

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年6月10日（13:59～15:54）

6月11日（9:00～11:43）

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 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（10日）
山口俊一 財務副大臣（11日）
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 | 山岡浩巳 |
| 調査統計局長 | 前田栄治 |
| 調査統計局経済調査課長 | 亀田制作 |
| 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 | 飯島浩太 |

I. 開会

(13 時 59 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、5 月 21、22 日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認、2013 年 7 月から 2014 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、このことを踏まえてご発言をお願いする。

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。

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

最初に、金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いする。

山岡金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明させて頂く。前回会合以降の特徴としては、5 月中旬までのグローバルなリスクテイク、いわゆるリスクオンの巻き戻しの動きが、5 月下旬以降は広範にみられたことが挙げられる。リスクオフのセンチメントと各国金融政策の緩和後退予想が

底流に作用した相場展開であったと言える。この中で、5月中旬までは世界的にみて株価の上昇が長期金利の上昇度合いを上回る傾向にあったが、下旬以降は、各国で長期金利の水準との対比で株価の弱さが目立つ展開となっている。また、各国の金融政策を巡る思惑の中で世界的に金融市場、とりわけ株価と為替のボラティリティが高まったことも特徴である。このような中、わが国では、長期金利が10年物0.8%台の水準で総じて横ばいで推移した。一方株価は、円高や利益確定売りの思惑も加わり、先週末でかなり大幅な下落をみている。また、為替のボラティリティも目立っている。

図表2をご覧頂きたい。金融調節については、マネタリーベースを年間約60兆円から70兆円のペースで増加させる調節方針のもと、着実に供給額を積み増す調節を行っている。マネタリーベースは足許159兆円に達している。日銀当座預金も約70兆円と、いわゆる量的緩和のピーク時のほぼ倍に達している。長期国債の本行保有額も一段と増加し、先週末で109兆円に達している。

この間の市場動向だが、図表3の短期金利であるが、潤沢な資金供給のもとで短期金利は極めて低い水準で安定的な推移を続けている。とりわけ短期マーケットについては、大規模な金融緩和の浸透を背景にレートが0.1%を下回って推移する局面が増えている。次に、図表4の長期金利と株価であるが、前回会合以降、世界的に長期金利は総じて上昇する一方、株価は総じて弱めの動きを辿っている。総じて市場の地合いが良くない展開であったが、先週金曜日以降は再び株価上昇に代表されるリスクオンの動きがみられている。図表4(1)の長期金利であるが、米国の長期金利は一段と水準を切り上げており、10年物で最近2%が定着しており、足許では2.18%——昨年4月以来の水準——である。これは、米国の資産買入政策の縮小、いわゆる tapering の思惑が背景にある。5月22日のバーナンキ議長の議会証言以降、tapering についての思惑が一段と高まっており、その後も地区連銀総裁の tapering に関する前向きな発言などを受けて長期金利は水準を切り上げている。この間、欧州でも長期金利は水準

を切り上げており、ドイツの長期金利も 1.5%台になっている。先月 2 日、ドラギ E C B 総裁が中銀預け金金利のマイナス化に言及したが、5 月の下旬以降は E C B 首脳がむしろマイナス化に消極的な発言を行い、市場ではマイナス金利の導入観測は後退していた。この中で、6 月 6 日のドラギ総裁の発言がマイナス金利は当面ないと受け止められ、短めのゾーンを中心にドイツなどの金利が上昇する原因となっている。この間、本邦の長期金利は横ばいであり、このところ 10 年物で 0.8%台の推移を続けている。この結果、日米の長期金利差も前回会合以降は拡大傾向にある。

このような状況のもとで、図表 4 (2) の株価は、各国で総じて弱めの動きとなっている。振り返ると 5 月中旬までの米国株は、強い経済指標が出ると買われ、弱い指標が出ても tapering 観測の後退からやはり買われるという展開であったが、下旬以降はその逆であり、弱い指標で売られ、強い指標が出ても tapering 観測で売られるという展開であった。もっとも、先週の金曜日は、注目されていた雇用統計が景気回復をサポートする一方で tapering 期待を大きくは高めない、予想を若干上回るいわゆるスイートスポットに落ちたことから、再びリスクオンの展開となっており、金曜日の米国株価は 15,248 ドルとかなり大きめの反発をみている。

この間、わが国の株価は海外との比較でもかなり大幅な下落をみた。この背景としては、本年入り後の本邦株価の上昇がかなり急であり、潜在的に利益確定売りの圧力が溜まっていたこと、この中でヘッジファンドを中心とする利益確定売りが現実にもみられたこと、それから最近では株価と為替の連動性に着目して機械的に売買を行うモデル系ファンドが活発に動いているようであり、これが相場変動を増幅している面があることが挙げられるかと思う。本日は、先週金曜日以来の海外市場のリスクオンの動きを受けて、かなり値を戻している。

続いて、図表 5 の為替レートであるが、先程述べたように前回会合以降、足許では本邦の株安と歩調を合わせる形で円高・ドル安の動きが目立ち、ボラティリティも高まっている。5 月下旬以降、世界的にリスクオフの動きがみられる中で、スイスフランと並んで日本円は安全資産とみられてい

るので、買い戻しの動きが進んだ。そうした中で、6月6日のドラギ総裁によるマイナス金利に否定的な発言がその後のドル／円相場の急激な動きをトリガーする結果となった。また、足許の株価や為替のボラティリティの背景としては、本邦株価とドル／円をリンクさせて売買するモデル系ファンドの動きが挙げられると思う。これらのファンドは、円安が本邦の株高に結びつきやすいという関係があることに注目し、株が下がると自動的に円を買うというプログラムを組んで取引を行っている模様である。この結果、本邦株価とドル／円相場が日々、分単位で連動するというケースが目立ってきている。また、ECBのマイナス金利予想の後退とともに若干、ユーロ高の傾向となっている。あまり言及はされないが、こちらも注目点の一つかと思う。

次に、図表6で長期金利の動きをやや詳しくみたいと思う。海外では長期金利が全般に上昇する中、5月下旬以降、わが国の長期金利は10年物で0.8%と概ね横ばい圏内であった。この背景としては、まず世界的なリスクオフの中で、本邦でも、基本的には株式から国債へという投資家の目線の変化があったこと、それから円安のさらなる進行期待に歯止めがかかったことでインフレ予想の若干の低下もみられた可能性があるということも、長期金利を抑える方向に働いたと思う。また、どの程度効いているかは分からないが、先月末に公表した市場参加者との会合を経て公表した国債買入れの弾力化も、基本的には好感されているように思う。これについては後程申し上げる。ターム別にみると、とりわけこれまでボラティリティの上昇が目立っていた5年のゾーンで金利が低下する傾向がみられている。他方、円高・株安のわりには、図表7が示すとおり、長期ゾーンの金利がなかなか下がらないという見方もあり得ようかと思う。これは、長いゾーンではファンダメンタルズが効きやすいということかと思うが、率直に言って、市場ではCPI 2%の2年間での達成についてはまだ懐疑的な見方が多いかと思う。他方で、デフレ脱却の可能性が多少なりとも出てきた現状では、例えば、10年物金利で0.8%を割る水準ではなかなか手を出しにくいといった声も聞かれているところである。このような中で金

融市場局としては、授権された範囲において、とりわけ中期ゾーンを中心とするボラティリティ抑制に配慮する形で調節を行ってきた。

図表9の国債買入予定をご覧頂きたい。前回会合での議論、その後の総裁記者会見で示された弾力的なオペ運営との方針を受けて、5月29日に再び市場参加者との意見交換を行った。市場参加者からも、オペの透明性や予見可能性にも配慮しながらも、現状では機動性や弾力性に配慮したオペを実施して欲しいという声が多数であった。この間、米国Fedのようにオペの予定を事前に公表するといった方法を支持する意見は極く一部にとどまっていた。このような市場の意見も踏まえ、6月以降の国債買入オペについては、弾力性の確保に一段と配慮した方針を公表している。すなわち、6月以降の方針は、オペの頻度をさらに増やしオペを分散化する、1か月当たりのオペの回数や金額について弾力的な対応を可能にする、これまでとりわけボラティリティの上昇が目立っていた1年から5年のゾーンに重点的に対応することを可能とするということが主眼である。市場参加者からも——これまでもそういう見方もあったが——、1か月ごとのオペ金額や回数が固定的であると、月の前半に集中的に対応したら月後半のオペはあと何回とか、金額はあと幾らといったように、引き算で月後半は弾切れになってしまうということが見え見えになるという問題が指摘されていた。また、ゾーンごとの買入れ金額や平均残存期間の縛りが厳格なものと受け止められると、例えば、4月以降ボラティリティが高まりやすい傾向にあった中期ゾーンに、重点的に対応することが困難ではないかといった意見も出されていた。このような市場の意見も反映する形で公表した6月以降の買入方針は、私どもとしては、少なくとも現段階では最適な方法ではないかと考えている。実際、今までのところ市場参加者の反応も概ね良好であると思う。

次に図表10をご覧頂くと、期間1年から5年のオペの応札倍率は、引き続き4倍ないし4倍強の高めとなっている。この期間では引き続き国債売却ニーズが相応にあり、本行としてもこのようなニーズに応える形で国債を買い入れている。一方で、期間が5年を超えるところのオペについて

は、引き続き応札倍率はあまり高くない姿になっている。以上申し述べたように、前回会合以降、グローバルな市場ではリスクオンの巻き戻し、各国金融政策への思惑を底流に、長期金利の水準切り上げや弱めの株価、為替のボラティリティの高まりといった傾向がみられている。この中で本邦の金融市場でも、とりわけ株式市場や為替市場でのボラティリティの高まりが目立つ展開となった。他方、先週金曜日以降は再び海外でリスクオンのセンチメントとなるなど総じて振れやすい展開となっている。このような背景としては、先進国、エマージング諸国を含め各国の景気の方角を巡る見方が交錯する中であって、投資家が各国の金融政策の動向に敏感になっていることが挙げられるかと思う。今後とも、このような市場の動きやその背景にあるリスクアペタイトの動向を、注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

3点質問がある。一つは、中期ゾーンの金利が安定してきたが、これは、メガバンクを中心に、今まで評価損が出たりリスク量が高まってきたことで長期国債を売却する動きが一巡してきたからと言えるのか、それとも実際に損失を出すことを避けるためにもう少し金利が下がってきたら売る、つまり戻り売りを待っており潜在的な売却の余地がある風の状況なのか。

二つ目は、固定金利オペの札割れがずっと続いているが、季節的な要因を除いてもずっと札割れとみておいた方が良いのか。その場合に、頻度は多少調整しているように見えるが、例えばオファーの額を見直すというようなことはあり得るのか。

三つ目は、マネタリーベースの変動について、季節的な要因による変動をどの程度均すようなオペレーションを考えているのか。全く考慮しないということもないだろうし、かつての量的緩和のように日々均すオペレー

ションもしない訳であるが、どの程度の季節的な変動を調整するオペレーションを考えているのか。何か目途のようなものがあれば、教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

一点目の中期ゾーンであるが、確かにここ数回のオペでは1年から5年ゾーンに対する銀行からの売りは減っており、むしろ業者の売りものが増えている傾向がある。従って、正直言って、4月にみられたような売り圧力には一服感がある。ただ一方で、ポートフォリオの規模をみるとまだ相当程度の額を持っているということであり、ボラティリティが高まる局面では、そうした潜在的な売り圧力がまた顕在化する可能性はあると考えている。

二点目の固定金利オペの札割れは、率直に言って続くと考えている。これは、短期の資金を供給する手段として、要するに国債買入れで埋まらない部分は固定金利オペ、それから短期国債の買入れで埋めている訳であるが、このところ短期国債を相当程度買い入れているために短期国債のレートが下がり、同時に業者の国債の保有在庫も低下するということで業者の在庫ファイナンスニーズが低下する。一方で、当座預金に付利されない参加者もいるので、そういう方はどこかで運用しなければならないので、GCレポで出してきたGCレポの金利が下がってくる。このように、超短期の金利が非常に下がりやすくなっている傾向がある。こういう中でどのようなことが起こるかと言うと、0.07%位で調達できる中で0.1%で調達するメリットはないので、結局固定金利オペがもっと入りにくくなる。現在の調節方針の中でマネタリーベースの目標を達成しようとするれば、短期国債をもっと買わなければならなくなり、そうすると、これだけの金融緩和が結果的には恒常的に短期のところには滅茶苦茶効いてしまうという形で、金利が0.1%を下回って推移し続ける可能性が高いように思う。従って、木内委員がご指摘のように、固定金利オペについては、今後やや継続的に札割れ状況が続くと思う。他方で、こちらのオファー額を俄かに調整する

ことは現状あまり考えていない。こちらは相当札割れが頻発しているが、われわれとしては、このオペは札割れもやむなしということで、決まった額を粛々とオファーしていくのが良いのではないかと考えている。

三番目のマネタリーベースの変動については、こちらも非常に調節上難しいところであり、ご承知のようにわが国の場合は財政資金の変動による当座預金の振れがどうしてもある。私どもとしては、これを完全に均すことはしない。完全に均そうとすると、交付税の払いや国債の償還・発行の度に月々、日々の国債買入オペの金額が変わってしまう。そういうことをしてしまうと、むしろマーケットへのインパクトが大きくなってしまおうと考えている。他方で、われわれとしては、例えば、今の固定金利オペのデュレーションや短期国債買入れオペの金額などでマーケットに無理をかけない形で自然に調整できるのであれば、一定の配慮をして、マネタリーベースの月ごとの伸び率がなるべく大きくぎくしゃくしないような配慮をしていこうと考えているところである。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

他にご質問がなければ、次に、海外経済情勢についてご説明をお願いしたい。

外山国際局長

国際局より海外経済、国際金融の現状評価について、資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1のグローバル製造業PMIであるが、5月は51.4と50を僅かに上回る水準で漂っている。欧州でマイナス寄与が縮小している一方で、米国や新興国の多くで指数が低下してきており、受注・在庫バランスも悪化している。全体として、製造業の持ち直しには期待されていたようなモメンタムの強まりがみられず、むしろソフトパッチとも言える状況となっている。

米国経済であるが、製造業を中心に企業セクターの活動が鈍くなってい

る。図表 2-1 (3) の I S M 指数は、製造業が 49.0 と 2009 年 6 月以来の水準まで落ち込んだほか、(4) の生産に関する指標も春先の寒波といった要因による振れも影響しているにせよ、このところ弱めの動きを示している。歳出自動削減の発効で国防関連の受注が減少していることが、多分に影響しているものと思われる。加えて、足許、財別では自動車、消費財、地域別では中南米やカナダ向けを中心に頭をもたげつつあるとはいえ、昨年末以降、輸出の動きが鈍化していたことが背景にあると指摘されている。企業は、需要拡大には慎重な姿勢を崩しておらず、非国防資本財受注（除く航空機）も低い伸びにとどまっている。一方、家計セクターは堅調さを維持している。I S M 指数の非製造業も 53.7 と改善した。図表 2-2 (2) で 5 月の自動車販売も年率 1,560 万台と高水準を維持したが、高級車やピックアップトラックといった大型車の伸びが高くなっている。(3) の消費者コンフィデンスは、コンファランス・ボード指数、ミシガン大学指数ともにリーマン・ブラザーズ破綻以前まで遡る水準にまで回復している。消費者コンフィデンス上昇の背景には、緩やかながらも雇用情勢の改善が続いていることや、一般物価が落ち着いていること、株価や住宅価格の上昇で資産効果が発現されていることが指摘されているが、所得の低い層では改善後も指数の水準自体は低位にとどまっており、所得階層別の分断が改まっている訳ではない。なお、(4) で雇用統計が 7 日に公表されたが、非農業部門雇用者はサービス業を中心に 17.5 万人の増加と堅調な伸びとなった。

欧州経済であるが、なお緩やかな後退局面にある。欧州委員会がスペイン、フランス、スロベニア、ポーランド、オランダ、ポルトガルについて、財政収支目標達成年限先送りを勧告するなど、財政緊縮一辺倒の姿勢がやや緩和されているものの、個人消費や設備投資等、内需が大きく落ち込んだ状態が続いている。図表 3 (2) の E C B スタッフの 2013 年成長見通しは -0.6% と 0.1% ポイント下方修正された。もともと、(3) の新車登録台数をみると、低水準ながら下げ止まりの兆しがみられているほか、(4) の域外輸出についても、足許では、米国、中東欧、アフリカ等幅広い地域

向けに増加するなど、全体として底入れしており、こうした動きが回復過程への糸口となっていくことが期待される。なお、前回決定会合以降、国際資本市場においてリスクオフの流れが続いている中、E C Bが金融政策運営において、特段周縁国の状況に配慮することがないとの見方が強まり、周縁国の国債利回りがやや跳ねる場面もみられたが、欧州金融機関の資金調達環境は概ね落ち着いている。

中国経済は、堅調ながらも力強さに乏しい状況が続いているとみている。図表 5 (1) で、中小企業の状況をより反映し実感に近いとされる HSBC/Markit ベースの製造業 PMI は、5 月 49.2 と 50 を下回った。(2) の生産は、底堅い内需に支えられているものの、5 月は前年比+9.2%、季調済前月比で+0.6%の伸びであるが、電力や鉄鋼を中心に伸び率が前月に比べやや縮小した。(4) の固定資産投資は、前年比+19.9%、同じく季調済前月比で+1.4%の伸びと、一定の伸びが維持されているが、製造業の投資の伸びが鈍化している中で、昨年 1 兆元の景気対策の一環として認可を受けたインフラ投資が全体の水準を押し上げるにはなお至っていない。社会融資総量統計からみる限り、社債発行や信託等で年明け後まとまった資金調達がなされていることから、地下鉄や高速道路建設といったインフラプロジェクトは、この先徐々に進展していくものとみられるが、その規模やタイミングを巡っては、なお現地を含め見方が収斂しておらず不確実性が高くなっている。中国の輸出統計については、かねてより香港向けを中心に水増し疑惑が取り沙汰されていたため、当局が実際にモノの裏付けがあるかどうかを精査して統計作成に当たった 5 月は、前年比+1.0%の伸びと伸び率が大幅に低下した。(6) の小売売上高は、5 月前年比+12.9%、季調済前月比+1.2%の伸びと、政府の質素儉約令の影響を受けつつも、物価が落ち着いている中、堅調に推移している。

図表 6 の韓国・台湾経済は、このところ緩やかな持ち直し傾向にあった製造業 PMI が 5 月は揃って低下するなど、回復力にやや陰りがみられている。韓国のスマートフォンや半導体の輸出には明るさが出始めているものの、台湾では、5 月単月ではやや反発したが、均してみると、P C の不

振や中国における化学プラントの立ち上がり、域内の市況軟化の影響もあり輸出が振るわない状況が続いている。消費低迷も相俟って、台湾行政院は今年の成長予測を昨年の 3.59%から 2.40%に引き下げた。なお、韓国、台湾においても、緩やかに物価上昇率が低下してきており、これも政策対応と併せ、消費者コンフィデンスの持ち直しに寄与しているものとみられる。

国際資本市場であるが、米国において税収上振れやG S E配当によって債務上限抵触時期が 10 月以降となる見通しとなったことや、ギリシャやキプロスについてそれぞれ第三次融資、第一次融資が承認され、9月のドイツ総選挙までは大きなリスクを伴う欧州のイベントが予定されていないことから、関心は再び米国の金融政策や中国経済の回復力に向けられている。F O M C が資産買入ペースを早晚調整するのではないかとの思惑から金利が上昇し、株価が調整する展開となった。ハイイールド債市場からは資金が流出し、利回りが大きく上昇した。また、新興国ファンドからも株式型、債券型ともに資金が大きく流出したほか、多くの新興国・資源国で株価が下落し、通貨が売られた。特に、政教分離問題に絡む大規模な反政府デモのあったトルコ、原油・ガスの輸出価格の低迷に喘ぐロシア、長期に亘り一本調子に上昇トレンドにあったフィリピン、成長がやや鈍化しつつあるタイ、中国向けコモディティ輸出見通しの修正で鉱区開発がピークアウトしつつあるオーストラリア等の調整幅が大きくなっている。先週末の米国雇用統計は、米国金融政策の変更についての見方を変えるものではなかったが、リスクオンの流れが強まり、株価やハイイールド債の利回りはやや戻している状況である。私からは以上である。

