

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年11月20日（14:00～15:59）

11月21日（9:00～12:10）

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 浅川雅嗣 大臣官房総括審議官（20日）

古川禎久 財務副大臣（21日）

内閣府 梅溪健児 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
企画局審議役	野村 充（21日 9:00～9:10）
企画局政策企画課長	正木一博
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
企画局企画調整課長	上口洋司（21日 9:00～9:10）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14時00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、まず、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、新日銀ネット第1段階開発分の稼働開始に伴う国債現先オペの担保受払方式等の見直しに関する執行部報告と採決、2番目に金融経済情勢に関する討議、3番目に当面の金融政策運営に関する討議、4番目に政府出席者からのご発言、5番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に10月31日開催の議事要旨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します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児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。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿って説明させて頂く。前回会合から2週間強であるが、この間の内外市場の特徴としては、先進国における比較的好調な経済指標と金融緩和継続期待の両方に支え

られた株高傾向だと思ふ。

まず、図表 2 をご覧頂きたい。金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約 60~70 兆円のペースで増加させる方針のもと調節を行っている。11 月は季節的に相当大きな資金不足月であるので、マネタリーベースは足もとなかなか増えにくくなっているが、年末のマネタリーベース 200 兆円の達成は、現在のところ、可能と考えている。図表 3 の短期金利は、9 月末に G C レポや短期国債レートが一旦大きく下がり、10 月入り後は、9 月末要因の剥落により一旦少し戻している。ただ、足もとでは、また水準を若干切り下げている。こちらは予めから木内委員、佐藤委員がご指摘のとおり、年末要因および年末のマネタリーベース達成に向けた日本銀行の買入れが意識されている面が大きいと思ふ。もっとも、T B 金利についても 9 月末のように 0.05% を割り込んでさらに下がっていくという感じはなく、0.1% の当預付利水準との裁定も直接、間接に働くかたちで推移している。従って、12 月末に向けた短期国債オペの積み上げは、基本的には可能との印象を持っている。

図表 4 (1) の主要国の長期金利をご覧頂くと、9 月 F O M C での tapering 見送りなどを挟んで、米国の長期金利は一旦 3% 近傍から前回合時時には 2.5% 近傍まで低下していた。もっとも、その後は市場予想を大幅に上回る好調な雇用指標の公表、それから後程申し上げる株高を受けて再び若干水準を切り上げている。欧州の長期金利も米国と同様の推移をたどっている。本邦長期金利も引き続き非常にボラティリティの小さい動きの中、海外金利全般の低下につれて低下傾向をたどった後、足もとでは海外金利全般の反発や株高を受けて、若干上昇しており、足もとでは 0.6% 台前半で推移している。

図表 5 (1) が示すように、現在市場の予想する F e d の tapering 開始時期はかなりばらついているが、相対的には来年 3 月開始を予想する向きが多くなっている。(2) の利上げ時期に関する市場の見方も概ね本年 5 月 21 日時点よりも押し戻されたかたちとなっており、低金利の継続期待については、それなりに織り込まれたかたちとなっているかと思ふ。このよ

うに Fed の緩和継続予想が強まっている背景としては、2月に新議長に就任予定のイエレン副議長が、雇用重視の緩和寄りの姿勢であると市場にみられていること、その後のイエレン副議長の各種の発言も概ね市場の予想どおりであり、tapering の早期開始を予想させるようなサプライズはなかったことが寄与しているように思う。

この間、ECBは11月7日に、市場にとって予想外の利下げに踏み切っている。こちらは、欧州のインフレ率の低下のもとで低インフレ予想の定着懸念に配慮したものと説明されているが、市場では同時にユーロ高への懸念も背景にあるという見方が強いようである。バーナンキ議長が量的緩和縮小の可能性に言及した本年5月22日から、tapering を見送った9月FOMCまでの間は、先行きの金融政策に関する見方を反映しやすいと考えられる2年物の金利が、先進国の間で同じ方向に動く傾向がみられたが、ECBの利下げを境に、欧州の2年物金利が低下傾向をたどっている。一般の利下げは、EONIAなど現実の市場金利への影響は別として、市場の緩和期待の強化にはある程度寄与しているように窺われる。

この間、やや特徴的であるのが、図表6の中国の短期金利であり、中国人民銀行は、引締めといった意図は全く否定しているが、市場では、中国人民銀行が引締め気味の政策をしているのではないかという憶測が燻り続けており、このことが各種の市場金利に反映されている状況が続いている。

図表7の株価をみると、前回会合以降の特徴は、日米欧の先進国の株高であったように思う。米欧については、公表されている経済統計にまずまずのものが多く、2月から新議長に就任するとみられているイエレン副議長が、雇用重視、低金利環境の維持に前向きと捉えられていることがあろうかと思う。また、欧州でもECBが利下げを行い、緩和継続スタンスを政策アクションによって示したことを受けて、こちらも緩和継続期待が強まっていると思う。このように、総じて堅調な経済指標と緩和継続期待の強まりの両方から株価の上昇を支えていると思う。もっとも、この間、とりわけ最近の米国では、良い指標が出れば株が買われ、悪い指標が出て

も緩和継続期待が強まってさらに株が買われるという傾向があり、足もとではやや高値警戒感も出ている。

この間、前回会合時点との対比では新興国ではやや状況が異なっている。図表7(2)のエマージング諸国の株価をご覧頂くと、夏場7~8月に下落していた新興国の株価が、足もと若干戻しているとはいえ、再びさらに水準を切り下げる傾向にある。もっとも、足もとでは若干戻している。図表8(2)をご覧頂くと、前回会合時点との比較では、夏場に一旦売り込まれたインドネシア、トルコといったところの株価が再び水準を切り下げている。その根底には、米国の tapering については時期の前後はあれ、いずれ開始されるというコンセンサスがあり、こうした意識の中では、結局は新興国のファンダメンタルズに焦点が戻っていくという動きを反映しているように思う。

次に、図表9の為替レートであるが、ドル/円相場は再び1ドル100円近傍の動きで、円安となっている。米国で緩和予想が強まっている中での円安・ドル高には一見奇妙な印象もあるが、基本的には本邦の株価が上昇する中で、日本の株高と円安・ドル高の相関関係に注目するファンドによる円売り・ドル買いが大きな要因となっているように思う。この間、前回会合まで顕著に上昇してきたユーロについては、前回会合以降、ECBの利下げもあり水準を切り下げている。もっとも、ECBが利下げに踏み切った後、再び若干値を戻しており、足もとでは再び1ユーロ1.35ドル台である。このように、ユーロは底流としてはなお強いと感じられる。その背景としては、ユーロエリアの貿易収支が黒字基調で推移しているため実需のユーロ買いが強く、また先行きECBにさらなる緩和手段が多く残されている訳ではないとの見方が強いことがあろうかと思う。このように、ドルが円に対しては高くなったことに、ユーロがドルに対して値を戻したことが重なり、ユーロ/円相場はかなりのユーロ高傾向となっており、足もとではユーロ/円は2009年10月以来の高値水準となっている。図表9(2)のエマージング諸国の為替レートは、株価同様、夏場に売り込まれた新興国通貨が前回会合以降は再びやや売り込まれる展開となっている。

