

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年4月26日（9:02～13:30）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 山口俊一 財務副大臣
内閣府 松山健士 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	川本卓司

I. 開会

(9時02分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、第一に金融経済情勢についての執行部報告、第二に金融経済情勢及び当面の金融政策運営に関する討議、第三に政府出席者からのご発言、第四に金融市場調節方針の議案取りまとめと採決、第五に展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決、最後に4月3、4日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進める。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは山口俊一副大臣、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくをお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場の動向に関する報告をお願いします。

青木金融市場局長

資料-1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。はじめに概況であるが、国内関連では、前回会合での政策決定を受けた円安・株高の進行が目立った。国債市場は、ボラティルな展開が続いたが、幾分落ち着きを取り戻す方向にあるように窺われる。この間、国際金融市場では、軟調な各国経済指標などから一部でセンチメントが慎重化する動きもみられたが、全体としては落ち着いた状況が維持されている。

図表 1-1 の日銀当座預金残高であるが、前回会合時の 50 兆円台半ばから直近では 70 兆円弱の水準まで大幅に増加している。この背景には、国債買入れを着実に進めていることに加え、市場金利安定のために 1 年物固定金利オペや短期国債買入れを積極的に実施したこと、財政資金の動きに伴い季節的に大幅な資金余剰になっていることがある。この結果、マネタリーベースは、140 兆円台前半だったものが 150 兆円台後半まで増加している。図表 1-2 の業態別の当座預金残高で、どこが当座預金を持ったかをみると、都銀が大幅に増加させているのが特徴である。先行きについては、6 月半ばあるいは下旬にかけて資金不足期となるため、当座預金残高及びマネタリーベースは 6 月下旬に向けて概ね横ばい圏内で推移すると見込まれる。図表 1-3 の短期金利は、当座預金残高が高水準で推移しているもとで総じて落ち着いた動きとなっている。無担保コールレート（オーバーナイト物）は 0.07% 台で推移し、G C レポレートは 0.09～0.105% での推移となっている。短期国債レート 3 か月物は、当座預金付利金利引き下げ観測が強まったもとで 3 月下旬にかけて一時 0.04% 台まで低下したが、前回会合以降は付利金利と整合的な水準に戻り、足許では 0.09% 前後での取引となっている。

図表 1-4 の最近の国債買入オペ結果の推移をみると、国債買入れについては、前回会合における決定を受けて平均残存期間を 7 年程度とするため、利付国債の残存期間を 1 年以下、1 年超 5 年以下、5 年超 10 年以下、10 年超と区分した。図表 1-4 では、1 年以下、1～5 年、5～10 年、10 年超と区分しているが、このような分け方にしたうえで、1 年以下を少額に

抑えて残りの区分を、1～5年が概ね40%、5～10年が45%、10年超が10%という割合で買い入れることにした。また、買入日程については月6営業日実施することとし、従来の輪番オペの方式を踏襲し、毎回の買入金額と残存期間区分の組合せを公表した。もっとも、その後の市場参加者との意見交換会において、市場に対する過大なインパクトを回避するために、オペの頻度を高め一回当たりの買入額を圧縮して欲しいなど、国債買入れの予見性を高めるとともに、機動性、柔軟性の確保にも留意して欲しいといった意見が多く寄せられた。これを受けて、国債買入れの運営方針の見直しを行い、月6営業日であったものを月8営業日実施することとし、最大1.2兆円であった一回当たりの買入額を7千億円に減額している。また毎回のオペにおいて任意の残存期間区分を組み合わせてオファーできるようにするとともに、残存期間1年超5年以下については、市場動向に応じて期間区分をさらに分割してオファーすることができるようにし、オペ運営の機動性、柔軟性を高めた。さらに一回当たりの買入額について幅を持たせ、実際に買入れた銘柄の残存期間を勘案しながら機動的に平均残存期間のコントロールができるように工夫した。一方で、対応する年限の国債の発行入札日には、原則として国債買入れは行わないという運用を明文化し、オペ日程をある程度スイッチすることができるように配慮した。これらの取組みは、市場参加者から概ね好意的に受け止められているようである。こうした運営方針のもとで、前回会合以降、合計5.5兆円の国債買入れを行った。この結果、4月20日時点での国債保有残高は96.3兆円と昨年末対比7.1兆円の増加となっている。また、前回会合以降に買入れた国債の平均残存期間は、7.2年となっている。

図表1-5でイールドカーブの変化をみると、前回会合直前との比較では各ゾーンで幾分上昇しているが、2～5年辺りの中期ゾーン、20～30年辺りの超長期ゾーンの上昇幅が相対的に大きくなっている。中期ゾーンの金利上昇については、当預付利金利の引き下げ観測が消えていったことに伴い、付利金利と整合的な水準に戻る動きという面もあるが、金融緩和の枠組み変更に伴い、短期国債の買入目標残高が示されなくなったことなど

から、日銀の短期金利安定に対するコミットメントが弱まったのではないかとといった見方が一部でみられたことも影響しているように窺われる。実際、5年債レートは一時0.30%を超える水準までややオーバーシュート気味に上昇した。一方で、超長期ゾーンについては、2月以降思い切った金融緩和に対する期待から急速に低下した金利が、材料出尽くし感から反転したという点に加え、このゾーンの買入額が事前の市場予想を大きく上回るものであったため、金利水準に対する見方が定まらない中で市場流動性が低下し、ボラティリティが拡大したと考えられる。この間、5～10年の真ん中の長期ゾーンは、買入額が厚めに配分されたということもあり、10年債レートの変化は相対的に小幅なものになっているが、ヘッジ目的の国債先物売りもあり、月央にかけてやや不安定さがみられる状況となった。

図表1-6のオペ結果の推移であるが、こうした状況を踏まえて4月11日から16日まで4営業日連続で1年物固定金利オペをオファーするとともに、短期国債買入れを連日実施するなど、短期金利をアンカーするための調節上の工夫を行った。また、先程申し上げた国債買入れオペの運営見直しを4月18日に公表した。こうした一連の対応もあり、16日の5年債入札や18日の20年債入札を無事に通過できたことで、先週後半以降、国債市場は落ち着きを取り戻しつつある。ETF、J-REITは、ETFについては432億円、J-REITは96億円の買入れを行った。米ドル供給オペは実質ゼロである。

続いて、その他のマーケットを簡単にご説明する。図表2-4の米国長期金利は、米国の経済指標の弱さなどをを受けて低下している。市場では、Fedによる資産買入れの継続や歳出自動削減に伴う景気下押しに加えて、日本の機関投資家が米国債投資を拡大するとの思惑を材料に、当面のレンジを1.6～1.8%程度に切り下げる動きがみられている。欧州では、ドイツ長期金利が小幅に低下しているほか、投資妙味のあるフランス等のコア国の国債市場でも、わが国投資家の資金流入を巡る思惑があり、対ドイツ国債スプレッドの縮小を伴いながら金利が低下している。周縁国国債の利回りは、キプロス情勢、あるいはイタリア政治情勢好転への期

待の高まりから、イタリア、スペインを中心に大きく低下している。この間、主要通貨の調達環境については大きな変化がみられていない。

図表 2-7 (2) の C P の発行金利は、総じて低位で推移している。金利が高めの状態にあった一部の電機銘柄も、収益悪化懸念が弱まったことで一頃に比べ低水準にある。図表 2-8 (2)、(3) の米、欧の社債の流通スプレッドは、米国は概ね横ばい、欧州ではキプロスへの警戒感が弱まりスプレッド縮小の動きがみられている。(1) のわが国では、国債市場はボラタイルな展開となったが、社債流通市場は落ち着きを維持しているほか、起債市場でもその影響は総じて限定的であったという声が聞かれている。

図表 2-10 の株価である。(2) の米国は、ダウ、S & P 500 ともに最高値更新の場面がみられた後、軟調な米国の指標、商品市況の大きめの調整を受けたセンチメントの慎重化を背景に下落し、期間を通じてみると小幅の上昇となっている。引き続き、調整の可能性が意識されているが、企業収益の改善見通しが維持されているもとの、F e d の緩和的スタンスにも支えられ、年内は底堅い相場展開を見込むという声が聞かれている。(3) の欧州であるが、軟調な経済指標から企業決算を背景に下落したが、足許にかけては E C B による追加緩和観測が株買い材料視される形で値を戻し、期間を通じてみれば幾分上昇となっている。(1) のわが国株価は、日銀の政策決定や一段の円安進行を好感し、海外投資家による大きめの買い越しを受けて上昇している。こうしたもとの、先行きの E P S 改善や政府の成長戦略への期待の高まりなどを背景に、市場では年末の日経平均株価見通しをこれまでの 15,000 円程度から 16,000 円程度へと引き上げる動きがみられている。図表 2-12 の東証 R E I T 指数をご覧頂くと、指数は上昇しているが急ピッチの上昇には一服感がみられ、上値が重くなってきた感じがある。市場では、本行の買入れが相場のサポート材料視される一方、材料出尽くし感もあり、一頃みられた海外短期勢主導の相場上昇を見込む向きは少なくなっている。また、不動産市況の改善期待の織り込みや割安感の解消も相応に進んだとの見方から、インカムゲイン狙いの海外勢や個人の資金流入が鈍化する可能性が意識されている。

最後に為替である。図表 2-13 (2) の主要 3 通貨の名目実効為替レートであるが、円が日銀の政策決定を受けて大きく下落した一方、ドルは概ね横ばい、ユーロはキプロスを巡る警戒感の後退を契機とした買い戻しがあり幾分上昇となっている。こうした中で (1) のドル/円相場をご覧頂くと、米国、中国の経済指標の予想比下振れを受けたリスクセンチメントの慎重化に加え、G20 を控えた円安牽制への警戒感などから円高方向に戻す場面がみられたが、G20 後はそうした警戒感も後退する中で再び円安方向に転じ、足許では 99 円台で推移している。そのもとで、図表 2-14 (2) のドル/円のリスクリバーサルは、円安方向へのバイアスの強まりから再びドルコール超に転じている。以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

木内委員

オペについて二点、質問させて頂く。一点目は、図表 1-4 の最近の国債買入オペ結果の推移をみると、落札分の平均残存期間が非常に振れが大きい。5~10 年では 5 年強もあり 10 年弱もあり、10 年超ではほぼ 20 年もありほぼ 10 年もありと、振れが大きい。ただ今までの実績の平均が 7.2 年ということなので、目標にぴたっと入っている。これは偶然そうになっているものなのか。それとも平均落札は振れが大きい、ある程度コントロールされてこういう形になっているのか。

もう一つは、市場関係者の意見も入れてオペを見直して市場の安定を取り戻しつつあるという状況であるが、取り敢えず、これでおしまいなのか、それともまだ継続案件があるのか。特に、途中でお話しされていた短期金利のアンカーのところで、短期がぶれるとイールドカーブ全体がぶれてしまうので非常に重要であると思う。オペを大量に打つことによって安定してきて取り敢えず収まったのか、それとも短期金利を安定させるような仕組みが必要というような考えがあるのか。

青木金融市場局長

一点目の図表 1-4 の平均残存期間の振れであるが、図表 1-4 の(参考)にあるように、前日からの利回較差で買っており、これは簡単に言うと前日からのイールドカーブの変化によって、例えば、イールドカーブが昨日に比べて今日が少し角度が急になると右の方が入る、逆であると左の方が入るということがあるので、短い期間をとってみるとイールドカーブの変化によって、長くなったり、短くなったりということがある。ただ、ある程度長い期間とってみると全体に平均され真ん中辺りに段々収斂してくる。われわれは、過去の平均から考えて、こういった配分で買っていれば大体 7 年位になるだろうという計算をして、今このバランスで買っている。今は振れているが、累積でみていくと、時間が経てば経つほど段々収斂してくるものであると考えている。

二番目の短期の国債の金利のアンカーのところであるが、この間、緊急避難的に長い 1 年物の固定オペを打つとか、あるいは短期国債を集中的に買うという形で対応したが、これからの挑戦というかこれからやれることとしては、この前、超長期の 10 年超の国債について、最初は 8 千億円と言っていたものを今は 8 千億円～1.2 兆円というように上方向に幅を持たせた訳であり、従って、もし、超長期の国債を 8 千億円から上の方に増やして買っていければ、長い方のボリュームが増えるので短い方のボリュームも増やせることになる。超長期を増やせれば 2～5 年の方も増やし得る。その分は今少しこぶになっている 5～10 年のところを少し落とす格好なのかもしれない。

木内委員

長期のところを上手く買うことができないと、今度は短期のところも買えなくなることで不安定化することもあり得るのか。

青木金融市場局長

われわれの8千億円位であればまず買えると思っているので、そこから増やせれば短い方も増やす余裕ができてくるということだろうと思っている。

雨宮理事

足許短期が少し動いた要因は大きく2つある。一つは、短期オペは、今まで1~3年中心であったものが少しばらけるのではないかということだと思う。これは実際のレート、量をみれば段々落ち着いてくると思う。要因のもう一つは、その前の数か月に付利金利引き下げを巡る思惑で不安定化したものが戻ったという面が、相当大きいと思う。付利の0.1%のアンカーのところで落ち着き、目線が定まりかつオペも結局厚く出てくるということが段々理解されれば、落ち着いてくるのではないかとみて良いと、今のところは思っている。後は、金融市場局が短期オペであのような大胆なオペを時々打てば、段々収まってくるだろうと思っている。

また、金融市場局が非常に努力をした結果、この国債オペの残存期間は7.2年と、長い目でみれば指示頂いた中に収めるように努力しているが、今までのところ7.2年という数字になったのは僥倖であると思って頂いた方が良く思う。ある程度振れると思って頂いた方が良く思う。

石田委員

今の考えであるが、発行の平均が7年なので万遍なく全体として7年になるように買っていくという理論だったと思う。しかし、マーケットは期間によって流動性が違うので、同じ金額を買ってもマーケットに対する圧迫、インパクトは違う。7年にするためにあまり無理して色々なことをやるのは、本義ではないと思う。そうではなく、一番円滑に買えるような形で、マーケットに無理をかけずに買っていった結果がどの位になるのか——それを今から言うことはできないだろうが——という考えを持ってやるべきであるというのが、私個人の考えである。意見として表明させ

て頂く。

佐藤委員

国債補完供給についてであるが、これだけ巨額の買入れを行っていく中で、市場機能が低下するのではないか、流動性が低下するのではないかという指摘が各方面からあるが、実際の発動をしてみると、10日と12日の2回だけでかなり限定的にみえる。蓋を開けてみたら補完供給のニーズは限定的であったという理解で良いのか。

青木金融市場局長

そういうことだと思う。基本的には、大量に買うので市場流動性が低下し、摩擦的な問題に対応するために補完供給も制約を少し緩和し身構えていたが、今のところはこちらで貸さないと言っている訳ではなく、どうぞと言っているもこれだけである。今のところは、そういったヒッチが起こらずにマーケットが動いているということだと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について国際局から説明をお願いします。

外山国際局長

資料-3（参考計表）【追加】に則して手短にご説明したい。図表1のPMIは、グローバルの全体計数の4月はなお集計されていないが、米国、ユーロ圏、中国等主要経済地域でそれぞれ低下した。世界景気は緩やかな持ち直し基調にあると判断しているが、モメンタムが思っていたほどには強まってこないことから、足許では、回復を先取りする形で上昇していた企業コンフィデンスに若干の調整が入っていると考えている。

図表2-1で米国経済であるが、(1)名目小売売上高や(2)消費者コンフィデンスは、足許やや鈍ってきている。小売売上高は、1~2月分の計

数も下方改訂されており、3月に例年より冷え込んだ影響を割り引いても、給与税減税の打ち切りが年明け以降の消費を幾分減速させている様子が浮き彫りになってきている。他方、企業セクターについてみると、輸出が底入れし内需が堅調であることを背景に、(4)の生産の持ち直しが明確になっている。(5)の設備投資についても、国防関連の受注は年明け以降減少しているが、非国防資本財の受注は勢いには欠けるものの緩やかに持ち直している。(6)の雇用は、3月の非農業部門雇用者数が8.8万人の増加にとどまり、改善度合いが顕著に低下した。もっとも、雇用統計は振れが大きく、また図表2-2にあるような他の雇用関連指標をみると、緩やかな改善が続いているとの判断を変えなければならないものではないと考えている。以上、全体として米国経済の持ち直しの動きは広がりを見せてきているものの、なおまだ模様である。歳出自動削減の影響が出始めているほか、家計所得の先行きについての期待もやや低下するなど、モメンタムにはずみがつく地合いとはなっていない。

欧州経済であるが、引き続き内需を中心に低迷している。輸出を起点とした回復を先導することが期待されていたドイツにおいても、図表3の(4)輸出受注PMIや(5)Ifo製造業期待指数が低下しているのが目立っている。図表4の国債利回りは、おしなべて低下している。これは、イタリアで難航の末再任されたナポリターノ大統領が民主党レッタ副書記長を首班に指名し、選挙後2か月あまりを経て政権発足の可能性が高まっていることが好感されたものである。これにより、キプロス支援の影響は現時点では解消している。もっとも、レッタ副書記長は中道右派の協力を仰ぐ手前もあり、緊縮策の修正を示唆する発言をしている。また、ポルトガルで憲法裁判所が緊縮策の一部に違憲判断を下すなど、改革路線への政治的、社会的サポートが弱まっていくことへの懸念が燻り続けており、こうした中、欧州委員会がスペイン、フランス、オランダ等について財政目標の緩和ないし目標期限の先送りを認めるかどうか、その場合格付機関がどのように対応するかが、来月に向けて注目されている。

図表5の中国経済は、(1)で第1四半期のGDPは前年比+7.7%とや

や低下した。業種別の内訳をみると、(2)にあるように卸小売や飲食宿泊の伸びが目立って低下している。質素節約令が春節や全人代の時期とあって大きな影響をもたらしたものと考えられ、GDPの前年比低下分はこのことによりほぼ説明される。もっとも、一部業種での過剰在庫や不動産価格抑制策の影響もあって、生産の伸びが鈍化しているほか、固定資産投資についても堅調とは思いますが、勢いが乏しい状況である。上向きつつある輸出についても、仕向け先、特に香港の統計との齟齬が拡大しているなど、額面どおりには受け取れない部分もあるほか、PMI輸出受注も50を下回るなど、中国経済は、全体として安定化してきてはいるものの、力強さを増していく状況にはない。