黒田議長

それではご質問をどうぞ。

白井委員

図表 7-1 で米国の金利が非常に上がってきており、F F レートの引き

上げ時期もかなりショート化している。その結果、(6)の住宅金利が上がってきているが、これによって住宅ローン市場にどのような影響があるのかを伺いたい。数か月前には、新しく世帯を形成したような低所得者層は住宅ローンへのアクセスが相当難しいと聞いている。良いのはプライムのところだけと言われていたが、その後、それがどうなっているのかということと、この金利の上昇で住宅ローンに何か影響があるのかということを知りたい。

二つ目は、図表 2-2 で消費が非常に良いが、第 1 四半期は可処分所得が減少したにもかかわらず消費が伸びていたと思う。増税が始まって非常に良いということである。説明があったように、低所得者層は結構苦しいということであるが、全体としてマクロで見るとかなり良い感じがするが、今後、増税や歳出削減の影響がどのタイミングでどのように出てくるのかを伺いたい。

最後の質問であるが、先程中国の社会融資総量の話があったが、社会融資総量が結構伸びているわりには景気が悪いということが昨今言われており、明らかに投資の効率が相当落ちている気がする。この辺のところはどのようになっているのか。社会融資総量が伸びているわりには質が悪いためか成長にあまり貢献していないという話もあるが、その辺をどのように考えているのか、教えて頂きたい。

外山国際局長

まず、米国の住宅ローンであるが、金利が上がり始めたのは足許であり、これによって住宅ローンの申し込みが減ったかどうかといったハードデータがまだないので、これから様子を見守っていきたいと思う。ただ、状況全般としては、数か月前にご説明したところとはそれほど大きくは変わっている訳ではなく、住宅市場全体としては段々良くなってきており、かつ住宅価格が上昇すればそれだけ貸しやすくなるといったような効果もある程度は期待できる場所ではあるが、今回の金融危機の引き金を引いたセクターだったということもあり、低所得の方が低額の物件を買おう

という時にアクセスが容易化しているかどうかということになると、なかなかそうはなっていないということだろうと思っている。

それから、二つ目のご質問であるが、米国の消費を規定する要因は幾つもあり、勿論増税も大きいですが、株価や住宅価格が上昇しているという資産効果が結構ある。米国の家計の純資産という統計をとってみると、現在は既往ピークまでプラスが大きくなっている。従って、資産をある程度保有している世帯にとっては、消費行動が前向きになる素地が出てきているということだろうと思う。一方で、特に給与税減税等は、ブッシュ減税の巻き戻しと違って、広く薄く層を問わず効いていくので、こういったもので既にある程度影響が出ているのだろうとは思いますが、さらにじわりじわりと時間をかけて効いてくるとも思う。前回は申し上げたが、まだ全体の影響が出尽くしているということでもないので、もう少し時間をおいてから、ブッシュ減税及び給与税減税の緩和ないし廃止の影響を改めて分析をしていきたいと思っている。

白井委員

今お話があったのは総資産か、純資産か。

外山国際局長

純資産である。

白井委員

金融資産か。

外山国際局長

金融資産も住宅資産も全部含み、そこから債務を控除したものである。これをみると、2007年がこれまでのピークであったが、それを超えて改善している。米国以外の国では圧倒的に不動産の方の寄与が大きいですが、米国については、株と住宅が同じ程度に資産効果に対して効くという分析結

果もあるので、純資産についても両方が効いているということだろうと思う。

中国については、見方が収斂されておらず難しいところはあるが、

などに聞いてみると、1月から4月、5月にかけて社債や信託でファンディングがなされているので、やがて色々な形で出てくるだろうとも言っている。ある証券会社が、5月単月1か月間だけであるが、城投債でファンディングされたもののうち、39%がロールオーバーに用いられ、61%が新規の投資のために用いられるものであったという調査結果をまとめている。単月のことであるしサンプルも限られているので全体を反映していないかもしれないが、もし、調達された資金の6割がこれからのプロジェクトに使われていくとすると、固定資産投資がある程度は増加してくるだろうとみている。それから、投資の効率については、日本で起こったのと同じように、最も効率の良いところから順番に色々な物を作っていくとすると、社会的な効用も含めて段々効率が落ちてくるということはやむを得ないということだろうと思うが、中国がまだまだ国土が未発展で、去年の1兆元の景気対策等のもとで認可されたようなプロジェクトをみると、投資効率が高い案件が多いと聞いている。ただ、都市化の掛け声のもとに、民間資本も含めて色々行われている様々なプロジェクトについては、1級都市、2級都市と言われているような大都市においては、需要はまだまだ強いということだと思うが、例えば、4級都市のような辺境の小さな都市での大きなアパート建設といったものについては、ほとんど買い手がつかないというようなことも目立ってきているとも聞いているので、一部ではかなり投資効率の悪いものも出てきているということかと思う。一方、製造業の投資については、ここが将来の中国を恐らく最も規定するところだろうと思うが、全体として20%の伸びの中で、製造業の伸び率が低下してきてはいるが、鉄鋼やガラス、太陽光パネルなど過剰設備になったところが一切増産投資をしない中で、ある程度は伸びてきているように評価すると、一定の産業構造の高みに上るための省力化投資や新製品開発投資といったものも幾らかは出てきており、少しずつではある

が産業構造を変えてきているという評価を、北京事務所あるいは香港事務所で聞いてきているところである。

森本委員

三点目の中国経済に関して、社会融資総量絡みの話があったが、このところ製造業に力強さがあまりみられない中で、足許短期金利が急上昇している。これには季節的な要因が影響しているということではあるが、結構急ピッチな動きである。金融面でなかなかコントロールが難しい面があると思うが、こうした動きが、資金調達や不動産投資など色々な面に影響してくるのかどうかについては、国際局としてはどのようにみているか。

外山国際局長

実は、今日のレートがどうなっているかが一番関心があるところである。おっしゃるように、6月に入ってから、季節的に資金の需給が締まってくるところで、人民銀行がそれに合わせずに淡々とオペを打ち続けたために金利が急上昇した。北京事務所等のヒアリングによると、中国では、今年の春先の政府の目標としてM2で+13%という数字を設定していたが、足許16%位で走っている。人民銀行が、このままでは高過ぎるということで、そういった季節的な変動要因がある中で、これを敢えてアコモデートすることなく放置し、その結果金利が上がってしまったということだろうと思う。その結果、多少為替相場の方にも影響があったと理解しているが、恐らく今週以降少しファインチューニングし、金融の量を出す方向に調節の舵を切り替えてきて、短期金利の落ち着きを促すのではないかとみている。週末に発表されたインフレ率は落ち着いてきており、M2が多少高いのは気になるが、こういったことができる余裕はあるので、ここで多少調節上ファインチューニングしたとしてもインフレ期待を上昇させることにはならないだろうという判断をしてくるのではないかとみている。

佐藤委員

欧州であるが、欧州の域外輸出が底入れしているといったような評価になっていたかと思うが、本当に底入れしているのか。図表 3 (4) にもあるが、輸出受注のPMIの動きは5月は一応50を超えているが、過去のデータをみると域外輸出は相応に振れが大きい。さらに仕向け地である中国の景況感がどうも今一つぱっとしないということになってくると、本当に底入れしているとみて良いのかどうか、私自身今一つ自信を持ってない。その辺りのニュアンスを教えてください。

外山国際局長

大底は入れたのではないかと、という感じだと思う。4月の国別の統計は金曜日によくドイツ、フランス辺りが分かってきたというところであるが、中身を仔細にみると、ドイツの車が結構出ておりそれに引っ張られているようである。欧州の統計では、自動車は投資財に分類されているが、全体の13%位が自動車である。ここが急速に上を向いており、米国向け等に目立って出ているので、ある程度実体の裏付けがある動きだろうと思う。ただ、欧州の統計については、中国の春節の時もそうであったが、イースターが月ずれをしたので、消費と生産が反対に出るが、3月、4月と振れを均してみないといけないところもある。4月にかなり伸びてはいるが、それが単なる振れにとどまるものなのかどうかということについては、5月以降しっかりとみていきたいと思う。ただ、これ以上さらにどんどん突っ込んでいくという感じではなくなってきたのではないかとこの位の判断をしているというところである。

佐藤委員

中国経済は今一つ持ち直しの動きが明確でないということであったが、対中国での動きはどうなっているのか。

外山国際局長

欧州からの中国向けは、どちらの統計をみるかということにもよるし、中国の輸出入統計は、ご案内のように足許少し不規則に動いているので、どこまで信頼できるかというところがなくはないが、欧州側の統計をみる限り、対中国も含めて特に投資財等が少しずつ上がってきているという形がみてとれる。中国側の輸入統計では、欧州からはほとんど寄与度が立っておらずほぼフラットの状況である。ただ、申し上げているように、輸出の水増し疑惑のもとで精査が行われた結果、ここにきて大きく振れているので、今暫く様子を見て実態を判断していきたいと思う。

木内委員

2つ質問がある。一つは、前回もアジアの製造業で生産、輸出が弱いという説明を聞き、1か月経って実際はもっと弱いという感じがするが、前回も質問したが、アジア地域では相対的には日本がやや安定しており、4月足許の水準はやや良いので、為替調整の影響があるのかどうかという質問である。前は中国の弱さを反映しているという説明であったが、その見方は変わってないのか。アジア全体として製造業の輸出の弱さの根っこは中国であるという見方には、変わりはないのかどうか。

二点目は、先程お話があったが、ハイイールド債の спреッドが結構開いてきている。ただ、パニックになっている感じはなく、引き続き発行も増えているという状況であると思うが、ハイイールド債の спреッドがどこかの時点でもっと開いて、発行自体が難しくなるということは、世界経済のリスクなのではないかと思っている。ヨーロッパでは、銀行が貸出を抑えていることが企業の資金調達に社債の方にシフトしている背景であり、アジア地域でも欧州の銀行が引いてしまったので、それがきっかけになってファイナンスが社債にシフトしているという面があると思う。それに超低金利という追い風がある訳であるが、例えば、米国の金融政策の変更などで変わっていった場合、spreッドが開いて、主に欧州、そしてアジアを中心とするエマージングの企業のファンディングに大きな問題が

起こるといふ一種のクレジットクライシスが起こってしまう——すぐ起こるかどうかは分からないが——といふのは、世界経済の大きなリスクとして、引き続きあるのではないかと思つてゐるが、その辺はどのようによみてゐるか。

外山国際局長

アジアの弱さであるが、前回は中国といふことを申し上げたが、基本的には今でもそのように思つてゐる。最近日本にもIMFの4条協議のチームが来て、スピルオーバーの話を国際局としていたところであるが、昨年のIMFのスピルオーバーレポートをみても、中国の投資のアジア諸国に対するインパクトはかなり大きいものがあるといふことを示してあり、どういふものを中国向けに輸出しているかに大きく依存するが、素材関係、あるいはそれを多少加工したようなものを多く輸出するところについては、かなりの影響を受けてゐるといふことではないかと思ふ。一方、為替の影響は、先月までは各国の輸出統計をみてもそれほど見当たらなかつたが、足許にきて、台湾と韓国で対日輸出が少し落ちてきてゐるといふことがあり、この辺で為替の影響が出てゐるのではないかと思ふ。特に、韓国については、ガソリンや石油化学製品といふ市況品が多いと思ふが、そういったものの対日輸出が為替円安で採算が合わなくなつてきたために減少してゐるといふことだと理解してゐる。台湾については、4月位まではそれほど影響はなかつたが、足許にきて、中身はよく分からないが、対日輸出が多少であるがマイナスに転じてゐる。これには為替が影響してゐる可能性はあると思ふ。

次に、ハイイールド債については、欧州とアジアと少し影響の出方が違ふと思ふ。欧州は、ご案内のように基本的には銀行融資、間接金融優位であり、社債を発行できる企業はマーケットにおいてそれなりにプレゼンスのあるところだと思ふ。そういったところが、社債を継続発行できない場合に銀行に回帰するといふことが、アジアよりはやりやすいのではないかと思ふ。一方で、アジアについては、低格付けの社債、CCC債などの

発行がされているが、これは格付けに無頓着な投資家、プライベートバンク等が、中国のシャドバンキングセクターで集められたような資金をバックに、もう一回中国に戻って不動産に投資をするといったようなことが出ているというようにも聞いている。もしそうだとすると、スプレッドの上昇ということもあるが、金利が全般的に上昇した時に、不動産市場等で調整が起こり、投資案件の一部で思ったような採算が実現できなくなるといったようなことも出てくるだろうと思う。こういったところが、リスクとして意識され得るということだろうと思っている。

木内委員

中国の企業のファンディングは、グローバルなハイイールド債の発行とどの程度連動しているのか。

外山国際局長

全く連動していない。

木内委員

影響を受けないということか。

外山国際局長

ただ、世の中全般の金利が上昇してくると、金利の水準自体は上昇していくということだろうと思うが、そうなれば、採算が合わなくなる案件が出てくるということだろうと思う。

木内委員

中国企業で、例えば上海とかでハイイールド債を発行している企業はあるか。

外山国際局長

香港やシンガポールということになると思う。

木内委員

それはマージナルなのか。

外山国際局長

マージナルというよりは多少は増えていたということだろうと思う。昨年秋から今年の春先位にそういった案件が積み上がり、その後は多少調整されていると理解している。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。

(14時52分中断、14時57分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

黒田議長

それでは再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

資料-4（参考計表）に沿ってご説明する。まず、図表1であるが、今朝2次QEが出たが、大きく変わらなかったのを口頭で補足させて頂くと、(2)の1~3月期の1次QEの前期比+0.9%、年率+3.5%が、2次QEでは前期比+1.0%、年率+4.1%と、若干の上方修正となっている。コンポーネントごとの寄与度で最大の上方修正となったのが在庫品増加で、法人季報を反映し1次QEの-0.2%から-0.0%に上方修正となっている。その他、民間企業設備についても、-0.1%が-0.0%と若干の上方修正となっているが、こちらは法人季報というより供給側の統計の3月確報が出

て上方修正となったとご理解頂ければと思う。一方で、公的需要は0.2%から0.1%と、基礎統計を反映して若干の下方修正になった。以上が実質GDPである。

次に、図表5の輸出入関連指標をご覧頂きたい。通関統計の4月が出ており、実質輸出が前月比で+2.0%、4月の1~3月対比が+3.1%と増加し、持ち直しに転じつつあると判断している。輸入については、前月比、1~3月対比とも小幅の減少となり、この結果、実質貿易収支は、4月は1~3月対比で+47.1%と増加に転じた。輸入は、素原料の振れで基調が読みにくくなっているが、現時点では、内需堅調によるプラス要因と円安による抑制要因が交錯している段階である。先程、国際局長から説明があったが、輸入では、鉄鋼、化学、紙パ、石油などが円安で少し入りにくくなってきている。

図表7の輸出の地域別の2013年2Qをご覧頂くと、米国は+8.8%とかなり増加しているが、これは自動車に牽引されたものである。EUは+1.2%と小幅ながら増加しているが、経済の弱さから判断してこれは一時的とみて良いと思う。東アジア向けも小幅増加に転じている。中国向け、NIEs向けが増加に転じているが、中国向けについては自動車が日中関係悪化の影響の減衰から増加したということだと思う。NIEs向けは、電子部品関連で一時期のiPhoneショックが緩和してきて、どうやら底を打ってきたと思っている。一方で、その他向けについては、-3.9%と減少しているが、これは船舶の振れによるものであり、基調的には円安の影響を受けやすい自動車を中心に増加傾向にあると思っている。このように輸出は増加しているが、海外経済がややもたついているのになぜ日本の輸出が増加しているかということについては、第一に、米国での自動車販売の堅調さが日本にとってプラスに働いている、第二に、為替円安の影響、そして第三に、先程もご説明したが、日中関係悪化の影響やiPhoneショックといった一時的な要因の減衰が、日本の輸出にプラスに働いていると思う。今申し上げた3つの要因は、当面、輸出の押し上げ要因として作用するとみている。ただ、海外経済、特に、日本の輸出ウエイトが高い中国経

済がもたつき気味であり、為替もやや不安定であるために回復ペースが緩慢にとどまる、あるいは一旦増加した後、再び鈍化するリスクには注意が必要と思っている。

続いて、図表 13 で法人季報の 1～3 月の売上高経常利益率が出ているが、全産業・全規模で 4.20%と、10～12 月よりも少し上がっている。これを業種別、規模別に図表 14 でご覧頂くと、非製造業については元々高水準にあり、高水準横ばい圏内にあるが、製造業は一頃弱めとなっていたところが、ここにきて円安の影響などから改善してきており、収益全体も改善しつつあると思う。先々の収益であるが、図表 13 の民間調査機関、野村證券のアナリストの 2013 年度予想が出ているが、全産業で 6 月調査が前年比+36.2%、特に製造業が+39.4%と高い。3 月時点からも上方修正されており、かなりの大幅増益となっている。因みに、この見通しの前提となる為替は 97 円であり、大体今の水準に近い。

次に、図表 16 の設備投資であるが、法人季報の 1～3 月は季調済前期比で-0.9%と小幅減少となったが、10～12 月、1～3 月と均してみれば、どうやら下げ止まりの方向が読み取れるかと思う。極く足許の動きで、4 月の資本財総供給をご覧頂くと、1～3 月前期比+2.9%の後、4 月の 1～3 月対比が+7.0%とかなり大きな増加になった。4 月には一部品目の振れが影響しているようであるので、基調判断のためには機械受注も含めもう少しデータの蓄積を待つ必要があると思うが、出遅れていた機械投資が持ち直しに向かい始めた可能性を示唆するものと思っている。図表 20 で先々の投資をみると、図表 20 (1) の日経調査の大企業全産業が 4 月調査で 2013 年度の当初計画が+12.3%——海外を含む——と、かなりしっかりした投資計画となっている。国内、海外別に分かれるところでも、国内は 10%位の増加計画となっている。企業ヒアリングでも、収益が改善するもつで先送りしていた投資を再開するというように投資意欲が前向きになりつつあると判断しているので、その意味でこの調査はそれほど違和感のないものである。この辺りは、回収中の 6 月短観で確認していきたいと思っている。

図表 23、24 で個人消費をご覧頂くと、図表 23 (1) にあるとおり、家計調査の 1~3 月は出来過ぎかと思う位強かったが、(2) の自動車なども 1~3 月はかなり強かったので、それと比べると横ばいないしは若干反動減もあるかもしれないが、今のところ、底堅いという判断で良いと思う。自動車販売の方は、新車投入の端境期に当たっているようであり、それがここ 2~3 か月下押しに効くかもしれないが、基本的に地合いは良いと聞いている。図表 24 の全国百貨店売上高は、3 月まで非常に強く、4 月は少し寒かったので春物が良くなかったが、個別に聞いているところでは、5 月はまた再び戻っているということであるので、特段の変調はみられない。

その中で気になるのは、マインドの動きであるが、図表 25 で消費者態度指数が 4 月まで入っているが、先程午後 2 時に 5 月分が出ているので計数だけ申し上げておくと、4 月 44.5 の後 5 月が 45.7 と、確認できる範囲では消費者マインドはまだ改善している。ただ、これは 5 月中旬位の調査で、株が落ちる前であったためその辺りの影響は少し気になるところである。株価は今調整されているが、消費に対しては、まず第一に、株価の短期的な振れよりもトレンド的な動きがラグを伴いつつ影響すると思われるし、第二に、後程ご説明するように雇用環境の改善が明確になりつつあるので、基本的には消費の底堅さに目立った変化は出ないと思っている。そうは言っても、株価の反落がさらに大きなものになるような場合には、消費に抑制的に働きかねないという点には注意が必要かと思っている。

