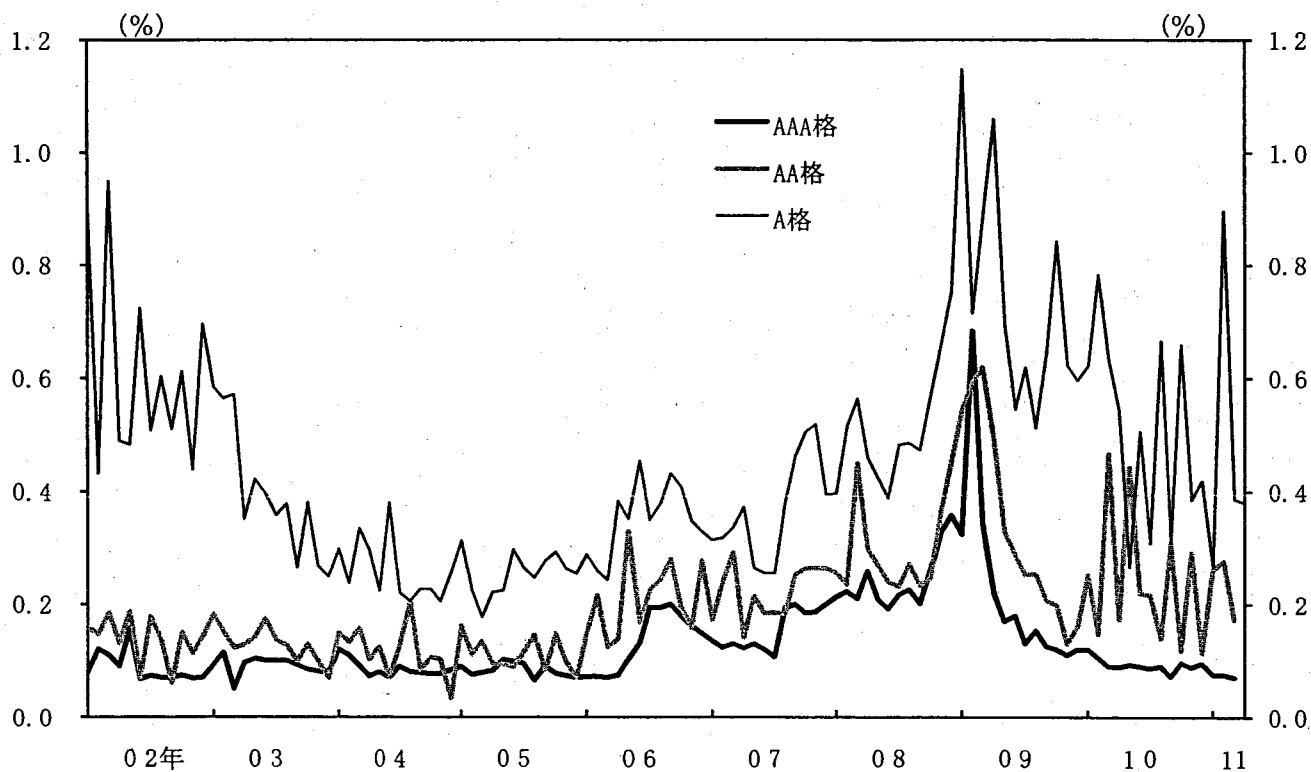
# 社債発行金利

対外非公表

## (1) 社債発行金利



## (2) 社債発行スプレッド



- (注) 1. 社債発行金利は、「社債発行スプレッド+5年物国債金利」として計算した試算値。  
2. 社債発行スプレッドは、起債日ベースで、社債発行金利と同年限の国債流通利回りの格差。全年限の単純平均値であり、5年物以外のスプレッドも含む。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社、発行金利が相対的に高いノンバンクの発行分、劣後債等は除いている。発行が無い月は前後の月の値で線形補間。  
3. 11/4月は22日までの値。AAA格とAA格の発行はない。

## 民間部門の資金調達

民間部門総資金調達の  
計数は対外非公表

## ＜民間部門総資金調達の内訳＞

— 平残前年比%、前年比寄与度%ポイント；残高、兆円

	2010年	10/ 7～9月	10～12	11/ 1～3	11/2月	3	4p	2010年 平残	
民間部門総資金調達	-2.4	-2.6	-2.5	-2.1	-2.1	-1.9	—	608	
寄 与 度	銀行・信金・外銀計	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.3	—	440
	生保	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	—	27
	政府系	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	—	56
	旧3公庫	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	—	27
	住宅機構	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	—	29
	直接市場調達	-0.0	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	—	86
	C P	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0	—	12
	社債	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	—	74

(注) 旧3公庫は、政投銀と日本公庫（国民生活事業、中小企業事業）の合計。

## ＜民間銀行貸出残高、C P・社債の発行残高＞

— 前年比%（[ ]内のみ調整前）；残高、兆円

	2010年	10/ 7～9月	10～12	11/ 1～3	11/2月	3	4p	2010年 平残
銀行計（平残、調整後）	-1.7	-1.7	-1.8	-1.6	-1.7	-1.6	—	396
	[-1.9]	[-1.9]	[-2.1]	[-1.9]	[-2.0]	[-1.8]	—	—
都銀等	-3.8	-3.7	-4.3	-4.2	-4.3	-4.3	—	203
地銀・地銀Ⅱ計	0.6	0.5	0.8	1.1	1.0	1.3	—	194
地銀	0.7	0.7	1.1	1.3	1.4	1.4	—	151
地銀Ⅱ	0.0	-0.3	-0.1	0.3	-0.2	1.2	—	43
C P・社債計（末残）	1.2	0.0	1.2	2.9	3.2	2.9	—	—
C P	-8.7	-13.9	-8.7	-0.4	-1.6	-0.4	—	—
社債	3.1	2.5	3.1	3.4	4.1	3.4	—	—

(注) 計数の定義は図表10(2)、12(1)を参照。

## ＜国内公募社債、転換社債、株式の発行額＞

— 1か月当り、億円

	2010年	10/ 7～9月	10～12	11/ 1～3	11/2月	3	4p	2010年 平残
国内公募社債計	6,262	6,137	6,403	5,218	2,855	7,350	1,954	—
うちBBB格	570	1,000	523	485	155	250	0	—
(シェア)	(9.1)	(16.3)	(8.2)	(9.3)	(5.4)	(3.4)	(0.0)	—
転換社債発行額	365	846	208	143	0	430	100	—
株式調達額	1,963	2,174	2,380	725	464	1,474	184	—

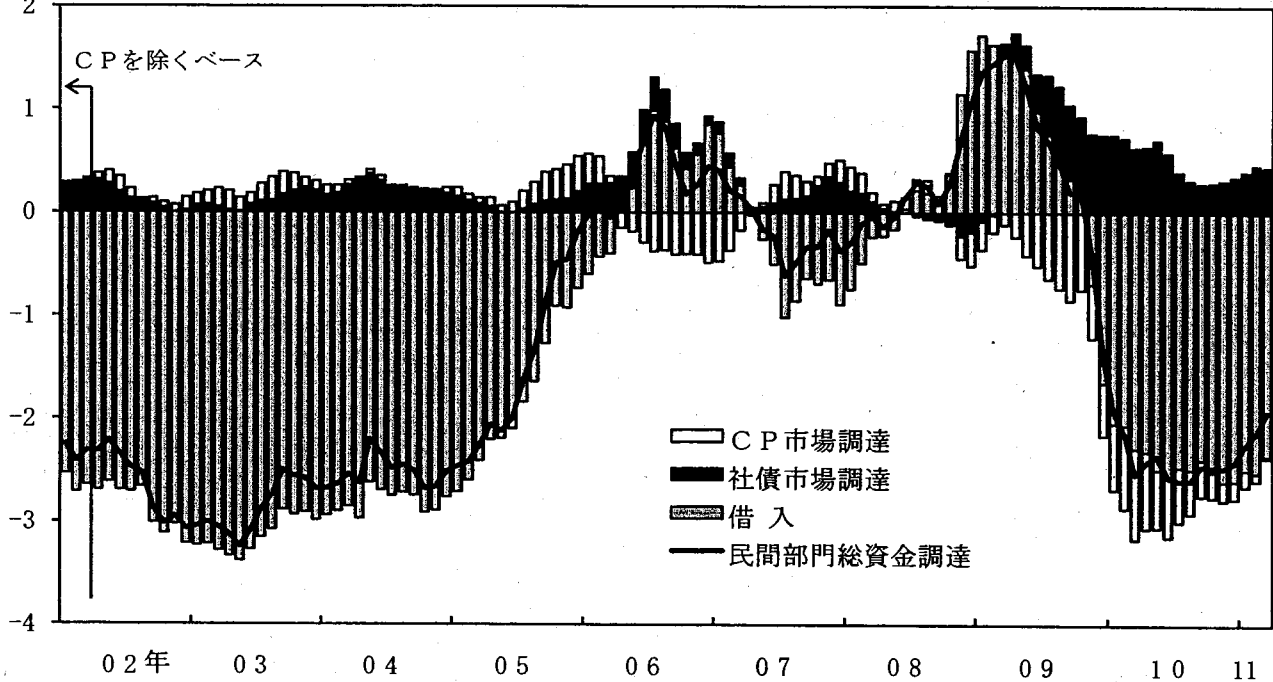
(注) 計数の定義は図表12(2)、13を参照。11/4月は22日までの値。

# 民間部門総資金調達

## (1) 民間部門総資金調達の推移

(平残前年比、寄与度、%)

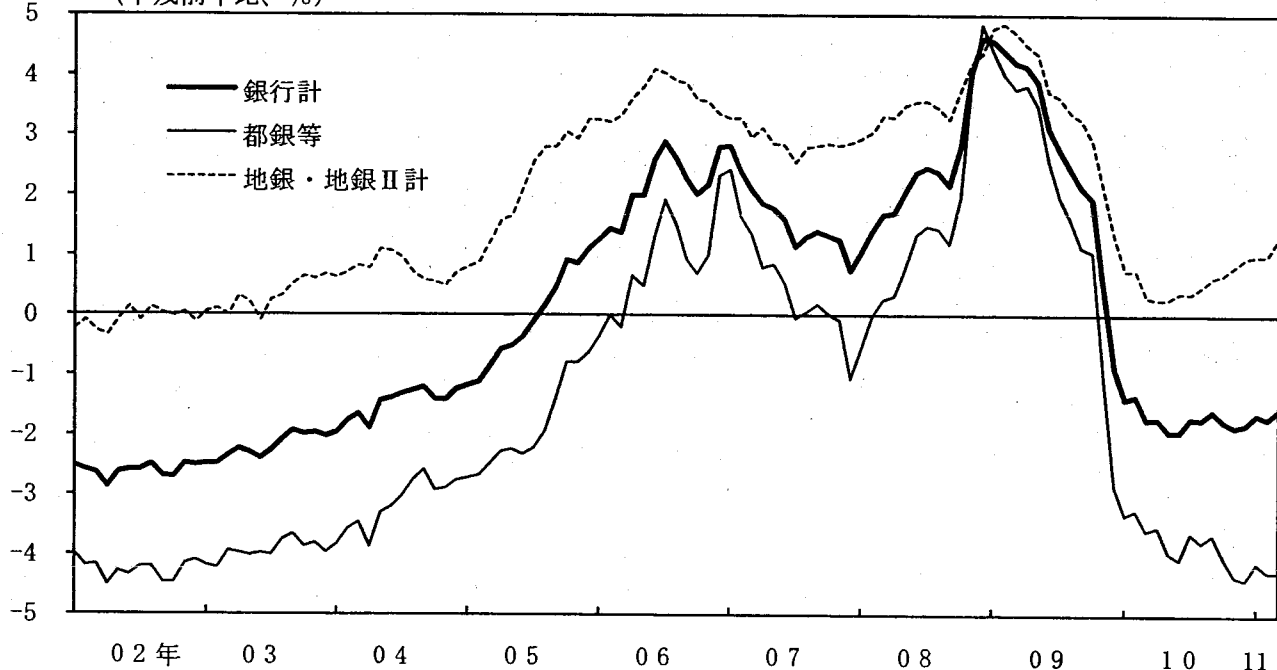
民間部門総資金調達は対外非公表



- (注) 1. 特殊要因調整後。貸出の実勢をみるため、①貸出債権の流動化による変動分、②為替相場変動による外貨建貸出の円換算額の変動分、③貸出債権の償却による変動分、④旧国鉄清算事業団向け貸出の一般会計への承継分、および⑤旧住宅金融債権管理機構向け貸出の整理回収機構への承継分を調整したもの。あくまでも種々の前提に基づく試算であり、幅を持つてみる必要がある。
2. 借入のうち、銀行・信金・外銀計は、都銀等、地銀、地銀Ⅱ、信金、外銀の合計。ただし、①銀行の地公体向け分、および②外銀の中央政府・金融機関向け分(08/5月以降)を除いている。
3. 当月の計数を把握できない場合には、前年比伸び率を前月から横ばいとするなどの推計値。
4. CP、社債残高の定義は図表12(1)を参照。
5. 生保、政府系、直接市場調達は、前当月末の平均を平残としている。

## (2) 民間銀行貸出の動向

(平残前年比、%)

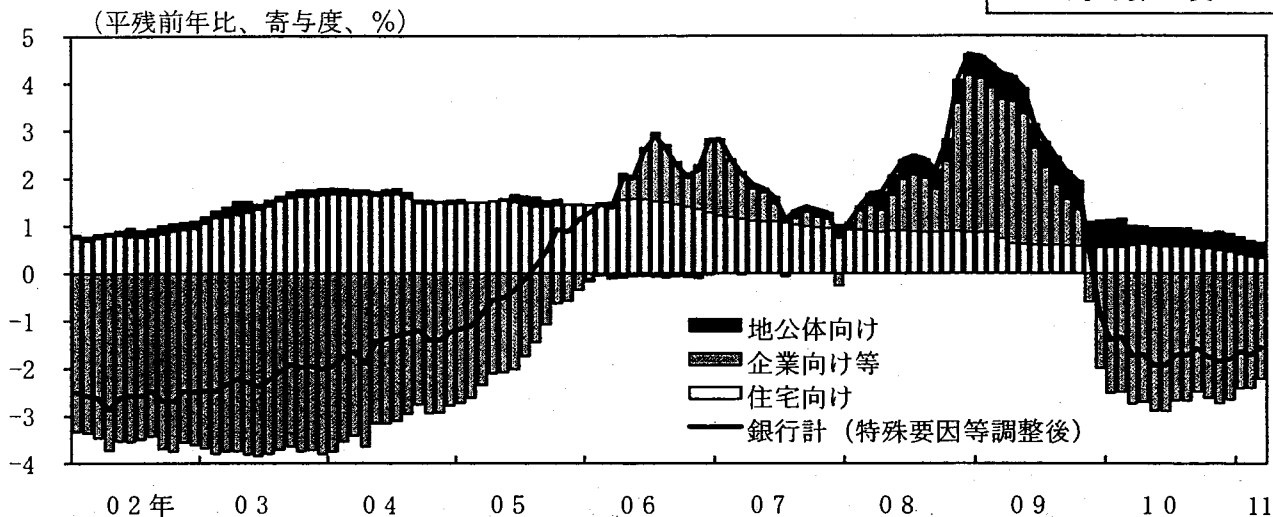


(注) 特殊要因調整後、総貸出ベース。銀行計は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。

# 民間銀行貸出の内訳

## (1) 借入主体別

借入主体別の計数は  
対外非公表

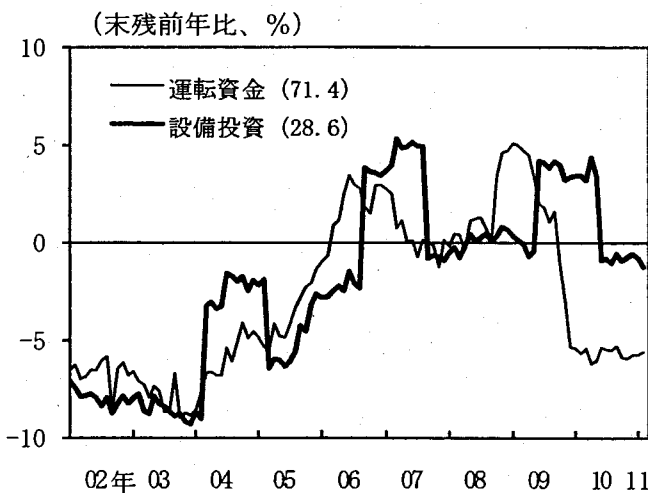
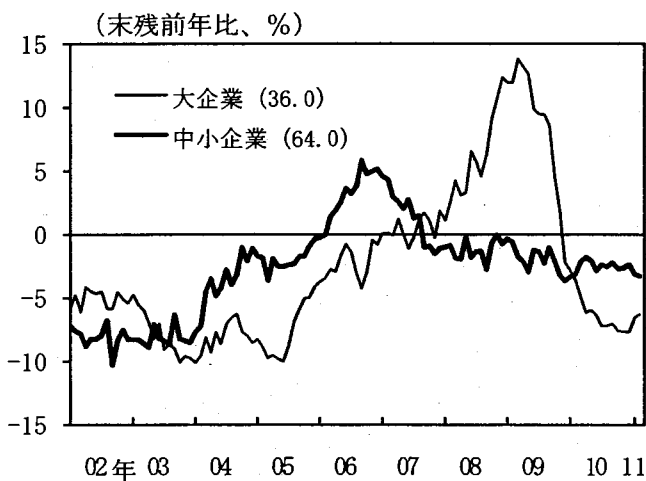


(注) 計数は都銀等、地銀、地銀Ⅱの合計。住宅ローン以外の個人向けは企業向け等に含まれる。  
11/3月は速報値。

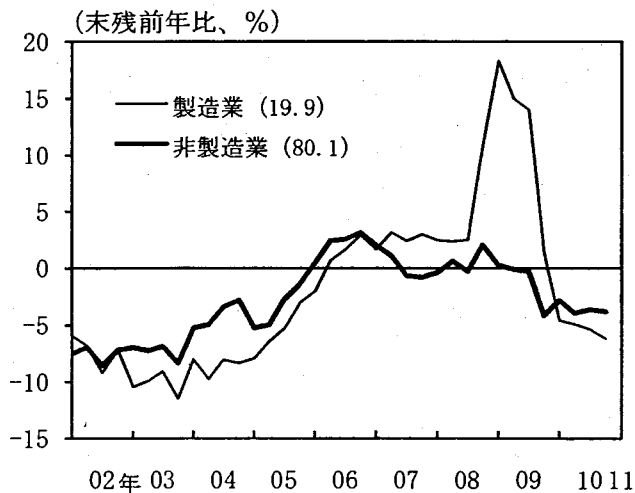
## (2) 企業向け貸出の内訳

<企業規模別、月次>

<資金使途別、月次>



<業種別、四半期>

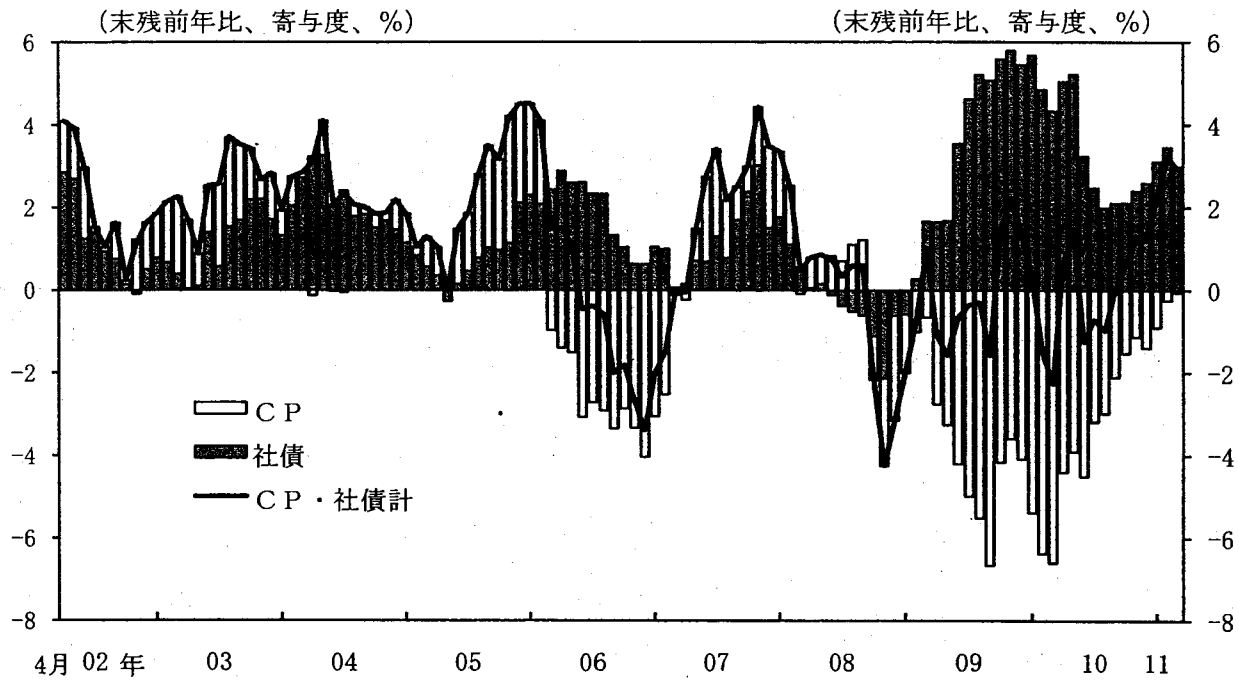


(注) 1. 計数は国内銀行ベース、特殊要因調整前。  
2. ( )内は企業向け貸出残高に占めるウェイト。企業規模別・資金使途別は11/2月、業種別は10/4Qの値。



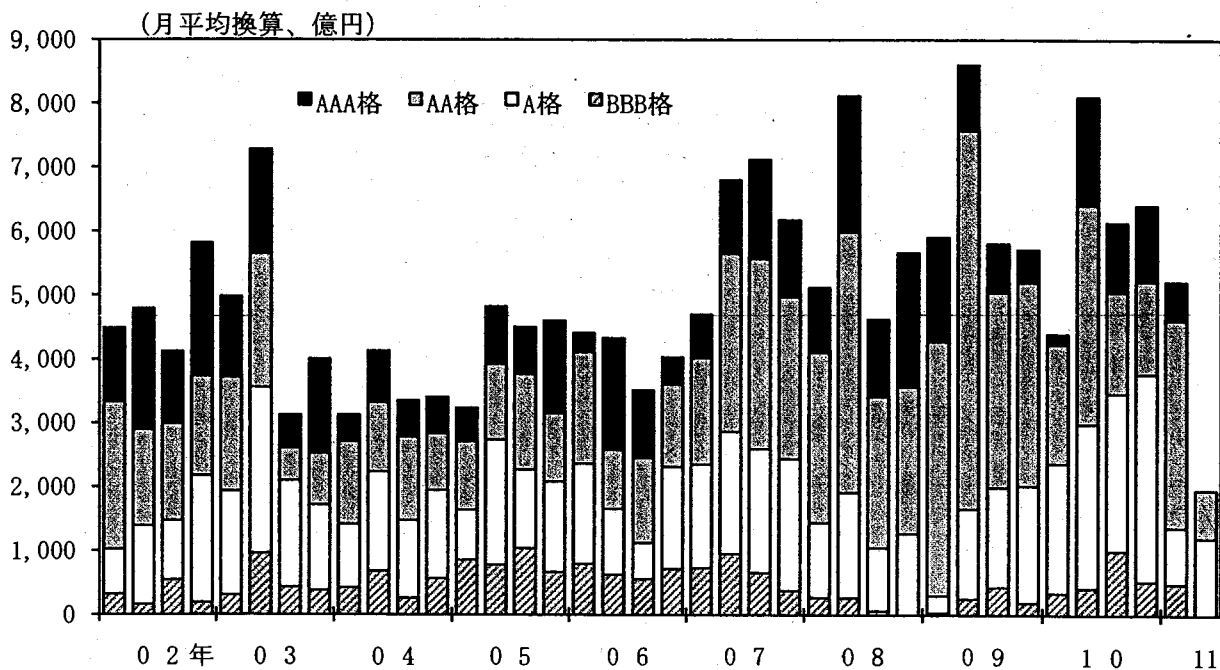
## CP・社債発行残高

## (1) CP・社債発行残高



- (注) 1. CPは短期社債（電子CP）の残高。銀行、証券会社および外国法人等による発行分を含まず、ABCPを含む。なお、08/3月以前は、日本銀行と当座勘定取引のある銀行・証券会社の引受によるものの残高。
2. 社債は、国内外で発行された普通社債（私募債を含む）の残高。銀行発行分を含む。国内発行分は、振替債の残高。ただし、08/4月以前については、振替債以外も含む残高合計値を段差修正して接続。

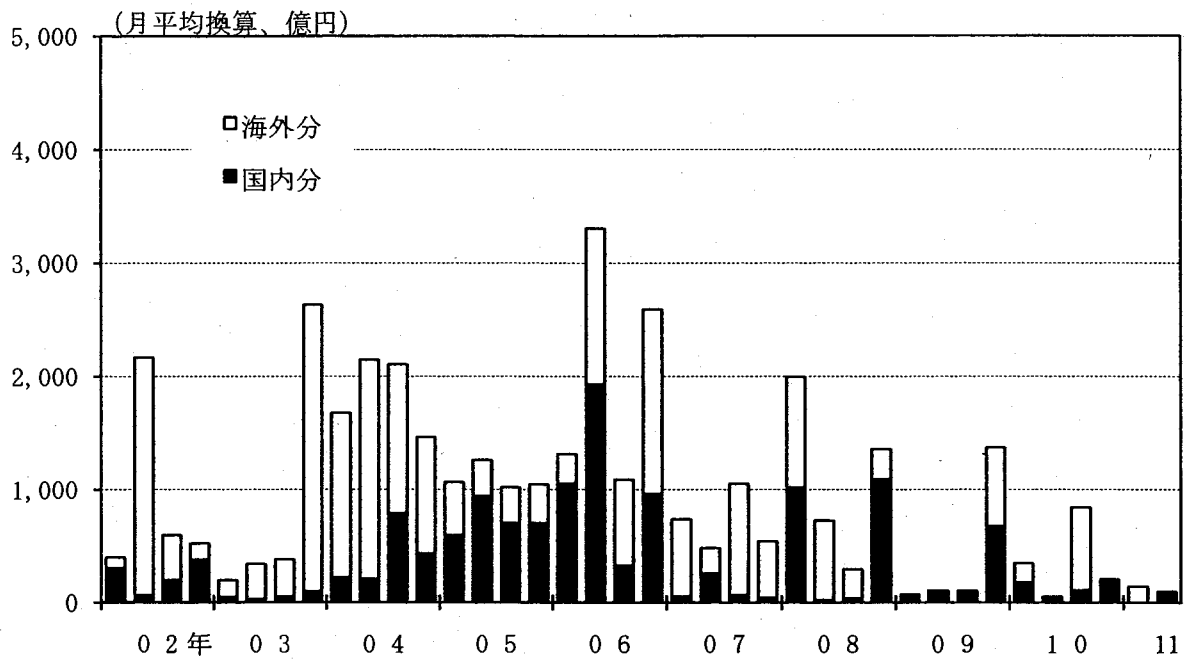
## (2) 社債発行額



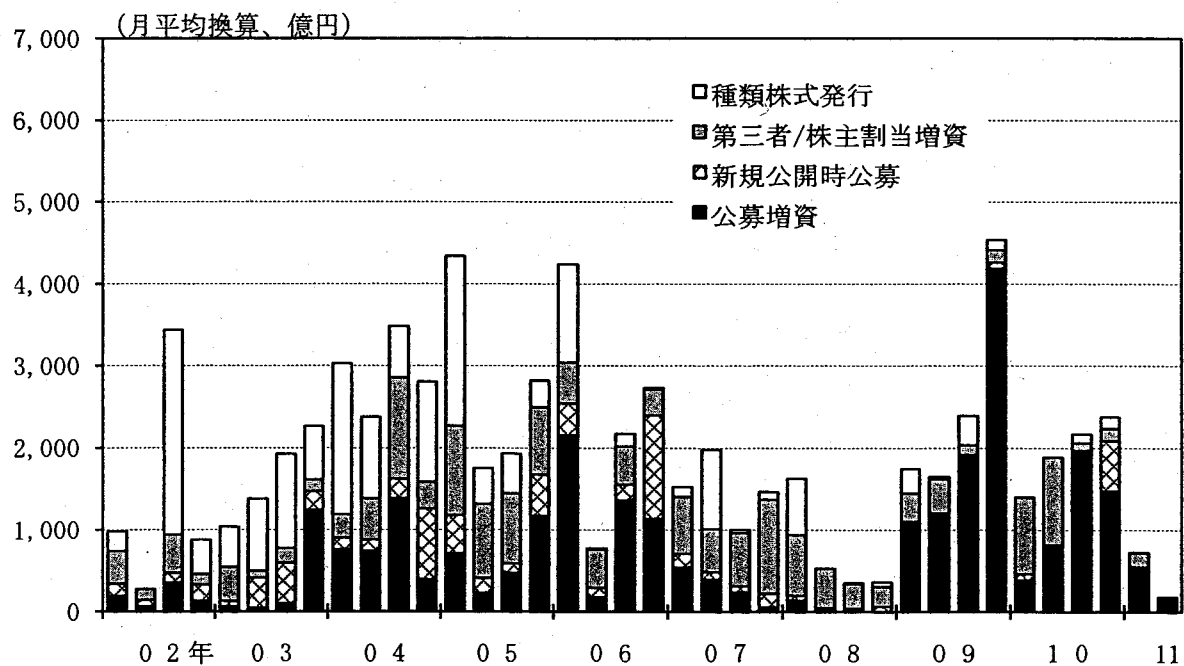
- (注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。  
11/2Qは4/22日までの値。

## エクイティファイナンス

### (1) 転換社債発行額



### (2) 株式調達額



- (注) 1. 計数はアイ・エヌ情報センターによる。  
 2. 転換社債発行額は、発行・効力発生日ベースで、銀行発行分を含まない。  
 3. 株式調達額は、国内外市場の合計。発行・効力発生日、募集価格総額ベースで、銀行発行分を含まない。  
 4. 11/2Qは4/22日までの値。

## 企業金融関連指標

## &lt;金融機関からみた資金需要&gt;

							— %ポイント		
		10/ 4~6月	7~9	10~12	11/ 1~3	4~6	11/1月	2	3
資金需要D. I. (主要銀行貸出動向アンケート調査)									
企業向け		-10	-17	-5	-2	8			
大企業向け	(「増加」+ 0.5×「やや増加」) -(「減少」+ 0.5×「やや減少」)	-15	-10	-4	-5	6			
中小企業向け		-5	-14	-1	0	9			
個人向け		0	-2	1	-1	-4			

(注) 主要銀行貸出動向アンケート調査は、当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの  
(下の貸出態度も同じ)。

## &lt;金融機関の貸出態度&gt;

							— %ポイント		
		10/ 4~6月	7~9	10~12	11/ 1~3	4~6	11/1月	2	3
貸出態度判断D. I.									
全国短観 (全産業)		0	1	3	5	—			
大企業	「緩い」-「厳しい」	7	10	12	14	—			
中小企業		-6	-4	-2	0	—			
中小企業 (日本公庫)	「緩和」-「厳しい」	15.4	19.2	20.9	22.1	—	21.4	22.3	22.6
小企業 (日本公庫)	「(前期比)容易」 -「(前期比)困難」	-16.1	-17.1	-16.0	-16.2	—			

## 貸出運営スタンス (主要銀行貸出動向アンケート調査)

大企業向け	(「積極化」+0.5×「やや積極化」)-「慎重化」 +0.5×「やや慎重化」)	5	9	12	9	8			
中小企業向け		21	23	25	25	24			

(注) 中小企業 (日本公庫) の四半期計数は、月次計数の平均。

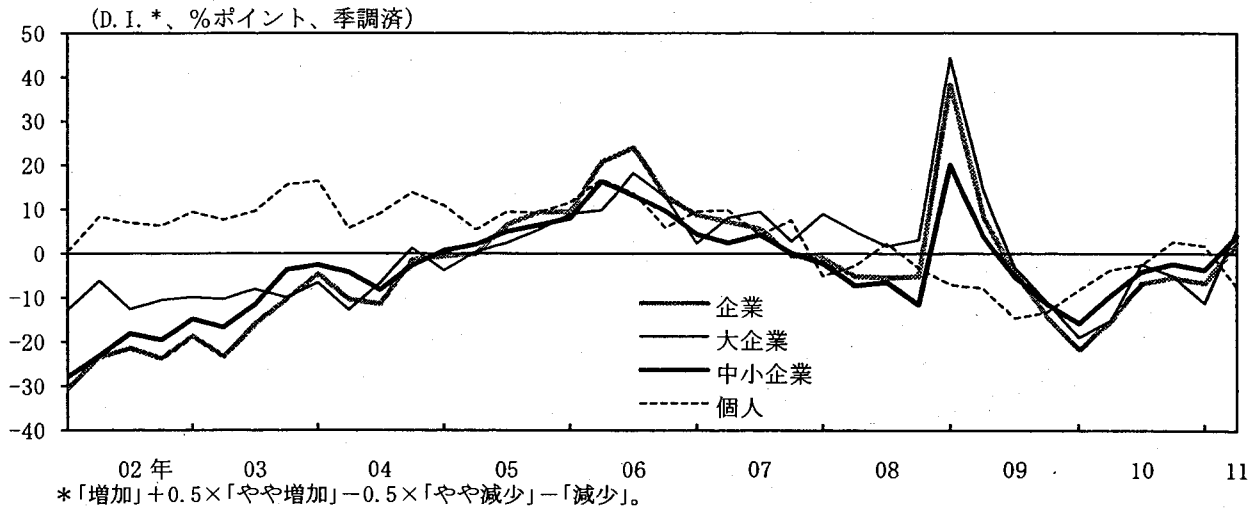
## &lt;資金繰りD. I. &gt;

							— %ポイント		
		10/ 4~6月	7~9	10~12	11/ 1~3	4~6	11/1月	2	3
全国短観 (全産業)		-2	0	1	-2	—			
大企業	「楽である」 -「苦しい」	13	15	15	17	—			
中小企業		-11	-10	-9	-8	—			
中小企業 (日本公庫)	「余裕」-「窮乏」	-4.5	-4.7	-3.0	-1.5	—	-2.2	-1.6	-0.8
中小企業 (商工中金)	「(前月比)好転」 -「(前月比)悪化」	-3.8	-2.6	-3.8	-2.6	—	-2.1	-3.6	-2.0
小企業 (日本公庫)	「(前期比)好転」 -「(前期比)悪化」	-27.3	-29.5	-27.6	-30.6	—			

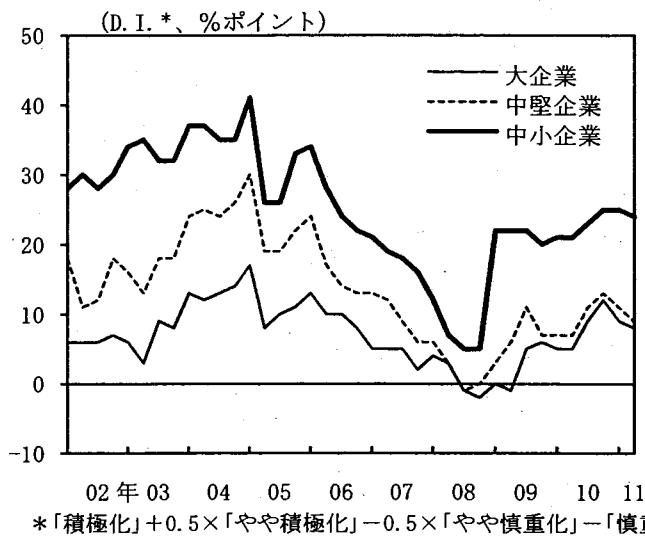
(注) 中小企業 (日本公庫) ・ 中小企業 (商工中金) の四半期計数は、月次計数の平均。

# 金融機関からみた資金需要・貸出運営スタンス

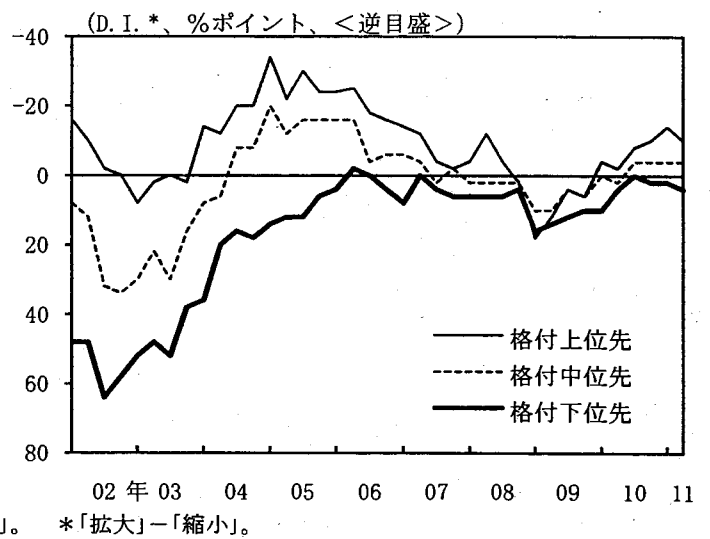
## (1) 資金需要



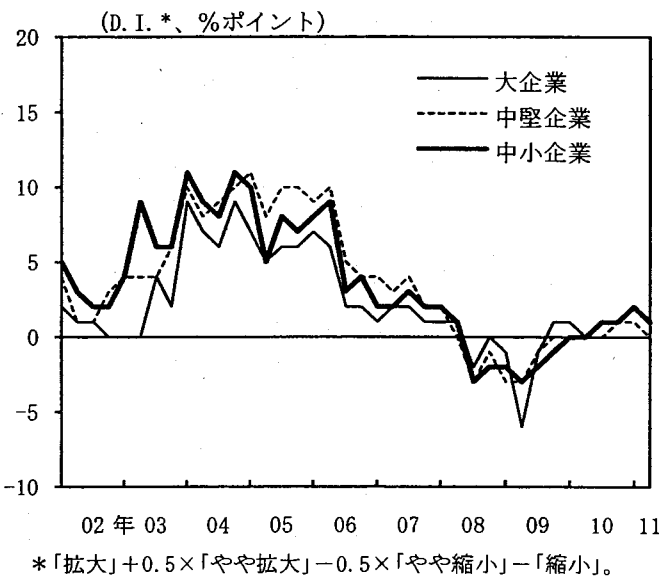
## (2) 貸出運営スタンス



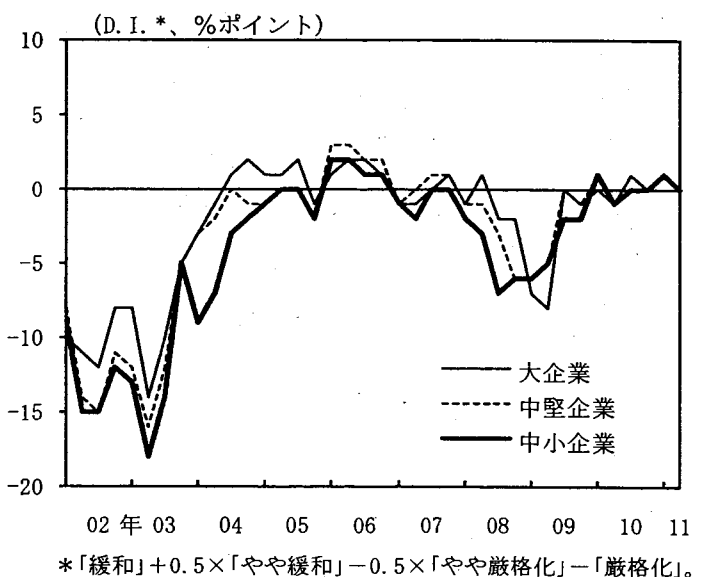
## (3) 利鞘設定



## (4) 信用枠



## (5) 信用リスク評価



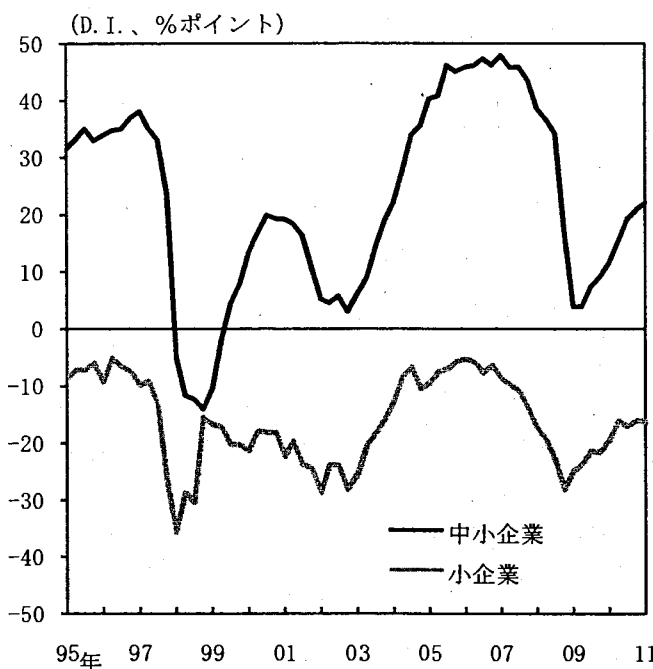
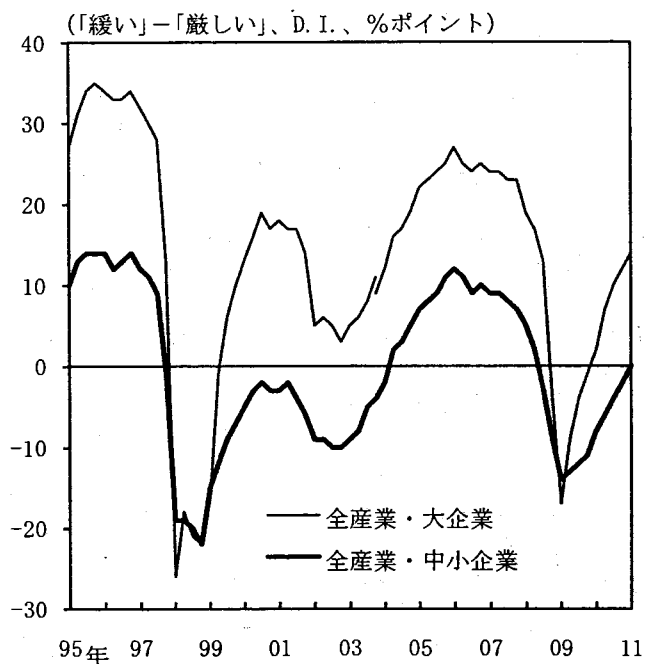
(注) 計数は主要銀行貸出動向アンケートによる。(当該四半期の最初の月に、前の四半期の状態について質問したもの)。

# 金融機関の貸出態度・企業の資金繰り

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>

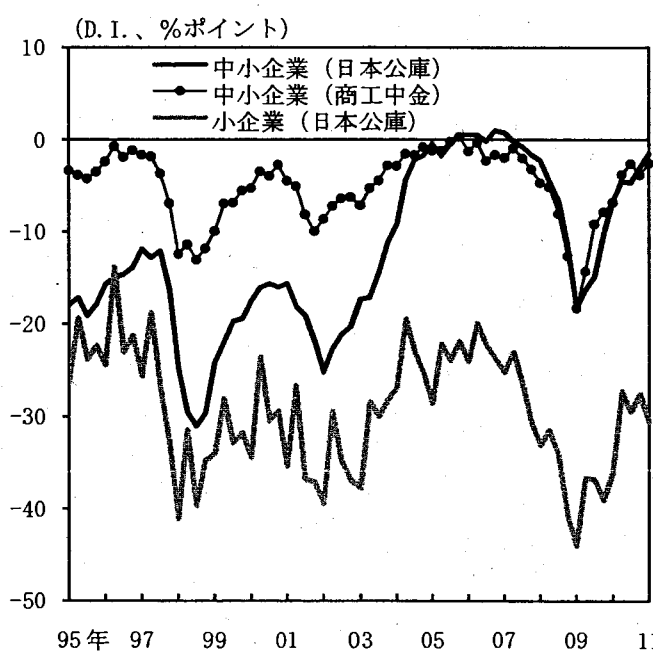
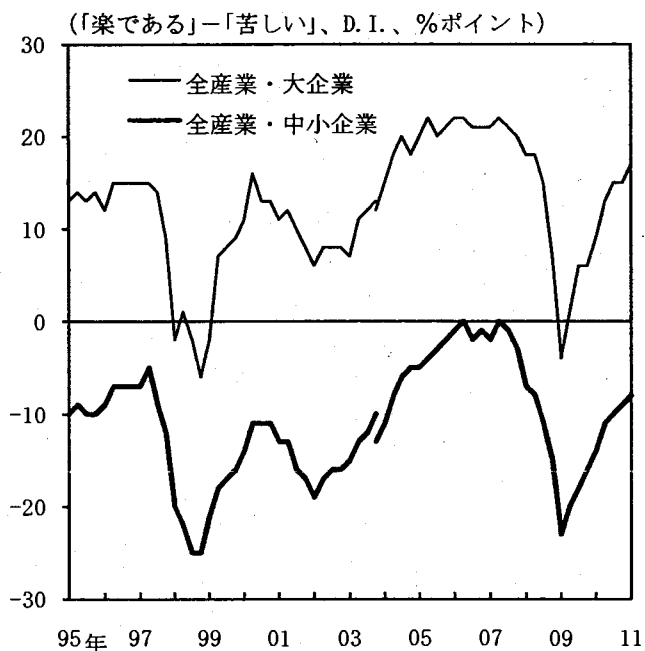
<日本公庫>



## (2) 企業の資金繰り

<短観>

<日本公庫・商工中金>

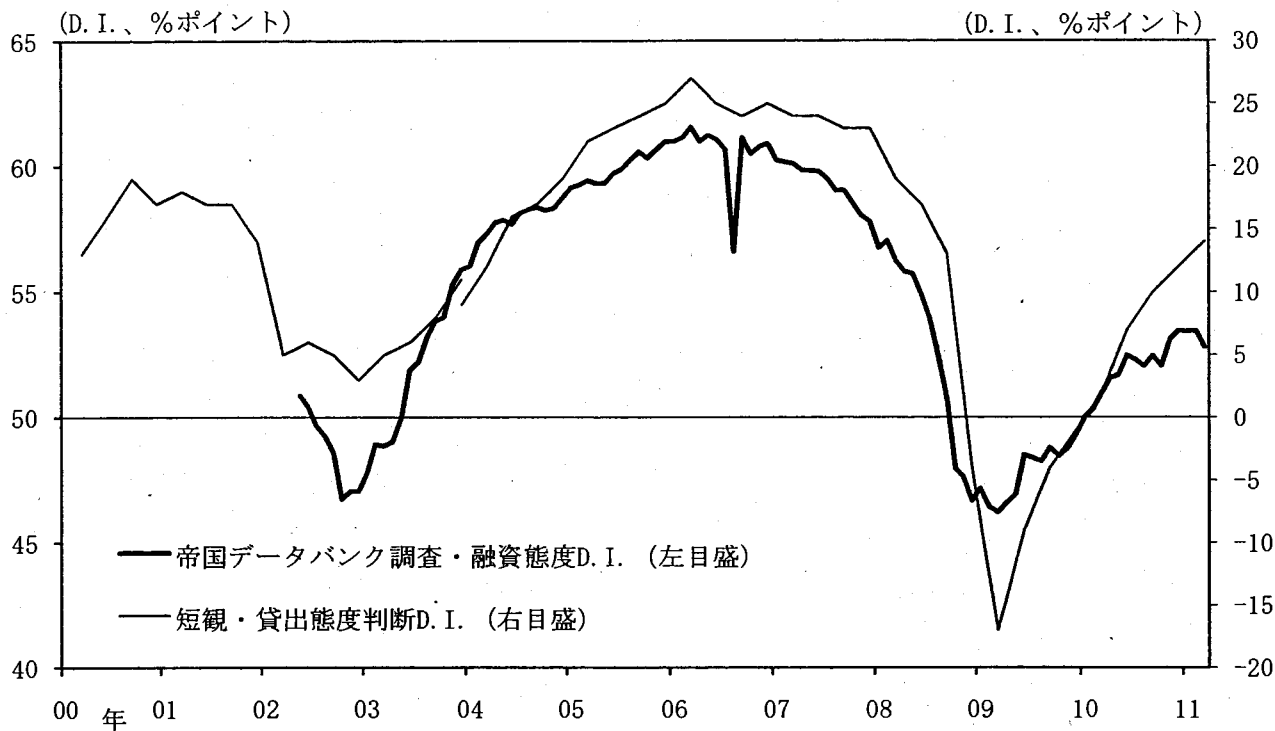


- (注) 1. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。  
 2. D.I.の定義は、(1)の日本公庫の中小企業は「緩和」-「厳しい」、小企業は「容易になった」-「難しくなった」。(2)の日本公庫の中小企業は「余裕」-「窮屈」、小企業と商工中金は「好転」-「悪化」。  
 3. 調査対象は、それぞれの取引先。すなわち、日本公庫の中小企業は原則資本金3億円以下または従業員300人以下の企業、小企業は8~9割程度が従業員9人以下の企業。商工中金は出資団体に属する企業(規模は日本公庫の中小企業と概ね同じ)。  
 4. 計数は、日本公庫の中小企業が「中小企業景況調査」、小企業が「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」、商工中金は「中小企業月次景況観測」による。なお、日本公庫の中小企業、商工中金の計数は四半期平均値。

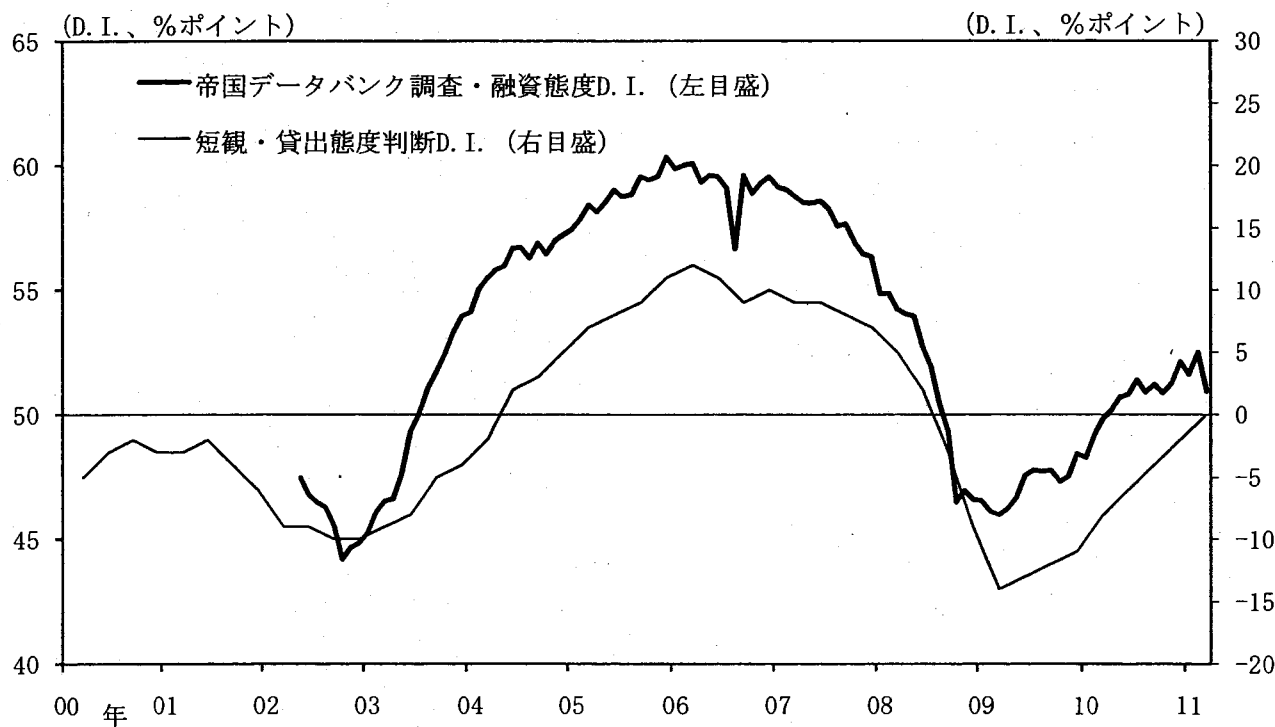
# 企業からみた金融機関の融資姿勢

帝国データバンク調査  
は対外非公表

## (1) 大企業



## (2) 中小企業



- (注) 1. 帝国データバンク調査のD.I.は、「非常に積極的 (100)」～「非常に消極的 (0)」の7段階の設問の集計値。「中立」が50となる。3月調査の調査時期は、3/23～31日。  
2. 短観は、全産業ベース。D.I.は「緩い」～「厳しい」。  
3. 短観は04/3月調査より見直しを実施。旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から。

## 企業倒産関連指標

## 〈倒産件数・負債総額〉

— 件・億円/月、( )内は前年比、%

	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3
倒産件数	1,110 (-13.9)	1,077 (-14.5)	1,100 (-6.5)	1,070 (-7.4)	1,041 (-2.1)	987 (-9.4)	1,183 (-10.0)
〈季調値〉	—	1,087	1,105	1,065	1,097	1,037	1,062
負債総額	5,967 (3.3)	6,274 (95.3)	3,468 (-18.8)	3,056 (-72.7)	2,364 (-90.9)	4,102 (-6.5)	2,702 (-13.1)
1件あたり負債額	5.4	5.8	3.2	2.9	2.3	4.2	2.3

## 〈資本金別内訳〉

— 件/月、( )内は前年比、%

	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3
1億円以上	21 (-29.4)	19 (-11.1)	20 (-11.8)	19 (-16.4)	22 (-8.3)	17 (-15.0)	17 (-26.1)
1千万円~1億円未満	507 (-21.5)	494 (-16.8)	498 (-10.3)	470 (-11.3)	475 (-7.0)	430 (-11.2)	504 (-15.0)
1千万円未満	386 (-6.4)	379 (-9.5)	382 (-4.7)	394 (-0.8)	358 (0.3)	363 (-5.7)	461 (2.4)
個人企業	197 (-3.0)	185 (-18.4)	199 (1.0)	188 (-9.0)	186 (8.8)	177 (-11.9)	201 (-19.0)

## 〈業種別内訳〉

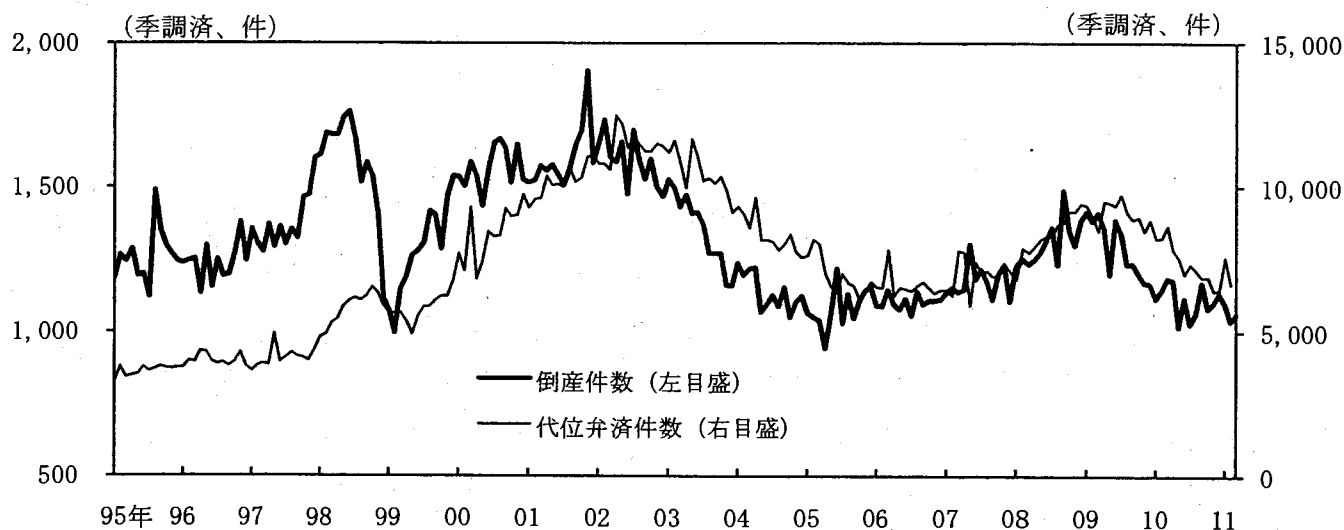
— 件/月、( )内は前年比、%

	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3
建設業	294 (-13.8)	302 (-13.5)	290 (-7.5)	265 (-9.5)	233 (-12.4)	259 (-5.1)	304 (-10.9)
製造業	175 (-20.0)	168 (-15.3)	171 (-10.2)	164 (-9.2)	164 (1.9)	145 (-14.2)	182 (-13.7)
卸売・小売業	272 (-16.1)	261 (-14.8)	272 (-9.0)	285 (3.8)	266 (6.4)	277 (8.6)	312 (-2.2)
金融・保険・不動産業	43 (-25.7)	41 (-16.3)	39 (-17.0)	44 (-2.2)	59 (11.3)	25 (-40.5)	47 (20.5)
運輸業	40 (-16.2)	38 (-20.4)	39 (-7.9)	36 (-11.5)	32 (-17.9)	35 (20.7)	41 (-24.1)
サービス業	233 (-5.7)	212 (-15.3)	241 (4.9)	227 (-13.1)	241 (0.0)	198 (-22.0)	242 (-16.3)

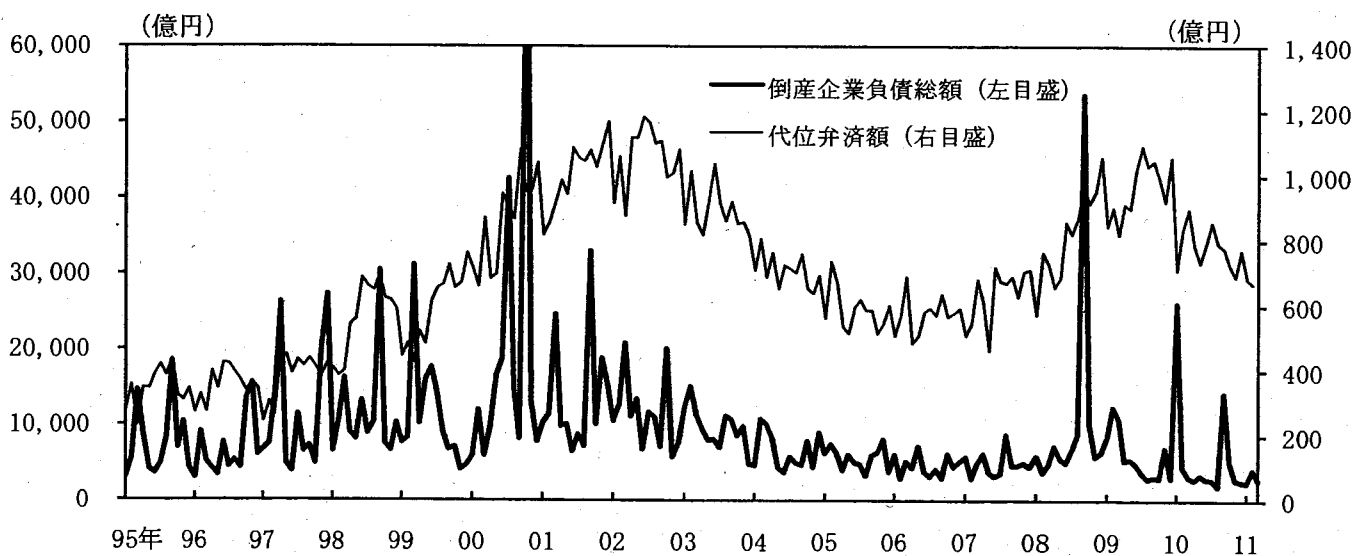
(注) 東京商工リサーチ調べ。

# 企業倒産と信用保証

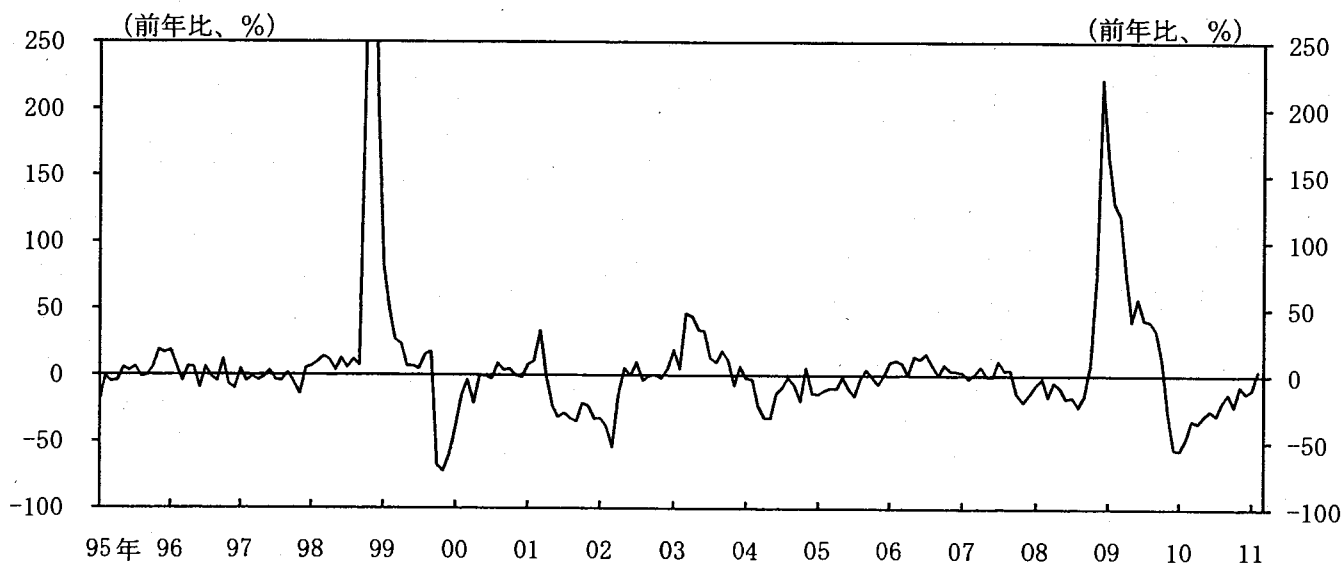
## (1) 倒産件数と代位弁済件数



## (2) 倒産企業負債総額と代位弁済額



## (3) 保証承諾実行額



(注) 計数は、東京商工リサーチ、中小企業庁、全国信用保証協会連合会による。



## マネー関連指標

## &lt;マネタリーベース&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3	2010年 平残
マネタリーベース	4.8	5.8	7.0	9.3	5.5	5.6	16.9	98
(平残、兆円)	—	(98.4)	(100.7)	(105.7)	(103.5)	(101.0)	(112.7)	—
日本銀行券発行高	0.9	1.1	1.8	2.7	2.0	2.4	3.7	77
貨幣流通高	-0.5	-0.4	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.0	5
日銀当座預金	29.7	36.9	40.3	45.4	24.5	23.3	88.7	17
(参考)金融機関保有現金	-3.8	-2.7	-1.4	3.0	-0.4	0.1	9.4	8

## &lt;マネーストック&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3	2010年 平残
M2	2.8	2.8	2.6	2.5	2.3	2.4	2.7	775
M3	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	2.0	1,075
M1	2.0	2.2	2.9	3.6	3.2	3.5	4.2	493
現金通貨	1.3	1.4	2.0	2.5	2.2	2.5	2.9	74
預金通貨	2.1	2.3	3.1	3.8	3.4	3.7	4.4	419
準通貨	1.3	0.9	0.1	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	553
CD	21.3	26.9	24.4	16.4	21.2	18.0	9.9	30
広義流動性	0.8	0.5	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	0.1	1,446

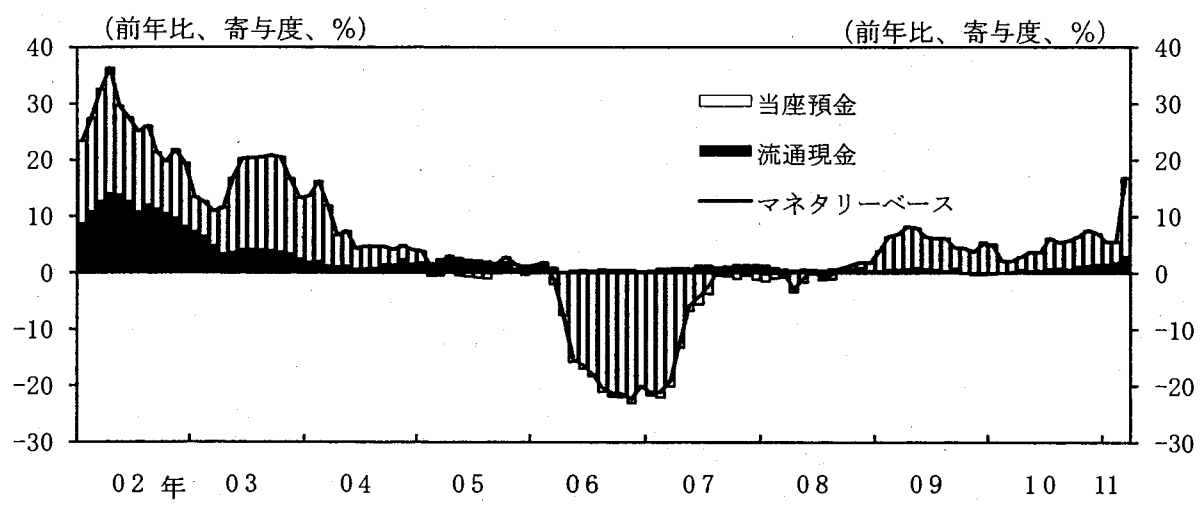
## &lt;主要金融商品の内訳（広義流動性ベース）&gt;

— 平残前年比、%；残高、兆円

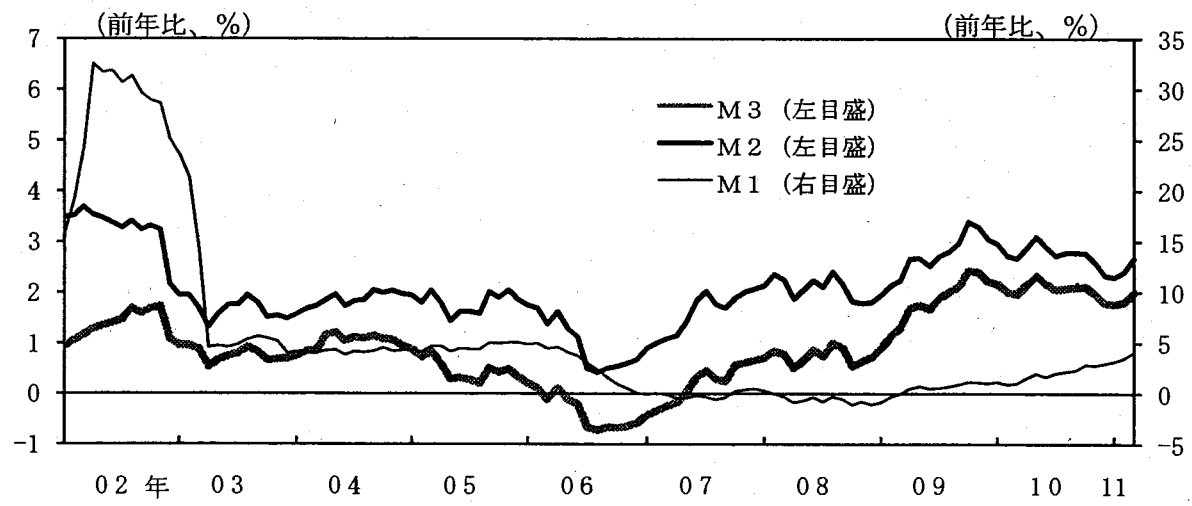
	2010年	10/ 7~9月	10~12	11/ 1~3	11/1月	2	3	2010年 平残
金銭の信託	-0.8	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	173
投資信託	1.4	0.3	-0.9	-1.6	-1.1	-1.5	-2.1	77
金融債	-10.6	-12.2	-12.7	-13.5	-13.9	-13.5	-13.1	6
国債	-13.5	-19.9	-24.5	-27.0	-27.0	-27.0	-27.1	63
外債	1.1	-2.0	-0.7	0.7	-1.2	1.4	1.7	50

# マネーストック

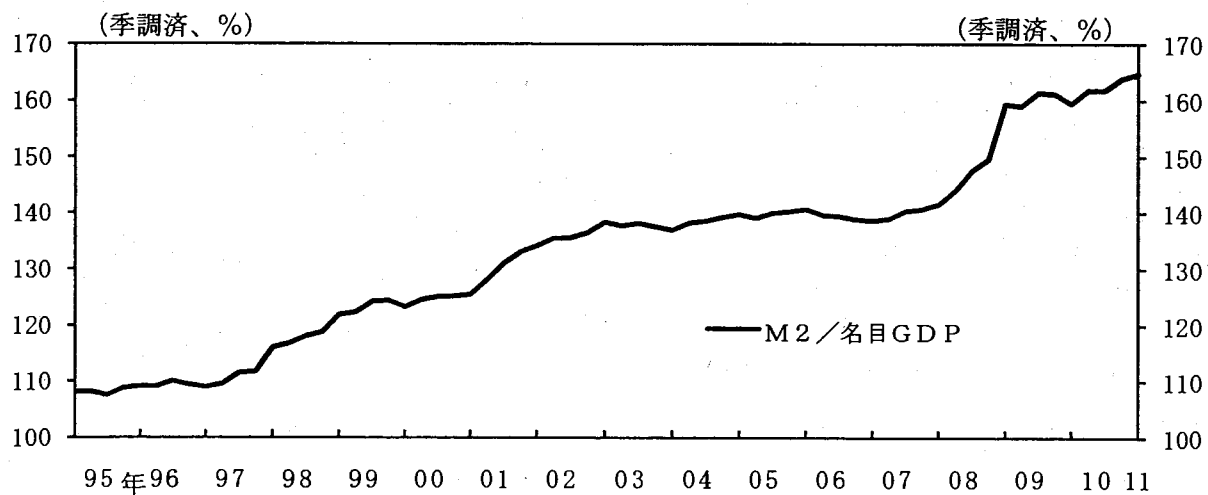
## (1) マネタリーベース



## (2) マネーストック



## (3) マーシャルのk (=M2/名目GDP)



(注) 1. マネタリーベース=流通現金(銀行券および貨幣とともに金融機関保有分を含む)+日銀当座預金。  
2. (2)の04/3月以前、(3)の03/3月以前のM1、M2、M3は、マネーサプライ統計の「M1」、「M2+CD」、「M3+CD-金銭信託」による。  
3. 11/1Qの名目GDPは、10/4Qから横這いと仮定。