もつとも極く足もとでは、これも株価同様若干戻している。図表 10 (2) をみて頂ければお分かりのとおり、前回会合以降、夏場に売り込まれていたブラジル、インドネシア、インド、南アフリカの通貨が再び下落している。

先進国で世界的に緩和継続期待が強まっているもう 1 つの背景として、図表 11 の最近の商品マーケットもご覧頂きたい。グローバル市場では、C R B など商品価格が総じて軟調である。この背景には、新興国の成長スピードが鈍化していることなどが挙げられるが、こうした商品市況の動向も、世界的なインフレ懸念の後退や先進国が超緩和的な政策を続けることができるという市場の意識に繋がっている感がある。とりわけ、構造的に興味深いのは、図表 11 (2)、(3) の原油マーケットであり、原油価格のフォワードレートをみると、フォワードカーブは、ここ数年の間に右上がりの形状から右下がりの形状に変わってきている。中長期的にも原油価格の先高予想は修正されてきていることが窺われる。この背景については、市場では、シェール革命といった構造的な要因を指摘する向きが多いように思う。

図表 16 をご覧頂きたい。現状、先程申し上げた短期金利の水準低下があるが、国債買入オペや短期オペにおいて、資産の買入自体ができないという問題に直面している訳ではない。金融市場局としては、年末のマネタリーベース 200 兆円の達成は引き続き可能と考えている。買入れの状況は、5~10 年のゾーンでは、主要プレイヤーが自らのポートフォリオ売却を一段落させているという動きがあり、落札分の平均残存期間は 11 月 11 日、13 日はそれぞれ 9.37 年、9.49 年であり、10 年新発債が持ち込まれる傾向が再び強くなっている。それでも、これまでの買入分の平均残存期間は注 4 のとおり、7.2 年とほぼ 7 年程度の範囲にとどまっている。

この間、年末に向けた短期オペについて、若干の留意点を申し上げたい。図表 17 の E T F、J - R E I T、社債、C P でいずれも工夫を凝らして買い進めているが、C P については、オペの本質的な性格上、どのような残存期間のものが入ってくるか、こちらでコントロールできない。極端な

話、今日買入れたものが明日償還で抜けてしまうこともある。元々CPは、12月に期落ちするものが多く、金融市場局としてもある程度の期落ちの増加を見込んで買い進めているが、それでも12月に期落ちするものが予想以上に多く入ってしまう可能性はある。逆に12月に沢山期落ちするだろうと思って買っていたが予想外に期落ちが少なかったということもあり得る。いずれにしてもCPの買入れについては、金融商品およびオペの性質上、特に、このような2.2兆円のピンポイントの達成にはやや制約が大きいという点は、この段階でご理解頂ければと思う。勿論大きく外れる可能性は低いと考えている。われわれとしては、引き続き、ボードで決定された方針に沿って、鋭意オペレーションを進めていきたいと考えている。私からは以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

図表3でご説明頂いたとおり、短国レートで、年末にかけて本行がさらに買っていくという期待から金利先安観が出ているということであるが、一方で、マネタリーベースの年末達成のためには必ずしも短国のオフア額を増やしていく必要はない、むしろ少し減らす余地もあるというような話も聞いている。これについては、市場と本行のスタンスに乖離があるのか。もしそうだとすれば、例えば、12月のオペが増えなければ逆に金利が上がってしまうというようなこと——下がるよりは良いと思うが——が起こるような認識ギャップはあるのか。

山岡金融市場局長

基本的には、これからも色々工夫を凝らして買っていきたいと思うし、弾力的に対応したいと思っているが、ここ1か月間に実施してきたオペの頻度、金額と、例えば民間の各種のファックス媒体などの予想は大体合致

している。マーケットが事前に多く予想していたり、少なく予想していたということは、あまりないと思っている。先行きの金利が上昇する懸念については、上昇するにしても下落するにしても現在の地合いからするとその程度は小さいという印象を受けている。これは元々0.1%で裁定が働くということもあるが、特に最近の短期国債のマーケットは、レポ市場との裁定も意識して目線がやや揃ってきており、一旦0.05%台まで落ちたところで、その0.05%~0.06%台でやや膠着状態、横ばいの状況になっていた。その範囲では、やや安定してきている感じがある。先行きについて、ここからレートが大きく乖離していくリスクは比較的小さいという印象を、現時点では持っている。

木内委員

12月も毎週2兆円というのがコンセンサスなのか。

山岡金融市場局長

現段階ではそうだと思う。

木内委員

従来と同じペースで買って行くのであれば、なぜ金利先安観が出るのか。

山岡金融市場局長

毎回2兆円買って行くというペースはこれまでの平均的なペースに比べて若干多いということと、9月末ほどではないにしても12月末を意識する気持ちも若干あり、それが加わってということかと思う。

雨宮理事

今下がっているのは、オペの増額でレートが下がるのを先取りして買いが入ったというよりは、12月末に3月、9月ほどではないにしてもキャッシュ潰し的なTBの需要が出るのではないかということを見越して、一部

が買いを入れたという面が比較的大きいようである。

木内委員

2つ重なってではないか。

山岡金融市場局長

それはあり得る。

雨宮理事

かつ、オペについては、大体これ位だろうということと重なってということになる。オペの増額ということではないと理解している。

佐藤委員

海外の金融市況に関して、先程、いいところ取りという説明があったが、今の局面を今年5月のバーナンキ議長の議会証言前の状況と比較して考えてみると、あの時もいいところ取りという状況で、良い指標が出ればリスク資産が買われ、指標が弱ければFedの金融緩和が長期化するという見通しから、リスク資産がまた買われるという状況であったので、今と似ていないこともないと思う。勿論、当時は株も強かったが、search for yieldの動きが非常に強く、それがエマージングに出たり、クレジット物に行ってハイイールド債がラリーするといったようなことがあった。足もとの状況をみると、エマージングが、先程の説明にあったようにどちらかと言うと軟調で、クレジット物、ハイイールド債は、鳴かず飛ばずで別にどうということはない。そういう点では、いいところ取りが今回は株だけに来ている感じがするが、この背景についてはどのように理解したら良いか。5月までのマーケットは、グローバルにかなり過熱したと思うが、足もと過熱しているのは株だけであるという状況は、比較的健全な証拠、企業収益の改善に裏付けられた比較的健全な株価の上昇と考えて良いのだろうか。