国際金融市場であるが、米国や中国を含む新興国の回復力への楽観論が後退する中、日本やASEANを除き株価が幾らか調整する一方、長期金利ははっきりと低下する展開となった。海外債券市場や為替市場においては、一時本邦機関投資家が本行の緩和策を受けて外債投資を増やすとの見方が材料視されたが、その後こうした見方は後退している。図表6-1(3)にあるように、4月の上中旬で信託や生損保は対外証券投資を幾分増やしたようであるが、銀行の金利低下局面での利益確定売りの動きが大きく勝っており、全体では2.3兆円の処分超となっている。図表6-2の新興国の債券ファンドへの資金流入はなお続いているが、株式ファンドへの資金流入はもっぱら先進国が対象となっている。極く足許では、先進国についてもETFを中心に利益確定売りの動きが出ている。コモディティ市場は、急落した金を含めて原油や中国関連の銅、ニッケル等非鉄金属の価格が大きく調整した。ただ、足許ではばらつきはあるが、幾分値を戻している。私からの説明は以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

中国について、地方政府の債務問題が注目され格下げされたりしているが、この問題は何年も前から言われており、ここにきて急に注目されているのはなぜか。例えば、融資平台の社債の発行が非常に増えてきており、しかもそれがロールのための発行であるとか、あるいは中国経済に対する弱気な見方と関係しているのか。負債の額自体は足許急に推計が増えている訳ではないと思うが、こういった理由があるのか教えて頂きたい。

外山国際局長

直接には、著名なエコノミストがこの点について警鐘を鳴らす発言をしたことがきっかけとなっており、これに加えてご指摘のように、GDPをはじめ予想より低い指標の発表が相次いだことで、この問題がにわかに脚光を浴びているということだろうと思っている。同時に政府の方でも、理財商品の規制強化を発表するというような動きもあり、問題は元々指摘されていた訳であるが、マーケットの材料となりやすくなっているということだろうと思う。

木内委員

最終的に国が保証するかどうかというところは、依然として不明確なままなのか。

外山国際局長

地方が自ら債務を負えないため融資平台がビークルとして資金を調達している訳であるが、これについては、地方政府が肩代わるであろう、そして地方政府が困れば中央政府が出てくるであろうという期待がある訳であるが、法的にそれが保証されている訳ではない。疑心暗鬼を伴いながら、しかし基本的には保護されるだろうという期待が強いということだと思ふ。

佐藤委員

ドイツについては、元々は欧州の牽引役のはずであるが、足許、例えばPMIはコンポジット、製造業、サービス業ともに50を下回っており、Ifoも現状、期待指数ともに2か月連続で低下している。ドイツの低迷が長引いてくると、欧州全体に影響が出てくるであろうし、貿易という点では、中国への影響も考えなければならないと思っている。この辺り、最近のドイツの状況をどのようにみているのか。

それから、こういった欧州の状況を受けて、5~6月にもECBの利下げがあるのではないかと観測が高まってきていると思うが、先般のG20でも話題になった財政出動の蓋然性について、どの程度あるとみているのか。

外山国際局長

ドイツはユーロ圏の中であって、ひとり堅調な地合いを続けてきた訳であるが、そうは言っても、昨年の後半にかけて周縁国に引きずられる形で企業セクターあるいは消費者のコンフィデンス等も低下する展開となっていた。それが、年明けに向けて世界経済の緩やかな持ち直しとともに、特に企業コンフィデンスが上昇する形で、他の国に先駆けて抜けていくであろうという期待があったが、蓋を開けてみると、ご指摘のように、輸出受注PMI等にみられるように思ったほど戻ってこず、ここで一旦期待の修正という形で調整が入っているとみている。ただ、昨日もメルケル首相が発言していたように、ドイツは全体としてはなお不動産価格上昇への警戒等もあり、現在のECBのレートはドイツにとっては低過ぎるというような発言をしているので、全体としてドイツが失速に向かっていくというようなことが懸念されているということではないと理解している。ECBについて、利下げ予測がマーケットで大きく広がっている訳であるが、昨日のメルケルの発言等もあって利下げ期待も多少後退したかもしれない。

財政出動については、黒田総裁が国際会議で色々のご議論されてきたということだろうと思うが、私の承知している限りでは、ドイツは高齢化等

もあって、表面的には 2012 年の財政もユーロ圏で唯一黒字に着地したが、潜在的にはそれほど安閑としている状態ではないということも言っており、自らの経済が先程申し上げたような状況であるので、今すぐ財政出動に向かわなければならないというような構えにはないと承知している。

黒田議長

ワシントンで G20 や I M F C 等色々な会議があったが、米国政府の代表も I M F などの人も、米国経済について、この春先少し軟調なデータが出ているがモメンタムは強いのではないかと、言っていた。また、米国では住宅投資が回復しており、これが結構強いというようなことも言っていた。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは、次に国内経済情勢について調査統計局から説明をお願いします。

前田調査統計局長

資料－4（参考計表）に沿って実体経済についてご説明した後、本今朝に消費者物価指数が発表になったので、今お配りした資料－4（参考計表）【追加】で物価についてご説明させて頂きたい。

はじめに、足許の景気の全体観を申し上げておくと、前回会合後に明らかとなった経済指標は、前回の景気判断を概ね裏付けるものと考えている。その大きな枠の中でも、どちらかというところ、個人消費を中心に持ち直しに向かう動きが増えつつあることを示唆する内容であると考えている。

それでは、図表に則してご説明する。図表 1 の公共投資であるが、公共投資の先行指標である公共工事請負金額は、前期比で 1 月、2 月、3 月と減少しているが、これは一時的なものと考えている。その理由は、一つには、復興関連がピークアウトしつつある一方、緊急経済対策の執行がまだ本格化していないということがある。二つ目に、4 月に公共事業の積算基

準となる賃金の引き上げが行われたが、その前の入札手控えがあったと思っている。すなわち端境期に当たったと考えている。ただ、先行指標が1~3月に凹んでいるので、4~6月の公共工事の工事進捗が一旦鈍化する可能性は、一応念頭に置いておきたいと思う。ただ、それもいずれまた増えてくるので、それほど気にする必要はないと思う。

図表3の輸出入だが、3月の通関統計が出ているのでご説明したい。実質輸出は、3月が前月比+2.8%、1~3月も前期比+1.5%と、3四半期振りのプラスになったので、下げ止まりは改めて確認されるものと理解している。図表5で地域別に一言だけ申し上げておくと、米国、その他——中東や中南米といったところ——が、月次でも四半期でも前期比でプラスに転じている。一方で、中国を中心とした東アジアは、3月は高めの伸びとなっているので好材料ではあるが、四半期ではなお-1.1%、中国は-0.7%と減少しており、持ち直しが本当に始まったかどうかはなお不確実な情勢と考えている。この辺りも踏まえて今後の輸出の方向性については、企業ヒアリングなども踏まえれば、為替円安の影響もあり次第に持ち直していくとみて良いと思っている。ただ、ウエイトの高い中国は、若干景気もたついている感もあり、企業からは日中関係の影響が残っているという懸念材料も聞かれるので、なお予断を持たずに注視していきたいと思っている。

図表11は企業マインドの月次の調査である。前回会合以降、幾つかで3月、4月の調査結果が出ているが、製造業大企業あるいは製造業中小企業を含めて、持ち直しの動きが明確になってきていると思われる。例えば、(1)でロイター短観があるが、これまで非常に悪かった電気機械のマインドも改善してきており、輸出・生産の持ち直しの可能性を示唆するものと考えている。そのもとで、図表12の設備投資関連であるが、2月の機械受注、資本財総供給が出ているが、全体では今のところはまだミックストという感じである。まず、機械投資の一致指数である資本財総供給は、2月が少しプラスとなり、下げ止まりを窺わせるような動きである。一方で、それに先行するとみられる機械受注は、2月は前月比+7.5%と増加

に転じているが、1月の大幅減少の後の反動であるので、なお弱めでなかなか判断が難しいと思う。一方で、中小企業で設備投資を実施したかどうかを聞く調査があり、図表 15 をみると、製造業も含めて設備投資実施企業の割合が上昇しているが、こういうことや企業ヒアリングも踏まえれば、どうやら設備投資全体として底打ちつつあると思うが、本当に確かかどうか、円安・株高を契機として本格的に持ち直していくかどうかを確認するには、もう少しデータの蓄積が必要と考えている。

次に図表 17 の個人消費である。(2) の消費包括指数は、GDP の作り方に則して私共が作っているもので、前期比の数字が 1~2 月まで出ているが、これが前期比で 1%程度と高めの伸びとなっている。3 月がどうなるかにもよるが、来月公表される GDP については、消費は恐らくはっきりとしたプラスになるのではないかとみている。図表 18 の販売統計は、総じて堅調である。(1) の小売統計は、スーパーも含め 3 月はしっかりと増加している。これは、2 月まで寒かった後の気温上昇で春物が売れたことと、マインド改善、資産効果が重なったものと考えている。(2) のサービス消費についても総じて堅調である。マイクロヒアリングでは、旅行についてゴールデンウィークの予約は非常に良いと聞いている。このように、個人消費については、時間の経過とともに底堅さを増しつつある感がある。

図表 22 の生産について一言だけ申し上げておきたい。生産の 2 月の確報が出ており、前月比が +0.6% と速報段階の -0.1% からかなりの上方修正となっている。この結果、1~2 月は公表ベースで 10~12 月対比 +1.8%、季節調整の歪みを修正した調整ベースで +0.2% となり、下げ止まりがより確かなものとなった姿である。

物価については、資料-4 (参考計表) 【追加】の図表 27 をみて頂くと、全国 CPI 総合除く生鮮食品で 3 月 -0.5% と、2 月の -0.3% からマイナス幅が 0.2 ポイント拡大した。これは、財のマイナス幅が 1 月、2 月、3 月と拡大してきており、概ねこれによるものである。前年に石油製品が一時的に上昇していたことの裏が出たものであり、想定どおりの動きと考えている。それでは、4 月の東京はどうかというと、3 月の -0.5% か

ら-0.3%とマイナス幅が若干縮小している。これも財でマイナス幅が縮小していることによるが、電力、都市ガスが燃料費の調整の関係で上昇したことが主因である。-0.5%から-0.3%へ0.2ポイント縮小したが、われわれがみていたより若干強い感じもしないではないが、大体想定どおりと考えている。いずれにせよ、こういった東京の動きも踏まえると、全国も恐らく3月がマイナス幅としては一番大きくボトムで、これからゼロに向かっていくと考えて良いと思っている。

以上を踏まえて、最後に、先行きの展開について極く簡単に整理しておきたい。まず、実体経済であるが、現状は1月の展望レポートに概ね沿って推移しており、株高等の効果から消費中心に多少上振れ気味だと思う。先行きについては、円安・株高、経済対策、金融緩和の効果が景気の上振れ方向に作用すると考えて良いと思う。ただ、輸出、設備投資の持ち直しがまだ今のところ確認できておらず、特に、中国向けを中心とした輸出が本当に上向いていくかどうかはまだ不確実である。消費者物価の前年比は、これまで申し上げていたとおり、年後半には為替円安の影響からプラスに転じ、年度末にかけて1%程度にいくだろうと考えているので、1月時点と比べると少し上振れ方向かと思う。ただ、当面は、このところ原油価格が少し弱く、これが表面上は下振れ方向に作用する可能性がある。また、やや長い目でみた場合、景気回復につれて物価に上昇圧力がかかっているかどうかについても、なお不確実性は残っていると思う。私からは以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

設備投資について、図表15の中小企業の実施企業割合で、動意が少しずつみられるということであるが、例えば、政投銀の資料等で、業種別やどのようなものが牽引しているか——更新投資が多いとか——など、中身

についてももう少し追加情報はあるか。

前田調査統計局長

中身についての情報は限られているが、図表 15 (3) の非製造業が特に増えているが、業種的には万遍なく全般に増えているという感じがある。ヒアリングしたところでは、例えば、これから電力料金が上がるので節電の関係の投資や、耐震強化に関する投資を実施する企業の数が増えている。今のところは、大型の案件を実施するというよりも、細かい案件を多くの企業が実施しているという感触を伺っている。

木内委員

三つある。一つは、短観や機械受注をみると、設備投資全体としては動きが少し鈍いと思っていたが、中小企業の動きをみると、非製造業は非常に強くみえる。ただ、それにしても少しおかしいという感じは否めない。特に、設備投資実施企業割合と設備投資実績との乖離である。統計もカバレッジも違い、一方は実際の設備投資の実績で一方は設備投資の実施企業割合を示しているので一致する保証はないが、それにしても過去と比べると著しく乖離しており、実施企業割合の足許は 1990 年初頭よりも高い。若干先行性はあるとは思いますが、足許の乖離をみると先行性を越えた乖離があり、果たして、信頼性がどの程度あるのかという点を、若干疑問に思う。

二点目は図表 5 (2) の実質輸出の財別で、今回消費財の区分を廃止しているが、分かりやすくなったのか分かりにくくなったのかよく分からないという感じがある。需要財別の分類と品目が混在する形になっているが、自動車と情報関連は大きくて重要だからというのは理解できるが、情報関連の中には資本財に分類されるものもあり、消費財に分類されるものもあり、中間財もあるかもしれない。自動車も厳密に言うと消費財だけではなく資本財もあるので、分類が分かりにくくなっている面がある。それと、全部足すと 84%位なので 16%位落ちている部分がある。例えば、「その他消費財」というものがあっても良かったのではないかという気がした。

最後は、消費者物価に関し、今みえている物価押し上げ要因——例えば電力料金や保険料の引き上げなど——を積み上げていくと、向こう半年あるいは年内で、どの程度まで行きそうなのか。

前田調査統計局長

一つ目の設備投資については、われわれもこれほど設備投資が増える訳ではないだろうと思っている。法人季報の設備投資実績を載せているが、ここは逆に弱過ぎるという感じがあり、両方とも極端になっていると思う。そのうえで、この増え方は少しどうかなと思う一方、非製造業については、機械受注でみても建築着工でみてもそれなりに増えているので、非製造業が底堅いということはあると思う。従って、実勢は、図表 15 の設備投資実施企業割合と設備投資実績の間ではないか——感覚的な議論で申し訳ないが——と思っている。

二点目の図表 5 (2) の実質輸出の財別であるが、今回、輸出物価統計が基準改定になったので、その際に中身についても見直した。これまで消費財という分類があったが、日本から輸出する消費財が非常に少なくなり、ウエイトがかなり小さくなってきた。これまでほとんどデジカメであったが、かなり小さくなったので分類として挙げるのは適当でない判断し廃止させて頂いた。おっしゃったように色々な分け方があると思うが、自動車関連は消費財、資本財色々あるとはいえ、かなり大きな産業なので独立させた方が良く思うし、それ以外についても、こういった分類が適当ではないかということで作成した。

木内委員

デジカメは、日中関係で一時的に減ったというだけではなく、趨勢的に減っているのではないか。

前田調査統計局長

趨勢的にスマートフォンに取って代わられており、構造的に回復が見込

みにくい産業になってきたと理解している。

木内委員

資本財・部品から原動機が除かれているのはなぜか。無視できる程小さいからか。

前田調査統計局長

原動機はエンジンなので自動車関連に入れている。分け方が難しいので色々悩ましいところだが、資本財・部品の中の原動機と自動車部品については、以前から自動車関連に入れている。

三つ目の物価だが、ある程度分かるものを積み上げた場合、6月～7月にかけてプラスに転じていくことは間違いないだろうと思っている。今のところ、6月、7月辺りになると、0.3%、0.4%、0.5%位まで近づいていく可能性はあると思うが、本当にそこまでいくかどうかは、今おっしゃったようなもの以外のもう少し基調的なところがどのようになるかによると思う。そのうち小麦については、多少上がったとしても本当に小売価格で上がるかどうか、あるいは小麦を使っている製品の小売価格が上がるかどうかは確たることは言えないので、われわれは現時点では直ぐに波及するとは考えていない。

石田委員

先程、消費が非常に良いという話があったが、米国などの場合、所得との関係で貯蓄率が注目され、消費のサステナビリティということがよく言われる。日本では、所得環境が非常に悪いので、そういうことに対して関連性があまり議論されたことはないが、統計の取り方が違うからか。というのは、消費がこのように伸びてくればそれに越したことはないが、お金が続かなくなると困ると思う。

前田調査統計局長

マクロの貯蓄率の統計は、日本では随時出されているというものではないので、雇用者所得等で割り算するようなイメージを持つ、あるいは家計調査の消費性向をみるということである。おっしゃるとおり、今起きていることは、所得が増えていない中で消費が増えているということなので、消費性向は上がり、貯蓄率は下がっている。これには色々な理由があるが、ここ数か月は資産効果が出ていると思う。これがどの程度持続するかは分からない。株が上がっている間は持続するが、実際に実体経済が上向き所得が増えていくということが重要であろうと思っている。

宮尾委員

今の点に関連し補足でお聞きしたい。資産効果を広く捉える場合、将来の期待成長、所得増加を見込んで消費が増えている面もあると思うが、一方で、これまでずっと節約してきたためペントアップと言われるようなものも背後にあって、それが株高やマインド改善によって刺激されているという面については、どのように考えているのか。そういうものはあまりないという感じか。

前田調査統計局長

ものによってはあるとは思う。設備投資は、明らかにこれが出てきたと言えると思うが、消費については少し難しい。耐久消費財についてはそういう面があるかもしれないが、マクロで消費を捉えると、これまでも何度かご説明したが、いわゆる所得等からはじき出された長期均衡の値よりも、ここ1~2年、消費がしっかりしていたので、そういう意味でマクロでみた場合、ペントアップがどの程度あるか——耐久消費財等では可能性はあると思うが——は、なかなか言い難い。

宮尾委員

ということは、将来の所得増加を見込んでいるということか。

前田調査統計局長

将来というよりは、取り敢えず足許何となく豊かになったような気がしているからではないか。例えば、もう働いていない方は将来所得が増えるとは思わないので、自分たちの資産が増えているからではないか。

宮尾委員

私の記憶では、株価による資産効果はこれまであまりそれほど強く出たことはない。

前田調査統計局長

バブル期は出た。

宮尾委員

バブル期はそうだが、この10年位の負の資産効果は余り出ていないと思う。

石田委員

やはり、株価が上がったからではないか。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

次に金融環境について企画局から説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1はインフレ期待、インフレ予想であるが、大きな動きはない。これまでの若干上がっているという状況が続いていると思っている。新しい数字は、(2)の消費動向調査であるが、加重平均も上がっており、「上昇する」のウエイトも増えてきてい