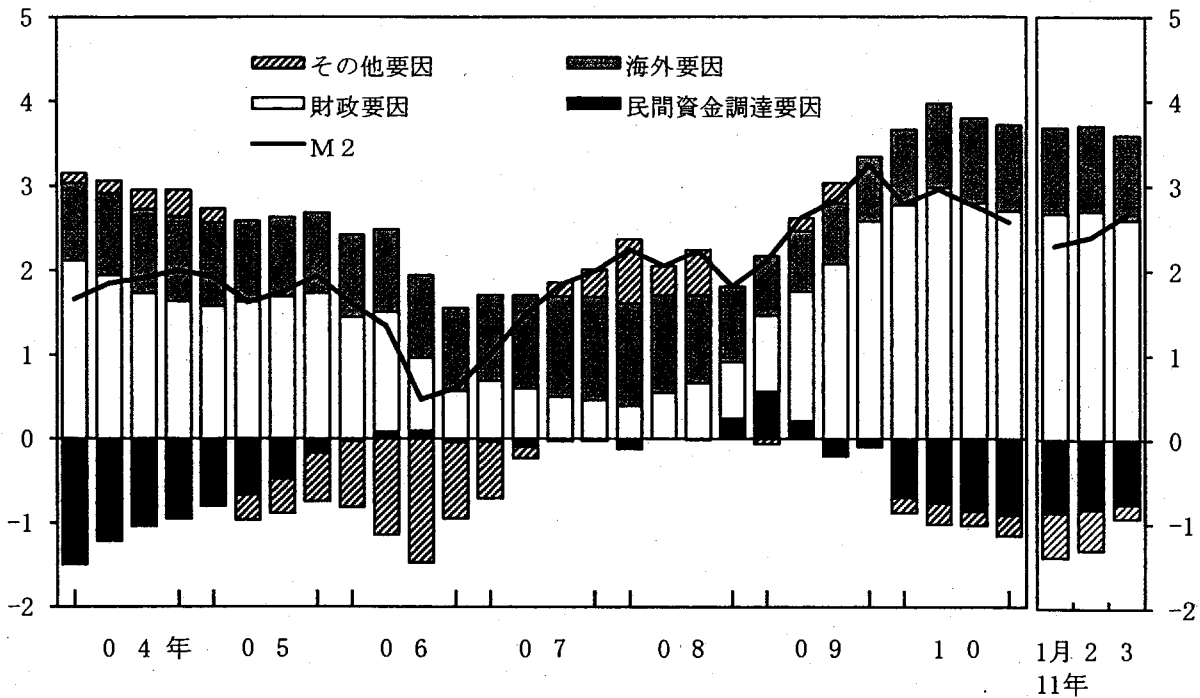
## M2のバランスシート分解

— マネー保有主体（民間非金融部門・地公体）の  
バランスシート・アプローチによる。

### (1) M2の要因分解

(前年比、寄与度、%)

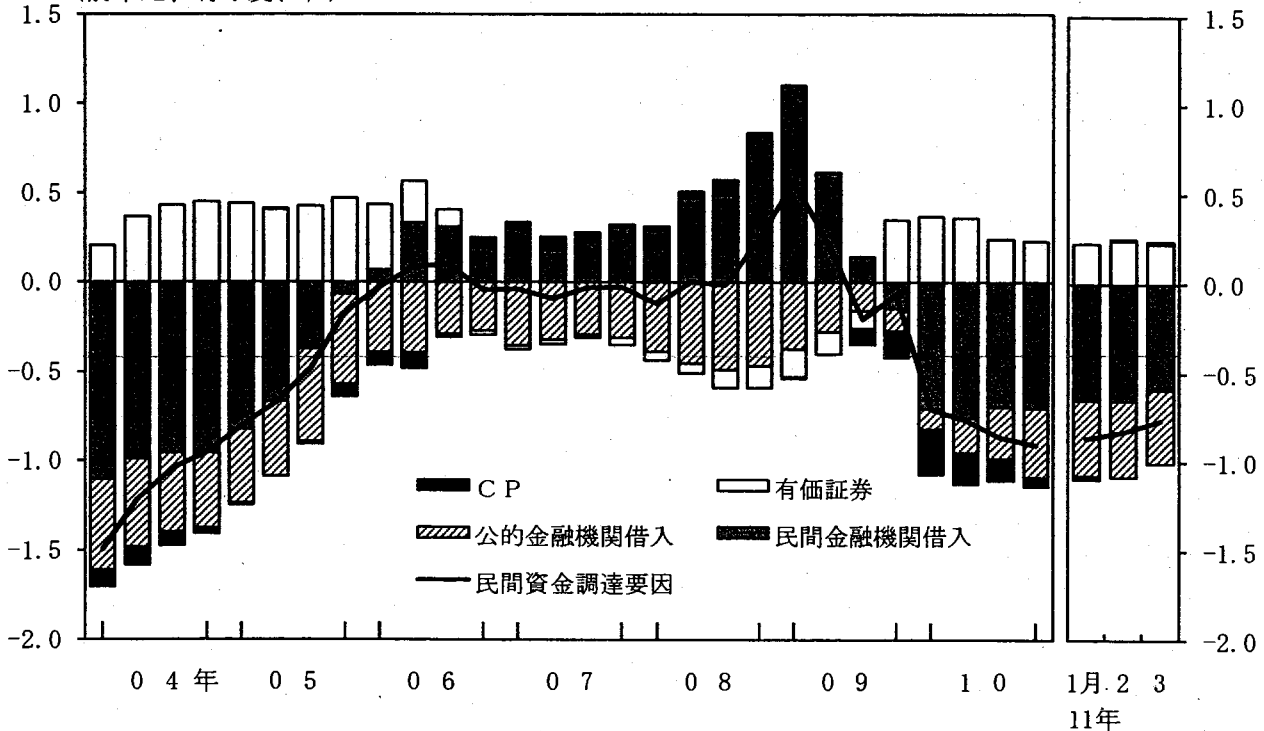
(前年比、寄与度、%)



### (2) 民間資金調達要因の内訳

(前年比、寄与度、%)

(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 四半期計数は、資金循環統計等を用いて作成。一部に推計値を含む。  
 2. 月次計数は、財政資金対民間収支、国際収支統計等から推計。一部に暫定値を含む。  
 3. (1)の「その他」は、金融資産間の資金シフト要因と残差。

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2041年12月>

2011.4.25  
企 画 局

## 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領の制定等」の概要

1. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の制定
  - ・ 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションにつき、執行部報告を踏まえ基本的事項を定める。
  
2. 「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定
  - ・ 今後の被災地金融機関の資金調達余力確保の観点から実施する担保適格要件の緩和につき、執行部報告を踏まえ基本的事項を定める。

議事録公表時まで対外非公表

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2041年12月>

2011.4.28  
企画局

## 「被災地金融機関を支援するための資金供給 オペレーション基本要領」の制定等について

（説明資料）

<頁>

- 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーショ  
ン基本要領」の制定等について …… 1

（政策委員会付議文）

- 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーショ  
ン基本要領」の制定等に関する件 …… 8

(説明資料)

「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の  
制定等について

前回金融政策決定会合において示された方針に従い、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション（以下、被災地金融機関支援オペ）」および「担保適格要件の緩和」を実施するための基本的な事項を検討した。

この結果、東日本大震災にかかる被災地金融機関を対象に、適切な金融調節の実施を通じて、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとともに、今後の被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、各措置の基本的事項を定める基本要領を制定する等、所要の措置を講じることとしたい。

## 1. 被災地金融機関支援オペに関する検討結果

被災地金融機関支援オペについては、前回金融政策決定会合において、骨子素案が取り纏められた。本オペにつき、追加的な検討が必要な事項は、以下のとおり。

### (1) 系統金融機関への資金供給方法

- ・系統金融機関（信金、信組、労働金庫、農林・漁業系統）については、系統中央機関（信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会および農林中央金庫）との調整を踏まえ、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の非対象先や非当座預金取引先についても、各系統中央機関を通じて資金供給を行うこととする。
- ・このため、本オペの対象先は、被災地に貸出業務を行う営業所等（本店、支店その他これらと同等の機能を有するものをいう）を有する金融機関（以下、被災地金融機関）または被災地金融機関を会員とする系統中央機関で、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先とする。

### (2) 貸付限度額の設定

- ・被災地金融機関等の被災地の営業所等における貸出残高に関する調査結果を踏まえ、貸出残高（系統中央機関については、自己およびその会員たる金融機関の残高の合計）のシェアに応じて貸付総額（1兆円）を割り振り、オペ対象先毎の貸付限度額を設定することとする。

- ・ただし、実際のオペ先募集時に応募を見送る先が出た場合にも、極端な貸付限度額の集中が生じないように、一先当り1,500億円の上限額を設定する。

### (3) 貸付受付期間

- ・本オペの目的が、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応に万全を期すものであること等に鑑み、貸付受付期間は半年（2011年10月末まで）とする（その場合、本オペの実施期間は貸付期間の1年を加え、1年半後の2012年10月末まで）。

## 2. 担保適格要件の緩和に関する検討結果

前回金融政策決定会合において、担保適格要件の緩和について、具体的な検討を行い、改めて金融政策決定会合に報告するよう指示がなされた。

上記の検討指示に基づき、具体化が必要な事項は、以下のとおり。

### (1) 対象金融機関

- ・本措置は、被災地金融機関の資金調達余力の確保を図るものであるため、当座預金取引先のうち被災地金融機関に限り、差入れを可能とする。

### (2) 担保の利用範囲

- ・被災地金融機関の資金調達余力の確保、担保利用の効率性向上および円滑な事務遂行の観点から、本件要件緩和担保は、被災地金融機関支援オペに限らず、多様な本行与信に利用できる共通担保として差入れることとする。

### (3) 本措置の適用期間

- ・本措置と被災地金融機関支援オペは、先行きの被災地金融機関の資金調達ニーズの動向が見通し難い中での初期対応という点で共通しているため、適用期間は、被災地金融機関支援オペの実施期間と合わせることにする（その場合、1年半後の2012年10月末まで）。

### (4) 対象となる担保種類

- ・本措置は、被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から実施するものであるため、被災地金融機関の保有資産を勘案し、以下の被災地関連の債務を対象として、担保適格要件の緩和を行うこととする。

- イ. 被災地に事業所等を有する企業（以下、被災地企業）の社債、手形および証書貸付債権
- ロ. 被災地の地方公共団体（全部または一部の地方公共団体が被災地である県または市を含む）に対する証書貸付債権
- ハ. 被災地の地方公共団体が全額出資している法人のうち、被災地に事業所等を有する先に対する証書貸付債権

(5) 適格要件の緩和内容とリスク管理面の工夫

①被災地企業の債務

(外部格付を取得していない先)

- ・適格担保の信用力を確保しつつ、可能な限り広い範囲の企業債務を対象とする観点から、外部格付を取得していない被災地企業につき、信用力基準を緩和し、被災地金融機関の直近の自己査定において正常先に区分されている企業の手形および証書貸付債権を適格とする。
- ・その際、正常先に区分されている企業の信用力には相当の幅があることを勘案し、本行財務の健全性を確保する観点から、以下の保守的な担保掛け目を設定する。

【企業向け証書貸付債権の掛け目】

	1年以内	1~3年	3~5年	5~7年	7~10年
通常分	96	91	85	75	70
正常先分	81	65	50	40	25

(注) 手形は、通常分と同様、企業向け証書貸付債権の1年以内と同水準の掛け目を設定。

- ・さらに、被災地では、平時に比し、一部債務者の信用力の変化が自己査定に反映されるまでの期間が長期化する可能性があることに鑑み、正常先基準による担保の差入れは、各金融機関の担保総額の50%以内とする量的制限を設けることとする。

(外部格付を取得している先)

- ・被災地企業のうち外部格付を有する企業の社債や証書貸付債権については、通常A格相当以上としている格付要件をBBB格相当以上まで緩和することとする。
- ・その際、担保掛け目については、昨年末まで使用していた同等格付のものを適用し、担保差入れには量的な制限を設けないこととする。



【社債の掛け目】

	1年以内	1～5年	5～10年	10～20年	20～30年	30年～
通常分	97	97	95	95	94	93
BBB格分	97	97	95	95	94	93

【企業向け証書貸付債権の掛け目】

	1年以内	1～3年	3～5年	5～7年	7～10年
通常分	96	91	85	75	70
BBB格分	93	82	70	60	50

— なお、取得している外部格付がBB格以下等の企業が、被災地金融機関の自己査定で正常先に区分されている場合には、正常先基準に基づく担保適格要件の緩和を適用する。

②被災地の地方公共団体に対する証書貸付債権

- ・通常は公募地方債の発行団体であることや、貸付金利の決定方式が競争入札であることを要件としているが、担保範囲拡大の観点から、こうした要件を適用しないこととする。
- ・その際、本行財務の健全性を確保する観点から、以下の保守的な担保掛け目を設定する。

【地方公共団体向け証書貸付債権の掛け目】

	1年以内	1～3年	3～5年	5～7年	7～10年
通常分	97	94	85	85	75
緩和分	87	84	75	75	65

③被災地の地方公共団体が出資する法人に対する証書貸付債権

- ・当該債務は通常は適格としていないが、被災地企業に対する証書貸付債権と同様、当該法人が被災地金融機関による自己査定において正常先に区分され、残存期間が10年以内であれば適格とすることとする。
- ・その際、本行財務の健全性を確保する観点から、被災地企業に対する証書貸付債権と同様、保守的な担保掛け目を設定するとともに、担保の差入れにかかる量的な制限の対象とする。

3. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の制定

上記1. の検討結果に基づき、被災地金融機関支援オペの実施とオペ対象先の選定を行うために必要な基本事項を定める、以下の基本要領を新たに制定する。

- (1) 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領
- (2) 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領

4. 「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」の制定

上記2. の検討結果に基づき、担保適格要件の緩和を実施するために必要な基本的事項を定める、「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」を新たに制定する。

5. 今後の予定（案）

- (1) 上記3. は、本日より実施することとしたい。その上で、オペ対象先の選定や約定の締結など所要の準備が終了した後、概ね5月後半からオペを開始する方向で準備を進めたい。
- (2) 上記4. は、被災地金融機関支援オペの開始に合わせるべく、本行内の体制整備を早急に進め、5月中には担保の受入れを開始する方向で準備を進めたい。
- (3) 本件に関し、被災地金融機関支援オペの概要を別添1のとおり、担保適格要件の緩和の概要を別添2のとおり公表することとしたい。

以 上

## 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションの概要

### 1. 対象先

被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関（以下、被災地金融機関という）または被災地金融機関を会員とする系統中央機関で、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先

（注1）被災地は、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている地域（岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部）

（注2）系統中央機関は、信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会および農林中央金庫

### 2. 資金供給方式

共通担保を担保とする貸し付け

### 3. 貸付期間

1年

### 4. 貸付利率

0.1%

### 5. 貸付総額

1兆円

### 6. 対象先毎の貸付限度額

対象先毎の貸付限度額は、被災地の営業所等の貸出残高（系統中央機関は、自己および会員分の合計）を勘案して定める。ただし、1先あたり1,500億円を上限とする。

### 7. 貸付受付期間

2011年10月末まで

## 被災地企業等債務にかかる担保適格要件緩和の概要

## 1. 対象先

当座勘定取引先のうち、被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関

## 2. 対象となる担保種類

- (1) 被災地に事業所等を有する企業：社債、手形、証書貸付債権
- (2) 被災地の地方公共団体：証書貸付債権
- (3) 被災地の地方公共団体が全額出資する被災地所在の法人：証書貸付債権

## 3. 緩和内容

## (1) 被災地に事業所等を有する企業

- ①被災地金融機関の直近の自己査定で正常先に区分されている企業の手形および証書貸付債権については、信用力に問題ないものとして取り扱う
- ②外部格付を有する企業の社債および証書貸付債権は、格付要件を緩和する（A格相当以上→BBB格相当以上）

## (2) 被災地の地方公共団体

- ・公募地方債を発行していない地方公共団体に対する証書貸付債権や、金利競争入札により貸付金利を決定していない証書貸付債権についても、適格担保となしうることとする

## (3) 被災地の地方公共団体が全額出資する被災地所在の法人

- ・被災地金融機関の直近の自己査定で正常先に区分されている法人にかかる証書貸付債権は、適格担保となしうることとする

## 4. 担保の掛け目等

- ・信用力や市場性を勘案して、適切な掛け目を設定する
- ・正常先基準（3.（1）①および（3））により差入れる手形および証書貸付債権の担保価額の合計額は、各金融機関の担保総額の50%以内で別に定める範囲内とする

## 5. 適用期間

2012年10月末まで

(政策委員会付議文)

「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」の  
制定等に関する件

(案 件)

東日本大震災にかかる被災地の金融機関を対象に、適切な金融調節の実  
施を通じて、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を  
支援するとともに、今後の被災地の金融機関の資金調達余力を確保する観  
点から、下記の諸措置を講ずること。

#### 記

1. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」  
を別紙1. のとおり制定すること。
2. 「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションにおける  
貸付対象先選定基本要領」を別紙2. のとおり制定すること。
3. 「被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則」を別  
紙3. のとおり制定すること。

以 上

## 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領（案）

### 1. 趣旨

この基本要領は、東日本大震災にかかる被災地（東日本大震災に関し災害救助法（昭和22年法律第118号）の適用を受けている地域（ただし、帰宅困難者対応により適用された地域を除く。）をいう。以下同じ。）の金融機関（日本銀行法（平成9年法律第89号）第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法（昭和46年法律第34号）第2条第13項に規定する承継銀行を除く。以下同じ。）を対象に、適切な金融調節の実施を通じて、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援する観点から、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション（被災地の金融機関を対象として、適格担保を担保として、日本銀行が定める限度額の範囲内で、固定金利方式により行う、公開市場操作としての貸付けをいう。）を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

### 2. 貸付店

本店（業務局）または支店とする。

### 3. 貸付対象先

次の（1）または（2）に該当する先のうち、別に定めるところにより選定した先とする。

- （1）被災地に貸出業務を行う営業所等（本店、支店その他これらと同等の機能を有するものをいう。以下同じ。）を有する金融機関
- （2）被災地に貸出業務を行う営業所等を有する金融機関を会員としている系統中央機関（信金中央金庫、全国信用協同組合連合会、労働金庫連合会および農林中央金庫を総称していう。以下同じ。）

#### 4. 貸付方式

電子貸付とする。

#### 5. 貸付期間

1年以内の期間とする。

#### 6. 貸付利率および利息の徴収

(1) 貸付利率は、年0.1%とする。

(2) 利息の徴収は、(1)に定める貸付利率によって、貸付日の翌日から返済期日までの日数に応じて、後取りの方法により行う。

#### 7. 貸付先および貸付金額

貸付先は貸付対象先のうち希望する先とし、貸付金額は8.の限度額の範囲内で貸付先の希望する金額とする。ただし、貸付金額は、当該貸付先が差入れている共通担保の担保余裕額相当額を超えることはできない。

#### 8. 貸付限度額等

(1) 貸付総額の上限は1兆円とする。

(2) 貸付対象先ごとの貸付限度額は、1,500億円を上限として、被災地に所在する営業所等の貸出金残高(系統中央機関については、自己およびその会員たる金融機関についての残高の合計とする。)を勘案して定める。

#### 9. 貸付受付期間

平成23年10月31日までとする。

#### 10. 貸付日等

貸付日その他貸付けを行うために必要な具体的事項については、金融市場の情勢等を勘案して定める。

## 11. 担保

- (1) 貸付対象先から、適格担保を担保として差入れさせるものとする。
- (2) 担保の取扱いは、「適格担保取扱基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）および「適格外国債券担保取扱要領」（平成21年5月22日付政委第63号別紙1.）の定めるところによる。

### （附則）

この基本要領は、本日から実施し、平成23年10月31日をもって廃止する。ただし、同日以前の日を貸付日とする貸付けの取扱いについては、なお従前の例による。



被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションにおける  
貸付対象先選定基本要領（案）

1. 趣旨

この基本要領は、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションに関する事務手続の明確化を図る趣旨から、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」（平成23年4月 日付政委第号別紙1.）に規定する貸付対象先（以下「対象先」という。）の選定を行うために必要な基本的事項を定めるものとする。

2. 対象先の選定基準等

対象先の選定に当っては、「共通担保資金供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」（平成18年4月11日付政委第31号別紙2.）に基づいて選定された共通担保資金供給オペレーション（全店貸付）（本行本支店を貸付店とする共通担保資金供給オペレーションをいう。）の貸付対象先のうち、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」3.（1）または（2）に該当する先から、対象先となることを希望する先を公募し、その公募に応じた先を選定するものとする。

3. 対象先の遵守事項等

（1）対象先の公募に際しては、次に掲げる対象先としての遵守事項を明示するものとする。

イ、正確かつ迅速に事務を処理すること

ロ、このオペレーションの適切な遂行に資する情報を提供すること

（2）対象先が（1）に掲げる事項に著しく背馳した場合には、対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

（3）（2）に定める場合のほか、2. に定める基準または「共通担保資金

供給オペレーションにおける貸付対象先選定基本要領」2. に定める基準に鑑み必要と認められる場合には、対象先からの除外等の措置を講ずることができるものとする。

(附則)

この基本要領は、本日から実施し、平成23年10月31日をもって廃止する。ただし、同日以前に選定された対象先の取扱いについては、なお従前の例による。

被災地企業等債務にかかる担保の適格性判定等に関する特則（案）

1. 趣旨

東日本大震災の発生を踏まえ、今後の被災地（東日本大震災に関し災害救助法（昭和22年法律第118号）の適用を受けている地域（ただし、帰宅困難者対応により適用された地域を除く。）をいう。以下同じ。）の金融機関（日本銀行法（平成9年法律第89号）第37条第1項に規定する金融機関をいう。ただし、整理回収機構および預金保険法（昭和46年法律第34号）第2条第13項に規定する承継銀行を除く。以下同じ。）の資金調達余力を確保する観点から、被災地の金融機関が差入れる担保のうち、被災地に事業所等を有する企業等の債務にかかる担保の適格性判定等については、「適格担保取扱基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙1.）および「企業の信用判定基本要領」（平成12年10月13日付政委第138号別紙2.）によるほか、この特則に定めるとおりとする。

2. 適用

(1) 対象金融機関

当座勘定取引の相手方である金融機関のうち、被災地に貸出業務を行う営業所等（本店、支店その他これらと同等の機能を有するものをいう。）を有する先とする。

(2) 対象となる担保の種類

次の各号に掲げる債務者（ただし、手形については支払人。）の別に  
応じ、当該各号に掲げる種類の担保とする。

イ. 被災地に事業所等を有する企業

社債、手形および証書貸付債権

ロ. 被災地の地方公共団体（全部または一部の市区町村が被災地に含まれる県または市を含む。以下同じ。）

証書貸付債権

ハ. 被災地地方公共団体出資法人（被災地の地方公共団体が全額出資している法人のうち、被災地に事業所等を有するものをいう。以下同じ。）

証書貸付債権

3. 適格基準

2. (2) に掲げる担保の適格基準は、当該担保が「適格担保取扱基本要領」別表2に掲げる基準を満たす場合を除き、(1) から(3)までに規定するとおりとする。ただし、適格とすることに特段の問題が認められる場合には、当該規定と異なる取扱いをすることができる。

(1) 被災地に事業所等を有する企業の債務

担保の種類	適格基準
社債	適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得している公募普通社債（発行企業またはその元利金の全額につき連帯保証している企業もしくは当該保証企業が発行する社債（保証付社債を除く。）がBBB格相当以上の格付を取得しているものを含む。）のうち、発行企業の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること。
手形	イ. およびロ. を満たしていること。 イ. 支払人が、担保差入先金融機関の直近の自己査定において正常先に区分されていること。 ロ. 振出日から満期日までの期間が1年以内のものであること。
証書貸付債権	イ. およびロ. を満たしていること。 イ. (イ) または (ロ) を満たしていること。 (イ) 債務者が、担保差入先金融機関の直近の自

	<p>己査定において正常先に区分されていること  (以下、本号およびロ.により適格とされた証書貸付債権ならびに(3)に定める証書貸付債権を総称して「正常先証書貸付債権」という。)</p> <p>(ロ) 債務者が適格格付機関からBBB格相当以上の格付を取得しているもの(債務者が発行する社債(保証付社債を除く。)がBBB格相当以上の格付を取得しているものを含む。)のうち、債務者の信用力その他の事情を勘案して、本行が適格と認めるものであること。</p> <p>ロ. 残存期間が10年以内のもの(満期が応当月内に到来するものを含む。)であること。</p>
--	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

(2) 被災地の地方公共団体に対する証書貸付債権

残存期間が10年以内のもの(満期が応当月内に到来するものを含む。)であること。

(3) 被災地地方公共団体出資法人に対する証書貸付債権

イ. およびロ. を満たしていること。

イ. 債務者が、担保差入先金融機関の直近の自己査定において正常先に区分されていること。

ロ. 残存期間が10年以内のもの(満期が応当月内に到来するものを含む。)であること。

4. 担保価格

2. (2)に掲げる担保の担保価格は、当該担保が「適格担保取扱基本要領」別表2に掲げる基準を満たす場合を除き、(1)から(3)までに規定するとおりとする。

(1) 被災地に事業所等を有する企業の債務

社債

イ. 残存期間1年以内のもの	時価の97%
ロ. 残存期間1年超5年以内のもの	時価の97%
ハ. 残存期間5年超10年以内のもの	時価の95%
ニ. 残存期間10年超20年以内のもの	時価の95%
ホ. 残存期間20年超30年以内のもの	時価の94%
ヘ. 残存期間30年超のもの	時価の93%

手形

手形金額の81%

証書貸付債権

イ. 正常先証書貸付債権

(イ) 残存期間1年以内のもの	残存元本額の81%
(ロ) 残存期間1年超3年以内のもの	残存元本額の65%
(ハ) 残存期間3年超5年以内のもの	残存元本額の50%
(ニ) 残存期間5年超7年以内のもの	残存元本額の40%
(ホ) 残存期間7年超10年以内のもの	残存元本額の25%

(満期が応当月内に到来するものを含む。)

ロ. イ. 以外のもの

(イ) 残存期間1年以内のもの	残存元本額の93%
(ロ) 残存期間1年超3年以内のもの	残存元本額の82%
(ハ) 残存期間3年超5年以内のもの	残存元本額の70%
(ニ) 残存期間5年超7年以内のもの	残存元本額の60%
(ホ) 残存期間7年超10年以内のもの	残存元本額の50%

(満期が応当月内に到来するものを含む。)

(2) 被災地の地方公共団体に対する証書貸付債権

イ. 残存期間1年以内のもの	残存元本額の87%
ロ. 残存期間1年超3年以内のもの	残存元本額の84%
ハ. 残存期間3年超5年以内のもの	残存元本額の75%
ニ. 残存期間5年超7年以内のもの	残存元本額の75%

ホ. 残存期間7年超10年以内のもの 残存元本額の65%  
(満期が応当月内に到来するものを含む。)

(3) 被災地地方公共団体出資法人に対する証書貸付債権

イ. 残存期間1年以内のもの 残存元本額の81%  
ロ. 残存期間1年超3年以内のもの 残存元本額の65%  
ハ. 残存期間3年超5年以内のもの 残存元本額の50%  
ニ. 残存期間5年超7年以内のもの 残存元本額の40%  
ホ. 残存期間7年超10年以内のもの 残存元本額の25%  
(満期が応当月内に到来するものを含む。)

5. 手形および正常先証書貸付債権に関する特例的取扱い

(1) 担保差入額の限度

3. (1) および(3)の適格基準に基づき金融機関が担保として差入れる手形および正常先証書貸付債権の担保価額の合計額は、当該金融機関が差入れている担保価額の総額に、50%以内の別に定める割合を乗じた金額を超えることはできない。

(2) 信用力の判断

3. (1) および(3)の適格基準に基づく手形および正常先証書貸付債権の債務者の信用力の判断については、「適格担保取扱基本要領」

4. (3)の規定を適用しない。

(附則)

本措置は、平成23年5月31日までの別に定める日から実施し、平成24年10月31日をもって廃止する。

## 要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2041年12月>

2011年4月28日

日 本 銀 行

### 経済・物価情勢の展望（2011年4月）（案）

#### 【基本的見解】<sup>1</sup>

##### 1. はじめに

わが国経済は、本年入り後、景気の改善テンポが鈍化した状態から脱しつつあったが、3月11日に発生した東日本大震災により、状況は大きく変化した。震災により、当面、わが国経済に対して大きな下押し圧力がかかり続けることは避けられない。今回の展望レポート（「経済・物価情勢の展望（2011年4月）」）で示す2012年度までの日本経済の見通しを点検するに当たっては、以下のような視点を持つことが重要である。第1に、震災による経済への下押し圧力は、基本的には資本設備の毀損等による供給面のショックとして現われており、海外経済の高成長など、震災前まで日本経済の回復を支えていた基本的な条件に大きな変化はない。この点、金融ショックによって世界的に需要が急減したリーマン・ショック時とは異なる。第2に、震災の影響は、時間の経過とともに変化していくことに留意する必要がある。短期的には供給面の制約に伴う影響が大きく出るが、その後は、供給面の制約が和らいでいくうえ、毀損した資本ストックを復元していく動きが顕現化してくる。さらにより長期的には、震災が、わが国経済の趨勢的な成長力にどのような影響を与えていくかという点も重要である。第3に、これらの震災の影響の現われ方については、その時期や規模を含め様々な点で不確実性が大きい。このため、先行きの経済・物価動向を見通すに当たっては、中心的な見通しだけではなく、従来以上にリスク要因を注意深く点検していくことが重要である。

<sup>1</sup> 4月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。



以下では、上記の留意点を念頭に置いたうえで、まず、わが国経済の基調的な動きを左右する海外経済や国際金融資本市場の動向を記述し、その後、わが国の金融環境を評価する。そのうえで、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を記述した後、中心的な見通しに対する上振れ要因・下振れ要因を検討する。最後に、金融政策運営の基本的な考え方を整理する。

## 2. 海外経済および国際金融資本市場

海外経済は、2010年夏場以降、回復初期局面における在庫復元の動きが一巡したこともあって、成長ペースが幾分鈍化した。もっとも、海外経済の回復基調自体は途切れず、新興国・資源国の高成長に牽引される形で、昨年秋以降、世界経済の成長率は、再び、歴史的にみてかなり高い水準となってきた。こうした高成長を背景に世界的に物価上昇圧力が徐々に高まりつつあり、新興国・資源国では金融引き締めが続いているほか、先進国においても、一部で金融緩和を修正する動きがみられ始めている。地域別にみると、米国経済は、2010年秋以降、金融緩和や減税措置延長などの財政刺激策などもあって、先行きの回復傾向の持続性に対する懸念は後退している。欧州経済は、輸出が伸びているドイツなど一部の国と、ソブリン問題を背景とした緊縮財政の影響から低調な動きが続く域内周縁国の間で、景気回復ペースの格差が顕著となっているが、全体としてみると、緩やかに回復している。この間、新興国・資源国経済は、旺盛な内需や海外からの資本流入のもとで高成長が続いている。

先行きの海外経済については、新興国・資源国経済の高成長に牽引され、回復を続けることが想定される。世界経済全体の成長率は、2010年に続き、2011年、2012年も、高い成長率を記録した金融危機前の10年間の平均を上回って推移する見込みである<sup>2</sup>。地域別にみると、米国経済については、

<sup>2</sup> 因みに、IMFが4月に発表した世界経済の成長見通し（各国・地域の実質成長率見

新興国・資源国向けを中心に輸出が増加基調をたどるほか、緩和的な金融環境を背景に、個人消費や設備投資が引き続き緩やかに増加するため、回復を続けると考えられる。欧州経済については、輸出の増加が徐々に内需に波及し、中心国と周縁国の格差を伴いながらも、全体として緩やかな回復が続くとみられる。新興国・資源国経済は、インフレ懸念の高まりを背景に、金融引き締め動きが続くとみられるが、旺盛な内需や海外からの資本流入が続くもとで、高めの成長を維持する公算が高い。このうち、中国経済は、所得水準の向上や都市化の進展を背景として、個人消費や住宅投資、各種のインフラ投資が増加基調をたどるため、高成長を維持すると考えられる。NIEs・ASEAN 諸国の経済は、輸出に加え、設備投資や個人消費などの国内民需も増加が続くと見込まれるため、景気は拡大基調をたどると予想される。

国際金融資本市場の動きをみると、2010年秋以降は、米国景気に対する見方が改善したことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢が後退し、多くの国で株価が上昇基調をたどった。債券市場では、米国の長期金利が上昇し、これにつれて、各国の長期金利は上昇した。この間、欧州では、ギリシャ危機以降、安定化に向けた各種枠組みが整備されつつあるもとで、アイルランドやポルトガルが金融支援を要請するなど、欧州周縁国のソブリン問題とその国際金融資本市場への影響が懸念される状況が続いている。わが国における震災発生直後は、一時的に、経済の先行きを巡る不透明感の高まりから各国で株価や長期金利が下落するなど、市場のリスク回避姿勢が高まったが、その後は概ね落ち着きを取り戻している。為替市場では、ボラティリティが大きく高まり、円の対米ドル相場は一時史上最高値の76円25銭を記録したが、G7諸国による協調介入を機に、82円～83円での

---

通しを購買力平価ベースで集計したもの)をみると、2011年、2012年の成長率は、それぞれ4.4%、4.5%となっている。なお、金融危機前の10年間(1998～2007年)の平均の成長率は、4.0%となっている。

推移となった。今後も、国際金融資本市場については、欧州周縁国のソブリン問題の帰趨、世界的な金融緩和修正に伴う資本移動の変化など、投資家のリスクテイク姿勢の変化に留意しつつ、その動向を注意してみていく必要がある。

### 3. わが国の金融環境

わが国の金融動向をみると、震災後も、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。金融市場も、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に安定して推移している。わが国の金融環境は総じて緩和の動きが続いているが、震災後は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。

今後の金融環境を展望すると、当面は、震災の影響による売り上げの落ち込みを主因に、資金繰りが厳しくなる先が、中小企業を中心に増えると思われるほか、先行きの不透明感の高まりから手元資金を積み増す動きもみられており、企業の資金需要が増加する可能性が高い。もっとも、企業の資金調達環境について、CP・社債市場をみると、CP市場では、良好な発行環境が続いているほか、社債市場についても、不透明感の高まりから、震災後に発行を見送る動きがみられていたが、このところ信用スプレッドの実勢が震災直後と比べて幾分低下するなか、社債発行の動きが徐々にみられ始めている。一方、中小企業の資金調達に占めるウェイトの高い銀行貸出を巡る状況をみると、民間金融機関は、これまでの増資や内部留保の蓄積を通じて自己資本の充実に努めていることから、今後の資金需要の増加に十分応えられる状況にある。また、信用保証協会による災害関連保証など、金融面での各種措置の効果も見込まれる。そうしたもとで、金融環境は、日本銀行による強力な金融緩和策が一段と浸透していくにつれて、基調的には緩和の動きが続くと考えられ、国内民間需要が回復に向かう動きを下支えしていくと予想される。

#### 4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

##### (1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえたうえで、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を検討する。

わが国の経済は2010年秋口以降、耐久消費財に関する駆け込み需要の反動の影響が大きかったうえ、海外経済の成長ペースが一時的に鈍化するもとの、夏場の円高の影響や情報関連財の在庫調整の動きも加わり、輸出が横ばい圏内の動きとなった。このため、景気は改善の動きが弱まった。もっとも、2011年入り後は、海外経済の成長率が再び高まるもとの、震災前には、輸出や生産が増加基調に復する動きがみられるなど、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある状況となっていた。このように、震災前までの景気展開は、前回（2010年10月）の展望レポートにおける見通しにほぼ沿った動きとなっていた。

こうした状況は、今回の震災によって大きく変化している。震災後は、わが国経済が、供給面で大きな制約を受けているため、海外経済の回復を起点として輸出や生産の増加がわが国経済の回復を支えていくというメカニズムが弱まっている。すなわち、震災により、広範囲に及ぶ被災地域で、多くの資本設備が失われたほか、全国的に、材料・部品調達の困難化からサプライチェーンに大きな障害が生じている。また、電力不足の問題も供給面の制約となっている。このため、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内向けの出荷・販売に大きな影響が及んでいる。このように、震災の影響は主として供給面の制約を通じてわが国経済に現われているが、需要面でも、今回の原子力発電所の事故による影響をはじめ、先行きに関する不透明感を背景とした企業や家計のマインドの悪化を通じて、設備投資や個人消費を下押ししているとみられる。今回の原子力発電所の事故は、

上記のマインドを通じる影響に加えて、海外からの訪日者数の減少などを通じて、個人消費や観光などに悪影響を与えている可能性も高い。

今後の経済の見通しは、電力を始めとする様々な供給面の制約が、いつ、どの程度のペースで解消していくかに大きく依存する。そのうえで、先行きを展望すると、わが国経済は、当面、・・・<sup>3</sup>。すなわち、企業は、被災設備の復旧、代替施設での生産、代替調達先の確保などを進めつつあるが、サプライチェーンの再構築にはある程度の時間を要するとみられる。さらに、電力の供給不足の問題は、電力需要がピークを迎える夏場には経済活動に対して相応の制約となる可能性がある。しかし、秋口以降は、サプライチェーンの再構築も一段と進むとみられることから、電力の需給逼迫が改善に向かうもとで、……。そうした状況になれば、海外経済の改善が輸出や生産の増加につながり、わが国経済の回復を支える原動力として、再びはっきりと作用してくる。さらに、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた動きも、次第にわが国経済を押し上げる方向で寄与してくるものと考えられる。

以上のような動きを背景に、わが国経済は、2011年度前半は、……。年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるもとで、……。2012年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、……。こうした見通しの内容を、企業・

---

<sup>3</sup> 阪神・淡路大震災発生時（1995年1月）の全国の生産は、前月比-2.6%と落ち込んだが、翌2月には同+2.2%と反動増となった。輸出についても、同様の動きを示した。このように、短期間のうちに震災の全国的な影響が減退したのは、電力供給やサプライチェーンの面で制約が生じなかったこともあって、代替生産が短期間で可能になったためと考えられる。

<sup>4</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、推計手法に依存する面が大きいほか、今後のデータ蓄積を経てより正確な認識が可能になる性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。なお、今回の震災の影響による供給制約については、一時的であり、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長率に

家計の部門別にやや詳しく述べると、以下の通りである。

まず、企業部門をみると、製造業では、当面、供給面の制約から、生産活動が大きく制約され、輸出も大きく落ち込むと考えられる。非製造業部門についても、電力供給の制約や製造業の生産活動水準の低下の影響から、当面、業況が悪化する可能性が高い。企業収益は、輸出・生産の大幅な減少に、国際商品市況上昇の影響も加わり、大きく下押しされるとみられる。このため、震災前に緩やかに持ち直していた設備投資も、いったん弱含みとなる可能性が高い。もっとも、2011年度後半を展望すると、供給面の制約が和らいでいくため、海外経済が高めの成長を続けるもとの、輸出や生産は、再び増加していくとみられる<sup>5</sup>。また、震災によって毀損した資本ストックを復元する動きも顕現化してくると予想される。そうしたもとの、震災の影響によっていったん下振れた企業収益は再び改善に向かい、つれて設備投資も持ち直しに向かうと考えられる。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、震災の影響により生産活動の水準が低下し、雇用の過剰感が高まるため、弱めの動きとなる可能性が高い。また、先行き不透明感を背景とする消費者マインドの慎重化もあって、当面、個人消費はいったん落ち込む可能性が高い。その後、2011年度後半以降は、生産活動の回復に伴う雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費も緩やかに持ち直していくものとみられるが、雇用者報酬の増加が明確となるのは、景気の自律的な回復がよりはっきりする2012年度以降になるとみられる。このため、個人消費の回復ペースも暫くの間は緩やかなものに止まる公算が高い。この間、住宅投資については、震災の影

---

は基本的に影響しないと考えられる。

<sup>5</sup> 生産や輸出が増加基調に復していく過程では、これまで抑えられてきた需要が顕現化することや、取り崩した在庫を復元していく動きも考えられるため、その伸び率がいったん大幅なものとなる可能性が高い。もっとも、生産が増加に転じていくタイミングについては、サプライチェーンが再構築されていくペースや、電力の需給動向に大きく左右されるため、不確実性が大きい。

響による資材不足などから、当面、住宅建設が一部で遅延する可能性がある。もっとも、見通し期間を通じてみれば、借入金利の低下や毀損した住宅ストックの復元に向けた動きなどを背景に、緩やかに改善していくと考えられる。

## (2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。まず、消費者物価（除く生鮮食品。以下同じ。）の現状をみると、前年比下落幅は縮小を続けてきた。最近では、高校授業料無償化等の影響を除けば、マクロ的な需給バランスが緩やかに改善するもとの、国際商品市況高の影響もあって、消費者物価の前年比は小幅のプラスに転じている<sup>6</sup>。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、個別の財やサービス市場では、震災の影響による供給制約が、ボトルネック状況などにつながり、これが物価上昇圧力となる可能性はあるものの、マクロ的な需給バランスは、震災の影響により供給面での制約が厳しくなると同時に、需要も減退するとみられるため、その変動については、短期的には不確実性が高い<sup>7</sup>。もっとも、・・・、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調査等からみて、これまでのところ大きな変化は窺われず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。市場参加者やエコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移している。国際商品市況については、新興国・資源国の高い成長などを背景に、持続的に上昇しており、先行きについても、緩やかに上

---

<sup>6</sup> 2010年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、前年比を1年間大きく押し下げる要因となった高校授業料無償化等の影響を除いている。

<sup>7</sup> もともと、マクロ的な需給バランスの計測値は、やや長い目で、かつ幅をもってみるべきものである。足もとは、電力の供給不足やサプライチェーンの障害など異例の現象が生じているため、その点に特に注意する必要がある。

昇を続けることを想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、・・・、国際商品市況の上昇を反映し、・・・。消費者物価についても、国際商品市況上昇の影響がラグを伴いつつ波及すると考えられる。加えて、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、・・・、消費者物価は、・・・<sup>8</sup>。

## 5. 上振れ要因・下振れ要因

### (1) 経済情勢

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、今回の震災がわが国経済に与える影響については、不確実性が大きい。まず、電力の供給不足やサプライチェーンにおける障害の帰趨について現時点で見通すことは難しく、このため、供給面の制約が解消する時期については、不確実性が高い。その経済活動に対する影響も、問題の解決テンポや企業による対応の進捗度合いに大きく依存している。さらに、毀損した資本ストックを復元していく動きについても、その時期と規模については不確実性が大きい。より長い目でみると、今回のサプライチェーンの障害や電力インフラの毀損などへの対応を機に生産拠点の海外への移管が加速する可能性がある一方、新たなサプライチェーンの構築、震災の経験を踏まえたリスク管理体制の見直しや、農漁業の再興などの過程で、各経済主体の前向きかつ創造的な動きが新しい需要の創出に繋がっていく可能性もある。一方、マインドを通じた影響については、原子力発電所の

---

<sup>8</sup> 今回の消費者物価の見通しは、現行の2005年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について2011年8月に2010年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2011年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。



事故の帰趨が及ぼす影響に加え、企業収益や雇用者所得見通しの不確実性等について留意する必要がある。他方、震災後の上記懸念材料が早期に解消方向に向かい、経済の先行きに対する不確実性が低下していけば、企業や家計のマインド好転を通じて、わが国経済が見通しに比べて上振れる可能性がある。

第2に、中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持されることを想定しているが、震災を契機とした企業や家計の成長期待の変化にも注意を要する。この点、わが国経済は、これまでも、成長力強化という基本的な課題に直面してきたが、その重要性は一段と増している。震災の影響からわが国経済の中長期的な成長力に対する懸念が高まる場合、企業や家計の支出意欲を抑制し、長期間にわたって経済を下押しするリスクがある。また、震災を契機に、成長戦略への取り組みに弾みをつけていくことができれば、企業や家計の中長期的な成長期待が上振れる可能性もある。

第3に、海外経済の動向である。先進国経済の動向をみると、米国経済については、先行きの不透明感が昨年秋以降後退しているが、他方で、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となって作用している。欧州については、周縁国のソブリン問題を巡る懸念が、金融市場の動揺を通じて、実体経済活動をも下押しし、それらが相乗的に悪影響を及ぼし合うこととならないか、注意が必要である。この点、わが国を含め、多くの先進国では、公的債務残高が大きく増加している。こうしたもとで、財政再建に向けた取り組みが急務となっており、仮にこうした取り組みが市場によって不十分と評価された場合には、長期金利の上昇やコンフィデンスの低下などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶ可能性が高い。新興国・資源国経済は、旺盛な内需を中心に高めの成長を維持する公算が高く、海外からの資本の流入も相俟って、これらの国の景気が強まる可能性があ

る。その場合、輸出の増加を通じて、わが国経済にとって上振れ方向に作用する可能性がある。一方、多くの新興国・資源国では、金融引き締め動きが続いているが、景気の過熱感やインフレ懸念が十分に沈静化されている状況ではない。このため、景気の振幅が拡大し、より長い目で見れば、持続的成長を損なう可能性もある点には留意が必要である。

第4に、国際商品市況が一段と上昇した場合の影響についても注意が必要である。国際商品市況上昇の背景としては、まず、エネルギー効率が低い新興国経済が高成長を続け、そうした高成長のもとで生活水準が急速に高まるといった、実需面の要因が挙げられる。このため、国際商品市況の上昇が新興国・資源国の高成長に見合ったものであれば、わが国への影響は、こうした国への輸出や直接投資収益の受取りの増加で相殺されると考えられる。もっとも、このところの価格上昇には、中東や北アフリカにおける地政学的リスクの高まりや、天候不順・自然災害などに伴う供給面の要因も作用している。また、世界的な金融緩和継続などを背景とする金融面の動きが、国際商品市況の動きを加速させている面もある。国際商品市況が一段と上昇した場合、交易条件のさらなる悪化に伴う実質購買力の低下や企業収益の悪化が国内民間需要を下押しする方向で作用することには留意が必要である。

## (2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。この点、震災が物価に与える影響の評価については留意が必要である。前述の通り、震災がマクロ的な需給バランスに与える影響は、供給面の制約による引き締め方向への動きと、需要が減少することによる緩和方向への動きの両面を考慮する必要がある。この間、電力不足などにより、経済全体の供給能力が長期間にわたって制

約されることになれば、物価に対しては、マクロ的な需給バランスの引き締まりが、上振れ要因として作用する可能性も高い。ただし、供給制約による景気悪化が長期化し、企業収益や雇用者所得に持続的な下押し圧力がかかり続けられれば、需給バランスの悪化につながり、物価に対して下振れ要因となる可能性もあることに注意が必要である。

このほか、物価に固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、……。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価にも、賃金とともに、下方圧力がかかる可能性がある。また、本年8月の基準改定に伴い、実際に消費者物価指数の前年比が下方改定された場合、企業や家計の予想物価上昇率に影響を与えることがないか注意していく必要がある。

第2に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上下両方向に不確実性が大きい。中東や北アフリカの政治状況を巡る動き、相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、世界的な金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性がある。為替相場の変動も、実体経済の振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

## 6. 金融政策運営

日本銀行は、東日本大震災発生直後から、主に、金融・決済機能の維持、金融市場の安定確保、経済の下支えの3つの観点から、様々な措置を迅速に講じてきた。まず、金融・決済機能を維持するため、被災地への現金の供給や、日銀ネットをはじめとした主要決済システムの安定稼働確保に万全を期してきた。また、震災直後の予備的な資金需要の高まりに対応して、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分満たす潤沢な

資金供給を行ってきた。さらに、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが経済に悪影響を与えることを未然に防止するため、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、金融緩和を一段と強化した。こうした措置に加えて、日本銀行は、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施するほか、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることとしている。

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。「中長期的な物価安定の理解」については、今回の会合において点検を行った結果、・・・。

まず、第1の柱、すなわち先行き2012年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、震災の影響により、当面、……。もっとも、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、わが国経済は、2011年度後半以降、……。物価面では、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していくもとので、消費者物価の前年比は、……。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、……。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気については、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。さらに、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある。米国経済については、成長率が上振れる可能性もある一方で、バランスシート調整が景気を下押しするリスクがあるほか、欧州については、ソブリン問題の帰趨に引き続き注意が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加に繋がる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、・・・。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、・・・。

(参考1)

▽2010～2012年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年度	～ < >	+0.7	実績値
1月時点の見通し	+3.3～+3.4 <+3.3>	+0.5～+0.6 <+0.5>	-0.4～-0.3 <-0.3>
2011年度	～ < >	～ < >	～ < >
1月時点の見通し	+1.4～+1.7 <+1.6>	+0.7～+1.2 <+1.0>	0.0～+0.4 <+0.3>
2012年度	～ < >	～ < >	～ < >
1月時点の見通し	+1.9～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	+0.2～+0.8 <+0.6>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注3) 2010年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となった高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げたと試算される。

(注5) 今回の消費者物価の見通しは、現行の2005年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について2011年8月に2010年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2011年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

(注6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年度	～	+0.7	実績値
1月時点の見通し	+3.2～+3.5	+0.4～+0.6	-0.4～-0.2
2011年度	～	～	～
1月時点の見通し	+1.4～+1.8	+0.6～+1.2	-0.1～+0.4
2012年度	～	～	～
1月時点の見通し	+1.8～+2.4	+0.3～+1.0	0.0～+0.8

(参考2)

## リスク・バランス・チャート

## 【背景説明】

### 1. 2010年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2010年度の日本経済を振り返ると、春頃には、海外経済の改善や各種政策の効果などから緩やかに回復しつつあったが、秋口以降、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響に加え、耐久消費財に関する駆け込み需要の反動もあって、改善の動きが弱まった(図表1)。2011年入り後は、海外経済の成長率が再び高まる中、日本経済も改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあった。しかし、2011年3月11日に発生した東日本大震災の影響により、生産面を中心に、強い下押し圧力がかかることとなった。以下では、各コンポーネントの動きについて、基本的には、震災前の状況について説明を行なう。震災後の状況については、2.で詳しく述べることとする。

まず、輸出をみると、海外経済の動きを受けて多少の振れを伴いながらも、増加基調を続けた。2010年春頃までは、リーマン・ショック後の在庫復元の動きや政策効果に支えられて、海外経済が高めの成長を続けるもとの、わが国の実質輸出も大幅な増加を続けた(図表2)。もともと、夏以降、海外経済は、在庫復元の一巡に加え、財政面での需要刺激効果の弱まりや、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどから、その成長ペースが鈍化した。さらに、世界的な情報関連財の在庫調整や為替円高の影響もあって、わが国の実質輸出の増加ペースは横ばい圏内にまで減速した。その後、海外経済の成長率が再び高まっていくもとの、わが国の実質輸出も、増加基調に復する動きがみられた。この間、実質輸入については、年度初は高めの伸びとなったが、次第に鈍化し、横ば



い圏内の動きとなった。

こうしたもとで、国内民間需要には持ち直しの動きがみられた。企業収益は、売上が増加したことに加え、人件費の抑制など企業のコスト削減努力が行われたことから、改善を続けた。もつとも、年度半ば以降は、海外経済の減速や原材料価格の上昇などにより、企業収益の改善ペースは鈍化した（図表3(1)）。設備投資は、生産の増加や収益の回復などを背景に、持ち直しに向かったが、設備過剰感が依然として残る中で、そのペースは緩やかなものとなった（図表3(2)）。この間、雇用・所得環境は、失業率が高水準で推移するなど厳しい状態が続いたが、厳しさの程度は幾分和らいだ。雇用者所得は、雇用者数、名目賃金ともに、前年比小幅プラスに転化した（図表4）。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種政策を背景に、耐久財消費を中心に持ち直し基調を続けた（図表5(1)）。特に夏には、エコカー補助終了前の駆け込み需要により自動車販売が増加したほか、猛暑の影響によってエアコンや飲料などの売上也増加した。また、たばこ税増税前の駆け込みからたばこの販売も増加した。秋以降は、家電エコポイント制度の見直しに伴う駆け込み需要を背景に、薄型テレビなどが大幅に増加したものの、たばこや自動車における駆け込み需要の反動が強く出たため、個人消費全体では弱めの動きとなった。この間、消費者コンフィデンスは、震災前までは、振れを伴いながらも回復傾向をたどった（図表5(2)）。住宅投資は、政府の住宅購入促進策や在庫調整の進捗などを背景に、下げ止まりから持ち直しに向かった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、リーマン・ショック後の大きな落ち込みから回復を続けていた鉱工業生産は、2010年末にかけていったん減少したものの、2011年入り後には増加基調に復しつつあった（図表7(1)）。

生産の前年比を業種別にみると、2010年度初は、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で伸びが高まった。しかし、夏以降、輸出の鈍化、情報関連財の在庫調整、エコカー補助終了後の反動減などを背景に、それらに関連する業種を中心に、伸びが低下した。この間、在庫については、年度初は抑制されていたが、情報関連財における世界的な在庫調整の影響もあって、次第に、在庫が出荷の伸びを上回るようになった（図表7(2)）。全産業活動指数の前年比をみると（図表8）、いったん急速に増加した製造業では、伸び率が次第に低下したが、非製造業では、緩やかな増加が続いた。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は改善を続けた（図表9）。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、過剰超幅は縮小した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した。ただし、景気の改善テンポが鈍化した2010年末にかけては、縮小傾向が頭打ちとなった。

#### （物価動向）

物価面をみると、マクロ的な需給バランスが徐々に改善したことに加え、国際商品市況が上昇したことから、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、夏場頃までゼロ%近傍で推移したが、秋以降、国際商品市況の上昇を背景に、プラス幅が拡大した（図表10(1)）。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比については、基調的にみると下落幅が縮小を続けた（図表11、12(1)）<sup>9</sup>。食料・エネルギーを除くベース

<sup>9</sup> 消費者物価を一時的に押し下げている高校授業料を除いたベースでみると、前年比はプラスに転化した（図表11(2)）。ただし、2010年10月以降の前年比は、たばこ税増税の影響により+0.3%ポイント程度、傷害保険料引き上げの影響により+0.1%ポイント

や刈込平均値でも、消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向をたどった。これは、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する中、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及んできたためと考えられる。消費者物価の内訳をみると、財では、石油製品のプラス寄与が拡大したほか、食料工業製品のマイナス幅が縮小した（図表 12(2)）。サービスでは、家賃のマイナス幅が拡大したものの、その他のサービス価格のマイナス幅が外国パック旅行の動きなどを受けて縮小し、全体でもマイナス幅が縮小した（図表 12(3)）。

#### （金融市場動向）

国際金融資本市場は、2010年春から秋にかけて、不安定になった。これは主として、ギリシャなど欧州周縁国のソブリン問題が懸念される状況となったことや、その後、米国で市場予想を下回る経済指標が続いたことなどから、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったためである。欧州周縁国のソブリン問題への懸念は、短期間で払拭することは難しい問題である。このため、これが不安材料として意識され続け、当該国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、振れを伴いつつも拡大した状態が続いた（図表 13）。

2010年秋以降、米国経済の先行きに対する悲観論が、金融・財政両面の需要刺激策もあって後退したことなどから、国際金融資本市場では、各国の株価が上昇基調をたどるなど、改善の動きが広がっていた。2011年3月にわが国で震災が発生すると、一時的に投資家のリスク回避姿勢が強まる局面もみられたが、その後は落ち着きを取り戻した。

---

程度、それぞれ消費者物価の前年比の押し上げに寄与している。

この間、米欧では、政策金利が低い水準に維持されてきたが、4月には、欧州でインフレ圧力の高まりを理由に利上げが実施された（図表14）。この間、新興国・資源国では、金融引き締め動きが続いた。

わが国の金融資本市場をみると、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとの、短期金融市場では、コールレートがきわめて低い水準で推移した（図表15）。また、ターム物金利のうち、銀行間取引金利は、緩やかに低下した後、低位で横ばいとなった。先物などの市場情報からは、短期金利は当面低利で推移するという市場参加者の見方が読み取れる。

わが国の長期金利や株価は、震災前までは、基本的に米欧に連れる展開をたどっていた。長期金利のうち10年物や5年物は、米欧の長期金利に連れる形で、2010年秋にかけていったん低下し、その後は、振れを伴いつつも上昇した（図表16）。わが国の株価は、2010年秋にかけて米欧株価が下落すると、それに連れて下落した。ただし、その後、米欧株価が回復する局面では、為替円高が重石となり上昇幅が相対的に小さいものとなった（図表17）。為替市場では、2010年秋にかけて内外の金利差が縮小する中、円高が進行した後、概ね横ばい圏内で推移していた（図表18）。

2011年3月に震災が発生すると、わが国経済の先行きを巡る不透明感の高まりにより、投資家のリスク回避姿勢が急速に強まったことなどから、一時、株価が大きく下落したほか、為替市場で円高が進む局面もあった。もっとも、その後、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融市場は、概ね落ち着きを取り戻し、全体として安定した状態となった。

こうした中、日本銀行は、金融緩和の強化を進めていった。2010年8月には、固定金利方式の6か月物の共通担保資金供給オペレーション（固定金利オペ）を導入するとともに、固定金利オペによる資金供給額を20兆円程度から30兆円程度に増額した（図表19）。10月には、実質ゼロ金利政

策の明確化、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、多様な金融資産の買入れ等を行う基金の創設という3つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することとした。さらに、震災後には、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、資産買入れ額を従来の2倍の10兆円程度、基金の総額を40兆円程度とすることを迅速に決定した。

### (金融環境)

わが国の金融環境をみると、2010年春以降、緩和の動きが続いた。CP市場では、信用スプレッドが総じて低位で安定する中、良好な発行環境が続いた(図表20)。社債市場では、発行体の裾野が広がるなど、良好な発行環境が続いていたが、震災後は、不透明感の高まりから、発行が見送られる状態となった。信用スプレッドは、震災前までは、高格付けが低位横ばいとなる中、中低格付社債のスプレッドは、振れを均してみれば、緩やかな低下傾向をたどった(図表21)。REIT市場では、日本銀行による包括的な金融緩和政策の発表後、価格が大幅に上昇し、売買高も増加した(図表22)。貸出金利は、企業の資金需要が後退した状態が続く中、緩やかな低下傾向をたどった(図表23(1))。以上のような環境のもとで、企業の資金調達コストは低下してきた。实体经济活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある(図表24)。

資金供給面をみると、金融機関の融資態度は緩和した。企業からみた金融機関の貸出態度をみても、改善が続いた(図表25(1))。資金需要面では、震災前までは、企業の運転資金需要、設備資金需要とも、後退していたほか、一部に、従来積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられていた。しかし、震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手許資金の

積み増しといった動きがみられた。

以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、2010年から震災前にかけて、銀行貸出は、企業の資金需要の後退などを背景に、減少を続けた（前掲図表 23(2)）。一方、社債の残高は前年を上回ったほか、CPの残高は減少幅が縮小傾向を辿った。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善してきたが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられた（前掲図表 25(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、2%台前半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 23(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも、引き続き下落したが、下落幅は幾分縮小した。2011年の地価公示（1月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏及び地方圏において、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなったが、マイナス幅は幾分縮小した（図表 26）。東京都区部における半期ごとの地価動向をみても、商業地・住宅地ともに、前期比マイナス幅が縮小した<sup>10</sup>。

## 2. 2011年度～2012年度の経済・物価の見通し

### （東日本大震災の影響）

上述のように、わが国経済は、景気の改善テンポが鈍化した状態から脱しつつあったが、3月11日に発生した東日本大震災によって状況は一変した。地震とその後に発生した津波によって、道路や港湾などの社会資本ストック、工場や商業施設などの民間資本ストック、住宅資本ストックが毀損した（図表 27(2)）。また、震災によって発生した原子力発電所の事故は、周辺地域の経済活動を抑制するとともに、広範囲にわたる電力供給の制約

---

<sup>10</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

要因となった（図表 28）<sup>11</sup>。被災地域における生産活動の縮小や、電力の供給制約は、サプライチェーンを通じて、非被災地域にも広がった。特に、部品点数が多く、それらの在庫をあまり持たない自動車については、サプライチェーンの障害に伴う生産の落ち込みが、直ちにかつ顕著にみられた<sup>12</sup>。このように、震災後は、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約などから、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が発生した。

先行きの状況についてみると、当面、……。すなわち、電力需給がいったんやや緩和するもとの、生産設備の修復や、海外を含めた非被災地域における代替生産などにより、数か月程度で、サプライチェーンがある程度再構築されていくとみられる。もともと、夏場には、冷房需要の高まりを背景に、電力供給の制約が強まると予想される。これに対し、供給面、需要面の双方から、停電を回避する様々な努力がなされる見込みながら、電力の制約が経済活動に対して相応の抑制要因となる可能性が高い。

また、震災は、企業や家計のマインド悪化を通じて、需要面にも影響を及ぼしている。すなわち、先行きに対する不確実性の増大や、自粛ムードの高まりなどにより、企業、家計のマインドは冷え込んだ（前掲図表 1 (2)、5 (2)）。このため、企業では、設備投資を先延ばしする動きがみられるほか、家計においても、必需品以外の消費を抑制する動きがみられる。こうした企業や家計の行動も、前述した供給面からの制約に加えて、当面の景

---

<sup>11</sup> 電力問題についての詳細は、BOX 1 を参照。

<sup>12</sup> 東日本大震災は、阪神・淡路大震災に比べて、被災地域が広範囲に及んでおり、被災規模も大きい（図表 27(1)(2)）。こうした事情に加えて、今回の被災地域には、電子部品・デバイスをはじめ重要な部品・部材を生産する企業が集積しており（図表 27(3)）、それらは全国さらには海外にも多く供給されている。このため、被災地域の生産停止は、日本の生産全体に大きな影響を与え、かつ海外生産にも影響が及んだ。なお、阪神・淡路大震災時の経済情勢についてはBOX 2 を参照。

気に対して、下押しに働く可能性が高いと考えられる。

しかしその一方で、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた動きが徐々に出始めている。まず、ライフラインや交通網など、被災地の生活や物流に不可欠の社会資本については、既に復旧に向けた作業が行われている。また、民間企業においても被災した機械設備、工場、商業施設の復旧が始まっている。これらの復旧活動も、前述した供給面からの制約などによって、当面は抑制された状態が続くとみられるが、供給面からの制約が和らぐにつれて、より活発化していくと予想される。なお、今回の震災では、被災の程度が甚大であるため、資本ストックの復元に向けた動きは、長期間にわたる可能性が高い。

現在の経済活動の落ち込みは、企業や家計のマインド悪化による面もあるが、基本的には供給面の制約による面が大きい。すなわち、リーマンブラザーズが破綻した2008年秋の金融収縮による需要の急落とは、ショックの性格が異なる。このため、供給面からの制約が和らいでいけば、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストック復元にむけた需要の顕在化によって、……。ただし、供給面の制約が和らぐ時期やペースについては不確実性が大きいほか、震災をきっかけに、企業や家計の中長期的な成長期待が弱まらないかどうかにも、注意が必要である。

#### (経済・物価見通し)

以上の震災の影響を踏まえたうえで、年度ベースの実質GDP成長率を見通すと、2010年度は・・・、2011年度は・・・、2012年度は・・・と想定される。以上の見通しを1月の中間評価における見通しと比べると、……。

これを貯蓄投資バランスの観点からみると(図表29)、一般政府の大幅



な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスの回復が緩やかであるため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それと表裏の関係にある経常収支は黒字で推移すると予想される。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価の前年比は、……。消費者物価（除く生鮮食品）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとで、原材料価格の上昇に加え、……。こうした見通しを1月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価については、……。消費者物価については、……。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得については、……。

以下、個別項目の動きについて補足する。

#### (政府支出)

厳しい財政状況のもとで減少傾向を辿ってきた公共投資は、今後、資本ストックを復元する動きが進むにつれて、増加に転じると見込まれる(図表30)。また、瓦礫の処理など震災関係の経費(物件費、人件費)は政府最終消費を押し上げる。阪神・淡路大震災のときには、1994年度から1999年度までにおいて、震災復興関連事業として、国・地方をあわせて10兆円近くの前算が計上された<sup>13</sup>。今回の震災に伴い、政府は4月22日、約4兆円の2011年度補正予算を閣議決定した。今回の震災は、被災額が大きいのみならず被災地域が広範にわたっていることなどから、今後予想される社会資本ストックの復元には長い期間がかかると考えられる。

<sup>13</sup> 安田拓ほか、「阪神・淡路大震災からの復興と公的資金」、『都市問題』、第91巻、第1号、2000。

### (輸出を取り巻く環境)

海外経済は、先行き、新興国・資源国経済の高成長に牽引される形で、回復を続けていくと想定される(図表 31(1))。米国では、金融緩和や減税措置延長などの財政刺激策などもあって、景気回復が続いているほか、欧州でも、国ごとのばらつきはみられるものの、ドイツを中心として、緩やかな回復が続いている。新興国・資源国経済は、金融引き締めの動きが続いているものの、海外からの資本流入もあって、旺盛な内需を中心に、高い成長が続いている。特に、わが国の輸出シェアの高いアジア新興国は、高い成長が続くと予想される。

この間、情報関連財については、世界的にみて堅調な需要が見込まれる。2010 年中は、パソコンや薄型テレビに対する需要の鈍化を背景に、世界の半導体出荷もいったん鈍化したが、在庫調整の進捗から、2011 年入り後、再び伸びを高めてきている(図表 32(1))。情報関連財の重要な生産拠点である韓国の電子部品に関する出荷・在庫バランスをみると、2010 年後半にかけて改善している姿が確認できる(図表 32(2))。また、DRAMの市況にも底打ちを示す動きがみられている(図表 32(3))。さらに、先行きの最終製品需要についても、タブレット型端末、スマートフォンなどを中心に、増加が予想されている。そうした状況を背景に、フラッシュメモリの価格は堅調に推移している(図表 32(4))。これらを踏まえると、世界的な情報関連財需要については、再び伸びを高めていくと考えられる。もともと、この分野の需給環境は、しばしば短期間で大きく変動し得る。また、日本からの部品供給の停滞が、最終製品の生産を制約する要因にならないか、注意が必要である。

このように、海外経済が新興国・資源国を中心とした高成長に牽引され、回復を続けるもとの、先行きの輸出についても、見通し期間全体を

通じてみれば、増加基調をたどるとみられる。ただし、短期的には、震災の影響によって、振れの大きい展開となると予想される。すなわち、2011年度前半については、震災による供給制約の影響から、実質輸出は弱めの動きとなると考えられるが、供給面からの制約が和らぐにつれて、海外在庫の復元などから、輸出はいったん大幅に増加すると考えられる。こうした動きが収まった後は、海外経済の拡大に見合っ、わが国の実質輸出も緩やかに増加を続けると予想される。

なお、海外生産シフトは今後も続くと思われるが、それは基本的には、これまでも進行してきた国際的な分業高度化の一環であると考えられる。実際、海外生産比率の上昇は、輸出に占める現地法人向けシェアの上昇を伴っており、グローバル・サプライチェーンが趨勢的に太くなってきていることを表している（図表 33(1)）。また、財や産業により、輸出誘発、輸入代替、逆輸入の増加など多様性のある動きがみられており、国内製造業は、こうした分業高度化の一翼を担うことで成長を続けてきた（図表 33(2)）。今回の震災によって、短期的には海外での代替生産が増加するとしても、やや長い目でみれば、国内生産が国際分業の重要な位置を占める基本構造は変わらないと考えられる。もっとも、震災やその後の電力不足などをきっかけに、国内生産を組み込まない形でグローバル・サプライチェーンが再構築され、国内では空洞化が進む、という動きが強まらないかどうかには、注意する必要がある。

こうした震災の影響に加えて、従来と同様、外部環境を巡る不確実性については、①新興国経済の上振れの可能性、②米国経済の先行きや、ソブリン問題を中心とした欧州の帰趨など先進国経済の動向、③中東・北アフリカ情勢の不透明感などから資源価格が大幅に上振れる可能性、

などにも引き続き注意する必要がある<sup>14</sup>。

#### (企業の収益環境と支出行動)

企業部門についてみると、企業収益は震災の影響により、当面、強い下押し圧力が働くものと考えられる。改善基調を続けた2010年度の経常利益は、震災の影響から、3月短観で確認されている見通し対比では幾分下振れた可能性が高い(図表34)。当期純利益ベースでは、震災の影響で資本ストックが毀損したほか、様々な一時的なコストが増大し、株価も下落したため、より大きく下振れたものとみられる。2011年度も、震災の影響や国際商品市況の上昇の影響により、企業収益は伸び悩むと考えられる。もっとも、生産が増加する2012年度には、企業収益も再び増加すると予想される。

設備投資は、生産活動や企業収益の回復基調を背景に持ち直してきたが、今後は供給制約や一時的な企業マインドの悪化により、いったん弱めの動きになるとみられる。しかし、見通し期間を通じてみれば、企業の中長期的な成長期待が維持されるもとの、資本ストックを復元する動きも加わって、回復の動きが明確化していくと予想される(図表35)。

資本ストック循環の観点からは、設備投資は回復局面にある(図表36)。すなわち、資本ストックとの関係でみた設備投資の水準は、2009年度までの落ち込みにより、きわめて低くなっているため、維持・補修程度の投資を再開するだけでも設備投資は増加する。この結果、2010～2012年度の間は、期待成長率が0～1%程度であっても、設備投資の回復が展望しうる情勢である。

---

<sup>14</sup> 国際商品市況の上昇は、交易利得の悪化を通じて、国内経済の下押し要因となる。もっとも、その背後に新興国の力強い成長がある場合、むしろ日本経済に差し引きプラスとなる可能性もある。この点については、交易利得の解説を含めて、BOX3を参照。

企業の中長期的な成長期待は、長期で見れば低下傾向にあるが、ここ  
にきての目立った変化はない（図表 37(1)）。そうしたもとで、キャッシ  
ュ・フローとの対比で見れば、設備投資は引き続き低水準で推移すると  
みられる（図表 37(2)）。しかし、見通し期間を通じて、キャッシュ・フ  
ロー自体の改善が見込まれる中、設備投資も緩やかな回復を続けると考  
えられる。

以上が中心的な見通しであるが、震災がもたらす短期的、また、中長  
期的な影響については、不確実性がきわめて高い状況となっている。

短期的には、まず、サプライチェーンがどのようなペースで正常化し  
ていくのかについて、不確実性がきわめて高い。被災企業は、生産体制を  
立て直すべく、懸命な復旧活動を行なっているが、資材不足や電力供給  
の制約もあって、復旧に時間がかかる可能性がある。また、被災メーカ  
ーの世界シェアが高い電子部品や素材の中には、代替的な調達が可能で  
はないものもある。こうした事情などから、供給面の制約が長期化する  
場合には、企業収益の下振れを通じて、企業のマインドや設備投資がさら  
に抑制されるリスクがある。

企業の中長期的な成長期待が低下し、国内の設備投資や雇用所得環境  
への下押し圧力が長く残る可能性にも、注意する必要がある。中長期的  
な成長期待が低下するケースとして、例えば、サプライチェーンの障害や  
電力不足などをきっかけに、海外生産シフトが大きく加速し、国内産業  
の空洞化が進むケースが考えられる。また、放射能汚染に対する懸念か  
ら、外国人の帰国や日本製品に対する検査強化などの動きがみられるが、  
こうした風評被害が長引く場合も、成長期待は低下する可能性がある。  
さらに、震災をきっかけに財政赤字が一段と膨らむ場合も、将来の増税  
や社会保障の劣化が意識されて、企業や家計の成長期待は抑制されるリ

スクがある。

もつとも、中長期の成長期待には、上振れの可能性もある。例えば、今回、電力の供給制約が強まったことをきっかけに、エネルギー関連の技術革新が加速し、その分野での国際競争力が強まるケースなどが考えられる。被災地域の復旧・復興に際し、環境や安全を重視した新しいコンセプトの街づくりや、農漁業の効率化・高付加価値化など、国全体の成長力強化につながる動きが出てくることも期待される。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境を雇用者報酬でみると、2011年度中は、震災の影響もあっていったん弱めの動きとなった後、2012年度にかけては増加傾向が次第に明確になっていくと考えられる(図表 38(1))。この間、労働分配率(雇用者報酬/名目GDP)は、分母である名目GDPの停滞から2011年度に上昇したあと、2012年度には低下するとみられる(図表 38(2))。

雇用者報酬の動きを、労働投入量と一人あたり賃金に分けて確認する。まず、労働投入量は、リーマン・ショック後の大きな落ち込みの反動から、労働時間(とりわけ所定外労働時間)を中心に回復してきたあと、足もとは増加ペースが鈍化している(図表 38(3))。先行きについては、震災の影響から労働時間を中心に労働投入量はいったん減少し、その後、見通し期間の後半に明確な増加基調が定着するとみられる。就業者一人当たり労働生産性は緩やかに上昇してきているが、現状でもトレンドを2%程度下回っていることから、過剰雇用がなお残存していると推測される(図表 39(1))。今後、震災の影響で雇用過剰感が再び強まるが、その後は経済活動が速やかにリバウンドするため、2012年度にかけて、労働需給は改善に向かうと考えられる。この間、雇用調整助成金の受給者数は、引き続き、上記労働生産性のトレンドからの乖離と概ね整合的に推移