山岡金融市場局長

tapering の情報発信以前と現在との違いで敢えて大きいものを挙げると、現在は、tapering はいずれ始まる時間の問題であるという認識について、コンセンサスがあるということかと思う。そうした中で、tapering を始めた時にどこが影響を受けるかをみているような気がする。根拠はないが、量を減らすとクロスボーダーでの資金フローに影響が出るのではないか、あるいはそのように思う人が多いと思っている人がマーケットに比較的多いため、tapering がいずれ行われるとなると、クロスボーダーでの資金フローを伴う新興国への投資に対しては、ファンダメンタルズをみてという姿勢があるように思う。また、tapering を開始した時に、例えば、MBSの買入れを減らすことでどのようなマーケットに影響が出やすいかということで、近いところでしかもリスクが高いところのマーケットについては慎重にみようという感じがある。相対的には、株に向かいやすく、ハイイールド債や新興国に対する投資については、5月以前に比べれば若干慎重になりやすい面があるという印象を持っている。

白井委員

図表 16 の買入オペでは、残存期間のゾーン別の区分が1年以下、1～3年、3～5年、5～10年、10年超となっている。これを他のゾーン別に変える可能性、すなわち他の組合せも考えられるのか。例えば、1～5年は、オペレーション上、1～3年と3～5年に分けられているが、完全にここを切った場合に変化がないのかどうか。ゾーンの調整が他にあり得るのかということを知りたい。米国の場合は、LSAPを始める前はある種の輪番オペのようなものがあり、それよりも長期の物を買うようになったはずであるが、そのゾーン別の区分は、恐らくLSAP1、LSAP2の時とオペレーション・ツイストの時とで変わったと思うが、それはどのような考えに基づくものか。また、ゾーン別をこれからずっと固定していくのか。ずっと固定して変えない場合の良い点と悪い点は、どのようなものが考えられるのか。

2つ目の質問は、先程、日本の場合、株とドル／円レートで再び相関が出てきているということであったが、以前の資料によると、昨年末から今年5月頃にかけて、大きく分けると3種類の投資家がいるという話であったと思う。日本株ロングと円ショートのを組み合わせるグループ、システム系でとにかく相関のあるところをみるグループ、ドルと株とJGBを組み合わせるグループなどであったと思う。確か、円ショートと株ロングの投資家は1回撤退したと思うが、そういうタイプの人達がまた戻ってきているのか。その辺のところ分かれば教えて欲しい。

最後に、図表6の中国の短期金利で、この政策金利（貸出基準金利）は10月末にマーケットドリブンのプライムレートに変わったと思うが、プライムレートはどうなっているのかを伺いたい。中国は、7月に貸出金利を一応自由化し、10月末にプライムレートを導入し、マーケットドリブンの方向に移ってきているが、それが中国の銀行間市場に何らかの影響を及ぼしていないのか。先程おっしゃったように意図的に引締めの方角にしているかもしれないが、そういう一連の制度的な変化も銀行間市場に影響しているかもしれないので、もし分かればお伺いする。

山岡金融市場局長

米国のゾーン分けについては、後程調べてご報告する。そのうえでゾーンの切り方については、全くの仮想実験ということであるが、一般的には、各ゾーンを買っていく時にまず気にするのは各ゾーンの流動性だと思う。全く流動性がないマーケットで買おうとしても無理かと思うが、現在のところ、このゾーン分けでいくと、それぞれのところに新発債が入ってくる。1～3年では2年債、3～5年では5年債、5～10年では10年債があつて、ここにカレントのマーケットがあるので、これをかまさないかたちでゾーン分けをすると買えない可能性や急激に流動性をスクイズする可能性があると思う。それから、ゾーン分けをするかしないかも両方ある。これも仮想実験であるが、ゾーン分けをしない場合、特にこのポートのこの年次を売りたいという巨大プレイヤーがいて、その人達がどんな腹切りレー

トでも売りたいというようなことがあると、それだけを全部買って他の年次を全然買えないということになる。これは、政策効果との兼ね合いだと思うが、イールドカーブ全体の低下を促したいということであれば、それで良いのかという考え方はあり得るかと思う。一般論としてはそういうことかと思う。

白井委員

1～5年をはっきりと切ってしまった場合、投資家に影響はあるのか。

山岡金融市場局長

今は、1～5年を1～3年と3～5年に切っているが、特に春から夏の段階で、特定の年次、具体的には2～3年のところを処分したいというニーズが非常に強いプレイヤーがいたため、1～5年でまとめておくと5年に近いところを買えないという問題があったために、万遍なく買うために敢えてこのようにしている。分けることについてはpros and consがあり、市場の自然な期待形成を促す観点からは分け過ぎるのは良くないという考え方は、当然あるかと思う。そこは市場をみながらケースバイケースではないかと思う。

ドル／円レートについては、白井委員がおっしゃるとおりではあるが、マクロ系ファンドが撤退したというよりは、シナリオを変えたということかと思う。何らかのかたちで取引をしなければならないので、結局、ドル／円と株の間の相関があると、また戻ってくる。同じようなプレイヤーが1回は別のストラテジーを採ったとしても、また戻ってきているということかと思う。その時に注目するのが金利差であったり、株との相関であったりということである。足もとの相場に興味深いのは、米ドルは他の通貨に対しては必ずしも強い訳ではないということである。むしろ、緩和継続期待は、米ドルについては下落圧力になっているが、円に対してだけ円安・ドル高となっている。それは、そのようなプレイヤーが日本株とドル／円については、その相関に着目してまた戻ってきているということが

あるのではないかと思う。

中国に関しては、ご指摘のとおりであり、旧来の貸出基準金利を使っている。これについてもプライムレートのデータがあるかどうかチェックして、もしあれば後日ご報告させて頂きたい。

中曾副総裁

国債の市場流動性については、色々な指標、国債補完供給、ここにはないがフェイルの発生状況、板の状況からみて、全体として、どの程度回復してきていると評価できるのか。つまり、何らかの外生的なショックがあった場合に吸収できるほど十分に深い市場流動性を、ある程度回復してきているのかどうかについての評価を聞かせて欲しい。

山岡金融市場局長

前回の会合時からほとんど変わっていないというのが市場の評価ではないかと思う。市場では、ボラティリティがここまで低下していることやビッグプレイヤーがポートを抱え込むスタンスを最近強めていることで、言ってみれば大口の取引はない、目立った取引が減ってきており、ここをテストしていないという懸念を持ち続けている先はあろうかと思う。実際、表面的なビッド・アスク・スプレッドなどでは大きな問題があるようにはみえないが、実感としての板の薄さは皆さん指摘されているところであり、板を突き抜けるような取引をトライしていないから問題にならないのであって、実際それを試みたら突き抜けてしまうのではないかという懸念を表明する先は、未だに多いのではないかという印象を持っている。