続いて、図表 28 の生産をご覧頂きたい。4 月の数字を申し上げると、公表ベースで前月比+1.7%、4 月の 1~3 月対比が+2.5%と、強めの数字になった。これは、われわれが計算している調整ベースでも、4 月は 1~3 月対比で+4.1%とかなり強い数字となっている。5 月、6 月の予測指数を踏まえると、公表ベースでは 4~6 月で前期比+2%、調整ベースでは+6%程度とかなり強い数字になる計算である。この強さは割り引くとしても、企業からのヒアリングでも、4~6 月については調整ベースで前期比+2~+3%位増えるという感触を得ている。生産指数については、今月予定されている基準改定の数字をみないとはっきりしたことは分か

らないが、生産は持ち直しに転じたとみて良いと、現時点では考えている。生産について、業種別に特徴点を口頭で申し上げておくと、自動車の増加が非常に目立つが、それ以外でも幅広い業種で下げ止まり、ないしは持ち直しの動きがある。3点申し上げると、一つは、鉄鋼などの素材が円安の影響や建設関連で増加、第二は、電子部品がスマホ、タブレット向けに増加、第三に、内外の設備投資がどうも下げ止まった感じがあるので、一般機械がこの辺りの動きを反映して増加している。いずれにせよ、夏場にかけて生産は増えると思っているが、輸出次第で状況は変わり得るので注意が必要かと思っている。

先程、景気ウォッチャー調査が15時に出たので、数字だけ申し上げておきたい。全体の現状判断が、5月が55.7と4月の56.5から若干低下しているが、引き続き50をかなり上回る水準となっている。特に、企業関連がしっかりしているということが分かる。景気ウォッチャー調査は株価が調整を始めた5月下旬の調査なので、その影響が本当に含まれているかどうかははっきりはしないが、今のところしっかりしているということかと思う。

次に、雇用について申し上げたい。図表34(1)で、景気に大体一致するとみられる有効求人倍率は、改善の動きがはっきりとしてきている。失業率も一頃横ばいであったが、再び低下する兆しがみられており、(3)の所定外労働時間も改善しつつあると思う。図表35(1)で労働力調査の雇用者数の伸び率が幾分高まっているのが最近の特徴である。この統計は元々振れが大きいので割り引いてみる必要があるが、非正規の割合が高く景気変動の影響を受けやすいという特徴もあるので、景気の持ち直しを反映している可能性もあるかと思う。(2)の名目賃金は4月まで入っているが、まだ弱めである。賃金については、今後労働時間が増えてくれば所定外あるいはパートの賃金が増えてくると考えている。当面は、夏のボーナスがどうなるかが一つのポイントであるが、アンケート調査では区々である。マイナスのものもあれば少しプラスのものもあり、蓋を開けてみなければ分からない。可能性としては若干マイナスが残るとみているが、収益

改善の影響が早めに出る可能性についても、一応念頭に置く必要があると思う。そうは言っても、賃金は、年度前半はそれほど伸びず、年度後半にどの位しっかりしていくかというところがポイントだろうと思う。

物価については、図表 41 (1) の全国CPI総合（除く生鮮食品）は、4月は一0.4%と、マイナス幅が若干縮小した。主因は公共料金であり、燃料費が上がっているため電力料金が少し遅れて上がったこと、そして4月に自動車保険料の上昇があったことによるものである。ほぼ見通しどおりの数字である。図表 44 の東京であるが、5月は前年比で+0.1%と僅かながらも4年2か月振りのプラスとなった。公共料金が4月と同様、電力料金の上昇を反映して上昇した。財についても明確にマイナス幅が縮小しているが、耐久財はテレビが少し上がり、石油製品も改善している。食料工業製品、被服や履物も恐らく円安を反映して若干改善した。テレビの動きの背景については、円安かどうかは分からないが、耐久財は結構輸入物が多いので、今後円安によるコスト上昇を転嫁する動きも少しずつ出てくる可能性もあると思っている。この辺りも踏まえると、5月の全国は、若干マイナスが残るかもしれないがゼロ%前後まで明確に改善し、6月以降はプラスに転じると考えている。

最後に、図表 46 で市街地価格指数の3月末が出ているが、半年前対比で六大都市を中心に下げ止まりの動きが目に見えるようになってきたということである。これは、内外投資家の積極的な投資、あるいは堅調な住宅需要を反映したものと考えている。

以上を踏まえて、最後にまとめると、実体経済については、やや出遅れ気味であった輸出、生産も持ち直しに向かう動きが出始めており、景気全体は持ち直していると、判断を幾分進めることで良いのではないかと思う。この動きは、4月の展望レポートに沿ったものであり、今後も基本的には回復パスに復していくとみて良いと思う。ただし、海外経済にもたつきがみられる、あるいは春以降の景気を支えてきたとみられる円安・株高に若干調整の動きもみられるので、シナリオどおり展開していくかどうかには十分な注意が必要と考えている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

図表 44 の東京の消費者物価のところ、(2) の耐久消費財のマイナスがかなり減っている。色々なヒアリング調査によると、テレビ等であまり下げても売れないのでそういうことはやめて、良い品質の物を売っているということであるが、東京はそうかもしれないが図表 41 (2) で全国の方ではまだそのような傾向がみえない。そのような価格設定は、突然ということはないと思うが、5月位に見えるような気がするが、その辺はどうみているか。

もう一つは、図表 35 (2) の名目賃金の内訳であるが、いわゆる恒常所得に近いところは所定内給与だと思う。日本の場合、以前ご説明頂いたと思うが、景気の変動がある時に、ボーナスと時間外、すなわち特別給与と所定外給与で調整されるという感じである。もし、消費関数などを分析する時に、所定内給与のコントリビューションがどの位あるかを分析したことがあれば、教えて欲しい。

前田調査統計局長

第一の消費者物価のテレビの件であるが、東京と全国では若干の違いはあるが大体同じ時期に変化する傾向があるので、5月の東京——東京だけではなくて、大阪もそういう感じはある——がそうなので、5月の全国もそれなりに改善するのではないかと思っている。理由は、委員がおっしゃったように、最近は幾ら下げても売れなくなっているので、敢えて下げないということであり、調査されている 32 型の店頭の価格はほぼ下げ止まっている、ないしは若干上がっているという感じであるので、傾向的にテレビは下げ止まるであろうと思う。それ以外の耐久財も先程申し上げたように、これからメーカー側と家電量販店のせめぎ合いになってくるが、

円安でコストが上がってきているので、これまでのようにどんどん下がるようなことにはならないであろうと期待している。

賃金については、先程おっしゃったとおりであり、反応は、まず所定外、それからボーナス、それから所定内ということであるが、消費関数に入れている所得を、所定内、所定外、特別給与と分けて分析したこともあるが、上手く出なかったのもので、基本的には所得全体で考えている。最近では、ボーナスで所得の調整をするという企業も多いので、それも含めて所得全体で考えられているということではないかとみている。

白井委員

所定内給与だけにすると上手く説明できなかったということか。

前田調査統計局長

そうである。

佐藤委員

消費者コンフィデンスは、このところの資産市場の巻き戻しの動きを受けてもあまり変わっていないということか。

前田調査統計局長

消費者態度指数については、5月中旬の動きであるので、まだそこは分からない。

佐藤委員

先程の説明では、景気ウォッチャー調査もあまり下がっていないということだが、このところの株価下落を受けて個人消費にどのような影響が出てきているかというところは少し気になっており、問題意識を持ってみている。調査統計局のミクロヒアリング情報などでは、高額品は依然として売れており、夏物衣料なども含めて堅調であると聞いているが、まだハー

ドデータは出ていないので難しいと思うが、アネクドータルに、消費の変調を窺わせるような話は出てきているか。

前田調査統計局長

まだ十分な情報収集ができていない。決定会合に向けて小売等にヒアリングはしているが、6月に入って数日位までのところで聞いているので、ここ10日位の株価下落で影響が出ているかどうかは十分把握し切れていない。一日、二日で直ぐに影響が出てくる訳ではないので、百貨店の方々自身も多分まだ分からないと思う。もう少しトレンド的な株価の動きをみながら判断されるべきものだろうと思う。そう申し上げたうえで、そうは言っても、やはり年初以降の消費の底堅さには、シニア層を中心に資産を相対的に保有している層の資産効果が出ていると思っているので、株価の反落がさらに大きくなる、あるいは長引くということになれば、何がしか影響が出てくるのであろうと思っている。それを、実体経済の改善に伴う雇用環境の改善でどれだけ補えるかというところだろうと思う。今のところ大丈夫だろうと思っているが、本当に大丈夫かどうかは、株価の動向次第ということになろうかと思う。

木内委員

2つ質問がある。一つは鉱工業生産について、経済産業省発表の予測調査では、5月、6月はぱっとせず、輸送機械の生産計画も大幅なマイナスが2か月続く形になっている。これはマイクロヒアリングの結果とは違うと思うが、これを季節調整の問題だけと片付けてしまって良いのかどうか。国内では、先程お話があった新車投入の効果が端境期に入ってきているということだし、米国での自動車販売も好調とはいえ高水準で頭打ちになってきており、特に日本車は必ずしも売れていない。また、在庫水準が非常に低いという訳ではないので、在庫を積み上げるための輸出増加のニーズもあまりないのであろうということを見ると、生産の重要な部分を担う輸送機械について、この予測調査の弱さを無視できるのか、無視して良い

のかというのが一つである。

二つ目は、C P Iについてである。普段あまりみない図表 43 (2) の上昇・下落品目比率は、足許まだかなり下がっている。この統計はC P Iの基調的な動きをみるためのものということであるが、過去の動きをみて実際のC P Iに対して若干先行性があるなど、C P Iの先行きをみる時に役立つような要素はあるのか。これに関連して、企業向けサービス価格が足許で結構落ちており、広告費の数字なので特殊要因とも言えなくもないが、企業から個人へのサービス提供——企業向けサービス価格は個人向けではないが——に関し先行性を持つ、あるいは因果関係があるというような形で、C P Iをみる時に役立つ指標だと考えられるのかどうか、教えて頂きたい。

前田調査統計局長

まず一つ目の生産であるが、輸送機械の5月、6月の予測指数はかなり弱いですが、われわれが季節調整をやり直した数字をみると、むしろ5月は前月比で少し増え6月は小幅の下落にとどまっており、高水準横ばい圏内である。企業から聞くと、彼ら自身、米国もそれほど悪いとは全然思っておらず、良いと思っている。例えば、これからトヨタもカローラの新型が出ていくが、かなり評判が高いと言われておりあまり心配はしていない。それ以外に、中東など比較的価格を頻繁に変えやすいところ向けは円安の効果で増えていくということなので、輸送機械については、夏場にかけて前期比で横ばい、あるいは若干のマイナスになることもあるかもしれないが、今のところあまり心配しなくても良いのではないかと思っている。

木内委員

自動車以外の輸送機械で落ちているというようなことはないのか。

前田調査統計局長

それはないと思う。これは、輸送機械（除く船舶・鉄道車両）であるの

で、ほぼ自動車ならびに自動車部品であり、自動車ということで良いと思う。

物価については、ご指摘のとおり図表 43 の上昇・下落品目比率は落ちており、少し弱いとは思う。これは先行・遅行関係で言えばほぼ一致であり、3 月、4 月は全体の C P I も少し弱かったのも、それとの関係で整合的と思っている。ここには載せていないが、東京の上昇・下落品目比率はここにきて少し改善しており、5 月は恐らく円安の影響で何がしか上がっているものが出てきたことを反映したものと思っている。C S P I はおっしゃるとおりであり、私も気にはなっている。時間の関係で説明はしなかったが、図表 40 をみて頂くと、4 月はご指摘のとおり販売管理費関連が下落しており、これは広告である。広告は、4 月は一時的に大型の出稿がなかったということなので振れだと思っている。広告については、企業の収益が良くなってきて、5 月以降少し良くなるのではないかという話もあるので、大きな心配はしていない。ただ、言えることは、4 月の段階では、企業が少し収益が出たからといってこの辺りの価格引き上げを受け入れる段階ではなかったということだろうと思う。C S P I は、C P I に先行するというよりは、経済全体の需給ギャップとの関係が他の統計に比べて比較的ビビッドに出やすいので、そういう意味でわれわれも注目している。4 月時点ではまだ弱いですが、経済の体温が上がっていけば、ここも少しずつ改善していくのではないかと期待はしている。4 月時点ではまだ弱かったということだと思う。

佐藤委員

昨年 4～6 月期の反動が出ているのではないか。

前田調査統計局長

昨年 4～6 月期は一昨年の震災の裏が出ており少し読みにくいですが、必ずしも反動だけではないと思う。

佐藤委員

季節調整はかけているのか。

前田調査統計局長

季節調整は何度か試しているが、あまり上手くいかない。

宮尾委員

図表 32 の出荷・在庫で、資本財（除く輸送機械）の出荷・在庫バランスがプラスに転じてきており良い動きだと思って見ていた。資本財の出荷は、国内と輸出と両方あると思うが、輸出の方の統計で資本財の輸出はまだあまり出ていないというのがあったと思うので、差し引きすると、国内の資本財出荷がしっかりしているという図が浮かび上がってくるが、そういう理解で良いのか。

前田調査統計局長

設備投資のところで資本財総供給をご説明したが、これには輸入が含まれているが基本的には国内から出荷されたものが多く、これをみると4月は結構強かった。建設用クレーンなどやや大型な機械が一時的に集中した面があると思うが、そうは言っても、下げ止まりに向かっているというように思う。

宮尾委員

図表 18 の資本財出荷（除く輸送機械）は、輸出を含むのか。

前田調査統計局長

資本財出荷は輸出を含めたものであり、資本財総供給は輸出を除いたものである。総供給の伸びの方が高いので、4月は国内向けが強かったということだと思う。ただ、4月はやや強過ぎたので、基調的な動きかどうかはもう少しみていく必要があると思う。輸出については、確かに通関統計

ではまだあまり増えていないが、先行すると思われる機械受注の外需はどうやら持ち直しつつあるという感じがある。もう一つは、資本財の中でウエイトが大きいのは、半導体製造装置であるが、これは海外のメーカーでも一頃抑えていた投資を少し再開するというような動きがあり、受注ベースでは少し増えているという話も聞いているので、基本は国内だと思うが、輸出も少しずつ持ち直してくるのではないかと思っている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

それでは次に、金融環境、成長基盤強化を支援するための資金供給について、説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)【追加】をご覧頂きたい。図表1のインフレ予想は、本日14時に(2)の消費動向調査が出ており、数字を申し上げますと、加重平均で4月の2.47%から5月は2.52%と、僅かではあるがさらに上昇した。図表2はエコノミストのインフレ予想であるが、(2)ESPフォーキャストは、2013年度が6月調査で0.33と5月調査の0.32とほぼ同じであるが若干改善した。2014年度が6月調査で2.70と5月調査の2.61から0.1上昇となっている。(注)2をみて頂くと、今回1回限りの特別調査で2015年度の予想が出ており、消費税引き上げの影響を除くベースで1.00%という数字が出ている。従って、その他の数字は消費税を含むベースなので2を引くとすると、2013年度0.3%、2014年度0.7%、2015年度1.0%が民間の見通しとなる。(4)のESPフォーキャストの半年に一度の長期予想が出ており、こちらは半年前との比較であり、かなり切り上がった形になっている。6月、12月、6月と出るが、昨年の6月から申し上げますと、「7年度後から11年度後の平均」が2012年6月0.9%、12月1.0%、2013年6月1.4%となっている。「2年度後から6年度後の平均」は、0.6、0.7、1.2となっており、半年に1度ということはあるがかなり切り上がった形

になっている。因みに、こちらは消費税の影響を除くということで調査されている。この2つは、いずれもこれまでとトレンドは変わっておらず、インフレ予想が上がっている形であるが、市場の方は少し頭打ちの感じになってきている。図表3(1)のQSS債券月次調査の「1年先から2年後までの1年間」は、消費税の影響を織り込む形で伸びているが、「2年先から10年後までの8年間」は少し一服という感じになっている。明確に下がっているのが(3)のBEIである。BEIは前回会合の5月22日に1.931%であったが、先週金曜日の6月7日が1.402%と0.5位下がっている。これは(注)にあるとおり、国債の利回りから物価連動国債の利回りを引いたものであるが、この変動のうち0.1は国債の利回りの変化によるもの、残りの0.4が物国の利回りの変化によるものである。主として物価連動債の価格の変化に伴うものである。市場のところの数字は一番新しいところが出ているので、時期の違いによるものか、すなわちESPフォーキャスト等は5月末位の調査なのでそれが影響したものか、あるいは一時的な動きと捉えて良いのかは、もう少しみていく必要があると思っている。以上がインフレ期待である。

続いて、図表8の金利である。これも本日午後出たものであるが、長プラが今日上がり、来月分が1.30%となっており、長期金利は上がって下がった形になっているが、1か月前と比べると5年金利はまだ僅かではあるが上がっている。6月11日実施である。貸出約定平均金利は4月までしか出ていないが、引き続き下がっている。新規除く交付税特会向けでみて頂くと、3月1.002%、4月1.061%といずれも既往最低に近い1%程度の金利が続いている。以上が貸出である。CP、社債については、CP発行レートは下がっており、5月も0.12%とこれまでの0.13%からさらに下がっている。社債は0.54%から0.60%と若干上がっているが、これはベースレートが上がったことの影響に伴うものである。AA格のところをみて頂くと、スプレッドは0.32から0.27とむしろ改善しており、状況が悪くなったというよりはベースレートの変化に伴うものとお考え頂ければ良いと思う。

図表 12 のボリュームであるが、あまり動きはない。4 月から 5 月にかけて、民間部門総資金調達は、前年比+0.6%から+0.6%と変わっていない。中身をみてもほぼ変わっておらず、社債の寄与が若干立っている程度である。大きなウェイトを占める貸出は、本日出たものであるが、2.1 から 2.1 と変わっていないが、四捨五入の関係で 2.1 となっており、細かくみると若干改善している。例えば、都銀等が 1.5 から 1.6、地銀等も 2.6 から 2.7 と若干改善しているので、トレンドとしてはこれまでどおり貸出は増加傾向にあるということかと思う。C P・社債は、5 月 0.0 となっており、これまでどおりほぼゼロ近傍である。心配された社債であるが、5 月の公募社債の数字をみて頂くと、7,181 億円と結構大きな数字となり、前回 3,000 億円位で心配な数字だったが、5 月なので決算発表後に起債を決めたようなところもあり、結果的には例年を上回る 7,000 億円強の社債が発行されることになった。因みに、6 月も現時点で 9,000 億円を超える案件がパイプラインに乗っており、引き続き好調という感じである。若干個人向けなどが入っているので 9,000 億円というのは少し大き過ぎる数字ではあるが、引き続き問題のない水準になっている。社債市場と C P 市場について 2 点だけ申し上げると、一つは前回ご説明した社債の見送りの動きであるが、こちらについては広がりはなかったということで宜しいかと思う。数字上もそれが確認できた。もう一つは、大手電機メーカーがこれまで業況不芳から C P のレートが上がる、あるいは社債が発行できなかったが、円安等もあり、また決算発表が終わったことを機に社債を発行する動き、あるいは C P のレートが低下する動きがあり、電機メーカーについては若干状況は良くなっているようである。