している（図表 39(2)）。震災の影響から、同受給者数はいったん増加する可能性が高い<sup>15</sup>。失業率は、当面、横ばい圏内となったあと、先行きは緩やかな低下をたどると予想される（図表 39(3)）。震災に伴う生産の減少に対しては、先行き改善の見通しがあるため、基本的には、企業は労働時間の短縮や雇用調整助成金の適用で対処すると考えられる。ただし、自粛ムード、風評被害、電力不足の影響などから、消費関連業種の低迷が長期化すれば、雇用面でも悪化が目立ってくるリスクがある。

一人当たり賃金は、労働時間の増加などを反映して、このところ前年比が小幅のプラスとなっている（前掲図表 38(4)）。しかし、震災の影響で労働時間・日数が減少し、それらに比例する部分を中心に、賃金も一時的に弱まる可能性が高い。一人当たり賃金が安定的に上昇を続けるようになるのは、2012 年度と予想される。

個人消費については、震災の影響でいったん弱めとなった後、緩やかに持ち直していくとみられる。もっとも、財政や社会保障の先行きなどを巡る将来不安が根強く残るため、見通し期間を通じて、回復ペースはあまり上がらないと考えられる。実質可処分所得をみると、2009 年度から 2010 年度にかけては、定額給付金や子ども手当など政府から家計への移転所得もあって、高めの伸びを続けてきた。しかし、2011 年度は、物価のマイナス幅が縮小することに加え、名目雇用者報酬の増加ペースが鈍化するため、伸び率がかなり低くなると予想される（図表 40(1)）。2012

---

<sup>15</sup> 東日本大震災等の被災地域（青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、千葉県、新潟県、長野県）のうち災害救助法適用地域に所在する事業所、これら対象地域に所在する事業所と一定規模以上の経済的関係を有する事業所、および、計画停電の実施地域に所在し、計画停電により事業活動が縮小した事業所については、①最近1か月の生産量、売上高等がその直前の1か月または前年同月と比べ5%以上減少している場合、あるいは、②震災後1か月の生産量、売上高等がその直前の1か月または前年同月と比べ5%以上減少する見込みである場合、雇用調整助成金の対象となることとなった。

年度は、名目雇用者報酬の回復を反映して、実質可処分所得の伸びも幾分高まると考えられる。この間、消費性向については、低下傾向にある（図表 40(2)）。貯蓄率は、消費性向と表裏の関係にあるため、このところやや上昇している（図表 40(3)）。この背景としては、増税や社会保障の給付減・負担増に関する将来不安などがあると考えられる。

住宅投資については、これまでは持ち直しつつあったが、今後は震災の影響による資材不足等から、住宅建設が一部で遅延する可能性が高い。もっとも、見通し期間を通じてみれば、毀損した住宅ストックを復元する動きもあって、住宅投資は緩やかに改善していくと考えられる。

#### （物価変動を取り巻く環境）

国際商品市況は、上昇を続けている。先行きも、海外経済の拡大などを背景に、ペースを緩めつつも上昇を続ける可能性が高い（図表 41）。国際商品市況をやや長い目でみると、海外経済の成長率に連動して推移してきた（図表 42(1)）。とくに、2000 年代入り後は、新興国の高成長が続いたことなどから、国際商品市況の趨勢的な上昇率も明確に高まった。すなわち、1980～1990 年代までの国際商品市況の平均上昇率は-0.9%であったが、2000 年以降の平均上昇率は+5.6%となっている。こうした国際商品市況のトレンド変化については、①供給力の拡大ペースが限られる中で、新興国を中心としたエネルギー・食料需要の高まりが市況上昇につながった側面を重視する見方、②世界的に緩和的な金融環境が続く中、一次産品（コモディティ）の金融商品化が市況上昇を招いた可能性を重視する見方など、様々な見方が存在する<sup>16</sup>。

国際商品市況の先行きについては、海外経済の拡大にあわせて緩やか

---

<sup>16</sup> 日銀レビュー「最近の国際商品市況上昇の背景」（2011 年 3 月）を参照。



な上昇経路をたどるとというのが中心的な見通しではあるが、最近のトレンド変化の解釈も含め、こうした見通しの不確実性は高い。ちなみに、原油の需要をみると、2000年以降、原油の利用効率が低い新興国のシェアが持続的に高まっている（図表 42(2)）。一方、供給については、2000年代半ばまでは増加を続けていたが、それ以降は頭打ちとなっている。この背景には、低コストで採掘できる油田の開発余地が減少し、追加的な供給力の拡大のためには、より困難で開発コストの高い案件の開発が必要となってきたことがあるとみられる（図表 42(3)①）。こうした需給バランスの変化を背景に、原油生産量と価格の関係も、2000年代半ばまでとそれ以降で明確に変化している（図表 43(3)②）。これは、近年における国際商品市況の上昇ペースの速まりは、ある程度構造的なものである可能性を示唆している。

需給ギャップは、2010年度前半までは順調に縮小してきたが、2010年度後半には、景気の改善の動きに一服感がみられたことから、横ばい圏内の動きとなった（図表 43(1)）。先行きについては、震災の影響により供給面での制約が厳しくなるものの、同時に需要も減退するとみられるため、短期的には不透明性が高い。その後は、・・・<sup>17</sup>。見通し期間の終期には、・・・。

なお、潜在成長率については、リーマン・ショック後の景気後退局面において、資本ストックや潜在就業者数が減少したことを主因に、0%近傍まで低下したが、このところやや持ち直してきている（図表 43(2)）。先行き、見通し期間を通じて徐々に潜在成長率は高まっていくと考えられるため、こうした振れを均してみた場合、見通し期間における潜在成

---

<sup>17</sup> 震災による供給制約の強まりが、需給ギャップや物価に与える影響については、BOJ X4を参照。

長率は「+0%台半ば」の水準になると考えられる<sup>18</sup>。

消費者物価と需給ギャップの間には、やや長い目でみると緩やかな相関関係がある。実際、消費者物価（除く食料・エネルギー）の動きを需給ギャップとの関係でみると、これまでのところ、90年代後半以降の緩やかなフィリップス曲線に沿って、下落幅が徐々に縮小してきている（図表44(1)）。刈込平均値についても、同様の関係が確認できる（図表44(2)）。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）については、中長期的な予想物価上昇率が1%程度で安定しているという想定のもとで、……。ただし、後述する基準改定の影響により、事後的には、ある程度シフトダウンする可能性が高い。

国際商品市況の上昇を反映した一部品目の価格上昇が、二次的効果を通じて広範囲の財・サービスの価格上昇につながる可能性は、低いと考えられる。家計や金融市場関係者等の中長期的な予想物価上昇率は、前回国際商品市況が急騰した2008年の局面と同様に、総じて安定的に推移している（図表45(1)）。また、企業に対するアンケート調査によれば、賃金を決定するうえで物価の上昇を勘案する程度は、近年はきわめて低い状態が続いている（図表45(2)）。原材料コストの上昇は、他のコストを削減する企業努力を促し、むしろ賃金抑制的に働く側面もある。もっとも、国際商品市況の先行き自体にかなりの不確実性があり、それによって消費者物価の上振れや下振れが生じやすいことには、注意する必要がある。

また、2011年8月に予定されている2010年基準改定によって、消費者

---

<sup>18</sup> サプライチェーンの毀損は、一時的な現象とみられるため、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長率には、基本的に影響しない。ただし、電力の供給制約が長期化するような場合には、潜在成長率の低下要因となる。

物価（除く生鮮食品）の前年比が、ある程度、下方修正される可能性が高い。

以 上

## (BOX 1) 電力供給の問題

### 日本の電力供給体制

日本の電力は主として 10 の地域電力会社によって供給されている<sup>19</sup>。電力の周波数は、日本の東西で異なっており、東京近郊や東北を含む東日本は 50Hz、西日本は 60Hz となっている<sup>20</sup>。2つの周波数を変換する設備も存在するが、その処理能力は限られているため、東西で融通できる電力量はきわめて限られている。従って、東西それぞれにおいて、電力需要を満たすだけの供給量が必要となる。震災前の地域電力会社の電力供給量は、東日本で 89 百万 kW、西日本で 114 百万 kW であり<sup>21</sup>、最近のうちでもっとも電力消費量が高かった昨年夏のピーク時電力需要量（東日本で約 82 百万 kW、西日本で約 100 百万 kW）を十分に賄うものであった。なお、エネルギー源別にみると、火力発電が全体の 60%と最もシェアが高く、原子力（23%）、水力発電（17%）が続いている。

### 震災による電力施設の被災状況

今回の東日本大震災によって、福島第 1 原子力発電所のみならず複数の電力施設が被災し、東京電力管内では電力供給量の約 3 割が喪失した。また、東北電力管内でも、電力供給量の約 3 割が喪失した。

### 震災後の電力供給体制

東日本地域における電力施設の被災が大きかったため、震災後、東日本地域における電力不足は深刻化した。周波数の違いから、西日本地域から送電できる電力量が限られていたことに加え、東日本地域において

<sup>19</sup> このほかに、民間企業が独自に発電施設を保有して発電を行う場合や、各家庭などで太陽光発電施設を保有して電力を得る場合もある。

<sup>20</sup> 明治時代に電力設備を導入する際、東日本地域はドイツ製の 50Hz の発電機を導入した一方、西日本地域はアメリカ製の 60Hz の発電機を導入した。それ以降、東西の周波数は分断された状態が続いている。

<sup>21</sup> 震災前の電力供給量は、2010 年 3 月末時点のものに、2010 年 7 月に稼働開始した東北電力仙台火力発電所 4 号機（0.4 百万 kW）および 2010 年 10 月に増強が完了した東京電力の富津火力発電所 4 号系列の増強分（0.5 百万 kW）を含んだもの。なお、西日本については沖縄電力分を除く（昨年夏のピーク時電力需要量についても同様）。

直ちに稼働可能な電力施設も限られていたことから、担当大臣による緊急の節電要請や、計画的な輪番停電をせざるを得ない状況となった。このため、工場や商業施設の稼働時間が短縮されたほか、鉄道など交通機関の運行も制限される状態となり、経済活動に大きな影響を与えた。

#### 電力供給体制の現状と夏場にかけての見通し

4月に入ると、季節的な電力需要が減少する一方、休止していた電力施設が徐々に稼働を始めたほか、民間企業における自家発電の増加もあって、電力供給量が増加した。このため、計画的な輪番停電は行われなくなり、電力不足に伴う経済活動の制約も緩和した。

もっとも、夏場にかけては、生産活動が徐々に回復してくる中、再び季節的な電力需要（夏季の冷房需要）が増加するため、需給のタイト化が予想されている。このため、東京電力や東北電力では、電力供給量の追加策を検討しているほか、民間企業においても、自家発電設備の拡充など、電力供給の拡充にむけた努力が行なわれている。ただし、こうした供給量の拡充策にもかかわらず、夏場のピーク時間帯における電力使用量は、供給量を超える可能性がある。このため、政府は夏場におけるピーク電力需要を昨年比 20～25%抑制する具体策の策定を民間企業に求めているほか、一般家庭に対してもピーク時における昨年比 15～20%程度の節電を呼びかけている。これを受け、民間企業側でも、業務時間の夜間シフトや休日の分散取得、西日本地域における生産代替など、電力不足を前提とした業務計画の策定に向けた検討を進めつつある。

## (BOX 2) 阪神・淡路大震災時の経済状況

1995年1月に発生した阪神・淡路大震災においても、今回の東日本大震災と同様、資本ストックの毀損により、被災地域における生産活動には、下押し圧力がかかった(前掲図表27)。このため、被災地域における鉄鋼、造船、地場産業、部品メーカーなどの生産が減少した。また、震災直後は、神戸港や主要幹線道路が被災するなど、物流機能の低下から部品輸送が遅延し、他地域での自動車生産などにも影響を及ぼした。もっとも、物流機能は比較的早期に改善したため、他地域への影響も限定的なものとなり、電力の制約等の副次的問題もほとんど生じないもとので、代替生産が速やかに進んだ。その結果、地震当月(1995年1月)の全国の鉱工業生産は、前月比-2.6%の減少にとどまり、2月には大幅にリバウンドした(図表46(1))。家計や企業のマインドについてみると、1995年央にかけて悪化している(図表46(2))。もっとも、こうしたマインドの悪化には、急速な為替円高や地下鉄サリン事件なども影響したとみられる。実質GDPの動きをみると、震災の影響はそれほど明確にはあらわれなかった(図表46(3)(4))。

これに対して、東日本大震災は、①サプライチェーンの高度化や製品のエレクトロニクス化が以前よりも進展していること、②電子部品や高機能素材など、とりわけ自動車のサプライチェーンに不可欠な生産拠点が数多く被災したこと(前掲図表27)、③原子力発電所の事故は、周辺地域の経済活動に打撃を与えただけでなく、広範囲にわたる電力供給の制約をもたらしたこと、などの理由から、被災地以外の生産活動にも甚大な影響を及ぼしている。

### (BOX 3) 交易利得と実質貿易収支

交易利得とは、一国が貿易によって得た実質所得のうち、交易条件（＝輸出価格／輸入価格）で説明できる部分のことである。その絶対額自体は基準時点に依存するため、物価指数などと同様に特段の意味は無く、一定期間における変化でみるべきものである。具体的には、以下の式の通り、名目貿易収支（＝名目輸出－名目輸入）を何らかのデフレーターで割ったものから、実質貿易収支（＝実質輸出－実質輸入）を差し引くことによって求められる<sup>22</sup>。

$$\text{交易利得} = (\text{名目貿易収支} / \text{デフレーター}) - \text{実質貿易収支}$$

上記式の右辺第1項は、貿易によって得られた所得を実質化したものであり、いわば「貿易に伴う実質所得（以下、実質貿易所得と呼ぶ）」と言える。右辺第2項は、実質輸出と実質輸入の違いでどれだけ稼いだかを示しており、「貿易に伴う数量効果」を捉えたものと考えることができる。その差で求められる交易利得は、輸出価格と輸入価格の違いでどれだけ稼いだかを示しており、いわば「貿易に伴う価格効果」を捉えたものと考えることができる。これらを踏まえると、上式は、以下のように捉え直すことができる。

$$\text{実質貿易所得} = \underbrace{\text{実質貿易収支}}_{\text{数量効果}} + \underbrace{\text{交易利得}}_{\text{価格効果}}$$

交易利得は、前述のとおり、一定期間における変化を見ることで初めて意味を持つ概念であるが、その点は、実質貿易所得や実質貿易収支も同じである。そこで、以下具体的にデータを見る際には、すべて前年差などの変化概念を用いる。まず、実質貿易収支と交易利得の関係をみると、両者の間には負の相関がみてとれる（図表 47(1)）。最近の例をみても、実質貿易収支と交易利得は反対方向の動きとなることがほとんどである（図表 47(2)）。これは、「世界経済が好調な時には、国際商品市況は上昇する傾向がある」という事実

<sup>22</sup> デフレーターに何を用いるかについてはいくつかの考え方があり、日本のSNA統計では、輸出デフレーターと輸入デフレーター加重平均値を用いている。一方、米国BEAでは、内需デフレーターを用いている。また、輸入デフレーターを用いるという考え方もある。いずれの方法を用いても、現在の日本の交易利得を計算するうえでは、大きな違いは生じない。

基づくものと考えられる(前掲図表 42(1))。すなわち、世界経済の高成長は、日本の実質貿易収支の改善をもたらす。同時に、世界経済の高成長が引き起こす国際商品市況の上昇は、資源輸入国である日本の交易条件の悪化、すなわち交易利得の悪化をもたらす。もちろん、実質貿易収支と交易利得の間に負の相関があるとは言っても、両者の変動幅が一致する保証はなく、両者を併せた実質貿易所得は、局面によって正負双方の値をとる。また、2005 年前半の局面のように、IT 関連の在庫調整から実質貿易収支が伸び悩んだにもかかわらず、その間も進行していた国際商品市況の上昇により交易利得は悪化した、というケースもある。

ちなみに、新興国の経済成長が高まった場合に、実質貿易収支の好転と、交易利得の悪化の、どちらが大きくなるかについて、日本銀行調査統計局のマクロ計量モデル(Q-JEM)でシミュレーションを行った。結果をみると、前者が後者を上回り、両者の和である実質貿易所得は増加する(図表 47(3)①)。それが日本経済全体に波及するため、実質GDPにもプラスに寄与する(図表 47(3)②)。この分析に基づけば、たとえ国際商品市況の上昇によって原材料価格が上昇するような場合でも、その国際商品市況上昇を引き起こした原因が新興国の成長率の高まりである場合には、トータルでみた日本経済への影響はプラスである、と言える。



#### (BOX 4) 震災が需給ギャップや物価に与える影響

##### 需要曲線・供給曲線による解釈

供給制約のみが生じ、他の条件はすべて一定、という最も単純なケースを考えてみる。この場合は、供給曲線の左側へのシフトのみが起こるため、財の産出量は減少して、需給ギャップはタイト化する(図表 48(1))。電力不足やサプライチェーンの障害が解消された場合には、供給曲線は元に戻り、需給ギャップも元の水準に戻る。

しかし、今回の震災では、上記のような供給曲線の動きだけでなく、需要曲線も左側へ、すなわち需要が減少する方向にシフトしているとみられる。不確実性の高まりなどにより、企業や家計のマインドが委縮していることや、生産の減少が企業収益、雇用・賃金に悪影響を及ぼしているためである。この場合、需要曲線の左側シフトが十分に大きければ、需給ギャップはかえって緩和し、価格が元の水準よりも低下する(図表 48(2))。

以上を踏まえると、最初に起こった変化が供給制約の強まりであっても、需給ギャップがタイト化するとは限らない。この場合、需給ギャップの判断には、供給制約の強まりの度合いを、同時に生じている需要の減少の度合いと比較することが必要になる。もちろん、そうした比較は現実には容易ではない。したがって、今回の震災が当面の需給ギャップにどのような影響をもたらすのかについては、予断を持たずに注意深く各種の需給指標や価格動向を点検していくことが重要である。

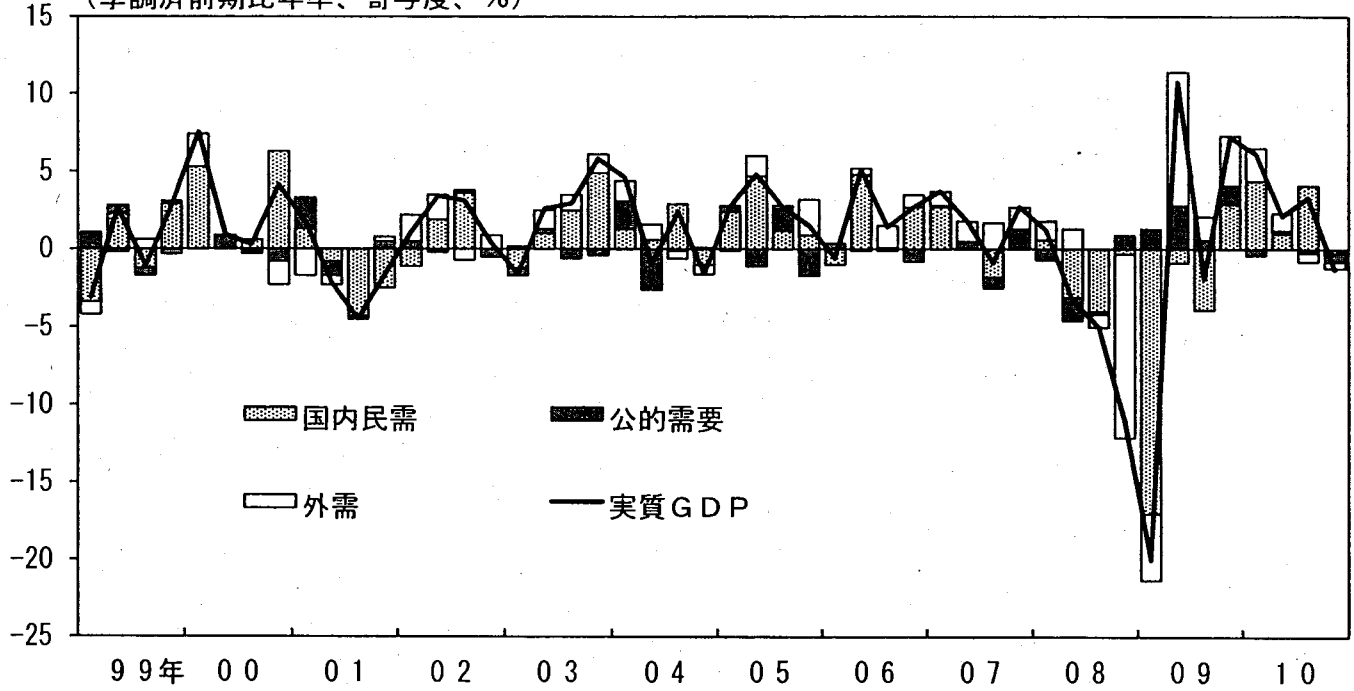
## 経済・物価情勢の展望（2011年4月） 参考計表

(図表 1)	実質GDPと業況判断	(図表 35)	設備投資計画
(図表 2)	輸出入	(図表 36)	資本ストック循環
(図表 3)	企業収益と設備投資	(図表 37)	キャッシュ・フローと設備投資
(図表 4)	雇用者所得	(図表 38)	雇用・賃金
(図表 5)	個人消費	(図表 39)	労働市場の需給環境
(図表 6)	住宅投資	(図表 40)	可処分所得・消費性向・貯蓄率
(図表 7)	鉱工業生産	(図表 41)	商品市況
(図表 8)	全産業活動指数	(図表 42)	海外経済と国際商品市況
(図表 9)	生産要素の稼働状況	(図表 43)	需給ギャップと潜在成長率
(図表 10)	企業物価	(図表 44)	需給ギャップとインフレ率
(図表 11)	消費者物価（1）	(図表 45)	家計・企業の物価の見方
(図表 12)	消費者物価（2）	(図表 46)	阪神・淡路大震災時の情勢
(図表 13)	ソブリン・リスク・プレミアム	(図表 47)	交易利得と実質貿易収支
(図表 14)	政策金利	(図表 48)	震災による需要・供給の変化
(図表 15)	短期金利		
(図表 16)	長期金利	(参考図表)	地域別の景気の総括判断
(図表 17)	株価		(地域経済報告)
(図表 18)	為替相場		
(図表 19)	強力な金融緩和の推進		
(図表 20)	CP市場		
(図表 21)	社債市場		
(図表 22)	REIT市場		
(図表 23)	貸出・マネーストック		
(図表 24)	金利水準と実体経済		
(図表 25)	企業金融		
(図表 26)	地価		
(図表 27)	震災の影響		
(図表 28)	電力需給と生産活動		
(図表 29)	貯蓄投資バランス		
(図表 30)	公共投資と政府債務残高		
(図表 31)	海外経済		
(図表 32)	ITサイクル		
(図表 33)	国際分業の高度化		
(図表 34)	企業収益		

# 実質GDPと業況判断

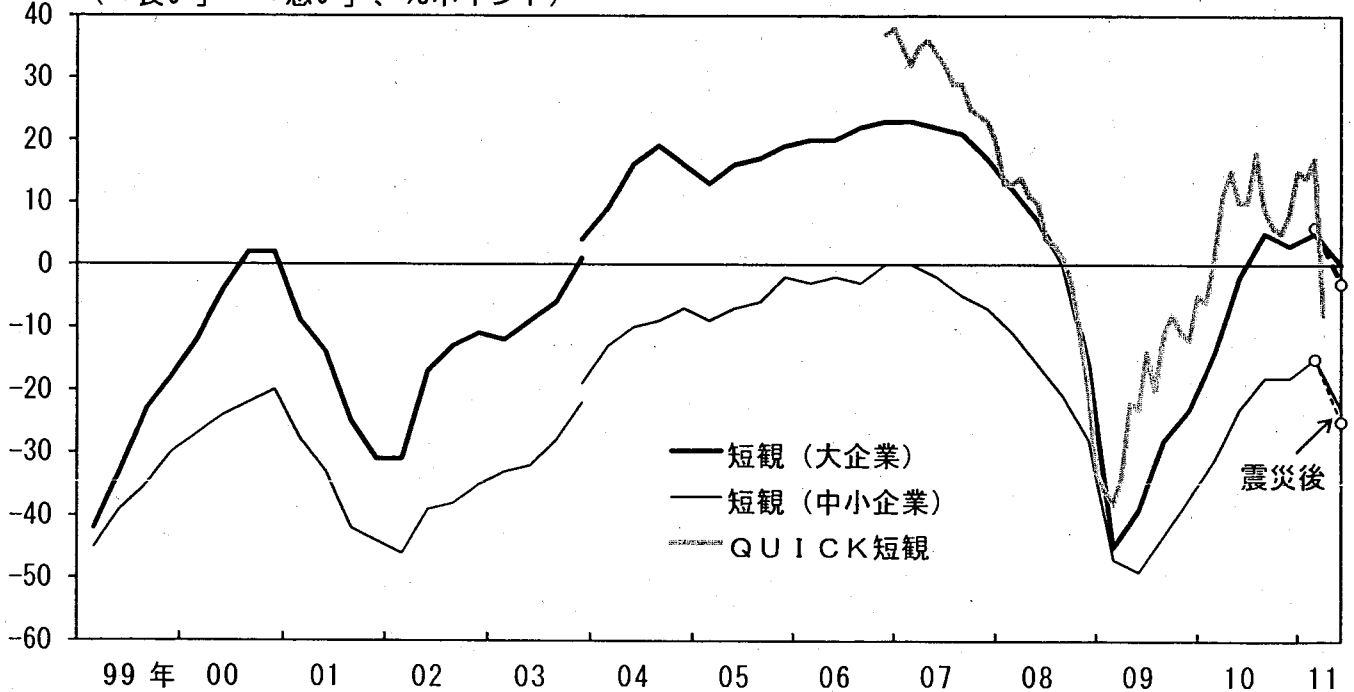
## (1) 実質GDP

(季調済前期比年率、寄与度、%)



## (2) 業況判断

(「良い」 - 「悪い」、%ポイント)



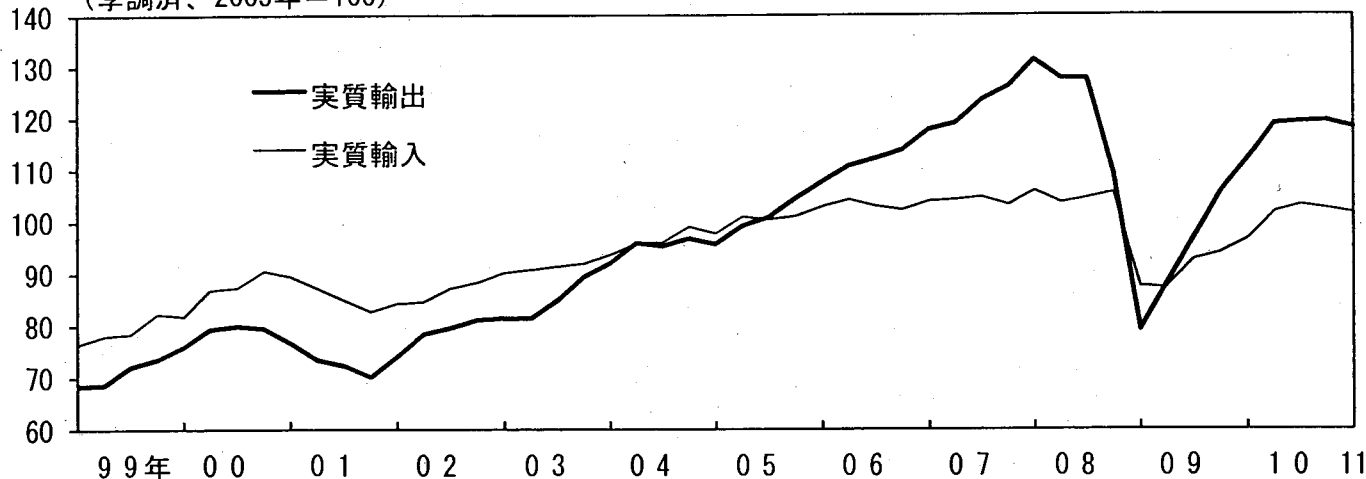
- (注) 1. 短観の計数は、全産業ベース。四半期の値を各期の最終月にプロット。2011/6月は、2011/3月調査時点の企業の予測値。
- 2. 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
- 3. QUICK短観の調査対象は、全国の上場企業。2011/4月調査の回答社数は466社。計数は、全産業ベース。
- 4. 「震災後」の計数は、東日本大震災後に返送された調査表を集計したもの。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、QUICK「QUICK短期経済観測調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 輸出入

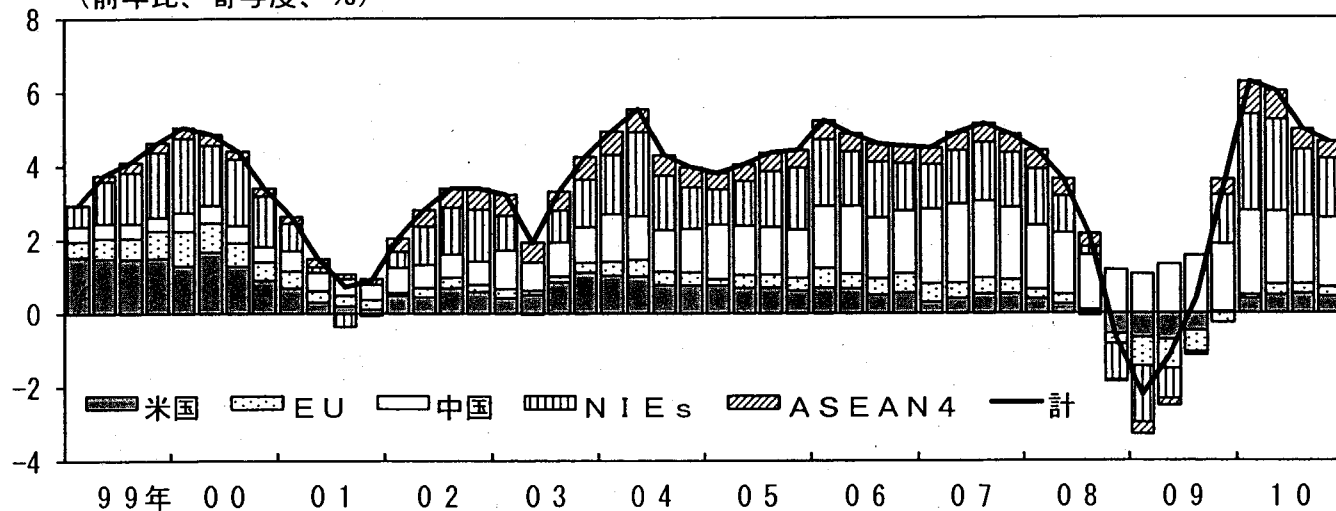
## (1) 実質輸出入

(季調済、2005年=100)



## (2) 主要貿易相手国の経済成長率

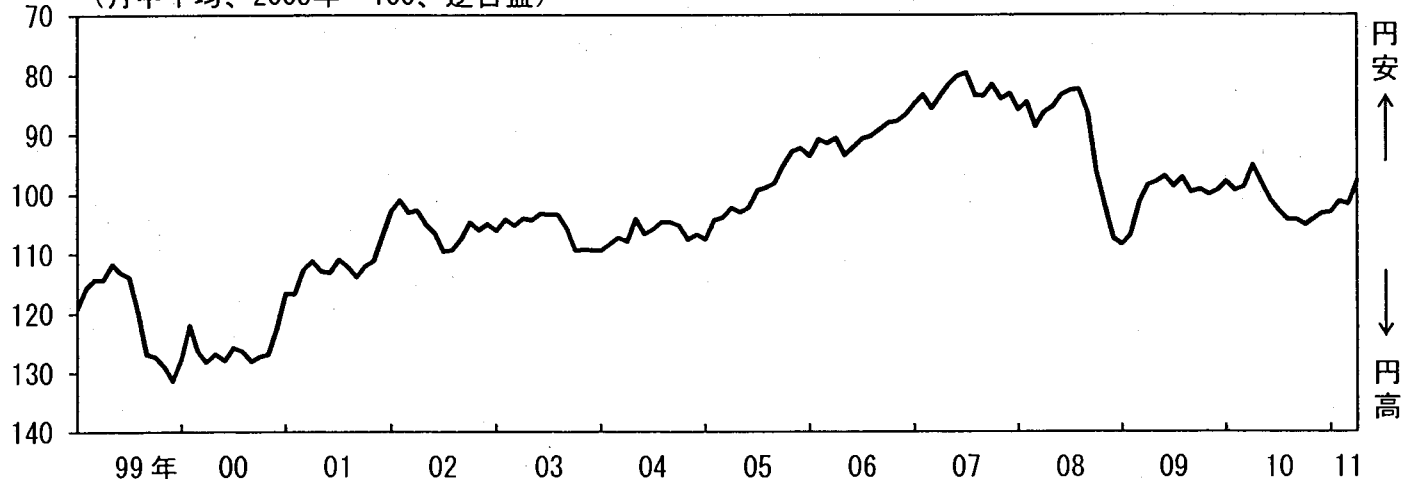
(前年比、寄与度、%)



(注) 主要貿易相手国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。

## (3) 円の実質実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)



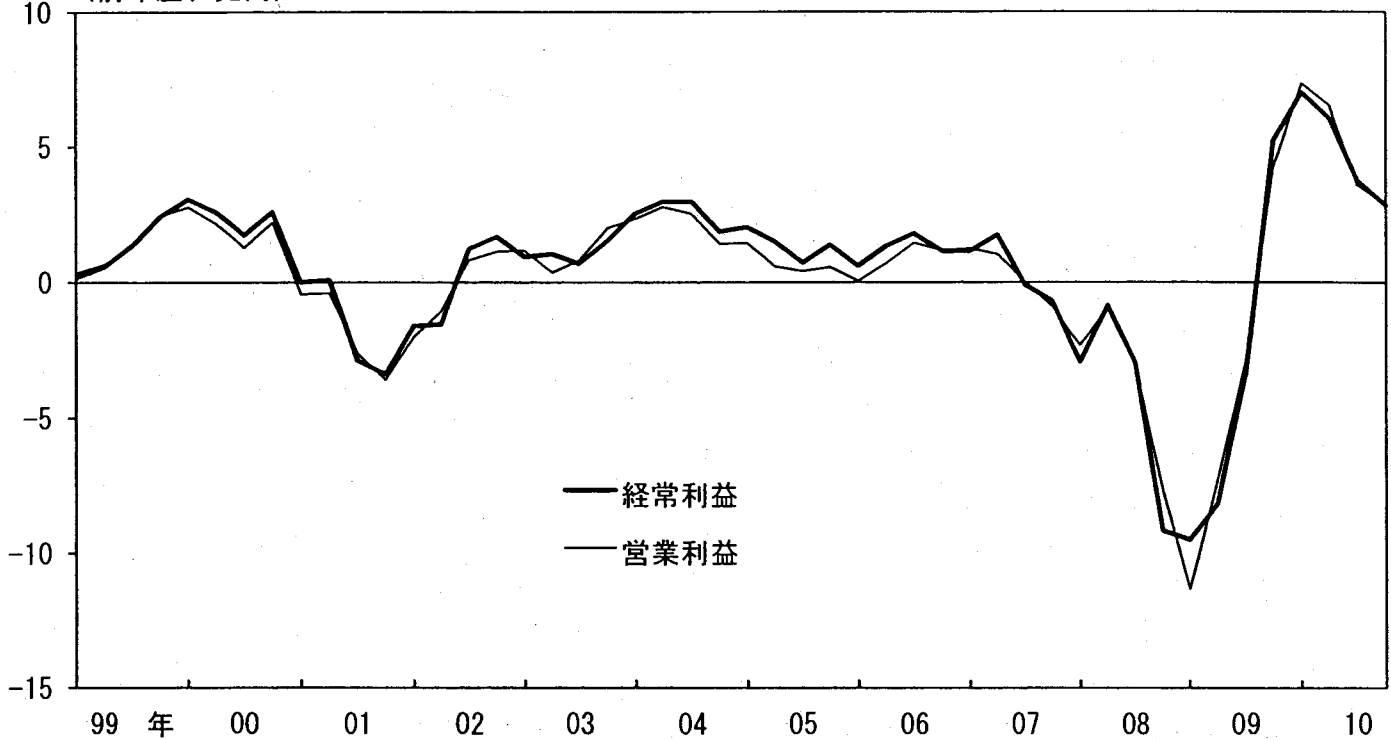
(注) BISのブロードベース。なお、2011年4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」、BIS、CEIC

# 企業収益と設備投資

## (1) 企業収益

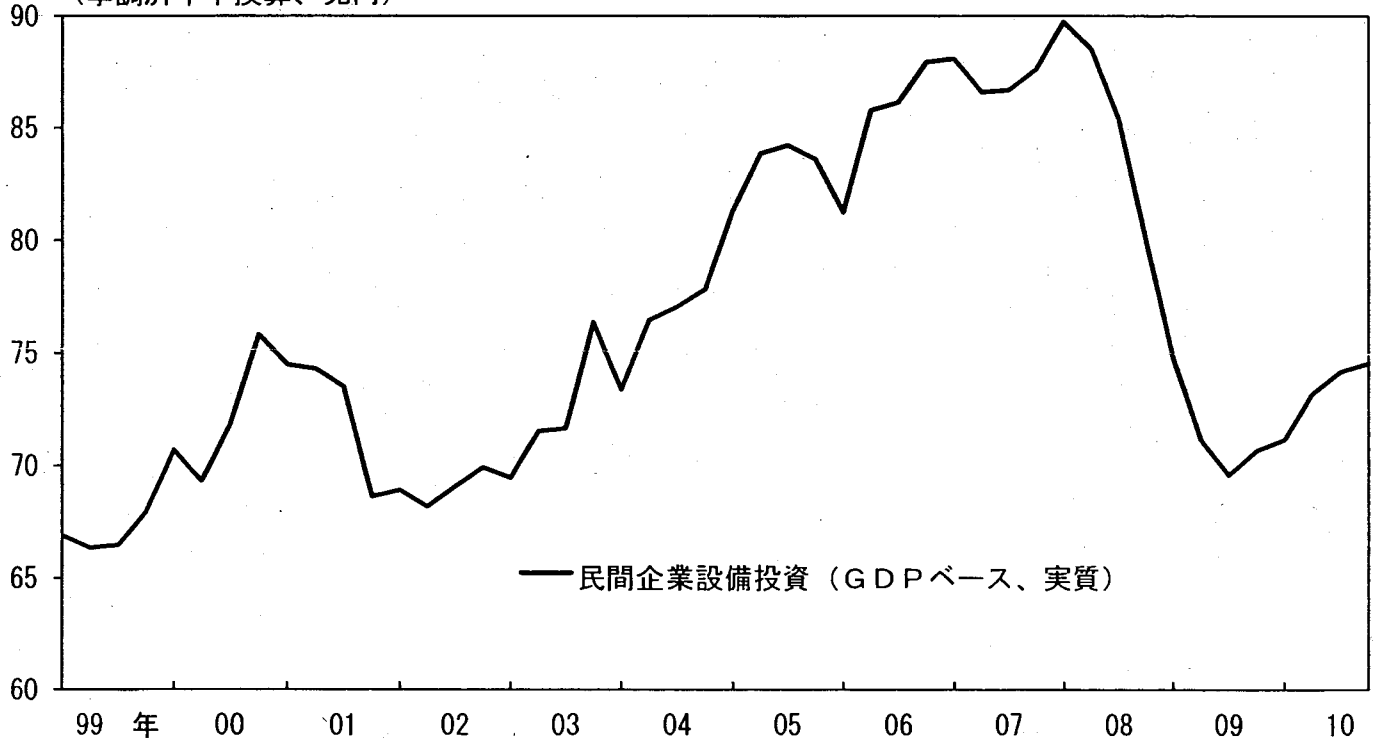
(前年差、兆円)



(注) 法人季報ベース。計数は、全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。

## (2) 設備投資

(季調済年率換算、兆円)

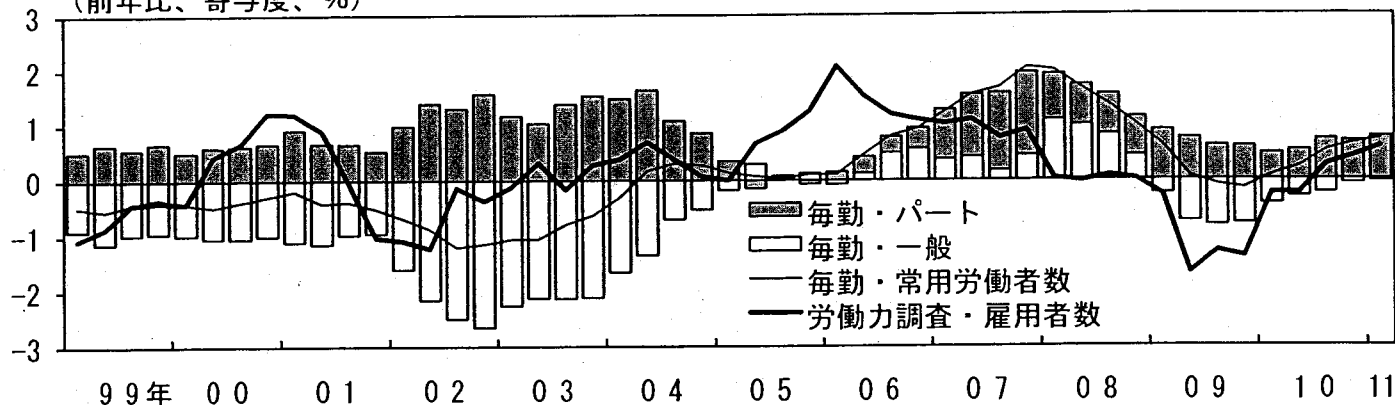


(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「国民経済計算」

# 雇用者所得

## (1) 雇用者数

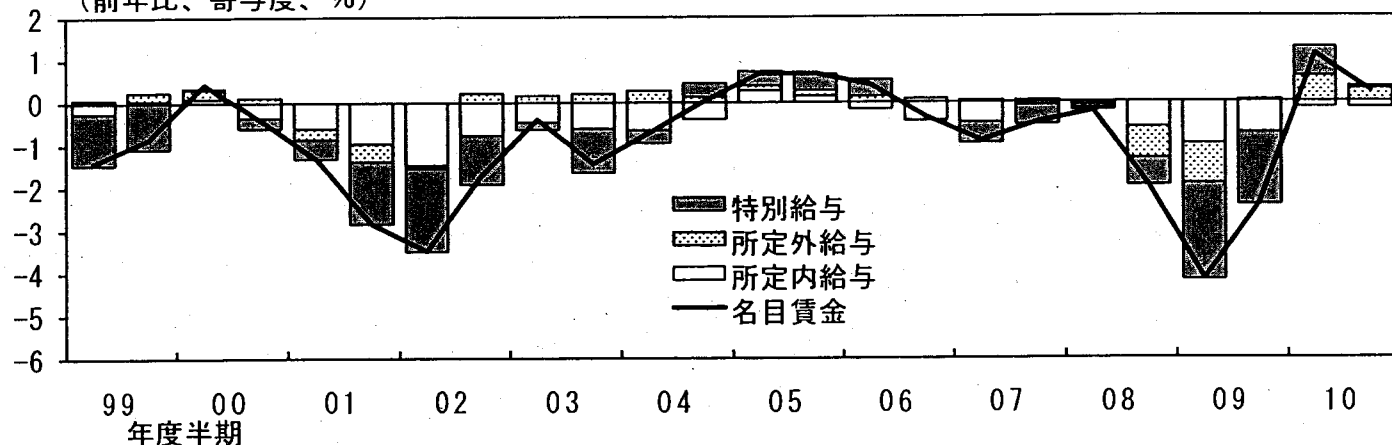
(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 毎月勤労統計(「毎勤」)の計数は、事業所規模5人以上(下のいずれの図表も同じ)。  
2. 2011/10は、1~2月の前年同期比。

## (2) 名目賃金

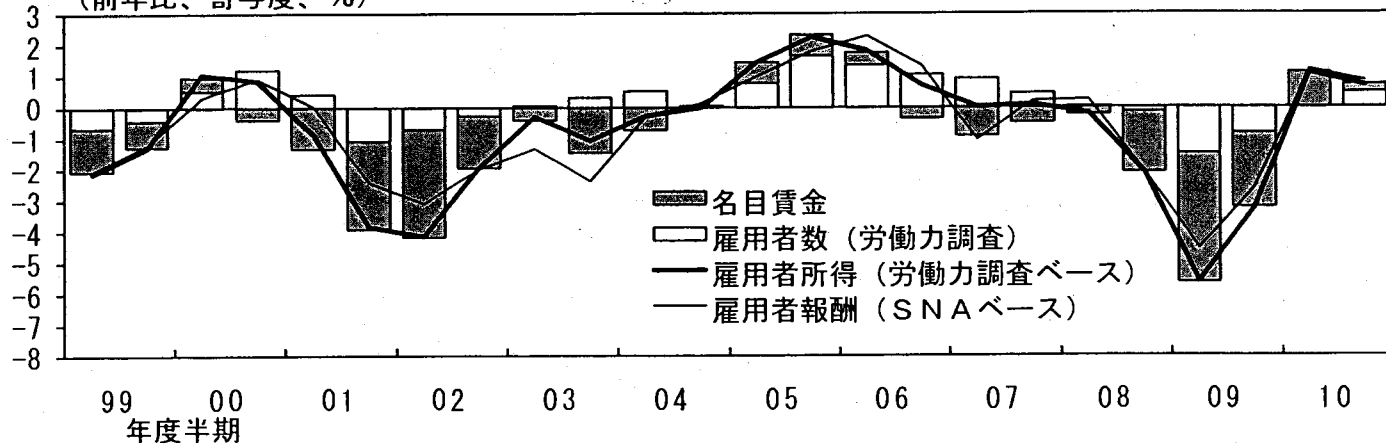
(前年比、寄与度、%)



(注) 2010年度下半期は、2010/10~2011/2月の前年同期比。

## (3) 雇用者所得

(前年比、寄与度、%)

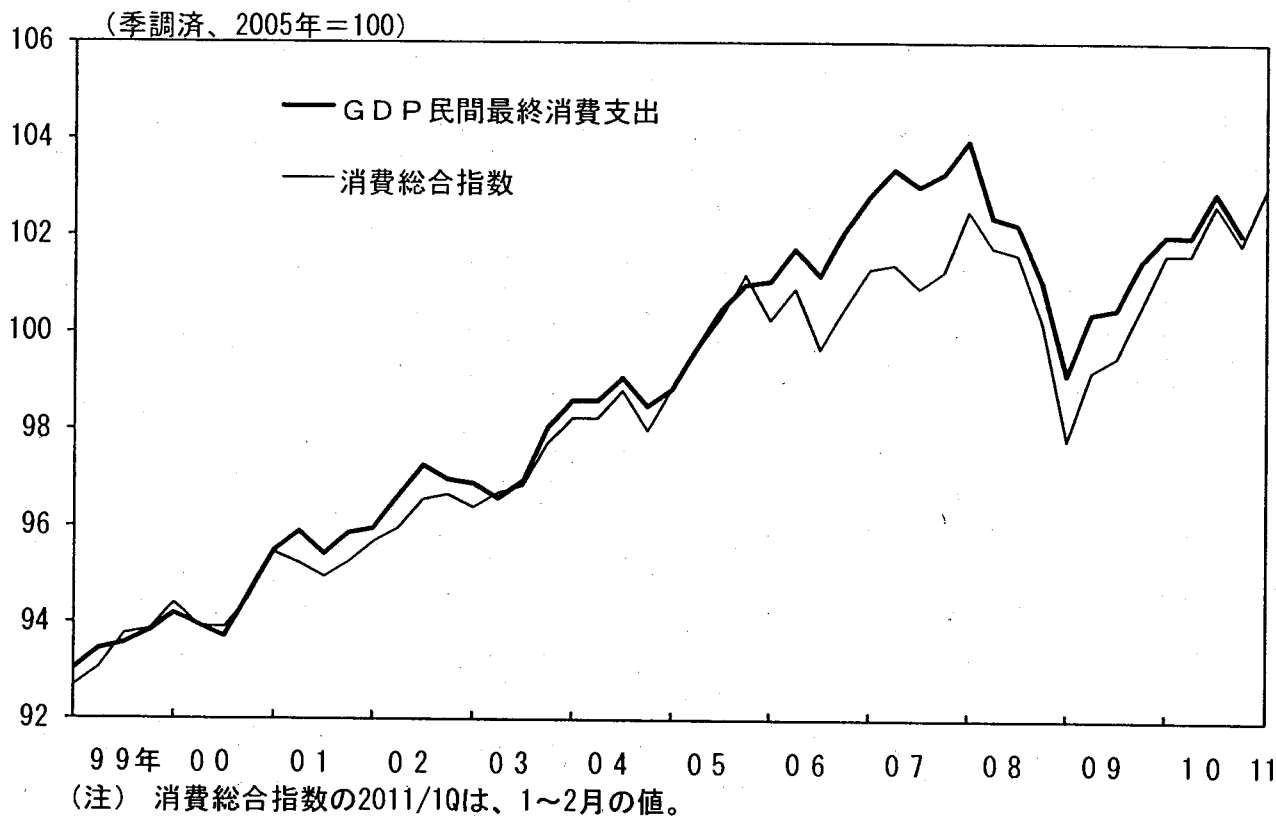


(注) 1. 2010年度下半期の雇用者報酬(SNAベース)は2010/4Qの値、それ以外は2010/10~2011/2月の前年同期比。  
2. 雇用者所得(労働力調査ベース)は、雇用者数(労働力調査)×名目賃金(毎月勤労統計)で算出。

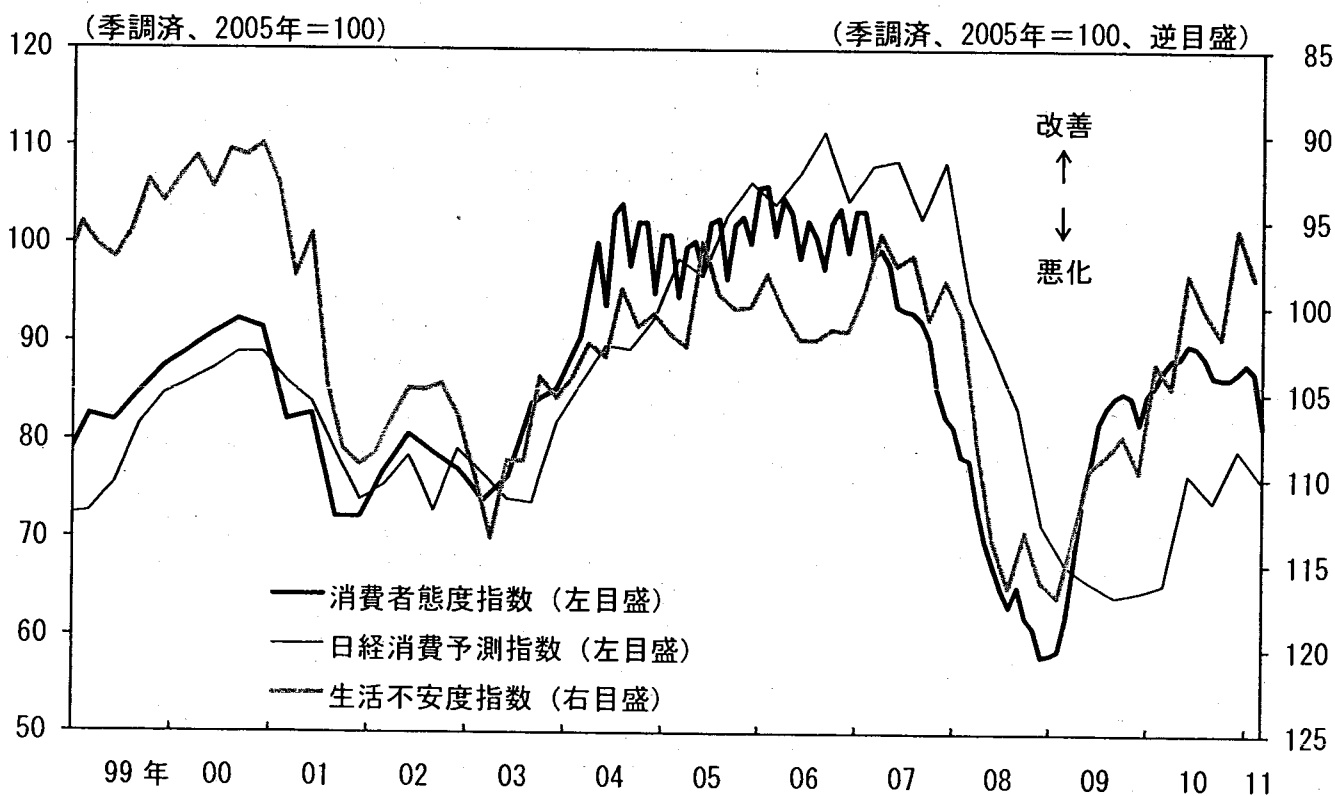
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、内閣府「国民経済計算」

# 個人消費

## (1) GDP民間最終消費支出・消費総合指数 (実質)



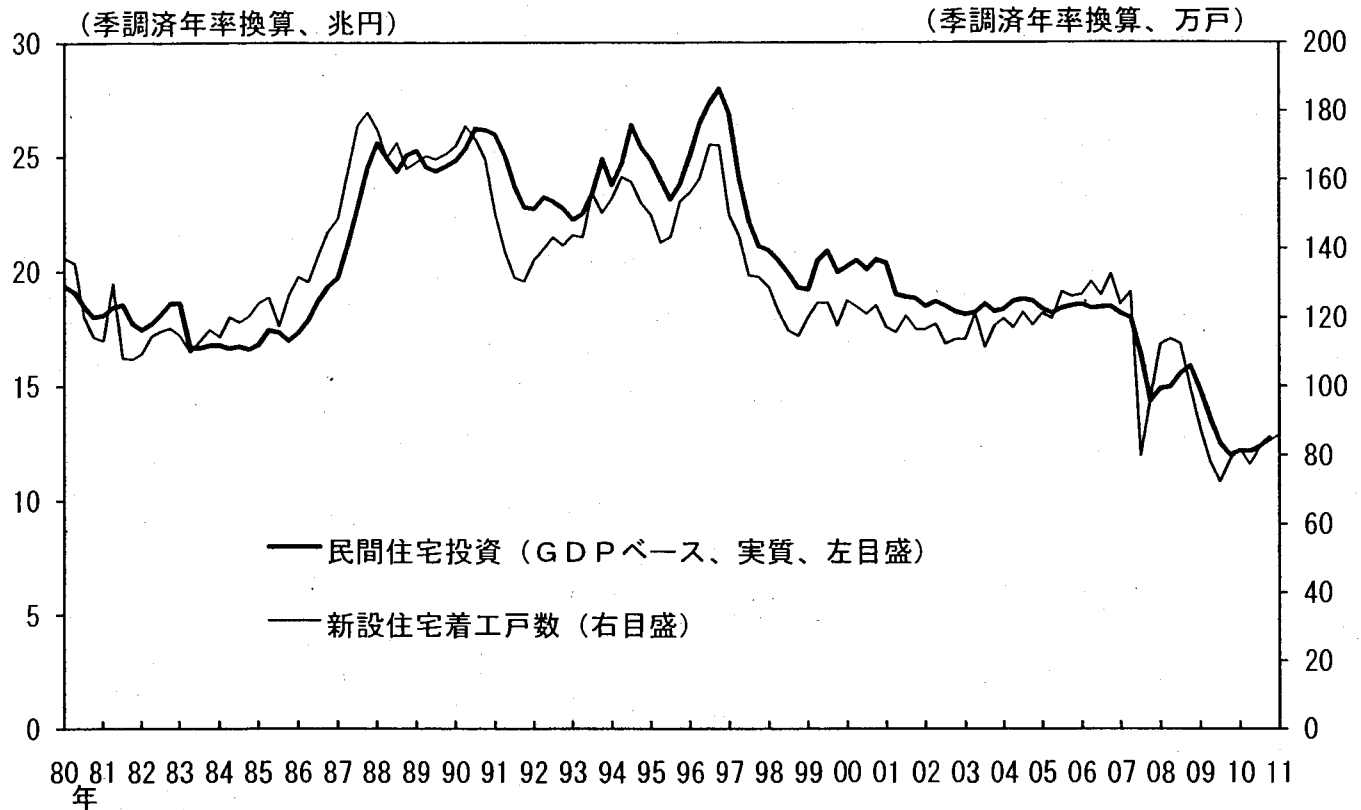
## (2) 消費者コンフィデンス指標



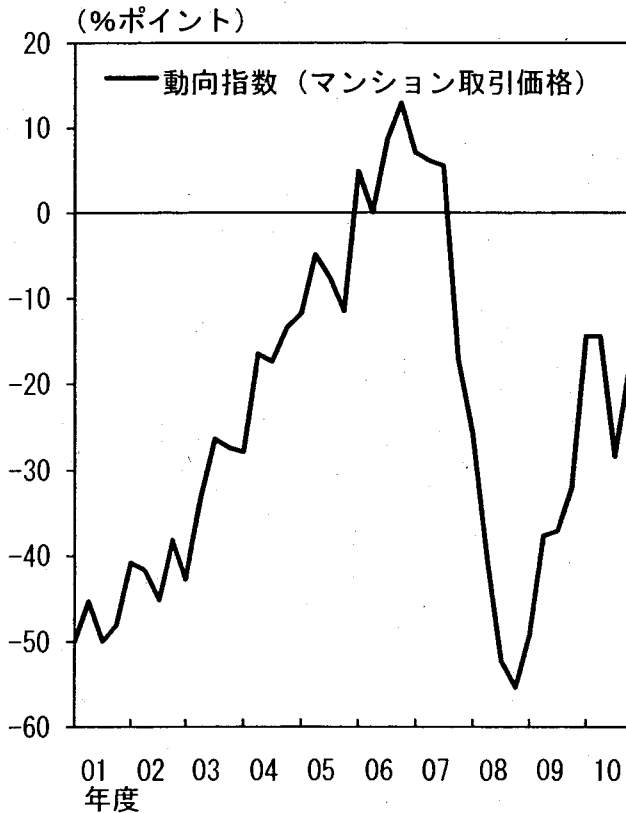
(注) 調査が実施されていない月については、線形補間を実施。  
(資料) 内閣府「国民経済計算」「消費総合指数」「消費動向調査」、  
日本経済新聞社「日経消費予測指数」、日本リサーチ総合研究所「消費者心理調査」

# 住宅投資

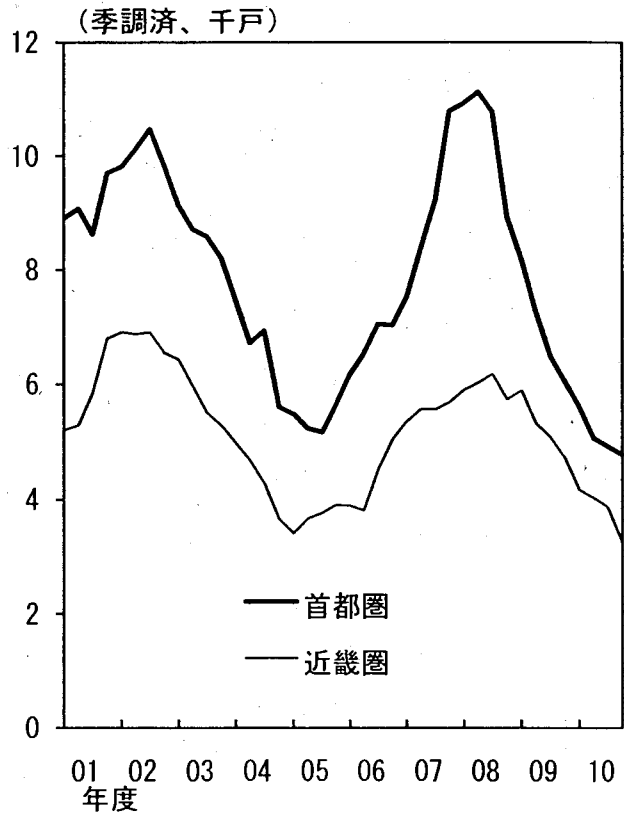
## (1) 新設住宅着工戸数と住宅投資



## (2) 不動産業業況等調査



## (3) マンション在庫戸数



(注) 1. 新設住宅着工戸数の2011/10は、1~2月の値。

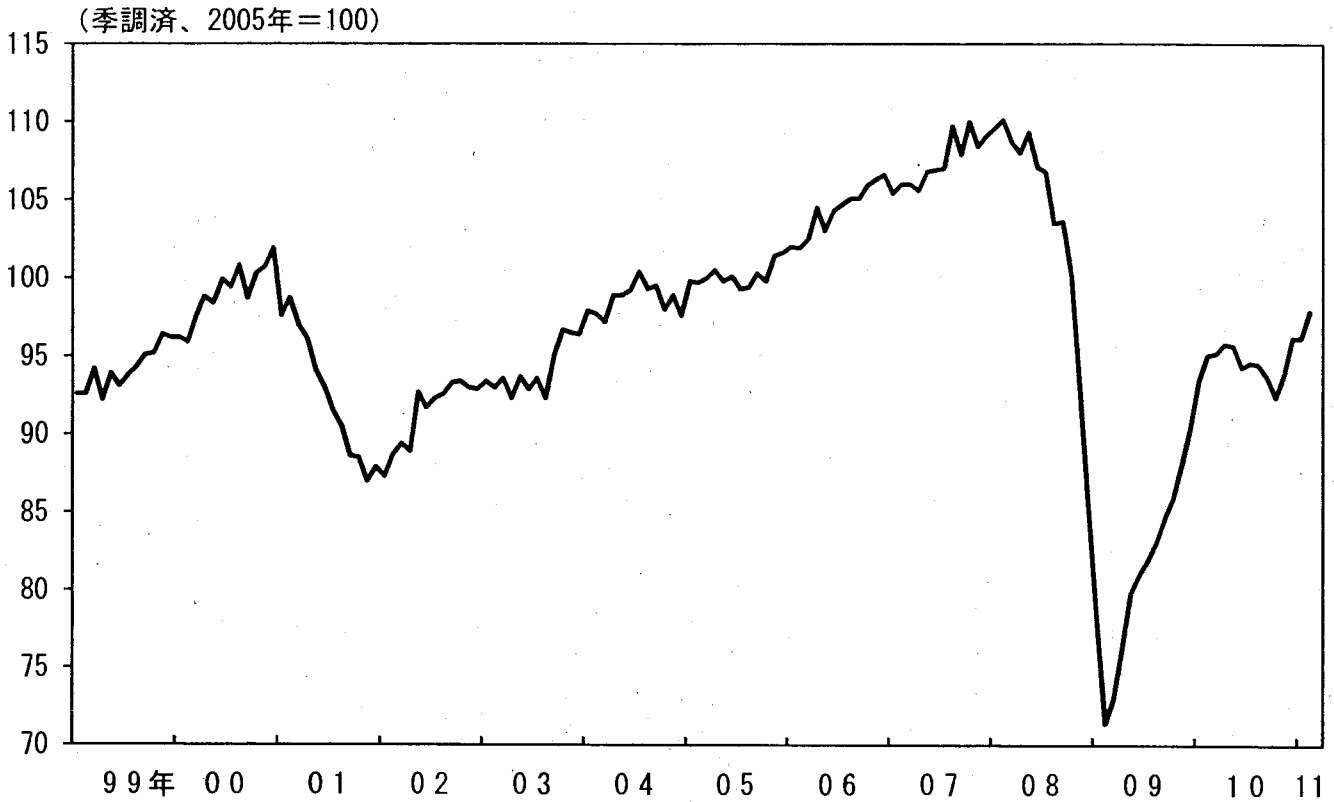
2. 動向指数 (マンション取引価格) = [(上昇したとする回答数×2+やや上昇したとする回答数) - (やや下落したとする回答数+下落したとする回答数×2)] ÷ 2 ÷ 全回答数 × 100

(資料) 国土交通省「建築着工統計」、内閣府「国民経済計算」、土地総合研究所、不動産経済研究所

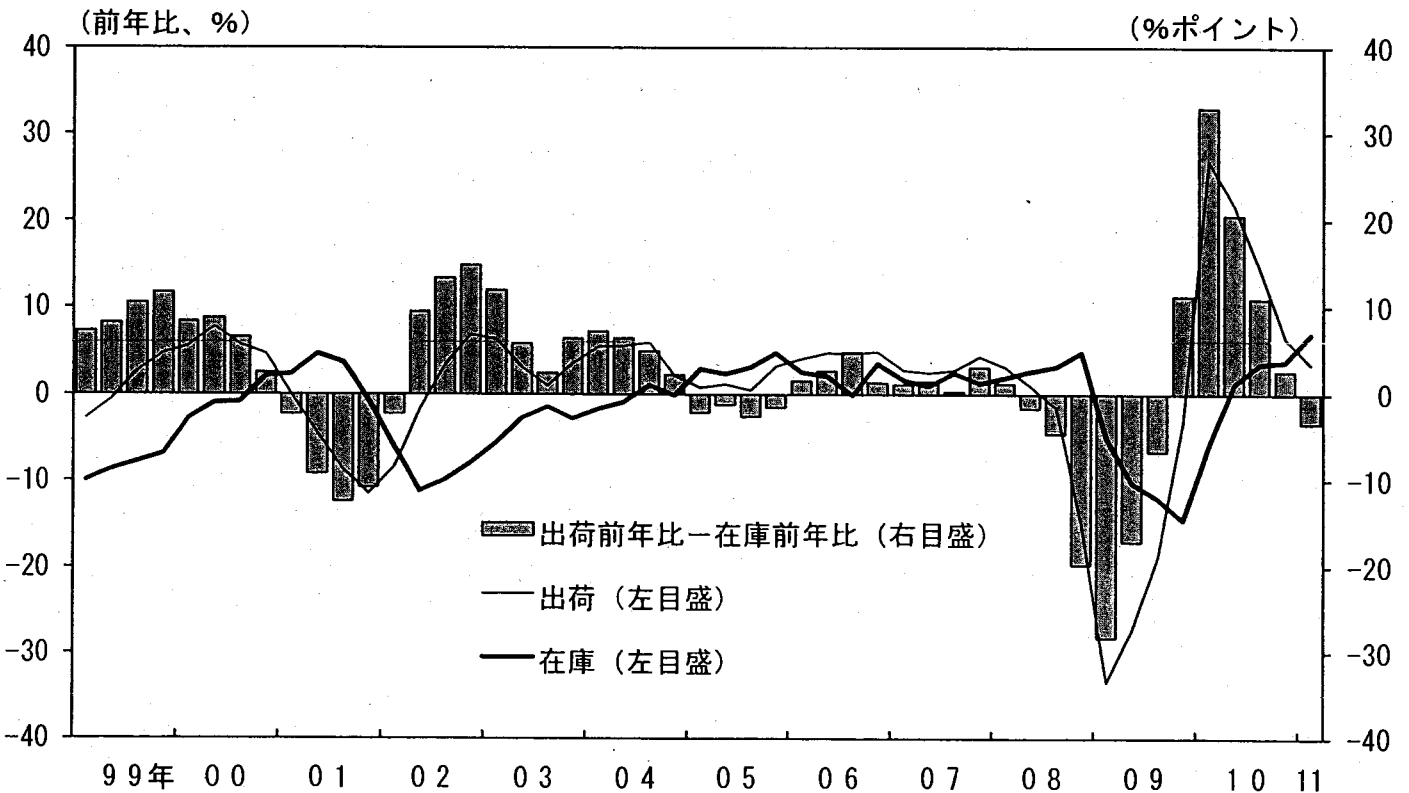


# 鋳工業生産

## (1) 鋳工業生産



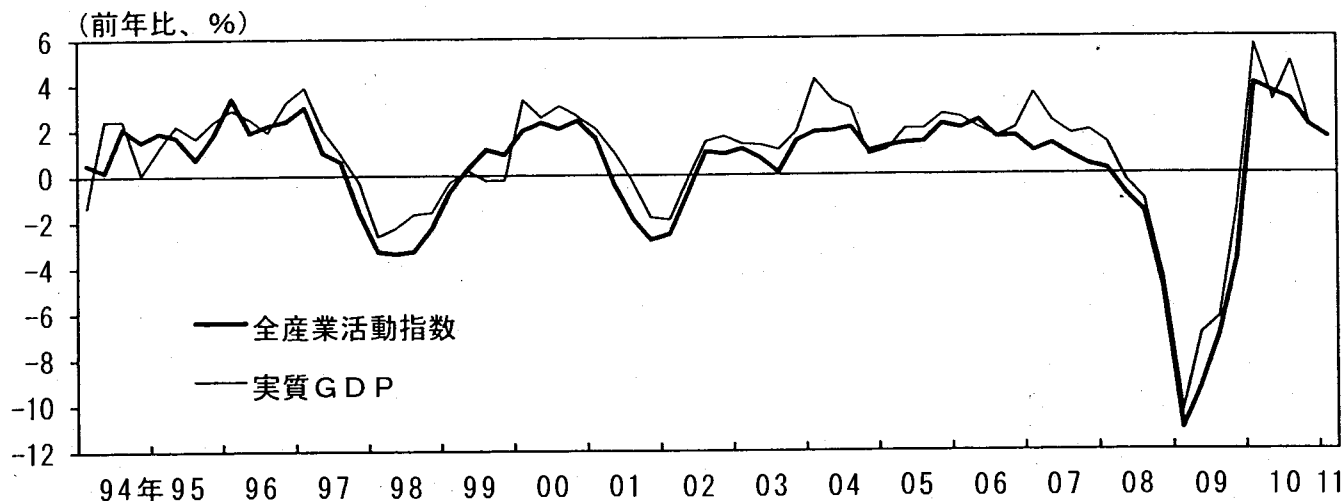
## (2) 出荷・在庫バランス (鋳工業)



(資料) 経済産業省「鋳工業指数統計」

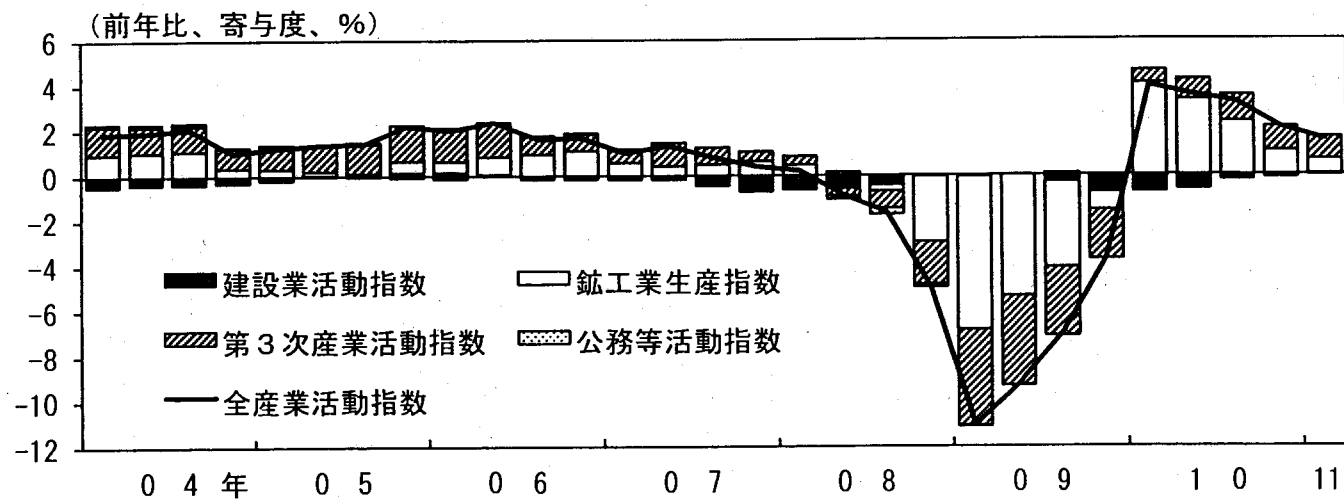
# 全産業活動指数

## (1) 全産業活動指数と実質GDP

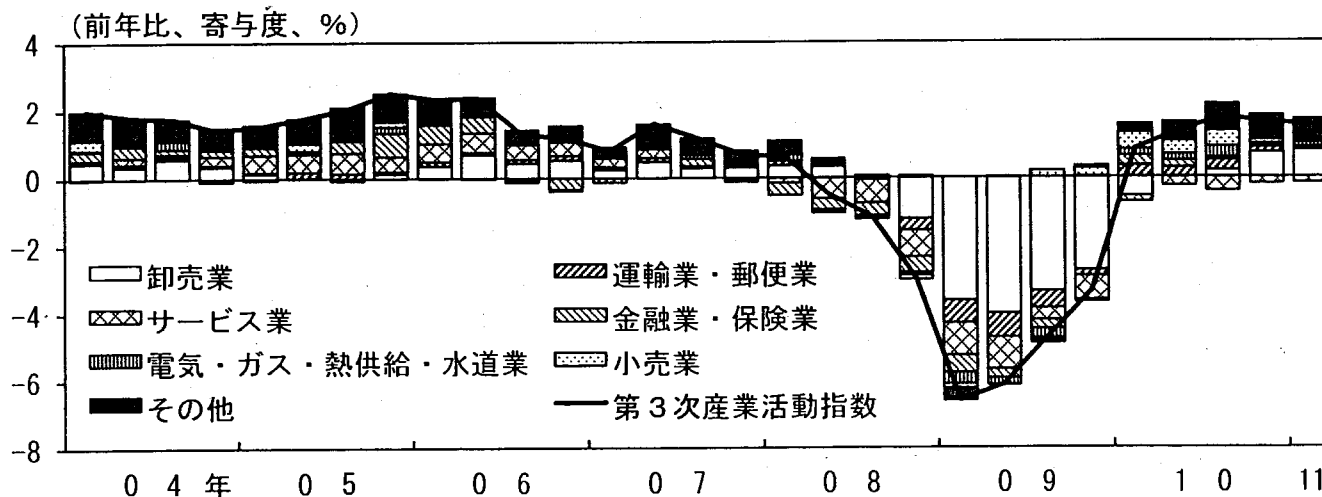


(注) 2011/10は、1~2月の前年同期比(下のいずれの図表も同じ)。

## (2) 全産業活動指数の内訳



## (3) 第3次産業活動指数の内訳



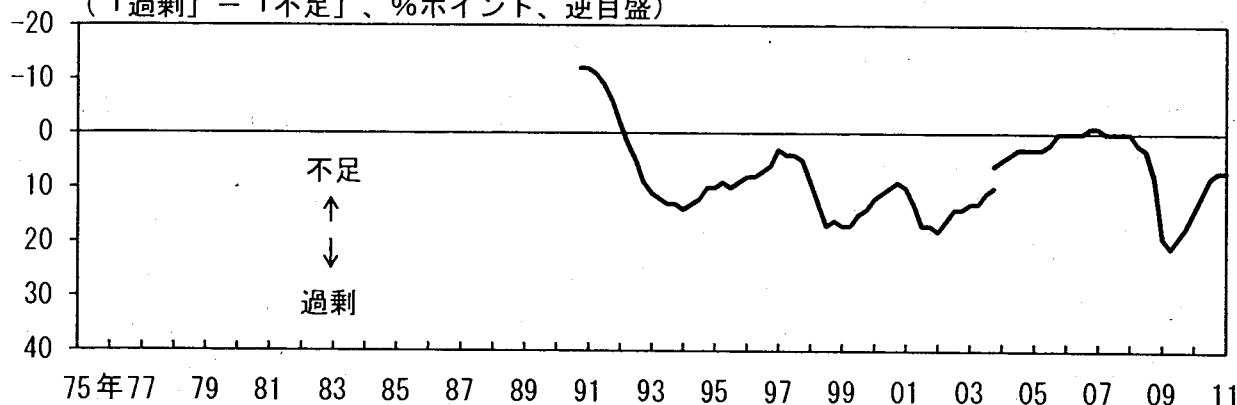
(注) サービス業は、学術研究・専門・技術サービス業、生活関連サービス業・娯楽業、その他サービス業(公務等を除く)の合計。

(資料) 経済産業省「全産業活動指数」「第3次産業活動指数」、内閣府「国民経済計算」

# 生産要素の稼働状況

## (1) 生産・営業用設備判断D. I.

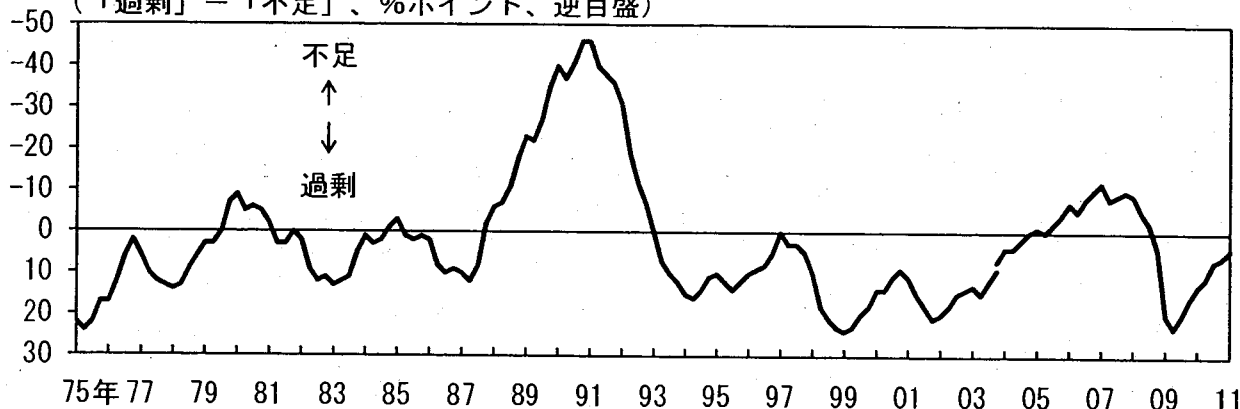
(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



- (注) 1. 全産業全規模合計。
- 2. 短観は、2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から。
- 3. 上記1~2については、下のいずれの図表も同じ。

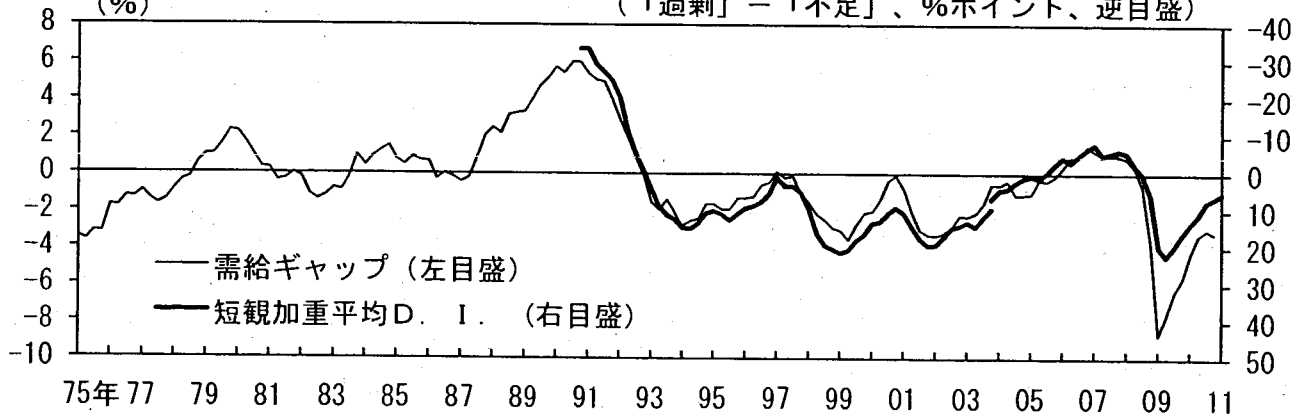
## (2) 雇用人員判断D. I.