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説明をお願いします。

外山国際局長

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】に沿ってご説明申し上げます。図表1のグローバル製造業の生産PMIは、10月は52.9と先月とほぼ同じ水準となった。米国の大幅な落ち込みを、日本を含む東アジアや欧州の改善がカバーしたかたちとなっている。図表2の米国経済については、第3四半期の実質GDPは前期比年率+2.8%となった。家計支出は堅調さを維持したほか、政府支出も州、地方政府の増加によって、4期振りに僅かではあるがプラスとなった。ただし、設備投資は控えめな増加にとどまった。また、在庫投資の増加が全体を嵩上げしているが、その後公表された9月の卸売在庫の増加幅が大きかったことから、第2回推計値でのさらなる上押しが予想されているところである。企業セクターの活動は幾分持ち直した。10月のISM指数が製造業、非製造業ともに改善したほか、鉱工業生産指数も、製造業については次第に増加率を高めてきている。家計セクターについてみると、実質個人消費は堅調を維持している。可処分所得が着実に改善しており、年明け後、急低下した貯蓄率も、昨年第3四半期頃の水準に復している。年初のブッシュ減税、給与税減税縮小による財政の坂の影響は、概ね一巡したものとみられる。一方、10月前半に政府機関が閉鎖された影響は、幾つかの分野で見られている。モーゲージ金利が幾分低下したにもかかわらず、住宅ローン申請件数は11月に入っても滞っている。また、消費者コンフィデンス指標のうちミシガン大学指数は、9月、10月に引き続き、11月もさらに低下した。自動車販売も、2014年モデルの投入に合わせオートローン金利を含むインセンティブがやや縮小されていることもあって、10月上・中旬は売れ行きがやや鈍っている。しかし、株や住宅等の資産価格は上伸しているほか、顕著な改善となった10月の雇用統計が示すように雇用環境は改善しており、先行きの家計支出は底堅く推移していくものと見込んでいる。なお、失業率は0.1%ポイント上昇して7.3%になったが、これは政府部門の約40万人が一時帰休したことによるもので、一時的とみられる。

図表 4 の欧州経済であるが、ユーロ圏の第 3 四半期の実質 GDP は前期比年率 +0.4% と第 2 四半期の増加幅の +1.1% を下回った。スペインが +0.4% と 10 期振りにプラス成長となったものの、前期の反動もありドイツの成長率が +1.3% へと低下したほか、フランスは -0.6% とマイナス成長に逆戻りした。イタリアも、マイナス幅が漸次縮小してきているとはいえ、-0.5% 成長と 9 期連続のマイナス成長となった。ポジティブな材料としては、消費者コンフィデンスの改善とともに、小売売上数量が底入れしているほか、ユーロ圏投資財出荷、ドイツ投資財受注も低迷を脱しつつある。また、輸出のハードデータが、底入れはしているもののはっきりと持ち上がっていない中で、製造業輸出受注 PMI は、10 月は 53.1 と 4 か月連続で 50 を上回った。もっとも、失業率はユーロ圏全体で 9 月 12.2% と周縁国中心に厳しい状況が続いており、消費者物価をみても、非加工食品、エネルギー価格のほか、サービス価格も上昇率が低下したことで、10 月の H I C P 総合は前年比 +0.7%、コアでも +1.0% まで低下した。H I C P 総合ベースでは、ギリシャ、キプロス、アイルランドが前年比でマイナスとなっているほか、自国統計ベースでは、ポルトガルとスペインでもマイナスになっている。これを受けて、E C B は 11 月 7 日の政策理事会で政策金利を 0.25% 引き下げ、0.25% とする金融緩和を決定した。

図表 6 の中国経済であるが、中国の製造業 PMI は、H S B C ベース、国家統計局ベースのいずれも緩やかに改善している。H S B C ベースの輸出受注 PMI も、10 月は 51.3 と一頃よりもしっかりしてきている。実際、10 月の輸出は、季調済前月比で +2.9% と欧米向けを中心に持ち直した。名目小売売上高も、10 月は前年比 +13.3% と堅調な伸びを続けており、中でも自動車販売台数は、新車投入や昨年 of 日本車不買の反動もあり、10 月は前年比 +20.3% と著伸した。固定資産投資は、10 月に公共部門や不動産部門の伸び率が低下したが、一般機械やその他製造業に牽引された製造業が伸び率を高め、全体として前年比 +19.4% と高めの伸びを保った。こうした内外需の動向を受けて、生産は、10 月に前年比 +10.3% と安定的な伸び率を維持したが、内訳をみると、鉄鋼が増勢を一服させる一方で、

輸送機械やIT通信機器の伸び率が高まっている。金融面では、10月中の新規貸出増加額が顕著に減少したほか、社会融資総量も銀行引受手形、信託貸出、社債中心に、前年からの残高の伸びが縮減してきており、当局の穏健な中でもやや引締め気味のスタンスが投影されているとみている。なお、11月9～12日に開催された三中全会では、コミュニケにおいて、「少しも緩むことなく、公有制経済を強固に維持・発展させる」といった保守的な記述もみられたが、「市場が資源配分について決定的な役割を果たすようにする」といった改革に極めて前向きな表現が盛り込まれた。15日に公表された決定全文も、財政、税制改革等一部を除き、具体性に欠けるとの指摘もあるが、全体として、改革を推進する強い決意を示す言葉が選択されており、今後の改革の実現に期待を持てる内容となったとの見方もある。

NIEs・ASEAN経済であるが、ここまで一進一退を繰り返してきた韓国、台湾の輸出は、10月に地域別では欧米等先進国向け、加えて台湾については中国向け、財別では、韓国では通信機器、半導体、自動車、台湾では素材を中心に伸びを高めている。輸出受注PMIもこのところははっきりと改善しており、米国、中東、東南アジア、欧州からの需要増によるものと説明されている。一方、ASEANでは、消費者コンフィデンスの低下とともに、個人消費や総固定資本形成が鈍化した状態が続いているほか、輸出も資源国であるマレーシアや中国、ロシアからの観光客が増加しているタイを除けば、域内向けを中心に精彩を欠いている。こうした中、フィリピンを襲った台風ハイヤンの影響については、なお実情把握ができておらず、被害推計もGDP対比0.5%～5.8%とかなりの幅がある。

国際金融市場であるが、雇用統計等重要指標が市場の期待を上回ったことや、イエレン副議長の公聴会での発言を巡り、Fedの資産買入縮小開始時期に関する思惑が揺れ動いた。一旦、米国経済の回復モメンタムが強まってきたことで、Fedの資産買入縮小開始時期が思っていたよりも早まるのではないかとの見方から、新興国の株や通貨は下落した。もっとも、足もとでは、イエレン新議長のもとではFedが緩和を長期化させるので

はないかとの期待から、リスクオンの流れが優勢となっているようである。

以上をまとめると、世界経済の現状評価を、4月以降使っていた「持ち直しに向かっている」に替えて「一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している」とすることが適当と考えられる。私からは以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

宮尾委員

米国のGDPについて、在庫投資が寄与し、卸売在庫が高い数字であったという説明であったが、この在庫の解釈としては、前向きな良い在庫の積み増しなのか、それとも悪い在庫の積み上がりなのか、その辺はどのような解釈がされているのか。