るのが、この間のトレンドだと思う。ただ、これまでのピークを抜けていくようなイメージではないので、振れの中で少し上がってきているというレベルかと思う。図表 2 (2) E S P フォーキャストは、ほとんど変わらなかった。4 月調査では、2013 年度が 0.27%、2014 年度が消費税込みで 2.47%と 3 月調査とほぼ同じである。(3) のコンセンサスフォーキャストは若干上がっている。これは半年に一度の長期のところの調査であるが、例えば 6~10 年後の平均をみて頂くと、前回調査は 0.8%だったが今回は 1.1%となり、これも上がっている。過去を遡って頂くと 1%前後なので、大きくトレンドが変わっているというよりは、ここへきて少し戻しているイメージだと思う。図表 3 (3) の B E I も前回会合以降少し上昇しているが、最長物では前回 4 月 4 日は 1.36%であったが、直近では 1.59%と上昇している。過去のトレンドを大きく変えるものではないが、ここへきて上昇傾向にある、という位がフェアなところかと思う。

続いて図表 8 であるが、先程、青木金融市場局長から説明があったとおり、金利が少しボラタイルになっている、あるいは 5 年物などが上がっていることの影響であるが、まず長期プライムレートは、月末値で 3 月までしか入っていないので変わっていないように見えるが、(注) のところに書いておいたが、ご承知のとおり 4 月 10 日に長期プライムレートは 0.05%ポイント上昇し 1.20%となっている。2 月 8 日に 1.15%に下がっていたのでそれが元に戻った形である。それから、C P、社債への影響であるが、C P については、前回下がった局面もそうであるが、このところずっと同じ数字になっており発行の表面レートが 0.13%とこちらには影響が出ていない。下がる時もあまり効かないが、上がる時もあまり変わらないようである。一方で社債の方は、ベースレートの影響と発行のスプレッドの影響も若干あり、社債発行レートが A A 格で 4 月 0.52%であるが、3 月は 0.26%であった。2 月が 0.49%であったので、3 月に一旦下がって 4 月に上がった形になっている。上がった理由は、A A 格のスプレッドをみて頂くと 3 月 +0.14 から 4 月 +0.32 へスプレッドが上がったことが大きい。これは、3 月は電力債の発行があまりできなかったが、4 月は電力債が復

活しているのです、その辺の影響ではないかと考えられる。電力債が出る時は、スプレッドが比較的高くなるのでその影響が出ており、それからベースレートが0.1弱ではあるが上がっていることも効いている。半分以上はスプレッドの影響であると思っている。以上が資金コスト関係である。

続いて、図表12のボリュームである。まず全体であるが、民間総資金調達が、3月+0.5%と2月の+0.4%に比べ0.1%ポイント上がった。上がった原因は銀行貸出であり、寄与度が0.8から0.9へ上昇している。銀行貸出は、2月、3月の前年比増加率をみて頂くと、1.6%から1.7%へ増加率が拡大している。業態別には、都銀が0.7%から0.9%と今年初め頃にプラスに転じプラス傾向が定着してきている一方で、地銀・地銀Ⅱは2.6%、2.7%という数字で横ばいであり、ここへきての増加の主因は都銀である。今回わりと大きな動きがあったのは社債で、4月に9,400億円という数字が入っている。これは19日時点までの数字であり、その後もあるので9,600億円程度になるというのが今の見込みである。この間、新聞等でも出ているが、幾つかの会社で発行額を少し増やす、需要予想以上に発行できたケースが数件みられている。その中でも10年物を含めてわりと長いタームの社債発行ができていていると聞いている。金融緩和の中で国債から他の投資へという面もなくはないと思うが、今回金融緩和したということだけではなく、この間、長期金利はずっと下がってきているので、その中で起きていることと考えられる。こういうトレンドがこの後続くのかどうか、注目点の一つとしてみていきたいと思う。なお、ボラティリティが上がったこと、ベースレートが動いたことに伴って、起債を見送るとか延期するといった動きは特にみられておらず、社債市場については良好さの度合いがむしろ強まっていると思う。J-REITはこのところずっと多かったが、4月に317億円と少ない数字になっている。ただ、これは単月の振れと判断している。

図表17のローンサーベイは、数字的にはあまり良くない数字がでてくる。資金需要DIの企業向けの季調値は、1~3月が+4の後、4~6月が-1であるが、基本的には振れだと思っている。振れ以外では、落ちた理由が

大企業の非製造業の需資ということなので、考えられるのは電力である。一時期電力債がほとんど出せなかったのが最近出せるようになってきているので、もしかするとそういうことを示唆しているのかもしれないと思う。もう一つの仮説は、先程申し上げたとおり、地銀の貸出の増加率の幅が最近増えていないが、ローンサーベイ対象先のほとんどが地域金融機関で、これ以上伸びないという意味で地銀の票があまり変わっていないということかと思う。貸出態度判断D I、資金繰りD I等、幾つかの指標が出ているが、大きなトレンドに変化がないので省略させて頂く。図表 19 の倒産は、3月が929件と引き続き1,000件を切っている。

最後にマネーである。図表 21 のマネタリーベースについては、3月は前年比19.8%、約20%増である。マネーストックはM2で+3.0%増と2月の+2.9%から0.1%ポイント上がっている。主因は今申し上げた貸出である。図表 22 のベースマネーであるが、マネタリーベースの見通しを先程金融市場局からも申し上げたが、この後6月末にかけて未残が上がっていき、それに伴って平残も伸びていく形になる。平残の前年比のイメージを申し上げますと、4月が23%位、5月、6月は30%前後、その後7月以降は40~50%と前年比が伸びていくと見込んでいる。以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

木内委員

図表 17 の主要銀行貸出動向アンケート調査であるが、季節調整値のイメージが原計数と結構違うところがやや気になっている。企業向けのD Iが落ちているのは電力の影響という説明だったが、中小企業でも結構落ちている。中小企業は、季調値と原計数の方向自体が全く逆であり、個人向けのところも、統計を实际みた時は、チャート上もかなり上がってきており、住宅の先高観や消費税の影響もあり伸びていると素直に納得したが、季調値をみるとほぼ横ばいとなっている。この季節調整値の信頼性について

てはどのように考えれば良いのか。

内田企画局長

正直言って、50 先位のアンケート調査で季調をかけているので1、2の
違いは勿論あると思う。ただ、3月末とそれ以外で資金需要が違うこと自
体は当然ある。

石田委員

4~6 月は短期の納税資金がいつも多い。だからその分マイナスに季調
がかかるのだと思う。

内田企画局長

おっしゃるとおりである。マイナスにかかることはほぼ間違いない。生
の数字ではなくDIにかけているので、資金需要自体をみればそういうこ
とであるが、若干の振れというか難しさがあるのは事実だと思う。

中曾副総裁

図表 12 の説明で、国債市場でボラティリティが増した時も社債の発行
は結構安定していたという話があった。国債市場ではボラティリティが上
がって市場関係者は騒いでいたが、社債の発行者は結構落ち着いていた。
つまり、ベンチマークレートが振れたわりには見送り等もなくコントラス
トが大きいという感想である。リーマン・ショック後などと比べると、今
回はボラティリティ上昇に伴う影響は非常に限定的であったという見方
で良いのか。

内田企画局長

社債市場についてはおっしゃるとおりだと思う。これは勿論引き受ける
側、買う側の考え方もあるが、買う側にとっては、レートも含めて買いや
すい局面があったということであるし、パイプラインに入っていたものを

見送るようなイベントにはならなかったと聞いている。実際には良い買い場だったという感じのようである。

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

次に、金融経済情勢及び当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は、政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付して頂きたい。

それでは、展望レポートの案について執行部から説明をお願いします。

[事務局より資料配付]

内田企画局長

まず 7 頁の参考で数字を確認頂ければと思う。2012 年度から申し上げると、政策委員見通しの中央値で、実質 GDP の 2012 年は +1.0%、2013 年度が +2.9%、2014 年度が +1.4%、2015 年度が +1.6% である。消費者物価は、2012 年度は実績値の -0.2%、2013 年度が +0.7%、2014 年度が消費税を除くベースで +1.4%、2015 年度が +1.9% である。

これを踏まえて文章であるが、まず前提として 1 頁の注 2 で「今回、見通し期間を 1 年間延長し、2015 年度までとした」と書いている。勿論これ自体、まだ決定している訳ではないので、ご議論頂ければと思う。数字としては頂いているので、2015 年度までというベースで作成している。まず、3 頁で成長率だが、今の数字を前提に、前回との比較で「成長率は、「量的・質的金融緩和」の導入、金融資本市場の状況の好転、公共投資の増額などにより、上振れて推移すると見込まれる」としている。物価については、「消費者物価の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である 2% 程度に達する可能性が高いとみている」とし、中間評価時点との比較では、「今回の 2014 年度までの消費者物価の見通しを、1 月の中間評価時点と比較すると、上振れ

している」という評価になると思う。

5頁の金融政策運営のところは、以上を踏まえて、第1の柱、すなわち中心見通しだが、「見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される」と、同じ話を「判断される」と書いている。第2の柱はリスク・バランスであるので、一番最後の頁で政策委員の見通し分布チャートを確認して頂くと、実質GDPは中央値の白丸からほぼ完全にバランスしている感じである。消費者物価の方は、時期によって若干幅があるという感じだが、真ん中の黒いところが40~60%の範囲を示しているが、中央に近いところに白丸があるので、これも概ねバランスしているという判断だと思う。5頁に戻って頂いて、「中心的な経済の見通しについては、海外経済の動向など不確実性は大きいものの」と、リスクの分布の幅が大きいので「不確実性は大きいものの」と入れたうえで、「リスクは上下にバランスしていると評価できる」としている。

物価については、「物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きい」としたうえで、「リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる」と、こちらには「概ね」を付けて、若干表現を変えている。

最後に6頁だが、先行きの金融政策運営については、前回決定会合でご決定頂いた内容をそのまま書いている。注の7で「日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の実施に当たり、市場から大量の長期国債を買入れることとなるが、これは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない」とし、これも前回書いたことであるが、「日本銀行としては、政府が、1月の「共同声明」の趣旨に沿って、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進することを強く期待している」と、共同声明に触れている。

黒田議長

今の執行部の説明に関して、ご質問があればどうぞ。なければ、今から

5 分間、コーヒープレイクを取る。

(10 時 26 分中断、10 時 32 分再開)

IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

それでは再開する。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価及び次回決定会合までの金融政策運営について、1 ラウンドで 1 人 7 分程度を目途に発言をお願いしたいと思う。まず、宮尾委員からお願いする。

宮尾委員

トップバッターなので時間を少し超過するかもしれないが、ご容赦頂きたい。まず、経済・物価情勢の現状判断を述べ、それから展望レポート、金融政策判断の順で申し上げる。

まず、経済・物価情勢の現状認識である。海外経済、日本経済とも先程の執行部の判断で違和感はない。欧州経済は、緩やかな後退が続いている。とりわけ、これまでの牽引役であるドイツ経済の状況についても、今後よく注視していく必要があると思う。米国経済に関しては、弱めの指標も一部で見られるが、全体としてみれば、住宅部門の改善など堅調であり、緩やかな回復が続いている。アジア新興国については、中国経済は、これまでと基調判断を変えていない。堅調な内需を背景に、安定化してきている。ただし、力強さはまだ増してきていない。直近の実質 GDP 成長率がやや弱めに出てきたこと、鉄鋼など素材産業の生産調整、商品市況の軟化などが気になる動きとみている。

わが国経済については、景気は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きも若干であるが増えつつあるとみている。特に、企業・家計のマインド改善、家計支出の増加、実質輸出の増加といった点を指摘できる。一方で、製造業を中心とした設備投資の弱さなどは続いている。続いて、物価動向については、消費者物価（除く生鮮食品）は前年比小幅マイナスで推移し

ており、基調に変化はみられない。最後に、金融環境であるが、引き続き緩和した状況にある。

以上を踏まえて、展望レポートに移りたいと思う。まず、今回の経済・物価の中心的な見通しを作成するに当たり、この見通しの示し方について改善の余地はないか、具体的には対外公表する見通し期間について従来の2年間で良いのか、それとも若干延長して例えば3年とするかが一つの論点になろうかと思う。この点、前回会合で、2年程度の期間を念頭において物価安定の目標をできるだけ早期に実現するために必要な措置として、量的・質的金融緩和策を導入した。その政策効果発現には当然ラグがあるが、そのラグが不確実性を伴う点を考慮すると、従来の2年より長い見通し期間——例えば3年——としてカバーすることは、政策効果を十分に織り込むという観点からも合理性があると思われる。また、F e dなど海外中銀でも、先行き3年間の見通しを作成しているところがみられる。従って、今回、量的・質的金融緩和の効果を議論するこのタイミングで、見通し期間を延長して3年間とし、対外公表することは適切であると考えます。

以上申し上げたうえで、私自身の先行き3年間の経済・物価の中心見通しを申し上げます。すなわち、2%の物価安定の目標へ向けた道筋のメカニズムになるかと思うが、以下の6つのステップに整理することができる。まず第一は、海外経済、とりわけ米国・中国経済の回復に伴い、わが国の輸出・生産の回復基調が後押しされ、企業収益が高まるという点。第二に、マーケットの基調的なリスクオンの継続と米国長期金利の緩やかな上昇、さらに量的・質的金融緩和の効果により、資産価格や為替レートを含む金融環境は緩和した状況が強まっていくというステップ。第三は、こういった要因によって企業の設備投資や構造改革などの前向きな動きが後押しされ、潜在成長率の緩やかな上昇が実現する。第四は、緩和的な金融環境と持続的な景気回復期待のもと、家計の消費も堅調に推移し、需給ギャップの改善を伴いつつ物価が徐々に上昇する。第五は、以上の結果、人々の短期的なインフレ期待も徐々に高まるもとの、2014年度中には消費者物価上昇率は1%程度で定着する。最後に、第六は、それ以降も今申し上げ

た第一から第五の好循環メカニズムが維持されるとともに、見通し期間の後半辺りから人々が認識する中長期的な予想インフレ率、すなわちトレンドインフレ率が2%へ向けて高まっていき、そのもとで、景気回復を伴いつつ実際の物価も2%へ近づいていく。以上のステップが、2%目標へ向けた道筋の基本メカニズムであると考えている。

そういったメカニズムを踏まえ、2013年度、2014年度の景気見通しに関しては、1月の中間評価対比で、私自身明確に引き上げた。また、2015年度についても、潜在成長率を上回る1%台後半の成長を見込めると想定した。また、消費者物価の見通しについても、1月見通し対比で引き上げ、2015年度中には2%の物価安定の目標が実現すると見込んでいる。

これらの中心的な見通しにかかるリスクとしては、上振れ・下振れ双方向があると思うが、それを検討した結果、以下の点を中心に、景気・物価両方とも、どちらかと言えば下振れリスクを意識している。第一に、海外経済動向に関して、リスクは下方に厚いとみている。緊縮財政の影響が続く欧州や財政問題を抱える米国、過剰設備や格差問題を抱える中国などで景気が下振れれば、わが国の輸出が減速し、リスク回避から円高や株安が再び進行する可能性がある。なお、海外の成長率は、仮に想定どおり高まったとしても、世界的な設備投資の回復が遅れる場合には、わが国の強みである資本財・部品関係の輸出・生産、ひいてはそれに関連する設備投資が想定どおり立ち上がらない可能性もあるため、注意が必要である。第二のリスクは、潜在成長率が高まらないリスクである。政府による規制・制度改革や企業による設備投資の取組み、あるいは潜在需要の掘り起こしなどの取組みが期待どおりに進展しなければ、中長期的な成長期待が高まらず、持続的な景気回復への向かい風要因となる。第三に、短期的なインフレ予想と中長期的なトレンドインフレ率が想定どおり立ち上がらないリスクである。そもそも需給ギャップの改善による物価上昇ペースはもともと緩やかであるとみられる中で、予想インフレ率の立ち上がりが遅ければ、2%へ到達する時期が後ずれする点には注意が必要と認識している。以上、展望レポートの中心的見通しとリスク評価であった。

以上を踏まえて、金融政策に対する意見を申し上げる。金融政策判断としては、前回会合で導入した量的・質的金融緩和を継続することが適切と考える。すなわち、量的緩和に相当するマネタリーベースの拡大に関しては、「年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」こと、質的緩和に相当する資産買入れについては、前回決定した大規模な長期国債買入れと切り切ったETF、J-REITの買入れなどの措置を継続することが適切と考える。先程のリスク評価のところ、私個人の評価として、景気・物価ともリスクはどちらかといえば下方に厚いと申し上げたが、それは政策調整が必要となるほど大きな偏りではないと判断している。また、前回導入した異例の金融緩和措置には、様々なコストやリスクが伴うことが考えられるが、その点については、引き続き、期待される政策の効果が潜在的なコストやリスクを上回ると見込まれる。従って、量的・質的緩和の継続が適切と判断した。

以下では、コストとリスクに関して重要と思われる論点を、二点に絞って申し上げたい。一点目は、今回の枠組みが抱えるリスクの一つとして、今般市場参加者等から聞かれることだが、人々の長期金利の先行き見通しに関する不確実性が高まる恐れがあるという点である。これは、市場参加者やオブザーバーからの声の一つとして、大規模な国債買入れの結果、日銀は長期金利を下げようとしているのか、それとも上げようとしているのか、その政策意図が分かりづらいという声がある。二点目は、同じくもう一つのリスクとして、資産価格の見通しについても不確実性が高まる惧れがある。資産価格への効果に関して聞かれる声として、人々の心理、値上がり期待に働きかけるアナウンスメント効果のみで、結局一時的なバブルに過ぎないのではないか、そういったバブルは遅かれ早かれはじけるのではないかと懸念がある。

この二点について、若干付言する。一点目の、長期金利見通しの不確実性については、今回の措置が長期金利へ及ぼす影響の考え方を、丁寧にこれからも粘り強く説明していくべきであると思う。すなわち、その考え方は、金利低下圧力をかけるのは長期金利の中でもタームプレミアムの部分

で、いわゆるストック効果、あるいはフロー効果も含めて、需給面から継続的に働きかける効果である。一方、先行きの金利上昇が見込まれるのは、長期金利の中の予想短期金利の部分、すなわち実質期待成長率と予想インフレ率を合計した部分が、金融緩和の効果が発現するにつれて上昇するというメカニズムである。特に、後者についてはどれだけの政策効果があり得るのか、市場の目線は定まっていないと思われる。今回の展望レポートで物価見通しが出されるが、これを市場が政策効果としてどのように読み取り、長期金利のスムーズな見通し形成に繋がっていくのか、その結果、市場の目線は定まっていくのか、状況を注視していきたい。二点目の、資産価格見通しの不確実性についても、政策意図を丁寧に説明する必要がある。われわれの政策意図は、あくまでも景気回復を通じた企業収益の回復、安全資産利回りの低下といったファンダメンタルズ要因に働きかけることであって、決して実体を伴わない値上がり期待に働きかけることを意図したものではない。また現状において、既にバブルではないかという批判に対しては、例えば株式のイールドスプレッドをみると、過去平均対比でまだ高止まっており、現状過大評価ではないという判断ができるかと思う。以上のように、今取り敢えず二点ほど潜在的なリスクについて申し上げたが、こういった点、様々な機会を通じて国民や市場に丁寧に説明していかなければならないと思う。