(「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)



## (3) 短観加重平均D. I. と需給ギャップ

(%) (「過剰」 - 「不足」、%ポイント、逆目盛)

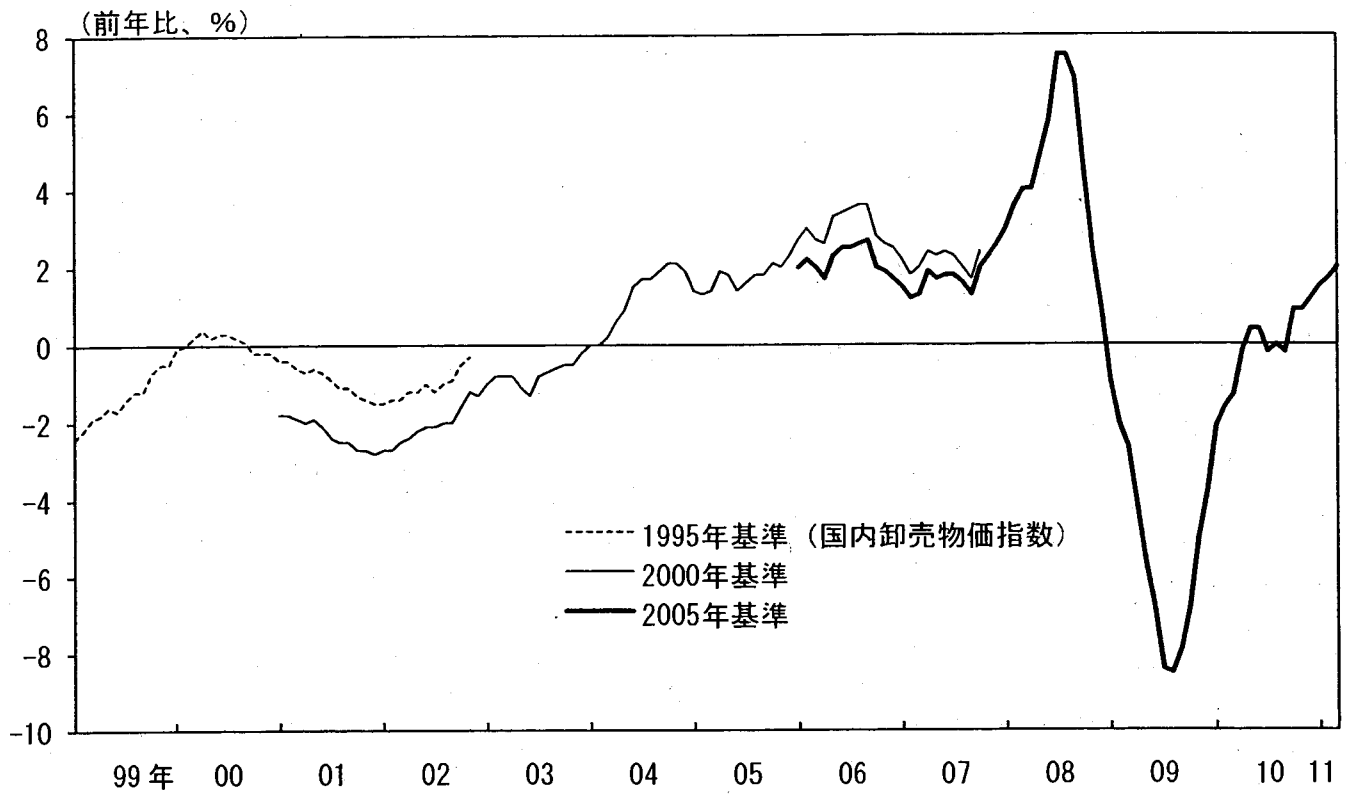


- (注) 短観加重平均D. I. は、生産・営業用設備判断D. I. と雇用人員判断D. I. を資本・労働分配率(1990~2009年度平均)で加重平均して算出。需給ギャップは、日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006/5月)を参照。

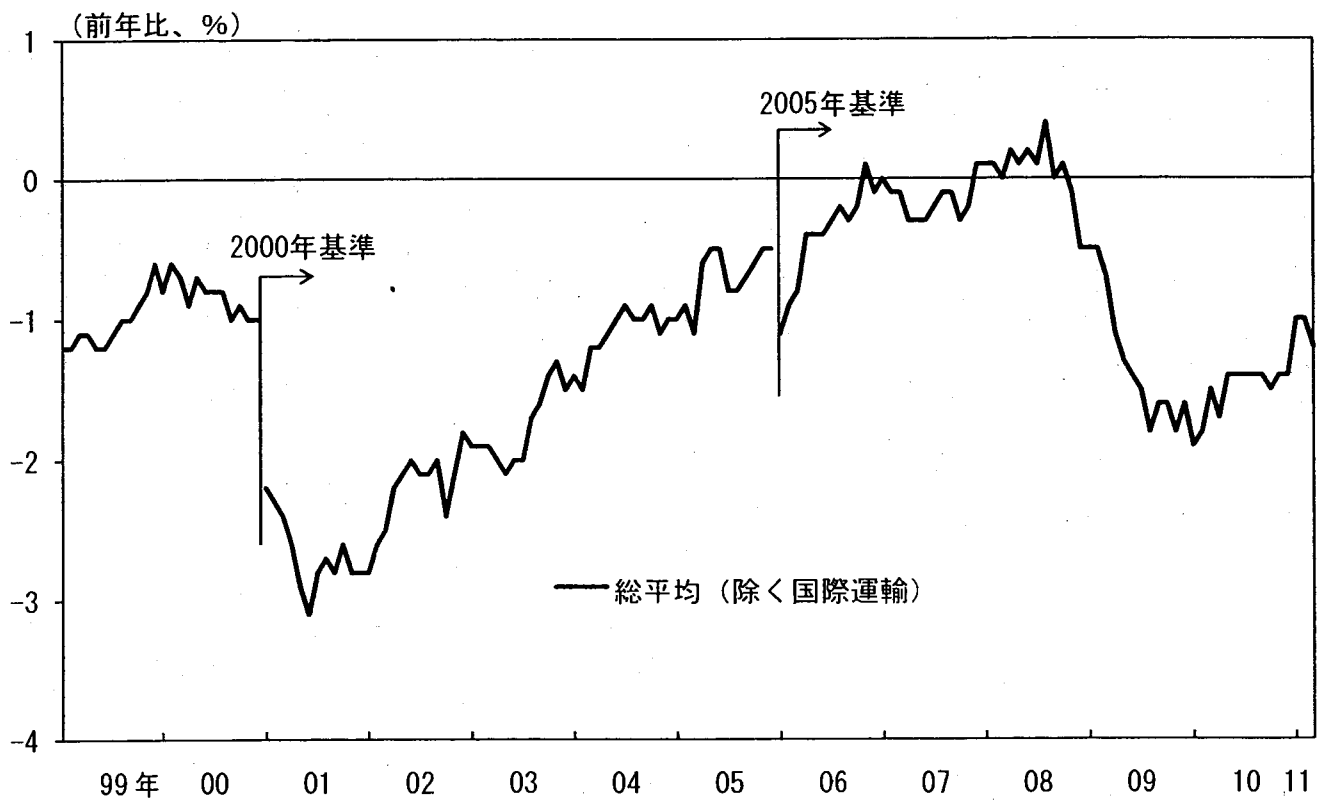
(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」等

# 企業物価

## (1) 国内企業物価指数



## (2) 企業向けサービス価格指数

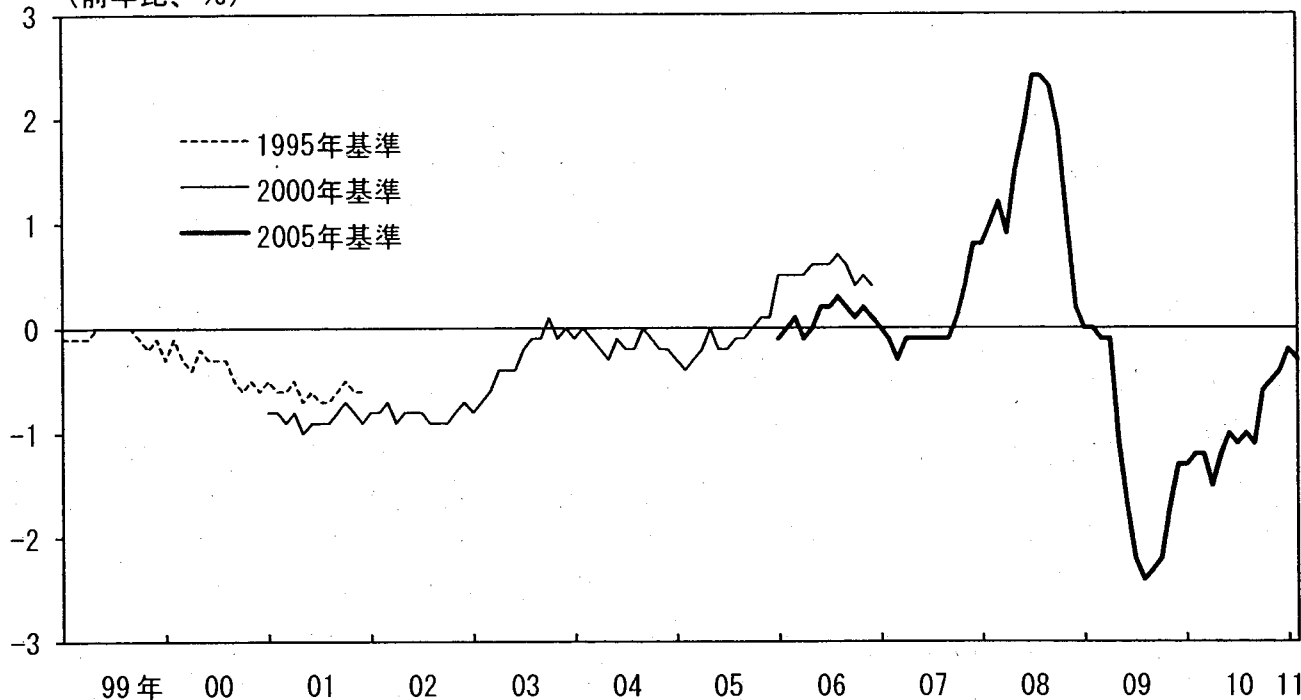


(資料) 日本銀行「企業物価指数」「卸売物価指数」「企業向けサービス価格指数」

# 消費者物価 (1)

## (1) 消費者物価指数

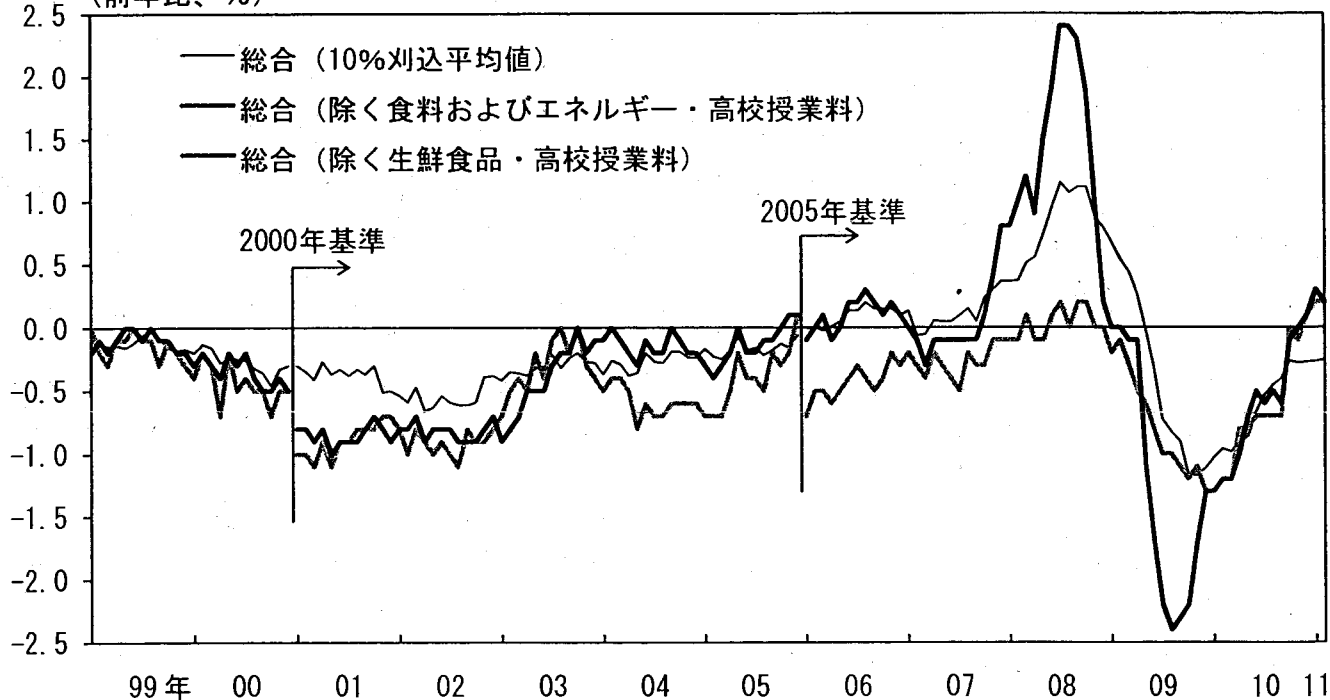
(前年比、%)



(注) 総合除く生鮮食品。

## (2) 基調的な物価変動

(前年比、%)



(注) 1. 「食料」は「酒類」を除く。

2. 高校授業料は「公立高校授業料」および「私立高校授業料」からなる。

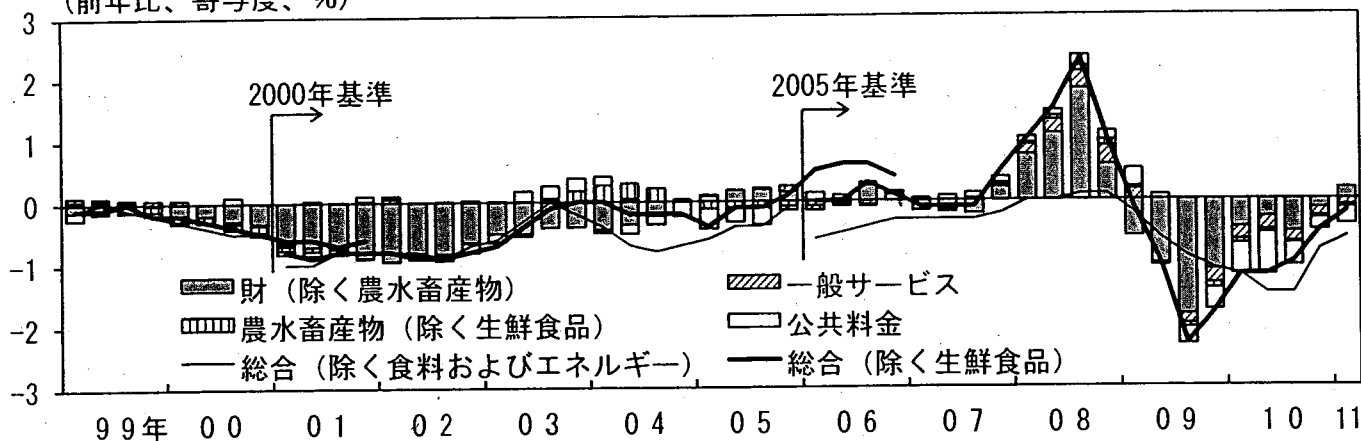
3. 10%刈込平均値は、個別品目の前年同月比を値の小さな順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ10%控除して、残った品目で新たに指数を作成して算出。

(資料) 総務省「消費者物価指数」

# 消費者物価 (2)

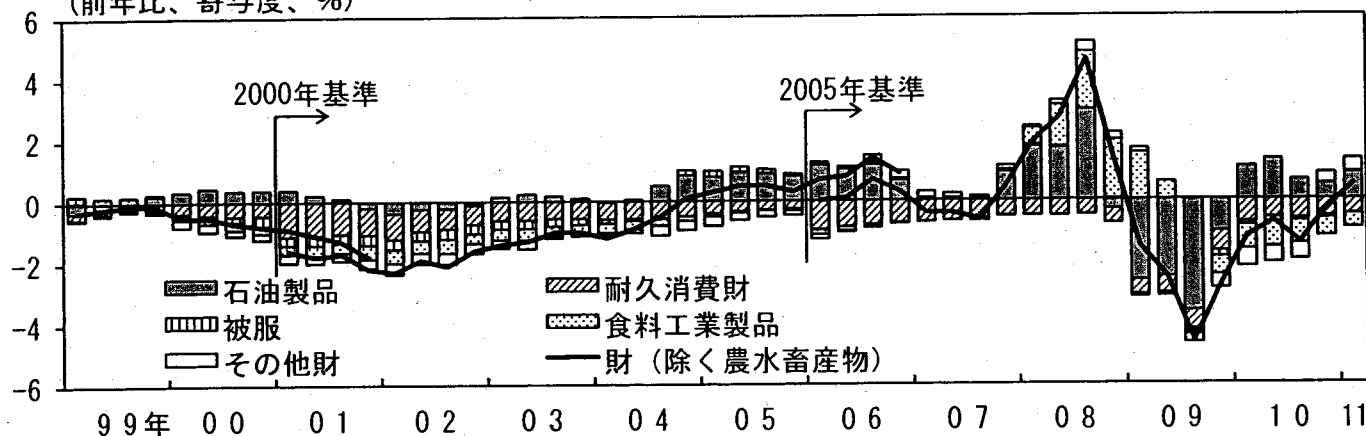
## (1) 総合除く生鮮食品

(前年比、寄与度、%)



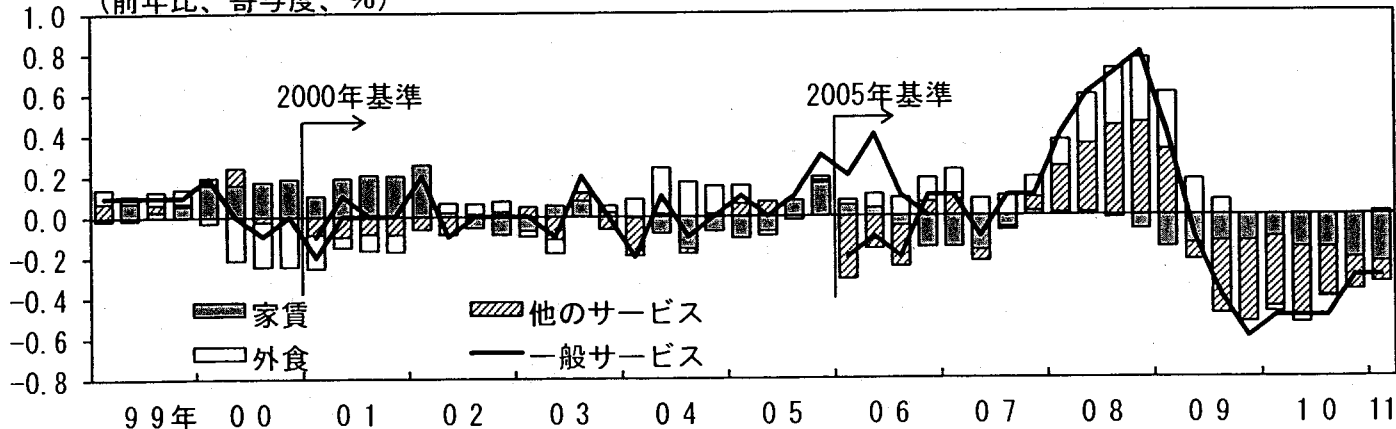
## (2) 財除く農水畜産物の要因分解

(前年比、寄与度、%)



## (3) 一般サービスの要因分解

(前年比、寄与度、%)



(注) 1. 分類は、原則、総務省に則している。

ただし、以下の分類については、組み替えて定義している（「」内は総務省公表ベース）。

財＝「財」－「電気・都市ガス・水道」

公共料金＝「公共サービス」＋「電気・都市ガス・水道」

被服＝「衣料」＋「シャツ・セーター・下着類」

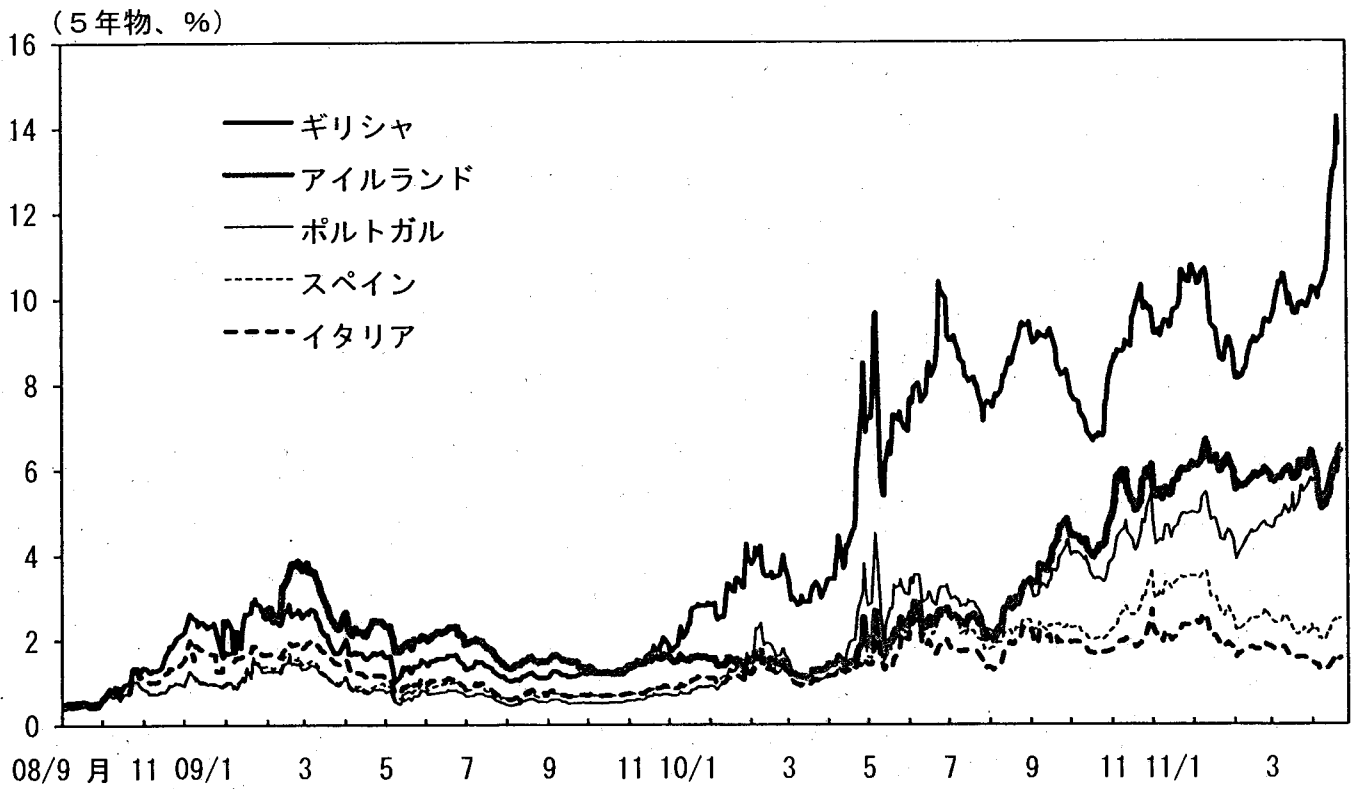
家賃＝「民営家賃」＋「持家の帰属家賃」

2. 「食料」は「酒類」を除く。

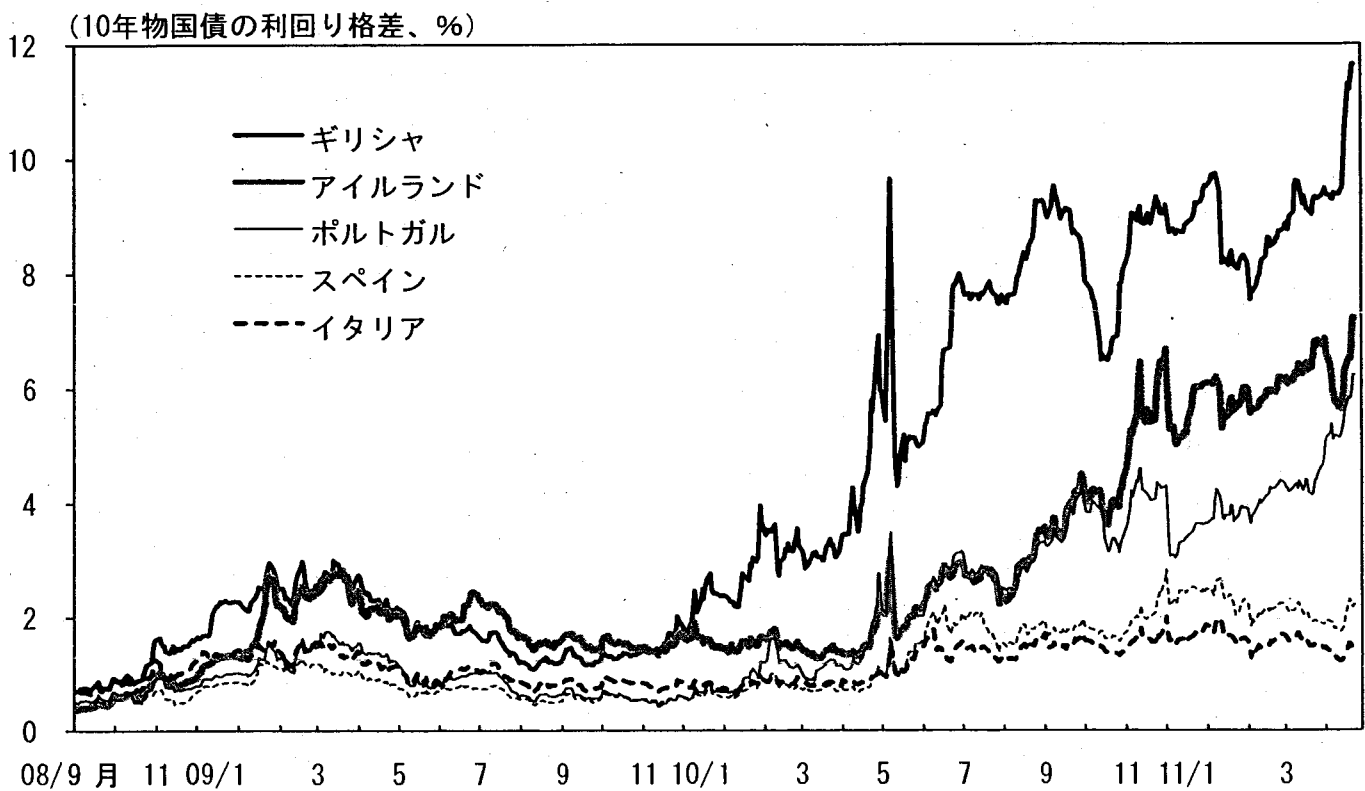
(資料) 総務省「消費者物価指数」

# ソブリン・リスク・プレミアム

## (1) ソブリンCDSプレミアム

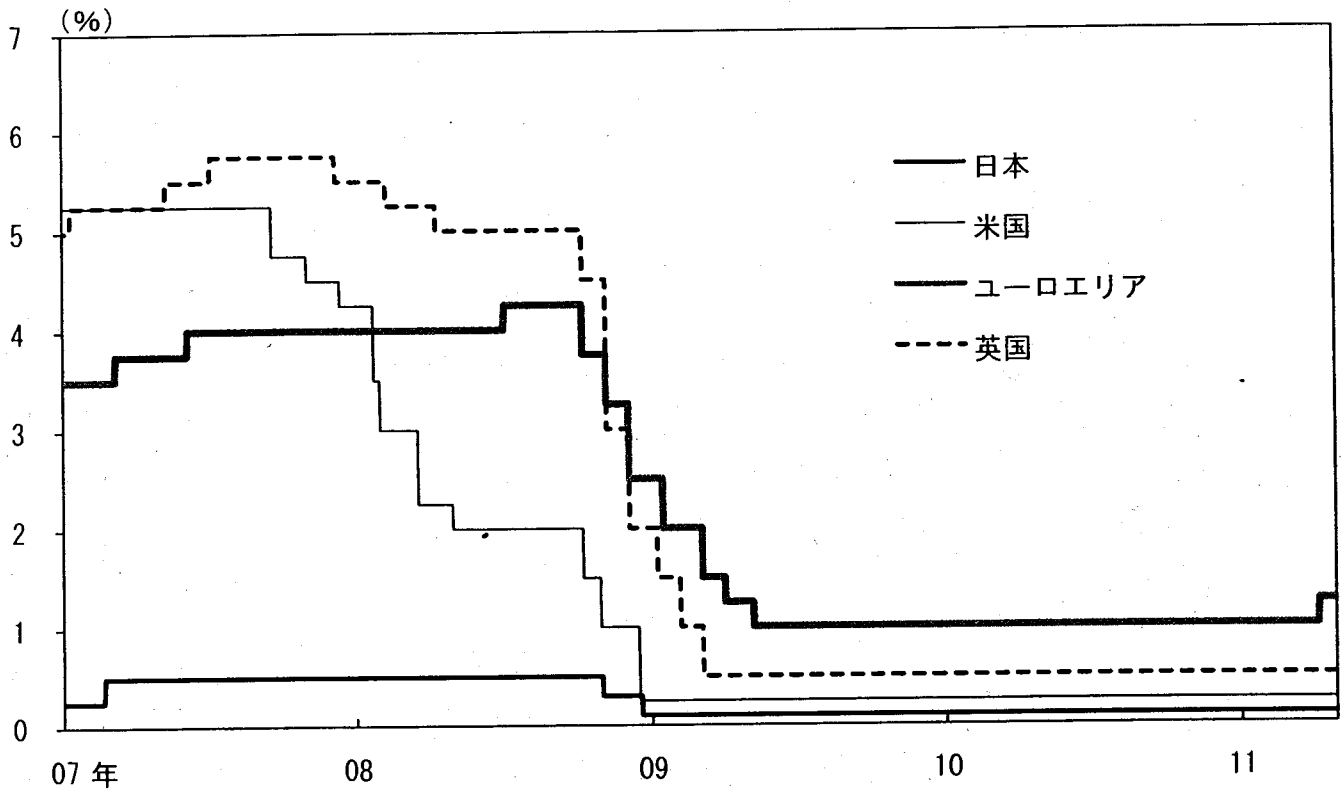


## (2) 欧州各国とドイツの国債の利回り格差



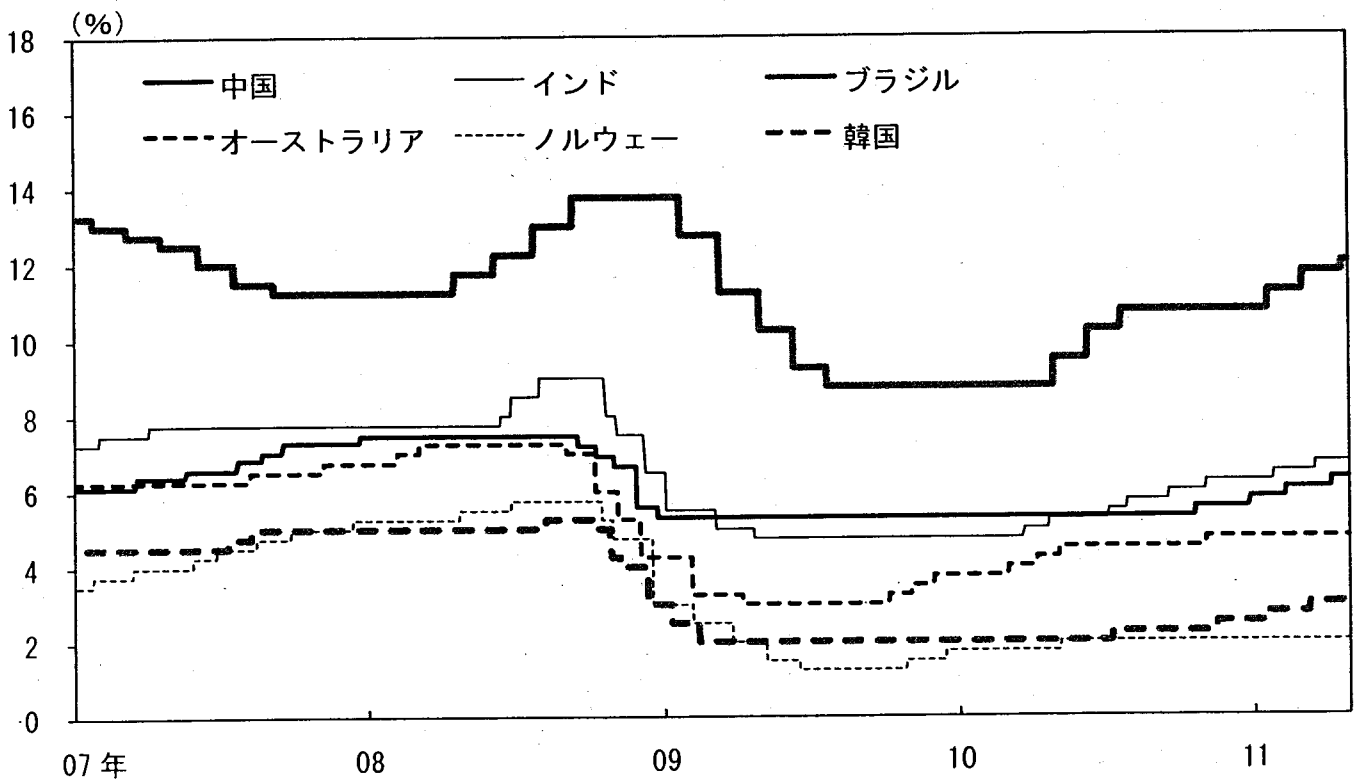
# 政策金利

## (1) 先進国



(注) 2008年12月16日以降の米国の翌日物金利の誘導目標は0~0.25%、準備預金の付利金利は0.25%。  
2010年10月5日以降の日本の翌日物金利の誘導目標は0~0.1%程度、補完当座預金制度の適用利率は0.1%。

## (2) 新興国・資源国

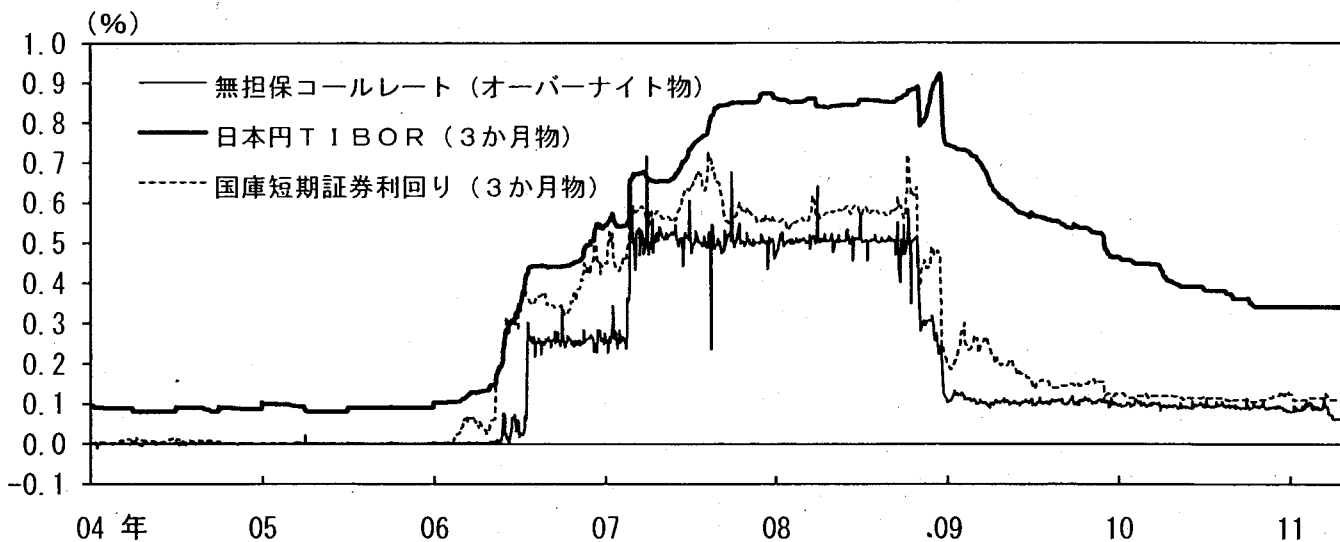


(資料) 日本銀行、Bloomberg

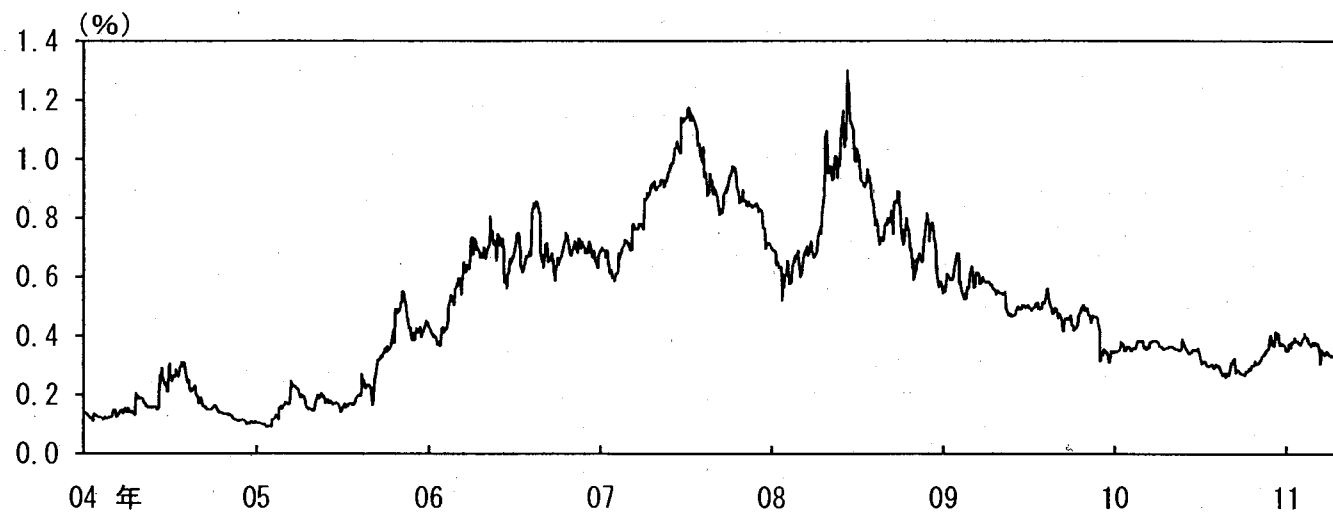


# 短期金利

## (1) 短期金利

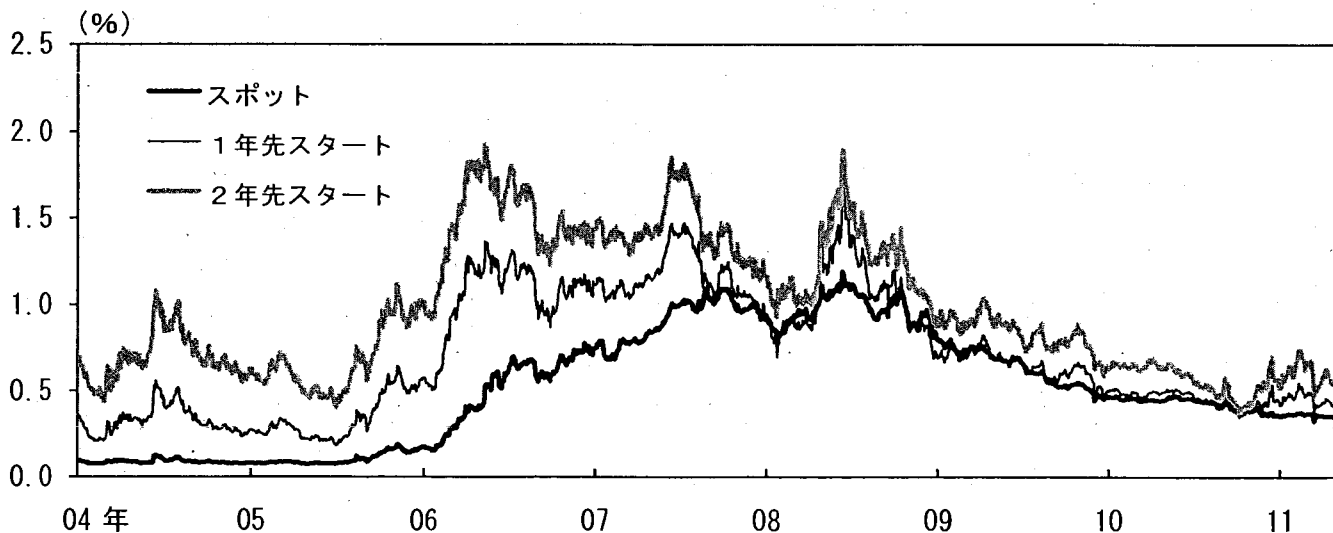


## (2) ユーロ円金利先物



(注) 中心限月、3か月物。

## (3) 1年物インプライド・フォワード・レート

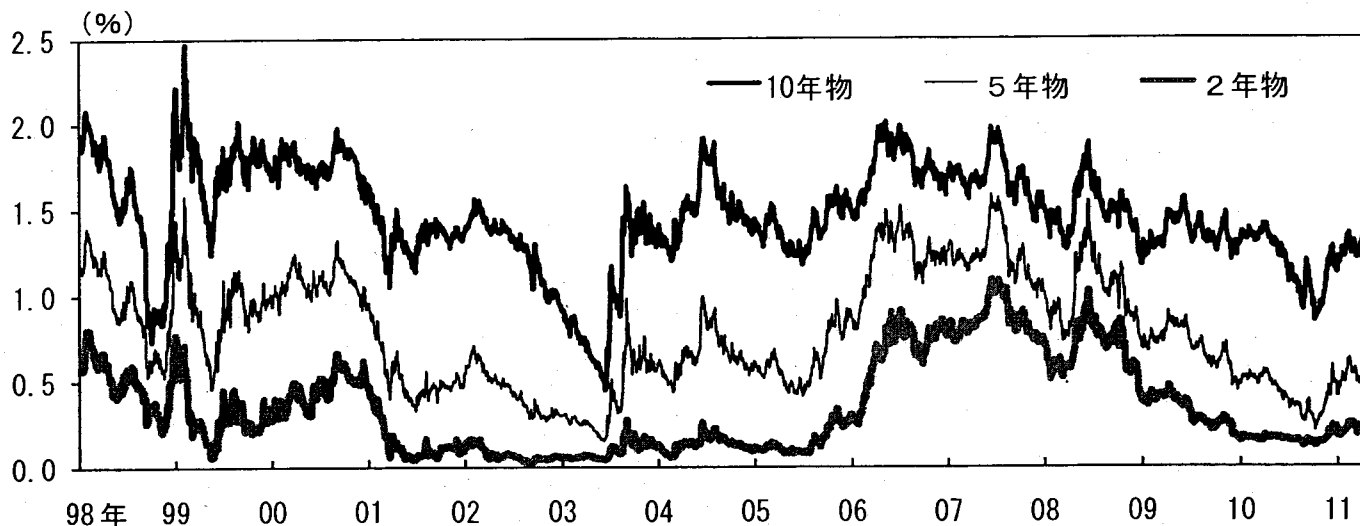


(注) 円-円スワップ・レートから算出。

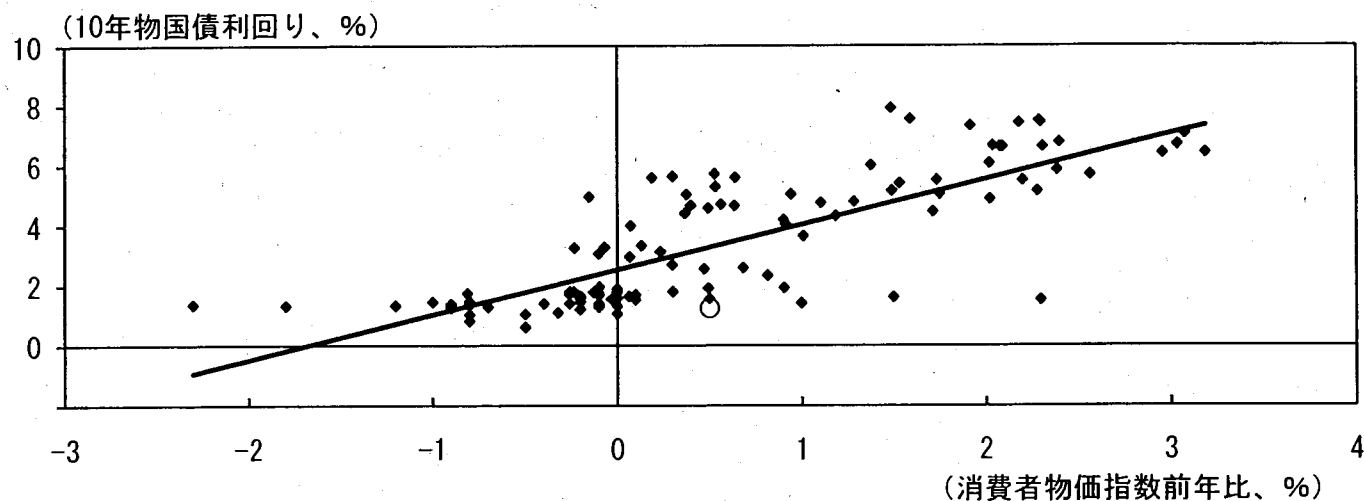
(資料) 日本銀行、東京金融取引所、Bloomberg

# 長期金利

## (1) 国債利回り



## (2) 長期金利と消費者物価変化率



- (注) 1. 消費者物価指数は総合除く生鮮食品（消費税調整済み）。  
2001/10以降は高校授業料を除く。  
2. 対象期間は1983/3Q～2011/1Q。ただし、2011/1Qは1～2月の値（白丸で表記）。

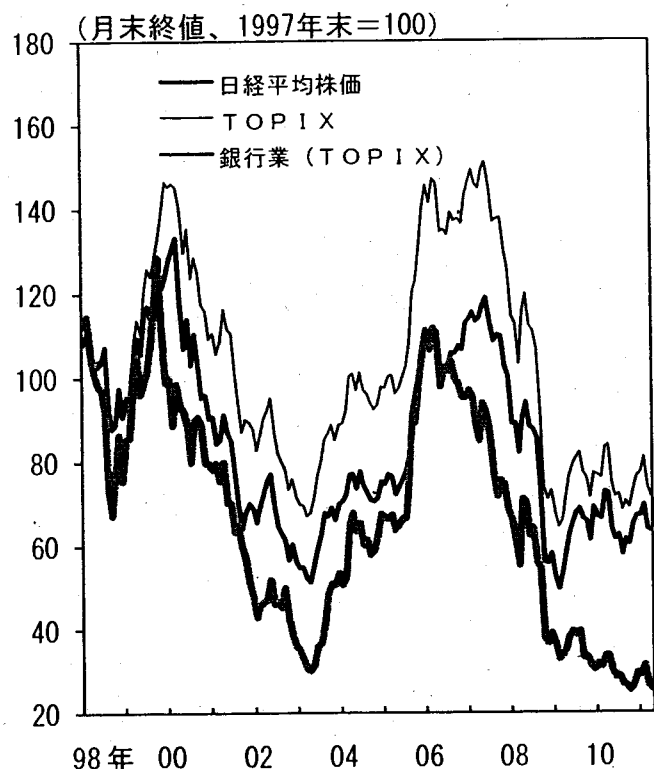
## (3) 主要国の長期金利（10年物国債利回り）



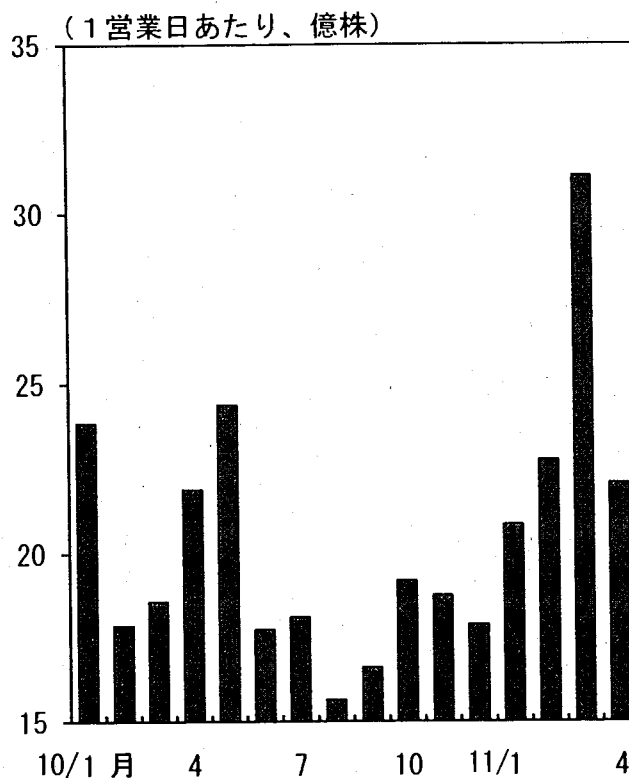
(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本相互証券、Bloomberg

# 株 価

(1) 株価

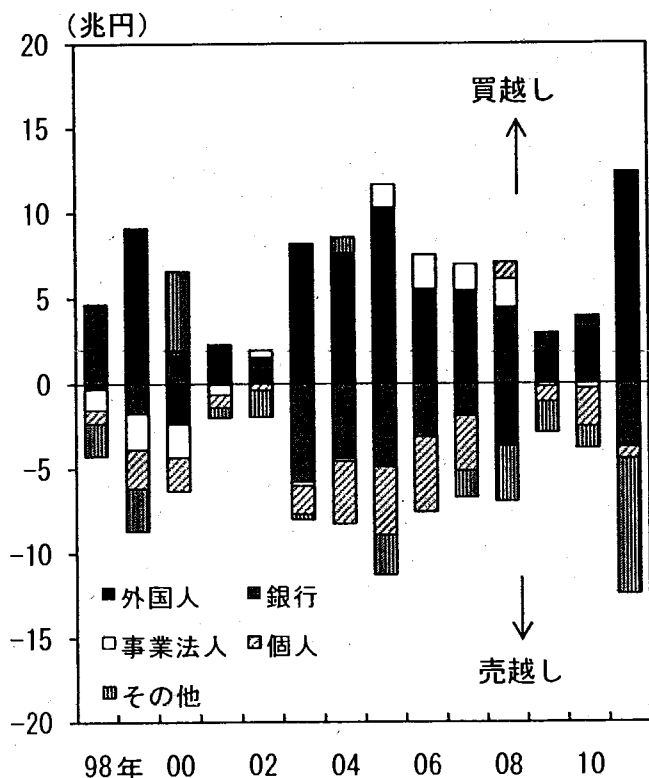


(2) 東証1部売買高

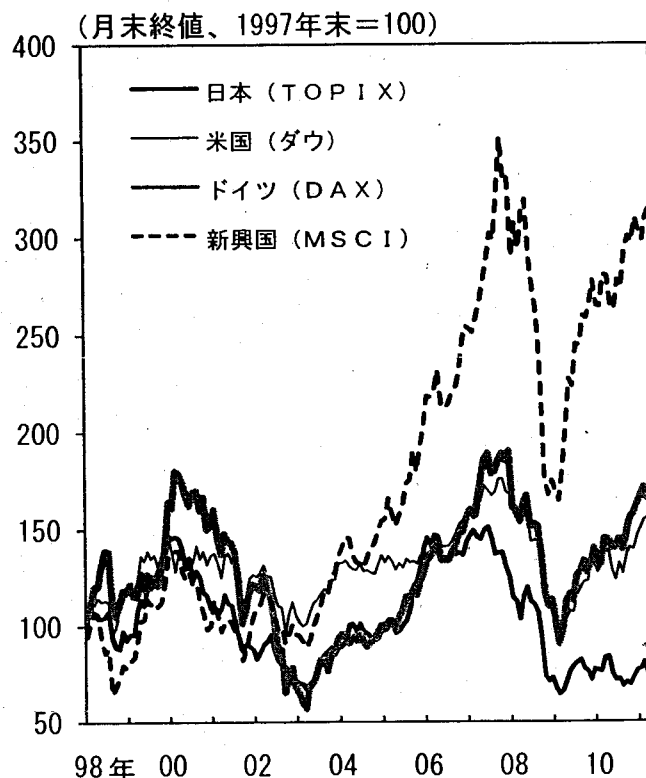


(注) 立会内取引の売買高。

(3) 主体別売買状況



(4) 主要国の株価



(注) 新興国は、MSCIエマージング(現地通貨建て)を利用。

(注) 1. 三市場(東証・大証・名証)1、2部計。

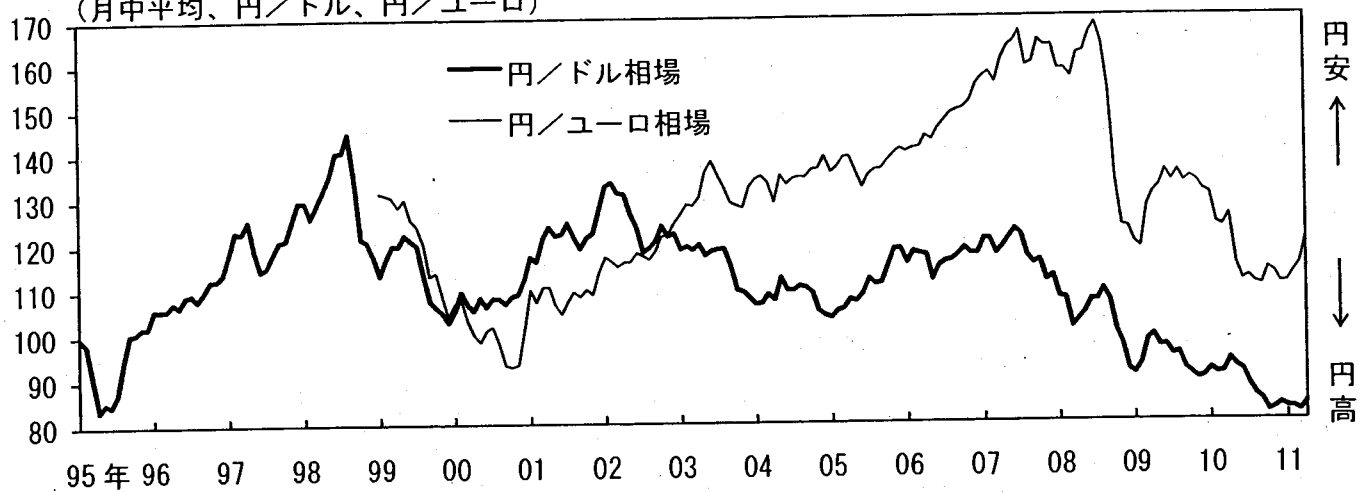
2. 2011年の計数は、1~3月の年換算値。

(資料) 日本経済新聞社、東京証券取引所、Bloomberg

# 為替相場

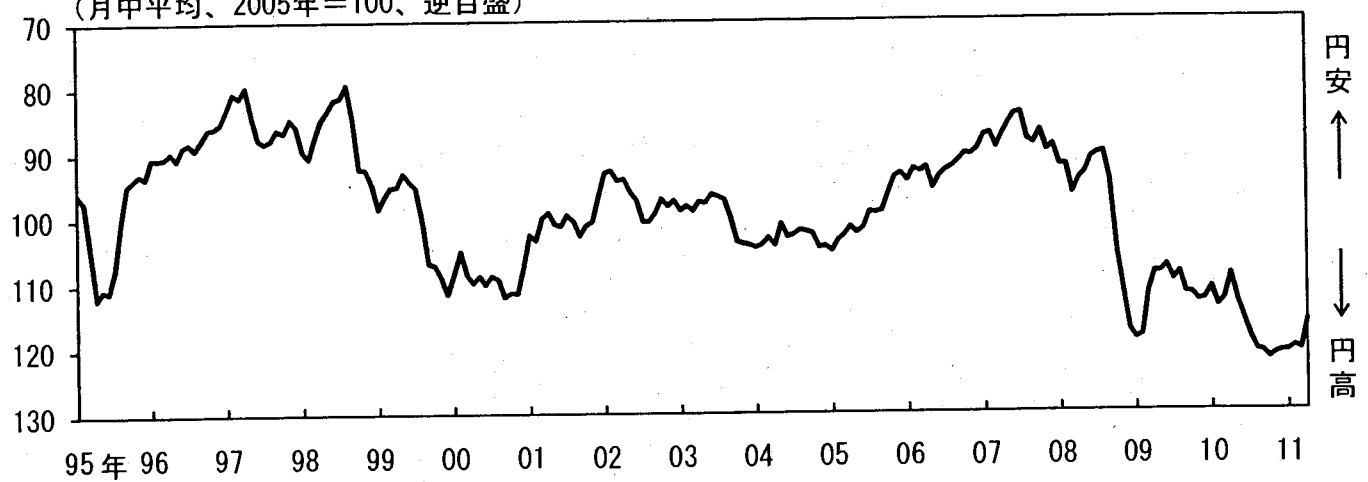
## (1) 円ドル・円ユーロ相場

(月中平均、円/ドル、円/ユーロ)



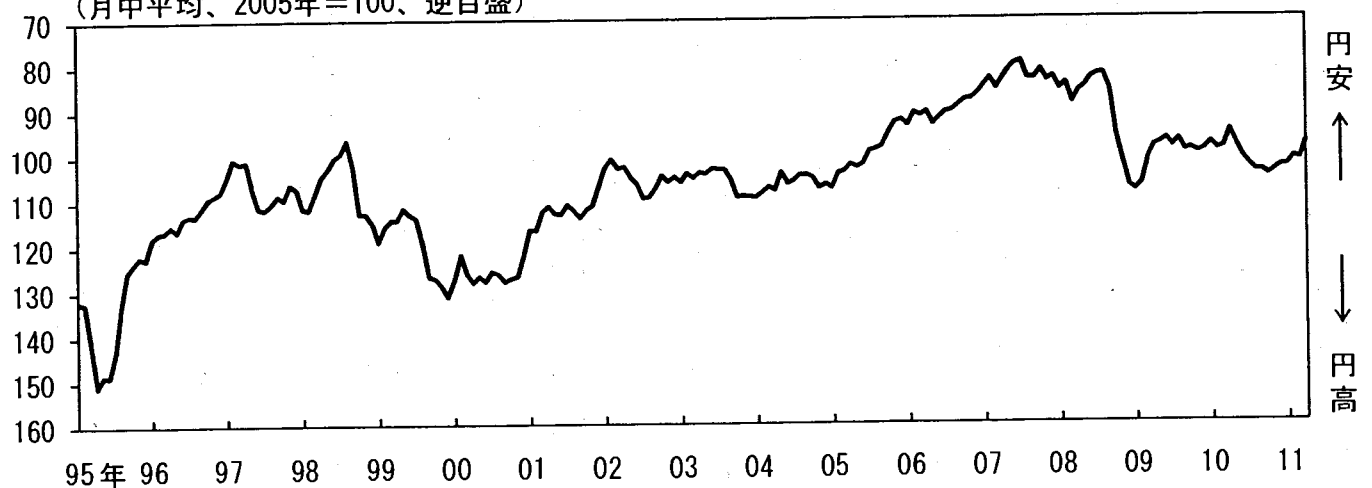
## (2) 名目実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)



## (3) 実質実効為替レート

(月中平均、2005年=100、逆目盛)



(注) 実効為替レートはBISのブロードベース。なお、2011年4月分は、日本銀行の名目実効為替レート(円インデックス)を用いて算出。

(資料) BIS、日本銀行

## 強力な金融緩和の推進

### 固定金利オペの拡充 (2010年8月30日)

- 期間6か月物の導入
- 固定金利オペを通じた資金供給を大幅に拡大

(総額 30 兆円程度<3か月物:20兆円程度、6か月物:10兆円程度>)

### 包括的な金融緩和政策の実施 (2010年10月5日)

- 「金利誘導目標」の変更 (実質ゼロ金利政策の明確化)
  - 「0.1%前後」⇒「0~0.1%程度」
- 「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化
  - 「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続
    - 金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件
- 「資産買入等の基金」の創設 (総額 35 兆円程度)
  - 多様な金融資産の買入れと固定金利オペを行うため、臨時の措置として、基金を創設

(買入対象資産)

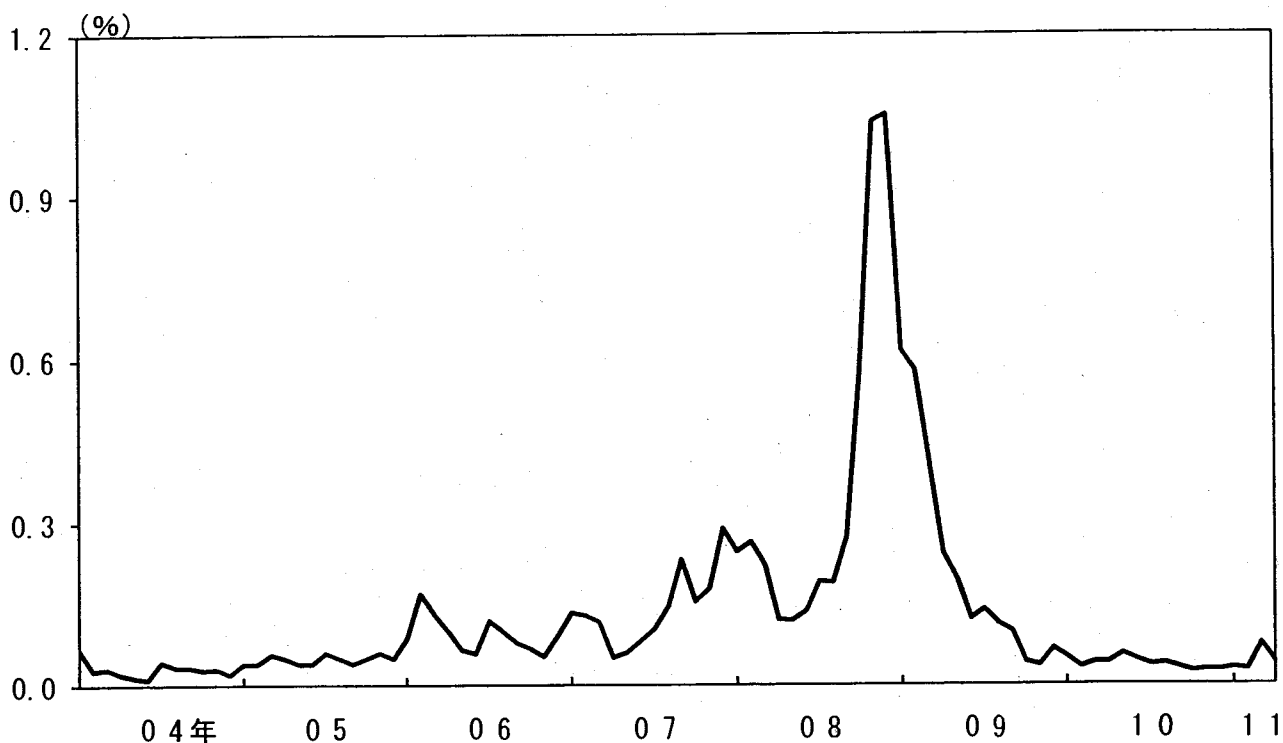
長期国債、国庫短期証券、コマーシャル・ペーパー等、社債等、指数連動型上場投資信託 (ETF)、不動産投資信託 (J-REIT)

### 資産買入等の基金の増額 (2011年3月14日)

- リスク性資産を中心に5兆円程度買入れ額を増額(総額40兆円程度)