外山国際局長

財別にしか分からないが、自動車の在庫はむしろ減少しており、積み上がっているのは資本財である。従って、今後の設備投資に向けての前向きの輸入であるとか、生産による積み増しがみられたと解釈することも可能だと思う。ただ、それ以上のことが分かる訳ではないので、必ずしも悪いということではないかもしれないということ位しか言えない。

木内委員

景気判断を僅かではあるが引き上げられたが、このタイミングで引き上げるきっかけは何か。強い違和感がある訳ではないが、最近、われわれとしては、外需が少し弱いという情報発信をしていたので、国内の景気判断が変わらないこのタイミングで、僅かであるが海外の景気判断を引き上げると、若干違和感を持たれて、なぜなのかと言われる可能性もあるので、何が判断の1番の要因になったかを聞かせて頂きたい。

2つ目は欧州であるが、ドイツの経常黒字の問題が出てきているが、何が背景で、今後どのようなリパーカッションがあるのかを考えている。よく言われるのが、ドイツの経常黒字は今急に増えている訳ではなく、前から高水準でありあまり変わらない中で、なぜ急に注目され始めたのか。例えば、米国が発信源だとすると、中国に対して不均衡と言っていたが中国の経常黒字は大分減ってきたし、人民元もそれなりに上がってきているので、矛先がドイツに向いてきたという面がある。そうすると、今後、通貨の問題、つまりユーロ安牽制のような流れに発展していく可能性があるのかどうか。一方で、ドイツの経常黒字は域内に対してはかなり減っているのに、ユーロ域内の問題ではないと思うが、果たしてそういうことで良いのか。域内でも、ドイツの黒字が大きいという問題に同調するような動きが出てきた時に、例えば、ドイツはもっと内需を吹かして他の国から輸入を増やすべきである、あるいはインフレ率を高めてユーロ圏内の他の国の相対的な競争力を高めるべきであるというような議論が出てきた時に、それは金融政策を巡るユーロ域内での議論に繋がりやすいように思う。今後、この問題はどのようなかたちで発展していきそうかを教えて頂きたい。

外山国際局長

最初の点だが、景気判断を引き上げたと言っても、半ノッチ位だと思っている。この表現を8か月間ずっと使ってきたが、ここにきて、一番大きいのは、米国で政府機関の閉鎖の影響を受けつつも、景気が緩やかな回復を続けしっかりしていることが確認できたということだろうと思う。10月の時点では、政府機関の閉鎖で今後どれだけの影響が出てくるかまだ見通し難い状況であったが——勿論、今の段階で全てが分かっている訳ではないが——取り敢えず色々な指標をみると、比較的軽微な影響にとどまっております、雇用状況の改善等をもみても、緩やかではあるが回復パスはしっかりしているという判断ができる度合いが高まってきたと思う。中国については、暫く前から、安定成長の範囲内ではあるが上向きが続いている。三中全会等大きな会合もあったが、今後も、当面の間は同じような景気が続

くという期待が高まっているということで良いと思う。最も気掛かりだったのが、経常収支の赤字国を中心とした新興国の動向だったと思うが、ここに来て、第3四半期のGDP等の計数をみる限りは、影響は出ているものの、大きく懸念していたほどの影響は出ていない。従って、世界経済全体としては、依然として下方にリスクは厚いと思うが、リスクの分布が少し縮まってきており、こういうことも含めて、ベースラインを少し上げて良いのではないかと思う。

2点目の欧州の問題であるが、これは非常に深遠な問題で色々な議論もあろうかと思うが、きっかけは米国の財務省の報告書において、ドイツが6%位の経常収支黒字を維持していることが槍玉に上げられたことで、IMF等国際機関もこれを問題視しているということだろうと思う。必ずしも為替ということでもないのだろうと思うが、全体としてのインバランスが、形を変えながらなお継続している中で、そのリスクの芽をできるだけ小さくしたいというのが基本だろうと思う。おっしゃるように、ドイツの経常黒字は、域内向けが大分縮小してきている一方で、域外——特にアジア向けだろうと思う——に対してかなり拡大してきており、全体としてはGDP比6%程度で変わらない。域外が拡大している1つの背景には、全体としての金融政策の中でのユーロの価値という点で、ドイツがかなりのユーロ安を享受できているということもあると思う。ただ、ドイツの経常黒字構造がユーロの安定自体にも問題であるといった議論をする人にとってみれば、いくら縮まってきたといっても、ドイツは域内に対しては経常赤字を引き受けていくべきだということになり、それによって域内全体のバランスが回復できるという議論になっていくので、縮減してきたとはいえ、なお域内向けに黒字を確保しているということも、そういった論者からは、なお不満だということになると思う。今申し上げたような色々な議論があるが、どこに焦点を合わせるかによって、これをどのように解決していくべきかということも変わってくると思う。ドイツにとってみれば、経常黒字は競争力が高まったことによるものであり、他の国がやるべきことをやっていないのでドイツが相対的に優位なポジションになって

いるだけだということで、財政を少し吹かして内需を持ち上げても、輸入の増加にはそれほど結びつかないといったようなことを主張すると思う。一方で、域内の不均衡の是正を解消すべきだといったことを強調する人からすれば、ドイツは、インフレになったとしても色々なかたちで内需を増加させて、域内の不均衡をまず解消すべきことに精力を傾けるべきで、それこそがユーロの安定に繋がり、ひいてはドイツの利益にもなるだろうということだと思う。このように、なかなか難しい問題で、立場立場で主張すべき点が違ってくると思う。簡単に整理すると、そういうことではないかと思う。

白井委員

米国のフィスカラドラグの成長への影響について、今年は財政赤字の削減が大きく、金額的には230億ドル程度だと思うが、それがCBOの推計では成長率を1.5%ポイント引き下げたと推計されている。来年は財政赤字の削減額がかなり減る訳であるが、今度はそれが成長率を押し上げる要因となると思うが、国際局では、押し上げ効果はどの程度とみているのか。

2点目は、米国のインフレ率低下の背景に、シェールガスがどの程度影響しているかについて、以前に国際局のレポートで、シェールガスの2012年の成長率押し上げ効果が大体0.2~0.3%、名目GDPで0.1%であった。そうすると、GDPデフレーターではマイナスであったと思う。要するに、物価押し下げの影響があると思うが、CPIに置き換えた時に、あまり大きな影響を与えていないのか。最近のインフレ率低下傾向へのシェールガスの影響について教えて頂きたい。

最後に、以前の決定会合でも同様の質問をしたことがあるが、新興諸国で1番問題になっている5か国の中に、明らかに違う動きをしている2種類のグループがあると思う。5月から11月半ば頃までの株価、為替、債券価格をみると、トルコ、ブラジル、インドネシアのグループでは、株価は下落し、債券価格も下落し、通貨も安くなった。ところが、インドと南