次は図表 17 のアベイラビリティ関係である。中小関係の数字が幾つか出ている。5 月に数字が入っているところがあるが、いずれも 4 月とあまり変わっていないので、アベイラビリティ関係は引き続き状況は良いということだろうと思う。図表 19 の企業倒産であるが、5 月の倒産件数は 1,045 件と引き続き落ち着いている。円滑化法関連が 55 件であり、前月が 41 件であったので若干増えているが、分母自体が増えているのでス

タンスが変わったという声は今の段階では聞かれていない。最後に、図表 21 のマネタリーベースであるが、5 月は平残ベースで前年比+31.6%、末残ベースで+37.6%と 3 割方の上昇となっている。金融環境に関する説明は以上である。

次に、資料-7【追加】、「「貸出増加を支援するための資金供給」について」で、貸出支援に関する資金供給について簡単にご説明する。まず、機密管理上の問題であるが、明日の会合終了後の公表となるので明日まではデータの管理を是非宜しくお願いしたい。そのうえで、計数であるが、「1. の概要」の 3 行目にあるとおり、貸出総額は 3 兆 1,519 億円であった。因みに、この間のマクロの貸出の増加額が 3.9 兆円、うちプラスのところだけ足し上げると 4.7 兆円であり、最大限 4.7 兆円使えるところで 3.2 兆円位ということであったので、大変積極的な利用があったと思っている。特に、業態的な特色があり、「2. 貸付予定総額および貸付先数の内訳」をみて頂くと、大手行が 2 兆 5,000 億円である。これは大手行のマクロの増加額先のみをみると 2 兆 6,000 億円位であるので、ほぼ全額使ってきたという感じである。一方で、地域金融機関は 6,100 億円と若干少なくなっており、このような計数になっている。地域金融機関は、引き続き預貸率が低いので資金が必要ないということで、あまり使ってこなかったようである。期間別が「3. 貸付期間別の貸付予定額」にあるが、3 年のところが 2.9 兆円とほぼ 3 年固定を使ってきたということである。以上が貸出支援である。

最後に、資料-7、「「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」で数字だけご説明する。成長基盤であるが、1 頁目、2 頁目が本則と ABL であるが、本則は第 12 回 3 兆 2,620 億円となっており、前回も 3 兆 2,000 億円であったのでほとんど変わっていない。残高がほとんど変わらない状態である。ABL についても、1,155 億円から 1,158 億円と残高はほとんど変わっていない。小口特則は、元々ボリュームを追うものではないので少しずつということであるが、第 4 期から第 5 期にかけて順調に若干増えている。若干動きがあるのが米ドル特則である。「5. 米ドル特則

による貸付の推移」の第4期をみて頂くと、貸出残高で49億ドルと、約50億ドルまできた。貸出先数は30先になっており、トータルでも今まで累計で21先であったが33先と増えた。地銀等がシ・ローンを入れてきたようである。なお、極く一部に上限10億ドルに達した先が出てきている状況にある。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

なければ、次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

「金融経済月報「概要」の前月との比較」の「差し替え」の方の資料をご覧頂きたい。まず、冒頭の景気判断だが、「わが国の景気は、持ち直している」と、前月の「持ち直しつつある」から判断を前に進めている。内訳は、海外経済の現状については、「徐々に持ち直しに向かっている」という結びの言葉は変えていないが、その前のところで、前月の「昨年来の減速した状態から」に代えて、当月は「引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては」という表現を挿入している。そうしたもとで輸出については、前月の「下げ止まっている」から今月は「持ち直しつつある」と、また鉱工業生産については、前月の「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」から、今月は「持ち直している」と、いずれも判断を少し前に進めている。この間、個人消費については、前月の「底堅さを増している」という変化を示す表現から、今月は「引き続き底堅く推移している」という状態を示す表現に変えているが、大きな基調判断は変わっていない。

先行きの実体経済については、国内需要のところで、前月の「底堅く推

移し」を、今月は「底堅さを増し」としている。これは基本的な見方を大きく変えるものではないが、次の段落の個人消費のところで、「雇用環境の改善」の下支えも期待できるようになっていることなどを踏まえ、改めて表現を見直したものである。一方、海外経済の先行きの成長率については、同じ表現が2か所にあるが、「次第に高まっていく」の前に「緩やかながらも」という一節を挿入している。そのほか鉱工業生産も表現を変えているが、これは現状判断を少し前に進めたことに合わせた変更である。

物価面については、消費者物価の先行きについて、前月は「当面、マイナス幅を縮小したあと」という文言を入れていたが、当月はこれを削除し、「次第にプラスに転じていくとみられる」という表現だけを残している。こちらについては、前月からの時間の経過に伴いゼロ近傍からプラスに転じていく時期がより近くに見通せるようになったことに対応した変更である。

神山企画局政策企画課長

金融については、わが国の金融環境について、「緩和した状態にある」との基調判断に変更はない。計数の実績を踏まえて、マネタリーベースの前年比について「3割程度の伸びとなっている」としている。また、銀行貸出残高の前年比について「2%程度のプラス」、社債・CPの前年比について「概ね前年並みとなっている」としている。金融市況については、今月は「ターム物金利は横ばい圏内の動きとなっている」としている。その後、「前月と比べ、円の対ドル相場は上昇している一方、株価は下落している。この間、長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」としている。以上である。

黒田議長

質問はあるか。なければ、本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。なお、決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をお願い

いする。

(15時54分中断、11日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、第一に金融経済情勢に関する討議、第二に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等に関する議案取りまとめと採決、第五に5月21、22日開催の金融政策決定会合の議事要旨の承認、最後に2013年7月から2014年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認の順に進めていく予定である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介する。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におかれては、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。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢について1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず、佐藤委員からお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と先行きについては、前回から国内を上方修正、海外を微妙に下方修正した昨日の執行部見解で概ね良いと思う。米国は、足許4～6月期は、ソフトパッチで製造業が一部弱めであるが、7～9月期以降回復基調に復するシナリオの蓋然性に影響するほどのものではなく、フィスカルドラッグのもとでも概ね底堅く推移していると評価している。

歳入の好調等からデットシーリングの問題が秋以降に先送りされた点は、当面のテールリスクを減じる要素である。ポイントとしては、3か月連続で低下して、分岐点の50を下回った5月の製造業ISMの弱さの評価だが、まず、Markit社の製造業PMIは50超で推移していること、同月の非製造業ISMは堅調を維持していること、個人消費における自動車販売、住宅投資、実質輸出の底堅さ等需要コンポーネントが堅調であること、週末の雇用統計では製造業に特段の基調変化が見受けられないことなどを総合すると問題ないと思う。一方、ディスインフレ傾向は引き続き要注意であり、コンセンサス調査やBEIにおける期待インフレ率は低下気味である。米連銀はこうしたインフレ指標の低下に反応せず、足許むしろ出口論が目立ってきているが、これは連銀がインフレ率の鈍化を一時的とみているためであろう。

欧州の見方にも変更はない。内需低迷の一方、域外輸出に一部明るさがみられ、PMIも下げ止まり感があり、見通しをさらに一段引き下げるフェーズではないと思う。ただし、ディスインフレ傾向は続いており、中長期的には、いわゆる日本化のリスクが高まっていると感じる。

中国をはじめ新興国の足取りは全般に鈍く、4月展望レポートのシナリオよりやや下振れている印象がある。このうち中国は、国家統計局のPMIとHSBCのPMIの動きが区々で基調が分かりにくいだが、輸出は明確に弱めである。また、物価はディスインフレ傾向にある。4～6月期は総じて減速が見込まれる中で、当局の抑制的な経済運営スタンスもあり、目先成長が加速するイメージは持ちにくい。アジアの一部で生産・輸出面で弱さがみられる点も要注意である。

こうした中、国内は持ち直し始めた輸出・生産の持続性、それから足許資産市場に変調がみられる中で個人消費や住宅投資といった内需の持続性が焦点である。結論を先取りすると、回復力は頑健であるとみている。まず、輸出の持ち直しはこれまでのところ自動車主導だが、対米資本財輸出のように一部に広がりが出る兆候もある。在庫・出荷バランスの改善も好材料である。株価も、昨年10～12月期や本年1～3月期との対比で、足

許は依然資産効果を期待できる水準にある。設備投資は依然低調だが、資本財出荷・総供給といった一致指標に持ち直しの兆しが窺われる。また、公共投資の先行指標は4月に急増し、財政刺激策の効果が目先顕現化すると思われる。こうした中、個人消費は1~3月期の反動から直近4~5月は増勢一服となっているが、各種のソフトデータではマインドは概ね維持されている。

最後に、物価は5月の東京都区部消費者物価コアが前年比プラスに転じているので、同月の全国コアも前年比横ばい程度まで持ち直す蓋然性が強く、6月には前年比プラスに浮上すると思われる。ここまでの物価の動きは、展望レポートのシナリオどおりと言える。ただし、2013年度で+0.7%という本行の中心的な見通しの実現には、6月以降も前月比伸び率が毎月平均で0.2ポイント弱改善する必要がある。各種ソフトデータにみられる期待インフレ率の変化は、本行の物価見通し実現への追い風である一方、先進国や多くの新興国ではデフインフレ傾向がみられる。また、内外資産市場はこのところ調整局面にある。こうした中で、日本の物価が日本独自の要因で加速していくかどうか、引き続き注視していきたいと思う。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

最近の株価下落や長期金利のボラティリティの高さが、直ぐに景気に大きな悪影響をもたらすとはみていないが、円安・株高による景気刺激効果について、先行きは、従来ほどには期待できなくなる可能性もあるとみている。

国内経済は、株高や輸入品の価格先高観などを背景とした高額商品消費の拡大と、輸出の安定化によって持ち直し傾向を徐々に鮮明にしてきたと思う。今後は、設備投資にも持ち直し傾向が広がり、雇用・所得環境の緩

やかな改善を受けて、個人消費も高額商品から日用品などへと徐々に広がりを見せていくことを期待している。ただし、4月の家計調査などをみると、消費拡大に一服感が出ている兆候も窺われる。今後、仮に円安・株高という消費の後押し要因が薄れていけば、景気の持ち直しに広がりが出てくる前に、景気の増勢がやや落ちてしまうことも考えられる。その結果、所得環境の明確な改善を伴う形での本格的な景気回復の軌道がなかなかみえてこないまま、景気の大きな下振れ要因にもなり得る来年4月の消費増税を迎えることも考えられる。こうした点を踏まえると、今後、日本経済が本格的な回復軌道に復して、中長期的に望ましい環境に達するかどうかは、海外経済の状況に左右される面が依然として大きいように思う。

海外景気、特に中国を中心とするアジア地域の経済には、さらなる下振れの不安が残っている。4～6月期の製造業の活動については、アジアのみならず米国でも鈍化傾向がみられる。米国経済は、引き続き世界経済の牽引役を果たしているようにみえるが、回復期に入って既に4年程度が経過し、過去の経験に照らせば回復の後半期に入りつつある。前回の景気回復期もそうであったが、回復の後半期に景気が一時的により強くみえることはしばしばあるが、そうした局面では、金融・実体経済の両面において不均衡が累積しやすいようにも思う。今回の回復局面では、主要国政府による財政緊縮と、主要国中央銀行による大量の国債購入などの非伝統的な政策がとられるもとで長期金利が歴史的な低水準に達し、それが資金の search for yield、あるいは yield hunt の動きを世界規模で強めてきた面があると思う。そうした資金の流れが、米国での金融緩和政策の修正に伴う長期金利の上昇などにより、世界規模で巻き戻される可能性が今後は考えられる。その際、ハイイールド債のスプレッドが急速に開くなどにより、欧州及びアジアを中心とする新興国の企業の資金調達に支障が生じ、過剰債務問題が表面化する可能性も考えられる。リーマン・ショック後の過剰債務問題は、主として米国の家計部門と欧州の政府部門でみられたが、今度は、中小企業を中心とする企業部門が資金繰りに窮し、過剰債務を抱えることになるかもしれない。経済の持ち直しを背景にした米国金融政策の

出口観測の広まりに対して、世界の株式市場が過度に警戒的とみえるのも、こうした認識が底流にあるためとも考えられる。このように考えると、向こう数年間、好調な世界経済によって日本経済が強く支援され続けるということを目指すのは、楽観的過ぎるように思われる。

足許の国内の物価情勢には改善の兆しがみられる。5月の東京の消費者物価（除く生鮮食品）が前年比で4年2か月振りにプラスに転じた。これは、前年のエネルギー価格下落の影響と販売不振であるはずのテレビの価格の大幅上昇などによるもので、イレギュラーな側面があることは否めない。また、4月の全国消費者物価（除く生鮮食品）も前月比でやや高めの上昇率となり、消費者物価が前月比ベースでプラス基調に転じつつある可能性も考えられる。ただし、押し上げに寄与した主な品目をみると、外国旅行パック、電気代、衣料品など、円安の影響が大きいと考えられる。足許の物価情勢の改善が、景気持ち直しや円安といった循環的、一時的要因を超えた動きであるとの証拠はまだ見出せない。今後、5月から7月にかけての全国消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー価格下落の影響に円安効果も加わり、急速に改善する形となることが予想される。しかし、仮に円安傾向は今後弱まる一方、経済の持ち直しが緩やかにとどまれば、その後の物価環境の改善ペースは大きく低下する可能性も十分に考えられるところである。金融市場や家計が、5月から7月にかけての表面的なインフレ率の急速な上昇に過剰に反応してしまう可能性もあり、経済・金融市場の安定を維持する観点からは注意すべきポイントの一つであると認識している。以上である。

黒田議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

全体観であるが、モメンタムは強くはないものの、海外経済が徐々に持ち直しに向かうもと、わが国経済については、円安による下支えもあって

輸出が持ち直しつつあり、内需も底堅く推移している。こうした動きを踏まえ、現状判断を「景気は持ち直している」としている執行部の評価に違和感はない。

まず海外情勢である。国際金融資本市場についてみると、欧州債務問題に関しては落ち着いた状況が続いている。米国において、金融緩和の早期縮小を巡り色々な思惑が生じていることや中国経済に対する下振れ懸念等から、投資家のセンチメントは幾分後退していたが、5月の米国雇用統計の結果を受けてややリスクオンに巻き戻している。いずれにしても、今後の経済指標に影響される面が大きく、注意深くみていく必要がある。

実体経済については、徐々に持ち直しに向かってはいるが、欧州経済の弱さが続く中で、米中の製造業部門にも幾分弱さが窺われている。地域別にみると、ユーロエリア経済は、輸出が幾分持ち直し、マインド面でも周縁国も含めて低水準ながら改善がみられるが、雇用面で悪化が続くなど、景気全体としてはなお緩やかな後退を続けている。先行きは、財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとの、輸出の持ち直しを起点に景気が底入れしていくと思われるが、下振れリスクはなお大きいとみられる。

次に米国経済であるが、ベージュブックでも確認されたとおり、緩やかな回復基調を続けている。家計部門では、5月の雇用者の増加数もほぼ市場予想どおりとなるなど、雇用情勢の緩やかな改善や資産価格の上昇を受けて、個人消費が底堅く推移しており、住宅市場も着実に持ち直している。もともと、企業部門では、政府支出の減少の影響などから製造業の企業マインドが幾分慎重化しており、生産や設備投資も力強さを欠く状況となっている。先行きも、当面、金融緩和の下支えなどから、回復基調が続くとみているが、財政面の下押し圧力がかかるもとの、そのペースは緩やかなものになると考えている。

新興国経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に安定化しつつあるが、製造業の活動には弱さもみられている。個人消費は総じて堅調に推移しており、固定資産投資も底堅く伸びているが、輸出がやや伸び悩んでいることがこの背景にある。こうした中、HSBCの製造業PMIは50

を下回り、過剰設備の影響もあって工業生産の伸びは緩慢となっている。成長の質を重視する政府の方針なども踏まえると、引き続き抑制された成長ペースが続くと見込まれる。NIEs・ASEAN経済については、ASEANを中心とする底堅い個人消費が下支えするもとの、次第に成長ペースを取り戻していくとみている。

なお、物価についてみると、世界的にデysinフレ傾向がみられるが、この背景には景気停滞という循環的な要因に加え、潜在成長率の低下といった構造的要因が影響している面も相応にあるのではないかと思われる。欧米ではインフレ期待はアンカーされているものの、こうした動きが実質金利の上昇などを通じて実体経済に悪影響を及ぼすことがないか、注意してみていく必要があると考えている。

次に、わが国経済についてみると、内外需ともに改善の動きが徐々に明確となっており、景気判断を一步進めて、「わが国の景気は、持ち直している」とみて良いと思う。需要項目別にみると、輸出は、中国向け等資本財関連の改善の動きは限定的であるが、円安効果もあって自動車関連が米国向けを中心に増加しており、全体として持ち直しつつある。個人消費は、既往の株価上昇や労働需給の改善を受けて消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。また、住宅投資や公共投資についても、増加傾向が続いている。この間、設備投資は下げ止まりつつある。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産も持ち直している。

先行きは、各種経済対策の効果などから公共投資が増加するとともに、為替の動きを注視する必要はあるが、ミクロ情報等からも輸出・生産の持ち直しの動きがはっきりとしていくと考えられ、企業収益の改善や所得増加などを通じて個人消費や設備投資にも波及していくとみられる。経団連の夏季賞与調査や民間の設備投資調査の結果はそうした動きを示唆しており、日本経済が年央頃に緩やかな回復経路に復していく蓋然性は高まっているとみている。もっとも、海外経済減速のリスクや足許の株価変動が家計や企業のマインドに与える影響には注意が必要である。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年の動

きの反動などから幾分マイナスとなっているが、東京都の動きにみられるように、早期にプラスに転じていくとみられる。先行きについては、価格転嫁の動きに不確実性はあるものの、輸入物価が上昇するもと、景気回復に伴う需給ギャップの改善や予想物価上昇率の上昇につれて、徐々にプラス幅を拡大していくとみている。以上である。

黒田議長

それでは岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融経済の状況に関しては、昨日の執行部の見解と基本的に同じである。景気は2012年第3四半期に底を打ち、2012年第4四半期から回復に転じたと考えるが、2013年第1四半期の実質成長率は年率4.1%に達し、景気回復のテンポはむしろ速くなっていると考え。消費は2四半期連続で増加しており、輸出も円安の効果がようやく出始め、2013年第2四半期——4月の1～3月対比——の実質輸出の前期比は3.1%で、米国向けは8.8%もの増加である。減少が続いていた中国やNIEs向け輸出も増加に転じている。

回復が遅れていたのは民間企業設備投資であるが、それも下げ止まりつつあると考える。民間調査機関による2013年度の全産業の経常収益予想は、想定為替レートが97円のもとで36%増にも達しており、収益増を受けて、2013年度の国内設備投資は10%程度の増加が見込まれている。

一方、労働市場も求人倍率の上昇に示されているように、改善が顕著である。内需と外需の増加が生産の増加をもたらし、生産の増加が雇用の増加をもたらすという好循環が始まったと考えている。名目賃金は未だ上昇に転じていないが、雇用者が増加しているため雇用所得が増加している。この雇用所得の増加と株高・外貨高の資産効果が消費の増加をもたらしている。

海外経済であるが、欧州経済の弱さや中国経済の成長鈍化、米国製造業

の弱さなど懸念される下振れリスクはあるが、今後は、住宅市場が安定し、消費が堅調な米国経済を中心に穏やかな回復を見込んでいる。そうした中、5月後半以降に株安と円高が起きた。その主たる要因は、日本の株価上昇と円安がやや急激であったところに、米国F e dの量的緩和縮小観測が台頭したため、投資家のリスク回避が高まったからであると考えられる。日本経済のファンダメンタルズに関する期待が変化したために株安・円高が起きたとは考えていない。

以上から、今後日本経済の回復に向けたファンダメンタルズは強まり、量的・質的金融緩和のもとで予想インフレ率が上昇するとともに、予想実質金利が低下することにより、景気回復と2%に向けた穏やかな物価上昇が続くと予想する。以上である。