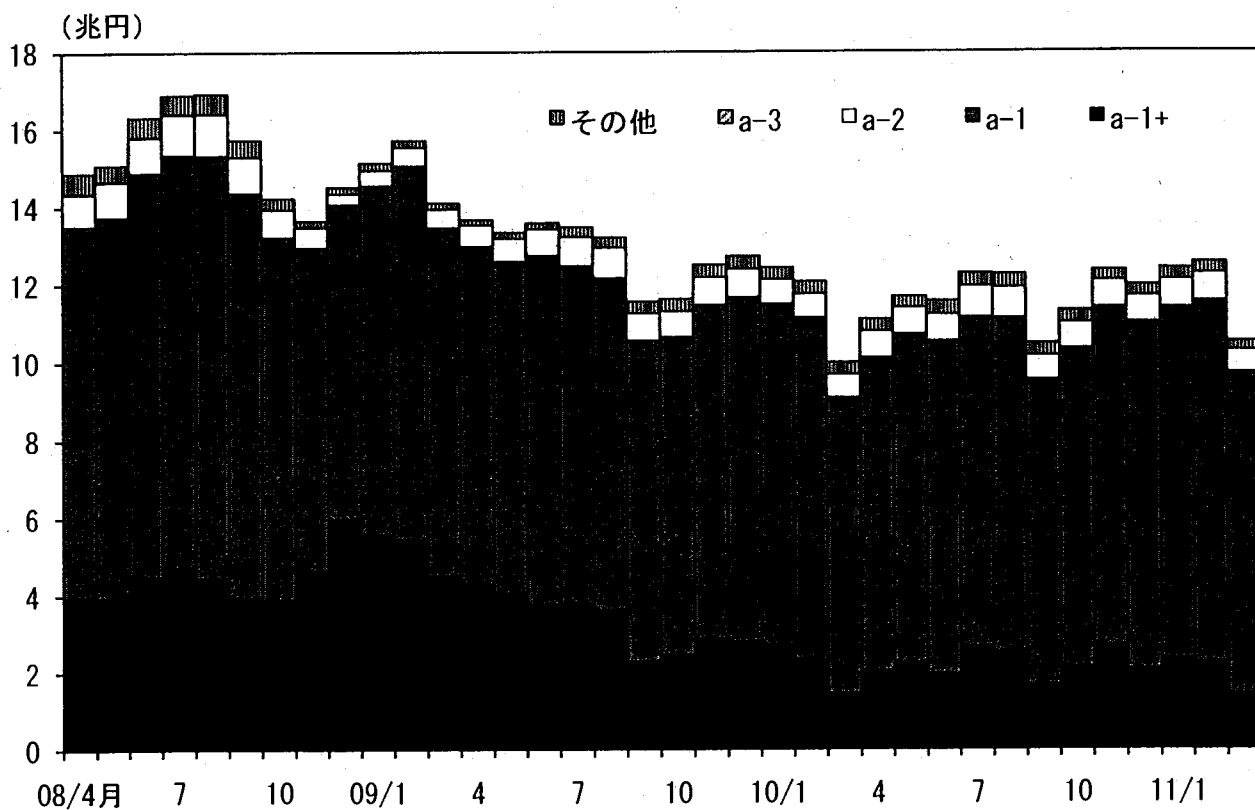
# CP市場

## (1) CPの信用スプレッド



(注) CPの信用スプレッド=CP発行レート(3か月物)-国庫短期証券流通利回り(3か月物)。CP発行レートは、2009/9月以前はA1格以上、2009/10月以降はA1格。

## (2) 格付け別発行残高

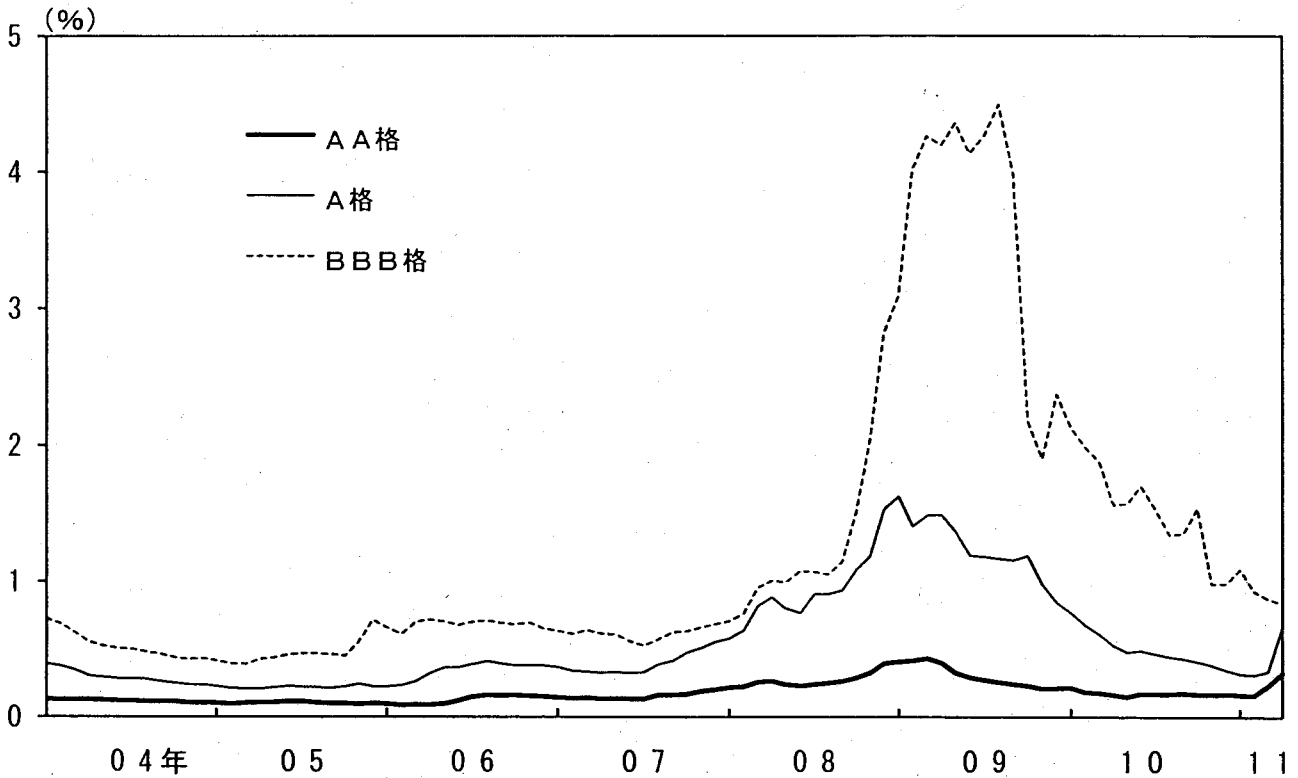


(注) 格付けは、R&I、またはJCRによる。

(資料) 日本銀行「国内商業ペーパー発行平均金利」、証券保管振替機構 Bloomberg、金融ファクシミリ新聞社

# 社債市場

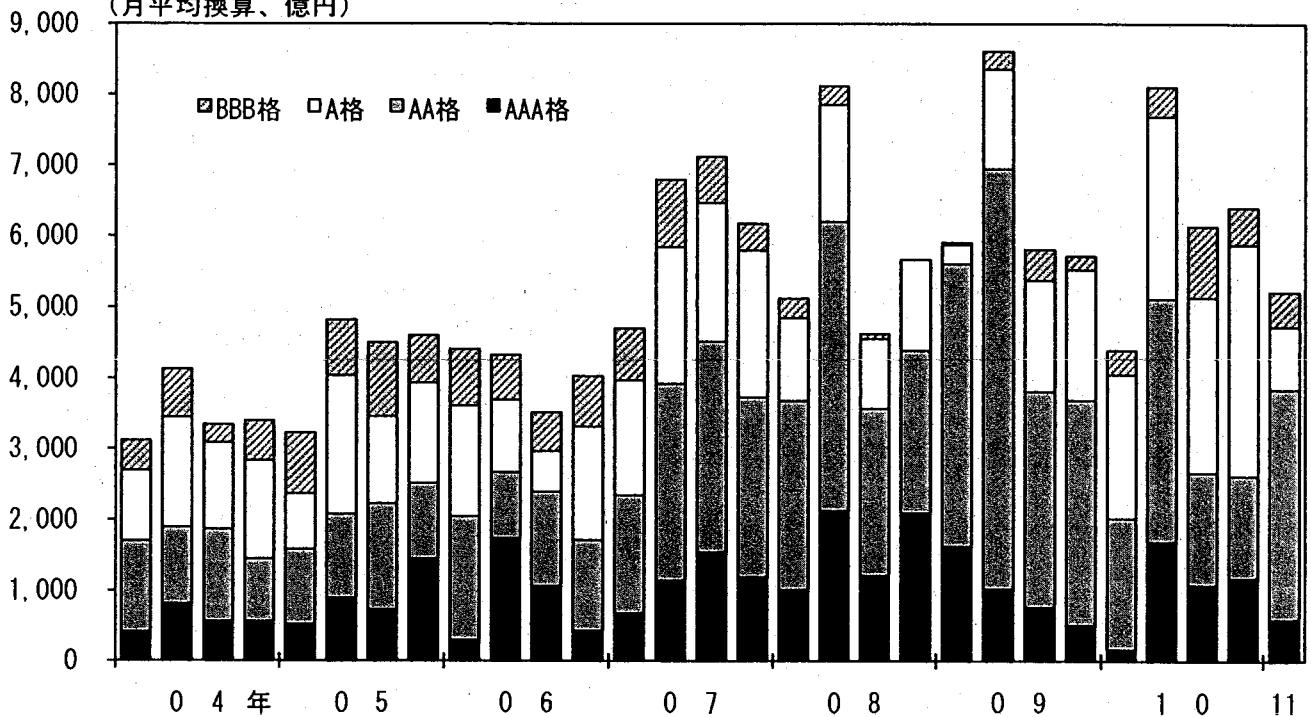
## (1) 社債の信用スプレッド



(注) 社債の信用スプレッド=社債流通利回り(5年物)-国債流通利回り(5年物)。  
社債の格付けはR&Iによる。

## (2) 社債発行額

(月平均換算、億円)

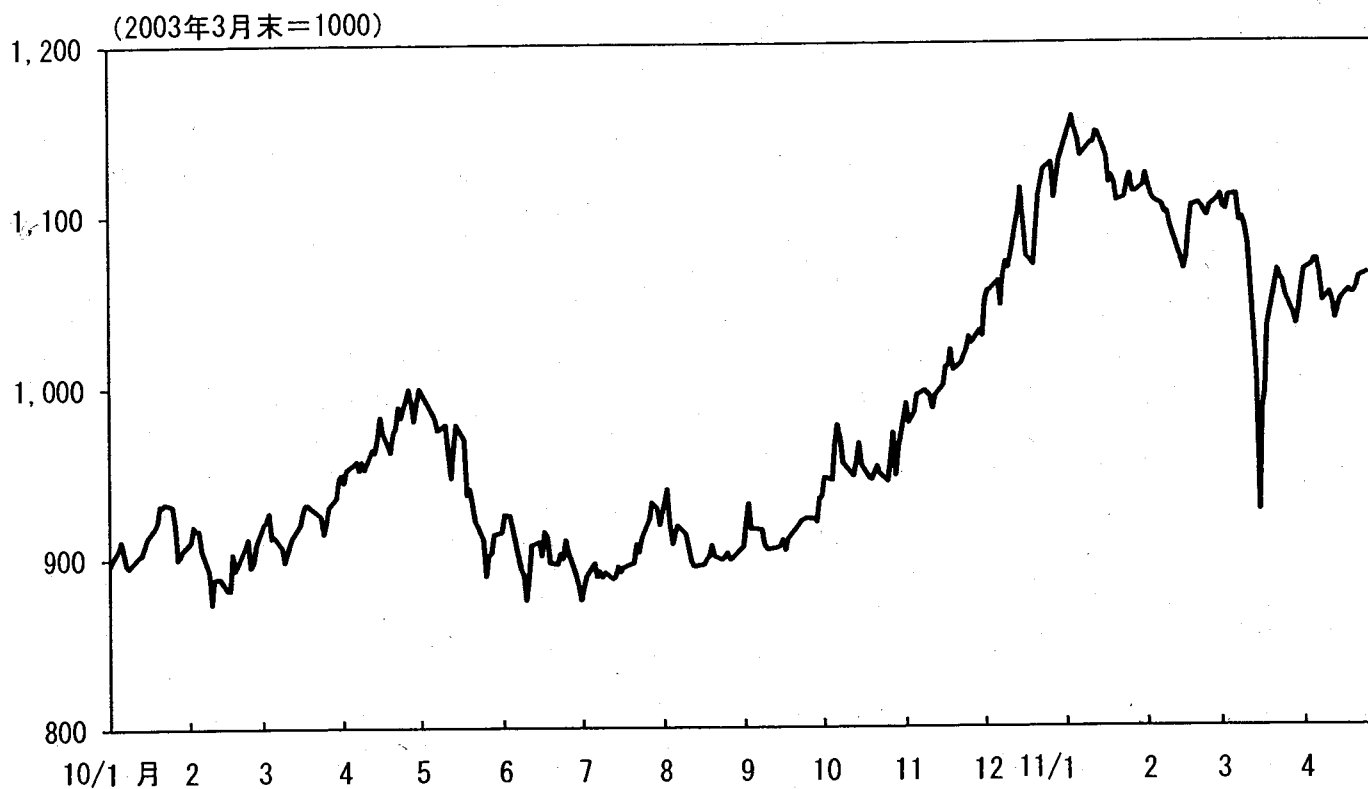


(注) 対象は国内公募社債。銀行発行分を含まず、起債日ベース。

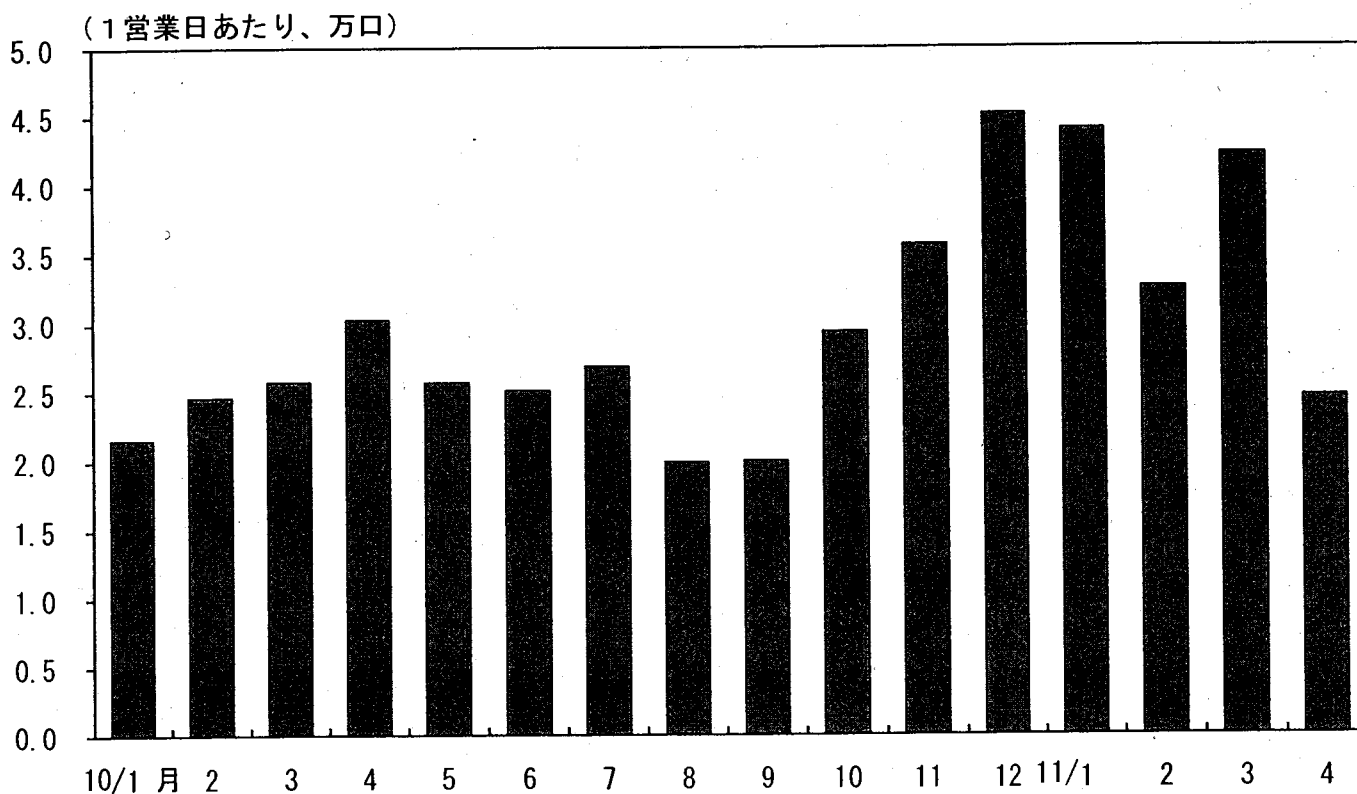
(資料) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

# REIT市場

## (1) 東証REIT指数



## (2) REIT売買高

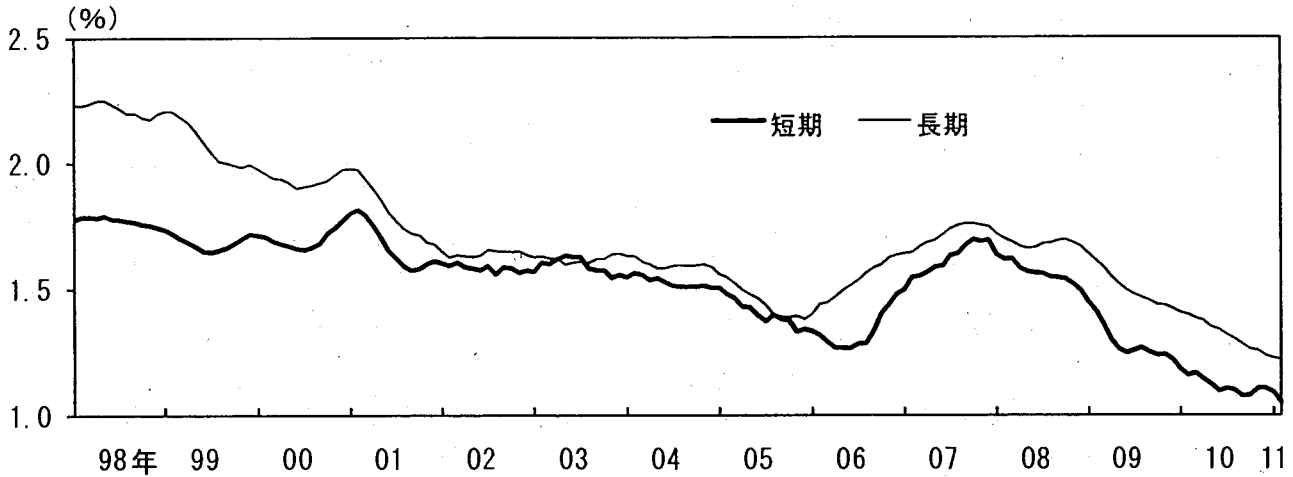


(注) 立会内取引の売買高。  
(資料) Bloomberg



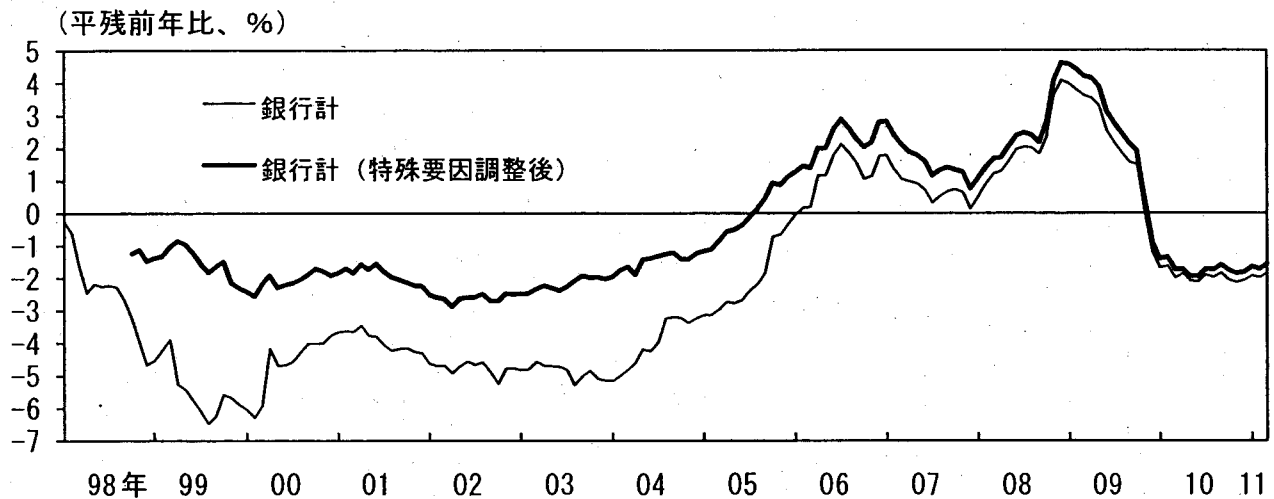
## 貸出・マネーストック

### (1) 新規貸出約定平均金利



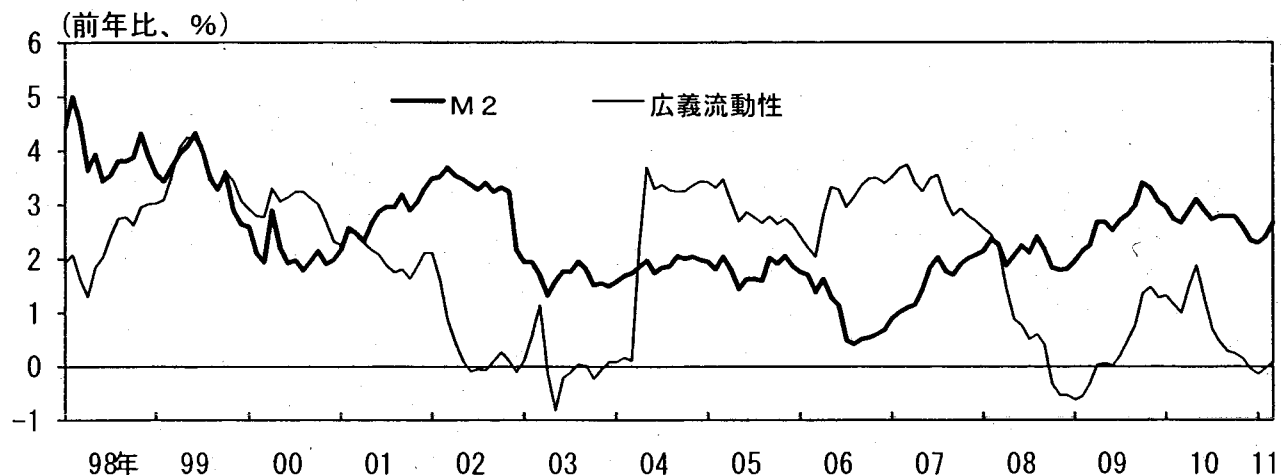
(注) 後方6か月移動平均値。

### (2) 民間銀行貸出



(注) 特殊要因調整後計数は、貸出債権の流動化・償却による変動分等を調整したものの。

### (3) マネーストック

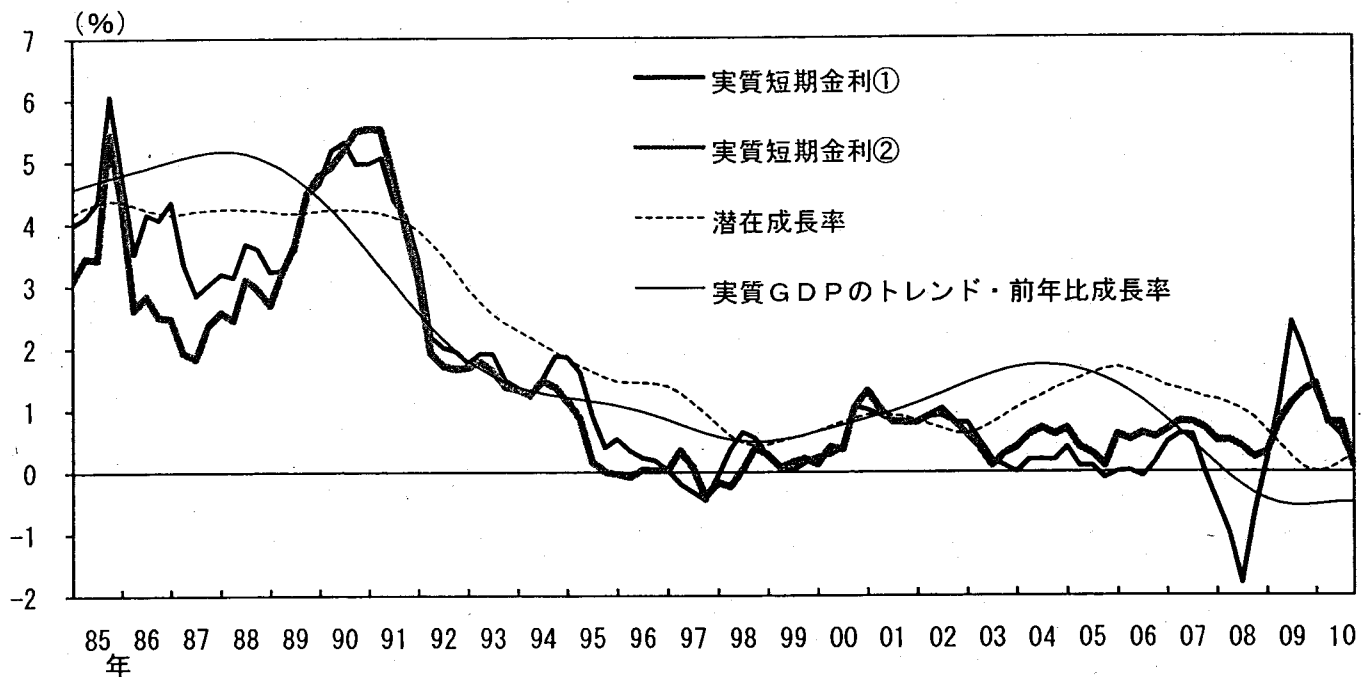


(注) 2004/3月以前のM2、広義流動性は、それぞれマネーサプライ統計の「M2+CD」、「広義流動性-債券現先・現金担保付債券貸借」を利用。

(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」「マネーストック」「マネーサプライ」「貸出約定平均金利」

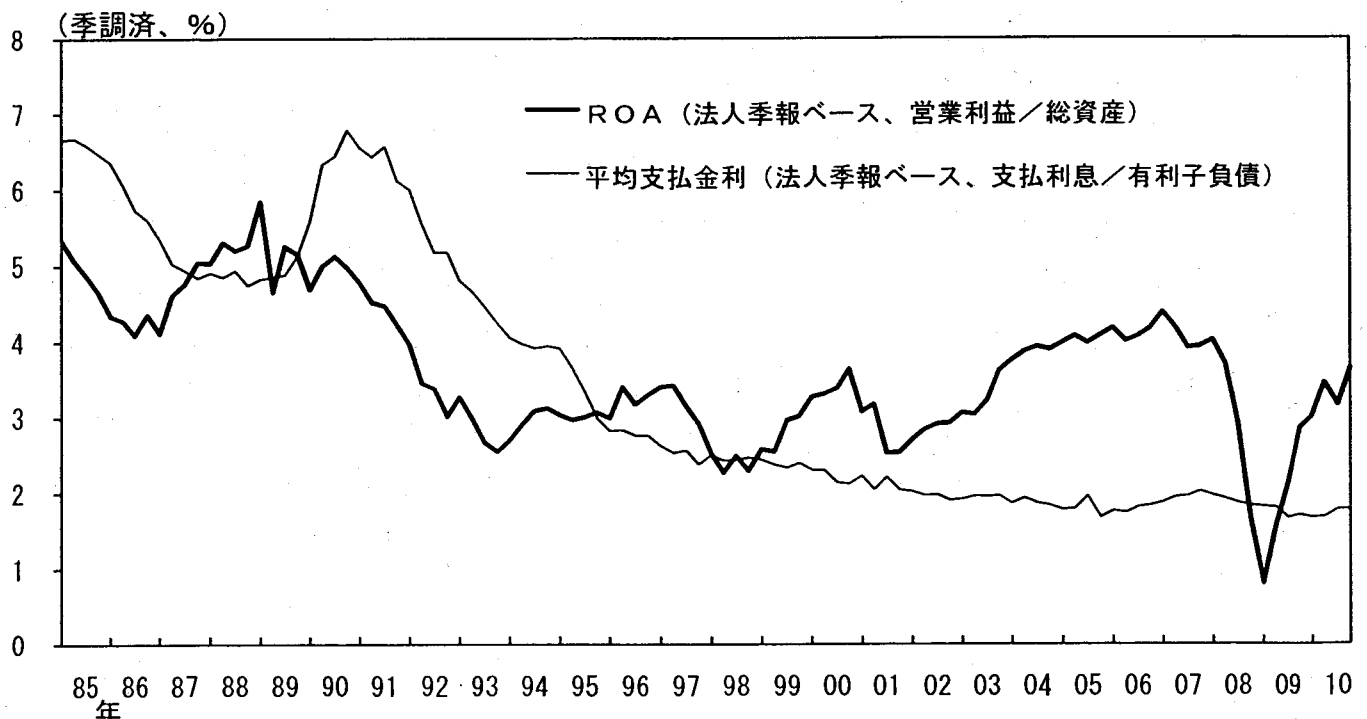
## 金利水準と実体経済

## (1) 実質短期金利と成長率



- (注) 1. 実質短期金利①=無担保コールレート (O/N物) - 消費者物価指数 (総合除く生鮮食品) 前年比  
 2. 実質短期金利②=無担保コールレート (O/N物) - 消費者物価指数 (総合除く食料 (酒類を除く) ・エネルギー) 前年比  
 3. 消費者物価指数は、消費税調整済み。2001/10以降は、高校授業料を除く。  
 4. 潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。  
 5. 実質GDPのトレンドはHPフィルターにより計算。

## (2) 企業のROAと平均支払金利



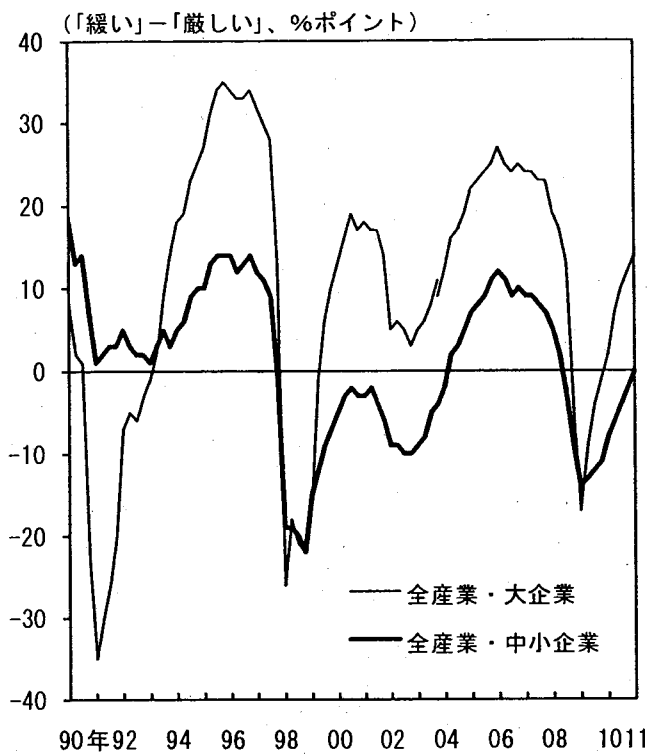
- (注) 1. 全産業全規模合計。金融業、保険業を除く。  
 2. 有利子負債は、長短期借入金、社債、受取手形割引残高の合計。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

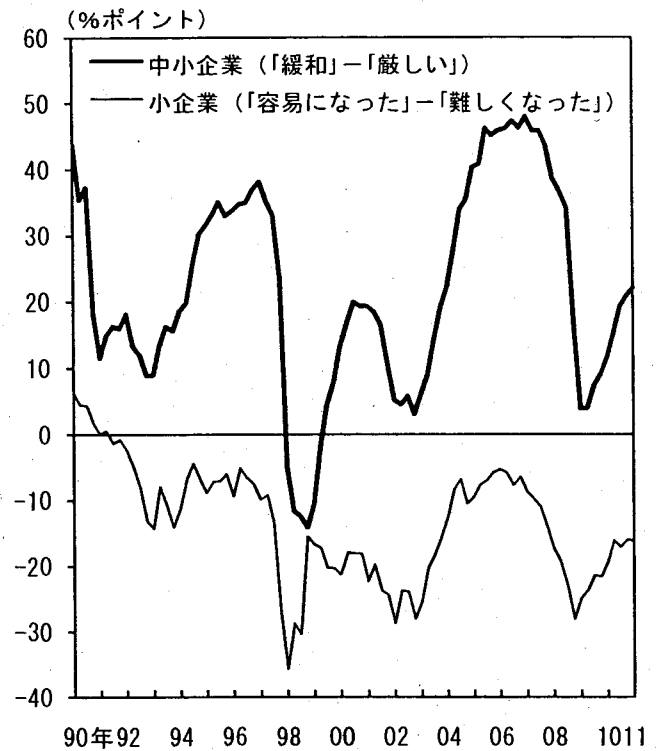
# 企業金融

## (1) 企業からみた金融機関の貸出態度

<短観>



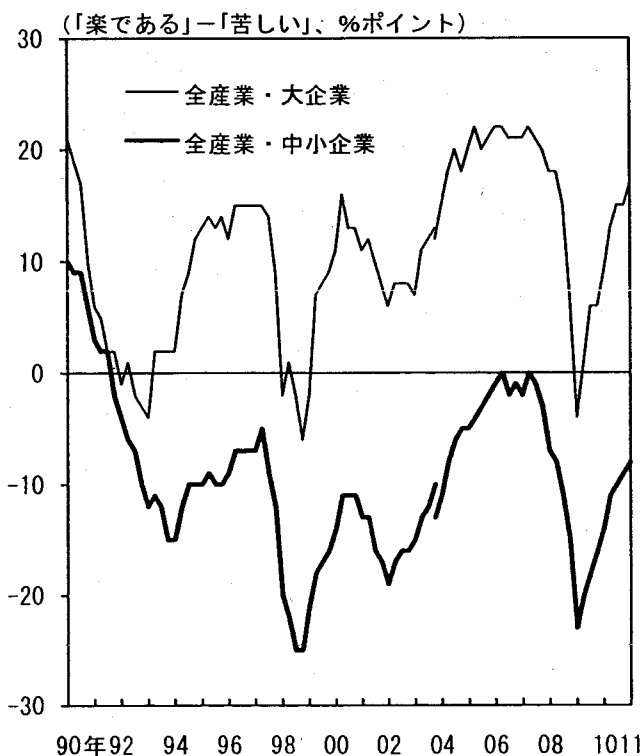
<日本公庫>



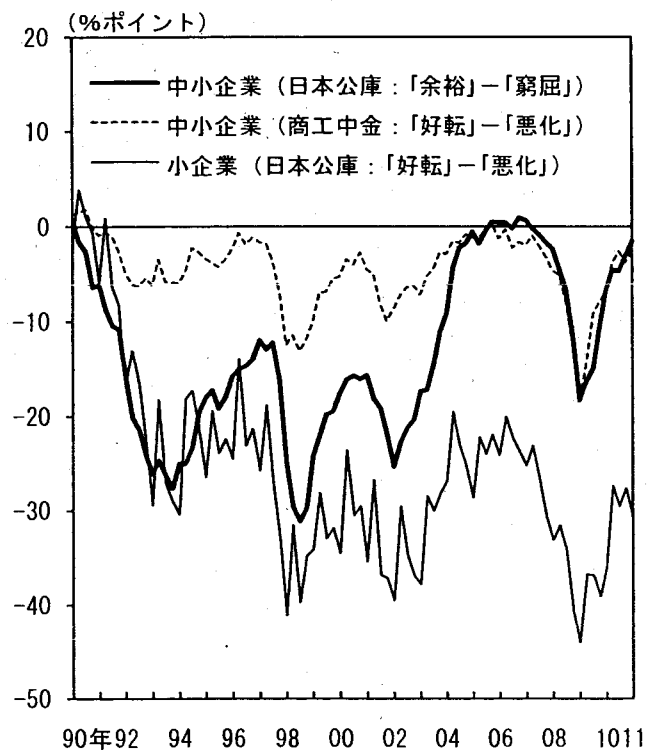
(注) 短観は2004/3月調査より見直しを実施。旧ベースは2003/12月調査まで、新ベースは2003/12月調査から(下の(2)も同じ)。

## (2) 企業の資金繰り

<短観>



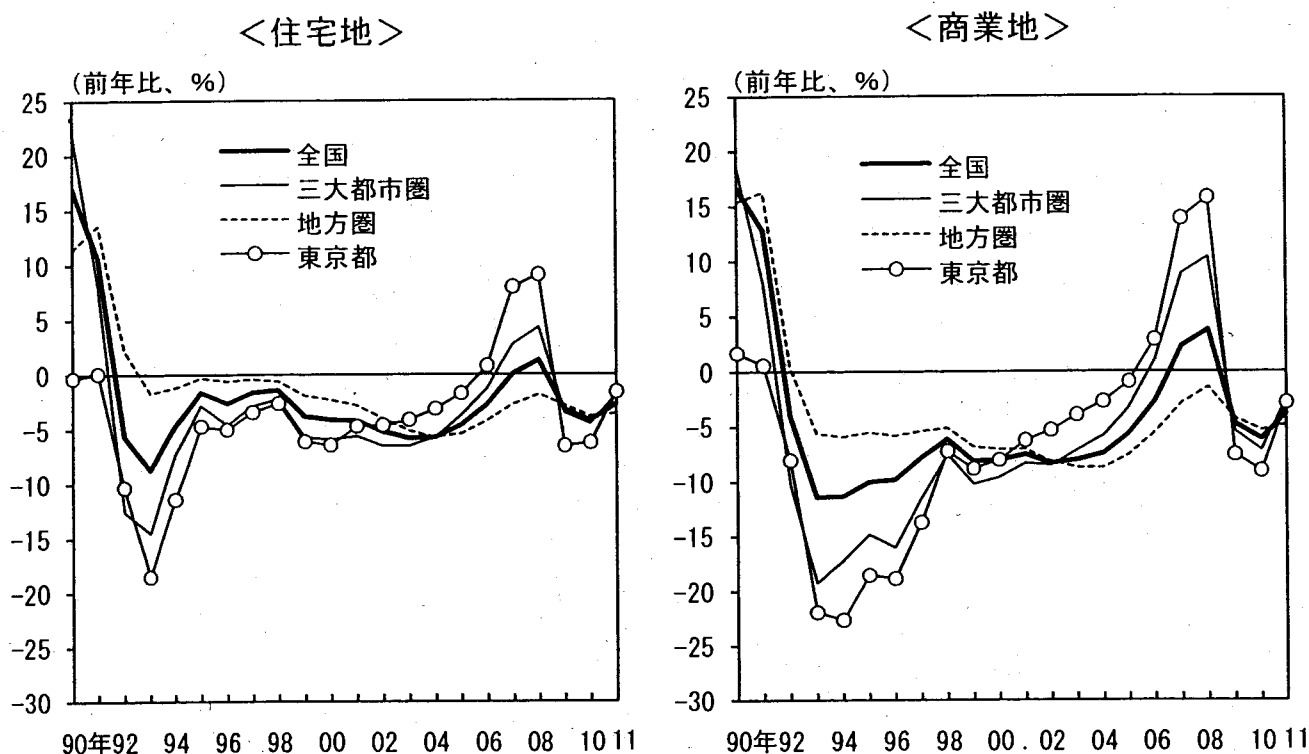
<日本公庫・商工中金>



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、商工中金「中小企業月次景況観測」、日本政策金融公庫「中小企業景況調査」「全国中小企業動向調査結果(小企業編)」

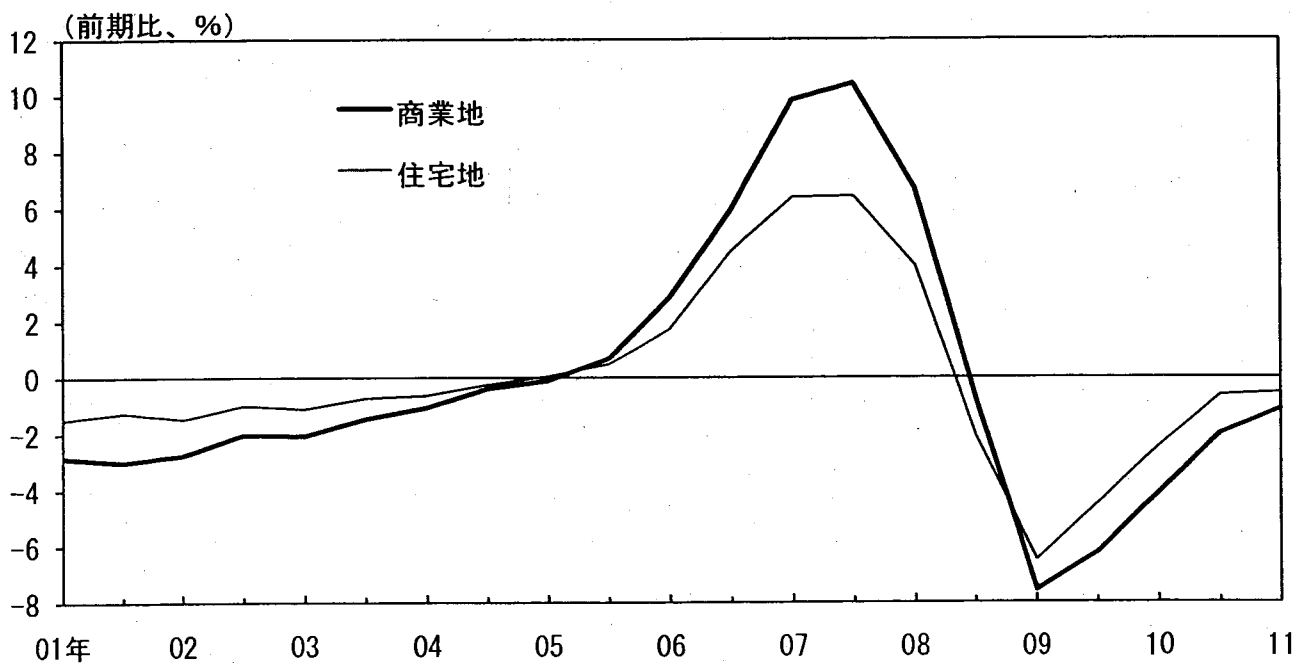
# 地 価

## (1) 地価公示



- (注) 1. 1月1日時点の地価を調査。  
2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

## (2) 東京都区部の地価の動向



- (注) 地価公示および都道府県地価調査の共通地点（住宅地48地点、商業地38地点）における半期ベースの比較。

(資料) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

## 震災の影響

### (1) 被災地域の経済情勢

	東日本大震災 (2011年3月11日)		阪神・淡路大震災 (1995年1月17日)	
	被災地域7道県合計	岩手・宮城・福島3県	兵庫県	
人口(万人)	2,177 <17.0%>	571 <4.5%>	547 <4.4%>	
県内GDP(名目、兆円)	75.0 <14.4%>	20.7 <4.0%>	19.7 <4.0%>	
社会資本(兆円)	133.2 <20.1%>	35.5 <5.4%>	15.8 <4.2%>	

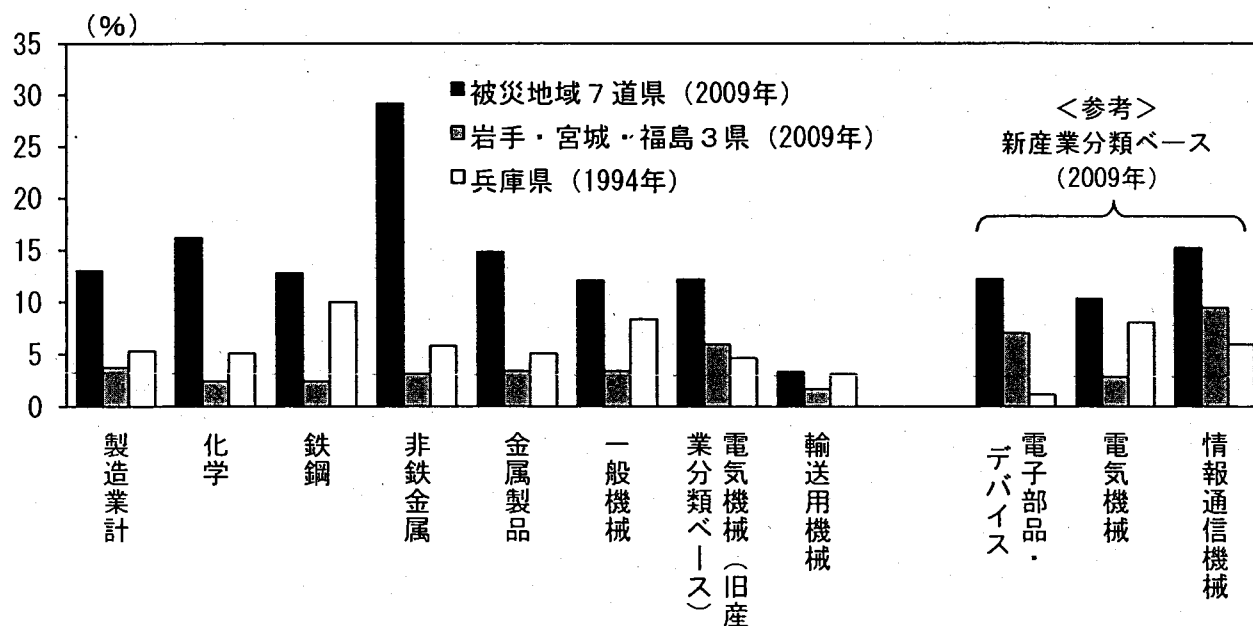
- (注) 1. <>内は全国に占めるシェア。  
 2. 被災地域7道県は、北海道、青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、千葉県。  
 3. 東日本大震災については、人口は2010年10月1日現在、GDPは2007年度、社会資本は2003年度の値。  
 阪神・淡路大震災については、人口は1994年10月1日現在、GDPは1994年度、社会資本は1990年度の値。なお、社会資本は、道路、港湾などのストック額の合計。

### (2) 資本ストックの毀損額

	東日本大震災		阪神・淡路大震災 兵庫県
	被災地域7道県合計	岩手・宮城・福島3県	
ケース1	約16兆円	約14兆円	約9.9兆円
ケース2	約25兆円	約23兆円	

- (注) 1. 東日本大震災による毀損額は、内閣府推計値(3月23日時点)。ケース1は、阪神・淡路大震災での建築物や道路などのストック別の毀損割合を基準とし、津波の被災地域(岩手県、宮城県、福島県)でこの割合が2倍程度に達すると想定したもの。ケース2は、建築物について、津波の被害をさらに大きく見積もったもの。なお、資本ストックは、社会資本、住宅、民間企業設備を含む。  
 2. 阪神・淡路大震災による毀損額は、兵庫県による。

### (3) 被災地域の付加価値額の全国に対するシェア

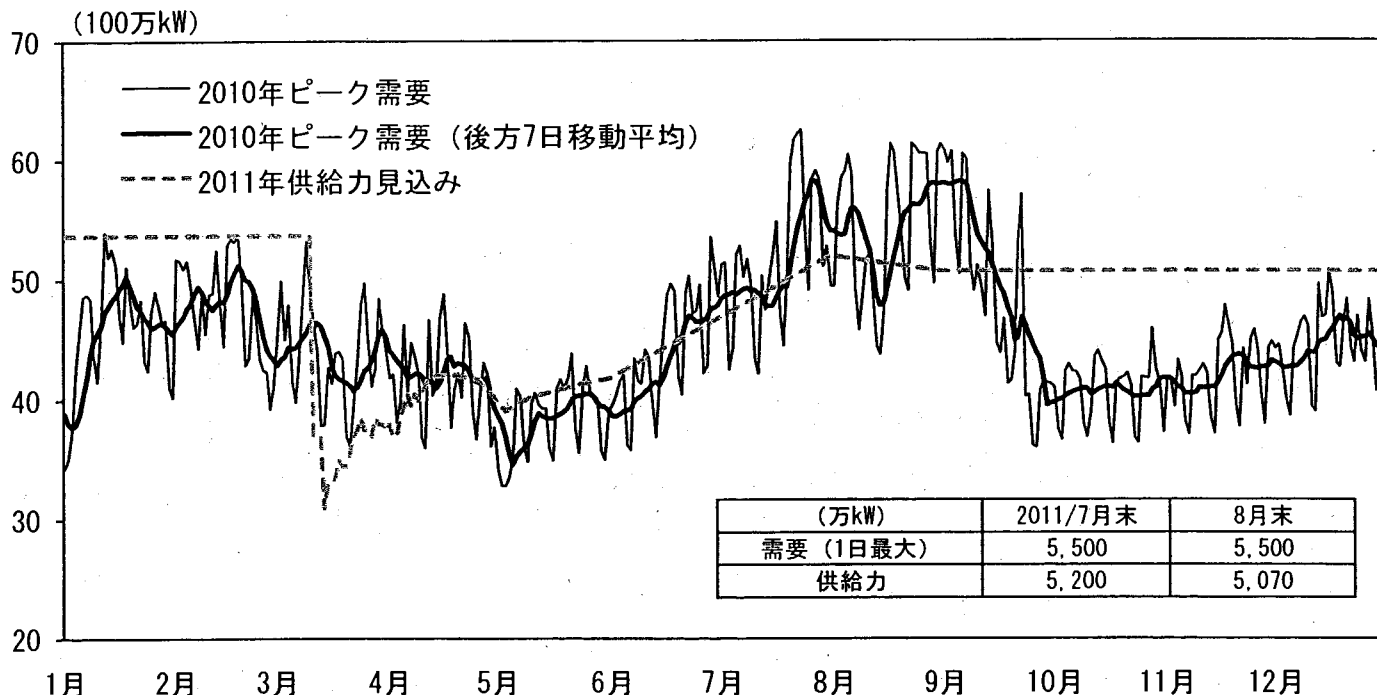


- (注) 1. 2009年の電気機械(旧産業分類ベース)は、新産業分類における電子部品・デバイス、電気機械、情報通信機械の合計。  
 2. 一般機械は、2009年については、はん用機械、生産用機械、業務用機械の合計。1994年については、一般機械と精密機械の合計。  
 3. 従業者4人以上の事業所ベース。

(資料) 内閣府「東北地方太平洋沖地震のマクロ経済的影響の分析」「県民経済計算」、内閣府政策統括官「日本の社会資本2007」、経済産業省「工業統計調査」、総務省「国勢調査」「人口推計」、兵庫県「阪神・淡路大震災誌」

## 電力需給と生産活動

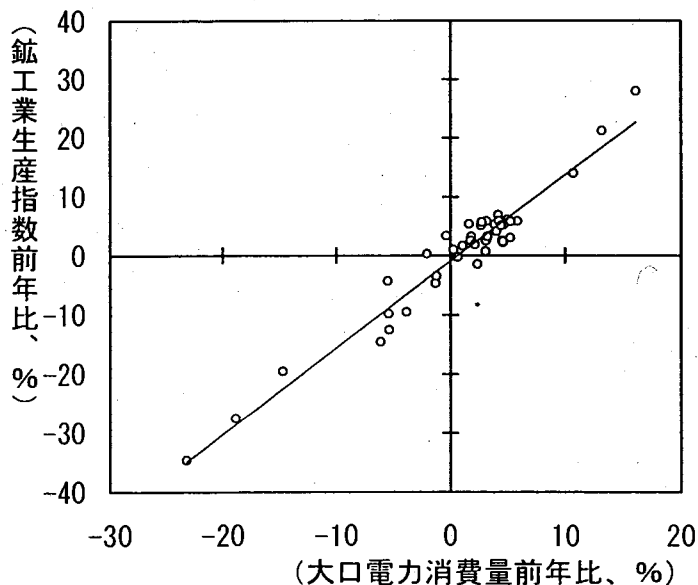
## (1) 東京電力のピーク需要と供給



- (注) 1. 2010年ピーク需要は、東京電力管内における同年中の日中最大電力需要。  
 2. 供給力見込みは、東京電力プレスリリース(4月8日、15日公表)に基づく。5月28日週までは週次、その後は7、8月末値が公表されている。上図では、9月以降は横ばいとした。

## (2) 電力使用と生産活動

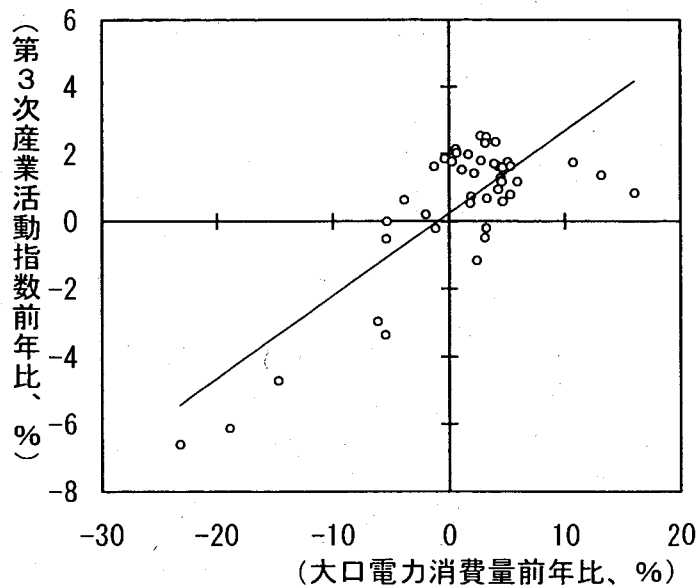
## ① 大口電力消費量と鉱工業生産指数



鉱工業生産指数前年比  
 $= -0.85 + 1.47 \times \text{大口電力消費量前年比}$   
 (-2.15) (26.1)  
 決定係数: 0.94 推計式の標準誤差: 2.59  
 ( )内はt値

(注) 推計期間はいずれも2000/1Q~2010/4Q。

## ② 大口電力消費量と第3次産業活動指数



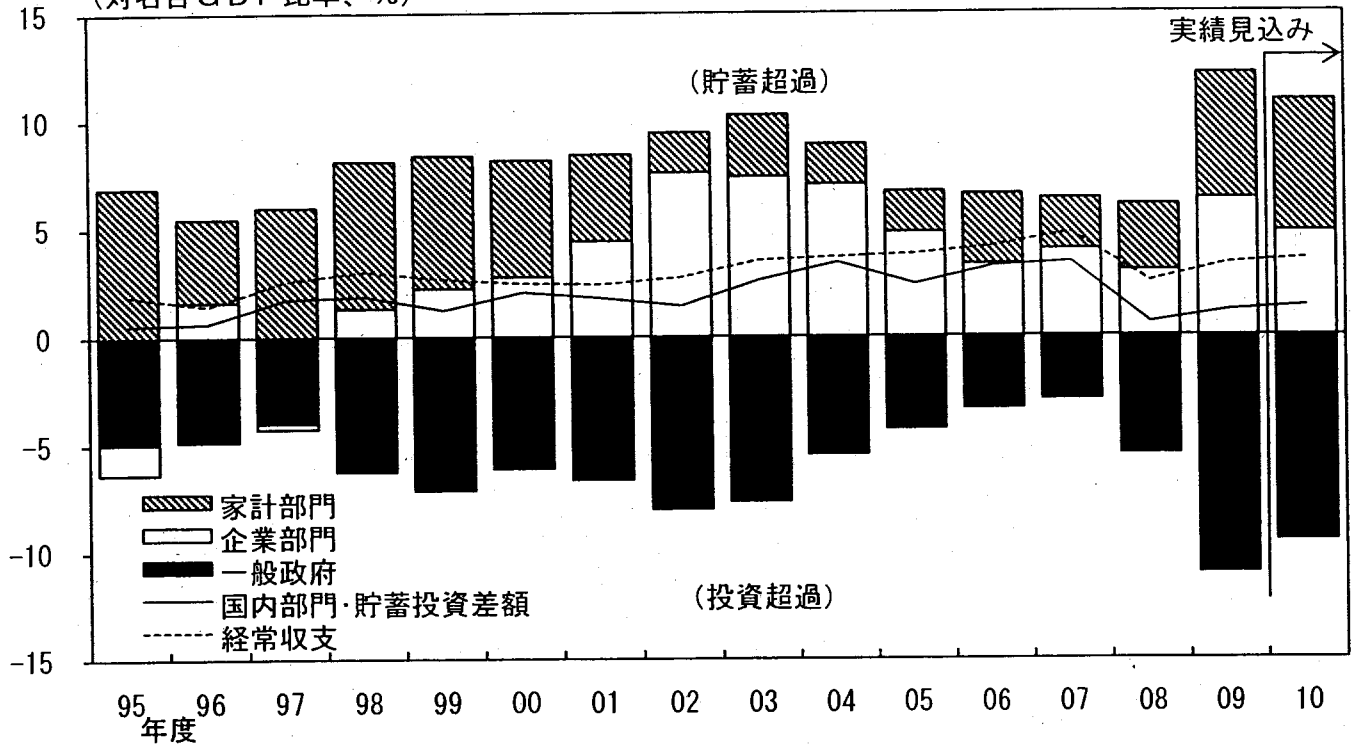
第3次産業活動指数前年比  
 $= 0.25 + 0.24 \times \text{大口電力消費量前年比}$   
 (1.27) (8.73)  
 決定係数: 0.64 推計式の標準誤差: 1.29  
 ( )内はt値

(資料) 電力系統利用協議会「需要実績」、電気事業連合会「電力需要実績」、東京電力プレスリリース、経済産業省「鉱工業指数統計」「第3次産業活動指数」

## 貯蓄投資バランス

## (1) 貯蓄投資バランス

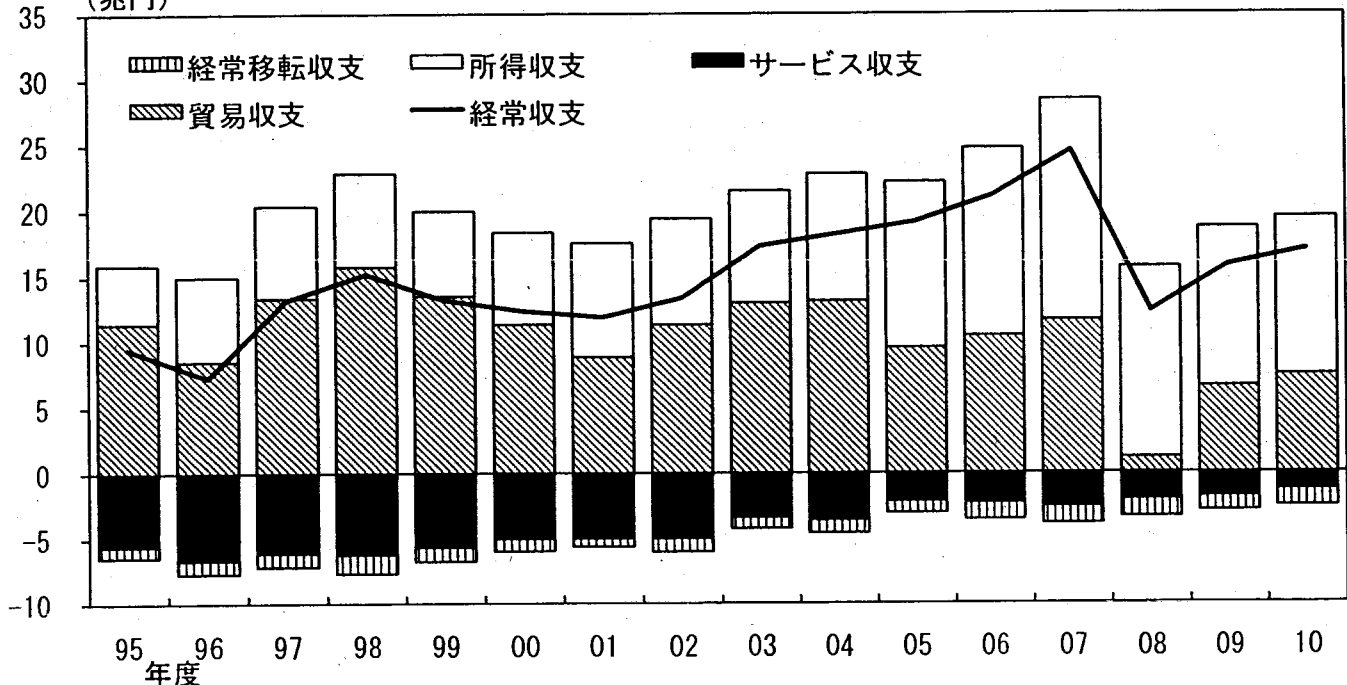
(対名目GDP比率、%)



(注) 日本銀行調査統計局の試算値。試算方法については、「経済・物価情勢の展望」(2009/4月)の図表25参照。なお、2010年度の試算にあたっては、一般政府貯蓄投資バランスは内閣府「経済財政の中長期試算」(2011/1月)に基づき、家計貯蓄投資バランスは図表40で試算されている名目可処分所得を利用している。

## (2) 経常収支の内訳

(兆円)



(注) 2010年度の経常収支及び内訳は、2010/4月～2011/2月の前年比を用いて算出。

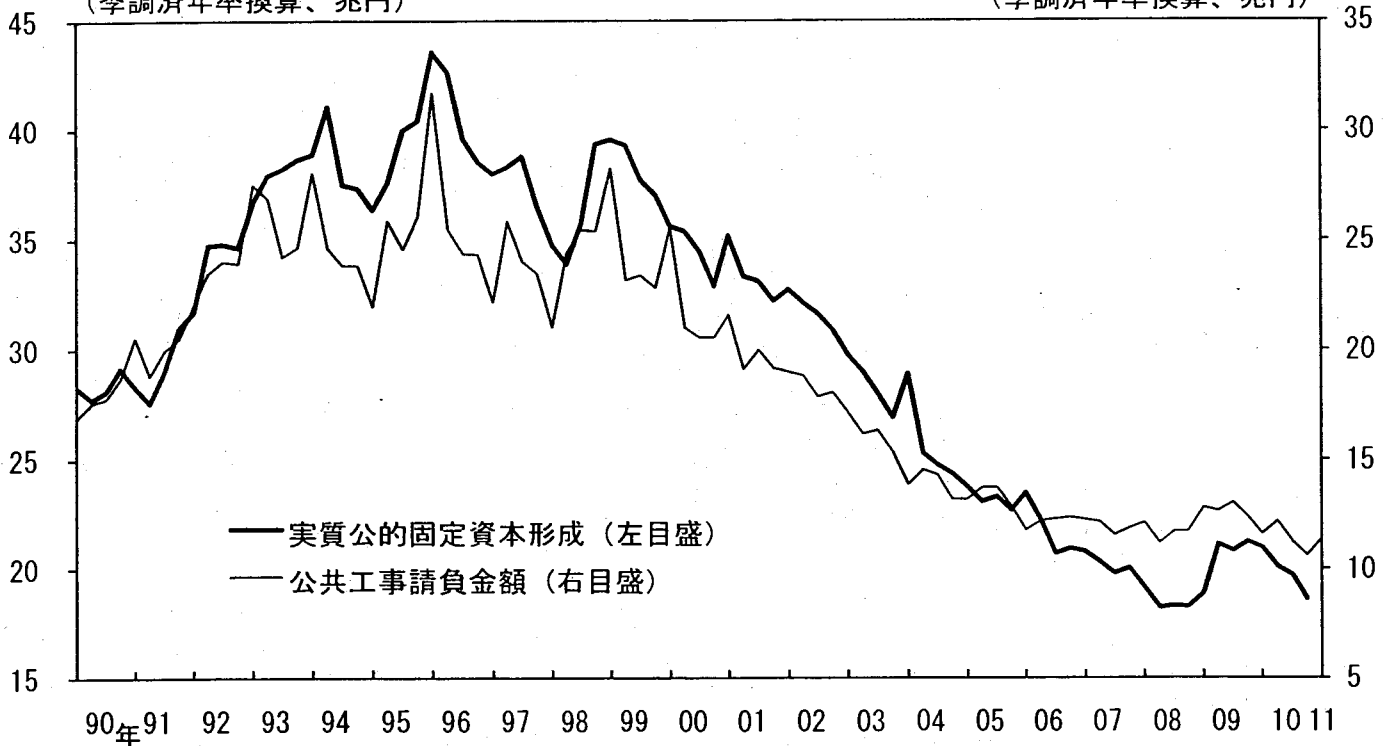
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、財務省・日本銀行「国際収支状況」

# 公共投資と政府債務残高

## (1) 公共投資

(季調済年率換算、兆円)

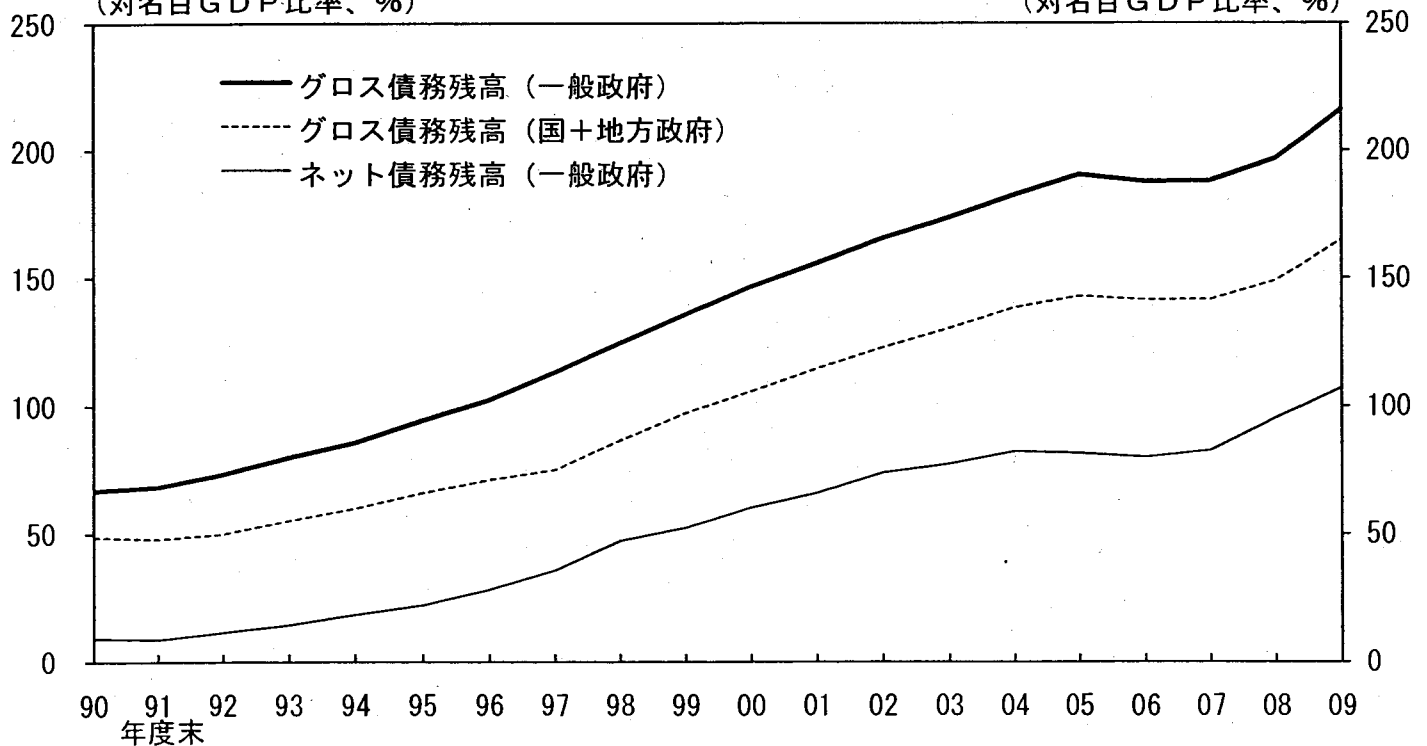
(季調済年率換算、兆円)



## (2) 政府債務残高

(対名目GDP比率、%)

(対名目GDP比率、%)



- (注) 1. 一般政府は、国・地方政府・社会保障基金の合計値。
- 2. 国+地方政府・グロス債務残高は、内閣府「経済財政の中長期試算」(2011/1月)における公債等残高の値。
- 3. ネット債務残高は、グロス債務残高から金融資産を差し引いたもの。

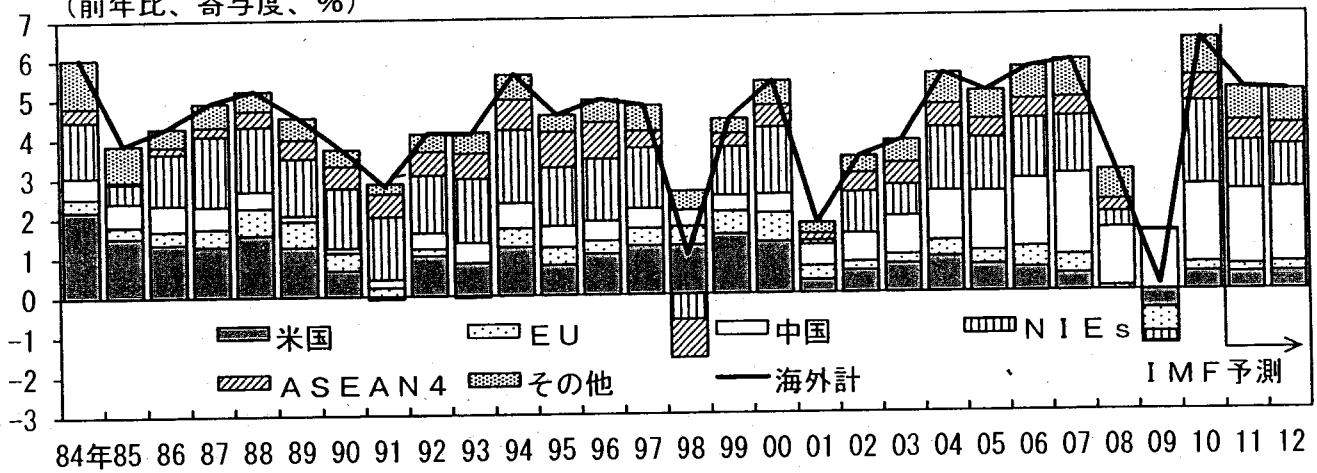
(資料) 内閣府「国民経済計算」「経済財政の中長期試算」、東日本建設業保証株式会社他「公共工事前払金保証統計」



# 海外経済

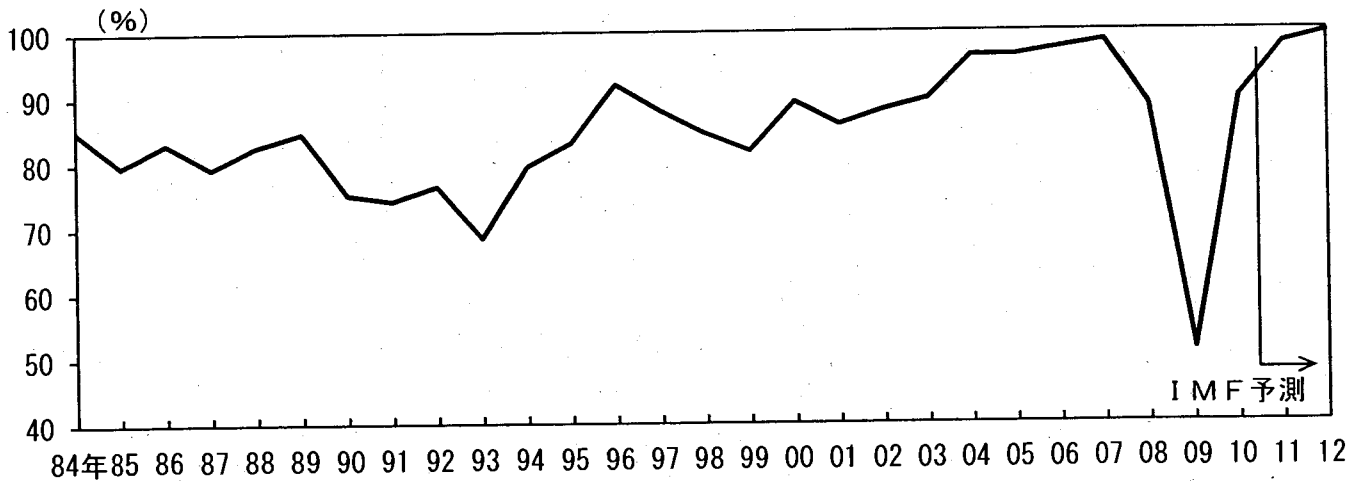
## (1) わが国が直面する海外経済の成長率

(前年比、寄与度、%)