アでは、株価は上昇している。債券価格は下落し、それとの関係で為替は下落しているが、株価が上昇している分、通貨の減価の度合いが大きくない。インドの場合、外国人投資家の株式保有額をみると全く減っていない。債券だけが減っているので、インドに関しては将来性があるなど色々考えられるのかもしれないが、なぜこの2か国で株価が上昇して、他の3か国と違うのか。その辺のところ分かれば教えて頂きたい。

外山国際局長

まず、米国のフィスカルドラッグの影響であるが、来年の財政がどうなるかは決まっていない。

白井委員

減ることは明らかである。

外山国際局長

共和党が、sequestrationをそのまま実施したような歳出削減を図っていくべきだと言っている一方で、民主党は、もう少し歳入を増加させる一方で歳出は減らしたくないというスタンスで、暫定予算は、取り敢えずかなり共和党に近いところで走っているようなかたちで、その幅の中で決まっていくとしても、白井委員ご指摘のように、来年のフィスカルドラッグの度合いは、今年に比べればかなり低下していくと思うので、1%まではいかないがそれに近い0.5~1%の間程度の押し上げ効果はあると、ラフに試算している。ただ、状況の変化によって変わってくると思うので、また別の機会にお示ししたいと思う。

次に、シェールガスの効果であるが、前提をどうするか、どこまで含めるかなどによって、計測される効果は変わってくる。例えば、シェールガスによって工業用ガスの価格が下がり、それによって多少とも家庭用ガスの価格も下がっていくといったところだけを取り出していくと、極く僅かな効果——恐らく0.1%もない程度——しかなかったということであろう

が、シェールガス、タイトオイルと色々なものを合わせ、それが経常収支の赤字を大きく好転させ、それが為替レートにも影響を与えるといったような経路まで含めて考えると色々な効果が出てくるので、そこはきちんと試算してみないといけないとは思いますが、ただいずれにせよ、全体として、物価上昇をこれまでよりは下げる方向に効いていることは間違いないが、何パーセントという数字まではなかなか難しいと思う。

エマージング諸国を2つに分類されたということであるが、おっしゃるようにインドは海外の投資家が見捨てていないということもあると思うが、南アフリカと共通の要因は、インドや南アフリカの株式市場に上場されている株式は、多くが海外でも投資されている。従って、例えば、ヨーロッパの企業が南アフリカとオランダと両方に上場していれば、オランダの方の株価が上昇すればその分だけ平行に上がるので、これがかなり効いていると聞いている。一方で、トルコ、ブラジル、インドネシアもそのような企業はあると思うが、全体の中でのシェアはインド、南アフリカに比べるとまだ小さいと思う。

佐藤委員

ユーロ圏のデシインフレ傾向についてお伺いしたい。H I C P が1.1%から直近0.7%まで一気に0.4%ポイント下がり、恐らくそれがECBの利下げを促すことになるなど、実際の政策にも影響を及ぼし始めていると思う。ECBの月報を読んでも、最近のH I C Pの低下の背景として幾つかあって、コンポーネント別には、例えば、食料品価格の伸びが低下し、エネルギー価格が下落し、それから制度要因が幾つかあるようで、例えば、10月にイタリアでVATの引き上げの影響が出るかと思ったら、引き上げの影響が思いのほか出なかったといったことが挙げられている。先行きについては、ECBの月報をみると、例えば、昨年スペインで薬価が引き上げられているらしいが、その薬価引き上げの効果が先行き剥落してくる。このように、VATとか薬価とか色々な制度的要因だけでも、それなりに物価の下押し圧力として今後出てくる可能性があると思う。こう

いった制度的要因を挙げ出したら切りがないと思うが、こういった影響も含めて、全体として欧州のデフインフレをどのようにみているか、お聞きしたい。

外山国際局長

欧州のデフインフレーションについては、何と言っても、アウトプットギャップがかなり拡大してしまったことが、最大の要因だろうと思う。それに加えて、色々な財市場や労働市場において、構造改革の短期的な効果は、賃金や製品価格の下方硬直性を打ち破った結果、これまで下がりにくかったところが下がっているということも、デフインフレを加速させているのだろうと思う。足もとでは、おっしゃるような食料品の動きやエネルギーの動きもあると理解している。さらに、税金とアドミニストレーション価格の要因であるが、財政再建のためにユーロ圏の各国とも、特に2011年、2012年頃にVATの多くはかなり引き上げられて、2011年初め以降、税金要因を除いたHICPと除かないHICPとでかなり乖離が生まれ、最大で乖離幅が0.6%位までいったが、足もとでは0.1%まで縮減している。今後、VATの引き上げが予定されているのは、フランスで来年1月に19.4%から20.0%に上げるというのがあるだけであり、これは極めて小幅なのでほとんど影響は出てこないだろうと思う。アドミニストレーションは、薬価もそうかもしれないし、政府の関与の強いところでは教育費などが入る訳であるが、こういったものも財政再建の中でかなり引き上げられ、その効果の剥落がインフレ率を低下させる動きになってくるが、これも先程と同じような試算をすると、最大0.3%程度消費者物価指数を押し上げていた時期があったが、足もとでは0.1%まで落ちている。今後、財政状況等にもよるが、さらなるアドミニストレーション価格の引き上げ、その剥落といったようなものが、それほど大規模に出ない限りは、このところの要因は、これ以上高まっていくことはないのではないかと思う。逆に言うと、現在0.7%まで下がってきたが、これまでは色々な要因が嵩上げしていた部分があり、本当はアウトプットギャップがかな

り拡大した 2011 年頃から物価が下がっても良かったかもしれないのに、おっしゃったような要因でそれが 1. 数%のところにとまっていたということなのかもしれない。従って、今後の展開としては、むしろ経済の実勢がどうなっていくかということが一番大きいと思っており、方向としては上向きであろうが、われわれとしてはかなり緩やかな成長を予想しているので、物価がじりじりと下がりやすい状況が当面は続くと思う。

中曾副総裁

関連して、発言の冒頭のところで internal devaluation が進んでいるというオーバーオールな説明があったと思うが、それでは実際問題として、周縁国の実質賃金や生産性の面で、この internal devaluation の結果、周縁国の競争力が改善しているというようなデータは出てきているのか。

外山国際局長

国によっても違うが、かなり明確に出てきており、スペインなどでも賃金がかかなり下がったので、これによって輸出製品の競争力は向上したと理解している。アイルランドもある程度そういった動きがあったが、名目賃金が大きく下がるというよりも、産業のコンポジションの変化によって、生産性の低いセクター——一時期は建設業等——がブームだった訳であるが、製薬業界が非常に伸びてきており、そういった生産性の高いセクターに、直接シフトしていったということではないかもしれないが、全体としては労働者の移動があり、その中で生産性が上昇するといった動きがあり、12 月にめでたく EU からの支援を卒業することになったように、かなり改善してきたということだろうと思う。ただ、ギリシャやポルトガルなど輸出するものがない国は、そういったことを行ってもなかなか経済の好転には繋がりにくいということである。