最後に一点だけ、今回仮に緩和の継続を決定する場合に、それをどのように情報発信するか、対外公表文でどう表現するかは、重要な論点と考えている。可能であれば後程また議論したい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

最初に、見通し期間について触れさせて頂く。物価安定目標について、「2年程度の期間を念頭に置いて」と言っているので、従来からの方針だ

からとして2年で機械的に切るより、2年程度の期間をカバーする3年とすることは自然であり妥当だと思う。また一方で、財政規律の維持、確立が至上命題となっており、これは中長期に亘る取組みとなるので、展望期間を3年に延長し併せてしっかり検証していくことも望ましいことではないかと考える。そういう意味で3年ということが良い。

展望レポートの内容については、執行部の案で結構だと考えている。私からは、中心的な見通しの実現について、特にポイントとなると思っていることについて幾つか申し上げる。わが国経済の足許の状況をみると、内需堅調のもと、株高・円安等も背景に、マインド面の改善は著しいものがある。しかしながら、本年1~3月の実質輸出の水準は、前年比で7%程度減の低水準にあり、また1~2月の鉱工業生産指数についても、前年を8%程度下回る状況である。このため、雇用面では、特に製造業で弱いものにとどまっており、賃金が上がらないもとで、所定外労働時間も前年を大幅に下回る状況が続いている。このような雇用・所得環境では、消費、マインドともに現状の水準を保つのは困難だと思う。まず、早期に輸出の回復を通じ、生産の増加が明確となり、時間外手当も前年比プラスに転じていくことが肝要だと思う。そして、ボーナスについても、年内に前年比明確なプラスになっていくことによって、メインシナリオの実現の基礎が初めてしっかり出来上がっていくと考えている。

この前提として、海外経済が次第に回復していくということがあるが、最近、米国をはじめ中国等の経済指標に、年初来の強めのものに比べて弱めのものが目立ってきている。ここ3年ほど続いた4~5月の世界的景気下振れの再現を言う向きがさらに増えてきている。また、最近の金価格の急落やコモディティ価格の全般的な低下はインフレ懸念の後退によるものであり、その背景は、世界的な成長期待の低下にあるとする見方も出てきている。そのような見方もあり得るが、私は、引き続き今回は今までとは異なると思っている。これまで毎年起こってきた欧州での金融・経済の動揺のマグニチュードが、今年はあるとはいえ大きく軽減されているほか、中心となる米国の経済も企業活動が健全なもとで住宅市場の回復が本格

化してきており、成長の基盤が大きく改善されているものとみている。米国経済については、当面、財政要因からの下押し圧力が強く現れているが、今後これが軽減されるにつれ本来の強さが次第に現れてくると考えている。低迷する欧州についても、財政緊縮の度合いは緩和の方向にあり、米国の成長も何がしかの支えになり、徐々に明るさを取り戻すとみている。これらを背景に、現在懸念の出ている中国の成長についても安定していくとみており、二番底を窺うような事態には至らないものと考えている。このような形で海外経済が明るさを増していけば、わが国経済も生産・所得・支出のプラスの循環が働くようになり、消費税増税の下押し圧力を克服していけるものと考えている。

一方、このような状況になると、早晩、米国での金融政策の出口論が出てくることになる。実際に買入額の減額、停止等の政策変更がなされるかなり前から市場では長期金利への上昇圧力が高まり、現実には金利の上昇傾向が出てくるとみている。その際、わが国の長期金利へも上昇圧力が加わることになるが、緩和政策を採っていることから、内外金利差が拡大し、円相場についても円安方向に振れる可能性が大きいと考えている。

以上の想定のもとで、物価の動向は、2013年度については前年要因等から足許ややマイナスで推移した後、輸入物価上昇の後押しもあり、次第に上昇に転じ、年度末には1%に乗ってくる可能性が高いとみている。これまで、1%を安定して達成してきたことが久しくないことから、実際に物価が1%を超えて上昇してくれば、企業・個人の物価観、値付け行動、購入行動もデフレインドから次第に脱却していくものとみている。そのような変化を背景に、GDPギャップの縮小、プラス転化と、内外金利差による円安傾向から、引き続き物価には上昇圧力がかかり、2015年度には物価目標に概ね達していくものとみている。ここで留意すべきは、物価目標2%をしっかりとしたアンカーとしていくためには、2%に接近する過程で徐々にブレーキをかけていくことが肝心であり、あまりストップ・アンド・ゴーとならないように、次第に2%に安定化し定着化していく必要があると考えている。

以上が中心的な見通しということであるが、海外経済が今後順調に拡大していくことを前提としているので、当然ながら最大のリスクはこの前提が崩れることであり、前提どおり行くとしても、その過程で幾つか問題が生ずる惧れがある。そのうち二つについて申し上げる。一つは、わが国長期金利が想定外に上昇する懸念である。本来、景気上昇とともに長期金利は応分に上昇していくものだが、われわれは、強力な緩和政策によってより低位に抑え、景気刺激効果を狙っているものである。物価上昇期待が強くなればなるほど長期金利に上昇圧力がかかるが、これをどのようにマネージしていくのか、特に、米国金利上昇に際して適切に対応していく必要がある。もう一つは、先進国の大規模な金融緩和により上昇してきた各種資産価格が、エグジットの始まりにより大きく動揺する懸念がある。信用の高い国々の国債金利は極めて低い水準にあり、search for yieldの動きがジャンク級の債券やエマージングマーケットの各種金融資産、不動産まで及んでいる。一旦どこかの何かのアセットクラスにクラッシュが生じれば、広範囲に亘る波及が懸念される。このような場合には、リーマン・ショックのようにわが国の実体経済にも大きな打撃ともなり得る可能性がある。また、特に、わが国の長期金利が急騰を生ずる場合は、わが国の金融機関の財務の健全性を大きく損なう恐れがある。今のところ、懸念されるようなインバランスは種々のアセットクラスで生じていないとのことであるが、今後一層の注意を払っていく必要があると思う。また、わが国国債市場の安定確保に十二分に留意していく必要があると考えている。なお、今回の大規模な国債買入れの開始により、買入オペの円滑な運営が大変重要になっている。本論とは離れるが、実際の調節、マーケットインテリジェンス、あるいはバックオフィス等、従来にも増して大きな責任と負担がかかると思うので、経験者の手厚い配置等必要があれば十分な対応をお願いしたいと思う。

最後になるが、次回会合までの金融市場調節方針については、引き続き前回会合での方針を維持することが適当と考える。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

まず、展望レポートの見通し期間を3年に延長することに関しては、海外中銀の見通しが概ね3年となっていることもあって、私自身のスタンスはフラットである。ただし、当たり前のことだが、見通し期間を延ばすことで予測の不確実性は高まるので、見通し期間を延長することが必ずしも透明性の向上に繋がるかどうかは分からないという点は、留保しておきたいと思う。

展望レポートの経済見通しについては、私自身の見方は、輸出、国内での設備投資の出方にやや慎重であり、基本的見解の執行部案に示された中心的な見通しは幾分楽観的にみえるのだが、シナリオや回復メカニズムについては、大筋で異論はない。足許の海外経済は、アメリカがフィスカルドラッグの影響でちょっとソフトパッチ気味、欧州はドイツの景況悪化で景気後退が続き、中国も景気過熱を強く警戒する当局の政策運営もあって持ち直しの力が弱く、総じてやや冴えない動きとなっているが、これらは想定範囲内の動きと整理している。

このところもたついている海外経済動向に加え、国内では、わが国製造業の競争力低下もあって、足許の輸出、生産は、下げ止まったとはいえ精彩を欠いている。もっとも、個人消費、住宅投資には明るさがみられることから、先行きは輸出・生産のもたつきを家計部門が補う形で緩やかな回復経路に復することを期待している。

リスクバランスについては、アメリカの財政問題、欧州の政治・経済情勢、新興国の成長の持続性など、世界経済を巡る不確実性は一時期よりは後退したものの依然尾を引いており、加えて国内では、2014年度と2015年度下期にフィスカルドラッグの影響が見込まれることを念頭に置く必要があると思う。展望レポートの物価見通しに関して、本行の中心的な見通しだが、物価安定の目標達成へのコミットメントを示すうえで、フォ

ワードガイダンス政策との関連で非常に重要と認識している。ただ、執行部案の記述には3つの点で違和感がある。第一に、政策効果の波及メカニズムとして、中長期的なインフレ期待の上方シフトに過度に依存しているようにみえることである。第二に、予測が断定的かつ楽観的であって、下振れリスクへの備えが手薄となっているようにみえる。第三に、リスク・バランス・チャートは下方のテールがやや長いにもかかわらず、リスクバランスは概ね上下に均衡していると総括している点である。

第一の点、すなわちインフレ期待の上方シフトへの過度な依存については、まず足許のインフレ予想を示す指標の上昇に関しては、それが消費税率引き上げの蓋然性の高まりを織り込んだものである可能性もあり、その解釈に当たっては、インフレ期待が高まっているというように単純に結論づけるべきではないように思われる。そのうえで、本行の政策がアンカーとしての中長期的なインフレ予想に働きかけるメカニズムは理解できなくはないが、アンカーはあくまでも中長期的であるからこそアンカーとなるのであって、日本銀行の政策であたかもアンカーを自在にピンポイントでコントロールできるかのような誤解を招くことのないような配慮が必要であるように思われる。私自身は、より蓋然性の高い波及チャネルとして、資産価格に着目している。しかし、80年代末の資産バブルの時さえ、消費者物価に影響が及ぶまでには相応のラグがあったという事実は重く、見通しの策定に当たっては、物価のこうした粘着性を考慮する必要があると思う。第二の点、すなわち下振れリスクへの備えについては、本行が楽観的な見通しを提示し、幅広い経済主体のインフレ予想に訴えかけるという手法自体は、理解できなくはないが、実際のインフレ率が中心的な見通し対比で下振れる可能性は相応にあると考えられる。その時の本行の信認へのダメージの大きさも考慮する必要があると思っており、あまり断定的な記述は避けた方が無難ではないかと考える。第三のリスクバランスも含めたこれらの点について、執行部案への修正意見を後程議案として提出することも考えたいと思う。

ここで、2%の物価安定の目標に対する考え方を私なりに改めて整理す

ると、これは柔軟な枠組みであって、消費者物価の前年比上昇率で実績としてピンポイントで2%をつけることが究極の目標ではないと理解している。フォワードガイダンス政策との関連では、量的・質的金融緩和は「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで」継続するという公表文になっているが、この公表文の私の解釈は、仮に、向こう2年以内に物価が2%に届かなくても、本行の政策によって先行き2%程度に達することがある程度見通せる状況となるまで物価が上昇し、また経済・市場環境が良好に推移し、賃金の上昇がある程度見通せるようになれば、量的・質的金融緩和は一定の使命を果たしたと評価できる、ということであり、この部分は、前回の4月4日の会合でも委員方に改めて確認した。私が1月会合では2%の物価安定の目標に反対した一方、先の会合で、この目標を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という対外公表文に賛成したのは、以上申し上げた文脈においてである。

これを政策運営に落とし込むとすると、政策効果の波及ラグを勘案すると、2%程度で消費者物価の安定を図るには、2%より手前でわれわれは出口に向けて政策変更を模索し始める必要があると思う。逆に、経済・物価情勢次第では、2%を超えても量的・質的金融緩和を継続するケースもあり得ると思う。同時に、重要なことは、2%の物価安定の目標は諸外国と同様にフレキシブルな枠組みであって、硬直的に運営する性質のものではないということである。安倍総理も先の会合直前の4月2日の衆議院の予算委員会の席上、2%の物価安定の目標について、上下でトレランスとして1%の範囲に収まるように管理をしていくことこそが、中央銀行の腕のみせどころであると述べておられる。本行の物価安定の目標が、そうしたフレキシブルな枠組みであるとの理解は、政府首脳にも共有されてきているというように思う。

次に、金融市場調節方針については、現状維持が適切と考える。理由は以下の三点である。第一に、新たに導入した量的・質的金融緩和は、従来の包括的金融緩和の反省のうえに立ち、戦力の逐次投入を行わず、当分の

間はじっくりと政策効果を見極めるというコンセンサスのもとで決定したことである。第二に、政策変更直後から足許までの市場の反応をみると、為替・株式市場が総じて好ましい反応を示す一方で、債券市場では、われわれの政策意図が当初必ずしも市場に正しく伝わらなかったとみられ、当初はボラティリティの著しい上昇につれて、金利水準もやや上昇した。しかし、執行部による市場関係者との意見交換会等を通じた対話努力、それを受けたオペ手法の見直しが奏功し、足許の債券市場は落ち着きを取り戻しつつあると総括できると思う。そういう点で、執行部に授権した範囲を超えて追加的に市場安定化策を講じる必要は乏しいと思う。第三に、超過準備への付利金利引き下げ期待を払拭し、不確実性を早めに除去したことが奏功して、未曾有の規模の固定金利オペへの応札状況も総じて良好となる中で、当座預金残高が早くも70兆円近くに達しており、マネタリーベースの積み上げの出足は好調であると思う。

第一の戦力の逐次投入を行わないという点を補足すると、先行き、仮に下振れリスクが顕在化しても、現実には打てる手段は極めて限られる訳である。国債市場は、「池の中の鯨」とも形容される本行の圧倒的なプレゼンスのため既に流動性が低下しており、今後の買入増額は増発なしには考えにくいと思う。しかし、増発と買入増額がセットになるとみなされると、中央銀行の財政従属への懸念が一気に強まると思う。国債だけでなく、株式の買入増額といった手段もあるかもしれないが、財政政策の領域にさらに踏み込む、いわばヘリコプターマネー的様相を強める政策であり、出口の困難さも考えると、長い目でみて逆効果である。これらの点を踏まえると、追加策については、現実には相当ハードルが高いということを確認しておきたいと思う。

第二の債券市場への対応について補足すると、本行が発行額の約7割を買入れるという圧倒的なプレゼンスを発揮する中で、国債市場及びレポ市場の流動性が低下して、銘柄間のカーブ形成がいびつになったり、ボラティリティが高まるといった副作用が各方面から指摘されている。予想される市場の流動性低下への対応策として、先般の会合ではS L Fの条件緩

和を決めた。しかし、先行き、本行の買入残高が発行量の例えば6割超を占めるといった銘柄が増えることが見込まれる。国債市場及びレポ市場の流動性を確保するための方策については、例えば、本行が保有し本行取引先が希望する銘柄の売却などが考えられるかと思う。会計上の制約等がありハードルはそれなりに高いと理解しているが、執行部において検討を進めて頂ければと思う。

最後に、今は対外的にコミュニケーションする必要は全くないが、内部的に問題提起しておきたい点を3点申し上げる。第一に、政策効果の時間的非整合性についてである。政策の時間的非整合性は、将来出口に至る過程で不可避の問題だが、われわれの政策は効果の面でも時間的非整合性があると思う。すなわち、緩和効果の波及経路としてはイールドカーブ全体に働きかけることを意図している訳であって、足許はともかく、先行きはわれわれが債券市場で圧倒的なプレゼンスを示すことで金利水準は抑制されることが期待される。ただし、仮に、われわれの政策が成功し、それが期待インフレ率の上昇となって表れた場合、それは名目金利に反映される、すなわち名目金利には期待インフレ率が上乗せされると想定しておくのが自然であろう。こうした名目金利の上昇は緩和効果を削ぐ可能性がある訳である。展望レポートの執行部案では、量的・質的金融緩和の効果は「景気の改善につれて強まっていく」となっているが、その点は果たして想定どおり上手くいくかどうかリスクがあると思う。

第二に、出口政策の困難さについて、これは第一の論点と関連するが、仮に、われわれの政策が成功しインフレ率がテイクオフを始め、市場が将来の出口を意識し始めると、名目長期金利が上昇し、カーブはスティープ化すると思う。このように名目長期金利が上昇するもとの、果たしてわれわれは出口政策を適切に執り行えるかどうか、すなわち国債の買入れを停止、あるいは減らすことができるかどうか、あるいは少なくとも乗換引受を停止することができるかどうか。こういった局面では、長期金利上昇圧力を抑え込むように、各方面から色々圧力が強まるということが容易に想像される中で、われわれの判断の真価が問われることになると思う。

最後に、第三に、中央銀行の自己資本のあり方、財務の健全性についてであるが、中央銀行といえども広義の政府部門であるから、政府と事実上一体であり中央銀行に自己資本は必要ないという極端な意見がある一方で、日本銀行は、これまで本行及び通貨の信認を維持するためには財務の健全性が重要であるという考え方を取ってきたと思う。日本銀行は、量的・質的金融緩和を進める中で、先行き実質自己資本に匹敵、あるいはそれを超える巨額のリスクを取ることで、こうした中で、中央銀行の自己資本のあり方については、内部で改めて議論しておく必要性を感じる。私としては、中央銀行に自己資本は必要ないという考え方に頷ける部分がある一方で、先進国中最悪のグロス政府債務の対GDP比の規模を考えれば、一定の自己資本を確保しておくことが、中央銀行、ひいては円の信認を維持するうえで必要とも感じる。政府や市場から独立し、政策決定の自主性を実態として確保しておくためにも、一定量の自己資本を確保しておく必要性を感じる。仮に、不幸にして市場環境が悪化し、日本銀行が債務超過に陥り、それを穴埋めすべく政府が増資を行うといった事態を想定した場合、増資のための払込金の原資が本行による国債買入で賄われるといったパーセプションが広がれば、市場のみならず家計、企業もマネタイゼーションへの連想を強める可能性があると思う。このように考えると、中央銀行の財務の健全性維持は重要なことであるように思うが、一方でこれは政府の財政規律の問題に集約されることも考えられる。この問題については、所管の官庁である財務省との関係で、現実的に財務基盤健全化のために本行に何ができるのかという点で、私自身の知見が及ばず、まだ整理しきれていない。他の委員や執行部と今後議論の機会を持てればと思う。以上である。