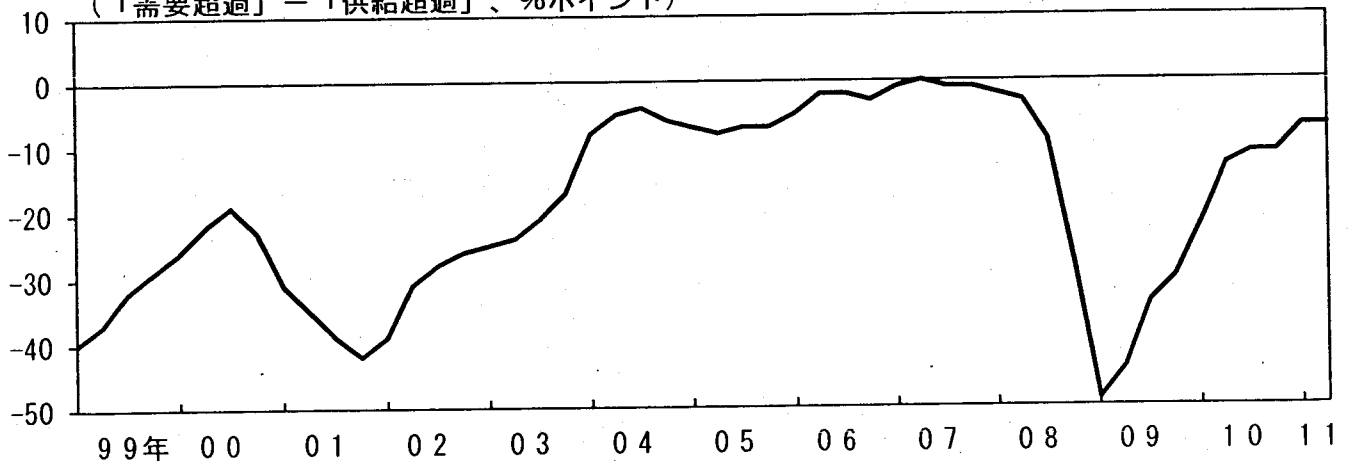
(注) 海外経済成長率は、各国のGDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで積み上げたもの。

## (2) 経済成長率がプラスの国の割合



## (3) 海外での製商品需給判断D. I.

(「需要超過」-「供給超過」、%ポイント)

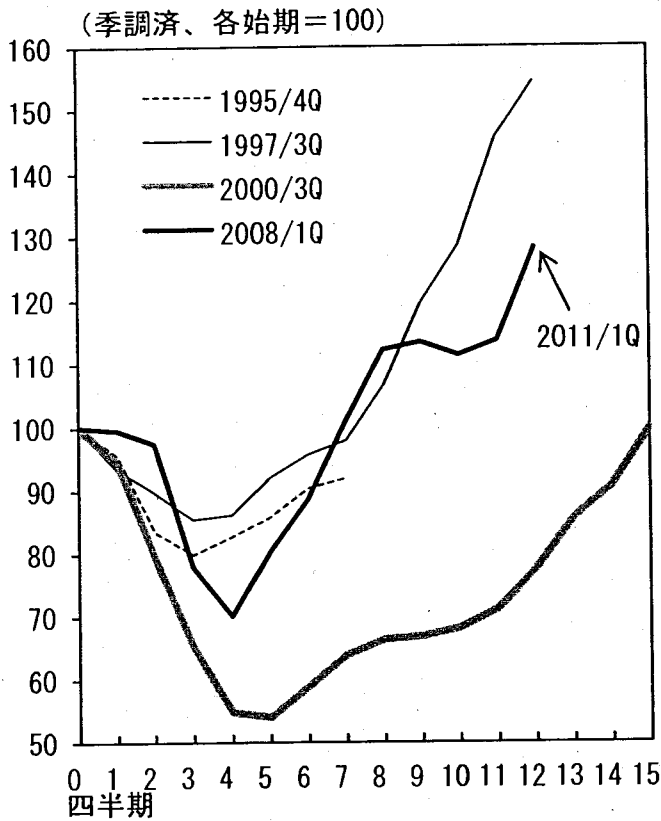


(注) 1. 短観ベース。計数は、全産業全規模合計。  
2. 2011/2Qの計数は、2011/3月調査時点の企業の予測値。

(資料) IMF「World Economic Outlook」、財務省「貿易統計」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

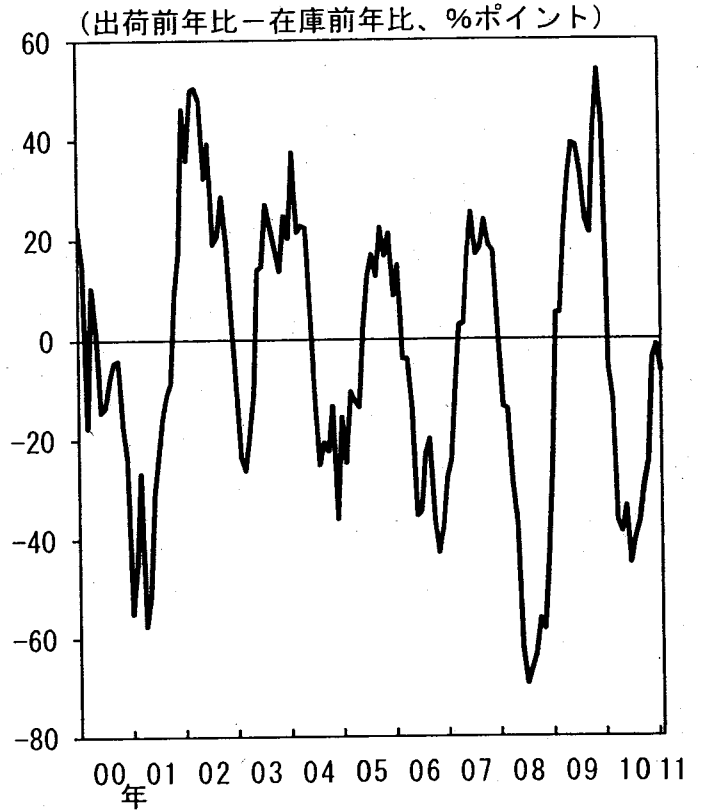
# IT サイクル

(1) 世界半導体出荷の局面比較

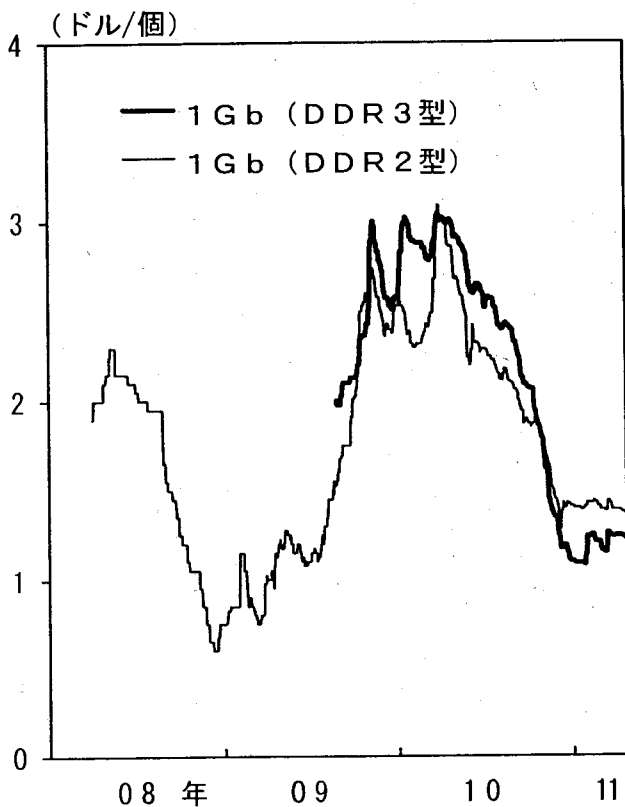


(注) 世界半導体出荷の2011/1Qは、1~2月の値。

(2) 韓国のIT関連財の出荷在庫バランス

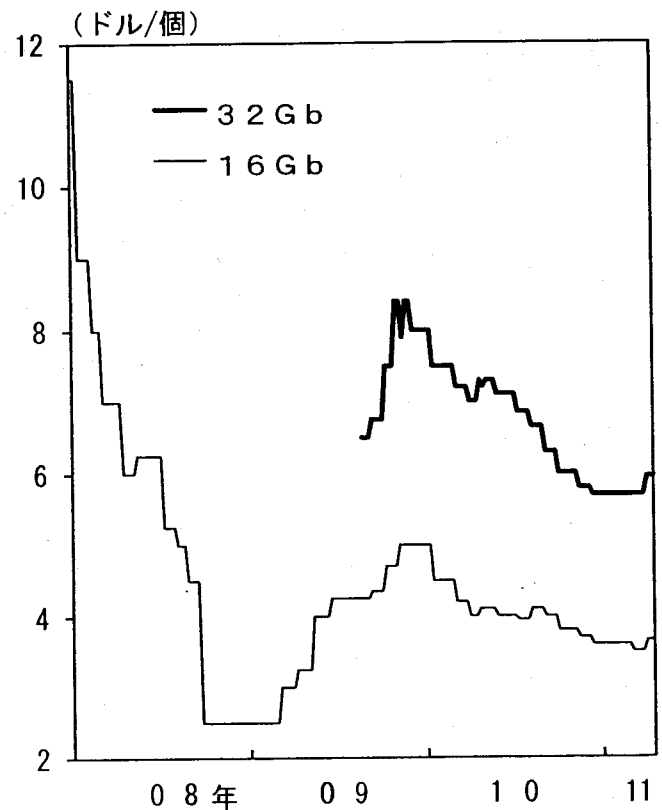


(3) DRAM価格の推移



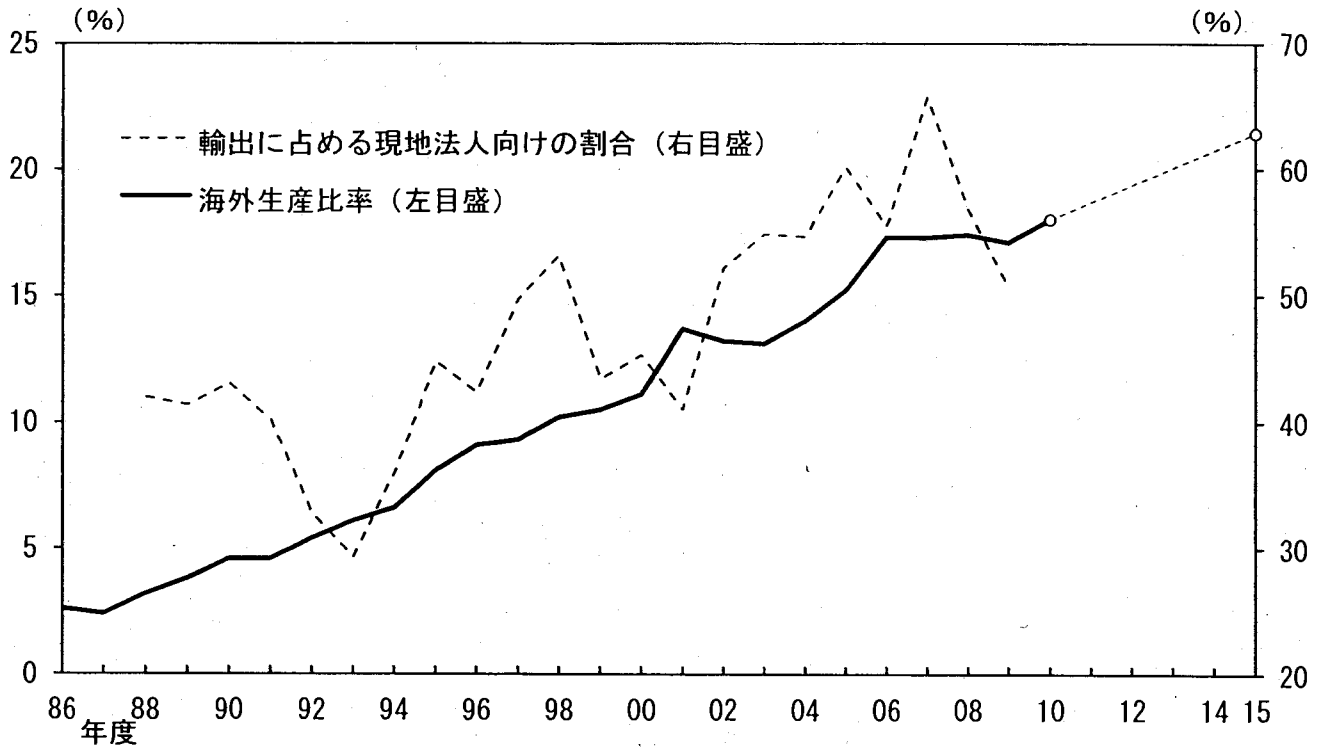
(資料) WSTS、CEIC、日経Financial QUEST

(4) NANDフラッシュメモリ価格の推移

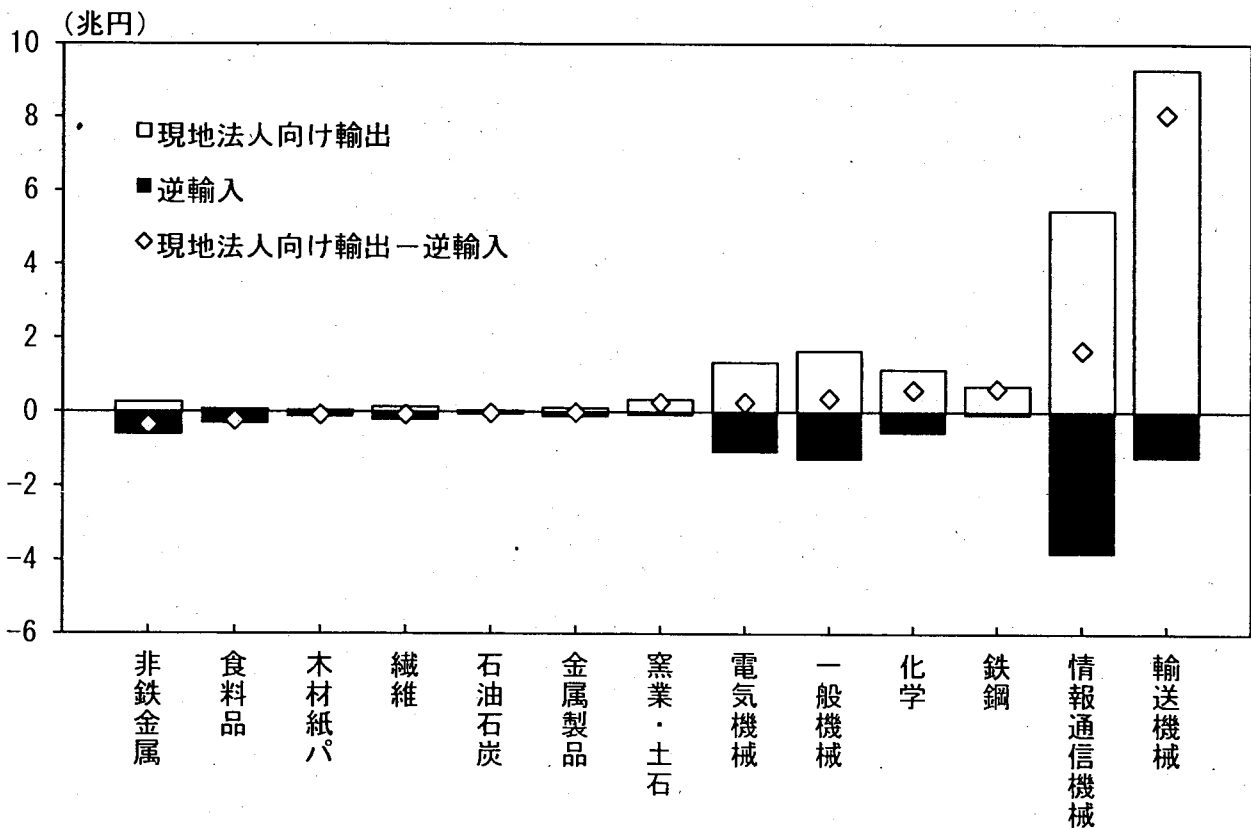


## 国際分業の高度化

### (1) 海外生産比率と輸出誘発効果



### (2) 輸出誘発と逆輸入

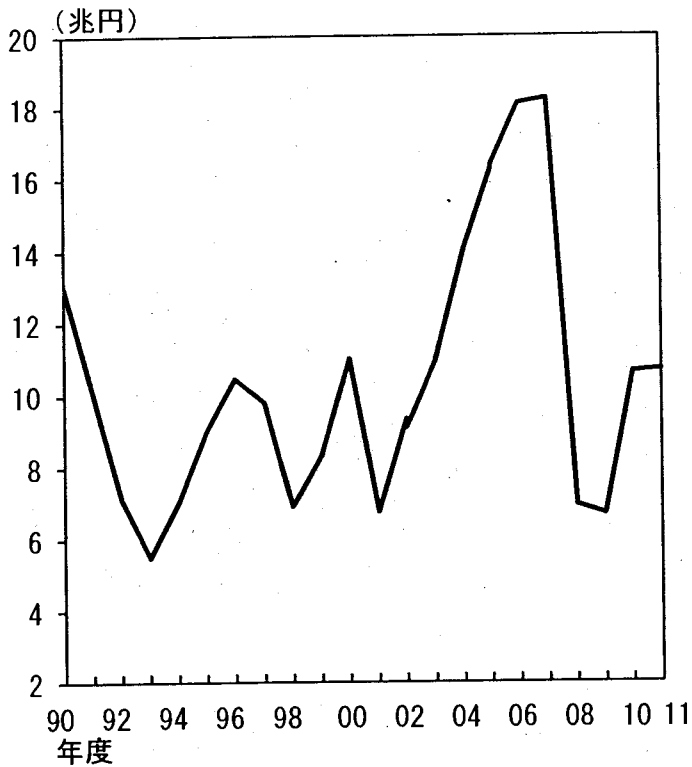


- (注) 1. (1) は製造業計。海外生産比率の2010年度は、実績見込み。2011年度以降は2015年度見通しを用いて線形補間したもの。  
2. (2) は2007~2009年度の平均。一般機械は、はん用機械、生産用機械、業務用機械の合計。

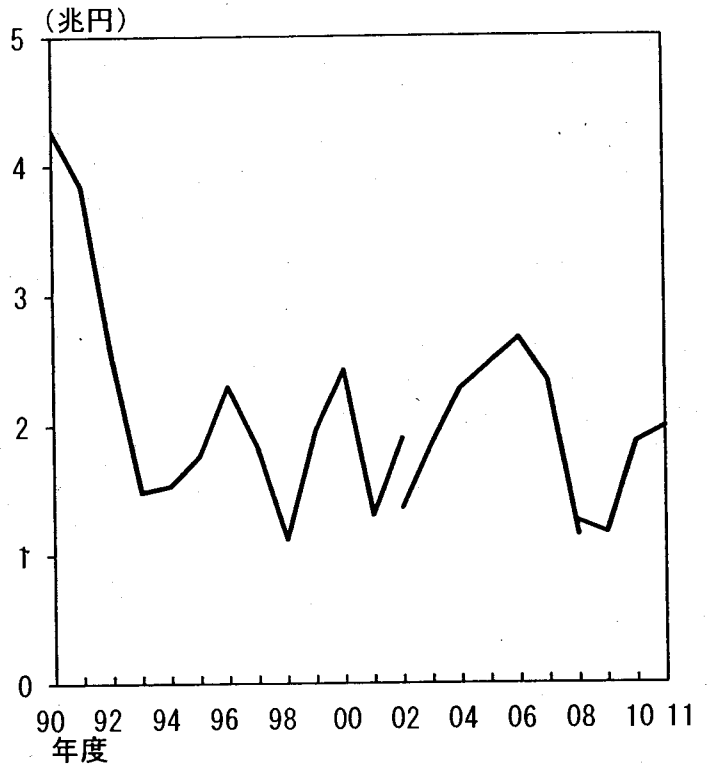
(資料) 経済産業省「海外事業活動基本調査」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

# 企業収益

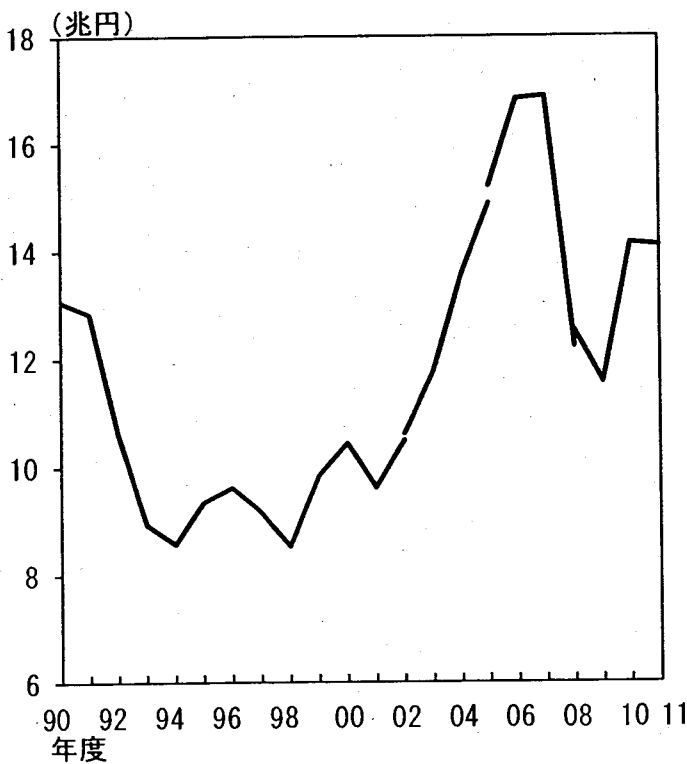
(1) 製造業大企業



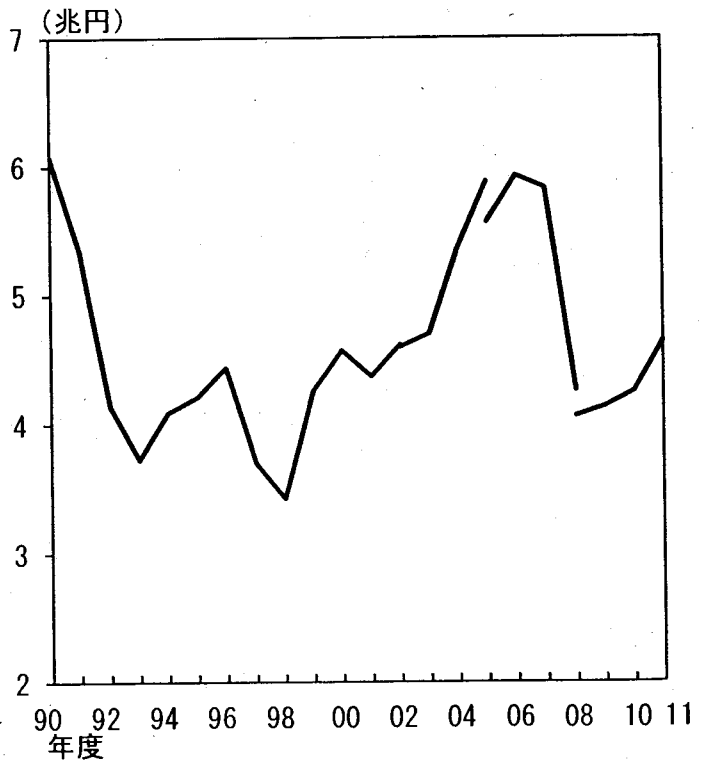
(2) 製造業中小企業



(3) 非製造業大企業



(4) 非製造業中小企業

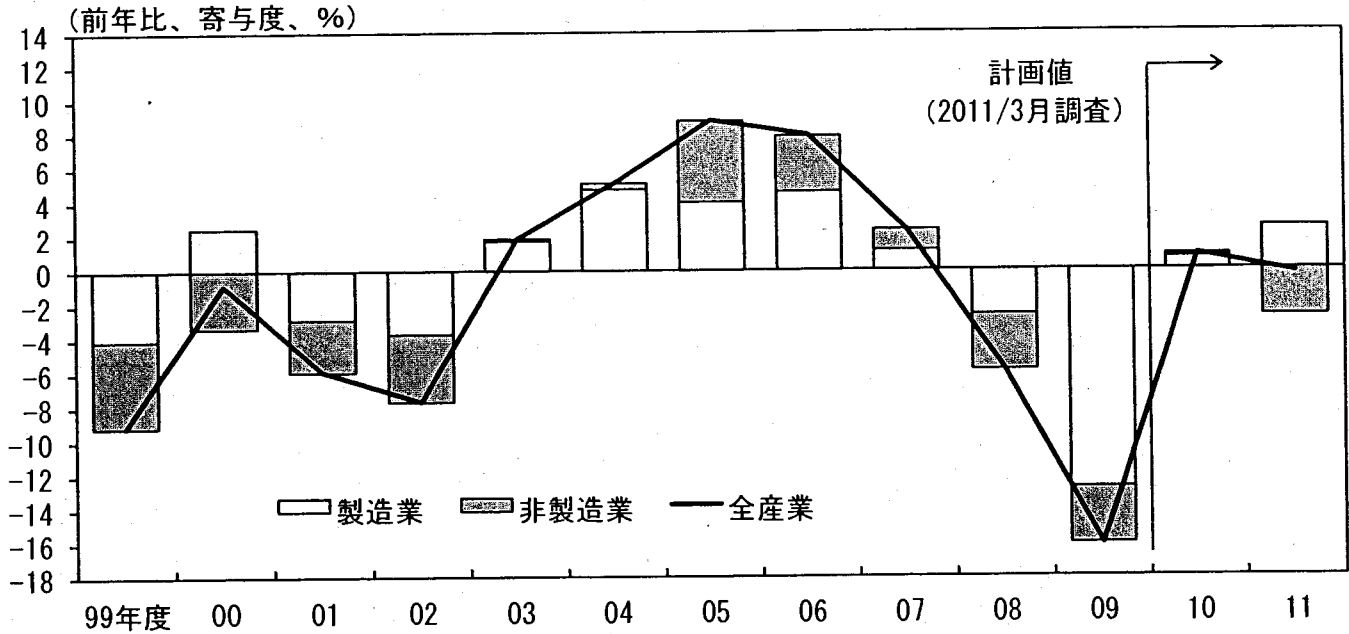


- (注) 1. 経常利益ベース。  
2. 2010年度および2011年度は、2011/3月調査時点の企業の予測値。  
3. 2004/3月調査より、調査対象企業の拡充を含む幅広い見直しを実施した。  
また、2007/3月調査と2010/3月調査では、定例の調査対象企業の見直しを行った。  
このため、これらのタイミングで、計数には不連続(段差)が生じている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

# 設備投資計画

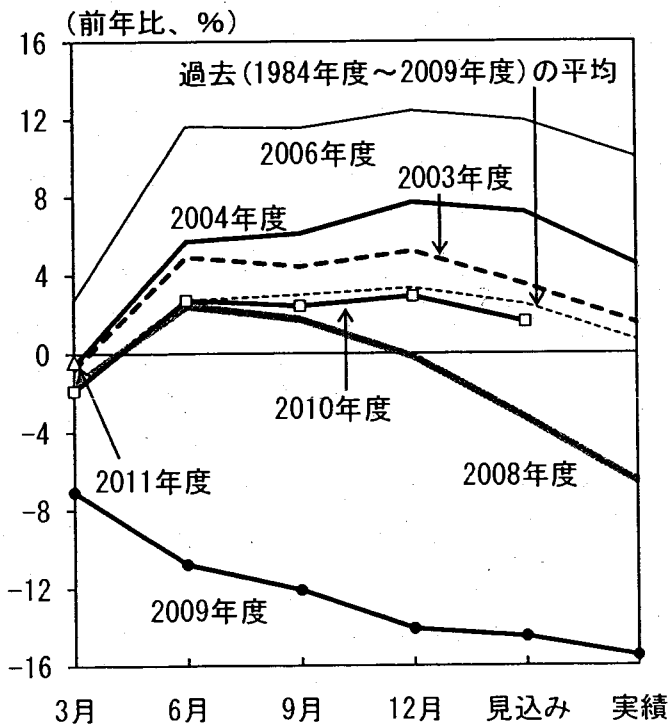
## (1) 設備投資計画



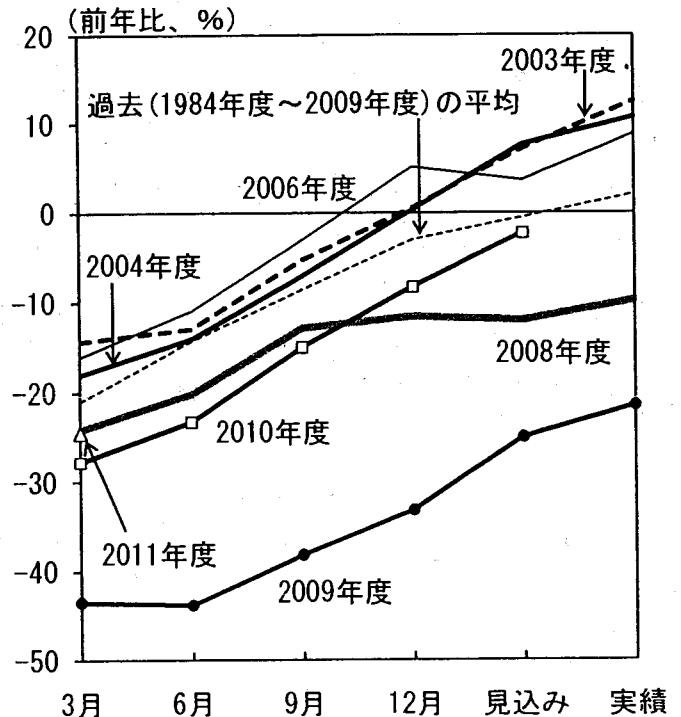
- (注) 1. 短観ベース。計数は、全規模合計。  
 2. 2002年度までは土地投資額を含み、ソフトウェア投資額を除く。  
 2003年度からは土地投資額を除き、ソフトウェア投資額を含む。  
 3. 2008年度まではリース会計対応前ベース、2009年度からはリース会計対応ベース (下の図表も同じ)。

## (2) 設備投資計画の修正状況

<大企業>



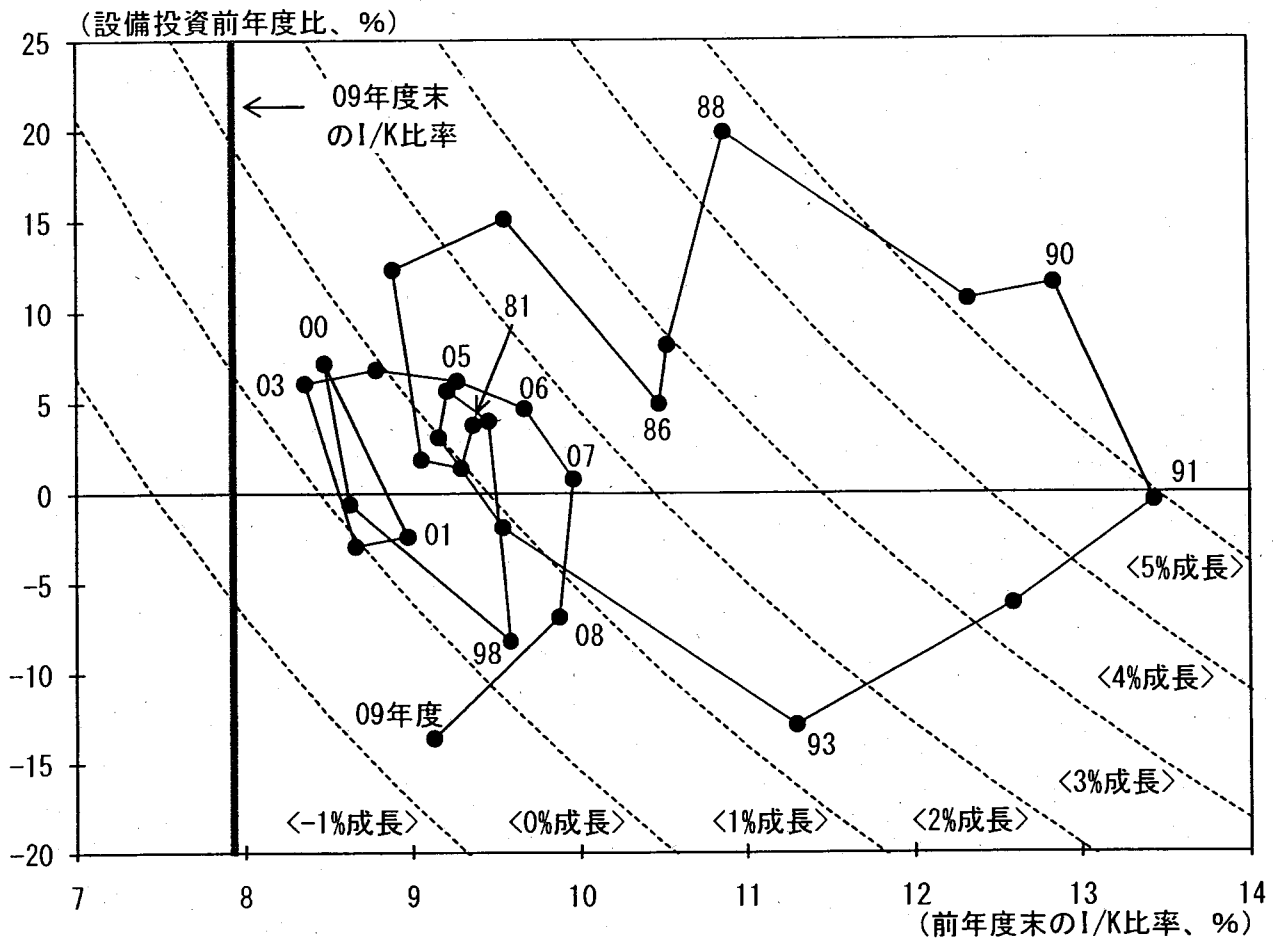
<中小企業>



- (注) 1. 短観ベース。計数は、全産業合計。  
 2. 土地投資額を含み、ソフトウェア投資額を除く。  
 3. 2004/3月調査、2007/3月調査、2010/3月調査では、調査対象企業の見直しが実施された。  
 このため、2003年度、2006年度、2009年度については、12月調査までは見直し前の計数、  
 見込みおよび実績は見直し後の計数となっている。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 資本ストック循環



・資本ストック循環図は、設備投資・資本ストック比率（I/K比率）と設備投資前年度比の関係をプロットしたものである。

・両変数の間には、下記の関係があることから、期待成長率ごとに双曲線を描くことができる。

$$\underbrace{\text{設備投資前年度比}}_{\text{縦軸}} \times \underbrace{\text{前年度末のI/K比率}}_{\text{横軸}} = \text{期待成長率} + \text{資本係数のトレンド成長率} + \text{減耗率}$$

縦軸

横軸

・このようにしてプロットされた点と、その時々に見込まれる期待成長率に対応する双曲線との関係を見ることで、設備投資の局面評価をすることができる。

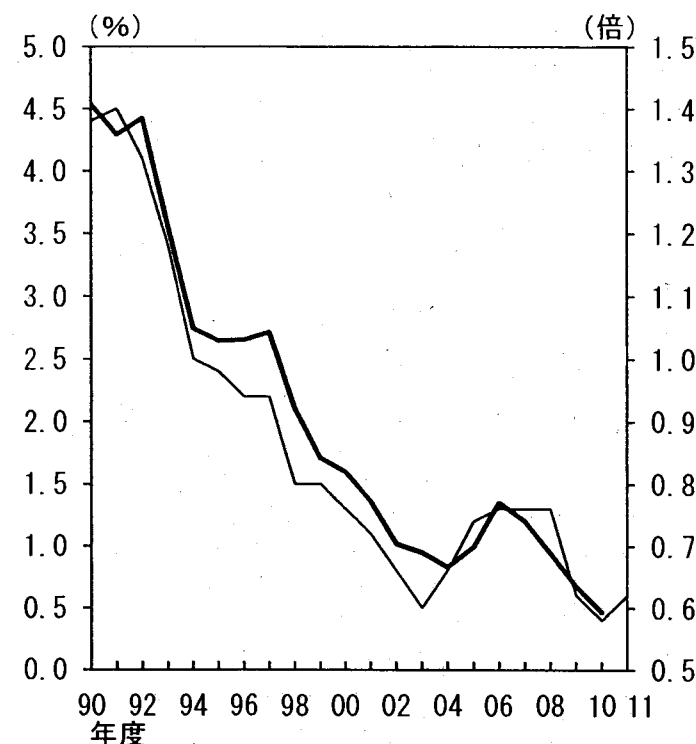
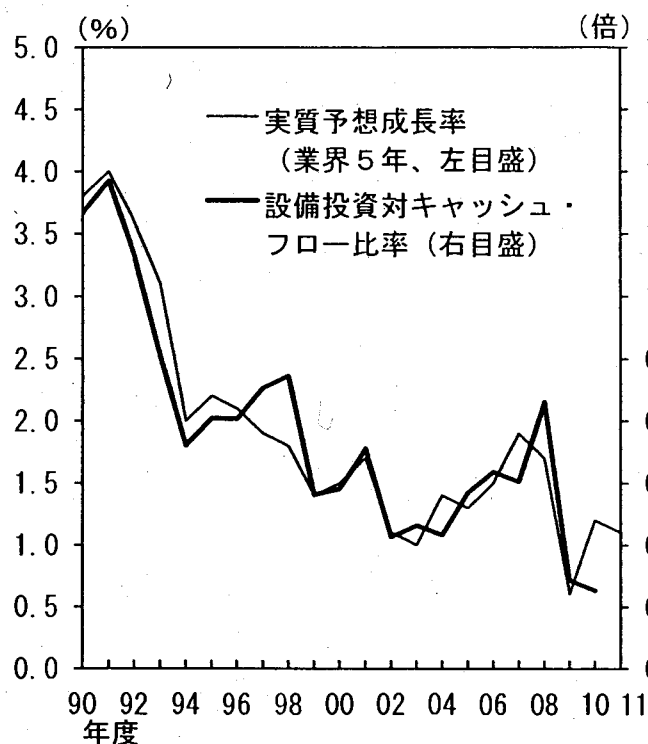
(資料) 内閣府「国民経済計算」「民間企業資本ストック年報」、  
経済産業研究所「日本産業生産性データベース2010年版」

# キャッシュ・フローと設備投資

## (1) 設備投資対キャッシュ・フロー比率と予想成長率

### ① 製造業

### ② 非製造業

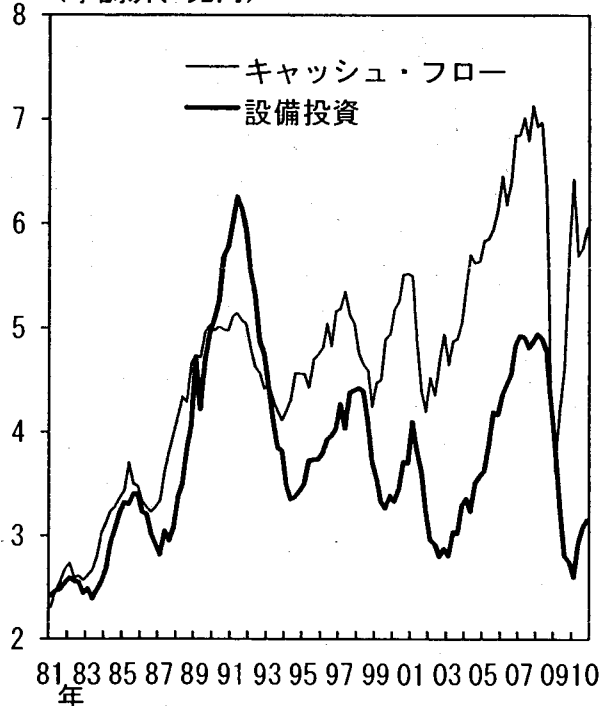


- (注) 1.  $\text{キャッシュ・フロー} = \text{減価償却費} + \text{経常利益} / 2$   
 2. 設備投資対キャッシュ・フロー比率は、全規模ベース。2010年度は、2010/2Q~4Qの値。  
 3. 予想成長率は、当該年度から始まる5年間の平均成長率(調査時点は前年度の1月または2月)。

## (2) キャッシュ・フローと設備投資

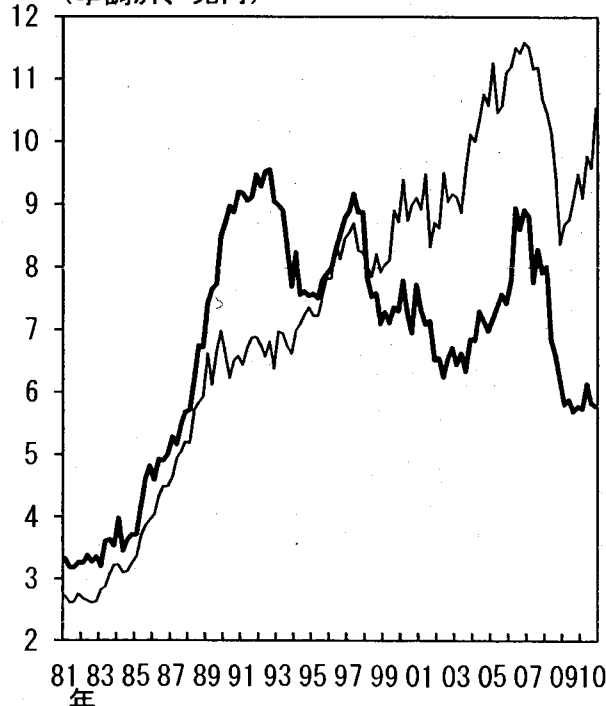
### ① 製造業

(季調済、兆円)



### ② 非製造業

(季調済、兆円)



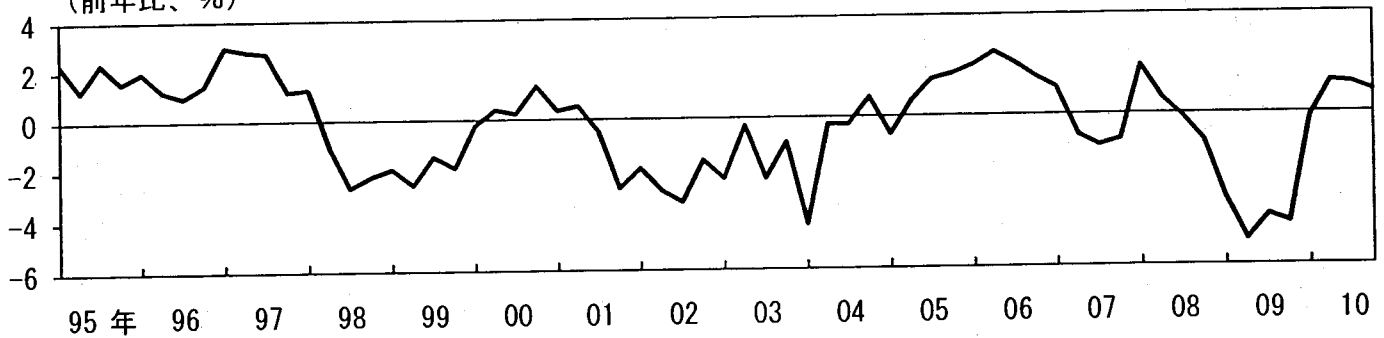
(注) 全規模ベース。

(資料) 財務省「法人企業統計季報」、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

## 雇用・賃金

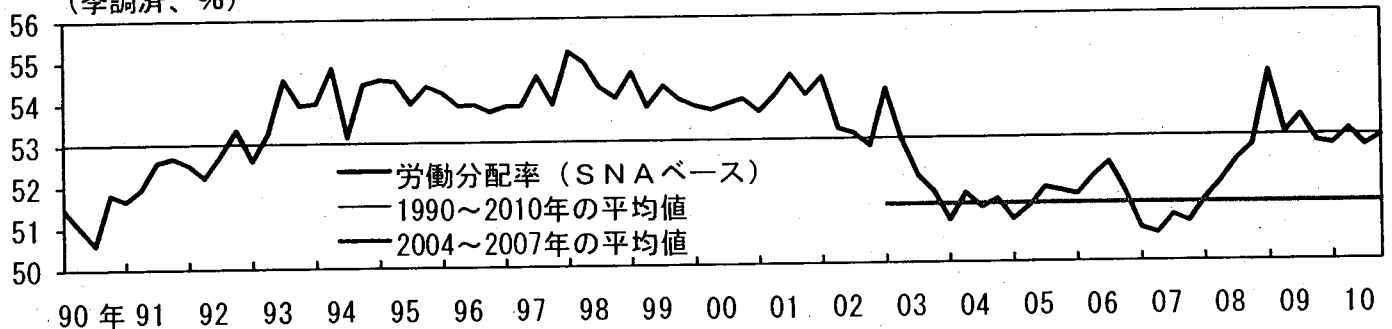
## (1) SNAベース雇用者報酬

(前年比、%)



## (2) 労働分配率

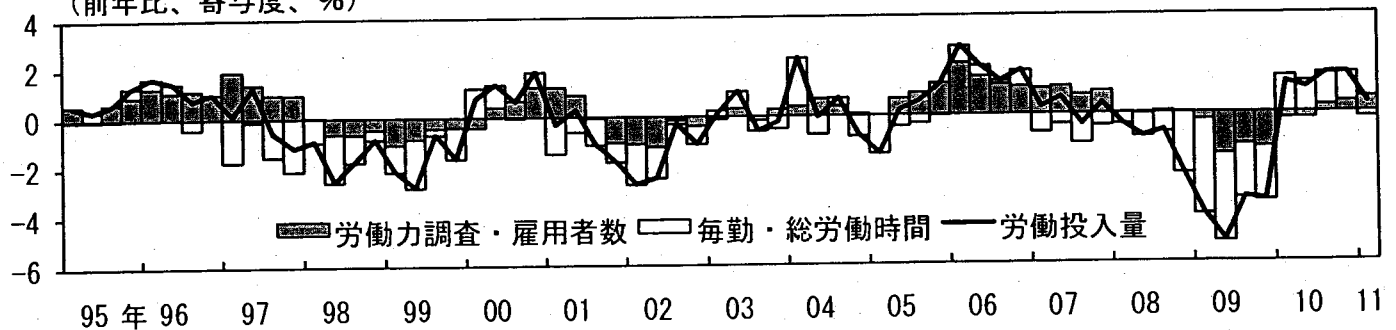
(季調済、%)



(注) 労働分配率 = 名目雇用者報酬 / 名目GDP × 100

## (3) 労働投入量

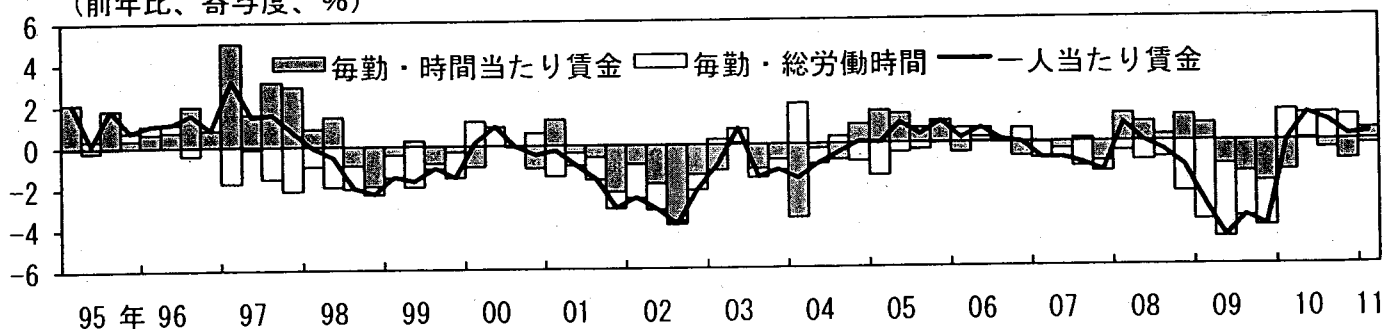
(前年比、寄与度、%)



- (注) 1. 毎月勤労統計(「毎勤」)の計数は、事業所規模5人以上(下の図表も同じ)。  
2. 2011/1Qは、1~2月の前年同期比(下の図表も同じ)。

## (4) 一人当たり賃金

(前年比、寄与度、%)



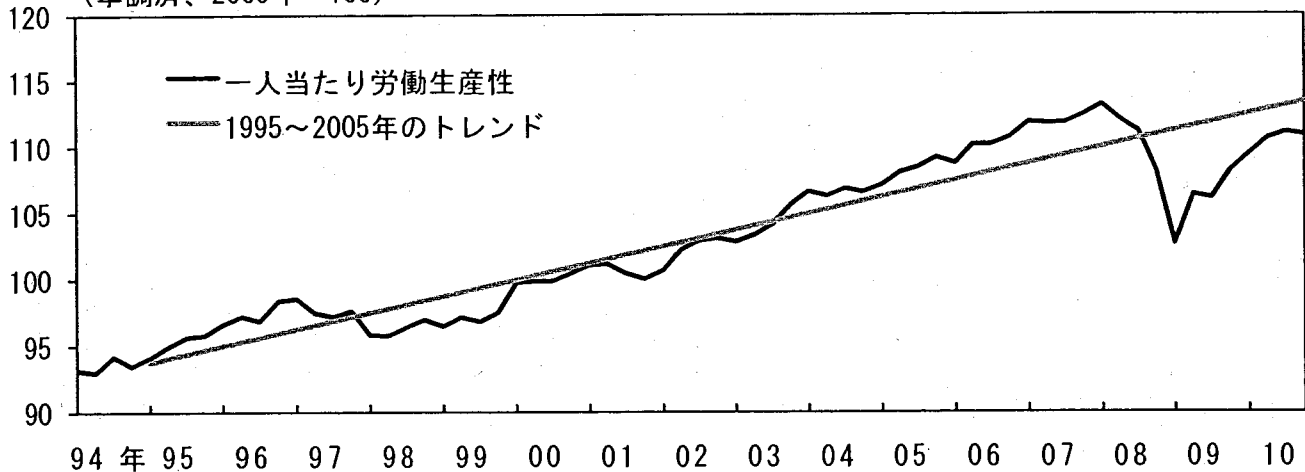
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」



## 労働市場の需給環境

### (1) 一人当たり労働生産性

(季調済、2000年=100)

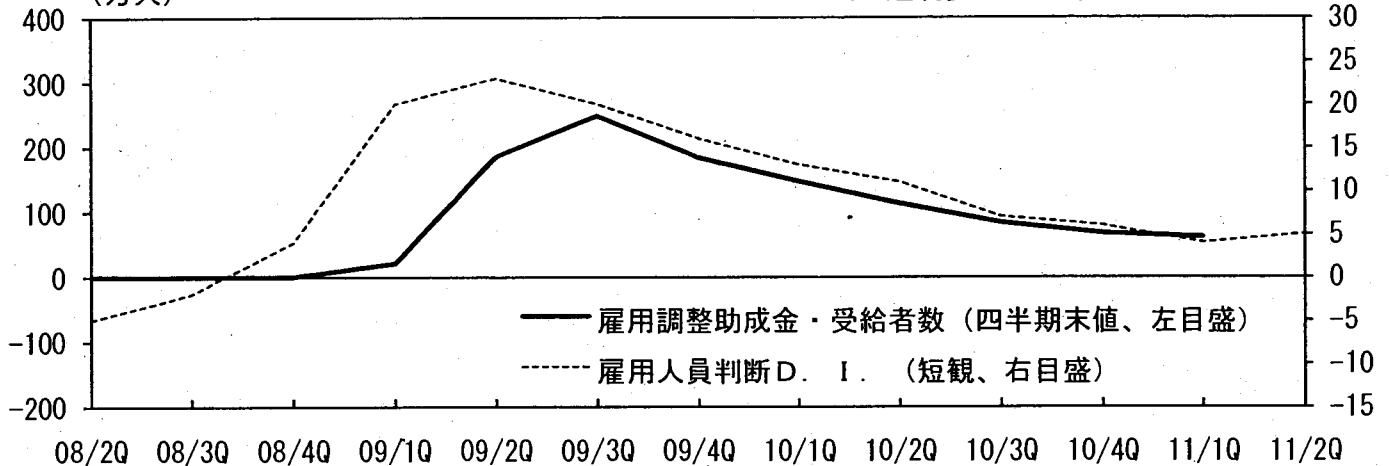


(注) 一人当たり労働生産性=実質GDP/就業者数

### (2) 雇用の過剰感

(万人)

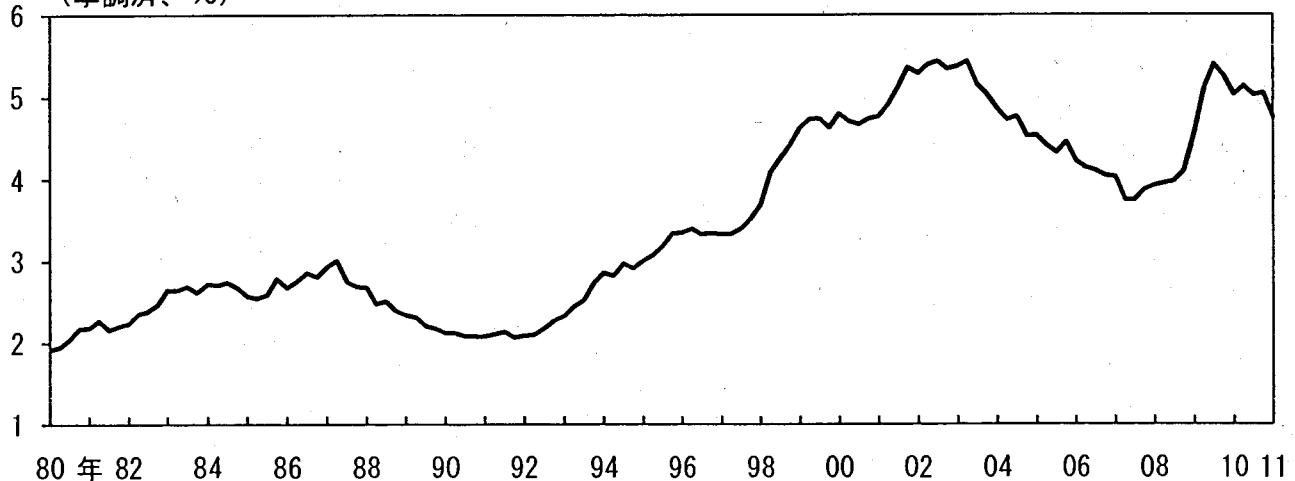
(「過剰」-「不足」、%ポイント)



(注) 短観の計数は、全産業全規模合計。2011/2Qは、2011/3月調査時点の企業の予測値。

### (3) 失業率

(季調済、%)

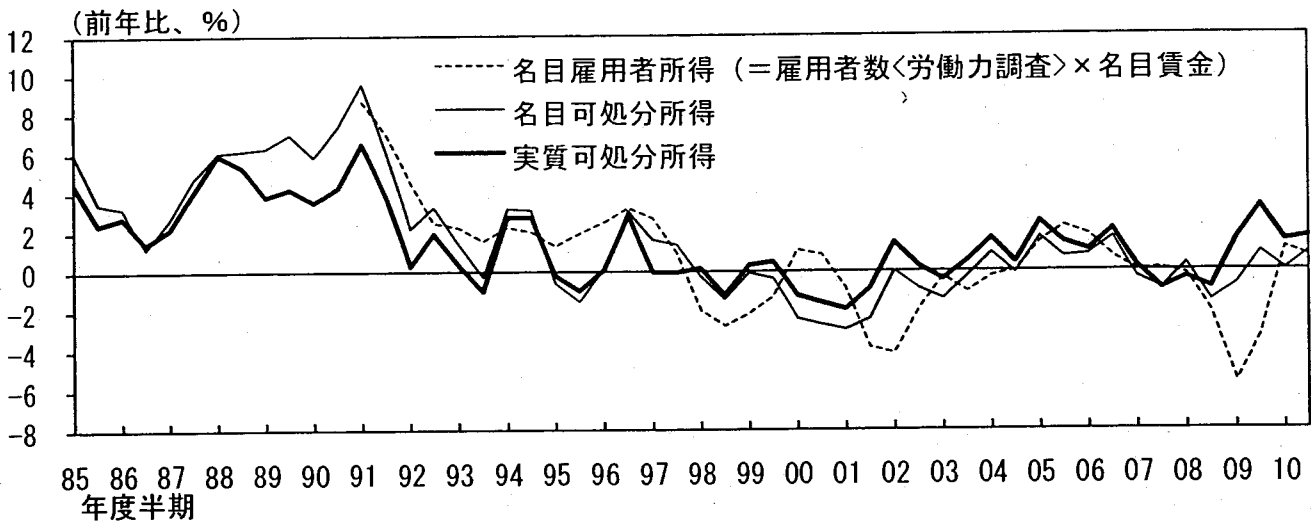


(注) 2011/1Qは、1~2月の値。

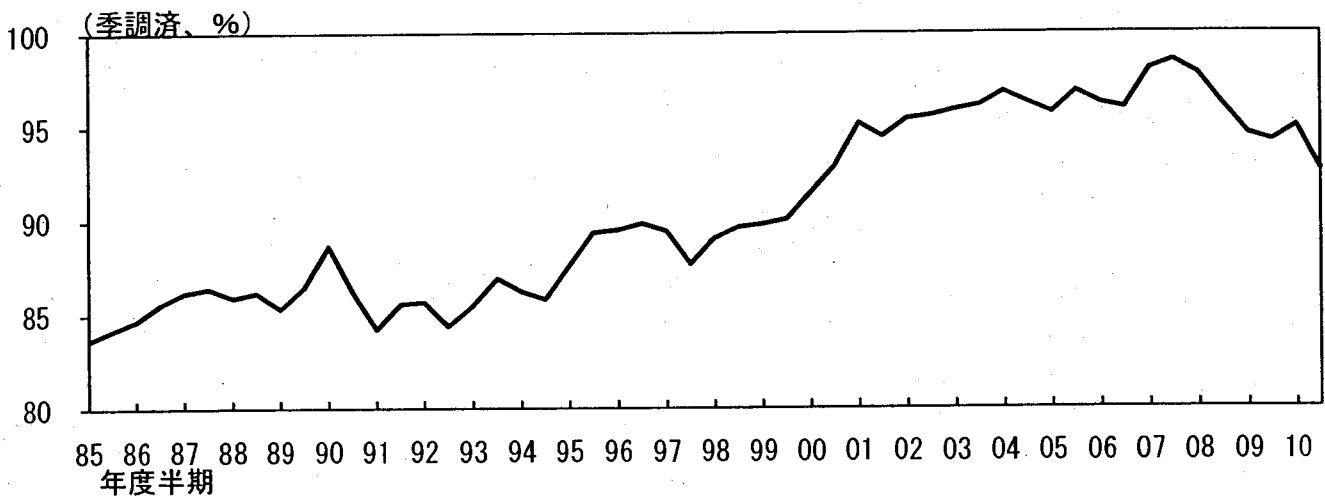
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、厚生労働省「雇用調整助成金等に関する「休業等実施計画届」受理状況」

# 可処分所得・消費性向・貯蓄率

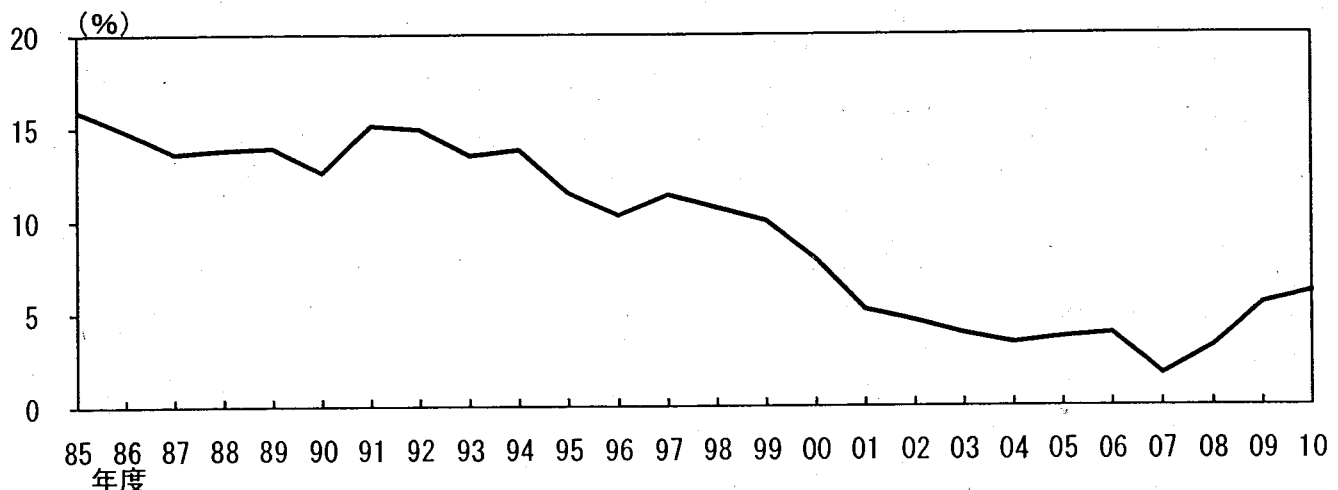
## (1) 雇用者所得と可処分所得



## (2) 消費性向



## (3) 貯蓄率

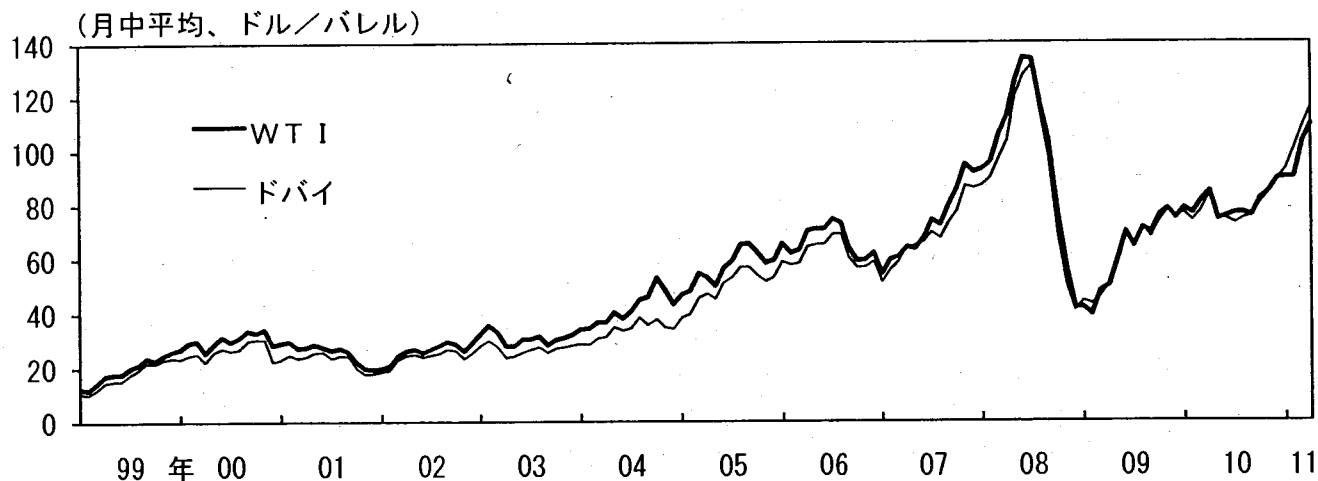


- (注) 1. (1)の2010年度下半期の名目雇用者所得は、2010/10月～2011/2月の前年同期比。  
2. 消費性向=家計最終消費支出/可処分所得  
3. 2010年度の可処分所得、消費性向、貯蓄率は、一連の経済対策・施策による、政府から家計への移転所得を加味した、日本銀行調査統計局による試算値。

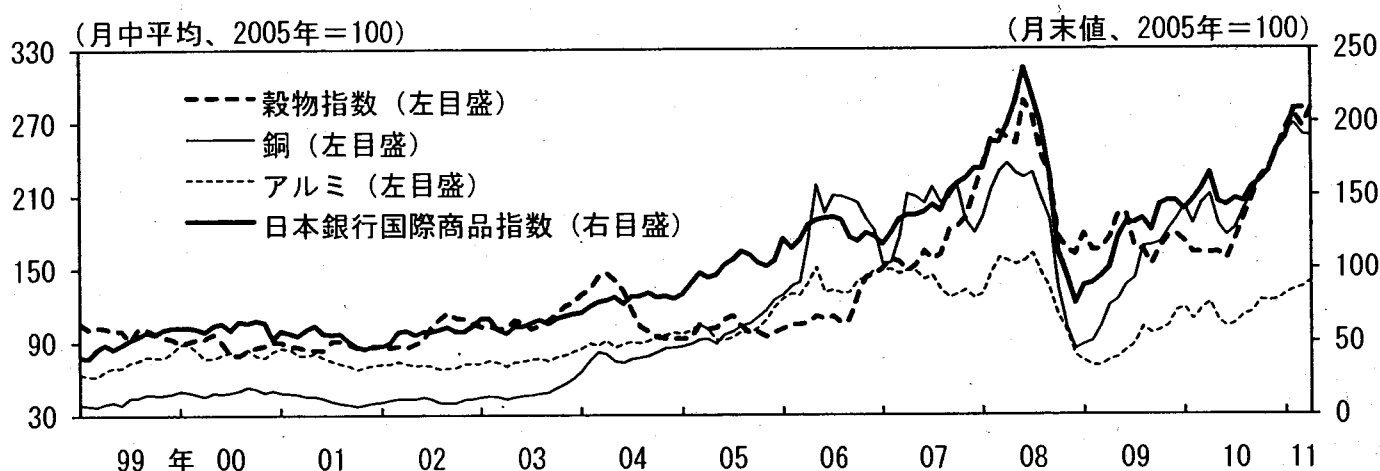
(資料) 内閣府「国民経済計算」、総務省「労働力調査」「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計年報」「平成22年度予算」「平成22年度補正予算」、厚生労働省「毎月勤労統計」等