黒田議長

それでは中曾副総裁をお願いします。

中曾副総裁

前回会合以降、F e dが資産買入額を早期に減額するという思惑から、投資家のリスク回避姿勢がやや強まったと思う。これに伴い、日本の株価も大きく下落し、同時に円高も進んだ。こうした相場展開は、基本的にはコレクションとみているが、その過程が長引けば实体经济にフィードバックするだけに注意を要すると思う。日本市場で昨日は株価が反発しているが、依然、海外投資家の動きに左右されやすい不安定な地合いが続いているように思う。先行きについては、予断は許さないが、以下の要因から、このまま日本経済への期待が萎えてしまうことはないだろうとみている。

第一は、日本株の大幅下落の一つの要因は、わりと早い段階で日本株投資を開始していたファンドが、決算を控えて利益をひとまず確定したことではないかと思われる点である。実際、この間面談したマクロ系のファンドマネージャーは、日本株下落に動揺した様子を全くみせていなかったことが印象に残っている。株価下落を主導したのは、先物市場で買い越して

きた短期筋で、C T Aなどのトレンドフォロワーが下落幅を増幅した可能性が高いとみている。いずれにしても、海外投資家層の日本経済回復シナリオが根底から崩れている訳ではないとみている。

第二には、政府の成長戦略について再評価する動きがあることである。先週水曜日の総理の講演が新味に欠けるという理由で株の失望売りを誘ったと言われているが、その後、投資減税などの新しいメニューを再評価する内外投資家もいる。参院選後にこうした構想がどう結実するか、期待が繋がれた形となっているとも言えると思う。

第三に、外為市場では、昨日の山岡金融市場局長の説明にあったように、モデル系ファンドの介在や海外投資家によるヘッジ外しもあって、株安と同時に為替円高が急ピッチで同時進行した。しかし、各種指標などから今後の為替の動向を展望すると、ドル／円相場については、ドル金利の上昇を通じたドル高圧力が、リスクセンチメントの慎重化を通じた円高圧力を上回っており、長期的にはドル／円相場は上昇するとみる向きが依然多いように思う。

以上の点からみると、今後、わが国経済の回復を示すハードデータが積み重なっていけば、金融市場が、そうした実体経済の姿を反映して次第に落ち着きを取り戻していくのではないかと考えられる。つまり、現在は、これまで期待に煽られて上昇してきた相場が、一旦コレクションを経て、よりファンダメンタルズに即した相場展開へと再エントリーする局面にあるとみている。

次に、海外経済だが、引き続き製造業部門に緩慢な動きがみられているのが気になるが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとみて良いように思う。世界経済の回復は日本経済回復の起点であるが、鍵を握るのは、やはり米国経済だと思う。米国経済は、いわゆる財政の坂による下押し圧力が第2四半期にかけて強まった後は、緩和的な金融環境にも支えられ、民需を中心に緩やかな回復基調を辿るとみて良いのではないかと考えている。ただ、その過程では、特に、雇用指標次第で今回みられたように tapering 開始時期の思惑が株価や金利、為替の変動を引き起こすという

ように、われわれの政策運営にとっても非常に悩ましいプロセスが繰り返されることをある程度覚悟しておかなければならないだろうと思っている。

わが国経済については、国内需要が引き続き底堅く推移する中で、為替円安などを背景に、自動車関連を中心として、輸出に持ち直しの動きがみられること、そうしたもとで鉱工業生産が持ち直していることから、全体の判断としては、先月の「持ち直しつつある」から、「持ち直している」へと判断を一步進めることが適当だと思う。そのうえで、今後のわが国の経済の動向をみていくうえでのチェックポイントは、第一に、輸出の動向だと思う。既往の円安進行を受けた現地価格引き下げなどの動きが、輸出数量をどの程度押し上げるのか注視していきたいと思う。一方で、世界経済の不確実性は依然として大きいので、その回復が遅れた場合、日本の輸出の回復も後ずれするリスクも意識しておく必要があると思う。二点目は、国内設備投資の動向である。海外経済の持ち直しや円安進行などが、製造業の設備投資をどの程度今後押し上げるか、注視していきたいと思う。三点目は、個人消費の動向である。これまで底堅く推移してきているが、足許の株価の大幅調整もあり、消費者マインドの改善傾向に変化がないか、雇用環境の改善は続いていくか、しっかりと点検していく必要があると思う。

最後に、物価面についてであるが、5月の東京CPIは、石油製品の前年の反動要因が薄れる中、これまでの為替円安の影響などもあって、コアベースで4年2か月振りのプラスに転じた。全国CPIでも、同じような要因で5月は概ねゼロ%まで改善するとみて良いだろうと思っている。その後は、需給バランス改善の影響も加わり次第にプラスに転じていく可能性が高いと思う。このように実際のCPIの上昇基調がはっきりとすれば、マーケット指標など足許では上昇が一服している一部の予想物価上昇率も再び上昇に転じていくものと思っている。私からは、以上である。

黒田議長

それでは白井委員をお願いします。

白井委員

前回会合以降の特徴は、世界の金融資本市場、外為市場が不安定化しており、中でもわが国の国債利回りと株価のボラティリティが高い水準で推移している。こうした傾向が継続すれば、企業、家計のマインドや鉱工業生産、輸出の改善傾向、及び今後増加が見込まれる設備投資に影響を及ぼす可能性もある。経済・物価情勢の分析については、他の委員ご指摘のとおりであるので、本日は次のラウンドと重なる面もあるが、金融市場、特に国債市場を中心に私の見解を申し上げる。多少金融政策にも触れるが、あくまでも金融市場という観点からということで、ご了承頂きたい。

まず、わが国の市場の不安定化の背景には、米国要因とわが国固有の要因があると思う。第一の米国要因については、5月22日のバーナンキ議長による資産買入縮小を示唆する発言と複数の連銀総裁による同趣旨の発言が続いたことから、市場ではF e dによる買入縮小が今年9～10月頃に開始するとの観測が強まっている。その一方で、アメリカの経済指標が強い景気回復を示すものばかりではないことが市場参加者の間で開始時期の予想の振れをもたらし、それが米国金利の変動を高めているようにみえる。その結果、資産買入縮小は、本来、強い景気回復に支えられて米国金利の上昇、ドル高・株高をもたらすと考えられるところが、現時点では、むしろ米国金利の変動、ドル安・株安の原因になっているようである。そうした状況下で、わが国の国債利回りも振れが大きく、外資系投資家によるポジション解消や年金基金等の売却もあって、株価が下落傾向にあり、足許では幾分円安修正も生じている。今後、米国経済指標やF e dの政策を巡る思惑が、わが国の市場にどのような影響を及ぼすのか注目している。

二つ目のわが国固有の要因としては、本行の量的・質的金融緩和が国債利回りに及ぼす影響について、市場参加者の見方がまちまちであることが指摘できると思う。ここには、投資家がデフレ的な投資行動からインフレ

を意識した投資行動へと調整する過程にある中で、金融緩和の期間、すなわち時間軸が分かりにくいことも影響しているように思われる。つまり、「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」というアナウンスメントが、早期に出口に向かうという連想を生みやすいのに対して、2%の物価安定の目標を「安定的に持続するために必要な時点まで」金融緩和を継続するというコミットメントについては、金融緩和がある程度継続され、出口に直ぐには向かわないという連想が働きやすく、これらが相反するメッセージを発しているように市場で受け止められている可能性がある。こうした中で、都銀等が前者のインフレ早期実現による急ピッチでの金利上昇を意識して国債売却を急いだこと、こうした市場参加者の動きを受けて証券会社等が在庫保有スタンスを慎重化したことなどが、金利の急上昇と国債市場で「板が薄くなる状態」をもたらし、その結果として取引コストが上昇し、さらに金利の上昇を招く一因になったように思う。私自身は、後者の安定的なインフレの実現と出口を急がないというメッセージを強調していくべきだと考えている。

また、もうひとつ不安定化の背景にあるのが、本行のマネタリーベースや国債などの倍増計画が終了する2015年1月以降の資産買入額や国債保有状況がどうなるのか、マネタリーベースの拡大を続けるのか、それともゼロ金利政策を復活させるのかが全くみえないことがあるように思われる。この点、2%目標が展望できた場合とできない場合の2015年以降のそれぞれの対応策について、政策委員会ではまだ検討がなされていないので、合意に達するための議論を開始する必要があるように思う。本行の金融政策スタンスに対する市場の期待が安定していないとすれば、出口戦略を含めたガイダンスを工夫して期待の安定化に努めることで金融緩和の効果を高めることができる可能性があり、これについては次のラウンドでまた触れたいと思う。

最後に、景気・物価の現状及び先行きの見方については執行部案を支持する。以上である。

黒田議長

それでは宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観であるが、海外経済の回復にやや緩慢さがみられるものの、総じてメインシナリオに沿った動きを続けており、わが国経済は前回会合から判断を一步前進させて、持ち直しているという判断で良いかと思う。

海外経済から確認すると、まず欧州経済は、依然として緩やかな景気後退が続いている。域内貿易に持ち直しの兆しは若干窺えるものの、周縁国を中心に賃金引き下げが進み、デフインフレ傾向が目立ち始めている。

米国経済は、財政面から下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に緩やかな回復を続けている。家計部門については、個人消費は増加基調を維持、雇用情勢は改善、住宅投資は好調、消費者コンフィデンスも高水準を維持している。企業部門も、ベージュブックで確認する限り国内の幅広い地域で製造業の活動が拡大しており、総じて堅調である。ただし、政府による歳出削減の影響が一部で顕在化しており、その影響の広がりについては注意が必要である。直近のISM製造業景況感指数が50を割ったこととも併せ、今後の動向を注視していきたいと思う。

この間、Fedの資産買入れプログラムの早期縮小観測により、市場のボラティリティが高まる局面がみられた。これには、5月下旬のバーナンキ議長による議会証言、質疑応答、そこで明言された「金融安定化にかかるコストを大変真剣に考えている」といった発言も影響しているとみられる。今申し上げたこの発言を巡っては、雇用と物価以外の第三の要素として、金融不均衡のコストが強く意識され始めたため、今後のFedの政策反応を予測することがより困難になったといった市場の見方が出てきている。いずれにせよ、Fedの緩和縮小へ向けた対応は、金融市場を通じて、世界経済並びにわが国経済へ大きな影響を及ぼす可能性があるため、引き続きその動向を注視して参りたいと思う。

アジア新興国、中国経済であるが、堅調な内需を背景に全体として安定化してきているとの基調判断に変化はない。足許、改善の動きがやや鈍い点は気になるが、先日のハードデータをみる限り、鉱工業生産、固定資産投資、小売売上など腰折れておらず、社会融資総量も相応に伸びているため、先行きインフラ投資が実行に移されていけば、全体的な持ち直しの動きがより明確になってくるとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、前月と変わらない。全体としては、堅調な内需を背景に、今後も安定化していくとみている。

次に、わが国経済であるが、先程申し上げたとおり、全体としてメインシナリオどおりに着実に改善してきており、「景気は持ち直している」と判断を一步進めることで良いと考える。中国経済の回復の鈍さ、あるいは資本財輸出のもたつきなどは、基本的に想定範囲内の動きとみており、以下の点を踏まえれば、本年半ばに緩やかな回復経路に復していくというシナリオの蓋然性は高まってきているとみている。まず第一に、米国景気の改善と円安などを背景として、輸出・生産を起点とした回復メカニズムが想定どおり作動し始めていることである。第二に、企業収益が改善するも、設備投資が下げ止まりつつあり、今後の増加が期待できることである。第三に、消費者マインドが改善するも、個人消費も底堅く推移しているほか、各種経済対策の効果から、公共投資や住宅投資も増加傾向にあることである。第四に、失業率の低下や新規求人の増加及び有効求人倍率の改善など、労働需給の改善が徐々に進んでいるということである。以上の4点であるが、生産並びに設備投資に関して若干敷衍すると、生産に関しては、足許出荷・在庫循環が良好になってきており、生産の予測指数も、実現率、修正率とも下振れ傾向に歯止めがかかっている。ヒアリング情報なども踏まえると、4～6月期、7～9月期の生産の前期比の伸び率は、いずれも2%台のしっかりとした回復が見込まれている。設備投資動向についても若干敷衍すると、法人企業統計では、1～3月期前期比マイナスの伸びとなったが、一方で、資本財総供給は2四半期連続でプラスとなった。建築着工床面積も堅調である。各種アンケート調査をみても、今後の

設備投資意欲は旺盛であり、相応のペントアップ需要も示唆されている。このようなことから、今後に期待できる内容であると思う。

最後に、物価動向であるが、これまでの基調判断には変わらない。足許のマイナスのインフレ率は、5月にはゼロ近傍までに回復し、6月にはプラスに浮上するとみている。この間、予想インフレ率の動向であるが、市場の予想インフレ率、ブレイク・イーブン・インフレ率は大幅に低下した一方で、エコノミストの予想インフレ率は短期、中長期とも幾分立ち上がった。今後、実際のインフレ率が立ち上がるとともに、各種の予想インフレ指標がどのように改善していくか、またそれらの立ち上がりが遅れるリスクなどについて、注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

それでは石田委員をお願いします。

石田委員

わが国経済の現状であるが、4月の実質輸出や鉱工業生産の前月比は、比較的しっかりした増加となり、ヒアリングベースでも当面生産は増加基調を維持すると見込まれるので、全体評価を「持ち直している」へ前進させることで良いと思う。もっとも、輸出や生産の水準は、前年同期をまだ下回っている。今後の物価上昇シナリオを踏まえると、所得面の改善が極めて重要である。当面、所定外給与や夏季賞与が前年実績を上回ってくるのか、特に注視しているところである。

次に、海外経済をみると、米国ではISM指数でみて、引き続き好調な非製造業に比べると、製造業が弱くなっているほか、米国以外の経済でも、国際機関の成長見通しが下方に見直されるなど、中国やNIEs、その他の新興諸国を含め、製造業の弱さも反映して、これまでみているよりも勢いを欠くところが多くみられる。このところの世界的なインフレ率の低下傾向についても、全体的な体温が上がってこない状況の反映とも考えている。しかしながら、米国経済は、財政面と海外経済というhead windのも

とでも、GDPの7割を超す非製造業を中心に堅調に推移しており、財政問題の下押し圧力が弱まるにつれ、年後半に向けて加速していくものとみており、海外経済全体を支えていくものと考えている。

わが国の輸出については、このような環境下、価格競争力の回復に加え、昨年秋以降の中国問題、電子部品等の大きな下振れ要因が剥落していくことから、今後引き続き改善していくことが期待される。わが国経済の先行きは、こうした動きに加え、堅調な内需にも支えられて、緩やかな回復経路に復していくとの見方を変えていない。

次に物価であるが、大きな流れはこれまでの見方と基本的に変わらない。先行きについては、前回会合でも言及したが、昨年来の為替円安を受けて企業の価格設定行動がどのように変わるのかという点に注目している。5月の東京都区部のCPI（生鮮食品を除く総合ベース）は、テレビの前年比がプラスに転じたことなどから、4年2か月振りに前年を上回った。テレビやパソコン、白物家電などの耐久消費財は海外生産比率を高め、逆輸入をしてきた財である。これまでは、海外生産移管による労務コストの削減や円高によって国内での厳しい価格引き下げ競争を支えてくることができたが、海外での労賃が上昇してくるもとの、昨年秋以降の円安により企業の値下げ余力はなくなってきた、あるいはコストアップにより逆に値上げせざるを得ない状況となってきたのではないかとみている。エネルギーや食品など、国際商品市況や為替相場の影響を受けやすい財のみならず、従来デフレを先導してきたこのような財についての価格設定についても、変化が生じつつあるのではないかと注目しているところである。また、こうした変化が長らくデフレ状況下で形成されてきた企業の価格設定行動全体の変化に繋がっていくのか、フィリップスカーブのシフトという議論の先行きについてもポイントとなってくるものと考えている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢についての委員方のご意見をまとめてみ

たいと思う。まず、海外経済については、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっていると考えられる。米国経済については、比較的強いという見方が非常に多かったと思うが、そういった米国も含め、特に欧州、新興国などそれぞれが課題を抱えており、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいというのが、委員方の意見であったと思う。

金融資本市場については、このところの株価下落、円高などやや不安定な動きがみられている訳であるが、これは海外の要因や国内の要因等色々あったと思うが、海外の要因がかなりあったと思われる。そのもとで、国内経済自体は順調に回復の道筋を辿っているので、金融資本市場もそうした実体経済の前向きの動きを反映して、次第に落ち着きを取り戻していくのではないかという指摘もあった。

わが国の経済については、これはほぼ一致していたと思うが、内需、特に消費、住宅投資、公共支出などが底堅く推移し、その中で設備投資も回復の兆しがあり、輸出や鉱工業生産でも改善の動きが続いているということが指摘されていた。先月の「持ち直しつつある」から「持ち直している」へ、判断を、一步あるいは半歩、進めるのが適当であるという意見が多かったと思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、前年の動きの反動から足許マイナスになっているが、5月の東京の指標が4年2か月振りにプラスになったことにあるように、先行き次第にプラスに転じていくという意見が多かったように思う。なお、予想物価上昇率については、マーケットなどで上昇が一服しているものもあるが、他方で、家計や市場参加者への調査など全体として上昇を示唆する指標もみられており、今後の物価動向を踏まえて予想物価上昇率がどのように伸びていくかについては、注視していく必要があるというような意見が多かったと思う。

追加的な意見、論点があれば、願います。なければ、10分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。

(9時43分中断、9時54分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それでは佐藤委員から願います。

佐藤委員

はじめに、次回会合までの金融市場調節方針については現状維持で良いと考える。

前回以降の金融環境の変化だが、米連銀議長の議会証言を契機とした量的緩和策の出口への思惑の高まりを主因に、資産市場はグローバルにリスクオンからリスクオフへと傾いた。とりわけ、急騰していた国内株式市場は、政府の成長戦略への失望もあり調整色を強め、加えて為替も円高に振れた。一方、国債市場は、株式市場に左右されつつも足許は執行部の市場との対話努力もあり、落ち着きを取り戻してきている。前回会合では、量的・質的金融緩和開始後に高まった国債市場のボラティリティ抑制が一つのテーマであった。その点、執行部が示した新たな国債買入計画が市場参加者に概ね肯定的に受け止められたこともあり、所期の目的を相応に果たしつつあるのではないかと思う。また、この過程で、日本の長期金利への注目が本行政策との関連で高まったが、長期金利は、大まかには、株高で上昇、株安で低下という通常の相関を維持している。無論、ボラティリティ上昇で金融機関のリスクテイクが制約された分、株安の割に金利低下のペースは鈍いと思うが、市場ではある意味健全な裁定が働いているとみており、私は事態を静観している。景気・物価への影響は、現状の株価・為替相場ともに4月の展望レポート策定時の私自身の見通しの前提と大きく変わらず、私の見通しへの影響も限定的である。

以上の金融環境の変化を踏まえて、政策面でコメントしたいと思う。本

行の国債買入れは、リスクプレミアムの圧縮を通じて長期金利の押し下げ要因となる一方で、デフレ脱却後の経済・物価を先取りする形で長期金利が上昇することまでは排除できないといった認識は、委員間で概ね共有されていると理解している。その点、一連の報道にみられるような固定金利オペの年限延長といったような追加策は、現状では必要ないと思う。