黒田議長

他にご質問がなければ、ここで 5 分間のコーヒーブレイクをとりたいと

思う。再開は 15 時 08 分でお願いする。

(15 時 03 分中断、15 時 08 分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

黒田議長

決定会合を再開する。国内経済情勢について、説明をお願いする。

前田調査統計局長

本日通関統計が出て、先程 14 時に実質輸出入を公表したので、今お配りした資料-4 (参考計表) 【追加】で輸出入をご説明し、その後事前にお配りした資料-4 (参考計表) に沿ってご説明する。

資料-4 (参考計表) 【追加】の図表 5 で 10 月の数字をご覧頂きたい。実質輸出は、前月比で+2.5%、前年比は+5.7%であり、この結果 10 月の 7~9 月対比は+1.5%と、7~9 月は一旦小幅のマイナスとなったが 10 月は再び増加した。輸入は、10 月は前月比で-1.1%と減少したが、10 月の 7~9 月対比は+1.0%と引き続き増加している。図表 6 (1) の実質輸出入のグラフをご覧頂いて分かるとおおり、実質輸入は比較的しっかりと増加、実質輸出は振れを伴いつつも持ち直し傾向というこれまでの判断を維持することで良いと思っている。地域別、財別は現在作業中であり、最終的な計数は固まっていないが、暫定的な数字をベースに輸出の地域別についてのイメージを申し上げますと、10 月は 7~9 月対比でどの地域も全般的に多少増えている。ただ、傾向的には、米、欧州、中国は強めの一方で、ASEAN、インド、オセアニア、中東といったその他地域は弱めというこれまでの傾向が維持されている。これらを踏まえると、輸出はなお勢いを欠く感じはあるが、持ち直し傾向にあるという判断を維持することで良いと思っている。

資料-4 (参考計表) の図表 1 (2) に沿って実質 GDP からご説明する。7~9 月は前期比+0.5%、年率で+1.9%と、1~3 月、4~6 月の極めて高

い成長に比べると鈍化した。内需が引っ張るかたちで引き続き潜在成長率を上回るペースで成長している。そのもとで、図表 2 のデフレーターをご覧頂くと、(1) の GDP デフレーターは、交易条件が悪化しているのになおマイナスが残っているが、マイナス幅は着実に縮小している。(2) の内需デフレーターについては、消費関連、建設関連が上昇しているため、2008 年以後の前年比プラスに転じた。再度図表 1 をご覧頂き、GDP の中身をご説明したい。7～9 月に減速した理由は、まず純輸出がマイナスとなったことと、民間最終消費支出がさすがに増勢が一服したことによるものである。純輸出のマイナスについては、輸出の増勢一服に加え、内需の強さを反映した輸入の増加も寄与している。一方、7～9 月の成長に寄与したのは、公的需要、特に公共投資と民間在庫品増加が 0.4% の寄与度となっている。それぞれについて若干補足すると、まず公共投資は、テクニカルになるが、速報段階での公共投資の推計は受注統計から機械的に進捗展開するため、年度前半はかなり発注が増えていたので、7～9 月にかけて公共投資を大きく押し上げる計算となっている。しかしながら、実際には人手不足などから、公共投資は然程は進捗していないという声があると思われるので、この GDP の推計はやや過大になっているのではないかと考える。その反射効果として、民間設備投資は 7～9 月はあまり伸びなかったが、これは全体の固定資本形成から公共投資や住宅を差し引いているので、公共投資が強ければその分民間設備投資がやや過小に出ることには、ご注意頂きたいと思う。在庫については、0.4% と大きな寄与であったため、在庫が積み上がっているのではないかというような議論も一部にあるが、これは在庫残高の積み上がりを示すものではない。在庫投資自体はまだマイナスであり、残高はまだ減っている。ただ、マイナスが縮小した、残高の減り方が緩やかになったということであり、在庫が特に過剰になっているという訳ではない。在庫調整が終了する局面で生じる、問題のない状況であると考えている。以上が GDP である。

次に、図表 3 の公共工事請負金額をご覧頂くと、10 月が前月比で -17.1% とかなりの減少となっている。図表 4 (2) のグラフにあると

おり、春以降、緊急経済対策等で請負金額がかなり増えていたが、その効果がどうやら発注段階では息切れしてきたということである。先行きの公共投資を工事ベースで考えた場合、既に発注された工事が引き続き緩やかに進んでいくことや、先般の追加経済対策の効果も来春以降加わることを踏まえると、振れを伴いつつも緩やかな増加傾向、ないしは高水準維持ということで良いと思うが、成長への寄与は次第に減衰していくであろうと思っている。

続いて民間需要について、図表 14 に企業マインドの月次の数字を示してあるが、振れを伴いつつも全般に改善が続いている。景気ウォッチャー調査は、一頃、少し一服感があったが、足もと再び上昇の動きがみられてきている。これは原計数であるが、参考までに、内閣府が出している季節調整値を申し上げると、7月 50.6 の後、10月が 55 まで上がり、先行き 57.8 となっている。季節性で足もとそれほど強くないということになるが、それを除けば、7月のボトムからかなり上昇してきている。ここには書いていないが、上場企業の上期の収益もほぼ出揃っているが、製造業を中心に 5 割近い増益となっており、9 月末時点の企業の予想に比べても 1 割程度上振れており、しっかりしていると思う。

そのもとでの設備投資であるが、図表 15 で 9 月の建築着工床面積が新たに出ているのでご覧頂くと、前年比+8.8%、前月比+14.2%と 8 月に減った後、再び増えている。図表 17 (2) の建築着工床面積（民間非居住者）をご覧頂くと、この統計は、元々四半期でも振れが大きい統計であるが、春にかけて 2 割位駆け上がった後、高水準横ばいで、均してみれば持ち直し傾向ということで良いと思う。設備投資全体としてみれば、以前は非製造業が引っ張ってきたが、図表 17 (1) の機械受注にみられるとおり、ここにきて製造業でも持ち直しの動きが明確になりつつあると思われる。この点は、そういった先行指標だけではなくて、ハードデータにも表われてくるかどうか、法人季報などで確認していきたいと思っている。

続いて個人消費である。追加的な統計としては、図表 20 (2) の耐久消費財のうちの新車登録の 10 月が出ているが、新車投入効果などからしっ

かりした動きとなっている。それ以外は、新たに出ているものはほとんどないが、業界統計で昨日 10 月の百貨店売上が出ていたが、10 月は台風が非常に多かったこともあり少し弱かった。ただ、それは台風の影響であり、消費の基調に変化がみられるといった声は今のところ聞かれていない。そこで、若干気になるところが図表 22 の消費者コンフィデンスである。(1) をご覧頂いて分かるとおおり、消費者態度指数、あるいは生活不安度指数ともに、10 月にかけてややはっきりと落ちた。これらの調査は、半年先、あるいは 1 年先までを聞いているので、ちょうど 10 月 1 日に消費税率引き上げが決定されたこともあり、消費税に対する意識がやや大きめに影響しているのではないかと思っている。1997 年の消費税率引き上げ時には、マインド指標は直前の 1~3 月まで落ち込んでおり、その後 4~6 月に持ち直したが、当時の動きとも比較しながら今後の動向を注視していきたい。