# 商品市況

## (1) 原油価格

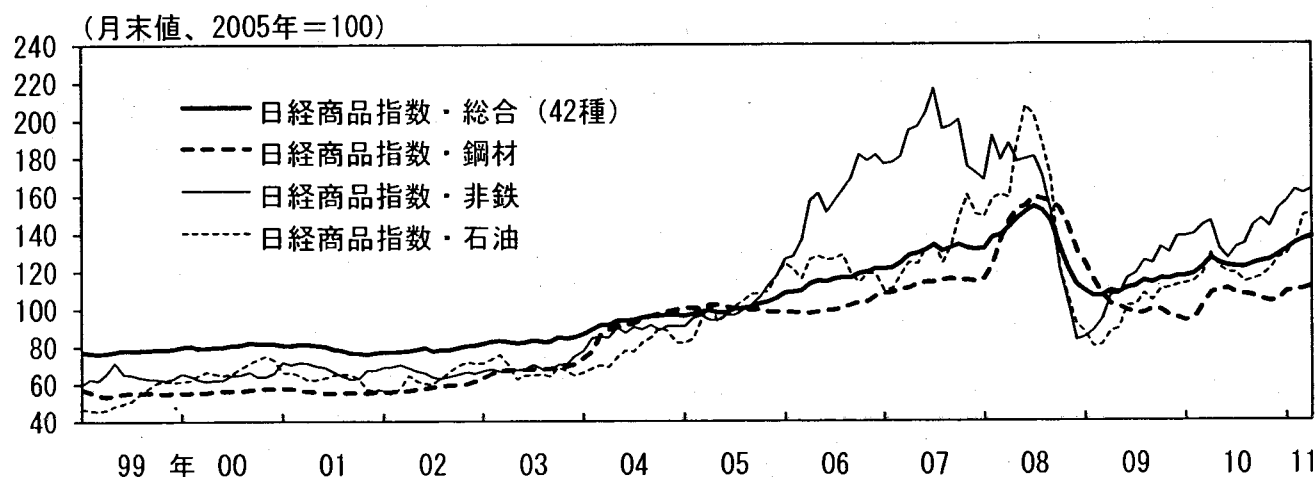


## (2) 国際商品市況



(注) 穀物指数は、穀物(小麦、大豆、トウモロコシ)の国際商品市況を加重平均したもの。  
加重平均に用いるウエイトは、貿易統計の輸入金額から算出。

## (3) 国内商品市況

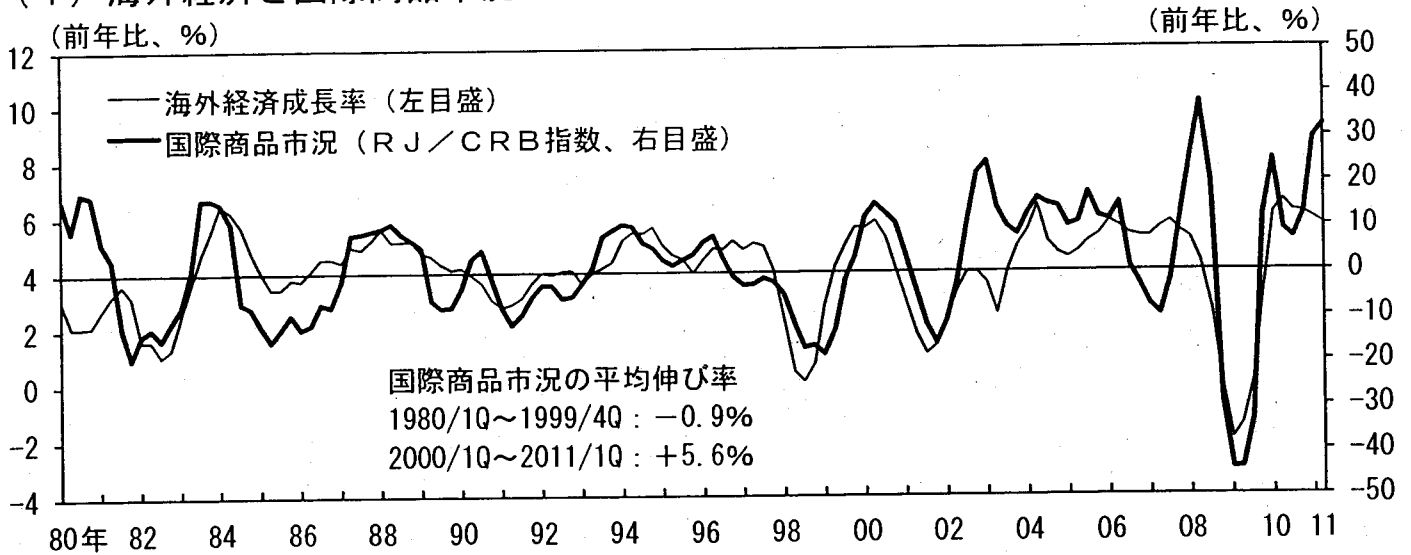


(注) 鋼材：棒鋼、H形鋼、鋼板など 非鉄：銅地金、アルミニウム地金など  
石油：ガソリン、灯油、軽油、C重油

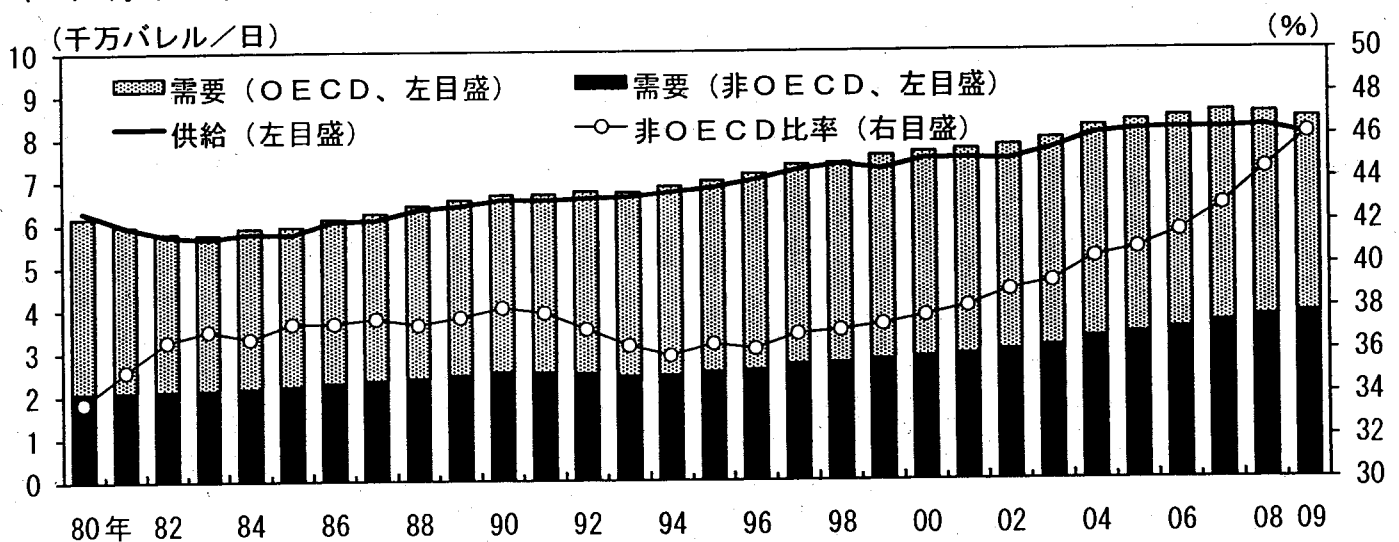
(資料) 日本銀行「日本銀行国際商品指数」、日本経済新聞社等

# 海外経済と国際商品市況

## (1) 海外経済と国際商品市況

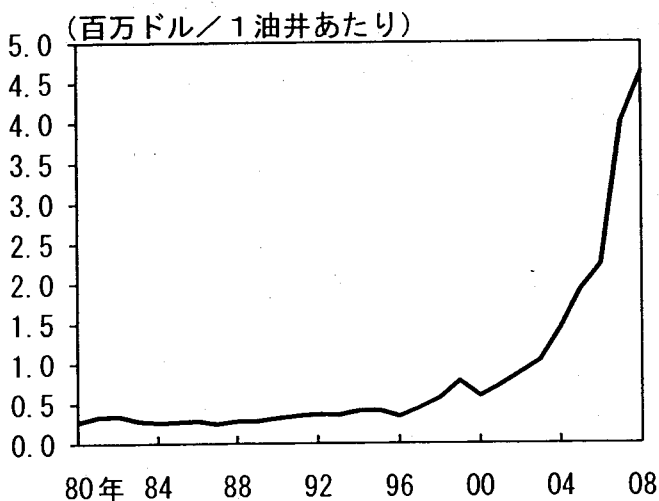


## (2) 原油の需要と供給

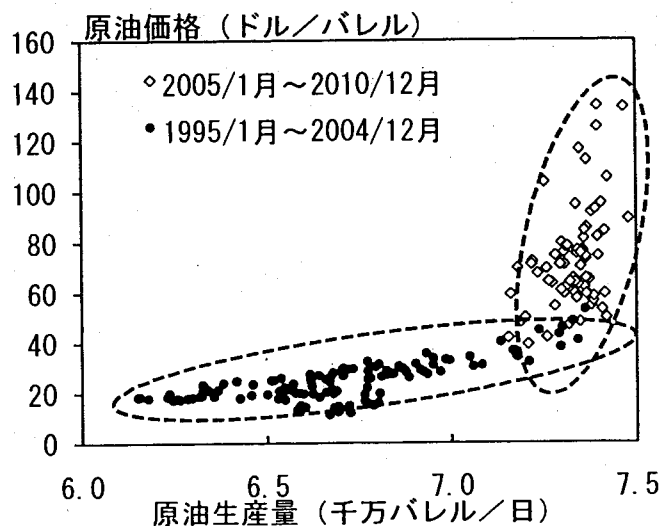


## (3) 原油生産と価格

### ① 油田掘削コストの推移 (米国)



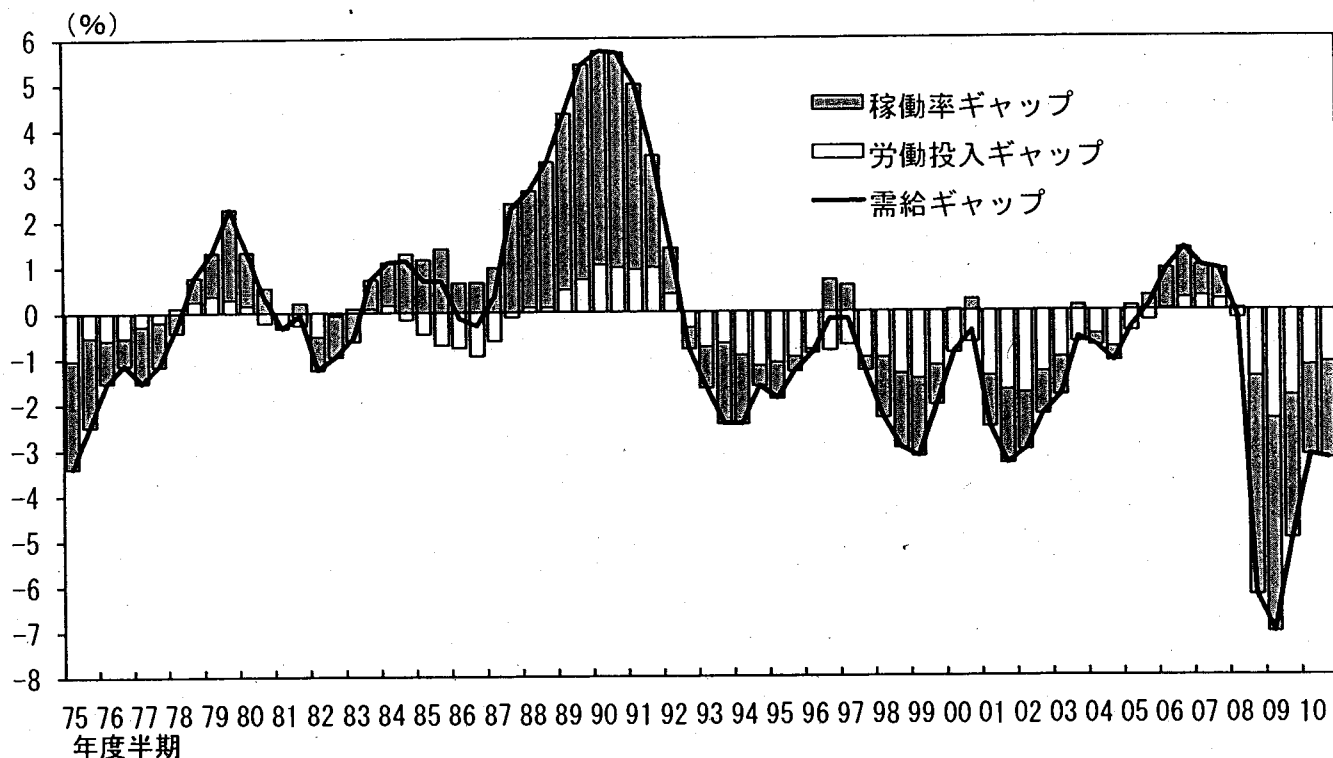
### ② 原油生産量と価格



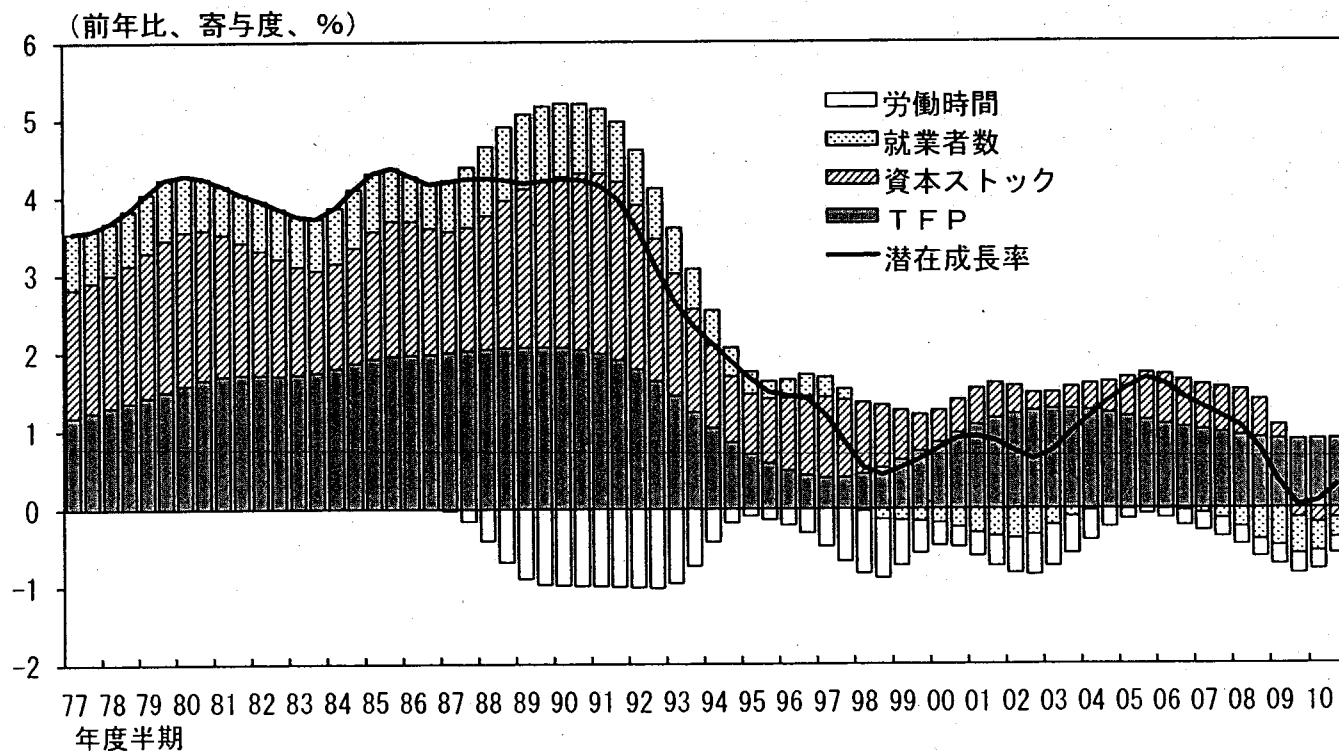
(資料) IMF「World Economic Outlook」、BP「Statistical Review of World Energy」、EIA「Monthly Energy Review」等

# 需給ギャップと潜在成長率

## (1) 需給ギャップ



## (2) 潜在成長率



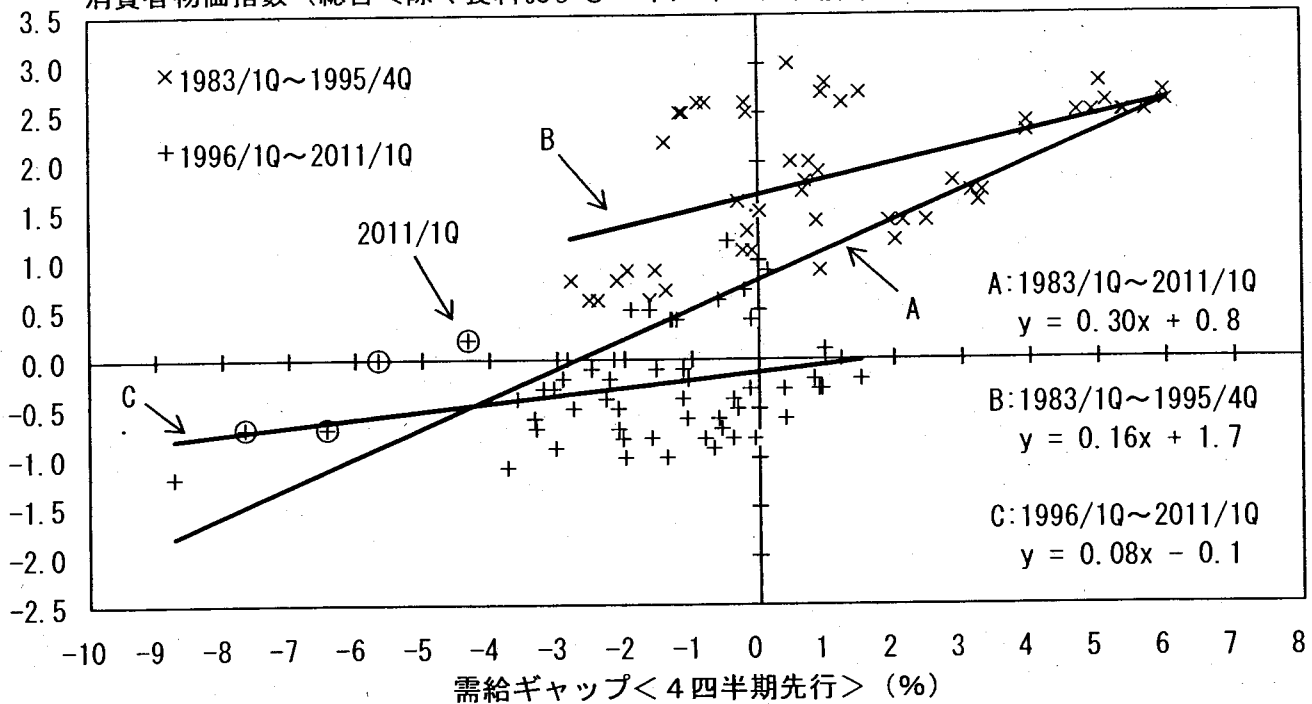
- (注) 1. 日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照。  
2. 2010年度下半期は、2010/4Qの値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」、総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」「職業安定業務統計」、経済産業省「鉱工業指数統計」等

## 需給ギャップとインフレ率

### (1) フィリップス曲線 (総合除く食料およびエネルギー)

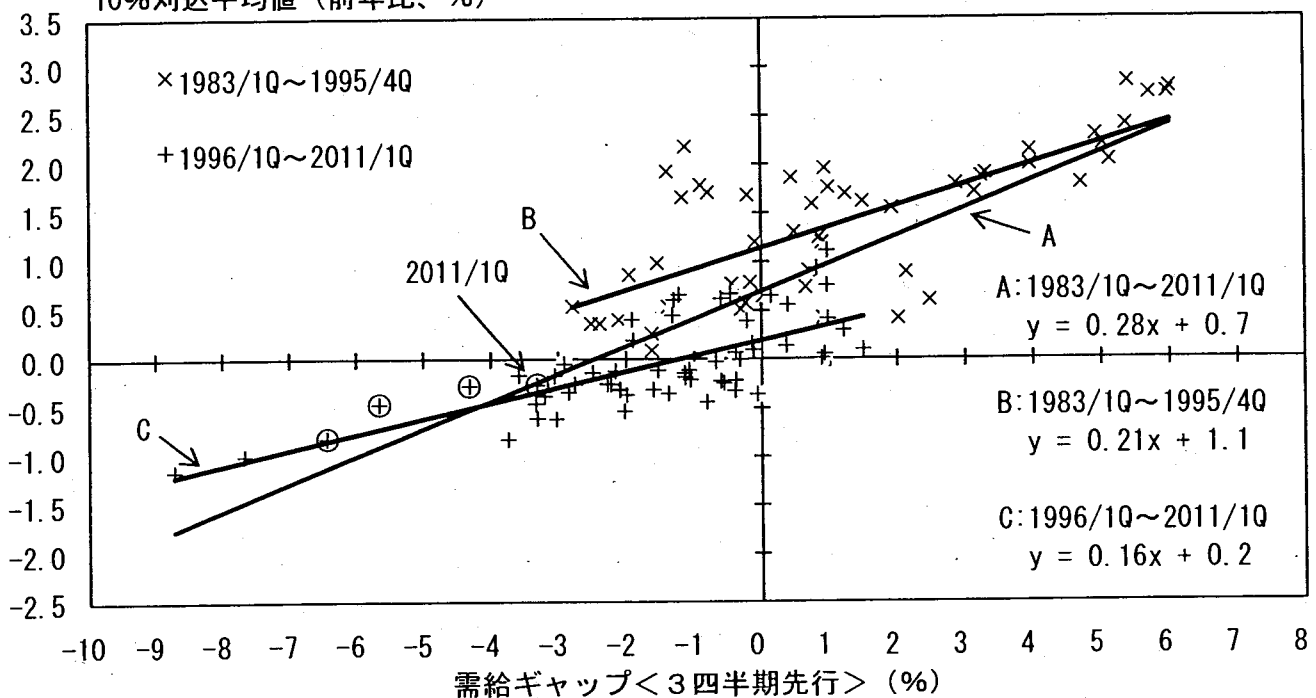
消費者物価指数 (総合<除く食料およびエネルギー>、前年比、%)



- (注) 1. ⊕印は直近1年 (下の(2)も同じ)。  
 2. 2010/2Q以降は、高校授業料を除いたベース。また、「食料」は「酒類」を除く。  
 3. 消費者物価指数の前年比は、消費税調整済み (下の(2)も同じ)。  
 4. 需給ギャップは日本銀行調査統計局の試算値。具体的な計測方法については、日銀レビュー「GDPギャップと潜在成長率の新推計」(2006年5月)を参照 (下の(2)も同じ)。

### (2) フィリップス曲線 (刈込平均値)

10%刈込平均値 (前年比、%)

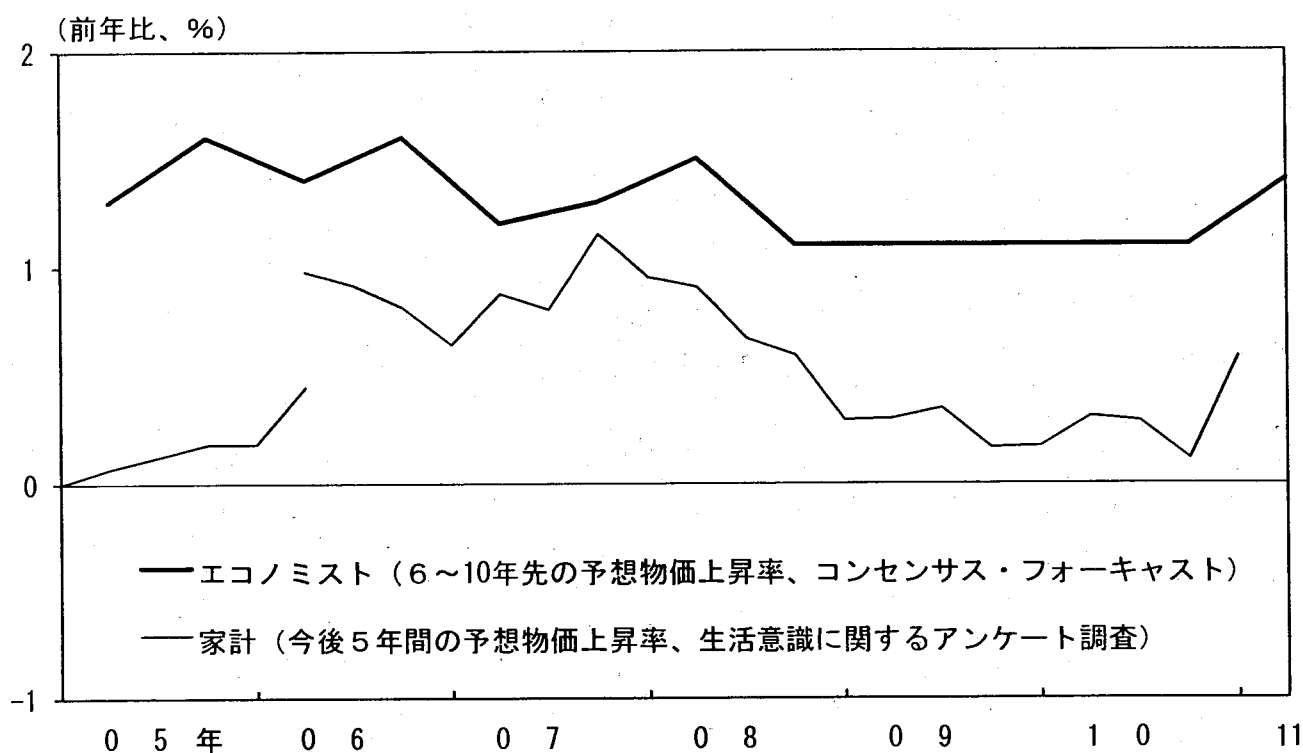


(注) 刈込平均値の作成方法は、図表11(2)の脚注参照。

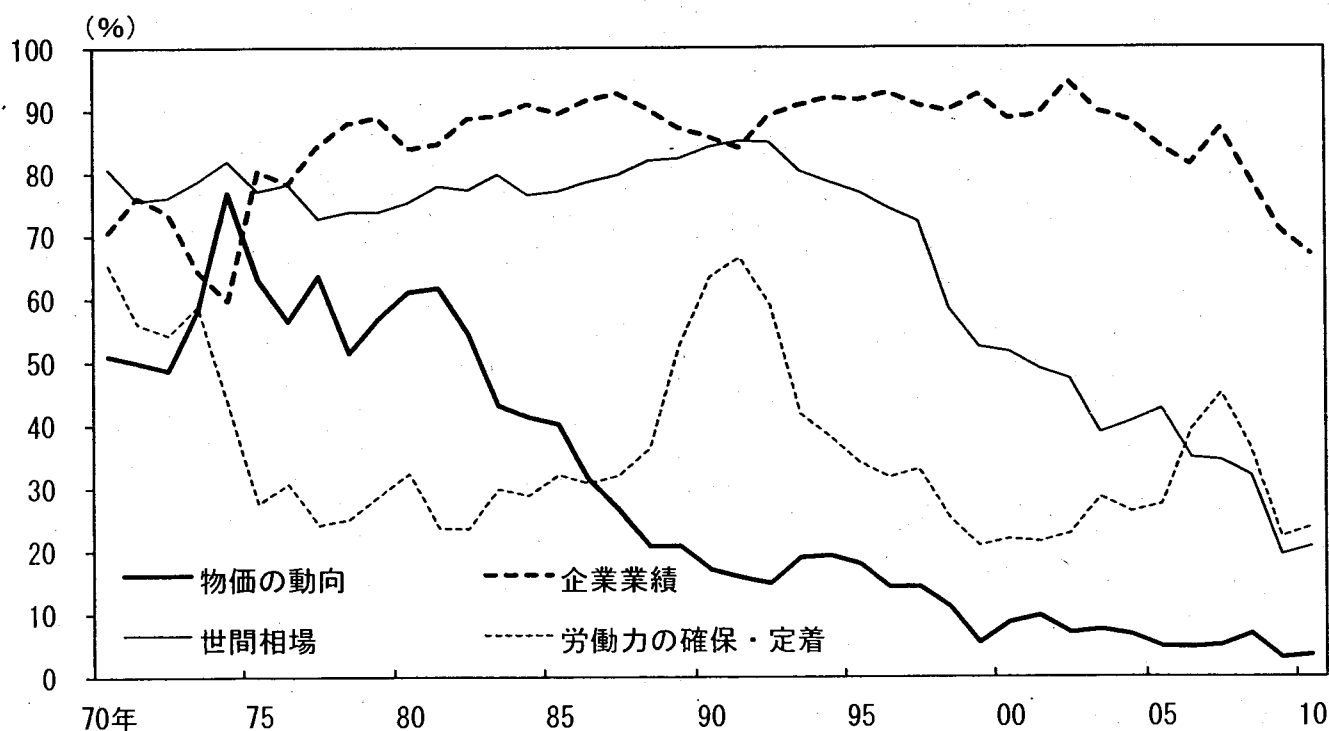
(資料) 総務省「消費者物価指数」、内閣府「国民経済計算」等

## 家計・企業の物価の見方

### (1) 中長期の予想物価上昇率



### (2) 賃金改定時に重視する項目 (複数回答)



(注) (1)の家計は、修正カールソン・パーキン法により推計したもの。推計の詳細については、日銀レビュー「インフレ予想(Inflation Expectations)について」(2008年12月)を参照。

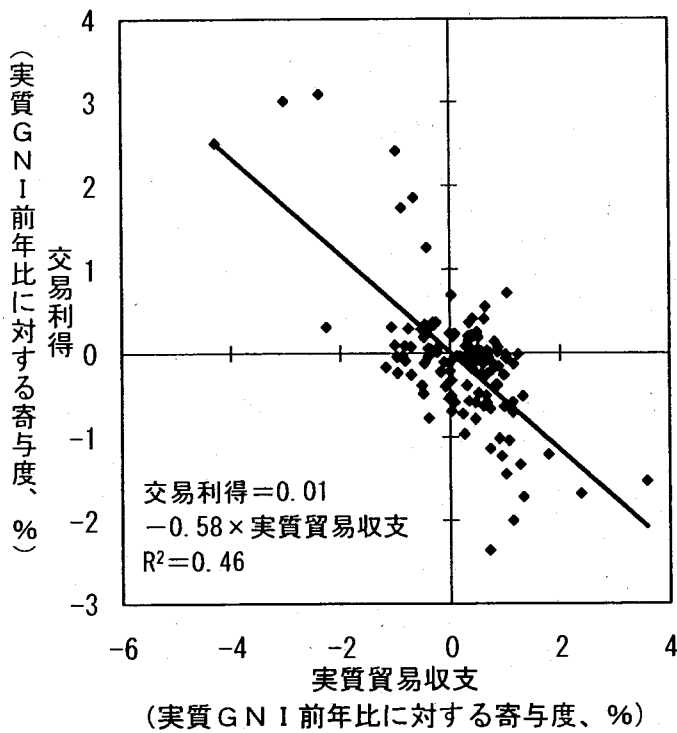
(資料) 日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」、コンセンサス・フォーキャスト、厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」



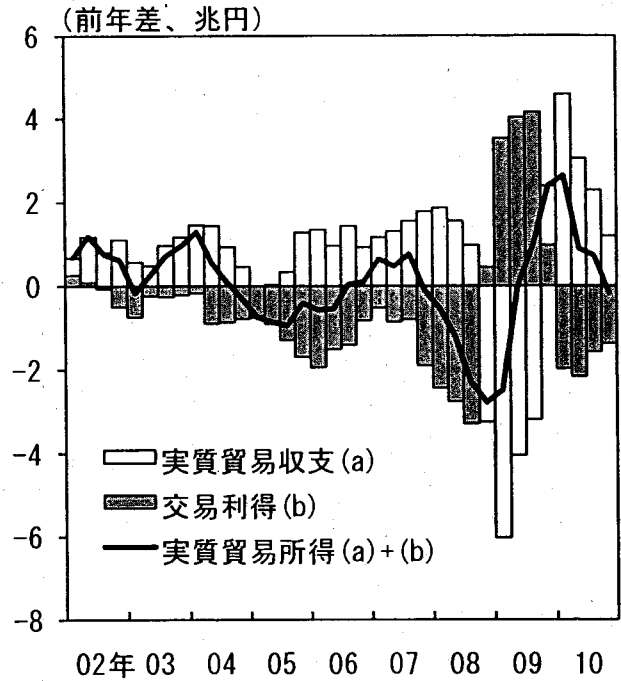


# 交易利得と実質貿易収支

(1) 交易利得と実質貿易収支



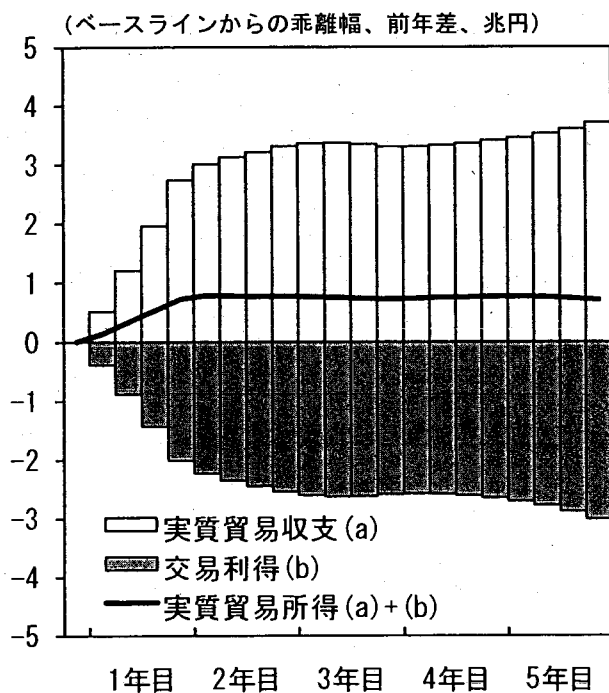
(2) 実質貿易所得



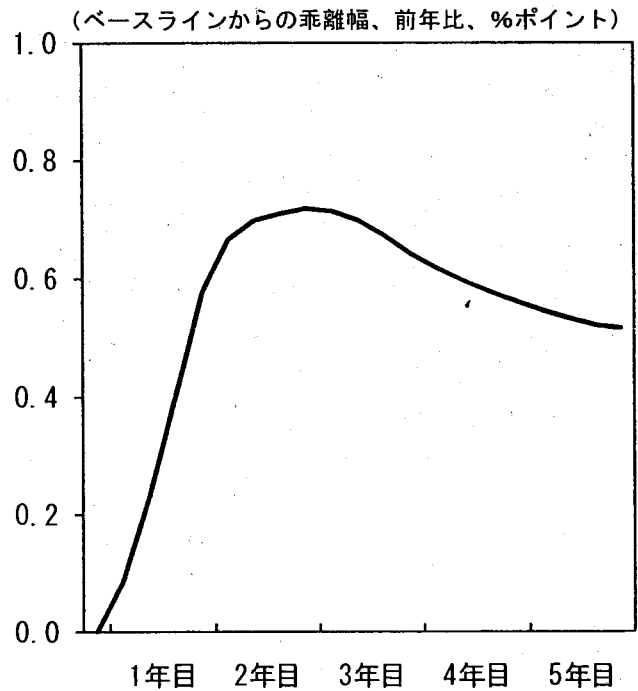
- (注) 1. 期間は1981/1Q~2010/4Q。  
2. 実質貿易収支は、国民経済計算における財・サービスの純輸出。

## (3) 新興国経済の上振れが実質貿易所得・実質GDPに与える影響

① 実質貿易所得



② 実質GDP












- (注) 1. 日本銀行調査統計局のマクロモデル(Q-JEM)によるシミュレーション結果。  
2. 米国を除く海外経済の成長率がベースライン対比年率1%ポイント持続的に上振れた場合のシミュレーション。

(資料) 内閣府「国民経済計算」等



(参考図表)

## 地域別の景気の総括判断 (地域経済報告)

	1月判断	前回との比較	4月判断
北海道	持ち直しを続けているものの、このところ足踏み感もうかがわれる		足もと、震災に伴う一連の影響から下押し圧力がみられる
東北	製造業を中心に改善の動きに一服感がみられるものの、全体としては持ち直している		これまで持ち直しの動きを続けてきたが、震災により、太平洋側を中心としたきわめて広範な地域が被災し、社会インフラ、生産・営業用設備の棄損が生じたことから、経済的にも甚大な被害が生じている
北陸	持ち直しの動きが弱まりつつある		震災の影響の広がりから、このところ停滞感がみられており、企業の業況感や家計のマインドが慎重化している
関東甲信越	緩やかに回復しつつあるものの、改善の動きに一服感がみられる。また、地理的および業種間のばらつきも残存している		震災の影響に伴う生産活動の大幅な低下等から厳しい状況にある
東海	足踏み状態となっている		持ち直しつつあったが、足もとでは悪化しているとみられる
近畿	緩やかな回復基調にあるものの、このところ足踏み状態となっている		緩やかな回復基調にあり、昨秋からの足踏み状態を脱しつつあったが、足もとでは震災の影響が生産面などにみられ始めている
中国	回復の動きに一服感がみられる		震災の影響を受けて、生産活動の制約や個人消費関連での自粛ムードの広がりなどから、停滞色がみられ始めている
四国	持ち直しの動きに一服感がみられる		持ち直し基調にある。なお、先行きにかけては、今回の震災によって、生産活動のほか企業や家計のマインド等が短期的には下押しされる可能性が高い
九州・沖縄	一部に駆け込み需要の反動がみられるものの、全体としては緩やかな回復基調を維持している		緩やかに回復してきたものの、足もとでは震災による供給面の制約等の影響がみられている

(注) 全文は、<http://www.boj.or.jp/research/brp/rer/rer110411.htm/>を参照。

(資料) 日本銀行「地域経済報告 (2011年4月)」

2011年4月28日  
日 本 銀 行

## 経済・物価情勢の展望（2011年4月）

【基本的見解】<sup>1</sup>

## 1. はじめに

わが国経済は、本年入り後、景気の改善テンポが鈍化した状態から脱しつつあったが、3月11日に発生した東日本大震災により、状況は大きく変化した。震災により、当面、わが国経済に対して大きな下押し圧力がかかり続けることは避けられない。今回の展望レポート（「経済・物価情勢の展望（2011年4月）」）で示す2012年度までの日本経済の見通しを点検するに当たっては、以下のような視点を持つておくことが重要である。第1に、震災による経済への下押し圧力は、基本的には資本設備の毀損等による供給面のショックとして現われており、海外経済の高成長など、震災前まで日本経済の回復を支えていた基本的な条件に大きな変化はない。この点、金融ショックによって世界的に需要が急減したリーマン・ショック時とは異なる。第2に、震災の影響は、時間の経過とともに変化していくことに留意する必要がある。短期的には供給面の制約に伴う影響が大きく出るが、その後は、供給面の制約が和らいでいくうえ、毀損した資本ストックを復元していく動きが顕現化してくる。さらにより長期的には、震災が、わが国経済の趨勢的な成長力にどのような影響を与えていくかという点も重要である。第3に、これらの震災の影響の現われ方については、その時期や規模を含め様々な点で不確実性が大きい。このため、先行きの経済・物価動向を見通すに当たっては、中心的な見通しだけではなく、従来以上にリスク要因を注意深く点検していくことが重要である。

<sup>1</sup> 4月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

以下では、上記の留意点を念頭に置いたうえで、まず、わが国経済の基調的な動きを左右する海外経済や国際金融資本市場の動向を記述し、その後、わが国の金融環境を評価する。そのうえで、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を記述した後、中心的な見通しに対する上振れ要因・下振れ要因を検討する。最後に、金融政策運営の基本的な考え方を整理する。

## 2. 海外経済および国際金融資本市場

海外経済は、2010年夏場以降、回復初期局面における在庫復元の動きが一巡したこともあって、成長ペースが幾分鈍化した。もっとも、海外経済の回復基調自体は途切れず、新興国・資源国の高成長に牽引される形で、昨年秋以降、世界経済の成長率は、再び、歴史的にみてかなり高い水準となってきた。こうした高成長を背景に世界的に物価上昇圧力が徐々に高まりつつあり、新興国・資源国では金融引き締め動きが続いているほか、先進国においても、一部で金融緩和を修正する動きがみられ始めている。地域別にみると、米国経済は、2010年秋以降、金融緩和や減税措置延長などの財政刺激策などもあって、先行きの回復傾向の持続性に対する懸念は後退している。欧州経済は、輸出が伸びているドイツなど一部の国と、ソブリン問題を背景とした緊縮財政の影響から低調な動きが続く域内周縁国の間で、景気回復ペースの格差が顕著となっているが、全体としてみると、緩やかに回復している。この間、新興国・資源国経済は、旺盛な内需や海外からの資本流入のもとで高成長が続いている。

先行きの海外経済については、新興国・資源国経済の高成長に牽引され、回復を続けることが想定される。世界経済全体の成長率は、2010年に続き、2011年、2012年も、高い成長率を記録した金融危機前の10年間の平均を上回って推移する見込みである<sup>2</sup>。地域別にみると、米国経済については、

---

<sup>2</sup> 因みに、IMFが4月に発表した世界経済の成長見通し（各国・地域の実質成長率見

新興国・資源国向けを中心に輸出が増加基調をたどるほか、緩和的な金融環境を背景に、個人消費や設備投資が引き続き緩やかに増加するため、回復が続けると考えられる。欧州経済については、輸出の増加が徐々に内需に波及し、中心国と周縁国の格差を伴いながらも、全体として緩やかな回復が続くとみられる。新興国・資源国経済は、インフレ懸念の高まりを背景に、金融引き締め動きが続くとみられるが、旺盛な内需や海外からの資本流入が続くもとで、高めの成長を維持する公算が高い。このうち、中国経済は、所得水準の向上や都市化の進展を背景として、個人消費や住宅投資、各種のインフラ投資が増加基調をたどるため、高成長を維持すると考えられる。NIEs・ASEAN 諸国の経済は、輸出に加え、設備投資や個人消費などの国内民需も増加が続くと見込まれるため、景気は拡大基調をたどると予想される。

国際金融資本市場の動きをみると、2010年秋以降は、米国景気に対する見方が改善したことなどを背景に、投資家のリスク回避姿勢が後退し、多くの国で株価が上昇基調をたどった。債券市場では、米国の長期金利が上昇し、これにつれて、各国の長期金利は上昇した。この間、欧州では、ギリシャ危機以降、安定化に向けた各種枠組みが整備されつつあるもとで、アイルランドやポルトガルが金融支援を要請するなど、欧州周縁国のソブリン問題とその国際金融資本市場への影響が懸念される状況が続いている。わが国における震災発生直後は、一時的に、経済の先行きを巡る不透明感の高まりから各国で株価や長期金利が下落するなど、市場のリスク回避姿勢が高まったが、その後は概ね落ち着きを取り戻している。為替市場では、ボラティリティが大きく高まり、円の対米ドル相場は一時史上最高値の76円25銭を記録したが、G7諸国による協調介入を機に、82円～83円での

---

通しを購買力平価ベースで集計したもの)をみると、2011年、2012年の成長率は、それぞれ4.4%、4.5%となっている。なお、金融危機前の10年間(1998～2007年)の平均の成長率は、4.0%となっている。

推移となった。今後も、国際金融資本市場については、欧州周縁国のソブリン問題の帰趨、世界的な金融緩和修正に伴う資本移動の変化など、投資家のリスクテイク姿勢の変化に留意しつつ、その動向を注意してみていく必要がある。

### 3. わが国の金融環境

わが国の金融動向をみると、震災後も、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。金融市場も、日本銀行による潤沢な資金供給を背景に安定して推移している。わが国の金融環境は総じて緩和の動きが続いているが、震災後は、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。

今後の金融環境を展望すると、当面は、震災の影響による売り上げの落ち込みを主因に、資金繰りが厳しくなる先が、中小企業を中心に増えると思われるほか、先行きの不透明感の高まりから手元資金を積み増す動きもみられており、企業の資金需要が増加する可能性が高い。もっとも、企業の資金調達環境について、CP・社債市場をみると、CP市場では、良好な発行環境が続いているほか、社債市場についても、不透明感の高まりから、震災後に発行を見送る動きがみられていたが、このところ信用スプレッドの実勢が震災直後と比べて幾分低下するなか、社債発行の動きが徐々にみられ始めている。一方、中小企業の資金調達に占めるウェイトの高い銀行貸出を巡る状況をみると、民間金融機関は、これまでの増資や内部留保の蓄積を通じて自己資本の充実に努めていることから、今後の資金需要の増加に十分応えられる状況にある。また、信用保証協会による災害関連保証など、金融面での各種措置の効果も見込まれる。そうしたもとで、金融環境は、日本銀行による強力な金融緩和策が一段と浸透していくにつれて、基調的には緩和の動きが続くと考えられ、国内民間需要が回復に向かう動きを下支えしていくと予想される。

#### 4. わが国の経済・物価の中心的な見通し

##### (1) 経済情勢

上述の海外経済の動向と内外の金融情勢を踏まえたうえで、わが国経済の先行きについて、相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）を検討する。

わが国の経済は2010年秋口以降、耐久消費財に関する駆け込み需要の反動の影響が大きかったうえ、海外経済の成長ペースが一時的に鈍化するもとで、夏場の円高の影響や情報関連財の在庫調整の動きも加わり、輸出が横ばい圏内の動きとなった。このため、景気は改善の動きが弱まった。もともと、2011年入り後は、海外経済の成長率が再び高まるもとで、震災前には、輸出や生産が増加基調に復する動きがみられるなど、改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつある状況となっていた。このように、震災前までの景気展開は、前回（2010年10月）の展望レポートにおける見通しにほぼ沿った動きとなっていた。

こうした状況は、今回の震災によって大きく変化している。震災後は、わが国経済が、供給面で大きな制約を受けているため、海外経済の回復を起点として輸出や生産の増加がわが国経済の回復を支えていくというメカニズムが弱まっている。すなわち、震災により、広範囲に及ぶ被災地域で、多くの資本設備が失われたほか、全国的に、材料・部品調達の困難化からサプライチェーンに大きな障害が生じている。また、電力不足の問題も供給面の制約となっている。このため、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内向けの出荷・販売に大きな影響が及んでいる。このように、震災の影響は主として供給面の制約を通じてわが国経済に現われているが、需要面でも、今回の原子力発電所の事故による影響をはじめ、先行きに関する不透明感を背景とした企業や家計のマインドの悪化を通じて、設備投資や個人消費を下押ししているとみられる。今回の原子力発電所の事故は、



上記のマインドを通じる影響に加えて、海外からの訪日者数の減少などを通じて、個人消費や観光などに悪影響を与えている可能性も高い。

今後の経済の見通しは、電力を始めとする様々な供給面の制約が、いつ、どの程度のペースで解消していくかに大きく依存する。そのうえで、先行きを展望すると、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる<sup>3</sup>。すなわち、企業は、被災設備の復旧、代替施設での生産、代替調達先の確保などを進めつつあるが、サプライチェーンの再構築にはある程度の時間を要するとみられる。さらに、電力の供給不足の問題は、電力需要がピークを迎える夏場には経済活動に対して相応の制約となる可能性がある。しかし、秋口以降は、サプライチェーンの再構築も一段と進むとみられることから、電力の需給逼迫が改善に向かうも、供給面の制約は和らいていくと見込まれる。そうした状況になれば、海外経済の改善が輸出や生産の増加につながり、わが国経済の回復を支える原動力として、再びはっきりと作用してくる。さらに、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた動きも、次第にわが国経済を押し上げる方向で寄与してくるものと考えられる。

以上のような動きを背景に、わが国経済は、2011年度前半は、下押し圧力が強い状態が続いた後、年度後半にかけては、輸出や生産がはっきりとした増加に転じるも、年度前半からの反動もあって、景気回復テンポが高まる可能性が高い。2012年度入り後は、輸出・生産を起点とする所得・支出への波及メカニズムの働きがはっきりし始めるとともに、資本ストックの復元に向けた需要の増加も続くため、潜在成長率を上回る成長が続く

<sup>3</sup> 阪神・淡路大震災発生時（1995年1月）の全国の生産は、前月比-2.6%と落ち込んだが、翌2月には同+2.2%と反動増となった。輸出についても、同様の動きを示した。このように、短期間のうちに震災の全国的な影響が減退したのは、電力供給やサプライチェーンの面で制約が生じなかったこともあって、代替生産が短期間で可能になったためと考えられる。

と考えられる<sup>4</sup>。こうした見通しの内容を、企業・家計の部門別にやや詳しく述べると、以下の通りである。

まず、企業部門をみると、製造業では、当面、供給面の制約から、生産活動が大きく制約され、輸出も大きく落ち込むと考えられる。非製造業部門についても、電力供給の制約や製造業の生産活動水準の低下の影響から、当面、業況が悪化する可能性が高い。企業収益は、輸出・生産の大幅な減少に、国際商品市況上昇の影響も加わり、大きく下押しされるとみられる。このため、震災前に緩やかに持ち直していた設備投資も、いったん弱含みとなる可能性が高い。もっとも、2011年度後半を展望すると、供給面の制約が和らいでいくため、海外経済が高めの成長を続けるもとの、輸出や生産は、再び増加していくとみられる<sup>5</sup>。また、震災によって毀損した資本ストックを復元する動きも顕現化してくると予想される。そうしたもとの、震災の影響によっていったん下振れた企業収益は再び改善に向かい、つれて設備投資も持ち直しに向かうと考えられる。

次に、家計部門について、雇用・所得環境をみると、震災の影響により生産活動の水準が低下し、雇用の過剰感が高まるため、弱めの動きとなる可能性が高い。また、先行き不透明感を背景とする消費者マインドの慎重化もあって、当面、個人消費はいったん落ち込む可能性が高い。その後、2011年度後半以降は、生産活動の回復に伴う雇用・所得環境の改善を背景

---

<sup>4</sup> 見通し期間中の潜在成長率を、生産関数アプローチに基づく一定の手法で推計すると「0%台半ば」と計算される。ただし、潜在成長率については、推計手法に依存する面が大きいほか、今後のデータ蓄積を経てより正確な認識が可能になる性格のものであるため、相当幅をもってみる必要がある。なお、今回の震災の影響による供給制約については、一時的であり、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長率には基本的に影響しないと考えられる。

<sup>5</sup> 生産や輸出が増加基調に復していく過程では、これまで抑えられてきた需要が顕現化することや、取り崩した在庫を復元していく動きも考えられるため、その伸び率がいったん大幅なものとなる可能性が高い。もっとも、生産が増加に転じていくタイミングについては、サプライチェーンが再構築されていくペースや、電力の需給動向に大きく左右されるため、不確実性が大きい。

に、個人消費も緩やかに持ち直していくものとみられるが、雇用者報酬の増加が明確となるのは、景気の自律的な回復がよりはっきりする2012年度以降になるとみられる。このため、個人消費の回復ペースも暫くの間は緩やかなものに止まる公算が高い。この間、住宅投資については、震災の影響による資材不足などから、当面、住宅建設が一部で遅延する可能性がある。もっとも、見通し期間を通じてみれば、借入金利の低下や毀損した住宅ストックの復元に向けた動きなどを背景に、緩やかに改善していくと考えられる。

## (2) 物価情勢

以上の経済情勢の展望を踏まえ、物価の動向を点検する。まず、消費者物価（除く生鮮食品。以下同じ。）の現状をみると、前年比下落幅は縮小を続けてきた。最近では、高校授業料無償化等の影響を除けば、マクロ的な需給バランスが緩やかに改善するもとの、国際商品市況高の影響もあって、消費者物価の前年比は小幅のプラスに転じている<sup>6</sup>。

先行きの物価を巡る環境を展望すると、個別の財やサービス市場では、震災の影響による供給制約が、ボトルネック状況などにつながり、これが物価上昇圧力となる可能性はあるものの、マクロ的な需給バランスは、震災の影響により供給面での制約が厳しくなると同時に、需要も減退するとみられるため、その変動については、短期的には不確実性が高い<sup>7</sup>。もっとも、やや長い目でみれば、景気が緩やかな回復経路に復していくに従って、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率は、家計や企業、エコノミストを対象としたアンケート調

<sup>6</sup> 2010年度の消費者物価指数については、物価の基調的な動きを判断するため、前年比を1年間大きく押し下げる要因となった高校授業料無償化等の影響を除いている。

<sup>7</sup> もともと、マクロ的な需給バランスの計測値は、やや長い目で、かつ幅をもってみるべきものである。足もとは、電力の供給不足やサプライチェーンの障害など異例の現象が生じているため、その点に特に注意する必要がある。

査等からみて、これまでのところ大きな変化は窺われず、見通し期間においても安定的に推移すると想定している。市場参加者やエコノミストによる中長期的な予想物価上昇率は、ここ数年、概ね1%程度で安定的に推移している。国際商品市況については、新興国・資源国の高い成長などを背景に、持続的に上昇しており、先行きについても、緩やかに上昇を続けることを想定している。

以上の環境を前提に、物価情勢の先行きをみると、国内企業物価指数の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとの、国際商品市況の上昇を反映し、見通し期間を通して上昇が続くと見込まれる。消費者物価についても、国際商品市況上昇の影響がラグを伴いつつ波及すると思われる。加えて、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が基調的にみて改善していくことから、消費者物価の前年比は、見通し期間を通して、小幅のプラスで推移すると見込まれる<sup>8</sup>。

## 5. 上振れ要因・下振れ要因

### (1) 経済情勢

以上は、現時点で相対的に蓋然性が高いと判断される見通し（「中心的な見通し」）である。こうした見通しに対する上振れまたは下振れ要因としては、以下のような点に注意する必要がある。

第1に、今回の震災がわが国経済に与える影響については、不確実性が大きい。まず、電力の供給不足やサプライチェーンにおける障害の帰趨について現時点で見通すことは難しく、このため、供給面の制約が解消する時期については、不確実性が高い。その経済活動に対する影響も、問題の

<sup>8</sup> 今回の消費者物価の見通しは、現行の2005年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について2011年8月に2010年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2011年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

解決テンポや企業による対応の進捗度合いに大きく依存している。さらに、毀損した資本ストックを復元していく動きについても、その時期と規模については不確実性が大きい。より長い目でみると、今回のサプライチェーンの障害や電力インフラの毀損などへの対応を機に生産拠点の海外への移管が加速する可能性がある一方、新たなサプライチェーンの構築、震災の経験を踏まえたリスク管理体制の見直しや、農漁業の再興などの過程で、各経済主体の前向きかつ創造的な動きが新しい需要の創出に繋がっていく可能性もある。一方、マインドを通じた影響については、原子力発電所の事故の帰趨が及ぼす影響に加え、企業収益や雇用者所得見通しの不確実性等について留意する必要がある。他方、震災後の上記懸念材料が早期に解消方向に向かい、経済の先行きに対する不確実性が低下していけば、企業や家計のマインド好転を通じて、わが国経済が見通しに比べて上振れる可能性がある。

第2に、中心的な見通しでは、企業や家計の中長期的な成長期待は維持されることを想定しているが、震災を契機とした企業や家計の成長期待の変化にも注意を要する。この点、わが国経済は、これまでも、成長力強化という基本的な課題に直面してきたが、その重要性は一段と増している。震災の影響からわが国経済の中長期的な成長力に対する懸念が高まる場合、企業や家計の支出意欲を抑制し、長期間にわたって経済を下押しするリスクがある。また、震災を契機に、成長戦略への取り組みに弾みをつけていくことができれば、企業や家計の中長期的な成長期待が上振れる可能性もある。

第3に、海外経済の動向である。先進国経済の動向をみると、米国経済については、先行きの不透明感が昨年秋以降後退しているが、他方で、バランスシートの調整圧力は引き続き経済の重石となって作用している。欧州については、周縁国のソブリン問題を巡る懸念が、金融市場の動揺を通

じて、実体経済活動をも下押しし、それらが相乗的に悪影響を及ぼし合うこととならないか、注意が必要である。この点、わが国を含め、多くの先進国では、公的債務残高が大きく増加している。こうしたもとで、財政再建に向けた取り組みが急務となっており、仮にこうした取り組みが市場によって不十分と評価された場合には、長期金利の上昇やコンフィデンスの低下などを通じて、実体経済にマイナスの影響が及ぶ可能性が高い。新興国・資源国経済は、旺盛な内需を中心に高めの成長を維持する公算が高く、海外からの資本の流入も相俟って、これらの国の景気が強まる可能性がある。その場合、輸出の増加を通じて、わが国経済にとって上振れ方向に作用する可能性がある。一方、多くの新興国・資源国では、金融引き締め動きが続いているが、景気の過熱感やインフレ懸念が十分に沈静化されている状況ではない。このため、景気の振幅が拡大し、より長い目で見れば、持続的成長を損なう可能性もある点には留意が必要である。

第4に、国際商品市況が一段と上昇した場合の影響についても注意が必要である。国際商品市況上昇の背景としては、まず、エネルギー効率が低い新興国経済が高成長を続け、そうした高成長のもとで生活水準が急速に高まるといった、実需面の要因が挙げられる。このため、国際商品市況の上昇が新興国・資源国の高成長に見合ったものであれば、わが国への影響は、こうした国への輸出や直接投資収益の受取りの増加で相殺されると考えられる。もっとも、このところの価格上昇には、中東や北アフリカにおける地政学的リスクの高まりや、天候不順・自然災害などに伴う供給面の要因も作用している。また、世界的な金融緩和継続などを背景とする金融面の動きが、国際商品市況の動きを加速させている面もある。国際商品市況が一段と上昇した場合、交易条件のさらなる悪化に伴う実質購買力の低下や企業収益の悪化が国内民間需要を下押しする方向で作用することには留意が必要である。

## (2) 物価情勢

物価情勢の先行きについても、上下両方向の不確実性がある。まず、景気について、上述のような上振れ、下振れ要因が顕現化した場合、物価にも相応の影響を及ぼすとみられる。この点、震災が物価に与える影響の評価については注意が必要である。前述の通り、震災がマクロ的な需給バランスに与える影響は、供給面の制約による引き締め方向への動きと、需要が減少することによる緩和方向への動きの両面を考慮する必要がある。この間、電力不足などにより、経済全体の供給能力が長期間にわたって制約されることになれば、物価に対しては、マクロ的な需給バランスの引き締め方が、上振れ要因として作用する可能性も高い。ただし、供給制約による景気悪化が長期化し、企業収益や雇用者所得に持続的な下押し圧力がかかり続ければ、需給バランスの悪化につながり、物価に対して下振れ要因となる可能性もあることに注意が必要である。

このほか、物価に固有の要因としては、第1に、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が挙げられる。わが国経済は、先行きにかけて、回復経路に復していくと考えられるが、景気回復のペースは緩やかなものに止まる可能性が高い。こうした環境のもとで、企業や家計が持続的な物価下落を予想するような事態が生じた場合には、実際の物価にも、賃金とともに、下方圧力がかかる可能性がある。また、本年8月の基準改定に伴い、実際に消費者物価指数の前年比が下方改定された場合、企業や家計の予想物価上昇率に影響を与えることがないか注意していく必要がある。

第2に、輸入物価の動向である。原油をはじめとする一次産品の価格動向には、上下両方向に不確実性が大きい。中東や北アフリカの政治状況を巡る動き、相対的にエネルギー効率が低い新興国経済の動向や、世界的な金融緩和を背景とする商品市場への資金流入の状況次第では、一次産品価格が上下に大きく変動する可能性がある。為替相場の変動も、実体経済の

振幅を通じるルートに加え、輸入物価の変化を通じて、消費者物価に相応の変化をもたらし得る。

## 6. 金融政策運営

日本銀行は、東日本大震災発生の直後から、主に、金融・決済機能の維持、金融市場の安定確保、経済の下支えの3つの観点から、様々な措置を迅速に講じてきた。まず、金融・決済機能を維持するため、被災地への現金の供給や、日銀ネットをはじめとした主要決済システムの安定稼働確保に万全を期してきた。また、震災直後の予備的な資金需要の高まりに対応して、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行ってきた。さらに、企業マインドの悪化や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりが経済に悪影響を与えることを未然に防止するため、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、金融緩和を一段と強化した。こうした措置に加えて、日本銀行は、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施するほか、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることとしている。

日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、すなわち「金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率」を念頭に置いた上で、経済・物価情勢について2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理することとしている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、問題が生じていないことを条件に、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。「中長期的な物価安定の理解」については、今回の会合において点検を行った結果、



「**中長期的な物価安定の理解**」となった。

まず、第1の柱、すなわち先行き2012年度までの経済・物価情勢について、相対的に蓋然性が高いと判断される中心的な見通しについて点検する。上述の通り、わが国経済は、震災の影響により、当面、**生産面を中心に下押し圧力が強い状況が続くと考えられる**。もともと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、わが国経済は、2011年度後半以降、**緩やかな回復経路に復していくと**考えられる。物価面では、マクロ的な需給バランスが基調的に改善していくも、消費者物価の前年比は、**見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると見込まれる**。こうした経済・物価見通しを総合的に評価すると、日本経済は、**「中長期的な物価安定の理解」に基づいて物価の安定が展望できる情勢になったと判断されるにはなお時間を要するものの、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的成長経路に復していくと**考えられる。

次に、第2の柱、すなわち、より長期的な視点も踏まえつつ、金融政策運営の観点から重視すべきリスクを点検する。景気については、震災がわが国経済に及ぼす影響の不確実性が大きい。さらに、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けて、新興国・資源国の経済が上振れる可能性がある。米国経済については、成長率が上振れる可能性もある一方で、バランスシート調整が景気を下押しするリスクがあるほか、欧州については、ソブリン問題の帰趨に引き続き注意が必要である。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加に繋がる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下など

により、物価上昇率が下振れるリスクもある。

以上の2つの柱に基づく点検を踏まえると、日本経済は、やや長い目でみれば、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復していくと考えられる。ただし、当面は、震災の影響を中心に、景気の下振れリスクを意識する必要がある。

先行きの金融政策運営については、上述の2つの柱による点検を踏まえ、日本銀行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰するために、「包括的な金融緩和政策」を通じた強力な金融緩和の推進、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援という3つの措置を通じて、中央銀行として最大限の貢献を粘り強く続けていく。今後とも、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検した上で、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

(参考1)

▽2010～2012年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年度	+2.8～+2.8 <+2.8>	+0.7	-0.3【P】
1月時点の見通し	+3.3～+3.4 <+3.3>	+0.5～+0.6 <+0.5>	-0.4～-0.3 <-0.3>
2011年度	+0.5～+0.9 <+0.6>	+1.6～+2.6 <+2.2>	+0.5～+0.8 <+0.7>
1月時点の見通し	+1.4～+1.7 <+1.6>	+0.7～+1.2 <+1.0>	0.0～+0.4 <+0.3>
2012年度	+2.7～+3.0 <+2.9>	+0.3～+0.7 <+0.6>	+0.5～+0.7 <+0.7>
1月時点の見通し	+1.9～+2.2 <+2.0>	+0.5～+0.8 <+0.7>	+0.2～+0.8 <+0.6>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(注2) 各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成している。

(注3) 2010年度について、実質GDPは政策委員の見通し。国内企業物価指数と消費者物価指数(除く生鮮食品)は実績値。

(注4) 2010年度の消費者物価指数については、前年比を1年間大きく押し下げる要因となった高校授業料の影響を除いている。高校授業料については、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比を0.5%程度押し下げたと試算される。

(注5) 今回の消費者物価の見通しは、現行の2005年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について2011年8月に2010年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2011年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

(注6) 政策委員全員の見通しの幅は下表の通りである。

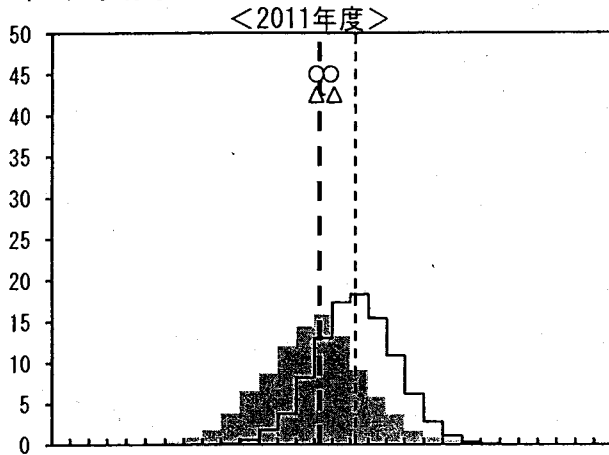
——対前年度比、%。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2010年度	+2.7～+2.9	+0.7	-0.3【P】
1月時点の見通し	+3.2～+3.5	+0.4～+0.6	-0.4～-0.2
2011年度	+0.5～+1.0	+1.5～+2.7	+0.5～+0.9
1月時点の見通し	+1.4～+1.8	+0.6～+1.2	-0.1～+0.4
2012年度	+2.5～+3.0	+0.1～+1.0	+0.4～+0.7
1月時点の見通し	+1.8～+2.4	+0.3～+1.0	0.0～+0.8

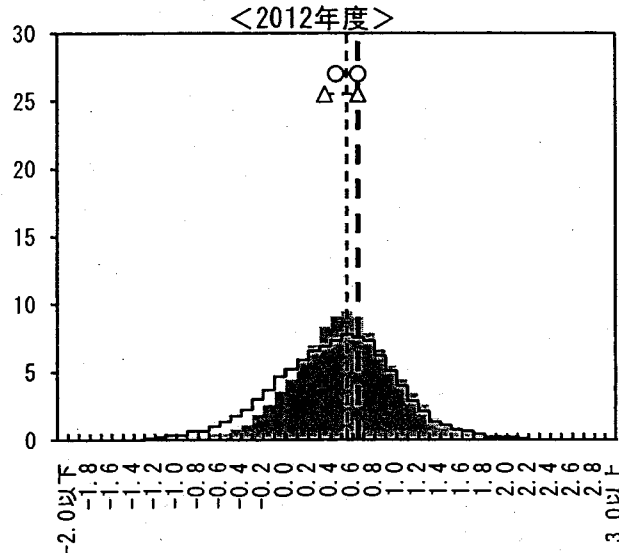
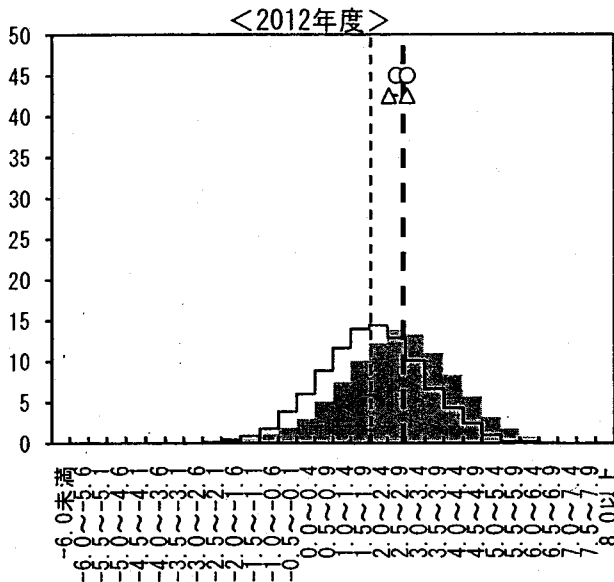
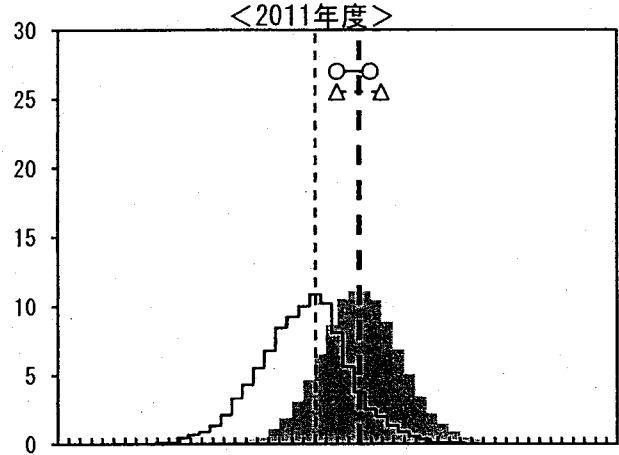
(参考2)

## リスク・バランス・チャート

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 縦軸は確率 (%) を、横軸は各指標の値 (前年比、%) を示す。今回の確率分布は棒グラフで示されている。実線は2011年1月時点の確率分布を表す。

(注2) 縦の太点線は、政策委員の見通しの中央値を表す。また、○で括られた範囲は政策委員の大勢見通しを、△で括られた範囲は全員の見通しを、それぞれ表す。

(注3) 縦の細点線は、2011年1月時点の政策委員の見通しの中央値を表す。

(注4) リスク・バランス・チャートの作成手順については、2008年4月の「経済・物価情勢の展望」BOXを参照。

## 【背景説明】

### 1. 2010年度の経済・物価・金融情勢

#### (経済動向)

2010年度の日本経済を振り返ると、春頃には、海外経済の改善や各種政策の効果などから緩やかに回復しつつあったが、秋口以降、海外経済の減速や為替円高による企業マインド面への影響に加え、耐久消費財に関する駆け込み需要の反動もあって、改善の動きが弱まった(図表1)。2011年入り後は、海外経済の成長率が再び高まる中、日本経済も改善テンポの鈍化した状態から徐々に脱しつつあった。しかし、2011年3月11日に発生した東日本大震災の影響により、生産面を中心に、強い下押し圧力がかかることとなった。以下では、各コンポーネントの動きについて、基本的には、震災前の状況について説明を行なう。震災後の状況については、2.で詳しく述べることとする。

まず、輸出をみると、海外経済の動きを受けて多少の振れを伴いながらも、増加基調を続けた。2010年春頃までは、リーマン・ショック後の在庫復元の動きや政策効果に支えられて、海外経済が高めの成長を続けるもとで、わが国の実質輸出も大幅な増加を続けた(図表2)。もっとも、夏以降、海外経済は、在庫復元の一巡に加え、財政面での需要刺激効果の弱まりや、新興国・資源国における金融緩和策の修正の動きなどから、その成長ペースが鈍化した。さらに、世界的な情報関連財の在庫調整や為替円高の影響もあって、わが国の実質輸出の増加ペースは横ばい圏内にまで減速した。その後、海外経済の成長率が再び高まっていくもとで、わが国の実質輸出も、増加基調に復する動きがみられた。この間、実質輸入については、年度初は高めの伸びとなったが、次第に鈍化し、横ば

い圏内の動きとなった。

こうしたもとで、国内民間需要には持ち直しの動きがみられた。企業収益は、売上が増加したことに加え、人件費の抑制など企業のコスト削減努力が行われたことから、改善を続けた。もっとも、年度半ば以降は、海外経済の減速や原材料価格の上昇などにより、企業収益の改善ペースは鈍化した（図表3(1)）。設備投資は、生産の増加や収益の回復などを背景に、持ち直しに向かったが、設備過剰感が依然として残る中で、そのペースは緩やかなものとなった（図表3(2)）。この間、雇用・所得環境は、失業率が高水準で推移するなど厳しい状態が続いたが、厳しさの程度は幾分和らいだ。雇用者所得は、雇用者数、名目賃金ともに、前年比小幅プラスに転化した（図表4）。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費は、各種政策を背景に、耐久財消費を中心に持ち直し基調を続けた（図表5(1)）。特に夏には、エコカー補助終了前の駆け込み需要により自動車販売が増加したほか、猛暑の影響によってエアコンや飲料などの売上も増加した。また、たばこ税増税前の駆け込みからたばこの販売も増加した。秋以降は、家電エコポイント制度の見直しに伴う駆け込み需要を背景に、薄型テレビなどが大幅に増加したものの、たばこや自動車における駆け込み需要の反動が強く出たため、個人消費全体では弱めの動きとなった。この間、消費者コンフィデンスは、震災前までは、振れを伴いながらも回復傾向をたどった（図表5(2)）。住宅投資は、政府の住宅購入促進策や在庫調整の進捗などを背景に、下げ止まりから持ち直しに向かった（図表6）。

以上の内外需要の動向を背景に、リーマン・ショック後の大きな落ち込みから回復を続けていた鉱工業生産は、2010年末にかけていったん減少したものの、2011年入り後には増加基調に復しつつあった（図表7(1)）。

生産の前年比を業種別にみると、2010年度初は、輸送機械や電子部品・デバイスをはじめとする多くの業種で伸びが高まった。しかし、夏以降、輸出の鈍化、情報関連財の在庫調整、エコカー補助終了後の反動減などを背景に、それらに関連する業種を中心に、伸びが低下した。この間、在庫については、年度初は抑制されていたが、情報関連財における世界的な在庫調整の影響もあって、次第に、在庫が出荷の伸びを上回るようになった(図表7(2))。全産業活動指数の前年比をみると(図表8)、いったん急速に増加した製造業では、伸び率が次第に低下したが、非製造業では、緩やかな増加が続いた。

以上のような実体経済動向を反映し、労働や設備の稼働状況は改善を続けた(図表9(1)(2))。短観の生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均した指標をみると、過剰超幅は縮小した。また、マクロ的な需給ギャップの推計値も、マイナス幅が着実に縮小した。ただし、景気の改善テンポが鈍化した2010年末にかけては、縮小傾向が頭打ちとなった(図表9(3))。

#### (物価動向)

物価面をみると、マクロ的な需給バランスが徐々に改善したことに加え、国際商品市況が上昇したことから、物価の下落幅が縮小する展開となった。国内企業物価の前年比は、夏場頃までゼロ%近傍で推移したが、秋以降、国際商品市況の上昇を背景に、プラス幅が拡大した(図表10(1))。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比については、基調的にみると下落幅が縮小を続けた(図表11、12(1))<sup>9</sup>。食料・エネルギーを除くベース

<sup>9</sup> 消費者物価を一時的に押し下げている高校授業料を除いたベースでみると、前年比はプラスに転化した(図表11(2))。ただし、2010年10月以降の前年比は、たばこ税増税の影響により+0.3%ポイント程度、傷害保険料引き上げの影響により+0.1%ポイント

や刈込平均値でも、消費者物価の前年比下落幅は縮小傾向をたどった。これは、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移する中、マクロ的な需給バランスの緩やかな改善の影響が、タイムラグを伴いながら、物価面に及んできたためと考えられる。消費者物価の内訳をみると、財では、石油製品のプラス寄与が拡大したほか、食料工業製品のマイナス幅が縮小した（図表 12(2)）。サービスでは、家賃のマイナス幅が拡大したものの、その他のサービス価格のマイナス幅が外国パック旅行の動きなどを受けて縮小し、全体でもマイナス幅が縮小した（図表 12(3)）。

#### （金融市場動向）

国際金融資本市場は、2010年春から秋にかけて、不安定になった。これは主として、ギリシャなど欧州周縁国のソブリン問題が懸念される状況となったことや、その後、米国で市場予想を下回る経済指標が続いたことなどから、グローバル投資家のリスク回避姿勢が強まったためである。欧州周縁国のソブリン問題への懸念は、短期間で払拭することは難しい問題である。このため、これが不安材料として意識され続け、当該国のクレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムや長期金利の対ドイツ国債スプレッドは、振れを伴いつつも拡大した状態が続いた（図表 13）。

2010年秋以降、米国経済の先行きに対する悲観論が、金融・財政両面の需要刺激策もあって後退したことなどから、国際金融資本市場では、各国の株価が上昇基調をたどるなど、改善の動きが広がっていた。2011年3月にわが国で震災が発生すると、一時的に投資家のリスク回避姿勢が強まる局面もみられたが、その後は落ち着きを取り戻した。

---

程度、それぞれ消費者物価の前年比の押し上げに寄与している。



この間、米欧では、政策金利が低い水準に維持されてきたが、4月には、欧州でインフレ圧力の高まりを理由に利上げが実施された(図表 14(1))。この間、新興国・資源国では、金融引き締めの動きが続いた(図表 14(2))。

わが国の金融資本市場をみると、日本銀行が強力な金融緩和を推進するもとで、短期金融市場では、コールレートがきわめて低い水準で推移した(図表 15(1))。また、ターム物金利のうち、銀行間取引金利は、緩やかに低下した後、低位で横ばいとなった(図表 15(2))。先物などの市場情報からは、短期金利は当面低利で推移するという市場参加者の見方が読み取れる(図表 15(3))。

わが国の長期金利や株価は、震災前までは、基本的に米欧につれる展開をたどっていた。長期金利のうち10年物や5年物は、米欧の長期金利につれる形で、2010年秋にかけていったん低下し、その後は、振れを伴いつつも上昇した(図表 16)。わが国の株価は、2010年秋にかけて米欧株価が下落すると、それにつれて下落した。ただし、その後、米欧株価が回復する局面では、為替円高が重石となり上昇幅が相対的に小さいものとなった(図表 17)。為替市場では、2010年秋にかけて内外の金利差が縮小する中、円高が進行した後、概ね横ばい圏内で推移していた(図表 18)。

2011年3月に震災が発生すると、わが国経済の先行きを巡る不透明感の高まりにより、投資家のリスク回避姿勢が急速に強まったことなどから、一時、株価が大きく下落したほか、為替市場で円高が進む局面もあった。もともと、その後、日本銀行による潤沢な資金供給のもとで、金融市場は、概ね落ち着きを取り戻し、全体として安定した状態となった。

こうした中、日本銀行は、金融緩和の強化を進めていった。2010年8月には、固定金利方式の6か月物の共通担保資金供給オペレーション(固定金利オペ)を導入するとともに、固定金利オペによる資金供給額を20兆円