理由は以下の三点である。第一に、そもそも4月4日の決定でわれわれは2%の物価安定の目標達成に当面必要な措置を全て講じたのであり、戦力の逐次投入を避けることで一致した。仮に、そこから僅か2か月あまりで追加策を講じることになれば、本行の政策スタンスの一貫性に対する疑念が高まる、あるいは市場がさらなる追加策を見込んで包括緩和時にみられたパターンが繰り返される可能性がある。第二に、現行の最長1年というタームは執行部に授権できるぎりぎりの線であり、2年物オペを執行部に全面的に授権することは政策委員会の形骸化に繋がりにかねないと思う。先般の1年物オペは確かにこれまで効果的であったが、今後も同種のオペが効果的かどうかは不確実なほか、本行が特定水準や変動幅で市場安定化策を発動するとの誤解を与える恐れのあるオペレーションを、執行部の裁量で実施することは本来適当ではない。第三に、4月4日のディレクティブでは、買い入れる国債の年限について6~8年程度というアローワンスがあるので、これを最大限生かして中短期ゾーンを厚めに買い入れることで、当面起こり得る問題には対処できるのではないかと思う。それにより、買い入れた国債の平均残存期間が6年を若干割り込んでも問題はないと思う。

過度の金利変動への対処という意味では、来週18日に通知予定の貸出支援基金による第1回目の資金供給は、貸出の増加を促すという当初の目的に加え、主に都銀の3年前後のゾーンのデュレーション・ミスマッチ削減に一定の効果を発揮することが期待される。国債市場の安定に資するという点でもタイムリーである。同基金による資金供給はポートフォリオリバランスを促すという量的・質的金融緩和の趣旨に沿い、また予め示されたスケジュールに則って実施される透明性の高いスキームであり、これに

より銀行では貸出増加と金利リスク削減という一石二鳥の効果が期待される。実際、既に一部都銀が本基金を利用した当初3年固定0.6%の住宅ローン商品を発売する計画と聞いている。こうした動きに広がりが出るのが期待される。

本行としては、パッチワーク的にオペの基本要領を今改正して首尾一貫しないメッセージを出さずとも、本基金による二つの政策効果を市場に丁寧に説明していき、非常時のバックストップについては別途、長い目で考えていけば良いと思う。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

先程も触れたが、4月以降、国内の長期金利の不安定な動きが続く中、前回会合以降は株式市場、為替市場も俄に不安定な動きに転じたことは、今後も警戒心を持って見守る必要があると思う。米国での出口観測の変化が国内長期金利の不安定な動きを持続させること、国内長期金利の不安定な動きや金利上昇が円安・株高など経済にとって好ましい動きに水を差す可能性を、前回会合で指摘した。金融市場では、5月に入って株式・為替市場と国内金利、米国金利と国内金利といった各金融市場間の連動性が実際強まったように見える。その結果、長期金利が低位安定を維持する中で円安・株高が続き、日本経済への強い追い風になるといった昨年来の状況は、今後については弱まっていく可能性を考慮する必要があると考えている。

米国での時間軸の変化に連動する形で、日本の債券市場での時間軸も大きく振れてしまっていることが、債券市場のボラティリティを高めているようにも見受けられる。そうであれば、今後も米国の経済情勢の変化とともに米国での時間軸が変動する可能性が高く、国内債券市場のボラティリティも容易には下がらないように思う。ただ、国内債券市場の時間軸が不

安定なのは、本行の今後の政策姿勢に関する市場の見方が交錯し、不確実性が高いことも一因と考えられる。この観点から、従来申し上げていることの繰り返しであるが、本行の政策コミットメントについて、量的・質的金融緩和の強化や緩和の長期化観測が浮上する可能性を減らすことを意図して、より政策の柔軟性を確保するための修正を対外公表文上で実施するのが良いと考えている。コミットメントを修正することを通じて、債券市場に先行きの金利観を自ら形成させることを促すことが、債券市場のボラティリティ低下に貢献し、結果的に政策効果を高めることに繋がると考えている。追加緩和期待が国内の債券市場の一部では早くも浮上しているように見受けられるが、これは、量的・質的金融緩和が柔軟なインフレ目標政策の枠組みであるということが、市場で必ずしも理解されていないことの表れではないかと思う。

他方、最近の金融市場の動揺を受けた記者会見などでの情報発信のあり方について、株式市場や為替市場に関して当局が言及しないのと同様、債券市場についても、言及はボラティリティの高さに関する懸念表明にとどめ、金利の水準や方向性についてはできるだけ発言を控える方が良いのではないかと考えている。金利の上昇は、企業や家計の調達コストを押し上げる、円安・株高の流れに水を差す、ポートフォリオバランスの動きを妨げるという三つの経路を通じて金融緩和の効果を減じてしまう可能性がある。この観点から、金利の安定は、政策効果を最大限に発揮するために望ましいことだと考えている。しかしながら、情報発信を通じて金利上昇を抑えることは容易ではなく、逆に事態を悪化させてしまう可能性も相応にあると思う。また、債券市場にフレンドリーな姿勢を取り続けることで追加緩和観測を強めてしまうということも好ましくないと考える。この点から、政策委員会として、現時点で新たな市場安定化策を講じることに慎重である方が良いと考えている。市場の一部では、固定金利オペによる資金供給期間を現行 1 年からさらに延長するための規程の変更が政策委員会で決定されるとの観測もある。これは、貸出増加支援資金供給を通じた銀行の貸出増加を促すという本行の方針と相容れないことに加え、国債

買入額を増やすなどの追加的な緩和策が講じられるとの観測を強めてしまう可能性もある。追加緩和観測が浮上すると、債券需給及び景気・物価に与える影響についての見方が交錯し、債券市場のボラティリティをむしろ高めてしまう可能性もある。また、そうした観測が金融面での不均衡に繋がる可能性もある。こうした点を考えると、足許の債券市場の動き、金融市場全体の不安定な動きについては大きな関心を持って見守る必要があるものの、情報発信を通じた債券市場の安定化策、あるいは具体的な市場安定化策の実施は慎重に考えるべきではないかと思う。ひとたび、市場に催促される形でこうした政策を決めてしまうと、金融政策がその後も繰り返し市場の動向に左右される、いわば市場に支配されてしまう状況に至ることが懸念される場所である。

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現状維持が妥当だと思う。以上である。

黒田議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。まず、マネタリーベースは、目標とする年間の増加ペースに見合った動きとなっている。この間、企業の資金調達コストは低水準で推移している。資金需要をみると、銀行貸出残高は運転資金や企業買収関連を中心に増加しているし、CP、社債についても、総じて良好な発行環境が続いており、発行残高は前年比プラスで推移している。

次に、金融資本市場をみると、短期金利は、いずれのタームも0.1%を小幅に下回る水準で推移している。長期金利は、米国金利の上昇や本邦株価の変動を材料に、一旦1.0%に上昇した後、ほぼ0.8%台で変動しながら推移するなど、振れを伴う展開となっているが、足許では前回会合時をやや下回るものの概ね同水準となっている。また、イールドカーブをみる

と、市場対話も踏まえたオペ運営の見直しを受けて、中期ゾーンを中心に低下している。ただ、物価連動国債などで計測される予想インフレ率の上昇傾向に一服感がみられる一方で、長期金利は一頃に比べて高めの水準で推移している。正確な計測は難しいが、実質金利がリスクプレミアムの影響などで強含んでいないか、実体経済への影響の観点から注意深くみていく必要がある。

この間、株価は、これまでの上昇が急ピッチであることもあって、投資家による利益確定の動きなどから大幅に下落した後、極く足許では幾分戻している。為替市場では、ドル／円は、米国金融政策の出口戦略に対する思惑から一時 103 円台までドル高が進行したが、本邦株価の大幅な下落等に伴って円を買い戻す動きが広がり、足許では 100 円を下回って推移するなど不安定な動きとなっており、注意が必要である。

こうした金融面の動向や経済・物価情勢を踏まえた金融政策運営であるが、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。

先行きの金融政策運営については、上下双方向のリスク要因を点検しながら、量的・質的金融緩和を着実に実行していくことを通じて、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、早期にデフレ脱却に繋げていくことが重要だと思う。こうした政策効果の実現に向けて、実質金利を低位で安定させていくためには、長期金利のリスクプレミアムに影響を与えるボラティリティを抑制していくことが不可欠である。長期金利のボラティリティをみると、総じてみれば、量的・質的金融緩和の決定以降、振れを伴いつつ高水準で推移しているが、オペ運営の見直しなどの効果から足許では幾分低下している。今後、これをさらに安定させていくためには、既に実施していることでもあるが、急激な金利上昇は許容しないとの本行の強い意思を明確に伝えることと併せ、市場動向をみながら、国債買入れを年限別の需給や金利動向に応じて弾力的に運営することや、金融機関のALMの観点から、必要に応じて期間1年の固定金利オペによる資金供給を行い、国債保有に伴う金利リスクを軽減さ

せることなどに、引き続きしっかり取り組んでいくことが大切だと思う。なお、市場実勢を下回る金利水準でより長めの資金供給を実施すると、結果として金融機関に国債への投資を促すこととなり、ポートフォリオバランスの動きを阻害することにも繋がるため、こうした対応については、基本的には慎重に考えるべきものと思う。長期金利については、先行き、国債買入れのストック効果で金利の低下圧力が強まっていくとみられるほか、消費者物価が近いうちにプラス転化することで、企業や家計のインフレ期待が上昇すれば、実質金利の押し下げに作用することにもなる。さらに6月下旬には、貸出増加支援によって概ね期間3年の資金供給が行われる予定であるので、まずはこれを踏まえた金融機関の投資行動が市場金利にどのような影響を与えるかを、しっかりと確認していくことが必要だと思う。

最後に、成長基盤強化支援であるが、本則や米ドル特則分を中心に着実に実績が増加している。とりわけ、米ドル特則については、大手行の積極的な動きに加え、大手行が組成したシ・ローンに、地域金融機関が参加する投融資案件が増加しており、取組みの厚みが増している。この点、企業のグローバル化への対応を後押しするという所期の目的の効果が発揮されていると思う。以上である。

黒田議長

それでは岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

量的・質的金融緩和実施以降、名目国債金利が上昇するとともにボラティリティが増加することに関して、前回の決定会合でも述べたが、再び私見を確認しておきたいと思う。

量的・質的金融緩和は、第一に、日本銀行が大量に国債を買い続けることによって、国債の需給を引き締めるとともに、リスクプレミアムを引き下げてその効果を通じて名目国債金利を引き下げる方向に働く。しかし、

第二に、日本銀行が2%インフレを達成し、それが安定的に維持されるまで、大量にマネタリーベースを供給し続ける約束をすることによって、市場の予想インフレ率が高まり、その結果、名目金利が上がる方向にも働く。

以上の名目金利に対して相互に反対方向に働く2つの効果を考慮すると、量的・質的金融緩和発表以降、名目国債金利が変動しながら上昇傾向にあったのは、第一の名目金利引き下げ効果よりも、第二の名目金利引き上げ効果の方が大きかった結果であると考えられる。しかし、この間、名目金利は予想インフレ率の上昇ほどには上昇しなかった。その結果、予想実質金利はマイナスへと低下していることに注目すべきである。

今後は、市場が5月末からの株価下落と円高およびその大きな変動を経験し、市場の将来のインフレ率と短期名目金利の経路に関する予想が次第に落ち着くにつれて、国債の名目金利のボラティリティは低下すると予想している。名目金利のボラティリティが高まり過ぎると、リスクプレミアムが上昇する。従って、量的・質的金融緩和の効果を高めるためには、今後も、市場との対話やオペを工夫することによって、国債の名目金利のボラティリティを一定の範囲に落ち着かせることは重要である。しかし、今後は、これまでに実施されたオペの工夫とオペ先や投資家間の予想インフレ率の相違が次第に縮小することにより、名目金利は安定し、予想実質金利は低位に維持されることが考えられている。従って、オペの方法はこれまでどおりで良いと考える。生産、設備投資、住宅投資、消費、輸出などの需要の増加とその結果としての物価の上昇をもたらす大きな要因は、予想実質金利の安定化とその低下である。従って、金融政策の運営に当たっては、名目金利だけでなく、予想インフレ率と予想実質金利の動向にも注意を払っていく必要があると考える。

量的・質的金融緩和の効果を高めるためには、日本銀行の物価安定に向けた強いコミットメントを繰り返し市場に発信していくことが重要だと考える。すなわち、日本銀行は、ほぼ2年程度の期間で2%のインフレ目標を達成するとともに、その2%のインフレが安定的に維持されるまで、これまでどおり、マネタリーベースを年間約60兆円から70兆円に相当す

るペースで増加する政策を続けることを、市場に対して繰り返し、繰り返し、くどいほど発信し続けることが重要だと考える。そうしたコミットメントを繰り返し発信することが、市場が受け取る量的・質的金融緩和の時間軸を安定化させるとともに、予想インフレ率をわれわれの目標とする2%に近づけることに資すると考える。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境は、引き続き緩和した状態にあると考えている。社債市場では、5月半ばにかけて長期金利の上昇を眺めて、一部の企業で起債を見送る動きもあったが、その後はこうした動きは広がっていない。投資家の需要は底堅く、全体としての発行環境は引き続き落ち着いているとみている。

一方、国債市場は、ボラティリティが高い状態が続いているが、本行による積極的な対応もあって、次第に落ち着いてきているとみている。すなわち、1年物の固定金利オペを必要に応じて打ってきているほか、新しいフォーマットでの国債買入れも効果を発揮していると思う。ただ、そうは言っても、以前と比べるとショックに対して変動しやすい市場環境になっていることは否定できない。そこで、今後の市場へのコミュニケーションが市場安定化の一つの鍵であると思うが、当面、メッセージに込めるべきポイントは3点ほどあるのではないかと考えている。

第一に、日本銀行の国債買入れは、リスクプレミアムの縮小効果があり、その効果は買入れが進捗するにつれて累積的に強まるという点である。この点は、暗黙には、景気・物価見通しの改善によって、長期金利の構成要素のうち、成長期待そして期待インフレ率に上昇圧力がかかること自体は自然なことであると認識しながらも、プレミアムの圧縮で長期金利の跳ね上がりを抑制できると言っていることになる。第二は、名目金利上昇の景気への悪影響に関する点である。こういう論調も出てきているが、この点

については、期待インフレ率の上昇による実質金利低下を通じた实体经济へのプラスの効果を強調していけば良いのではないかと思う。そういう意味では、C P I 前年比が現実にプラス領域に入ってくるようなタイミングでの発信がより効果的かもしれない。第三に、市場安定化に向けた日本銀行の姿勢については、過度な金利やボラティリティの上昇は抑制していくという市場への配慮の方針を繰り返して示していくことが、市場の安心感を醸成するうえで重要と考えている。

市場安定化を図る措置として、共通担保オペの期間延長に関する議論がある。その本質的機能は、金融機関、特にメガバンクの国債保有に関するA L M上の補助的手段の日本銀行による提供であると思っている。これまでの1年物のオペの結果などからみて、期間を延長したオペを適切なタイミングで打てばボラティリティの抑制に相応の効果を発揮し得ると思う。また、実際に発動しなくとも、調節手段のツールキットに加えておくだけで、いわばバックストップとしての抑止力も期待できるのではないかと思う。ただ、これまでも既に指摘があったように、一方で、市場をミスリードするリスクも内包しているようにも思う。例えば、本来これは調節手段の拡充であるにもかかわらず、市場からは金融政策の枠組み修正だとか、あるいは時間軸的なメッセージ性を帯びたものとして受け止められてしまう可能性があると思う。金融政策の修正と受け止められた場合は、前提となるわれわれの景気・物価見通しまで修正したかのような誤解を与えてしまうかもしれない。また、ポートフォリオリバランスを阻害してしまうという面もあると思う。それから、佐藤委員が述べられたように、貸出増加支援資金供給が、共通担保の期間延長効果も併せたいわば一石二鳥的な効果を持っていることも事実だと思う。従って、オペ期間を延長するかどうかという点については、得失をこのセッションでよく議論して決めることが適当だと思う。

いずれにしても、私が前セッションで述べたように、今回のような株価、金利、為替の変動は、今後、米国経済の動向とこれに呼応したF e d の tapering の思惑によって繰り返されることは不可避と思う。そうした中

でわれわれの金融政策運営上の要諦は、市場に翻弄される印象を与えることなく、一方で市場の異変への機動性、弾力性を確保するバランス感覚を持つことだと思う。そして政策の軸となる景気判断については、わが国経済が順調に、オントラックで回復への道筋を辿っていることを言い、金融市場はそうした実体経済の前向きな動きを映じて次第に落ち着きを取り戻していくはずとの考え方を示すことだと思う。そのうえで、政策スタンスとしては、2%の物価安定目標の達成と経済の持続的な成長に向けて、量的・質的金融緩和を推進していく強い決意を繰り返し表明することではないかと思っている。

次に、貸出増加支援資金供給については、第1回目の貸付が70先に対して3.1兆円に上るという報告があった。足許、資金需要が緩やかに増加する中で、銀行貸出残高の前年比はプラス幅が幾分拡大しているが、家計や企業の前向きな資金需要を満たすため、この措置が金融機関の一層積極的な対応を促すことを期待したいと思う。

最後になったが、当面の金融市場調節方針は、マネタリーベースを年間約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、国債をはじめとする各資産を買い入れていくことで良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

本日は、先程の続きとして、最近の国債市場に関連して私の見解を申し上げます。まず長期金利は、リスクプレミアムと予想短期金利によって決定されると考えられる。国債買入れは主としてリスクプレミアムを、次いで予想短期金利を下押しする効果が期待できる。リスクプレミアムの低下はポートフォリオリバランスをもたらす。一方、予想短期金利の低下は、政策金利が長期間低水準で推移することを市場に織り込ませるシグナリン

グ効果によって生じると考えられ、これは国債買入れのほか、2%目標の安定的実現に向けたコミットメントも寄与していると想定される。こうした下げ圧力が働く反面、景気回復期待、インフレ期待、米国金利等の上昇は予想短期金利を押し上げる方向に寄与する。

最近の長期金利の動きは、これら上下双方の圧力が加わって推移している。今後の動向については、国債買入れの継続と2%物価目標の安定的実現に向けたコミットメントを通じて下押し圧力が続くので、長期金利はインフレ期待の上昇ペースを下回って緩やかに上昇し、実質金利は下落すると考えている。最終的には、私自身は2年から3年程度をかけて緩やかに2%を少し上回る程度に向けて長期金利が上昇していく姿を描いている。ここでは景気回復などを反映する実質金利は、人口動態等による自然利子率の低下によって相殺される面があるため、現時点では大幅な改善は想定していない。

既に述べたように、金融緩和のシグナリング効果については、本行ではマネタリーベースの拡大によって行っている。本来、当座預金の拡大によって短期金利はゼロ%近傍で推移するので、誘導目標をゼロ金利政策からマネタリーベースに転換しても理論的には同じことになる。しかし、マネタリーベースの増加を2年間に区切ったことで、結果として、インプリシットに存在する政策金利あるいは付利金利の引き上げが2年後に直ちに起きると想定する市場参加者もおり、その意味で時間軸が必要以上に短期化している可能性がある。従って、私は、前回の会合でOISカーブや金利先物レートカーブ、インプライド・フォワード・レート等に基づくと、政策金利の引き上げ時期が2015年前半に見込まれており、想定以上に短期化している点を指摘した。足許では、一部の指標は幾分長期化しているが、今後も注視する必要がある。この点、2015年1月以降もマネタリーベース・ターゲットを維持し、そのもとで付利金利0.1%を当面維持した後に徐々に引き上げていくのか、あるいはゼロ金利政策に復帰するのかなどについて議論を深め、ガイダンスを示した方が良いと考えている。また、前回会合でも指摘したが、付利金利のほか、短期国債や固定金利オペの活

用によって短期金利は資産買入終了時期よりも長く低水準に維持するガイダンスを検討した方が良いと思っている。

同時に、長期金利の急激な上昇を和らげるためには、当面は、①長期金利は緩やかに安定的に上昇していくと期待していること、②少なくとも2014年末までは長期金利の上昇ペースはインフレ期待の上昇ペースを上回らないと予想されることを表明し、可能であれば、③2015年以降についても、短期金利の低水準での維持や保有国債残高の将来経路をある程度示すことで、緩やかな上昇を想定しているといったメッセージを発信する必要があると思っている。