黒田議長

それでは木内委員お願いします。

木内委員

経済の見通し、展望レポート、政策の順番でお話しする。まず、前回合合以降に海外で発表された経済指標は、概ね海外経済の下方リスクを意識させるものであった。中でも特徴的であったのは、米国で3月分の雇用統計、小売統計、消費者信頼感指数などが揃って市場予想対比で下振れたこと、中国の1~3月期成長率が予想に反し前期の水準を下回ったことである。財政緊縮の影響が薄れることで米国経済が年後半あるいは年末にかけて緩やかに増勢を取り戻し、それに牽引される形で世界経済が緩やかに持ち直し傾向を辿っていくという基本感には変更はない。しかし、その過程は、なお脆弱性を強く帯びるものと考えている。米国で3月の主要経済指標が揃って下振れたことから、米国経済がリーマン・ショック後の不安定な回復局面をなお脱していないということが改めて示されたように思う。家計債務、住宅の調整は確かに相応に進んだが、その調整に相当手間取ったことから、労働需給の大幅な緩和状態が長期化し、個人の先行きの所得期待が大きく低下し、それが定着してしまった可能性があるように思う。また、アメリカでは就業率、離職率などでみた労働市場の流動性、モビリティがリーマン・ショック後に大幅に低下した後、足許までほとんど回復していないという点も注目される。これは、バブルで生じた非効率な資源配分、需給のミスマッチの修正が円滑に進んでいない状況を示しているように思う。構造調整の遅れは、非効率部門の温存を通じて経済全体の効率性を損ない、潜在成長率の低下を招いている可能性がある。

中国経済については、前回も申し上げたが、従来よりも低めの成長率が続く中、一方で、物価、労働需給、不動産市場に既に過熱感が生じていることを踏まえると、潜在成長率が従来よりも相応に低下した可能性が考えられる。中国経済は、成長率の水準を切り下げながらも安定成長軌道に移行しつつあるといった楽観的な見方も聞かれるが、実際にはその移行はスムーズには進まずに、下振れリスクが長く残存する可能性が相応にあるように考える。その理由は3つある。第一に、過剰設備を抱える業種が依然として少なくない中、企業の成長期待が低下する過程で本格的な資本ス

トック調整が生じるリスクがあること。第二に、景気が下振れても、物価・不動産価格の上昇を警戒する政府及び中央銀行が、景気を支える政策を機動的に打ち出せない可能性があること。第三に、低成長が長期化する中、長らく懸念されてきた地方政府の隠れた債務問題が顕在化し、金融システム上の問題が高まる、あるいは地方政府が緊縮財政を強いられる形で、景気の下方リスクが高まる可能性があることである。

一方、インド、ブラジルなどでも、景気が下振れるとともに、海外からの資金流入の影響も受けて不動産市況や物価に過熱感が生じており、中国と同様に難しい政策の舵取りを求められている。また、その他の主要新興国を見回しても、先進国での積極的な金融緩和が、新興諸国への資金流入を通じて景気や資産価格の押し上げに寄与しているのは、2000年代前半と似た構図である。しかし、当時と大きく異なるのは、新興国の潜在成長率が低下してしまい、成長率がさらに高まるのりしろが限られているとあったことが、先進国での積極的な金融緩和が当該国および世界経済に与える効果を当時と比べて限定的にしているように思う。

国内経済であるが、持ち直し局面に移行する手前で足踏みをしている状況と見受けられる。株高の資産効果、輸入品価格の先高観などを背景に、高額商品への消費は足許堅調である。その結果、1～3月期の実質成長率も、個人消費に牽引される形で年率+2%以上に達した可能性があるともみている。しかし、個人消費を起点とする景気の回復という、日本では比較的稀なパターンが今後円滑に進んでいくかどうかはまだ予断を許さない。スーパーなどでの生活用品の販売は概して不振で、個人消費は高額品と自動車に偏るバランスを欠いた回復にとどまっている。他方、経団連による発表などをみても、今年の春闘の賃上げ率が昨年水準を僅かに下回ったことなどにも表れているように、個人の所得環境にはまだ明確な改善傾向はみられていない。企業はパートタイム労働者、派遣労働者の雇用の数を増やす動きをみせているが、人件費全体については引き続き強く抑制しているように見受けられる。消費者心理については、前回実施の金融緩和策の影響はまだ統計で確認することはできないが、3月までの数字をみると、

改善にやや一服感がみられている。消費者態度指数は直近、最新3月まで3か月連続で改善したが、改善幅は毎月着実に落ちてきている。また、景気ウォッチャー調査でも、家計動向関連の先行き判断DIをみると、3月には5か月振りに改善がストップした。こうした点は、高額商品を中心とする足許の消費回復の持続性にやや疑問を生じさせるものである。他方で、機械受注は本年1～3月期に再び減少した可能性が高いとみられ、設備投資の本格回復はまだみえてこない。さらに持続的な景気回復の鍵を握る輸出については、最新3月の貿易統計で回復に転じつつあることが示唆されたとはいえ、そのペースはかなり緩慢である。消費者心理の改善を起点とした消費の回復が、企業部門にも波及し、さらに所得環境の改善に支えられた形で持続的かつ本格的な回復局面に移行するまでには、なお時間がかかると思っている。

今回の展望レポートであるが、経済・物価見通しで、私自身は、1月の中間評価以降の円安・株高進行の影響、並びに量的・質的金融緩和の効果を織り込み、2013年度、2014年度の国内の成長率の見通しを上方修正した。しかし、一方で海外経済の見通しは逆に下方修正しているため、国内成長率の見通しの上方修正幅も比較的小さめとなっている。その結果として、消費者物価の上昇率の見通しも小幅な上方修正にとどめている。予測期間中は、需給ギャップの持続的な改善を背景に、物価上昇率は、プラス基調に転換した後、プラス幅を拡大していく方向との見方は変わらない。しかし、期待インフレ率の上昇やそれによる現実の物価への影響については、不確実性がかなり高いと考えており、その結果、今後の物価上昇率の高まりも比較的緩やかなペースにとどまるとみている。

金融政策運営については、前回会合での金融緩和措置決定を受け円安・株高が進んだが、これは国内経済には追い風で、物価目標達成を後押しする好ましい動きと考えている。それとは対照的に、債券市場は大きく動揺した点が懸念される。現時点では、やや落ち着きを取り戻し始めているが、一方で、国債の利回りは幅広い年限で緩和決定直前の水準を上回っている。債券市場の動揺は、緩和措置が市場の需給や期待に与える影響の大

きさを反映したといえるが、こうした動きを、市場が新たな均衡点を模索する前向きの動きとして、静観あるいは楽観してはいけないのではないかと思う。動揺が長引けば、あるいは金利の高止まり傾向が続けば、政策効果を減じてしまう。実際、緩和後の長期金利上昇を受けて銀行の貸出金利は一部で上昇した。また、長期金利が不安定な動きを続ける、あるいは高止まりを続ければ、金融機関のポートフォリオリバランス行動を遅らせる、あるいは生じさせにくくすることになると思う。

「名目金利は上昇しても、期待インフレ率がそれ以上上昇して実質金利が低下しているのであれば、政策効果はしっかり出る」といった考え方もあるが、これもやや楽観的過ぎるように思う。金融機関のリバランス行動は、実質金利ではなくて名目金利の水準に強く規定されるはずだと思う。例えば、生命保険会社は、予定利率と国内外の名目金利の水準との比較感で国債から外債などへの資産シフトを検討するはずである。さらに、金融市場での期待インフレ率上昇と平仄を合わせて家計・企業の期待インフレ率が上昇するといった保証も全くない。債券市場の動揺の背景には、市場が本行の政策意図を十分に量り切れていない可能性が考えられる。前回の緩和措置で、本行は、イールドカーブ全体を押し下げるために幅広い年限の国債を大量に購入することを決めた一方で、「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」というコミットメントを示した。しかし、両者は互いに相容れないメッセージとも受け止められているように思う。前者の措置に基づいて国債需給の改善に注目する投資家はイールドカーブ全体が下がると予想し、他方、後者のマクロ環境の改善を期待する向きは中長期の金利が上昇すると予想するというように、いわば期待の分断が生じているのが現状だと思う。

こうした期待の分断の背景には、元々、短期間での物価目標達成が難しいという認識が債券市場で強いとみられるところに、本行が、「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とのコミットメントを示したことで、短期間での目標達成を目指していずれさらに極端な追加措置が実施されるのではないかといった観

測も呼び、市場の動揺が増幅されている面があるように思う。一方で、量的・質的金融緩和について、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」とのコミットメントを示したことで、大量の国債購入と保有国債残高の累積が長期間持続するといった観測も一方で強めて、市場機能の低下、財政ファイナンスリスクなど、金融市場の動揺を誘った面があるように思う。債券市場の安定性を確保して、政策効果を高めていくといった観点からは、前回公表文で示した金融政策に関するこれらのコミットメントを修正し、柔軟な政策姿勢を改めてアピールすることが有効なのではないかと考える。それがなければ、市場の動揺は今後折に触れて何度も繰り返し、政策効果を大きく減じてしまうリスクが残っていると考える。この点を踏まえて、具体的には以下の3つの点を提案したいと考えている。

第一に、これは前回も主張した点と同じだが、2年程度を念頭に物価目標の達成を目指すといった前回公表文で示したコミットメントを見直し、撤回するのが適切ではないかと、引き続き考える。金融市場に与える潜在的な悪影響については、このコミットメントが金融市場に与える潜在的な悪影響は既に述べたとおりである。加えて、私自身は、2年間程度での目標達成は実際のところ相当難しいだけでなく、それを目指すこと自体、必ずしも望ましいことではないと考えている。物価目標は金融政策の中間目標であり、国民経済の健全な発展こそが最終目標と考えられる。その達成には、潜在成長率の向上、企業収益や賃金の上昇などがバランス良く改善していくことが必要である。それには相応の時間が必要であって、物価目標の達成のみを拙速に目指すことには経済を不安定化させるなど大きなリスクが伴うと思う。さらに、このコミットメントは、1月に政策委員会が決定した「物価安定の目標」の前提であるフレキシブル・インフレーション・ターゲティングの考えとも相容れないと思う。

第二に、これも前回申し上げた点と同じだが、前回の公表文で示した、量的・質的金融緩和を「必要な時点まで継続する」といったコミットメントも見直すのが適切と考えている。財政ファイナンス観測、出口戦略、市

場機能低下など、多くの点で大きな潜在リスクを併せ持ついわば劇薬のような量的・質的金融緩和を自動操縦のように長期間続けること、あるいはそうした期待が金融市場で高まることが、いわゆる金融面での不均衡累積など中長期的に経済の不安定化に繋がるが大いに懸念されるためである。政策効果についてはベネフィットがコストを上回るという判断で私自身は賛成したが、時間の経過を考えると、追加的、限界的なベネフィットが次第に低下する一方、コストは逆に上昇する可能性があるので、長期間続けることは必ずしも適切ではないと思っている。

第三に、以上の点を踏まえて、後程、展望レポート案の一部修正の議案を提出したいと考えている。具体的には、見通し期間中の2%の物価安定目標達成に関わる記述の部分と先行きの政策運営に関わる記述の部分の2点の修正である。物価安定目標については、予測期間中に2%程度を達成するということは相当難しいと考えていることに加え、既に述べたように、金融市場の期待形成にも好ましくない影響を与えると考えている。一方、先行きの政策運営に関する記述については、量的・質的金融緩和を必要な時点まで継続するとのコミットメントを、既に申し上げたような理由で削除する一方、大きな潜在的リスクを内包する量的・質的金融緩和を2年程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直す姿勢を示す記述へと修正することが適切ではないかと、前回同様引き続き考えている。こうした柔軟な政策姿勢は政策委員会内では当然のものとして理解されているのかもしれないが、それを対外的に文章で明示しておくことが重要なのではないかと思う。それを通じ金融市場では先行き柔軟かつリーズナブルな政策が採られるとの期待に基づく価格形成が促され、また政策への信頼感の向上、金融市場の安定、ひいては政策効果の効果的な発現へと繋がっていくと考えている。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持が妥当と考える。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

展望レポートの前に、まず、経済情勢全般に触れさせて頂く。海外経済については、国際金融資本市場では、投資家のリスク回避姿勢は総じて後退した状態にある。しかし、経済の下振れや改革路線の後退などから市場の信認が揺らぐ場合には、緊張が再び高まりかねない状況には変わりなく、引き続き十分な注意が必要である。こうしたもとで海外経済をみると、全体としては緩やかながらも徐々に持ち直しに向かっている。地域別にみると、ユーロエリア経済については、緊縮財政の影響から周縁国を中心に内需減少が続いており、緩やかな後退を続けている。先行きは、コア国を中心に輸出を起点として徐々に後退局面を脱していくものと思うが、相応の時間が必要とみている。

次に米国経済については、足許、雇用や小売売上高などで力強さを欠くが、雇用者数も均してみれば着実な増加を続けるもと、景気回復のモメンタムは維持されていると考えている。住宅関連では、持ち直しの動きが続いている。企業部門でも生産は増加基調にあり、設備投資も徐々に持ち直しつつある。シェール革命によるエネルギー需給の構造変化は、貿易以外の面でも、こうした企業活動を下支えしていくものとみられる。先行きも、緩和的な金融環境が下支えするもとで緩やかな回復が続くとみられるが、給与税減税失効や歳出自動削減の影響、債務上限問題の帰趨等を注視していく必要がある。

中国経済については、1～3月期のGDP成長率が幾分鈍化し、足許も、工業生産の減速、HSBC製造業PMIの50超幅の縮小などがみられ、改善の動きが幾分弱まっている。ただ、これらには不動産価格抑制策の心理的な影響や、政府の質素・儉約令等の一時的な影響もあるとみられる。社会融資総量の増加も踏まえれば、緩やかな持ち直しの過程にあることに変わりはないと考えられる。

こうしたもとで、わが国経済は、輸出の下げ止まりや堅調な内需を背景に全体として下げ止まっており、持ち直しに向けた動きにも広がりが見られつつある。需要項目別にみると、輸出は、情報関連にはなお弱さが残っているが、自動車関連などで堅調に推移しており、下げ止まりが明確になってきている。この間、内需をみると、個人消費では株高等による消費者マインドの改善や資産効果で高額品の売上げが加速するなど、底堅さを増している。設備投資については、弱めの動きとなっているが、中小企業で前向きの動きもみられる。また、住宅投資は持ち直し傾向にあるほか、公共投資も、供給サイドのボトルネックの影響を受けつつも増加傾向にある。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産は足許プラスに転じ、今後、緩やかに持ち直していく見通しとなっている。先行きは、内需が公的需要や個人消費を中心に堅調に推移するとともに、輸出が持ち直していくとみられる。もっとも、所得面では、今後、賞与等が増加するなど、前向きの循環に繋がっていくかどうか注視が必要である。設備投資については、海外生産シフトの動きが底流にある中で弱さが残るが、企業の業況感が明確に改善するもと、防災・エネルギー関連投資に加えて、老朽化設備の更新などのペントアップ需要が顕在化し、緩やかに増加していくとみている。こうしたもとで、日本経済は、本年半ば頃には緩やかな回復経路に復していくとみられる。

次に、物価である。国際商品市況は、海外経済に対する慎重な見方もあって足許では幾分調整しているが、円安を背景に輸入物価は上昇傾向にある。そうしたもと、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、目先、ややマイナスで推移した後、再びゼロ%近傍に達するとみられる。先行きは、景気回復に伴う需給ギャップの改善や予想インフレ率の上昇につれて、徐々にプラス幅を拡大していくものとみているが、家計や企業も含めて、足許B E I等で動意がみられるインフレ予想が、今後どの程度上昇していくか注視していく必要がある。

展望レポートについては、経済・物価情勢が今述べたような内容であるので、基本的に執行部案に違和感はない。なお、政策決定に関する社会全

般の理解を一段と深める観点から、不確実性の高い見通しとはなるが、この期間に対応する 2015 年度分までをこのタイミングで公表することが私も適当だと考える。

2013 年度は、公共投資と輸出の増加に加え、消費税率引上げ前の駆け込み需要も予想され、成長率はかなり高めになるとみられる。2014 年度から 2015 年度にかけては、消費税率引き上げの影響を受けつつも、金融緩和効果の下支え等により、潜在成長率を相応に上回る成長を見込んでいる。1 月中間評価との比較では、円安傾向や新たな金融緩和策の実施を背景に 2013 年度を中心に上振れると見込んでいる。消費者物価指数（除く生鮮食品）は、足許は若干のマイナスであるが、マクロ的な需給ギャップの改善や予想インフレ率の高まりなどを背景に次第に上昇し、見通し期間の後半にかけて前年比 2%程度に達する可能性が高いとみている。

経済情勢と物価情勢について上振れ、下振れのリスクが挙げられているが、不確実性は大きいものの、リスクはやや下方向ながら上下に概ねバランスしていると考えている。とりわけ、海外経済の動向と企業や家計の中長期的な成長期待への目配りが重要だと考えている。物価情勢についても、実体経済面のリスク要因が顕現化する場合には、相応の影響が及ぶことに注意が必要である。

次に、わが国の金融環境であるが、量的・質的金融緩和の導入後、長短金利に幾分大きめの変動があった。もっとも、長短金利ともなお低い水準にあるほか、市場が落ち着きを取り戻すにつれて、長期金利も低下傾向にあり、総じてみれば緩和した状態が続いている。この間、円安・株高基調が続いている。

以上の経済・物価情勢や金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、前回決定した「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」との方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、新たな金融政策が緒についたところであり、市場と対話しながら、これを着実に実行していくことが肝要である。このこと

を通じて実体経済の前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率にも働きかけ、できるだけ早期にデフレ脱却につなげていくことが重要だと考えている。

現在、新しい枠組みのもとで、直近時点でのマネタリーベースは、2012年末を20兆円程度上回る150兆円半ばの水準となっており、目標達成に向けて着実に前進している。前回会合以降、市場が新たな均衡点を探す動きの中で、長短金利は幾分上昇しているが、今後、長期国債買入れが円滑に進めば、イールドカーブ全体の金利は徐々に低下していくものと考えている。資産価格への波及についてみると、株式やJ-REITのイールドスプレッドが縮小している。また、インフレ予想に働きかける観点から物価連動債のBEIなどのマーケット関連指標をみると、流動性プレミアムの拡大などインフレ予想以外の要因が働いている可能性も排除できないが、ひとまず前向きな動きが観察されている。今後、期待の変化に加え、ポートフォリオリバランス効果等の動向をしっかりと把握したうえで、実体経済への波及効果も確認しながら、着実な買入れに努めていくことが大事である。