程度から 30 兆円程度に増額した。10 月には、実質ゼロ金利政策の明確化、「中長期的な物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化、多様な金融資産の買入れ等を行う基金の創設という 3 つの措置からなる包括的な金融緩和政策を実施することとした。さらに、震災後には、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を 5 兆円程度増額し、資産買入れ額を従来の 2 倍の 10 兆円程度、基金の総額を 40 兆円程度とすることを迅速に決定した（図表 19）。

### （金融環境）

わが国の金融環境をみると、2010 年春以降、緩和の動きが続いた。CP 市場では、信用スプレッドが総じて低位で安定する中、良好な発行環境が続いた（図表 20）。社債市場では、発行体の裾野が広がるなど、良好な発行環境が続いていたが、震災後は、不透明感の高まりから、発行が見送られる状態となった。信用スプレッドは、震災前までは、高格付けが低位横ばいとなる中、中低格付社債のスプレッドは、振れを均してみれば、緩やかな低下傾向をたどった（図表 21）。REIT 市場では、日本銀行による包括的な金融緩和政策の発表後、価格が大幅に上昇し、売買高も増加した（図表 22）。貸出金利は、企業の資金需要が後退した状態が続く中、緩やかな低下傾向をたどった（図表 23(1)）。以上のような環境のもとで、企業の資金調達コストは低下してきた。实体经济活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある（図表 24）。

資金供給面をみると、金融機関の融資態度は緩和した。企業からみた金融機関の貸出態度をみても、改善が続いた（図表 25(1)）。資金需要面では、震災前までは、企業の運転資金需要、設備資金需要とも、後退していたほか、一部に、従来積み上げてきた手許資金取り崩しの動きもみられて

いた。しかし、震災後は、一部の企業で運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられた。

以上のような環境のもとで、企業の資金調達動向をみると、2010年から震災前にかけて、銀行貸出は、企業の資金需要の後退などを背景に、減少を続けた（前掲図表 23(2)）。一方、社債の残高は前年を上回ったほか、CPの残高は減少幅が縮小傾向を辿った。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善してきたが、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられた（前掲図表 25(2)）。この間、マネーストック（M2）の前年比は、2%台前半～3%程度の伸びで推移した（前掲図表 23(3)）。

地価は、都市部・地方圏とも、引き続き下落したが、下落幅は幾分縮小した。2011年の地価公示（1月1日時点）をみると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏及び地方圏において、商業地・住宅地ともに、地価は前年比でマイナスとなったが、マイナス幅は幾分縮小した（図表 26）。東京都区部における半期ごとの地価動向をみても、商業地・住宅地ともに、前期比マイナス幅が縮小した<sup>10</sup>。

## 2. 2011年度～2012年度の経済・物価の見通し

### （東日本大震災の影響）

上述のように、わが国経済は、景気の改善テンポが鈍化した状態から脱しつつあったが、3月11日に発生した東日本大震災によって状況は一変した。地震とその後に発生した津波によって、道路や港湾などの社会資本ストック、工場や商業施設などの民間資本ストック、住宅資本ストックが毀損した（図表 27(2)）。また、震災によって発生した原子力発電所の事故

---

<sup>10</sup> 地価公示および都道府県地価調査の共通地点における半期ベースの比較。

は、周辺地域の経済活動を抑制するとともに、広範囲にわたる電力供給の制約要因となった（図表 28）<sup>11</sup>。被災地域における生産活動の縮小や、電力の供給制約は、サプライチェーンを通じて、非被災地域にも広がった。特に、部品点数が多く、それらの在庫をあまり持たない自動車については、サプライチェーンの障害に伴う生産の落ち込みが、直ちにかつ顕著にみられた<sup>12</sup>。このように、震災後は、生産設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約などから、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が発生した。

先行きの状況についてみると、当面、生産面には下押し圧力が働き続けるものの、その程度は徐々に薄まっていくものと予想される。すなわち、電力需給がいったんやや緩和するもとの、生産設備の修復や、海外を含めた非被災地域における代替生産などにより、数か月程度で、サプライチェーンがある程度再構築されていくとみられる。もつとも、夏場には、冷房需要の高まりを背景に、電力供給の制約が強まると予想される。これに対し、供給面、需要面の双方から、停電を回避する様々な努力がなされる見込みながら、電力の制約が経済活動に対して相応の抑制要因となる可能性が高い。

また、震災は、企業や家計のマインド悪化を通じて、需要面にも影響を及ぼしている。すなわち、先行きに対する不確実性の増大や、自粛ムードの高まりなどにより、企業、家計のマインドは冷え込んだ（前掲図表 1 (2)）。

<sup>11</sup> 電力問題についての詳細は、BOX 1 を参照。

<sup>12</sup> 東日本大震災は、阪神・淡路大震災に比べて、被災地域が広範囲に及んでおり、被災規模も大きい（図表 27 (1) (2)）。こうした事情に加えて、今回の被災地域には、電子部品・デバイスをはじめ重要な部品・部材を生産する企業が集積しており（図表 27 (3)）、それらは全国さらには海外にも多く供給されている。このため、被災地域の生産停止は、日本の生産全体に大きな影響を与え、かつ海外生産にも影響が及んだ。なお、阪神・淡路大震災時の経済情勢についてはBOX 2 を参照。

5(2))。このため、企業では、設備投資を先延ばしする動きがみられるほか、家計においても、必需品以外の消費を抑制する動きがみられる。こうした企業や家計の行動も、前述した供給面からの制約に加えて、当面の景気に対して、下押しに働く可能性が高いと考えられる。

しかしその一方で、震災によって毀損した資本ストックの復元に向けた動きが徐々に始まっている。まず、ライフラインや交通網など、被災地の生活や物流に不可欠の社会資本については、既に復旧に向けた作業が行われている。また、民間企業においても被災した機械設備、工場、商業施設の復旧が始まっている。これらの復旧活動も、前述した供給面からの制約などによって、当面は抑制された状態が続くとみられるが、供給面からの制約が和らぐにつれて、より活発化していくと予想される。なお、今回の震災では、被災の程度が甚大であるため、資本ストックの復元に向けた動きは、長期間にわたる可能性が高い。

現在の経済活動の落ち込みは、企業や家計のマインド悪化による面もあるが、基本的には供給面の制約による面が大きい。すなわち、リーマン・ブラザーズが破綻した2008年秋の金融収縮による需要の急落とは、ショックの性格が異なる。このため、供給面からの制約が和らいでいけば、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストック復元に向けた需要の顕在化によって、成長率は徐々に高まっていくと考えられる。ただし、供給面の制約が和らぐ時期やペースについては不確実性が大きいほか、震災をきっかけに、企業や家計の中長期的な成長期待が弱まらないかどうかにも、注意が必要である。

#### (経済・物価見通し)

以上の震災の影響を踏まえたうえで、年度ベースの実質GDP成長率を見通すと、2010年度は2%台後半となったあと、2011年度は0%台半

ば、2012年度は2%台後半と想定される。以上の見通しを1月の中間評価における見通しと比べると、2010および2011年度については、震災の影響による供給面からの制約などにより下振れとなる。一方、2012年度については、供給面からの制約の緩和が成長率には押し上げ要因となるほか、毀損した資本ストックを復元する動きも続くため、上振れとなる。

これを貯蓄投資バランスの観点からみると（図表29）、一般政府の大幅な赤字が続くものの、企業や家計のコンフィデンスの回復が緩やかであるため、民間部門は大幅な貯蓄超過で推移すると考えられる。全体としては後者が前者を幾分上回るため、それと表裏の関係にある経常収支は黒字で推移すると予想される。

物価情勢の先行きを物価指数に即してみると、国内企業物価の前年比は、マクロ的な需給バランスが改善基調で推移するもとの、国際商品市況の上昇を反映して、見通し期間を通じて上昇が続くと見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）についてみると、中長期的な予想物価上昇率が安定的に推移するもとの、原材料価格の上昇に加え、マクロ的な需給バランスが基調的にみて改善していくことなどから、見通し期間を通じて、小幅のプラスで推移すると予想される。こうした見通しを1月の中間評価における見通しと比べると、国内企業物価については、2011年度は上振れとなるが、2012年度は概ね不変となる。消費者物価については、2011年度は、上振れとなるが、2012年度は概ね不変となる。

以上のような経済・物価情勢を踏まえると、名目所得については、2011年度については、いったん、伸び率が鈍化するものの、2012年度については、伸びが高まっていくことが展望できる。

以下、個別項目の動きについて補足する。

（政府支出）

厳しい財政状況のもとで減少傾向を辿ってきた公共投資は、今後、資本ストックを復元する動きが進むにつれて、増加に転じると見込まれる(図表 30)。また、瓦礫の処理など震災関係の経費(物件費、人件費)は政府最終消費を押し上げる。阪神・淡路大震災のときには、1994 年度から 1999 年度までにおいて、震災復興関連事業として、国・地方をあわせて 10 兆円近くの予算が計上された<sup>13</sup>。今回の震災に伴い、政府は 4 月 22 日、約 4 兆円の 2011 年度補正予算を閣議決定した。今回の震災は、被災額が大きいのみならず被災地域が広範にわたっていることなどから、今後予想される社会資本ストックの復元には長い期間がかかると考えられる。

#### (輸出を取り巻く環境)

海外経済は、先行き、新興国・資源国経済の高成長に牽引される形で、回復を続けていくと想定される(図表 31(1))。米国では、金融緩和や減税措置延長などの財政刺激策などもあって、景気回復が続いているほか、欧州でも、国ごとのばらつきはみられるものの、ドイツを中心として、緩やかな回復が続いている。新興国・資源国経済は、金融引き締め動きが続いているものの、海外からの資本流入もあって、旺盛な内需を中心に、高い成長が続いている。特に、わが国の輸出シェアの高いアジア新興国は、高い成長が続くと予想される。

この間、情報関連財については、世界的にみて堅調な需要が見込まれる。2010 年中は、パソコンや薄型テレビに対する需要の鈍化を背景に、世界の半導体出荷もいったん鈍化したが、在庫調整の進捗から、2011 年入り後、再び伸びを高めてきている(図表 32(1))。情報関連財の重要な

<sup>13</sup> 安田拓ほか、「阪神・淡路大震災からの復興と公的資金」、『都市問題』、第 91 巻、第 1 号、2000。

生産拠点である韓国の電子部品に関する出荷・在庫バランスをみると、2010年後半にかけて改善している姿が確認できる（図表 32(2)）。また、DRAMの市況にも底打ちを示す動きがみられている（図表 32(3)）。さらに、先行きの最終製品需要についても、タブレット型端末、スマートフォンなどを中心に、増加が予想されている。そうした状況を背景に、フラッシュメモリの価格は堅調に推移している（図表 32(4)）。これらを踏まえると、世界的な情報関連財需要については、再び伸びを高めていくと考えられる。もっとも、この分野の需給環境は、しばしば短期間で大きく変動し得る。また、日本からの部品供給の停滞が、最終製品の生産を制約する要因にならないか、注意が必要である。

このように、海外経済が新興国・資源国を中心とした高成長に牽引され、回復を続けるもとで、先行きの輸出についても、見通し期間全体を通じてみれば、増加基調をたどるとみられる。ただし、短期的には、震災の影響によって、振れの大きい展開となると予想される。すなわち、2011年度前半については、震災による供給制約の影響から、実質輸出は弱めの動きとなると考えられるが、供給面からの制約が和らぐにつれて、海外在庫の復元などから、輸出はいったん大幅に増加すると考えられる。こうした動きが収まった後は、海外経済の拡大に見合って、わが国の実質輸出も緩やかに増加を続けると予想される。

なお、海外生産シフトは今後も続くと考えられるが、それは基本的には、これまでも進行してきた国際的な分業高度化の一環であると考えられる。実際、海外生産比率の上昇は、輸出に占める現地法人向けシェアの上昇を伴っており、グローバル・サプライチェーンが趨勢的に太くなってきていることを表している（図表 33(1)）。また、財や産業により、輸出誘発、輸入代替、逆輸入の増加など多様性のある動きがみられており、国



内製造業は、こうした分業高度化の一翼を担うことで成長を続けてきた（図表 33(2)）。今回の震災によって、短期的には海外での代替生産が増加するとしても、やや長い目でみれば、国内生産が国際分業の重要な位置を占める基本構造は変わらないと考えられる。もっとも、震災やその後の電力不足などをきっかけに、国内生産を組み込まない形でグローバル・サプライチェーンが再構築され、国内では空洞化が進む、という動きが強まらないかどうかには、注意する必要がある。

こうした震災の影響に加えて、従来と同様、外部環境を巡る不確実性については、①新興国経済の上振れの可能性、②米国経済の先行きや、ソブリン問題を中心とした欧州の帰趨など先進国経済の動向、③中東・北アフリカ情勢の不透明感などから資源価格が大幅に上振れる可能性、などにも引き続き注意する必要がある<sup>14</sup>。

#### （企業の収益環境と支出行動）

企業部門についてみると、企業収益は震災の影響により、当面、強い下押し圧力が働くものと考えられる。改善基調を続けた 2010 年度の経常利益は、震災の影響から、3 月短観で確認されている見通し対比では幾分下振れた可能性が高い（図表 34）。当期純利益ベースでは、震災の影響で資本ストックが毀損したほか、様々な一時的なコストが増大し、株価も下落したため、より大きく下振れたものとみられる。2011 年度も、震災の影響や国際商品市況の上昇の影響により、企業収益は伸び悩むと考えられる。もっとも、生産が増加する 2012 年度には、企業収益も再び増加すると予想される。

---

<sup>14</sup> 国際商品市況の上昇は、交易利得の悪化を通じて、国内経済の下押し要因となる。もっとも、その背後に新興国の力強い成長がある場合、むしろ日本経済に差し引きプラスとなる可能性もある。この点については、交易利得の解説を含めて、BOX 3 を参照。

設備投資は、生産活動や企業収益の回復基調を背景に持ち直してきたが、今後は供給制約や一時的な企業マインドの悪化により、いったん弱めの動きになるとみられる。しかし、見通し期間を通じてみれば、企業の中長期的な成長期待が維持されるもとの、資本ストックを復元する動きも加わって、回復の動きが明確化していくと予想される（図表 35）。

資本ストック循環の観点からは、設備投資は回復局面にある（図表 36）。すなわち、資本ストックとの関係でみた設備投資の水準は、2009 年度までの落ち込みにより、きわめて低くなっているため、維持・補修程度の投資を再開するだけでも設備投資は増加する。この結果、2010～2012 年度の間は、期待成長率が 0～1%程度であっても、設備投資の回復が展望しうる情勢である。

企業の中長期的な成長期待は、長期で見れば低下傾向にあるが、ここに来ての目立った変化はない（図表 37(1)）。そうしたもとの、キャッシュ・フローとの対比で見れば、設備投資は引き続き低水準で推移するとみられる（図表 37(2)）。しかし、見通し期間を通じて、キャッシュ・フロー自体の改善が見込まれる中、設備投資も緩やかな回復を続けると考えられる。

以上が中心的な見通しであるが、震災がもたらす短期的、また、中長期的な影響については、不確実性がきわめて高い状況となっている。

短期的には、まず、サプライチェーンがどのようなペースで正常化していくのかについて、不確実性がきわめて高い。被災企業は、生産体制を立て直すべく、懸命な復旧活動を行なっているが、資材不足や電力供給の制約もあって、復旧に時間がかかる可能性がある。また、被災メーカーの世界シェアが高い電子部品や素材の中には、代替的な調達が可能ではないものもある。こうした事情などから、供給面の制約が長期化する

場合には、企業収益の下振れを通じて、企業のマインドや設備投資がさらに抑制されるリスクがある。

企業の中長期的な成長期待が低下し、国内の設備投資や雇用所得環境への下押し圧力が長く残る可能性にも、注意する必要がある。中長期的な成長期待が低下するケースとして、例えば、サプライチェーンの障害や電力不足などをきっかけに、海外生産シフトが大きく加速し、国内産業の空洞化が進むケースが考えられる。また、放射能汚染に対する懸念から、外国人の帰国や日本製品に対する検査強化などの動きがみられるが、こうした風評被害が長引く場合も、成長期待は低下する可能性がある。さらに、震災をきっかけに財政赤字が一段と膨らむ場合も、将来の増税や社会保障の劣化が意識されて、企業や家計の成長期待は抑制されるリスクがある。

もっとも、中長期の成長期待には、上振れの可能性もある。例えば、今回、電力の供給制約が強まったことをきっかけに、エネルギー関連の技術革新が加速し、その分野での国際競争力が強まるケースなどが考えられる。被災地域の復旧・復興に際し、環境や安全を重視した新しいコンセプトの街づくりや、農漁業の効率化・高付加価値化など、国全体の成長力強化につながる動きが出てくることも期待される。

#### (雇用・所得環境と家計の支出行動)

雇用・所得環境を雇用者報酬でみると、2011年度中は、震災の影響もあって、いったん弱めの動きとなった後、2012年度にかけては増加傾向が次第に明確になっていくと考えられる(図表38(1))。この間、労働分配率(雇用者報酬/名目GDP)は、分母である名目GDPの停滞から2011年度に上昇したあと、2012年度には低下するとみられる(図表38(2))。

雇用者報酬の動きを、労働投入量と一人あたり賃金に分けて確認する。

まず、労働投入量は、リーマン・ショック後の大きな落ち込みの反動から、労働時間（とりわけ所定外労働時間）を中心に回復してきたあと、足もとは増加ペースが鈍化している（図表 38(3)）。先行きについては、震災の影響から労働時間を中心に労働投入量はいったん減少し、その後、見通し期間の後半に明確な増加基調が定着するとみられる。就業者一人当たり労働生産性は緩やかに上昇してきているが、現状でもトレンドを2%程度下回っていることから、過剰雇用がなお残存していると推測される（図表 39(1)）。今後、震災の影響で雇用過剰感が再び強まるが、その後は経済活動が速やかにリバウンドするため、2012年度にかけて、労働需給は改善に向かうと考えられる。この間、雇用調整助成金の受給者数は、引き続き、上記労働生産性のトレンドからの乖離と概ね整合的に推移している（図表 39(2)）。震災の影響から、同受給者数はいったん増加する可能性が高い<sup>15</sup>。失業率は、当面、横ばい圏内となったあと、先行きは緩やかな低下をたどると予想される（図表 39(3)）。震災に伴う生産の減少に対しては、先行き改善の見通しがあるため、基本的には、企業は労働時間の短縮や雇用調整助成金の適用で対処すると考えられる。ただし、自粛ムード、風評被害、電力不足の影響などから、消費関連業種の低迷が長期化すれば、雇用面でも悪化が目立ってくるリスクがある。

一人当たり賃金は、労働時間の増加などを反映して、このところ前年比が小幅のプラスとなっている（前掲図表 38(4)）。しかし、震災の影響で

---

<sup>15</sup> 東日本大震災等の被災地域（青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、千葉県、新潟県、長野県）のうち災害救助法適用地域に所在する事業所、これら対象地域に所在する事業所と一定規模以上の経済的関係を有する事業所、および、計画停電の実施地域に所在し、計画停電により事業活動が縮小した事業所については、①最近1か月の生産量、売上高等がその直前の1か月または前年同月と比べ5%以上減少している場合、あるいは、②震災後1か月の生産量、売上高等がその直前の1か月または前年同月と比べ5%以上減少する見込みである場合、雇用調整助成金の対象となることとなった。

労働時間・日数が減少し、それらに比例する部分を中心に、賃金も一時的に弱まる可能性が高い。一人当たり賃金が安定的に上昇を続けるようになるのは、2012年度と予想される。

個人消費については、震災の影響でいったん弱めとなった後、緩やかに持ち直していくとみられる。もっとも、財政や社会保障の先行きなどを巡る将来不安が根強く残るため、見通し期間を通じて、回復ペースはあまり上がらないと考えられる。実質可処分所得をみると、2009年度から2010年度にかけては、定額給付金や子ども手当など政府から家計への移転所得もあって、高めの伸びを続けてきた。しかし、2011年度は、物価のマイナス幅が縮小することに加え、名目雇用者報酬の増加ペースが鈍化するため、伸び率がかなり低くなると予想される（図表 40(1)）。2012年度は、名目雇用者報酬の回復を反映して、実質可処分所得の伸びも幾分高まると考えられる。この間、消費性向については、低下傾向にある（図表 40(2)）。貯蓄率は、消費性向と表裏の関係にあるため、このところやや上昇している（図表 40(3)）。この背景としては、増税や社会保障の給付減・負担増に関する将来不安などがあると考えられる。

住宅投資については、これまでは持ち直しつつあったが、今後は震災の影響による資材不足等から、住宅建設が一部で遅延する可能性が高い。もっとも、見通し期間を通じてみれば、毀損した住宅ストックを復元する動きもあって、住宅投資は緩やかに改善していくと考えられる。

#### （物価変動を取り巻く環境）

国際商品市況は、上昇を続けている。先行きも、海外経済の拡大などを背景に、ペースを緩めつつも上昇を続ける可能性が高い（図表 41）。国際商品市況をやや長い目でみると、海外経済の成長率に連動して推移してきた（図表 42(1)）。とくに、2000年代入り後は、新興国の高成長が続

いたことなどから、国際商品市況の趨勢的な上昇率も明確に高まった。すなわち、1980～1990年代までの国際商品市況の平均上昇率は-0.9%であったが、2000年以降の平均上昇率は+5.6%となっている。こうした国際商品市況のトレンド変化については、①供給力の拡大ペースが限られる中で、新興国を中心としたエネルギー・食料需要の高まりが市況上昇につながった側面を重視する見方、②世界的に緩和的な金融環境が続く中、一次産品（コモディティ）の金融商品化が市況上昇を招いた可能性を重視する見方など、様々な見方が存在する<sup>16</sup>。

国際商品市況の先行きについては、海外経済の拡大にあわせて緩やかな上昇経路をたどるとというのが中心的な見通しではあるが、最近のトレンド変化の解釈も含め、こうした見通しの不確実性は高い。ちなみに、原油の需要をみると、2000年以降、原油の利用効率が低い新興国のシェアが持続的に高まっている（図表 42(2)）。一方、供給については、2000年代半ばまでは増加を続けていたが、それ以降は頭打ちとなっている。この背景には、低コストで採掘できる油田の開発余地が減少し、追加的な供給力の拡大のためには、より困難で開発コストの高い案件の開発が必要となってきたことがあるとみられる（図表 42(3)①）。こうした需給バランスの変化を背景に、原油生産量と価格の関係も、2000年代半ばまでとそれ以降で明確に変化している（図表 43(3)②）。これは、近年における国際商品市況の上昇ペースの速まりは、ある程度構造的なものである可能性を示唆している。

需給ギャップは、2010年度前半までは順調に縮小してきたが、2010年度後半には、景気の改善の動きに一服感がみられたことから、横ばい圏

---

<sup>16</sup> 日銀レビュー「最近の国際商品市況上昇の背景」（2011年3月）を参照。

内の動きとなった（図表 43(1)）。先行きについては、震災の影響により供給面での制約が厳しくなるものの、同時に需要も減退するとみられるため、短期的には不透明性が高い。その後は、景気が緩やかな回復経路に復していくに従って、マクロ的な需給バランスは徐々に改善していくと考えられる<sup>17</sup>。見通し期間の終期には、需給ギャップはゼロに近づくと思われる。

なお、潜在成長率については、リーマン・ショック後の景気後退局面において、資本ストックや潜在就業者数が減少したことを主因に、0%近傍まで低下したが、このところやや持ち直してきている（図表 43(2)）。先行き、見通し期間を通じて徐々に潜在成長率は高まっていくと考えられるため、こうした振れを均してみた場合、見通し期間における潜在成長率は「+0%台半ば」の水準になると考えられる<sup>18</sup>。

消費者物価と需給ギャップの間には、やや長い目でみると緩やかな相関関係がある。実際、消費者物価（除く食料・エネルギー）の動きを需給ギャップとの関係でみると、これまでのところ、90年代後半以降の緩やかなフィリップス曲線に沿って、下落幅が徐々に縮小してきている（図表 44(1)）。刈込平均値についても、同様の関係が確認できる（図表 44(2)）。先行きの消費者物価（除く生鮮食品）については、中長期的な予想物価上昇率が1%程度で安定しているという想定のもとで、2011年半ば以降、上記のフィリップス曲線から上方に乖離していくと予想している。ただし、後述する基準改定の影響により、事後的には、ある程度シフトダウンす

<sup>17</sup> 震災による供給制約の強まりが、需給ギャップや物価に与える影響については、BOX 4を参照。

<sup>18</sup> サプライチェーンの毀損は、一時的な現象とみられるため、やや長い目でみた供給能力の増加ペースに相当する潜在成長率には、基本的に影響しない。ただし、電力の供給制約が長期化するような場合には、潜在成長率の低下要因となる。

る可能性が高い。

国際商品市況の上昇を反映した一部品目の価格上昇が、二次的効果を通じて広範囲の財・サービスの価格上昇につながる可能性は、低いと考えられる。家計や金融市場関係者等の中長期的な予想物価上昇率は、前回国際商品市況が急騰した2008年の局面と同様に、総じて安定的に推移している（図表45(1)）。また、企業に対するアンケート調査によれば、賃金を決定するうえで物価の上昇を勘案する程度は、近年はきわめて低い状態が続いている（図表45(2)）。原材料コストの上昇は、他のコストを削減する企業努力を促し、むしろ賃金抑制的に働く側面もある。もっとも、国際商品市況の先行き自体にかなりの不確実性があり、それによって消費者物価の上振れや下振れが生じやすいことには、注意する必要がある。

また、2011年8月に予定されている2010年基準改定によって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比が、ある程度、下方修正される可能性が高い。

以 上



## (BOX 1) 電力供給の問題

### 日本の電力供給体制

日本の電力は主として 10 の地域電力会社によって供給されている<sup>19</sup>。電力の周波数は、日本の東西で異なっており、東京近郊や東北を含む東日本は 50Hz、西日本は 60Hz となっている<sup>20</sup>。2つの周波数を変換する設備も存在するが、その処理能力は限られているため、東西で融通できる電力量はきわめて限られている。従って、東西それぞれにおいて、電力需要を満たすだけの供給量が必要となる。震災前の地域電力会社の電力供給量は、東日本で 89 百万 kW、西日本で 114 百万 kW であり<sup>21</sup>、最近のうちでもっとも電力消費量が高かった昨年夏のピーク時電力需要量（東日本で約 82 百万 kW、西日本で約 100 百万 kW）を十分に賄うものであった。なお、エネルギー源別にみると、火力発電が全体の 60%と最もシェアが高く、原子力（23%）、水力発電（17%）が続いている。

### 震災による電力施設の被災状況

今回の東日本大震災によって、福島第 1 原子力発電所のみならず複数の電力施設が被災し、東京電力管内では電力供給量の約 3 割が喪失した。また、東北電力管内でも、電力供給量の約 3 割が喪失した。

### 震災後の電力供給体制

東日本地域における電力施設の被災が大きかったため、震災後、東日本地域における電力不足は深刻化した。周波数の違いから、西日本地域から送電できる電力量が限られていたことに加え、東日本地域において

<sup>19</sup> このほかに、民間企業が独自に発電施設を保有して発電を行う場合や、各家庭などで太陽光発電施設を保有して電力を得る場合もある。

<sup>20</sup> 明治時代に電力設備を導入する際、東日本地域はドイツ製の 50Hz の発電機を導入した一方、西日本地域はアメリカ製の 60Hz の発電機を導入した。それ以降、東西の周波数は分断された状態が続いている。

<sup>21</sup> 震災前の電力供給量は、2010 年 3 月末時点のものに、2010 年 7 月に稼動開始した東北電力仙台火力発電所 4 号機（0.4 百万 kW）および 2010 年 10 月に増強が完了した東京電力の富津火力発電所 4 号系列の増強分（0.5 百万 kW）を含んだもの。なお、西日本については沖縄電力分を除く（昨年夏のピーク時電力需要量についても同様）。

直ちに稼働可能な電力施設も限られていたことから、担当大臣による緊急の節電要請や、計画的な輪番停電をせざるを得ない状況となった。このため、工場や商業施設の稼働時間が短縮されたほか、鉄道など交通機関の運行も制限される状態となり、経済活動に大きな影響を与えた。

#### 電力供給体制の現状と夏場にかけての見通し

4月に入ると、季節的な電力需要が減少する一方、休止していた電力施設が徐々に稼働を始めたほか、民間企業における自家発電の増加もあって、電力供給量が増加した。このため、計画的な輪番停電は行われなくなり、電力不足に伴う経済活動の制約も緩和した。

もともと、夏場にかけては、生産活動が徐々に回復してくる中、再び季節的な電力需要（夏季の冷房需要）が増加するため、需給のタイト化が予想されている。このため、東京電力や東北電力では、電力供給量の追加策を検討しているほか、民間企業においても、自家発電設備の拡充など、電力供給の拡充に向けた努力が行なわれている。ただし、こうした供給量の拡充策にもかかわらず、夏場のピーク時間帯における電力使用量は、供給量を超える可能性がある。このため、政府は夏場におけるピーク電力需要を昨年比 20～25%抑制する具体策の策定を民間企業に求めているほか、一般家庭に対してもピーク時における昨年比 15～20%程度の節電を呼びかけている。これを受け、民間企業側でも、業務時間の夜間シフトや休日の分散取得、西日本地域における生産代替など、電力不足を前提とした業務計画の策定に向けた検討を進めつつある。

## (BOX 2) 阪神・淡路大震災時の経済状況

1995年1月に発生した阪神・淡路大震災においても、今回の東日本大震災と同様、資本ストックの毀損により、被災地域における生産活動には、下押し圧力がかかった(前掲図表27)。このため、被災地域における鉄鋼、造船、地場産業、部品メーカーなどの生産が減少した。また、震災直後は、神戸港や主要幹線道路が被災するなど、物流機能の低下から部品輸送が遅延し、他地域での自動車生産などにも影響を及ぼした。もっとも、物流機能は比較的早期に改善したため、他地域への影響も限定的なものとなり、電力の制約等の副次的問題もほとんど生じないもとの、代替生産が速やかに進んだ。その結果、地震当月(1995年1月)の全国の鉱工業生産は、前月比-2.6%の減少にとどまり、2月には大幅にリバウンドした(図表46(1))。家計や企業のマインドについてみると、1995年央にかけて悪化している(図表46(2))。もっとも、こうしたマインドの悪化には、急速な為替円高や地下鉄サリン事件なども影響したとみられる。実質GDPの動きをみると、震災の影響はそれほど明確にはあらわれなかった(図表46(3)(4))。

これに対して、東日本大震災は、①サプライチェーンの高度化や製品のエレクトロニクス化が以前よりも進展していること、②電子部品や高機能素材など、とりわけ自動車のサプライチェーンに不可欠な生産拠点が数多く被災したこと(前掲図表27)、③原子力発電所の事故は、周辺地域の経済活動に打撃を与えただけでなく、広範囲にわたる電力供給の制約をもたらしたこと、などの理由から、被災地以外の生産活動にも甚大な影響を及ぼしている。

### (BOX 3) 交易利得と実質貿易収支

交易利得とは、一国が貿易によって得た実質所得のうち、交易条件（＝輸出価格／輸入価格）で説明できる部分のことである。その絶対額自体は基準時点に依存するため、物価指数などと同様に特段の意味は無く、一定期間における変化でみるべきものである。具体的には、以下の式の通り、名目貿易収支（＝名目輸出－名目輸入）を何らかのデフレーターで割ったものから、実質貿易収支（＝実質輸出－実質輸入）を差し引くことによって求められる<sup>22</sup>。

$$\text{交易利得} = (\text{名目貿易収支} / \text{デフレーター}) - \text{実質貿易収支}$$

上記式の右辺第1項は、貿易によって得られた所得を実質化したものであり、いわば「貿易に伴う実質所得（以下、実質貿易所得と呼ぶ）」と言える。右辺第2項は、実質輸出と実質輸入の違いでどれだけ稼いだかを示しており、「貿易に伴う数量効果」を捉えたものと考えることができる。その差で求められる交易利得は、輸出価格と輸入価格の違いでどれだけ稼いだかを示しており、いわば「貿易に伴う価格効果」を捉えたものと考えることができる。これらを踏まえると、上式は、以下のように捉え直すことができる。

$$\text{実質貿易所得} = \underbrace{\text{実質貿易収支}}_{\text{数量効果}} + \underbrace{\text{交易利得}}_{\text{価格効果}}$$

交易利得は、前述のとおり、一定期間における変化を見ることで初めて意味を持つ概念であるが、その点は、実質貿易所得や実質貿易収支も同じである。そこで、以下具体的にデータを見る際には、すべて前年差などの変化概念を用いる。まず、実質貿易収支と交易利得の関係をみると、両者の間には負の相関がみてとれる（図表 47(1)）。最近の例をみても、実質貿易収支と交易利得は反対方向の動きとなることがほとんどである（図表 47(2)）。これは、「世界経済が好調な時には、国際商品市況は上昇する傾向がある」という事実

<sup>22</sup> デフレーターに何を用いるかについてはいくつかの考え方がある。日本のSNA統計では、輸出デフレーターと輸入デフレーター加重平均値を用いている。一方、米国BEAでは、内需デフレーターを用いている。また、輸入デフレーターを用いるという考え方もある。いずれの方法を用いても、現在の日本の交易利得を計算するうえでは、大きな違いは生じない。

基づくものと考えられる(前掲図表 42(1))。すなわち、世界経済の高成長は、日本の実質貿易収支の改善をもたらす。同時に、世界経済の高成長が引き起こす国際商品市況の上昇は、資源輸入国である日本の交易条件の悪化、すなわち交易利得の悪化をもたらす。もちろん、実質貿易収支と交易利得の間に負の相関があるとは言っても、両者の変動幅が一致する保証はなく、両者を併せた実質貿易所得は、局面によって正負双方の値をとる。また、2005 年前半の局面のように、I T 関連の在庫調整から実質貿易収支が伸び悩んだにもかかわらず、その間も進行していた国際商品市況の上昇により交易利得は悪化した、というケースもある。

ちなみに、新興国の経済成長が高まった場合に、実質貿易収支の好転と、交易利得の悪化の、どちらが大きくなるかについて、日本銀行調査統計局のマクロ計量モデル(Q-JEM)でシミュレーションを行った。結果をみると、前者が後者を上回り、両者の和である実質貿易所得は増加する(図表 47(3)①)。それが日本経済全体に波及するため、実質GDPにもプラスに寄与する(図表 47(3)②)。この分析に基づけば、たとえ国際商品市況の上昇によって原材料価格が上昇するような場合でも、その国際商品市況上昇を引き起こした原因が新興国の成長率の高まりである場合には、トータルでみた日本経済への影響はプラスである、と言える。

#### (BOX 4) 震災が需給ギャップや物価に与える影響

##### 需要曲線・供給曲線による解釈

供給制約のみが生じ、他の条件はすべて一定、という最も単純なケースを考えてみる。この場合は、供給曲線の左側へのシフトのみが起こるため、財の産出量は減少して、需給ギャップはタイト化する(図表 48(1))。電力不足やサプライチェーンの障害が解消された場合には、供給曲線は元に戻り、需給ギャップも元の水準に戻る。

しかし、今回の震災では、上記のような供給曲線の動きだけでなく、需要曲線も左側へ、すなわち需要が減少する方向にシフトしているとみられる。不確実性の高まりなどにより、企業や家計のマインドが委縮していることや、生産の減少が企業収益、雇用・賃金に悪影響を及ぼしているためである。この場合、需要曲線の左側シフトが十分に大きければ、需給ギャップはかえって緩和し、価格が元の水準よりも低下する(図表 48(2))。

以上を踏まえると、最初に起こった変化が供給制約の強まりであっても、需給ギャップがタイト化するとは限らない。この場合、需給ギャップの判断には、供給制約の強まりの度合いを、同時に生じている需要の減少の度合いと比較することが必要になる。もちろん、そうした比較は現実には容易ではない。したがって、今回の震災が当面の需給ギャップにどのような影響をもたらすのかについては、予断を持たずに注意深く各種の需給指標や価格動向を点検していくことが重要である。

要 回 収

一 覧 後 廃 棄

要 注 意

< 不 開 示 情 報 : 有 ( 種 類 : 審 議 ・ 検 討 ) >

< 配 付 先 : 金 融 政 策 決 定 会 合 参 加 者 >

[ 議 長 案 ]

金 融 市 場 調 節 方 針 の 決 定 に 関 す る 件

( 案 件 )

次 回 金 融 政 策 決 定 会 合 ま で の 金 融 市 場 調 節 方 針 を 下 記 の と お り と し、 別 添 の と お り 公 表 す る こ と。

記

無 担 保 コ ー ル レ ー ト ( オ ー バ ー ナ イ ト 物 ) を、 0 ~ 0. 1 % 程 度 で 推 移 す る よ う 促 す。

以 上

(別 添)

2011年4月28日  
日 本 銀 行

当面の金融政策運営について

日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○<sup>(注)</sup>）。

無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。

以 上

---

<sup>(注)</sup> 賛成：〇〇委員、〇〇委員（以下略）。  
反対：なし、または〇〇委員（以下略）。



# 要 回 収

## 一 覧 後 廃 棄

## 要 注 意

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

<配付先：金融政策決定会合参加者>

### [西村委員案]

#### 「資産買入等の基金」の増額に関する件

(案 件)

1. 「資産買入等の基金運営基本要領」4. (1)に定める買入残高の総額  
の上限を5兆円程度増額すること。
2. 増額の対象資産は「資産買入等の基金運営基本要領」4. (2)に定め  
るものの中から別途決定すること。なお、指数連動型上場投資信託受益権  
または不動産投資法人投資口の買入残高の上限を引き上げる場合には、日  
本銀行法上の認可取得を条件とすること。
3. 対外公表文は別途決定すること。

以 上

要注意

公表時間

5月9日（月）8時50分

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>  
<配付先：金融政策決定会合関係者限り>  
<作成局における保管期間満了時期：2041年12月>

2011.5.9

日本銀行

(案)

---

# 政策委員会 金融政策決定会合

## 議事要旨

(2011年4月6、7日開催分)

---

本議事要旨は、日本銀行法第20条第1項に定める「議事の概要を記載した書類」として、2011年4月28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で承認されたものである。

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

(開催要領)

1. 開催日時：2011年4月6日(14:00～16:47)

4月7日(9:00～13:05)

2. 場所：日本銀行本店

3. 出席委員：

議長	白川方明	(総 裁)
	山口廣秀	(副 総 裁)
	西村清彦	( 〃 )
	野田忠男	(審議委員)
	中村清次	( 〃 )
	亀崎英敏	( 〃 )
	宮尾龍蔵	( 〃 )
	森本宜久	( 〃 )
	白井早由里	( 〃 )

4. 政府からの出席者：

財務省 木下康司 大臣官房総括審議官(6日)

櫻井 充 財務副大臣(7日)

内閣府 梅溪健児 政策統括官(経済財政運営担当)(6日)

末松義規 内閣府副大臣(7日)

(執行部からの報告者)

理事	山本謙三(6日14:00～14:50、7日)
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	櫛田誠希
企画局審議役	梅森 徹(7日)
企画局政策企画課長	加藤 毅
金融市場局長	外山晴之
調査統計局長	門間一夫
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(7日)
企画局企画役	大山慎介
企画局企画役	奥野聡雄

## I. 金融経済情勢等に関する執行部からの報告の概要

### 1. 被災地の金融情勢

今回の震災により、東北地方に所在する金融機関の本支店には甚大な被害が生じている。4月1日時点における政府の集計によると、同地方の店舗の6%に相当する約150の店舗がなお閉鎖されている。こうした中、金融機関では、閉鎖店舗の復旧とともに、当該店舗の業務を近隣店に移管するなどして、窓口業務の継続に努めている。

現在、被災地では、生活必需品購入のための現金需要が増加しており、各金融機関は、休日を含めて、預金の引出に応じている。預金動向は全体として安定的な状況が続いているが、金融機関の中には、先行きの預金受入れの動向を不透明とする先もみられる。

被災地では、企業による借入金の返済猶予の要請や、当座の運転資金を中心とする融資相談も急増している。金融機関もこれに積極的に応じている。もっとも、多くの企業は、自社の被害状況を完全には把握できておらず、今後の経営再建の方針を固める段階に至っていない。このため、金融機関としても、資金需要の全体像を把握できる状況ではない。今後、復旧・復興に向けた動きが本格化してくれば、借入需要は更に増加すると見込まれるが、現時点では、その規模やタイミングは不確実である。

### 2. 最近の金融市場調節の運営実績

金融市場調節は、前回会合（3月14日）で決定された方針<sup>1</sup>のもとで、連日、即日物の資金供給オペレーションを実施するなど、金融市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行い、金融市場の安定確保に万全を期した。こうした中、無担保コールレート（オーバーナイト物）は、地震発生後の週明け以降、低下傾向を辿り、足もとでは、0.06%程度で推移している。

---

<sup>1</sup> 「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。」

### 3. 金融・為替市場動向

短期金融市場では、震災後、資金の出し手が一時的に資金放出を慎重化させる一方、金融機関の予備的な資金需要が高まったことから、金利がやや強含んだ。これに対し、日本銀行が大量の資金供給を実施したことから、金利は総じて落ち着きを取り戻している。G Cレポレートは、このところ 0.1%をやや下回る水準で推移している。短国レートは、幾分強含んだあと、低下に転じ、最近では、1年物まで含めて 0.1%台前半で推移している。長めのターム物の銀行間取引金利は、横ばい圏内の動きとなっている。

長期金利は、株価が下落した局面で幾分低下したが、その後は、海外金利の持ち直しや国債増発への警戒感などから、上昇しており、足もとでは 1.3%前後で推移している。社債の流通市場では、投資家が様子見姿勢をみせる中で、取引の薄い状態となっており、社債の対国債スプレッドは、電力銘柄を中心に拡大している。株価は、震災後、一旦大幅に下落したが、その後は幾分戻しており、最近では、9千円台半ばで推移している。東証REIT指数は、一旦大きく下落したあと、買い戻しの動きが拡がり、下落幅が縮小している。民間企業のCDSプレミアムも、大幅に拡大した後、株価が反発するもとで、実勢としては縮小方向に転じている。このように、市場では、震災後に投資家のリスク回避姿勢が強まったが、最近では、一部になお神経質な動きが残っているものの、次第に落ち着きを取り戻しつつある。この間、為替市場をみると、円の対米ドル相場は、震災後、一時的に 76円台まで円が上昇したが、3月18日の協調介入の実施を契機に、円安方向に動いており、ごく足もとでは 85円台で推移している。

### 4. 海外金融経済情勢

米欧の金融資本市場をみると、北アフリカ・中東情勢の緊迫化に加え、日本の震災に伴い、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、主要国の株価は一時下落し、長期金利にも低下圧力が加わった。その後は、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的であるとの見方が拡がるにつれ、株価、長期金利ともに持ち直し、前回会合対比では横ばい、ないし幾分上昇している。

国際商品市況については、非鉄金属や穀物などに調整の動きもみられたが、原油価格は、新興国の需要拡大、世界的に緩和的な金融環境、北アフリカ・中東情勢の不透明感を背景に、上昇している。

実体経済面をみると、世界経済は、回復を続けている。

米国経済は、回復を続けている。輸出が新興国向けを中心に増加を続け、設備投資も緩やかに増加している。個人消費も、財政刺激策の効果などを受けて堅調に推移しているが、バランスシート問題は引き続き家計支出の重石となって作用している。住宅投資は、なお低水準で推移している。物価面では、財市場や労働市場の緩和的な需給環境に伴う物価押し下げ圧力の拡大が抑制される中、国際商品市況上昇の影響がやや強まってきている。

ユーロエリア経済は、国ごとのばらつきを伴いながらも、全体としてみれば、緩やかに回復している。輸出が増加を続けているほか、個人消費や民間設備投資も緩やかに増加している。物価面をみると、緩和的な需給環境や賃金の伸び鈍化が、なお物価押し下げ圧力として作用しているが、既往のユーロ安や国際商品市況上昇の影響を受けて、総合ベースの消費者物価の前年比プラス幅は拡大している。

中国経済は、高成長を続けている。輸出と生産が増加を続けているほか、個人消費も、家計の所得水準の向上などを背景に、堅調に推移している。NIEs、ASEAN経済も回復を続けている。物価面をみると、これらの国・地域の多くで、生産要素の稼働水準の高まりや国際商品市況の上昇を受けて、インフレ圧力が強い状況が続いている。

なお、日本の震災の影響については、短期的には、自動車や電機関連におけるサプライチェーンの障害が、アジア諸国を中心に、生産活動を下押しする可能性がある。今後、生産ラインの復旧や製品代替が進むことで、震災の影響は長期化せず限定的なものにとどまるとの指摘もあるが、この点に関する不確実性は高い。

## 5. 国内金融経済情勢

### (1) 実体経済

生産は、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の業種や地域で大幅に減少している。企業からの聞き取り調査などによると、震災により直接被害を受けた工場の生産停止に加え、被災地以外の工場においても、自動車を中心に、被災地工場からの部品供給の停止や停電の影響などから、大幅な減産を余儀なくされた先が多い。先行きの生産については、当面、低水準で推移するとみられるが、供給面での制約が和らぐにつれ、増加していくと考えられる。

輸出は、震災後、大幅に減少しているとみられる。先行きは、当面、

低水準で推移するとみられるものの、海外経済が改善を続けるもとの、供給面からの制約が和らぐにつれ、増加に転じるとみられる。

公共投資は、減少幅が縮小しつつある。先行きについては、被災した社会資本の復旧などから、徐々に増加していくとみられる。

国内民間需要をみると、震災前まで持ち直していた設備投資は、震災後、生産活動の低下から一旦弱めの動きになっている可能性が高い。先行きについては、被災した設備の修復もあって、徐々に増加していくとみられる。

雇用・所得環境は引き続き厳しい状況にあるものの、その程度は幾分和らいでいる。

個人消費については、震災の影響により、一部の必需品への需要が高まっている一方、マインドの悪化による消費抑制傾向がみられる。

住宅投資は持ち直しつつある。先行きについては、被災への対応などから、徐々に増加していくと予想される。

物価面について、国内企業物価を3か月前比でみると、国際商品市況高の影響などから、上昇しており、先行きについても、当面、上昇を続けるとみられる。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスが緩和状態にあるもとの、下落幅は縮小を続けている。先行きは、当面、小幅のプラスに転じていくとみられる。

## (2) 金融環境

震災後のわが国の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。

わが国の金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

コールレートがきわめて低い水準で推移する中、企業の資金調達コストは、低下傾向が続いている。実体経済活動や物価との関係でみると、低金利の緩和効果はなお減殺されている面がある。資金供給面では、企業からみた金融機関の貸出態度は、改善が続いている。社債市場では、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられるが、CP市場では、良好な発行環境が続いている。資金需要面をみると、震災後、大企業を中心に、運転資金需要の増加や手許資金の積み増しといった動きがみられており、銀行に対する借入れ要請が増加している。企業の資金繰りをみると、総じてみれば、改善している



が、震災後、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられている。この間、マネーストックは、前年比2%台半ばの伸びとなっている。

## II. 金融経済情勢に関する委員会の検討の概要

### 1. 経済情勢

委員は、今回の震災の影響を中心に、わが国の経済情勢について議論を行った。わが国経済の現状について、委員は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にあるとの認識で一致した。多くの委員は、震災の直接的な影響として、東北地方を中心に生産設備が大きく毀損されていると述べた。また、委員は、被災地の工場で生産されていた部品や素材の供給に大きな制約が生じたため、被災地のみならず、広い範囲にわたって生産活動が低下しているとの認識を共有した。何人かの委員は、こうしたサプライチェーンの障害による生産活動の停止や縮小の動きは、自動車を始め、一般機械、電子部品、化学など、幅広い業種で生じていると指摘した。更に、発電設備の毀損に伴う電力供給の制約が、関東・東北地方を中心に、生産活動の下押し要因となっているという点でも、委員の認識は一致した。そのうえで、委員は、現時点で全貌を把握することは難しいものの、ミクロ情報などを踏まえれば、3月の生産は大幅に減少した可能性が高いとの認識で一致した。

委員は、こうした生産活動の低下が、輸出や国内民間需要に相応の影響を及ぼしているとの認識を共有した。このうち、個人消費の動きについて、多くの委員は、3月の新車登録台数が前月比3割近く落ち込んだことや、家電販売や百貨店売上高、外食、旅行サービスの売上などが震災後に大きく減少していることを指摘した。複数の委員は、停電や商品不足の影響に加え、自粛ムードの拡大や、原発問題などに伴うマインドの悪化が消費の減少につながる需要ショックの様相が一部に表われてきているとの認識を示した。

わが国経済の先行きについて、委員は、当面、生産面を中心に下押し圧力が強い状態が続くものの、その後は、供給面の制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくとの認識を共有した。何人かの委員は、リーマン・ショック時のように需要が蒸発している訳ではないため、今後、供給面の制約が解消していけば、基本的には、需要に見合うかたちで経済が回復していくとの見

方を示した。

供給面の制約解消に向けた動きとして、複数の委員は、既に多くの企業が、被害の小さい生産施設の再稼働、西日本の生産設備の活用、代替調達先の確保など、様々な取り組みを進めていることを指摘した。何人かの委員は、サプライチェーンの復旧に向けた努力の結果、夏前には、多くの企業で生産体制を再構築できる可能性があるとの見方を示した。もっとも、多くの委員は、今後、サプライチェーンの復旧が順調に進んだとしても、夏場にかけて、電力のピーク時需要予想に対する供給能力の不足が問題となり得るため、現時点では、供給制約が全体として解消する時期を見極めることは難しいと述べた。

委員は、需要面の動向について、次のような議論を行った。多くの委員は、海外経済は、新興国・資源国の高成長に牽引されるかたちで回復を続けていることから、今後、供給制約の解消とともに輸出が増加し、日本経済の回復を支える原動力のひとつとして作用してくるとの見方を示した。また、複数の委員は、足もとの円安方向の動きが今後も継続すれば、輸出の増加を後押しするとともに、企業収益やマインドの改善を通じて設備投資にもプラスの影響を及ぼす可能性があるとの指摘した。更に、何人かの委員は、資本ストックの復元に向けた復興需要も次第に本格化してくるとの見方を示した。この間、何人かの委員は、先行きの設備投資や個人消費については、供給制約の解消時期や原発問題の帰趨に影響される面もあると述べた。ある委員は、こうした問題が長引けば、マインド面への影響や、企業収益や家計所得への持続的な下押し圧力を通じて、景気は全体として、震災前に想定していた回復経路よりも下方にシフトした経路を辿る可能性が相応にあるとの指摘した。一方、ある委員は、やや長い目でみると、今回の震災を契機に、企業が様々なリスクを意識して生産・物流拠点の移管や複線化などを行うようになれば、サプライチェーンの復旧や毀損ストックの復元といったレベルを超えて、新たな需要が生まれる可能性もあるとの指摘した。そのうえで、複数の委員は、震災からの復興に当たっては、今後再構築される社会基盤や産業活動を、わが国の生産性や成長力向上にどう結び付けていくか、といった視点が一層重要になるとの認識を示した。

以上の議論を経て、委員は、震災がわが国経済に及ぼす影響については、不確実性が非常に大きく、今後とも、供給制約の解消に向けたプロセスや、内外の需要動向など、様々な視点から丹念に点検していく必要があるとの認識を共有した。

このほか、委員は、海外の金融経済情勢や、それに関連したわが国経済の先行きを巡るリスクについても議論を行った。米国経済について、多くの委員は、回復を続けているものの、労働市場や住宅市場の動向を踏まえると、家計部門のバランスシート問題は、引き続き同国経済の重石として作用していると指摘した。ユーロエリア経済については、多くの委員が、輸出主導で高い成長を続けるドイツなど主要国と、ソブリン問題を抱える周縁国のコントラストが一層拡大していると指摘した。何人かの委員は、インフレを懸念する欧州中央銀行が、今後、金融引締め姿勢を強めた場合、結果として、周縁国の財政問題が更に深刻化する可能性があるため、これが先行きの欧州経済や国際金融市場にどのような影響を与えるか、十分注意してみていく必要があると述べた。この間、多くの委員は、中国経済は依然として高成長を続けており、NIEs、ASEAN経済についても、内需が堅調なほか、輸出も勢いを取り戻しており、回復を続けているとの認識を示した。こうした中、何人かの委員は、多くの新興国において金融緩和策の修正が進められているものの、景気過熱やインフレに対する懸念は、なお払拭されていないとの見方を示した。以上の議論を経て、委員は、新興国・資源国経済の強まりなどは、これまで同様、わが国経済の上振れ要因であるとの認識を共有した。また、下振れ要因として、国際金融市場の動向や、一頃に比べて低下しているとはいえ、引き続き米欧経済の先行きを巡る不確実性があるという点でも、委員の意見は一致した。

このほか、多くの委員は、原油価格を中心に国際商品市況が引き続き上昇していることについても、注意が怠れないとの認識を示した。何人かの委員は、国際商品市況高の背景にある新興国・資源国の高成長は、わが国の輸出の増加につながる可能性があるとの認識を示した。一方、何人かの委員は、為替相場が円安方向にある中、今後、国際商品市況の上昇が続いた場合には、交易条件の悪化に伴う企業収益の減少や実質購買力の低下が、国内民間需要を下押しする可能性があるとの指摘した。

委員は、日本の震災が海外経済に及ぼす影響についても議論を行った。ある委員は、日本からの素材や部品の調達が困難化するなど、サプライチェーンを通じた影響は国際的にも及んでおり、米国やアジアの新興国などでは、自動車など一部業種において、生産計画の下方修正を余儀なくされていると述べた。もっとも、別のある委員は、アジア新興国については、生活必需品などの日本向け輸出が増加するとの

指摘もあり、現時点では、プラスとマイナスのどちらの影響が勝るかを見極めることは難しいと述べた。このほか、複数の委員は、震災直後に不安定化した米欧の長期金利や株価が、その後、落ち着きを取り戻し、概ね震災前の水準に戻ったことを踏まえると、グローバル投資家は、日本の震災が世界経済に与える影響は限定的との見方を強めているのではないかと、この見解を示した。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比について、委員は、下落幅が縮小を続けているとの認識を共有した。複数の委員は、国際商品市況の上昇や、アジア諸国のインフレを背景とした被服などの輸入品価格の上昇が、国内物価の押し上げ要因となっており、足もとの物価は、一頃の予想よりも幾分上振れ気味で推移しているとの見方を示した。

先行きについて、委員は、国際商品市況の動向などを踏まえると、消費者物価の前年比は、当面、小幅のプラスに転じていくとの認識で一致した。今回の震災が物価に及ぼす影響について、何人かの委員は、供給面でのボトルネックが生じたり、原発事故を契機に化石燃料への回帰の動きが拮がり、これが原油価格の一段の上昇につながれば、先行きの物価押し上げ要因となる可能性があるかと指摘した。先行きの物価に関連し、マクロ的な需給バランスの動向について、複数の委員は、震災の影響により一時的に供給面での制約が厳しくなるものの、そうした制約が和らぐにつれ、需給バランスは再び緩和方向に戻る可能性があるとの見方を示した。一方、ある委員は、供給面での制約が厳しくなるとともに、企業収益や家計所得への持続的な下押し圧力などを通じて、それ以上に需要が減退する可能性もあると述べた。こうした議論を経て、委員は、供給ショックの持続性と、それが需要面に与える影響の度合いによって、物価に及ぼす影響も異なり得るとの見方を共有した。また、ある委員は、需給バランスと物価に関する議論は、経済を中長期的に分析する場合には重要であるが、今回のように、サプライチェーンの寸断や電力不足が生じている状況にまで、そうした議論を当てはめることは必ずしも適当ではないとの意見を述べた。

## 2. 金融面の動向

震災後の金融動向について、委員は、わが国の金融機能はしっかりと維持されており、資金決済の円滑も確保されていることを確認した。複数の委員は、日銀ネットや全銀システムなど、主要な決済システムは正常な稼働を維持し、金融市場における取引も通常どおり行われているほか、被災地の金融機関も、現金需要を満たすための預金引出な

どに円滑に対応していると述べた。何人かの委員は、金融・決済システムと金融市場が頑健性を維持していることは、厳しい経済情勢を金融面から下支えし、人々の安心感を確保するうえで、大きな意義を有しているとの認識を示した。

わが国の金融環境について、委員は、総じて緩和の動きが続いているものの、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなっているとの認識を共有した。

短期金融市場について、多くの委員は、震災後、予備的な資金需要の高まりを背景に金利がやや強含んだが、日本銀行による大量の資金供給を受けて、最近では、再び落ち着きを取り戻していると指摘した。長期金利について、何人かの委員は、震災後一旦低下したものの、その後は、海外金利上昇の影響に加え、復興財源の調達に伴う国債増発への警戒感の高まりもあって、足もとでは再び1.3%前後まで上昇していると述べた。

CP市場の動向について、多くの委員は、震災直後に発行スプレッドが幾分拡大したものの、日本銀行によるCP買現先オペの実施などを受けて低下に転ずるなど、足もとにかけて良好な発行環境が確保されていると述べた。一方、社債市場について、多くの委員は、信用スプレッドが幾分拡大する中、発行を見送る動きがみられていると指摘した。その背景として、複数の委員は、従来ベンチマークとなっていた一部電力銘柄のスプレッドが急拡大し、市場全体として社債レートが目線が定まりにくくなったことなどから、企業や投資家が様子見姿勢を続けているとの見方を示した。もっとも、何人かの委員は、投資家による狼狽売りなどはみられず、流通スプレッドも全体としては落ち着いていると述べ、市場機能が著しく低下し、取引自体が停止したリーマン破綻後の状況とは大きく異なると指摘した。そのうえで、ある委員は、今後、新たなベンチマークと適切なスプレッドの模索が進んでいくにつれて、社債の発行環境も再び改善していく可能性が高いと述べた。このほか、ある委員は、J-REIT市場は比較的堅調を保っていると指摘し、その理由として、被災地物件の組み入れ比率が小さいことと、日本銀行による買入れに伴い市場に安心感が広がっていることを挙げた。

企業の資金繰りについて、委員は、総じて改善しているものの、最近のアンケート調査などをみると、震災後については、中小企業を中心に一部で資金繰りが厳しくなったとする先がみられているとの見方で一致した。何人かの委員は、今後は、被災地以外の地域でも、売上

の減少や売掛金の回収困難化などにより、資金繰り不安が表面化してくる可能性があることに十分警戒する必要があると述べた。

### III. 当面の金融政策運営に関する委員会の検討の概要

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、委員は、「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の見解で一致した。

委員は、前回会合で決定した「資産買入等の基金」の増額の効果についても議論を行った。何人かの委員は、リーマン破綻後の状況に比べ、CP、社債市場が落ち着いていることや、震災後に一旦下落した株価などが、その後再び持ち直してきていることを改めて指摘した。こうした点を踏まえ、多くの委員は、今回の基金の増額は、市場に対して安心感を与え、企業マインドの萎縮や金融市場におけるリスク回避姿勢の高まりを回避するという点で、これまでのところ、一定の効果を発揮しているとの見方を示した。そのうえで、何人かの委員は、現時点では、こうした金融市場の動きが実体経済に及ぼす影響を含め、基金増額の効果を見極めていくことが大事であるとの認識を示した。複数の委員は、供給制約自体を金融政策で解決することはできないが、日本銀行としては、供給制約に起因するマインドの悪化や企業収益、家計所得の減少が、経済に対して持続的な下押し圧力を及ぼしたり、それが顕在化する可能性が高まったりすることがないか、今後ともしっかりと点検していく必要があると述べた。

このほか、多くの委員から、今回の震災の影響の大きさや被災地の金融情勢を踏まえ、日本銀行として、金融面から更なる貢献を行うことを検討すべきとの問題意識が示された。何人かの委員は、中央銀行が有する機能を踏まえると、被災地における金融機関の活動を流動性の面から支援し、金融機能の円滑な発揮を支えることが考えられると述べた。また、多くの委員は、今後、被災地では、当座の生活資金や運転資金、復旧・復興のための資金に対する需要が高まると見込まれる一方、被災地金融機関の主たる資金調達源である預金の吸収力は低下していく可能性があるとの指摘した。これらの点を踏まえ、委員は、現在の市場への潤沢な資金供給に加え、被災地金融機関に対して長めの資金供給を行うことにより、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を資金面から支援していくことが適当であるとの認識で一致した。何人かの委員は、こうした目的に照らせば、資金供

給を極力早期に実施することが必要であり、それにより、被災地金融機関の安心感を高めることにも資すると付け加えた。なお、ある委員は、資金供給を行う場合でも、財政政策や公的金融との違いを明確にする必要があり、個別企業に対するミクロの資金配分に直接関与したり、過度のリスク負担を負うことのないよう、留意する必要があると述べた。以上の議論を経て、委員は、被災地金融機関に対し、長めの資金を供給するための新たな枠組みを導入することが適当との認識で一致した。更に、多くの委員は、今後の被災地金融機関の資金調達余力を確保する観点から、担保適格要件の緩和を図ることも併せて検討することが望ましいとの認識を示した。何人かの委員は、阪神・淡路大震災の際に実施した復興支援貸出と、それに伴う担保適格要件の緩和について言及し、現在とは状況が異なる面もあるが、これらの措置も、今回の検討において参考となり得ると述べた。

続いて、委員は、新たな枠組みに関する具体的な論点について議論を行った。多くの委員は、被災地の復旧・復興に向けた取り組みを効果的に支援していくためには、資金供給の対象先を、被災地に営業所を有する金融機関とすることが適当であるとの意見を述べた。また、何人かの委員は、地域経済との結びつきが強く、今後の復旧・復興に向けて重要な役割を担うと考えられる系統金融機関に対しても、取引先金融機関を通じて資金供給を行う仕組みを検討することが望ましいと述べた。

貸付の方法について、ある委員は、既存の仕組みを可能な限り活用する観点からは、共通担保を担保とする資金供給オペレーションの仕組みをベースに検討していくことが適当であるとの意見を述べた。

貸付総額について、多くの委員は、被災地金融機関の安心感を高める観点から、十分な規模を確保することが適当であるとの認識を示した。そのうえで、何人かの委員は、今回の震災の被害見込み額が、阪神・淡路大震災の2倍程度であることを踏まえると、当時の復興支援貸出の限度額の2倍に相当する1兆円程度とすることが考えられると述べた。ある委員は、被災地における資金需要の動向は見極め難いため、当初定めた貸付総額が足りないことが判明すれば、事後的に増額していくことも考えられると述べた。

対象先毎の貸付限度額について、何人かの委員は、被災地金融機関の活動を効果的に支援していく観点から、特定先に資金が集中しない工夫として、被災地における対象先の貸出実績等を踏まえて定めることが適当との意見を述べた。

このほか、何人かの委員は、金融機関の安心感を醸成するような、貸付条件面での一定の配慮が必要との認識を示した。この点について、多くの委員は、被災地金融機関の長めの資金ニーズに対応できるよう、貸付期間は1年とし、貸付利率は、現在の政策金利を踏まえた十分低い水準として、年0.1%とすることが考えられると述べた。

貸付の受付期間については、多くの委員が、復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するとの趣旨を踏まえて設定することが適当との認識を示した。なお、複数の委員は、被災地金融機関の安心感を確保する等の観点からは、相応の受付期間を設けることが適当であると述べた。

担保適格要件の緩和について、多くの委員は、新たな資金供給の導入と一体的に検討を進めることが適当とし、その際には、要件緩和の対象となり得る金融資産の実情や、日本銀行の実務面への影響についても調査・検討する必要があると述べた。

こうした議論を経て、委員は、新たな資金供給オペレーションの基本的な枠組みを骨子素案として取り纏め、会合後に公表することが適当であるとの認識で一致した。議長からは、被災地金融機関の実情やニーズを調査したうえで具体的な制度設計を行うため、新たな資金供給オペレーションと担保適格要件の緩和の2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう、執行部に対して指示がなされた。

最後に、先行きの政策運営について、委員は、引き続き、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていくとの方針を確認した。

なお、複数の委員は、今後の復興の過程では日本経済の成長力の底上げを図っていくことが重要であり、そうした観点から、現在の「成長基盤強化を支援するための資金供給」の枠組みを今後どのように活用していくことが適当か、しっかりと検討していく必要があると述べた。また、ある委員は、最近、復興財源を捻出するため、日本銀行が国債を引受けるべきとの主張が一部に聞かれるが、そうした取り扱いは、初めはうまくいったようにみえても、早晩、激しいインフレを招き、国民生活に大きな打撃を与えたというのが歴史の教訓であり、この点について、広く理解を得る努力を続ける必要があるとの認識を示した。これに関し、複数の委員は、中央銀行による国債引受けが行われ、通貨への信認が毀損すると、長期金利の上昇や金融市場の不安定



化を招き、現在、円滑に行われている国債発行が困難になる恐れもあるとの認識を示した。このうち一人の委員は、通貨への信認は、わが国の金融・経済にとっての重要なインフラの一角をなすものであり、国民生活の安定のためにも、そうしたインフラをしっかりと維持することがきわめて重要であると付け加えた。

#### IV. 政府からの出席者の発言

財務省の出席者から、以下の趣旨の発言があった。

- わが国の経済情勢をみると、震災の影響として、民間企業設備の毀損、サプライチェーンの障害、電力供給の制約等の問題が生じており、先行きも不確実性がきわめて高い状況にある。
- 震災発生後、政府においても予備費を活用した物資の緊急支援等を行うとともに、政策金融において相談窓口の設置や金利の優遇等を決定する等、対応を進めてきた。3月29日には平成23年度予算が成立したが、今後の財政運営においても、震災対応に全力を挙げることを第一とする必要がある。今後とも必要な対策が判明次第、予備費や補正予算によって速やかに対応していく。
- 日本銀行におかれては、前回会合において資産買入等の基金を増額するとともに、市場への潤沢な供給を行うなど、震災発生後、迅速かつ適切な対応をとられていることに、感謝を申し上げる。政府としても、震災の被災者支援や復旧・復興に全力を挙げて取り組んでいきたい。日本銀行におかれても、今後とも、震災が経済や市場に与える影響や復興の状況等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたい。本日ご議論のあった被災地の金融機関に対する支援制度については、震災の復旧・復興に資する取り組みとして歓迎しており、今後、制度の実施を通じて被災地支援が進むよう前向きにご検討頂きたい。
- 復興財源を日本銀行の国債引受けにより調達するとの報道等があるが、政府としてそのような検討は全く行っていない。財政法第5条において、歴史的な反省から、公債の市中消化の原則を定めていること等を踏まえれば、国債の直接引受けについては慎重に考えるべきであると考えている。

また、内閣府の出席者からは、以下の趣旨の発言があった。

- 持ち直しに転じてきたわが国の景気については、震災の影響が懸

念される。今回の震災によるわが国経済への被害は、阪神・淡路大震災のそれを上回ると考えられる。

- 先行きについては、部品供給の停滞や電力供給の制約、原発問題等、震災の影響による生産活動等の停滞が広範囲にわたって長期化する惧れがある。金融資本市場の変動や原油価格上昇の影響といった景気の下振れリスクもある。加えて、物価は現在デフレ状況にある中で、震災が物価に与える影響は、現時点では測りがたく、これを十分見極めていく必要がある。
- 政府は、震災の影響を踏まえながら、国民生活および経済活動の安定に総力を挙げていく。このため、まずは、被災者支援、雇用の確保、産業復旧の準備等のため、平成 23 年度予算の一部の執行を停止し、補正予算の中身を今月中に固めたいと考えている。更に、被災地の復興に向けた取り組みを進めていく。これらに当たっては、財政に対する市場の信認をしっかりと確保していくよう取り組んでいく。
- 日本銀行におかれては、地震発生以降、リスク性資産を中心とした資産買入等の基金の増額を含め、迅速に対応頂いている。引き続き政府との緊密な情報交換・連携のもと、金融市場、金融システムの安定を確保するとともに、本日ご議論のあったように、被災地の便宜を特に重視し、生活や企業の経済活動をしっかり支えるよう、万全の措置を講じて頂くようお願いする。

## V. 採決

以上の議論を踏まえ、委員は、当面の金融市場調節方針について、「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」という現在の金融市場調節方針を維持することが適当である、との考え方を共有した。

議長からは、このような見解を取りまとめるかたちで、以下の議案が提出され、採決に付された。

## 金融市場調節方針に関する議案（議長案）

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。

### 採決の結果

賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員  
亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員

反対：なし

## VI. 対外公表文（「当面の金融政策運営について」）の検討

対外公表文（「当面の金融政策運営について」＜別紙＞）が検討され、採決に付された。採決の結果、全員一致で決定され、会合終了後、直ちに公表することとされた。

## VII. 議事要旨の承認

議事要旨（3月14日開催分）が全員一致で承認され、4月12日に公表することとされた。

以 上

(別紙)

2011年4月7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<sup>(注1)</sup>）。

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. 東日本大震災の発生後、日本銀行は、金融市場の安定確保のため、市場における需要を十分満たす潤沢な資金供給を行ってきた。また、リスク性資産を中心に資産買入等の基金を5兆円程度増額し、金融緩和を一段と強化した。

こうした措置に加えて、本日、日本銀行は、被災地の金融機関を対象に、今後予想される復旧・復興に向けた資金需要への初期対応を支援するため、長めの資金供給オペレーションを実施することが必要と判断し、別紙の通り骨子素案を取り纏めた。また、日本銀行は、今後の被災地の金融機関の資金調達余力確保の観点から、担保適格要件の緩和を図ることが適当と判断した。議長は、執行部に対し、これら2つの措置について具体的な検討を行い、次回の金融政策決定会合において報告するよう指示した。

3. わが国の経済は、震災の影響により、生産面を中心に下押し圧力の強い状態にある。すなわち、震災後、生産設備の毀損、サプライチェーンにおける障害、電力供給の制約などから、一部の生産活動が大きく低下しており、輸出や国内民間需要にも相応の影響が及んでいる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、下落幅が縮小を続けている。震災後の金融動向をみると、金融機能は維持されており、資金決済の円滑も確保されている。金融市場は、全体として安定している。この間、金融環境は、総じて緩和の動きが続いているが、震災後、中小企業を中心に、一部企業の資金繰りに厳しさが窺われる。

4. 先行きの中心的な見通しとしては、わが国経済は、当面、生産面を中心に下押し

(注1) 賛成：白川委員、山口委員、西村委員、野田委員、中村委員、亀崎委員、宮尾委員、森本委員、白井委員。  
反対：なし。

圧力が強い状態が続いたあと、供給面での制約が和らぎ、生産活動が回復していくにつれ、海外経済の改善を背景とする輸出の増加や、資本ストックの復元に向けた需要の顕現化などから、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、小幅のプラスに転じていくと考えられる<sup>(注2)</sup>。

5. リスク要因をみると、景気については、上振れ要因として、旺盛な内需や海外からの資本流入を受けた新興国・資源国の経済の強まりなどがある。一方、下振れ要因としては、国際金融市場の動向や、一頃に比べて低下しているとはいえ、米欧経済の先行きを巡る不確実性がある。さらに、震災がわが国経済に及ぼす影響については、不確実性が大きい。この間、国際商品市況の上昇については、その背景にある新興国・資源国の高成長が輸出の増加につながる一方、交易条件の悪化に伴う実質購買力の低下が国内民間需要を下押しする面もある。物価面では、国際商品市況の一段の上昇により、わが国の物価が上振れる可能性がある一方、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある。

6. 日本銀行は、引き続き、震災の影響を始め、先行きの経済・物価動向を注意深く点検したうえで、必要と判断される場合には、適切な措置を講じていく方針である。

以 上

---

(注2) 本年8月の基準改定に伴い、消費者物価指数の前年比は、下方改定される可能性が高い。

「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の骨子素案

1. 対象先

被災地に営業所を有する金融機関で、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の対象先のうち希望する先

系統金融機関については、共通担保資金供給オペ（全店貸付）の非対象先や非当座預金取引先についても取引先金融機関を通じて資金供給を行うことを検討

（注）被災地は、東日本大震災にかかる災害救助法の適用指定を受けている地域（岩手県、宮城県、福島県の全域、青森県、茨城県、栃木県、千葉県の一部）

2. 資金供給方式

共通担保を担保とする貸し付け

3. 貸付期間

1年

4. 貸付利率

0.1%

5. 貸付総額

1兆円

6. 対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間

対象先の被災地での貸出状況等を踏まえ、対象先毎の貸付限度額、貸付受付期間を定める