F e dでは2011年の出口方針に加え、バーナンキ議長も本年3月の講演で市場の見方や統計モデルをもとに、長期金利が、現在の2%から2017年にかけて4~5%へと緩やかに上昇していく姿を示し、地区連銀総裁らも、当面の間低水準の短期金利と資産保有額の維持によって引締めを急がないメッセージを発信しており、緩やかな長期金利の上昇の実現に向けて働きかけをしている。長期金利をコントロールできないということは明らかだが、そうだとすると何らかの望ましい長期金利の経路について、本行もメッセージを出していく必要があると思う。また、あまり2年という期間を強調し過ぎると、金利の上昇が急ピッチとなり国債市場の不安定化を促す可能性があり、その辺りの長所と短所も議論していくべきだと思っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境については、企業の資金調達環境は、金利、量、アベイラビリティの面とも緩和した状態にあるとの評価で良いと思う。資金調達コスト面では、引き続き低位で推移する一方、銀行貸出あるいは民間部門総資金調達額の伸び率が高まるなど、良い動きが継続しているとみてい

る。一方で、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向であるが、為替、株価とも大きな調整を経て、前回会合時と比べて、円高・株安で推移している。

こうした動きで懸念されるのは、皆さんがおっしゃられたとおり、第一に、市場の値動き、ボラティリティが大きいことが先行きの不確実性を高め、経済活動を慎重化させること、第二に、水準としてこれ以上下がった場合に、企業、家計のマインド低下などを通じて景気回復への重石となり得ること、といった点が懸念される。今後、実体経済、企業収益などの改善に沿う形で、資産価格が安定して上昇していくか注視していきたいと思う。

続いて、金融政策運営に関する意見を申し上げる。金融政策判断としては、先程申し上げたとおり、わが国経済は全体としてメインシナリオに沿って推移しており、金融調節方針としては現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れやリスク性資産の買入れなど従来の買入方針を継続することが適切と考える。政策に関わる論点として、長期金利のボラティリティに関連する論点を2つ、そして本行が2000年代前半に行った量的緩和政策の効果に関する実証結果に関して若干紹介させて頂き、現在の量的・質的金融緩和のマクロ経済効果に関するインプリケーションといった形で追加的な論点を示したいと思う。

まず一点目であるが、皆さんが議論された1年を超える資金供給手段の導入に関してである。今後、米国の金利動向、あるいはわが国のインフレ率のプラス浮上などを契機として、中短期ゾーンなど金利変動が再び高まる可能性は十分考えられる。そういった中で、より長めのオペ手段が準備されていれば、それを実際に発動しなくともバックストップとして市場の安心感に繋がり、急激な国債離れや過度な金利変動をけん制する効果は期待できるかと思う。一方で、われわれの政策意図との関係で考えると、金融機関の国債保有を促すことになりポートフォリオバランスと矛盾するといった誤解を生む恐れがある。また、時間軸の意味合い、あるいは執行部への授権のあり方など、慎重に検討すべき課題もある。従って、拙速

な対応を行うべきではないと考えており、市場動向や現行の1年オペの効果なども見極めながら、当面、状況を注視することが適切であろうと思う。

二点目の論点であるが、長期金利が変動しやすいそもそもの根本的な要因は何かと考えると、2年程度を念頭に2%目標を実現するという見方が浸透すればするほど、目標達成後の短期金利への関心と不透明感が高まる点だと考えている。2%達成後の出口戦略に関する情報、とりわけ短期金利の見通しに関する情報が全くないという現状のままでは、中短期ゾーンなど金利の方向感が定まらない。この問題は、今後、見通しどおりに物価がプラス浮上してくると、より一層重要度が増してくると考える。従って、色々と出口戦略の議論はある訳だが、少なくとも短期金利の見通しについては、情報発信の方法も含め、前倒しでボードで検討を始めるべきであると思っており、十分な議論を通じて今後何らかの共有できる方向性を模索していくべきであると、私自身は考えている。

三つ目の論点であるが、2001年から2006年に実施された量的緩和政策のマクロ経済効果について、私自身が行い先日の講演でも示した実証分析の結果を極く簡単に紹介したい。この論点は、現在、量的・質的金融緩和のもとで、株高・円安基調など金融環境が改善し実体経済の回復も後押ししているように窺われるが、当然のことであるが、過去の政策効果を現在に直接当てはめることはできないが、それでもかつて実施された同種類の非伝統的な緩和政策の効果を検証し、景気、物価への影響や波及ルートを確認することは、現在の政策効果を類推するうえでも一定の意義があると考えている。もっとも、ここでの実証結果は暫定的なものであり、また相応の不確実性も伴っているという点を十分留保したうえで、時系列アプローチに基づく主な検証結果を、以下の3点に簡単に要約したいと思う。

まず一点目は、全体として量的緩和政策は、景気——ここでは生産——に対して相応の効果があり、その際、株価及び為替レートといった資産価格を通じた波及ルートが機能していたということである。第二点は、一方で、物価に対する効果に関しては、景気への効果ほど明確ではなかったということ。三点目は、幾つかのサンプル期間を検証した結果、導入当初の

時期——すなわち長期国債買入れを増額した時期——並びにコミットメントの効果が強まる終盤期にかけてより大きな効果を発揮した可能性が示された。以上の3点である。

当時と現在を比較すると、第一に、海外経済の回復やリスクオンの基調、構造改革の取組みなど、当時と似通った好循環が現在も展望できること、第二に、現在の措置は量・質ともはるかに大規模であること、それから第三に、現在はインフレ目標が明確に設定されていること、こういった点から、現在の政策は、今後の回復経路をより一層強力にサポートすることが期待されると考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、金融環境であるが、企業の資金調達面では、銀行借入れ、CP発行環境とも極めて緩和的状況が続いている。社債については、長期金利の変動が大きかった中で一部に発行先送りの動きはあったものの、基本的には予定どおり消化され、5月の発行額についてもやや多めとなっている。投資家の買い意欲も強く、タイトなスプレッドの下で足許の金利上昇についても、大きくみれば底値圏と判断する先が多かったとみられる。現状の長期金利の水準が企業の長期資金の調達意欲を妨げている兆しは認められないとみている。

一方で金融市場については、FedのQEのエグジットが市場の関心の焦点となって以来、世界的に債券、株式、為替市場の変動が大きくなってきている。わが国の株式、為替についても、昨年11月からの大きなトレンドの揺り戻しが続き、大きく調整してきている。一方で、大きく変動してきた長期金利については、10年物でみると、前回会合以来、米欧の利回りが上昇しているもとでも横ばい圏内の推移となっており、一時に比べ落ち着いてきているものとみている。しかしながら、先行きをみると、米

国景気が基調的に回復に向かうとみられているもとで、米国長期金利は振れやすくなってきており、今後、折りに触れわが国長期金利の変動を大きくし、市場ストレスを高める可能性は高いとみている。また、わが国経済の回復、あるいは消費者物価指数の上昇のテンポが従来の市場予想を上回ってくる場合も同様のことが言える。

長期金利の変動については、残存期間の短い国債利回りの振れの大きさが市場のボラティリティ拡大の根源となっているという見方を背景に、ストレス時の対応策として、固定金利オペの長期化を望む向きがある。長期物の固定金利オペについては、貸出増加支援資金供給が既に存在し、現下の金利状況のもとで相応の貸出誘発効果を期待できるものとなっている。固定金利オペの長期化については、貸出増加支援資金供給を直接代替するものと見込まれることから回避すべきと考える。また、大量の長期国債を本行が買い入れているもとで、国債価格安定のため銀行に長期低利資金を供給することの是非については、慎重に検討すべき事項と考える。

もともと、貸出増加支援資金供給には機動的な対応ができないこともあり、市場の不測の変動に対応するための手段が必要であれば、2年物、必要があれば5年物の買入オペを予定外に打つことにより、市場が言うところのシグナル効果を出したら良いと考えている。これらについては、現状の買入オペ自体、柔軟な運営余地を執行部に委ねているものであり、その範囲で実行可能と考えている。買入平均残存期間についても、最終的な出来上がりはともかく、当面の間、6年を少々割り込んでも良いのではないかと思う。必要な場合には、市場動向に応じた機動的な対応が望ましいと考えている。

なお、次回会合までの金融市場調節方針は、これまでの方針を継続することが望ましいと考える。以上である。

黒田議長

論点は出尽くしたと思うが、「貸出増加を支援するための資金供給」の結果が本日発表されるが、この点についてご意見等はあるか。

石田委員

当初導入した時は、使うか使わないか分からないという銀行が多かったが、今の金利環境下では非常に貴重なカネだということになって、貸出を伸ばして何とか取っ払いこうという方向に変わってきているように思う。一部は、長期で取ったものを住宅ローン等で還元しようという向きもあるが、それも一定部分であって、多分、大部分の長期固定の部分は、一般のALMに吸収されると思う。従って、銀行としてはより長期の固定金利オペ導入と同じような効果があるとみていると思うので、今後とも利用されていくのではないかと思う。

黒田議長

共通担保オペの最長期間の延長については、ほぼ皆さんコメントされたと思うが、何かあるか。

白井委員

私は、今のところは見送りたいと思う。簡単に申し上げると、理由は3点ある。一点目は、ボラティリティが過度になったということは懸念されるし、今までボラティリティがないところで突然出てきたということは考慮する必要があると思うが、世界と比べても低過ぎ、これから色々な形でインフレになっていく中で、ボラティリティを潰すと思われてはならないと思う。その辺のモラルハザードが起らないような配慮が必要だと思う。二点目は、先程申し上げたように時間軸と関係していると思うので、この辺については皆さんと議論していきたい。三点目は、先程中曾副総裁がおっしゃったとおり、固定金利オペはALM手段の提供ということであるが、市場にそのように伝われば良いが、どちらかというところ今までは資産買入基金のところで金融緩和ということで行なってきたし、将来的にフォワードガイダンスのところで使える可能性もあるので、必ずしもALM手段として提供するという解釈になるか分からないところもあるので、今は1年で行なっていくのが良いと思っている。

宮尾委員

1点確認だが、石田委員が固定金利オペの議論のところで2年物、5年物とおっしゃったのは、国債買入れのことか。

石田委員

国債買入れのことである。

木内委員

固定金利オペについて、私も反対意見を申し上げたが、論点を若干付け足したい。一点目は、政策の整合性という点で、共通担保オペの最長期間の延長は、2年で2%というコミットメントとは整合的でない。例えば、今後2年物、3年物のオペを行なっていくとなると、今のコミットメントで示されている出口の先まで非常に低い金利で資金を供給することになるので、整合的ではない。二点目は、市場に支配されてしまうという懸念と重なるが、悪い前例を作ってしまうのではないかという点である。例えば、市場関係者との意見交換会で一部の方からこういう提案が出て、それがメディアで報じられ、市場に織り込まれて、それにわれわれの政策が支配される、つまり、市場に織り込まれたのでこの政策を採らないと市場で悪い反応が起こるといようなことになる。起こるとは思うが、だからと言って、こういった悪い前例を作ってしまうと、さらに市場の一部が好ましいと思う情報が出てきてそれを受け入れてしまうということになる。従来はこういう傾向があったと思うが、それとは決別したと思うので、また悪い前例を作ってしまうのは良くないと思う。三番目は、これと関連しているが、固定金利オペの長期化がはたして本当に市場の安定化に繋がるのか、短期的にはそうだと思うが長期的にはどうなのか、市場関係者は本当にそれが望ましいと思っているのか、一部の人の利害を反映している面はないだろうか、という点である。われわれの政策は、一部のグループの利害を反映するものではなく、日本経済全体のことを考えて行なうものであ

る。債券市場の安定化にはプラスではあると思うが、こういった意見は極く一部の機関の利益を反映するものではないかと思う。J－R E I Tの増額という議論もでていますが、それについても同じような傾向があると思う。われわれの政策を考える時、マクロ面でプラスであり、一部の利害を反映するような政策に歪められてはならないといった観点から考えても、慎重であるべきだと思っている。

中曾副総裁

一巡した議論を伺うと、共通担保オペの期間延長については、今回は見合わせるという意見、ないしは慎重論が多かったと思う。それぞれの論点については、プラスの効果もあるがご指摘の問題があるのも事実だと思うので、今回は導入しないということに特に異論はない。ただ、留意しておく必要があると思っているのは、昨日来の市場動向をみると、株価が相当上昇した割には長期金利が低位で安定していたが、ということは、市場にはこれを期待する向きが相応にある——ポジショントークを含めてだとは思いますが——と思うので、仮に今回見送りとなった場合、金利上昇ないし株安を誘発するというある程度の市場のリアクションは想定しておく必要があるかもしれないという点である。いずれにせよ、このオペの問題については色々な問題があるのは事実であるが、一方で、色々な効果を併せ持っている部分もあるので、今ということではないかもしれないが、いずれ来る出口接近時などにおける市場の変動に対応できる余地、つまり今はフェーズが変わった段階で弾力的に対応できる余地は残しておいたほうが良いと思うので、本件に関する議論を封印してしまったと受け止められないようすることが適当だと思う。

佐藤委員

本件と関連して、貸出支援基金による資金供給の申し込み状況を本日公表するということであるが、もっと早くできたのではないかと思う。それによって、余計な思惑が台頭することを未然に防止できたのではないかと

思う。貸出支援基金の申し込みの締め切りは確か5月20日前後だったと思うが、本日発表ということは、精査・集計に20日もかかっていることになるが、そんなにかかるはずはない。昨日の執行部の報告であれば、3兆円強の資金供給をするということなので、申し込みを締め切って集計した時点で速やかに発表できれば、それなりの市場の評価はあると思うので、そのところの受け止め方は変わってくると思う。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については、前回会合の調節方針を維持することで一致していたと思う。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」ということであった。また、先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、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。その際、勿論、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、必要な調整を行うことは当然である。

この間、債券市場をみると、委員の方々がおっしゃるとおり、前回会合以降、米国長期金利やわが国の株価下落などを材料に振れを伴う展開が続いている。もっとも、多くの委員が指摘されたように、市場参加者との意見交換会などを踏まえた国債買入オペの運営方法の変更は市場でも好感されており、昨日の説明にもあったように、ウェイトを引き上げた中期ゾーンの金利は低下している。いずれにせよ、引き続き市場参加者との意見交換を密接に行ないながら、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ことが重要であるとの意見が多かったように思う。なお、債券市場については、以前に比べてショックに対して変動しやすくなっているようであり、特に、米国の動向等によって変動しやすくなっているということはそのとおりだと思う。従って、これまでは弾力

的なオペ運営が市場の安定に一定の効果を発揮しているという意見が多く聞かれた。

また、今後市場が大きく変動した場合の備えという観点から、一部の市場関係者から共通担保オペの最長期間の延長という要望が出て、しかもそれが報道されたということがあったが、これについてはほとんどの委員が、巨額の国債買入れによるプレミアムの圧縮という効果は今後着実に強まっていくということと、先程申し上げたように弾力的なオペ運営によって市場は一頃よりも安定しており、今後それがさらに安定していくかどうかは議論があるところだが、今の時点で、固定金利オペの最長期間を延長する必要はないという意見であったと思う。ただ、この議論を封印してしまう必要はなく、市場の状況を見て必要があれば検討して良いと思うが、今の時点でそれに対する前向きの姿勢を示す必要はないし、誤解を招く恐れもあると懸念を表明された方が多かったと思う。

他に追加的な論点があればどうぞ。

石田委員

封印する必要はないというのはそのとおりだと思うが、ただロジックで考えると、例えば2年物の長期オペを実施するにしても、銀行が2年物の調達を取って運用とマッチングさせるALMの問題というのであれば、銀行が持っている資産を買ってやれば良い訳である。われわれが持っている手段でできることについて、わざわざ間接的な迂回路を考えていくということは、私には理解できない。それだけ申し上げておきたい。

宮尾委員

長期金利のボラティリティに関して、色々な形でコミュニケーションをより丁寧に図っていくというのは全くその通りだが、その点に関連して1点申し上げたい。岩田副総裁がおっしゃった点に関連して、2年で2%を目標とするというわれわれの強い決意を繰り返し述べることで、市場の先行き見通しを安定化させるという効果はあると思うが、他方で、それを強

調すると、「それでは、達成した後はどうなるのか」という議論が絶対に出てくる。前者だけではボラティリティは必ずしも安定しないという認識を、われわれの中で共有しておくべきだと思う。これは、白井委員も議論されているように出口に関わる議論であるが、出口を議論しただけでバックアップする、後退するというのではなく、もっと前向きに、長期金利の先行き見通し、中短期ゾーンの先行きの金利観をわれわれとしてどのように考えるのかということについて、時間軸とも関わってくるので、まずわれわれの中で十分議論を詰めて、どのような情報発信が良いのか——例えばFedは金利見通しのばらつきのようなものを出しているが、あそこまで合意できるかどうかは分からないが——、2%達成後どのような短期金利の先行き見通しをわれわれが持っているかということ、しっかりと内部で議論を詰めて、何らかの適切な形で情報発信していくことを真剣に考え始めていかないとならないと思う。これは、今後どんどんボラティリティが高まる、物価が上昇していくという中で直面する問題だと思う。

岩田副総裁

宮尾委員のおっしゃったことはそのとおりだが、われわれは、2%のインフレを2年程度で達成するというだけでなく、その2%のインフレが安定的に持続するまでと言っている。かつての量的緩和政策は残高自体を減らしてしまっていたが、それでは2%のインフレを安定的に持続することができないという共通理解がわれわれにはあるということをおっしゃるべきだと思う。決して、マネタリーベースの残高を急に減らすということではなく、増やし方を減らすということだと思う。昔のことを言うと悪いが、かつてのように量的緩和の出口で一挙に残高自体を減らしていくのではないということ位は、そろそろどこかで言った方が良くかもしれないということだと思う。その点を強調することが必要だと思う。

宮尾委員

その点は、全くそのとおりだと思う。岩田副総裁がおっしゃったのは資

資産買入れのパスだが、私がより強調したいのは短期金利、政策金利である。資産買入れのパスについてもおっしゃるような情報発信があり得ると思うが、資産買入れの将来のパスと同時並行で起こり得る短期金利のパスをどのように考えるのか、ということである。当然ゼロに抑える、という共通理解があるのであれば、それはそれで何らかの形で上手く情報発信していく必要があるし、そうではなくその時の状況をみて資産買入れの残高は高い水準を維持したまま金利が上がることもあるという意見の方も、もしかしたらいるかもしれない。そういうことをしっかりと議論していかなければならないのではないかと、ということをお願いしたかった。

白井委員

全く同感である。F e dのように政策金利の散らばりを出すということは、マネタリーベースから政策金利に移るということである。しかし、そこははっきりしていない。岩田副総裁がおっしゃったようにマネタリーベースでいくという考えもあり、そこはまだコンセンサスはないので、そろそろそういうことを議論した方が良いと思う。私は、もしマネタリーベースを維持するのであれば、付利金利が安定的な基準になっているので、色々な条件を付けたうえで付利金利を維持するというのもひとつの方法だし、あるいはゼロ金利政策に移ってそれを長く続けるという方法もある。いずれにしても、そろそろそういうことを議論すべき時が来ていると思う。

中曽副総裁

宮尾委員と白井委員から提起のあった論点は、広い意味で出口論、出口戦略だと思う。前回の量的緩和については、日本銀行は非伝統的な政策からの出口を経験した唯一の中央銀行であると思うが、幾つかの点において、今回は大変論点も多く難しいと思う。2006年の出口については、当時はわれわれ担当者は非常に難しいと思っていたが、今からみると非常にオーソドックスな出口だったと思う。つまり、われわれだけが量的緩和を行なっている中央銀行であり、まず、量を減らして量的緩和から出