なお、新方策の円滑な実施には、市場参加者の協力が欠かせない。この点、意見交換会等を複数回開催し本行の政策意図を正確に発信するとともに、市場参加者の意見も踏まえた肌理細かな対応を実施していることや、金利上昇局面では、1年物の固定金利オペによる大量の資金供給を行うことで、短中期ゾーンの金利安定に向けた強い意思を示し、安心感の醸成に努めた結果、極く足許ではボラティリティの上昇も一服している。今後も、マーケットの状況を肌理細かく観察し、運用面で適時適切な対応をとっていくことが大事だと思う。また、極めて大量の国債を買入れることについて、市場の見方が変われば長期国債利回りは非連続的に変化し得るため、財政ファイナンスではないことを継続的に情報発信し、しっかり理解を得ていくことが必要だと思っている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融経済情勢については、執行部の基本的見解とほぼ同じ考えであるので、ここでは予想、期待の変化を中心に話をしたい。私は予想や期待を重視している。デフレになるのはデフレ予想が蔓延するからであって、デフレ予想のもとで行動するからデフレになる。逆に、インフレ予想が出てくれば、その予想のもとで経済主体が行動するために、結果的にインフレになってくる。足許インフレになればそれが予想インフレ率に影響するが、最初のきっかけは、金融政策によってデフレ予想をインフレ予想に変えることである。そうでなければ、デフレから脱却し2%のインフレ目標に向けて実際のインフレ率が上がっていかない。このような考えから、私は、予想、期待に非常に拘りいつもお話ししている。

本行の量的・質的金融緩和に対しての市場の反応について、私からみると、株式市場と外国為替市場は、ともに量的・質的金融緩和の意図を素直に理解して反応していると思う。日本の株式を買い越している主たる主体は海外投資家であり、日本の金融機関、特に生損保などはこの間むしろ売り越している。後でこの行動の違いを予想インフレ率との関係で解釈したいと思う。

量的・質的金融緩和には、国債のイールドカーブをフラット化させるという意図があったが、むしろややスティープ化し——最近はほとんど戻っているが——、名目金利はどのゾーンもやや上昇している。素直に考えると、例えば、民間で長期国債金利が下がることを見越してリバランスが起これば国債への需要が減るとしても、日本銀行が新発債の7割も買い入れるということを念頭に置くと、予想インフレ率がそれほど上がらない限り、名目金利は中長期的には下がるのが論理的な行動の結果だと思う。従って、今後名目金利がある程度上がるということは、本行が買い入れる国債の需要に対して、その効果を押しのける程予想インフレ率が上がることによ

て名目金利が上がったということだと思う。名目金利が上がること自体は、経済が良くなることを示す指標と考えるべきで、それほど心配する問題ではないと思う。今は名目金利に注目したが、経済の実体に影響を及ぼすのは予想実質金利である。この点は、皆さんの共通の理解を得られるのではないかと思う。先程、資産価格や民間金融機関のリバランスは名目金利であるという意見があったが、例えば株価決定の理論は、割引率は名目金利であるが、分子の企業の収益見通しは将来のインフレ予想に影響される。従って、差し引きすると最終的には予想実質金利である。長期間の日経平均株価を日本の名目金利と予想インフレ率で説明すると、説明力は非常に高い。名目金利も影響するが、企業収益は予想インフレ率に影響を受けるので、結局差し引きでは予想実質金利が動かしているということが分かる。同様に、ドル/円レートについても同じことが言える。名目金利差も影響するが、長期的には購買力平価に収束するとの考え方から、日米の予想インフレ率の差に大きく影響されることが分かる。これも長期間のリグレーションをしてみると、この2つの変数で90%以上説明できる。為替相場も、差し引きで日米の予想実質金利差に大きく影響される。实体经济に対しては、設備投資等は予想実質金利に影響されるということは共通の理解だと思う。

要するに、予想実質金利をみるのが大事だということである。そのためには予想インフレ率をみる必要があるが、現在その客観的データとしてはBEI、Break Even Inflationしかなく、あとはアンケート調査位しかないので、どうしても信頼性に欠けると考えている。BEIに関しては、物価連動国債市場が薄いために信頼性に欠けると言われているが、買っているのは海外投資家が主体だという分析がある。そこから判断しても、BEIには海外投資家の動きが大きく影響しているのではないかという点にも留意する必要があると思うが、この意味は後で述べる。

例えば、われわれの量的・質的金融緩和を発表した4月4日の前日の4月3日に対して昨日4月25日は、2年物国債の名目金利は5.5bp上昇している。インフレ期待が起こらないのであれば下がっても不思議ではない

のだが、国債市場はこのように反応している。これに対して、B E Iはこの間 25.6bp 上昇した。この結果、量的・質的金融緩和発表以降今日までの間に、予想実質金利は 20.1bp 低下している。5年物の名目金利を考えると、この間、9.4bp 上昇しているが、B E Iが 21.1bp 上昇したために予想実質金利は 11.7bp 低下している。このように予想インフレ率が上昇する一方、予想実質金利が低下するというトレンドは、昨年11月14日に野田元首相が解散発言をし、翌日に安倍自民党総裁が日銀に2~3%のインフレ目標をもって金融政策を運営してもらいたいと発言して以降、予想インフレ率の上昇と予想実質金利の低下はトレンドとして着実に進んでいる。これが3%の増税を予想したものであるということでは、長期のトレンドを説明できない。従って、予想インフレ率は、B E Iでみる限りそのようなトレンドにある。本年1月22日に日本銀行と政府が2%の物価目標で協定を結んだ時にも、予想インフレ率は跳ね上がっている。4月4日の金融政策の発表の時は直ぐには反応しなかったが、2~3日置いてから急激に上昇を始めた。つまり、節目ごとに上昇している。余談だが、われわれが正副総裁の就任会見をしたのが3月21日であるが、翌22日には2年物のB E Iは何と100bp——0.3%から1.3%に——上昇している。それが一過性かと言うと、2年物は依然として1.3~1.4%をキープしている。市場は、レジームチェンジや実際にマネタリーベースが増えていくことに反応しているということである。

日本の株式を買い越しているのは海外投資家であり、物価連動債に投資しているのも海外投資家である。恐らく外国為替市場でもその傾向は強く、円を売って外貨を買っているのは海外投資家ではないかと思う。それに対して日本の国債市場の投資家は、ほとんどが国内投資家である。海外の投資家は金融政策のレジームチェンジを予想して——私に言わせれば、素直に反応して——、予想インフレ率をトレンドとして上げている。消費税の3%増税を織り込んだだけでは説明できないほど上げている。消費税であれば一旦織り込んでしまえばその後は同じはずだが、そうではない。これに対して、国債等に投資している日本の投資家や少なからずのエコノミス

トを始め国内経済主体の予想インフレ率は、海外投資家に比べると余り反応しない傾向がみられると思う。どうしてこのような非対称性が生ずるかについては、日本では長期にデフレが続いたためにデフレ予想が強固に定着しており、金融政策のレジームチェンジなどということには反応せず、金融政策以外で物価が決まるというような感じになってしまっている。世界の中央銀行で、金融政策で物価を決めることができないと言うような中央銀行はない。どこの中央銀行でも物価の安定は自分達の目的であり責務であると書いてある。ところが日本では、ずっと金融政策をやってきたがデフレから脱却できなかつたために、金融政策に対する信頼性が非常に失われている。従って、金融政策のレジームチェンジに余り反応しない。海外では金融政策のレジームが変化したり、政策金利が変動した場合には、予想インフレ率が非常に大きく反応するという経験がある。そこに海外と日本の投資家、経済主体の反応の仕方に違いがあるのではないと思う。それがどのような影響を持つかは非常に重要である。

次に、資産市場に変化が起こっていることと実体経済との関係である。予想実質金利の低下傾向がみられることと、大幅株高と円安が実体経済に影響していくには、かなりの時間がかかるということをきちんと認識する必要があると思う。もちろん高額消費等が増加するなど一部には既に効果が現れているものもある。資産効果で早く反応している人もいるが、しかし時間はかかる。4月4日のわれわれの金融緩和の新しいレジームからまだ1か月も経たないうちから、実体経済への影響が小さいことを声高に述べて非常に不安がる、あるいは懸念を公表するということは慎むべきであると思う。それには時間がかかる、しかし時間がかかってもこれぐらいのタームではこうなるということを市場に伝えていくべきであり、1か月も経たないうちに効果が挙がる、すなわち賃金が上がり、雇用が増え、生産や設備投資が増えるというようなことは元々あり得ず、そういう期待を市場が持つことには無理がある。金融政策へのないものねだりである。しかし、中長期的にみればその効果は出てくる。つまり、生産の調整や計画の調整には時間がかかるということを説明していく必要がある。そのように

説明していくと、市場も落ち着き、株高・円安で需給ギャップが縮小していくにつれて、日本国内の経済主体の予想インフレ率は、海外投資家の持っている予想インフレ率に段々近づいてくると思う。従って、実際の物価上昇率も本行の物価目標である 2%に向けて着実に上昇していくので、1~2 か月もしないうちから、慌てて「まだ上がっていない」、「心配だ」、「もうだめだ」というようなことを、日本銀行自身が市場に言うことは慎むべきであると思う。

次に展望レポートの評価であるが、執行部の案にほとんど賛成である。ただ願わくば、今後、予想インフレ率の変化に関するもう少し踏み込んだ分析や記述、また予想実質金利の経路としてどのような経路があるのかということ——良い指標がなく期間も浅いので、まだできないのかもしれないが——、示していくことが必要ではないかと思う。

金融政策の運営については、前回の会合で決定したことを着実に実行していけば良いと思う。金融市場局が国債のオペを色々工夫したことで、国債市場も、段々と量的・質的金融緩和の意図を消化しボラティリティも小さくなってくると思う。従って、今後名目金利がもし上がるとすれば、それは予想インフレ率が少しずつ上がってきたことの反映だと思って、それほど心配する必要はないと思う。

話す予定にはなかったが、幾つかの論点が出ているので、3つだけ追加したい。まず第一に、インフレ目標の意味を政策委員のなかで共有した方が良いのではないかと思う。4月4日の量的・質的金融緩和の導入で、公表文には「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率 2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現する」とあり、そのための手法が書いてある。この意味を巡って、佐藤委員は、2%をピタッとピンポイントで達成しなければならないという理解はおかしいとおっしゃった。それはそのとおりだが、インフレ目標は、本来はフレキシブル・インフレーション・ターゲットと言うべきものであって、短期的な経済指標に左右されて政策を変えるものではない。例えば、原油価格が急に高騰し 2%を超えてしまうというような場合に、2%に戻すために

急に金融引締めをする中央銀行はない。どこの中央銀行でも、物価と雇用との間にはトレードオフの関係があると認識しているため、原油価格高騰で2%を超えてしまったことを理由に急に引締めれば、生産が縮小し雇用に大きな影響を与えてしまうため、そういうことはしない。逆もそうである。

次は、「2年程度の期間を念頭に置いて」の2年についての理解であるが、日本語で「2年程度の期間」はどこまでが許されるのかということについては、議論があるところだとは思いますが、私は、「2年程度」というのは、世界の中央銀行のインフレターゲットをしてみると、2年程度の期間をとってみると平均が大体目標の範囲に入っているということである。それで2年程度ということである。3年も2%からずっと離れていると、これは2年程度ではない。そのような考えで良いと思う。

それから、2%ピンポイントではないが、どの位が許容範囲かということだが、BOEの場合、上下に1%でそれを超えると財務大臣にレターを出して説明しなければならないという責任が発生する。その説明責任を果たせばBOEも2%を超えて3%の期間もずいぶんある。そういうことは、財務大臣も国会も議会もOKしている。要するに説明できれば良い。金融政策で何か怠ったりすれば問題だが、金融政策以外で短期的に物価が動くことは私も認めている。中長期的には金融政策に影響されると言っているのであって、明日、明後日、3か月、6か月位で金融政策で物価を自由にコントロールできるなどとは、私も思っていない。従って、2%程度というのは、2年程度の平均、あるいは最低でも1年半位の平均をみればその周りにあれば良い。上下1%で2年位で収めたいが、2年のうちにリーマン・ショックのようなことが起こったり、原油が暴落するようなことがあれば、1%を下回ってしまうこともありうる。その場合は中央銀行は説明すれば良い。金融政策のせいではない、原油価格がこれほど暴落するとは予想できなかったということは、みんなも認めると思う。そういう説明責任を果たせば良い。しかし、上下1%を2年も3年も離れていて、説明もできないとなると、やはり金融政策のせいではないかと責任を問われることになる。従って、われわれの「2年程度の期間を念頭に置いて」という

のは、2014年度の終わりから2015年度の初め位であろう。この1年から1年半位の期間の平均が2%に入っているということを目指しているということである。量的・質的金融緩和に賛成したからには、これにコミットしてもらいたいと思う。それがフレキシブル・インフレ目標の意味であり、決して2%を2年でピンポイントでぴったりというようなことを言っている訳ではないということ、共通の理解として皆さんと共有したいと思う。

次に、心配されている出口の問題である。これだけ国債を買っていると、出口が予想された時に金利が急騰し、内外の色々な圧力から日本銀行が国債の買入れをストップすることを本当にできるのかということ、これを心配されていた。しかし、2%程度のインフレ目標を達成することを目標にして、それを達成するために日本銀行が最適と考える金融政策を実施することが日本銀行、中央銀行の独立性の意味である。これを間違ってはならない。4月4日に公表した「量的・質的金融緩和」の導入について」の文章では、金利が急騰したら物価安定を犠牲にして国債をどんどん買うというような行動はとらないということにコミットし、宣言している。圧力に屈して国債を買わなければならないというのであれば、日本銀行の独立性はない。物価目標の達成を放棄したことになる。日本銀行が圧力に屈していつでも国債を買うということを市場が織り込むと、金融機関、投資家の行動もそれに沿った行動になってしまう。出口が近いと予想され金利が上がれば圧力に屈して国債をどんどん買うということであれば、金融機関は最後は日銀が面倒をみてくれると思ってしまう。これをモラルハザードというが、このような金融機関のモラルハザードは許さないということも、この文章には込められている。われわれは、2年位のルートを示しているのだから、金融機関はそれに沿って責任を持って行動してもらいたい。「国債のディーリングで大損したからと言っても、助けませんよ」と言っている訳である。そうでなければ、モラルハザードが起こって金融政策の独立性もなく、金融政策が物価の安定を達成することなど夢になってしまう。これが出口戦略に対する私の考えである。

最後に、財政ファイナンスについてである。例えば、ニュージーランド

でなぜインフレターゲットを導入したかという点、インフレ目標を達成するために国債を買うのであって、政府がどんどん国債を発行するから国債を買うと言っている訳ではない。2%の物価目標のために国債を買うのであって、2%を達成してそれを維持できると思えば、それ以上国債は買わない。「政府が財政ファイナンスを当てにしてどれほど財政支出をしようが、それは知らないよ」というのが日銀の独立性の意味である。従って、政府がいくら財政支出をしても、2%の目標を達成している中央銀行に国債を買うことは頼めないということを前提に、政府と国会は自分で財政規律を維持しなければならない。従って、財政ファイナンスのようなことになったら大変なことになるということを、国会議員がわれわれに言うのは見当違いである。彼ら自身がきちんとやることである。政府の財政支出をどうするかなどは日銀のやることではない。日銀としては、政府に対して「ちゃんとやってください」とは言うが、実際に約束を守ってやるのは彼らの仕事である。ここを履き違えて、財政ファイナンスと思われてしまうということを非常に懸念するということは、市場をミスリードすると思う。財政ファイナンスを心配しなければならないほど財政支出を垂れ流しするのは政府の責任であり、日銀は2%のインフレ目標のために国債を買っている。国債を買っているから財政ファイナンスと思われてしまうのだが、実際は、たまたま国債を買っているだけだと考えて頂きたいと思う。なぜ、たまたま国債かという点、金融政策にとってできるだけ大きな規模の流動性のある市場は国債しかないからである。それから、国債は中立的だということである。個々の企業の社債や株を買うことは、特定の企業を有利にしたり、買わない企業を不利にしたりと、中立性が阻害されるからである。中立性が阻害されるということは、資源配分が非効率になるということである。従って、日銀が物価目標を達成するために金融政策として買うものとしては、たまたま国債が最適だということである。従って、国債がほとんど発行されていない国ではそれはできない。日本でも、国債オペができるようになったのは、国債が大量に発行されるようになった時代からであり、その前は銀行貸出をどうするかが金融政策の中心であった。そういう

意味で、国債を買うということはたまたま市場が大きいからである。

7分以内にしようと思ったが、話が長くなってしまった。申し訳ない。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

はじめに、展望レポートの見通し期間については、経済・物価の先行きに対する日本銀行の認識を分かりやすく示す観点から、2015年度までの3年間とすることで良いと思う。

内外経済情勢と展望については、まず海外経済については、全体として「減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている」という評価で良いと思うが、ただ、気になる点が幾つかある。一つは、IMFが公表した世界経済見通しでは、2013年の世界経済の成長率が、前回見通しの3.5%から3.3%へ下方修正されている。特に気になるのは、日本の主たる輸出先である中国であって、中国の1~3月の実質GDP成長率は前年比7.7%と10~12月の7.9%から幾分減速している。これには、国際局の説明にあったように儉約令の影響もあるようだが、中国の成長率が高まる時期が後ずれするリスクには注意をしていきたいと思っている。

わが国経済については、現状判断としては、「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」という評価で良いと思う。中身については、執行部の説明に違和感はない。先行きの中心的なシナリオとしては、今年の半ば頃には緩やかな回復経路に復して、その後は、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると考えている。基本的な回復メカニズムとしては、公共投資、そして今後の輸出の増加を起点として企業収益や設備投資が増加し、こうしたもとで雇用が増加していくことで労働需給が引き締まり、賃金上昇に繋がっていくとみている。いわば生産・所得・支出の好循環が働くようになると想定している。また、こうした好循環の中で徐々に実際の物価上昇率が高まっていけば、量的・質的金融緩和の第三のチャ

ネル、つまり期待の転換を通じて予想物価上昇率が高まり、実質金利を低下させるといった効果も働き始めると思う。これによって民需を刺激し、経済を後押していくという点で、金融緩和の効果がさらに強力に発揮されていくことになるのではないかと考えている。