て、オペレーショナルターゲットを金利に戻しゼロ金利政策としたうえで、4カ月後に利上げに踏み切ったという点で、非常にオーソドックスであったが、今回は色々な意味で課題が多い。つまり、今回は、われわれだけではないという点がある。恐らくF e dが先頭だと思うが、2番目は誰か、3番目は誰かというシークエンスの問題があると思う。それによって出口戦略も、言わばムービングターゲット的に変わってくるということもあると思う。F e dは、既に出口戦略を色々議論し事前準備をしている。恐らく内部の議論も一杯していると思う。例えば、プライマリーディーラーのサーベイなどによって、市場がどのような出口のシークエンスを念頭に置いているかということを経済のベンチマークとして持っている。われわれには、そのようなものはまだない。それらを踏まえたうえでも、米国については彼らも認識しているとおおり、どのような順番でやるのか——taperingの開始、付利金利の引き上げという順番になると思うが——など、非常に多岐に亘る問題がある。申し上げたいのは、2015年以降どのような短期金利のパスを想定するのかということを経済を議論することは、われわれにとっても当然大事ではあると思うが、出口論であるだけに注意も要する。まず論点を十分に執行部レベルで整理したうえで、ボードでしっかり議論していく必要があると思う。もう一つは、われわれが議論していること自体が一つのメッセージ性を帯びてしまうので、どのような場でボードとして議論していくかも関連した点であると思う。

佐藤委員

F e dでは短期金利見通しのばらつきを公表しているが、これは、ゼロ金利政策の時間軸が当初カレンダーベースで決められていたので、コミュニケーションの補完手段として公表されていたと私は理解している。今はどうなっているかというと、ご存じのとおり、失業率、インフレ率といった特定の経済指標と紐付きになっている。そういう意味では、日本銀行のかつての戦略、あるいは今の戦略に似てきているということだと思う。時間軸の話が色々出ているが、量的・質的金融緩和は、基本的に経済指標す

なわち物価と紐付きになっている。物価がこれから上がってくるということであれば、市場の時間軸は短期化してくる、ただそうは言っても物価がいつまで経っても上がってこないということであれば、時間軸は自動的に伸びていくということで、市場のいわば自動安定化作用が機能すると思う。物価は、近々、消費者物価指数で前年比プラスに浮上すると思うが、そうは言っても1%にはまだまだ遠い状況であり、今の時点で時間軸に関するコミットメントを特に議論する必要はないと思う。要は、市場に語らせる、経済指標に語らせるといったスタンスで、静観していれば良いのではないかと私は思う。

宮尾委員

おっしゃったとおり、自動安定化のメカニズムがあり、もし物価が上がってくれば人々の予想、時間軸が早まり、金利が上がるだろうという予想になるが、その時にわれわれがどのようなペースで上げるのかということとは分からない。そこで、市場は当然類推する訳であるが、その情報が全くないままで経済指標によって非常に大きく振れるということ、どのように考えるかということだと思う。それによって短期ゾーンがふらふらすることで中長期のボラティリティも上がるということが、恐らく起こり得ることだと思う。短期金利の見通しについての情報を提供するかどうかということになると、先程中曾副総裁がおっしゃったような議論になるので、そこはやはり慎重に進めなければならない訳である。私が申し上げたいのは、市場に任せておけば良いと言って市場に任せた結果、ボラティリティが上がってしまうことを、われわれとして認識しておくべきであるということである。

白井委員

期待には、インフレ期待とわれわれの金融政策に対する期待の2つがある。正直申し上げて、今は、日本銀行の金融政策に対する市場の期待が不安定である。2年で2%を信じている方には、付利金利を2年後に上げる

と言っている人もいる。そこが分からない訳である。時間軸には自動安定化という意味もあるが、われわれの政策が少し分かりにくいということが、時間軸を曖昧にしているところもある。私が申し上げたかったのは、われわれの金融政策スタンスに対する期待をもう少し安定化させるような方向で、ガイダンス等含めて議論した方が良いのではないかということである。私は、短期金利を抑えることと長期金利について議論をしたが、長期金利のところは人によって見方が違うと思うのでもっと大変だと思うが、少なくとも短期金利については、そう直ぐには上げないというメッセージは必要であると思う。

黒田議長

この点については色々な意見があったが、私自身は、現在の2%の物価安定目標の実現を目指し、しかも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と言うことで、ある程度明確なコミットメントができていると思う。ただ、確かに今後の物価上昇次第で近くなったり、遠くなったりということはあり得るが、恐らく大分近づいてくれば、どうするのかということを示す必要性がより高まってくると思うが、今はゼロ位のところで漸くプラスになろうというところであり、それが少しずつ上がっていくとしても年末までに1%に達するのか、達しないのか、なかなか分からないというような状況なので、今のところは、この程度の示し方が適切であると思う。ただ、宮尾委員や白井委員がおっしゃったように、市場が金融政策の今後について非常に不確実、不安定だと思って、それが原因で市場が色々変動するというようなことになってくれば、さらにより明確なことを示さないとならないということになるかもしれないが、今のところは、内部で議論していくことは良いと思うが、外に向かって言うのはややプリマチュアではないかと思っている。

石田委員

外にそのまま言うと誤解されるかもしれないが、今の10年0.86%という数字は、皆さんが大騒ぎしているほどプレミアムがある訳ではない。プレミアムは、実際はマイナスであると思う。2年と5年との間の3年、4年、5年の3年間をみると、まだ非常に低いレートである。ということは、全然織り込んでいない、あるいはわれわれのオペレーションによりプレミアムは物凄くマイナス方向に振れている訳なので、あまり緊張する必要がなく、私は、結構良いレベルにあるとみておかしくないと思っている。

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、山口俊一財務副大臣願います。

山口財務副大臣

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、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の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、責任をもって、その役割を果たしていく決意である。

先般、民間の力を最大限に引き出す「成長戦略」や、「骨太方針」の素案を公表したところであるが、今週中にもこれらを閣議決定するとともに、迅速かつ着実に実行に移していく所存である。

このところ、金融・資本市場においてボラティリティの高まりがみられており、その経済への影響を注意深くみていく必要がある。

日本銀行におかれては、こうした状況を受け、市場参加者の意見を踏まえ、国債の買入方法を見直すなど積極的な対応を取ってこられたものと承

知している。引き続き、「市場との対話」をしっかりと行い、市場動向を踏まえた弾力的なオペ運営に努めるとともに、そうした姿勢をしっかりと内外に示して頂くようお願いしたいと思う。

政府としても、引き続き市場動向を注視するとともに、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することにならないよう、経済再生に向けた取組みと併せ、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

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。わが国の景気は緩やかに持ち直している。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、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるものの、このところ一部に変化の兆しもみられる。

なお、最近の金融資本市場の動向とその影響に関しては、政府としても注視しているが、わが国の景気は着実に持ち直してきており、冷静に対応していくことが重要である。

政府の取組みであるが、政府においては、6月6日の経済財政諮問会議で「再生の10年」に向けた今後の経済財政運営の基本方針として、いわゆる骨太方針の素案について議論をした。この中では、中長期のマクロ経済の姿として、実質GDP成長率については2%程度、名目GDP成長率は、消費者物価上昇率2%の物価安定目標が実現されていく中で、平均で3%程度の実現を目指すこととしている。また、財政健全化については、「財政健全化への取組方針」や「主な歳出分野における重点化・効率化の考え方」などを示している。

さらに、6月5日の産業競争力会議では、成長戦略の素案について議論し、規制改革会議においては答申が取りまとめられた。

これらについては、さらに精力的に議論を進め、今週中を目途に骨太方針、成長戦略及び規制改革実施計画として閣議決定する予定である。

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されることを期待する。このところの市場のボラティリティの高まりに対して、日本銀行におかれては、市場参加者の意見を踏まえた対応を取られるなど努力頂いているところであるが、引き続き市場との対話を通じて適切に対応して頂くようお願いする。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案及び対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

議案を提出したい。議長案の6.の部分について修文の提案をする。「6. 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」と前回までと同様である。この修正案により、相応の副作用を持つ量的・質的金融緩和がさらに強化される、あるいは長期化される、またはそのような期待が市場で高まることで生ずる様々なリスクを軽減できると考えている。これにより、先行きの政策の柔軟性を確保することで、市場の安定にも寄与すると考えている。これらの修正を公表文上で実施しておくことが重要だと考えている。以上である。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。執行部は木内委員提出及び議長提出の二つの議案について説明をお願いする。その後討議を行う。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

金融市場調節方針に関する議長案から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。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。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。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、対外公表文の議長案である。「2013 年 6 月 11 日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。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／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。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行う。②ETF および J-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、持ち直している。海外経済は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直しつつある。設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移するなか、全体として

も下げ止まりつつある。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は持ち直している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。4. 先行きのわが国経済については、金融緩和や各種経済対策の効果もあって国内需要が底堅さを増し、海外経済の成長率が緩やかながらも次第に高まっていくことなどを背景に、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、次第にプラスに転じていくとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。6. 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。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。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

最後に、木内委員案である。「「当面の金融政策運営について」に関する議長案のうち、以下の点を変更したものを公表すること」として、「6. 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。

対外公表文の議長案について若干申し上げると、1.、2. については前回と同じである。3.、4. については基本的に昨日ご報告した月報の修正を踏まえ、景気の現状と先行き、物価の現状と先行きを書いている。3. の一番最後に、「予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる」というところは、前回と同じ表現にしている。ご議論あったとおり、

マーケットの一部で上昇が一服しているが、家計、エコノミスト等全体としては上昇を示唆するものがみられるということで、同じ表現とさせて頂いている。5.、6. については変化はない。以上である。

黒田議長

それではただ今説明のあった三つの議案について、ご意見があればお願いする。

白井委員

木内委員案について、前回会合からの続きでよく分からないので教えて頂きたい。読んだ感じの印象を申し上げますと、まず、今の量的・質的金融緩和で2%は無理だとおっしゃっている訳である。それなのに、なぜ中長期的に2%の目標の実現を目指すとおっしゃっているのかが、少し分かりにくい。今のこれだけの量的・質的金融緩和を実施しても2年では目標達成は無理であるとおっしゃっているのに、どういうミラクルが働いて中長期の目標を実現できるとお考えなのか。そこが少し繋がらない感じがするということが、第一点の質問である。

二つ目であるが、もし中長期的に2%の物価安定目標の実現を目指したいと思っているのであれば、ロジカルに言うと、中長期的に2%の物価安定目標を実現するまで金融緩和をするというように繋がると思う。そこが少し抜けている気がする。中長期的に2%の実現を目指すと書かれているので、それを実現するための方法を提示するだろうと思うのだが、そうならならず、そこが正直言ってしっくりこない。

三つ目であるが、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、柔軟に見直すということであるが、ここに関しては私の考えと全く同じであり、今のフレームワークでもそうだと思っている。われわれも、マネタリーベースを2年間で2倍にするとおっしゃっており、そのように言っている以上は、当然のことながら、一方で2%を安定的に実現するまでやるとおっしゃっているところとの整合性を考えなければならない。今は

2年間の集中期間でやっている訳であるが、それがそのまま良いのか、そのまま維持するのか、ゼロ金利政策など色々あるがそういう見直しが当然入っている訳である。ここに関しては、私は同じ意識で、恐らく皆さんもそうであると思うので、そこは違いがないように思う。これが第三点である。

四つ目であるが、なぜ集中対応措置とおっしゃるかというところで、それを言わないと日本銀行がだらだらと金融緩和をずっと続けるという期待を市場に与えてしまうからであるとおっしゃっているが、おっしゃりたいことは2年でやめるということである。多分そうおっしゃっているのではないかと思う。長々と続けるという期待を作りたくないと言っていることは、2年できっちりやめるとおっしゃっているように聞こえる。これは前回会合での私の質問であるが、中央銀行として私達は2%を掲げ、木内委員は中長期的に2%を掲げており、2という数字はお互いに入っているからには、2年間はやるがあとは知らない、2%に行かなかつたらほったらかしにするというのは、金融政策を実施する立場としてどうしてそれで信認が高まるのかが理解できない。そこのご説明をお願いしたい。

木内委員

質問への回答は前回と同じになってしまうかもしれないが、私が反対し修正すべきであると思っているのは、2年間で2%を目指すというコミットメントについてである。2%という目標が物価目標として適切かどうかについては、依然として疑問があるところであり、将来的には見直す必要があるかもしれない。しかし、経済状況が非常に変わり、例えば、生産性上昇率が非常に高まる世の中になれば、2%が人々が共有する中期的なインフレ率として適切になるタイミングが来るかもしれないので、そういうことについては今の時点では否定はしない。ただし、2%を2年間で目指すのは非常に不確実性が高いので、それについて反対するということである。この修文は、議長案に対する修正なのでそこに一種の制約があり、本当に言いたいことを全部表現できる訳ではない。当初は2%を2年間でと

いうところに反対した訳であるが、議長案から2年間という記述が抜けてしまったので、それに対して違うという見方を示すために、「中長期的に」という文言を前々回から加えたという経緯がある。将来的には2%を見直す必要があると思うが、今、われわれが実施している量的・質的金融緩和が非常に大きな効果を現し——例えば、供給サイドに大きな影響を現し——、日本経済が2%のインフレ率と整合的な経済状況になってくるのであれば、旗を降ろす必要はないと思っている。ただ、それは2年ではないと思っている。

それから、2年程度の集中対応措置というのは、ご指摘のとおり、今の量的・質的金融緩和は一種の劇薬であって、非常にリスクがあると思っている。ただ、今のコミットメントのままでは、達成するまで持続することであるので、自動的にそれがどんどん伸びていってしまう、あるいは伸びていってしまうという期待が市場で高まってしまふとこれ自身が良くないというのが、こういう文言を入れている一番の目的である。ただ、「その後柔軟に見直す」と書いてあるので、ここで絶対的にやめてしまうという訳ではなく、相応にリスクのある政策なので自動的に延長するようなことにならないように、もう一度そこでしっかり見極めようということである。その結果として、可能性として、さらに延長し50兆円ずつ買っていくということもあり得るだろうし、買入れをやめるということもあり得るだろうし、あるいは減額していくということもあり得るだろう。それは経済状況次第なので今時点では分からないが、自動延長にならないよう担保するような文言が必要なのではないかとと思っている。私の思いとしては、資産の買入れを長期間続けることには問題があると思っている。先程の出口論の議論で言うと、金利を引き上げていくよりも相当前の段階で資産の買入れをストップすることにならざるを得ないと思う。先程中曾副総裁がおっしゃった前回の量的緩和の出口の話に出たかもしれないが、前回との違いは、非常に長期の国債を買っているということであるので、今やめると言っても全然やめられない訳である。基本的にストック効果を重視している点からすると、資産の買入れをやめると言ってから実際に緩和状態で

なくなるまで何年も時間がかかってしまう。それまで、アクセルを踏み込むのはやめるとしても、アクセル自体は踏んでいる状況になっている。その時に、例えば、金利を上げていくということになると、アクセルとブレーキを両方踏む形になってしまうので、出口を考えた時に——私は、今の時点で出口論を外に出すことに反対であるが——重要であると思うのは、資産の買入れの方が大分先に終息に向かわなければならないということで、相当フォワードルッキングな政策をしていかなければ出口は上手くいかないということだと思う。資産買入れをやめて同時に金利を引き上げていくと、金利が急騰するという大きなリスクがある。私が念頭に置いているのは、2%の物価目標が達成されないとか十分に経済が良くならないとしても、資産の買入れについては比較的早めに手仕舞った方が良いとは思っているが、そこまでここではっきり言っている訳ではない。

佐藤委員

木内委員がおっしゃっていることは十分理解できるが、私はこのメッセージの出し方として、「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」では、先程出口論を外に出すことには反対ということであったが、どう考えても事実上出口について語っているということになる。柔軟に見直すということは、要は tapering の思惑を高めていくということになってくると思うので、そういう意味では緩和効果を高めるどころか、むしろ緩和効果を減じる可能性があると思う。この点では、議長案のように建設的な曖昧さを残しておくことが、現時点では適当なのではないかと思う。

木内委員

私の文章でも曖昧だと思うが、おっしゃったとおり、「2年の集中対応措置」と言うことによって、完全に買入れをやめるのではないにしても確かに tapering の期待が出てしまうかもしれないが、私の考えは、それと金利引き上げとの間には相当距離があるということであり、完全な出口で

はない。先程も言ったが、相当前から資産の買入れをストップしないと安定的な出口はできない。それがどのような経済条件かは正直言って分からないが、今後われわれの量的・質的金融緩和で経済にどのような効果が出てきて、その結果としてどのような状況が出口にとって本当に良いのかについては、私には、2%というのが出口の threshold にはならないのではないかと思っているが、これからみつけていかななくてはならないと思う。そういう意味では、完全な出口よりももっと手前から、一種の threshold をみつけていかななくてはならないと思う。2年程度というのは、そこを見極める一つの通過点にはなるだろうと思う。ただ、完全にそこでやめる訳ではないし、さらに続けるというオプションもある。そこで1回考える必要があるということであると思っている。

前回もご指摘頂いた柔軟性ということでは、やはり文章に書かないと駄目だと思う。われわれの中でこれは柔軟なスキームであると思っても、対外的にはそう思われていないので、早くも追加緩和期待が出てきてしまう。さらに、例えば、われわれが情報発信などを通じて比較的柔軟な枠組みであるということを情報発信し市場に理解してもらったとしても、状況が変わればその文言自体が言質にとられるということになるので、2年間で2%達成するまで延長するということになれば、達成は難しいにもかかわらず、達成するように政策を採っていかなくてはならないとなると、追加緩和策、あるいは長期間延長するという期待が出てきて、そういう市場の力によってわれわれの政策自体が実際にそういう方向に捻じ曲げられていくというリスクを考えると、柔軟性を文言のうえで確保しておかなければならないのではないかと思う。

中曾副総裁

別の点であるが、対外公表について執行部に確認であるが、従来は為替や金融市場が変動した場合、言及することもあったと思うが、今回は触れていない。これは、相場が戻っているから、あるいは総裁の記者会見で対応することで必要十分ではないかということか。

内田企画局長

前回もそうであったが、総裁の記者会見では必ず聞かれるので、総裁の記者会見の中で語って頂くということが良い、という判断で執行部としては出させて頂いている。勿論これ自体が議論のあり得るところではあるが、そのような理解である。

黒田議長

それでは最初に、金融市場調節方針、その後に木内委員案も含め対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時29分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[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ます。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

それでは雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に、木内委員提出の対外公表文に対する議案の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

木内委員が提出された対外公表文に関する議案は反対多数で否決された。それでは執行部は金融市場調節方針、木内委員案に関する記述と採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

内田企画局長

木内委員の注については前回と全く同じ内容なので、配付は省略させて頂く。

黒田議長

今執行部から説明があったとおりの修正後の対外公表文に異議はないか。それでは最終案がまとまった。対外公表文に関する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[11 時 38 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。なお木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（5 月 21、22 日開催分）及び 2013 年 7 月～2014 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

黒田議長

最後に、5 月 21、22 日に開催された決定会合の議事要旨、及び 2013 年 7 月から 2014 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りをする。お手許に配付された議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（5 月 21、22 日開催分）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

[2013年7月から2014年6月の金融政策決定会合の開催予定日の
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。議事要旨及び金融政策決定会合の開催予定日
に関する件とも、賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨及び日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨は 14 日金曜日 8 時 50 分に対外公表する予定である。また日程は本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、7 月 10、11 日に開催する予定である。なお、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、政府出席者の方々や関係者も含め、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。解禁予定時刻は 11 時 48 分である。

黒田議長

解禁時刻が 11 時 48 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。

(11 時 43 分閉会)

以 上