物価情勢については、三点ポイントを挙げたいと思う。第一は、潜在成長率を上回る成長が続くもとで、マクロ的な需給バランスが緩やかな改善傾向を辿り、労働需給の引締まり傾向も明確になることで、名目賃金に次第に上昇圧力がかかってくると思われることである。第二に、中長期的な予想物価上昇率が、物価安定の目標である2%に向かって次第に収斂していくということである。ただ、この点については、日本銀行が物価安定の目標達成に強い姿勢を示すことが、大きな鍵を握っているのではないかと考える。市場では——世の中と言った方が良いのかもしれないが——、CPIは容易に2%に届かないとして、2%の物価安定の目標は日銀の願望あるいはプロパガンダと揶揄する向きもあるが、長く続いたデフレ的な均衡の中で経済の主体の間に沈殿したデフレマインドを溶解するプロセスは、まずは、量的・質的金融緩和の遂行主体である日本銀行が、物価安定の目標の約束を守るという姿勢をはっきり示すことから始まると思っている。第三に、輸入物価であるが、為替円安や国際商品市況の動きを反映して上昇を続けるとみている。国際商品市況については、一昨年私が議長をしたG20 コモディティ作業部会での検討をもう一回振り返ってみたが、今後世界経済が想定どおりに回復し、しかもグローバルな金融緩和が継続する中で、いわゆる financialization の影響もあって、ちょうど2007年から2008年にかけてのように騰勢が強まることも考えられるのではないかと考える。わが国に照らして言えば、今後、経済が回復経路に復していくもとで、国際商品市況が騰勢を強めた場合、消費者物価が相応に上振れする可能性もあるのではないかと考えている。

以上のポイントを前提にすると、消費者物価の前年比は今後上昇傾向を辿り、2015年度までの見通し期間後半にかけて、2%に達する可能性が相応に高いとみている。すなわち、不確実性は高いが、物価安定の目標の達

成を中心見通しという点では描き得るのではないかと考えている。以上総合的にみると、展望レポートの表現は、リスクバランスにかかる部分も含めて、私は、本文のとおりで良いのではないかと思う。

金融環境については、金融市場局の報告にあったように、前回決定会合以降、国債市場では、一時的にボラティリティが大幅に高まり流動性が低下した。しかし、その後、金融市場局が行った1年物固定オペや市場関係者との対話を踏まえた長国オペ手法の改善が功を奏し、市場は落ち着く方向に向かっていると判断している。金融市場局の対応は適切だったと思う。ただ、ボラティリティの上昇がVaRを引き上げ、売りが売りを呼ぶというVaRショックのメカニズムは残っていると思うので、今後ともボラティリティの急上昇を避ける必要があると思う。また、国債市場の流動性について、国債の買増しがむしろこれからのので、国債市場の流動性を維持する観点からは、SLFの機能の改善余地もあると思う。さらに、量的・質的金融緩和が狙いどおりの効果を発揮していく場合には、いずれ、イーロードカーブのロングエンド、つまり、長めの金利に上昇圧力が加わっていくとも予想されるので、その辺を良くみていく必要がある。特に、影響は、米国、欧州の先進国中銀の出口の順番にも左右されると思っている。そういう点からみて、本当のテストはこれからであろうと思っている。そういう意味で、引き続き市場関係者との意見交換、対話を密接に行ったうえで、適切な市場運営に万全を期していく必要があると思っている。

最後に、金融政策であるが、量的・質的金融緩和を決定した以降の市場の反応は、円安・株価上昇に表われているように、基本的にはポジティブと思っており、市場の期待は転換しつつあるように思う。また、期待物価上昇率についても、上昇を示唆する指標がみられている。従って、金融市場調節方針は「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針のもとで、前回会合で決めたとおり国債をはじめとする各資産を買入れていくことで良いと思う。

強力な緩和政策を行っている以上、将来的に資産価格などがオーバー

シュートすることがないかは丹念に点検していくことが重要である。従って、展望レポートの本文の記載のとおり、「経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整」を行っていかねばならないと思う。これまでの論点にはなかったが、日本銀行による長期国債の買入れが財政ファイナンスではないということを改めて確認するという意味で、本文の6頁の注7にあるような注記を付すことにも賛成したい。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、今年1月の中間評価時点と現在のわが国経済を取り巻く経済環境の違いとして、3点指摘する。第一点は原油価格が幾分低い水準で推移していること、第二点は政府の歳出規模が1月予想対比大きく上振れていること、第三点は市場の予想を大きく上回る量的・質的金融緩和を導入したこともあって4月会合以降、株高・円安が一段と進行していることである。これらの変化を踏まえた実質GDP成長率の見通しを申し上げますと、2013年度、2014年度については、ともに1月時点の私の見通しを上方修正している。その理由は、株高や雇用増加を反映して消費者マインドが改善しており消費の広がりがみられること、またマンション販売を含め住宅投資が活発化しているからである。また、公共投資の増加も景気を下支えし、企業マインドも改善していることから、鉱工業生産や輸出が増えていけば緩やかに設備投資が増えていくことが見込まれる。とはいえ、過去の景気回復局面と比べ、資本ストック循環からみた企業の期待成長率が低く、資本の生産性は全産業で低下傾向にあるが、期待成長を高める成長戦略があればより設備投資が活発化すると考えている。以上の点を考慮すると、2013年度は2%超、2014年度は消費税引き上げの反動減と公共投資の減少を輸出や設備投資が部分的に補うことで1%程度、2015年度は個人消費

の回復と輸出を中心に1%を超える成長率を予想しており、いずれも潜在成長率を超える成長率が実現するとみている。

物価の見通しについても、2013年度、2014年度ともに1月時点の私の見通しを上方修正している。2013年度の上方修正については、主に為替円安による輸入物価の上昇分を反映している。2014年度については、上方修正をしているものの、消費税率引き上げによる影響を除くと1%程度の物価上昇率とやや弱めの数字を想定している。その背景としては、確かに足許では市場や家計の予想インフレ率が上昇しており、今後は需給ギャップも改善していく見通しであるが、それらの影響が企業、流通業者が設定する実際のインフレ率に反映されていくまでには多少の時間を要すると考えているからである。特に、2014年度は、当初から消費税率を引き上げることによる2%相当の物価上昇が控えていることがあり、それによる消費の減退を懸念する小売業、流通業者が、消費税率引き上げ分を大きく上乗せして直ぐさま販売価格の引き上げを行うとは考えづらく、翌年2015年度以降に販売価格の引き上げの一部を先送りすると想定しているからである。従って、2014年度は消費税率の引き上げを除く物価上昇率は1%程度に達した後、2015年度はそれより高めの1%台後半に達し、2015年度末には2%程度に近づいていくとみている。

次に、景気の上振れ・下振れ要因については、全体のリスクバランスとしては、どちらかと言えば下方に傾いていると申し上げたうえで、本日は、下振れ要因として、消費税率引き上げと長期金利のボラティリティの影響について申し上げる。

まず第一に、消費税率の引き上げの影響だが、今回は、1989年の消費税導入と1997年の消費税率引き上げ時期と比べて、家計の実質所得の減少によって想定以上に景気が下振れするリスクがあるとみている。家計の間では、2%インフレがメディアを通じて浸透している中で、2014年度の消費税込みのインフレ率は私の想定でも3%程度であるが、家計はそれだけのインフレ率の実現性についてまだ十分認識していないと思う。加えて、今回と局面が似ている1997年度の消費税率引き上げ直前の経済状況と

2014年度直前の経済見通しを比較すると、GDPギャップ、賃金上昇率、失業率いずれも今回の方が厳しい状況にある。従って、インフレ率の上昇による実質所得の減少として認識される国民の負担感は今回の方が重くなり、しかもこうした認識が、消費税率が引き上げられて初めて国民の間に浸透する可能性がある。以上より、特に2014年度については、わが国経済に物価ショックが加わることで内需が減少し、その影響が多少長引くリスクが高いという点を強調したい。こうした点を踏まえると、展望レポートの書き振りはそのリスクについて十分踏み込んでいないと判断する。よって、これらの点を反映した記述に改めることを後程詳しく提案する。なお、国民にこうした想定外の価格ショックが生じないように、今後、日本銀行自らが消費税率引き上げの影響を含めた物価の見通しについて、より効果的に国民とのコミュニケーションをとっていく必要があると思う。

第二に、名目長期金利のボラティリティの拡大が景気に与える影響についてである。展望レポートの背景説明にも書かれてあるとおり、量的・質的金融緩和はイールドカーブ全体の金利低下を促すことを一つの目的としており、大量の国債買入れによって国債の需給をタイト化することで、一時的な振れはあるとしても、今後、緩やかに金利が低下するか、あるいは現在の低水準で推移していくものとみている。もっとも、先行きを展望すると、予想インフレ率や成長期待が上昇してくれば、これらを織り込む形で、名目長期金利に上昇圧力が加わってくると考えるのが自然である。事実、OISカーブからみた利上げ時期も、それまでの3~4年から2年に短期化しており、今後、良い経済指標が出てくると、比較的早い段階で少しずつ市場における長期金利の目線が切り上がる可能性もある。こうした金利上昇圧力と日本銀行の大量国債買入れがもたらす金利押し下げ効果が相互に作用しあう局面に入ると、国債市場で流動性が減少する中、日本銀行のコミュニケーションの仕方如何では、長期金利のボラティリティが拡大するリスクもあると思うので、今後この点について注意深くみていきたいと考えている。

次に、物価の下振れ・上振れ要因についてであるが、全体のリスクバランスは敢えて言えば下方に傾いていると申し上げたうえで、個別の下振れ要因として、特に、GDPギャップに対する物価の感応度、すなわちフィリップス曲線の勾配の変化については不確実性が高く、われわれが想定するほどステープ化せず、フラットなままのリスクを指摘しておきたい。先程、2014年度の物価見通しについては、厳しい競争のもとで、消費税率引き上げも控えている局面で、消費税の上乗せ分を大きく超える販売価格の引き上げは一部2015年度以降に先送りされる可能性を指摘した。しかし、実際には、私が想定している消費税を除く1%程度の引き上げさえも先送りされる可能性を否定できず、その場合、2014年度の物価上昇率は私の想定よりもかなり下振れるとみている。

最後に、展望レポートの構成に関し、第1の柱と第2の柱の取扱いについて私の見解を申し上げる。第1の柱と第2の柱の点検作業自体に異論はないが、国民への分かりやすさといった対外コミュニケーションの観点からみて、これらの記述方法について具体的な改善の提案を行いたいと思う。すなわち、現状では2つの柱を独自に切り出して最後の第3章で記述する形式を取っているが、この方法では読者にとって第1章と第2章に書かれている内容との繋がりがすんなり分かるようにはなっていないと思う。そこで、現在、第3章の第1の柱と第2の柱として書かれている記述を削除し、全体の文章を通して当該箇所に適宜織り込むのが良いと思う。後程、具体案について申し上げる。

最後に、金融市場調節方針については現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

ここで5分間のコーヒープレイクを取る。

(12時16分中断、12時22分再開)

黒田議長

それでは、議論を再開する。まず、これまでの議論のうち、金融経済情勢と展望レポートに関する委員のご意見を私なりにまとめたいと思う。金融経済情勢については、海外経済は色々な不確実性はあるものの、減速した状況から徐々に持ち直しに向かっているという基本的な認識は共有されたように思う。金融資本市場では、量的・質的金融緩和の影響、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退といったことから円安・株高傾向が続いている。この間公表されたわが国の景気指標をみると、「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」という前回会合の景気判断を概ね裏付ける内容のものが多かったように思う。物価面では、本日発表された消費者物価の統計をみても、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、足許小幅のマイナスになっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられていることにも着目すべきという意見もあったと思う。

次に、展望レポートについてであるが、2015年度までの経済・物価見通しに関する委員方の意見を集約すると、まず最初に、今回、3年に亘る見通しを出すことにしたが、これについては、皆さんの支持があったと思う。そこで経済の先行きについては、金融緩和や各種経済対策の効果から、今後国内需要が底堅く推移し、先程申し上げたように海外経済の成長率も少しずつ高まっていくといったことを背景に、本年央頃には緩やかな回復経路に復していくと考えられる。その後は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要やその反動の影響があり得る訳で、消費税の影響については十分注視する必要があると思うが、そうした中で生産・所得・支出の好循環が基本的に維持されるもとで、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。潜在成長率を上回る成長が続くだろうということについては、大方の方が同じような意見を持っておられたと思う。ただ、成長率見通しについては、ある程度分布があるが、委員方の中央値をみると2013年度は3%近い数字、2014年度および2015年度は1%台半ばとなっており、いずれの年度も先程申し上げたようにゼロ%台半ばとみられる潜在成長率を上回っている。この結果、マクロ的な需給バランスは改善傾向

を辿ると考えられる。

次に消費税率引き上げの直接的な影響を除いた物価情勢の先行きであるが、消費者物価の前年比はマクロ的な需給バランスの改善や期待の転換による中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して次第に上昇し、見通し期間の後半にかけて、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いとみている方が比較的多かったように思う。

こうした経済・物価の見通しを総合的に判断すると、見通し期間の後半にかけて日本経済は2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いのではないかと判断される。一方、その見通しを巡るリスク・バランスについては、委員方の中で多少のニュアンスの違いがあったが、経済については、海外経済の動向に特に注意が必要であるという意見が多くあったと思うが、リスクは上下にバランスしていると思えると思う。物価については色々な意見があった。特に、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って色々な議論があり、不確実性が大きい訳であるが、そうした中でもリスクは、完全にとは言えないと思うが、上下に概ねバランスしているのではないかという見方が比較的多かったのではないかと思う。

なお、佐藤委員と木内委員からは、政策効果による予想物価上昇率の高まりは不確実で、それほど確定的に期待できない、あるいは実際の物価上昇率の影響も不確実性があるので、物価見通しについてはもう少し慎重にみていくべきではないかというような意見が聞かれた。木内委員からは、前回会合に引き続き、量的・質的金融緩和については2年程度の集中対応措置と位置付けるべきであるという意見が聞かれた。白井委員からは、展望レポートの終わりの部分で、2本の柱の点検結果という形で金融政策パートでまとめて記述するのではなく、それぞれの柱について中心的な見通し、上振れ・下振れ要因のパートに記述した方が分かりやすいのではないかというような問題提起があった。

追加的な意見、論点があればお願いします。

木内委員

展望レポートの見通し期間について言及しなかったので、追加で言及したい。迷うところはあるが、結論から言えば、皆さんの意見に賛成したい。透明性強化というプラス面がある一方、不確実性の高い見通しを出すというマイナス面もあり、どちらが良いのかというところがあるのは事実だ。一方で、もう少し先をみた場合、展望レポートの経済・物価見通しは、いずれ出口に向けたフォワードガイダンスの重要な役割を担っていくと思う。現状は、政策のコミットメントとかなり一体化した見通しとなっているように思う。特に、物価見通しについては、金融市場の受け止め方と中央値には乖離があるので、認識のギャップが大きく、フォワードガイダンスとしては有効ではないと思う。将来的には、出口に向かっていく時に、市場と対話しながら認識の溝を埋めていく作業が必要であるということを見ると、多少長めにしておいた方が良くと思う。従来の「2年から2年半」よりも「2年半から3年」と僅か半年ではあるが、将来のフォワードガイダンスの役割を担うというところまで視野に入れると、長めの方が適当だと思うので賛成である。

ただ、その説明の仕方について、何人かの委員からは、2%への道筋を示すためという話があったが、対外的にはそういう説明ではないと思う。それは比較的目的のイシューであって、展望レポートが今後もずっと続くことを考えると、もう少し違った説明が必要である。例えば、他国の中央銀行の例も考慮した場合、透明性の強化に資する、あるいは市場との対話の強化に資すると考えて延長した、という説明にすべきではないかと思う。2%への道筋と連動させた説明は良くないと思う。

白井委員

私も先程、2015年度まで見通し期間を延ばすことについての考えを申し上げなかったので、申し上げる。4月の公表文のトップで、「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と言ったからには、木内委員のおっしゃることもわかるが、国民

や市場から、「それでは 2%を実現するのはいつか示して欲しい」と言われるのは当然のことである。われわれは、日銀の歴史からみても非常に大掛かりなQEを実施しているので、それを示すのは中央銀行として当然であると思っているので、そういう説明でも良いと思っている。中央値が大事であり、中央値で仮に2年で実現するのであれば2年間で良いし、3年で実現するのであれば3年、もし4年であれば4年だと思う。たまたま結果的に3年で中央値で実現するので2015年で良いと思っている。一方、フォワードガイダンスのところで、QEを「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」と言っている。「安定的」というところのフレームワークを考えるともう少し長めということになるが、そこでもう1年延長するのかという話になると思うが、例えば、Fedでは、2013年度であれば前半は3年間で秋からは4年間、2016年度まで示しているようである。10月の展望レポートからFedのようにもう1年延ばすのかという質問が来るかもしれないが、今回のリスク・バランス・チャートを見ると、余りにも幅が大きく不確実性が高いので、そういうものを更に1年出したところで有用な情報を与えられるのかどうかという問題もあるので、私としては、今後も2015年度で良いと思っている。

黒田議長

それでは次に、当面の金融政策運営について議論したいと思う。委員方の意見をまとめると、先行きの金融政策運営については、前回会合で決定した基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。すなわち、日本銀行は、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、量的・質的金融緩和を継続する訳であるが、その際、当然、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を引き続き点検し、必要な調整を行う。特に今回、決定して頂かないとまらない具体的な金融市場調節方針については、前回の調節方針を維持すること、すなわち、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペー

スで増加するよう金融市場調節を行うことが適当との意見で一致していた。また、そのために長期国債、ETF、J-REITなどの資産を買入れることについても、前回会合で決定した方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。

なお多くのご意見があった点であるが、債券市場で日本銀行による巨額の国債買入開始後、ボラティリティがやや高まる局面があった。これは、新しい均衡点を探る動きの中で、付利金利引き下げの思惑が後退したこともあったかもしれないが、量的・質的金融緩和はこれまでとは次元の違う金融緩和であるだけに、市場にある程度のインパクトを与えることは予期された事態ではあった。ボラティリティが高まる局面があったが、市場参加者の声を踏まえ、国債買入れの頻度を引き上げつつ、1回当たりの買入額を圧縮する措置を講じたとか、あるいは短国その他のオペを行うなどその他の措置を講じたこともあって、債券市場は徐々に落ち着きを取り戻してきている。いずれにせよ、今後とも、色々な方の話にもあったように、十分市場の動きを注視していく必要がある。さらに、引き続き、市場参加者との意見交換を密接に行いながら、国債買入れやマネタリーベースの供給を円滑に行っていくよう努力する必要があるという意見が多かったと思う。

追加的な意見・論点があれば、どうぞ。

宮尾委員

言葉の確認であるが、先程岩田副総裁は、金融政策の効果のラグについて、「中長期的」という用語を使われていたが、岩田副総裁の「中長期」とは何年なのか。お聞きしていると、どうも1~2年のような感じがするが、われわれがこの展望レポートで書いている中長期というのは、例えば中長期の予想インフレ率と言う場合、5年、6年~10年というイメージで使っている。その点確認したい。

岩田副総裁

金融政策の効果と実体経済の関係は、フリードマンなどがよく分析しているが、早い時もあるが、遅い時は3年にもなり、色々ある。先程は、平均的にみればということによってそのように言った。

宮尾委員

1～2年とか、1～3年ということか。

岩田副総裁

早い場合はそれ位だ。

黒田議長

実体経済への影響という場合、岩田副総裁も言われるように、投資や消費への効果と物価上昇率への効果との間には、少しラグがあると思う。投資や消費への影響も直ぐに来るのではなく、一定のタイムラグがある。輸出では、仮に為替レートが直ちに動いたとしても、輸出数量、実質GDP成長率に影響を与えるまでには、半年とか9か月かかるという分析もある。そういう意味で、実体経済への影響と実体経済のなかでの物価への影響とで少し違うかもしれない。

石田委員

岩田副総裁が色々言われた中で、事実関係についてお話ししておきたいこともあるが、時間の関係で一つだけ確認したい。お話をお伺いしていると、物価目標を達成することが日本銀行の目標とお考えのようだが、私は、それは中間目標であると思っている。その点、どのようにお考えか。

岩田副総裁

もちろんそうだ。物価の安定は最終目標ではなく、どこの中央銀行でもそうだが、物価の安定を通じて実体経済を良くすることが最終目標である。

そして、实体经济を直接良くする手段は物価の安定ということだ。

石田委員

金融秩序の維持もわれわれの責務であるので、出口で色々な問題が起こった時に、「それは自己責任だ」と言えれば良いが、言えないのであれば十分考えておかなければならないと思っている。意見として申し上げておきたい。

岩田副総裁

申し上げているのは、事前に自己責任だということを言っておかないとモラルハザードが起こるということである。

石田委員

金融界にいた人間からすると、最初はみんな自己責任でやるが、自己責任でまかなえなくなってしまったから問題になる。本人たちはまだ自己責任だと思っている。

岩田副総裁

自己責任でやってもらうために、バーゼルなど色々な仕組みを作ろうとしているのではないか。この範囲内で自己責任でやってください、ということであり、今までこれが緩すぎたというような議論はあると思う。

黒田議長

この点は、別途議論ができると思う。

佐藤委員

一言だけ言っておきたい。「4月4日の対外公表文に賛成したから展望レポートにも賛成しろ」というのは、乱暴な議論だと思う。対外公表文に関し、物価回復のメカニズム、緩和効果発現のメカニズムについては委員

によって考えは微妙に違うと思う。そこは最大公約数を取ったうえで各委員が呑み込める範囲で呑み込んだ。要は、ガラス細工のように繊細に作られている訳であり、私自身も正直色々な思いはあったが、そのところは最大限呑み込んで賛成した。そういう意味で4月4日の声明文に賛成したからといって、審議委員の心の中まで縛られるものではないと思う。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。まず、財務省の山口俊一副大臣お願いする。

山口財務副大臣

それでは私から発言させて頂く。長きに亘るデフレから脱却することは、現下の日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えており、日本銀行が、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指し、前回会合で「量的・質的金融緩和」を導入するなど、大胆な金融緩和を推進することに強くコミットしていることを高く評価している。

本日示される「展望レポート」について、2%の物価安定目標の達成に向けた道筋を示す方向で議論されていることは、市場・国民に対する説明責任を果たすことに資するものと考えます。日本銀行におかれては、引き続き、前回会合で決定した「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に物価安定目標を達成して頂くことを期待している。

「共同声明」は、デフレ脱却と持続的経済成長の実現に向けた政府と日本銀行の役割を明らかにしたものであり、政府としても、責任を持って、その役割を果たしていく決意である。

まず政府としては、機動的な財政政策や成長力強化などの取組みをしっかりと進めていくこととしている。平成25年度予算については、先般4月16日、衆議院を通過したが、成立に向け全力で取り組んでいく。また、年央を目途に大胆な規制・制度改革を含む野心的な成長戦略を取りまとめ

ることとしている。このように、政府として、デフレ不況からの脱却に向け、切れ目のない政策対応に全力を挙げ、国民生活に経済成長の恩恵が幅広く行き渡るようにしていく。

また、前回の決定会合において、日本銀行が銀行券ルールを一時適用停止するに当たり、「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」との「共同声明」の記述に言及されたことを重く受け止めている。財政健全化は、もはや将来の課題ではなく、今このときから着実に推進し、実を上げていかねばならない課題と考えている。先のG20においても、財務大臣から、本年の年央を目途に中期財政計画を策定していくこと、経済環境を整備し予定どおり消費税を引き上げる決意であることを説明した。政府としては、経済の再生と同時に、国際公約としてコミットした財政健全化目標を達成するための中期財政計画を年央を目途に策定するなど、財政健全化に向けて全力を挙げて取り組んでいくこととしている。以上である。

黒田議長

次に、内閣府の松山健士内閣府審議官をお願いします。

松山内閣府審議官

まず、景気認識である。わが国の景気は、一部に弱さが残るものの、このところ持ち直しの動きがみられる。先行きについては、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。

物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況が続いている。ただし、最近では、家計の先行きの物価予想の上昇が続いており、また、企業の販売価格判断も改善の動きがみられる。

さらに、春闘の現時点での結果をみると、ボーナスは増額となり、ベアアップの実施率も上昇するとともに、パートタイム労働者の時給が増加するなど、所得の増加を伴う経済成長に向けた動きもみられる。

次に、政府の取組みであるが、政府においては、4月22日に経済財政諮問会議において、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の進捗状況を確認した。先月の調査結果では、民間企業との契約締結等が行われて実際に仕事が動き始める実施段階にある事業が、地方公共団体分を除いて全体の約15%であったが、今回さらに進捗し、約61%となった。また、今後6月までに約93%の事業で動き始めるという見込みである。引き続き、しっかりと進捗管理を行い、一日も早い効果発現に努めていく。

また、経済再生と財政健全化の双方を実現する道筋について、4月22日の経済財政諮問会議で議論した。今後は、骨太方針の取りまとめに向けて、財政健全化の大枠の方向性について検討を進めていきたいと考えている。

さらに、現在新たな成長戦略について議論を進めており、年央を目途に取りまとめる予定である。また、成長戦略の柱であるTPPについては、4月20日にTPP閣僚会合が開催され、今後各国で必要な国内手続きを完了した後に、わが国は正式に交渉参加国として認められるという予定である。

次に、日本銀行におかれては、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指し、前回会合で量的・質的金融緩和を決定されるなど、大胆な金融緩和を推進されていることを高く評価している。

本日示された展望レポートの案であるが、消費者物価上昇率が2014年度において中央値が+1.4%、2015年度においては+1.9%とされており、物価安定目標である2%に近づく姿となっている。日本銀行には、この目標をできるだけ早期に実現されることを期待する。また、今次金融緩和の効果の大きさや物価の見通しなどについて、経済財政諮問会議等の場で十分説明して頂きたいと考えている。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、次に金融市場調節方針の議案の取りまとめを行いたいと思う。

執行部は議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

黒田議長

金融市場調節方針について、議案を提出される方はいるか。いないようなので、執行部は議長案について説明をお願いします。

内田企画局長

それでは議長案を読み上げさせて頂く。「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。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。以上」である。別添の公表文案である。「2013 年 4 月 26 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/賛成○反対○)。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。以上」である。

黒田議長

ご意見、ご質問等ないか。

宮尾委員

一点だけ。今回の議案、対外公表文に全く異論はないが、先程の意見表明で申し上げたとおり、われわれの金融政策としては、マネタリーベースの拡大あるいは金融市場調節方針に加えて、大規模な国債買入れ並びにリスク資産の買入れも行っているという事実は厳然としてあると思う。それについて、今回は対外公表文の詳細は示さないで次回以降となるが、そ

れをどういう形で盛り込むべきなのか、あるいは盛り込まないのか、その点を含めて適切な表現方法のあり方について、自分自身で問題意識をもっているということを、意見として言わせて頂きたい。

黒田議長

それでは採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いします。

[12時54分 政府からの出席者退室]

それでは採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12時58分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針は全員一致で可決された。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行いたいと思う。委員方には成長率と物価上昇率の見通し及び分布を再提出して頂く。今回見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

それでは、見通し計数、分布の最終案が確定したので、基本的見解の取りまとめに入りたいと思う。執行部は、見通し計数の変更の有無について、報告して頂きたい。

内田企画局長

見通し計数については変更なしである。

黒田議長

議長案についてご意見があればどうぞ。また基本的見解について、他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

内容は先程申し上げたとおりで、3か所ある。一つは「1. わが国の経

済・物価の中心的な見通し」の「(2) 物価情勢」の中の「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている」という箇所の修正、二番目は、「3. 金融政策運営」の第1の柱の「2%程度の物価上昇率が実現し」という箇所、それから三番目が同じく金融政策運営の「先行きの金融政策運営については」の文章に関する修正である。

佐藤委員

3点ある。一点目が3頁の「消費者物価の前年比は、・・・見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い」という部分について、修文案を提出したいと思う。二点目は5頁の金融政策運営への修文提案である。第1の柱のところで、「日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し」というところの「実現」という部分だが、ここに関して修文案を提出したいと思う。三番目は同じく5頁の物価の中心的な見通しについてのリスクバランスだが、ここについても「上下に概ねバランスしている」という箇所に修文案を提出したいと思う。趣旨としては、表現を若干和らげ、断定的な表現を避けるということである。

白井委員

大きく分けると、2つの提案である。一つ目は、2つの柱を改めて「3. 金融政策運営」に書くよりも、それぞれのところに書いた方が良いという改善案の提案である。その趣旨は、例えば日銀ウォッチャーや日銀のことを長く検討されている方、日銀出身の方は十分分かるだろうが、最近はお茶の間でも、日銀、金融政策が語られる時代になり、これをきっかけにウェブサイトを見る方が増えている。そういう方が改めて展望レポートをみた時に、中心見通しがあり、上下リスク要因があり、終わったとほっとしたところに、「3. 金融政策運営」に来て、第1の柱、第2の柱とあるがこれはなんだろう、というのが正直なところだと思う。日銀がわざわざ2つの柱で記述した意図が、却って上手く伝わらないのではないかという気持ちがある。私としては、折角日本銀行が世の中、世界中に関心を持ってもらっ

た今、そういう人たちをディスカレッジしてはならないと思う。そういう人達にもっと分かったと思ってもらえるような工夫をしていきたい。そういうつもりで今日は提案させて頂く。

最初の方の第1の柱の提案は、まず5頁目の第1の柱の「すなわち中心
的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、
2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと
判断される」という文章を、3頁の「(2) 物価情勢」の一番最後に挿入し
た方が良いと思う。つながりを良くするために、例えば、最後の「上振れ
している」で終わる文章の後に、行間を空けて「上記(1)、(2)に基づき、
先行き3年程度の経済・物価の中心的な見通しを点検すると、見通し期間
の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成
長経路に復する可能性が高いと判断される」という文章にした方がすんな
り読めると思っている。

次に、また5頁に戻って頂き、第2の柱のところは3つのリスク、すな
わち景気のリスク総合評価、物価のリスク総合評価、金融不均衡の3つあ
る。最初の景気のリスク評価であるが、この中の「中心的な経済の見通し
については、海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下
にバランスしていると評価できる」の文章を、今度は「2. 上振れ要因・
下振れ要因」の「(1) 経済情勢」の終わり、つまり4頁の一番最後に行を
空けて、「以上に基づくと、中心的な経済の見通しについては、海外経済
の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると
評価できる」とする。同じように、「(2) 物価情勢」の最後にやはり行を
空けて、「以上に基づくと、物価の中心的な見通しについても、中長期的
な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下
に概ねバランスしていると考えられる」とすると、すんなり読めると思う。

最後に残るのが、金融不均衡の話であるが、これはどこに行くかとい
うと、今の私の提案をもとにすると、「3. 金融政策運営」の「以上の経済・
物価情勢について」、「まず、第1の柱」、「次に、第2の柱」で始まる段落
がなくなり、「3. 金融政策運営」は、6頁目の「先行きの金融政策運営に

については」から始まる。「先行きの金融政策運営については」から始まるので、「より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では」の文章は、その後に入る。つまり「先行きの金融政策運営については、日本銀行は、」という説明を行い、その次に、「その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」とし、その後「なお、より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、現時点では」とした方が、私は一般国民の目からみると分かりやすいと思う。今回の展望レポートの内容に反対するものではないが、改善案ということでお聞き頂きたい。

もう一つは、消費税のインパクトのところである。4頁のリスク要因のところ、「第4に、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の規模は、その時々の実質所得や物価の動向によって大きく変化し得る」となっている。2年で2%という言葉がマスコミを通して国民に周知されているが、そうすると、皆さんはやはり2%という数字が頭に入っている。ところが今日のわれわれの中心見通しで言えば、3.4%である。それは想定外である。われわれは今まで物価の見通しを説明する時に消費税を除いて言ってきたから、そここのところはギャップがあると思う。このギャップを埋めていかないと、国民は2%と思っているので来年4月に消費税率が引き上げられた時に、非常に高いということになり、これは想定外だということになる。もしかしたら、われわれが想定していた以上に実質所得が落ち込む可能性があるのではないかとも思う。だからこそ、私は、これから日本銀行が対外的に説明をする時に、一時的な要因で2014年度は3%、あるいはそれ以上になる可能性ということを書いていかないと、ショックが起きるのではないかと思う。今のところ、色々な方と話すと、2%以上になることは誰も想定してない。こういうことを懸念して、敢えて今日は申し上げる。

もう一点は、先程述べたように、今回の状況と一番似ているのが1997年の消費税率引き上げの時である。あの時は僅か2%の引き上げであったので2.4%の物価上昇率であったが、あの時のほうが、GDPギャップの

改善度合い、賃金上昇率、労働分配率はずっと良く、失業率も低いということを見ると、今のことをしっかり周知していかなければ、消費者にとってはサプライズが大きいと思う。ここに書いてある書き方では、申し訳ないが、私はリスク評価が少し甘いのではないかと思うので、今回敢えて提案させて頂く。これから私達がこれを明確に言うことで、サプライズがなければ織り込まれるから、それはそれでまた私は10月の評価を変えていく。そのため、今日は特にこの第4のリスクのところ、私が申し上げたことは多分今現実だと思う。それが十分織り込まれてないと判断したので、どのような文章を提案するかと言うと、一案だが、例えば「第4に」のところを、「第4に、消費税率引き上げの影響については、極めて緩和的な金融環境のもとで、インフレ率の上昇が国民の予想を大きく上回った場合、急激な実質所得の減少に伴う需要減少が生じる可能性がある」ということを挿入するという提案である。いずれにしても、あくまでも改善案ということで提案する。以上である。

黒田議長

それでは、今の佐藤委員、木内委員、白井委員の議案を配付して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは佐藤委員案からご説明させて頂く。1点目は、物価情勢のところ、
「2%程度に達する可能性が高い」を「2%を見通せるようになるとみている」と変えている。2点目は、金融政策運営の第1の柱のところ、
「2%程度の物価上昇率が実現し」を「2%程度の物価上昇率を目指し」としている。3点目は、リスクバランスのところ、
「物価の中心的な見通しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性が大きく、リスクは上下やや非対称であると考えられる」としている。これが佐

藤委員案である。

木内委員案は、1点目は、物価情勢のところについて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている」を「上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見込まれる」と変えている。2点目は、「3. 金融政策運営」の第1の柱について、「日本経済は、物価上昇率を緩やかに高めつつ」としている。最後に、金融政策運営、時間軸のところについて、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」としている。これが木内委員案である。

白井委員は具体的にご説明されたので、そのとおりに直っている。

黒田議長

それでは、「経済・物価情勢の展望」の「基本的見解」に関する採決を行うが、追加的に何かあればどうぞ。

佐藤委員

重複するので、提案理由を短めに申し上げるが、見通し期間の後半にかけて2%程度に達する可能性については、そのメカニズムを含めて、現時点でやはり不確実性が大きいと考えている。さらに、「可能性が高い」という記述は断定的であって、日本銀行が2%の物価安定の目標をフレキシブルなものではなく、硬直的に捉えているという誤解を強める惧れがあると思うので、その辺に配慮した表現振りとする必要があると考えている。以上のことから、現時点での適切な表現振りとしては、精々、私の修正案程度ではないかと考えている。以上である。

黒田議長

それでは佐藤委員案の採決を行う。

[佐藤委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：佐藤審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いします。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員案は反対多数で否決された。次に、白井委員案の採決をお願いします。

白井委員

一言だけ宜しいか。私の提案は先程述べたように、第 1 の柱、第 2 の柱の具体的な改善案と、消費増税に対する影響のリスク認識の書き振りが足りないという 2 点だが、議案としては修正箇所が全て載っているもので 1 つにみえるが、大きく分けて 2 つあるということである。

黒田議長

それでは採決をお願いします。

[白井委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白井審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

白井委員案は反対多数で否決された。3つの議案はいずれも反対多数で否決された。提出された委員の方々から、もし何か追加的にあればどうぞ。

白井委員

まず否決されたことについては残念に思う。今回の私の提案は、展望レポートの議長案の内容自体に反対するというよりも、あくまでも国民にとっての分かりやすさという観点から、日本銀行は常に謙虚に追求していくべきだと思うし、またより実態を反映したリスク要因の記述を含めて具体的な改善案を提示したものである。従って、議長案の内容そのものに強く反対したと受け取られることは本意ではないので、今回は議長案に賛成することにする。

なお、私は今回示した問題意識について、今後対外的な情報発信やコミュニケーションを行っていきたいと考えている。また、今回強調したように、国民に対して消費税率引き上げ分の 2%を超える想定外の物価ショックが生じたと取られないように、日本銀行自らが、消費税率引き上げの影響を含めた物価の見通しについて、早くからより効果的に国民に向けた情報発信をしていく必要があると思う。今回の私の提案を契機に、他の委員の方々も様々なご意見があろうかと思うので、さらにこうした点に

ついでお互いに議論を深めていければ幸いである。以上である。

佐藤委員

展望レポートはレポートという性格上、対外公表文と違って賛否は表示されないが、全会一致ではなく、審議委員の間で意見にばらつきがあったということに関して、記者会見等の場で明らかにして頂ければと思う。

黒田議長

勿論そのようにする。それでは、議長案の採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

以上のとおり、議長案は賛成多数で可決された。後程、記者会見において、佐藤委員、木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、ご異議ないか。

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

それでは「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部が修正したうえで、明日 4 月 27 日土曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、本日 15 時の対外発表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案及び見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

VII. 議事要旨（4 月 3、4 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4 月 3、4 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは、議事要旨の採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 5 月 2 日木曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、5 月 21、22 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。

それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 13 時 35 分である。

黒田議長

解禁時刻が13時35分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時30分閉会)

以 上