図表 23 の住宅関連であるが、9 月の新設住宅着工戸数は 104.4 万戸と、駆け込みもあり一段と増加している。新築マンション販売は、9 月までしか数字は入っていないが、その後 10 月が出ているので申し上げると、7~9 月 7.0 万戸とあるが、これが 10 月に 5.5 万戸に減った。7~9 月に前期比+21.0%の後、10 月の 7~9 月対比が-21.8%となっている。これは、駆け込みの反動が 10 月に出たということは事実であるが、1996 年当時は、7~9 月が 4~6 月対比で若干減少の後、10 月は 7~9 月対比で 5 割減であったので、その当時に比べると、今のところ落ち込みは小さく、反動減はあまり大きくなさそうである。これは、消費税率引き上げ後も住宅に関して色々な手当がなされているということがあると思うが、そもそも住宅販売等の基調が強いというのが、業界の見方である。

図表 25 の生産・出荷・在庫は、前回ご説明したところから確報化された位しか数字は変わっていないが、われわれが 11 月初めに企業からヒアリングした結果を申し上げておくと、生産については、7~9 月は前期比+1.7%のあと、10~12 月、そして今回は 1~3 月も調査したが、前期比で大体 2%前後のプラスが続くというようなヒアリング結果となっている。業種別の特徴としては、第 1 に、これまでと同様であるが、自動車関連、

建設関連の増加が続く、第2に、電子部品が新型スマートフォン向けを中心に多少鈍化する、一方で第3に、内外設備投資の持ち直しなどから、機械類が堅調さを増していくと聞いている。

続いて雇用であるが、図表30で毎月勤労統計の確報が2日前に出ており、口頭で申し上げると、9月は名目賃金が少し変わり、+0.1%とあるところが確報では-0.2%と若干の低下となっている。これは、いつも起きることであるが、確報でパート比率が上がってそのために少し下方修正されるということである。ただ、所定外がしっかり増えてきており、9月は、額は少ないがボーナスもプラスであった。これ以外の情報として、冬季賞与について、1/3程度が回答した経団連の第1回の集計では、前年比+5.8%の増加と、夏の+5.0%よりも若干高めの結果になっている。

最後に、物価について申し上げたい。前回の会合以降出た数字は図表37の国内企業物価であり、(2)の月次の3か月前対比でご覧頂いて分かるとおり、3か月前対比で緩やかな上昇が続いていることが改めて確認されている。このうち、電力、為替・海外市況連動型はこれまでかなり上昇してきたが、国際商品市況が横ばいになってきており、為替も一頃のようにどんどん円安という訳ではないので、恐らくこの部分は上昇幅は少し縮まっていくと考えている。一方で、鉄鋼・建材関連については、建設需要が非常にタイトになっていることや、鉄鋼について自動車向けに少し値上げが通っているということがあるので、ここは暫く同じように上昇していくと思う。両方足してみれば、上昇を続けるが上昇テンポ、上昇幅は少し縮小していくと思う。

以上を踏まえて簡単にまとめると、景気、物価とも先月の展望レポートに沿った動きとなっており、若干懸念の残る輸出についても、10月の通関、あるいは先程説明のあった海外経済動向からみて、持ち直し傾向にあるとの判断を維持することで良いと思う。今後は、第1に輸出がどのような展開をたどるか、第2に前向きな循環の力強さという観点からは、設備投資、雇用・賃金が順調に堅調さを増していくかどうか、そして第3に消費関連について駆け込み需要の動向とともに、足もと若干弱さがみられる

マインドがどのように推移するかなどについて注意深くみていきたいと考えている。私からは以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

木内委員

2点質問がある。最初は、設備投資関連であるが、機械受注などでは、製造業も結構持ち直してきたかたちになっているが、一方で、資本財の生産・出荷などをみると、足もと非常に動きが鈍い感じがある。例えば、内需は強くなっているが輸出向けが弱くなっているかということ、輸出向けの資本財はそれなりに伸びているということを考えると、どうも供給サイドの統計と需要サイドの統計で少しずれてきている感じがあるが、ここはどのようにみているか。生産統計では確かに10～12月ははん用機械などは非常に大きいプラスの寄与になっており、ミクロ調査でもしっかりしているという説明だったが、足もとのはん用機械の実現率がずいぶんと下振れてきているので、10月、11月に果たしてこの予測調査どおり強く出てくるかどうかは、まだ少し疑問なところがある。

2点目は、消費者コンフィデンスで、消費者態度指数がなぜこれほど落ちたのかという点である。下落幅としては歴史的な落ち方である。景気ウォッチャー調査の家計動向関連や生活不安度指数も下がっているのに、下落方向は同じではあるが、非常に強く出ている。消費税率引き上げが決まったということもあるだろうが、9月がイレギュラーだったといったところはないのか。オリンピック効果などもあって9月が少し上振れてしまったので、その分非常に下振れてみえるという面がないのか。消費税については、確かに正式に決まったのは10月だが、予想どおりであり、景気対策も決めたので、10月に急に消費増税のマイナスの影響を不安視し始めたというのも、どうかなという感じがする。一方で、消費動向調査で、物価の見通しと消費者態度指数を比べてみると、例えば、昨年末以降では

物価が上がるという期待と消費者態度指数が上がるのは同時にきており順相関になっているが、足もとは逆相関のようになっており、9月は逆に物価上昇期待が少し弱まり態度指数がぐっと上がり、10月は逆に物価上昇見通しが上がって態度指数が下がっている。従って、消費税だけではなく、例えば、足もとの物価、生活コストが上がっていることがいよいよ少しマイナスに効き始めたという面はないだろうか。GDP統計で消費が実質値で比較的伸び率が低かったが、これは1~3月、4~6月が出来過ぎているということがあると思う。それから、株の資産効果で、株価が少し落ちてきたということもあると思うが、一方で、実質雇用者報酬が前期比でマイナスとなっている。これは、名目値ではプラスであるが、物価が上がっているのでマイナスになっていたということを見ると、消費税も勿論あると思うが、それだけではなく足もとでの価格の上昇が少しずつ消費にマイナスに効いてきていることの表れではないかとも思うが、それについてはどうか。

前田調査統計局長

2番目のご質問については、その可能性はあるかもしれない。その可能性はあるので、消費税以外にそういった物価が上がっていること自体が、何がしか消費マインドに影響していないかは、今後の関連指標を注意してみていきたいと思っている。それ以外に、10月は台風があったことも影響しているかもしれない。なぜ10月に落ちたかということであるが、例えば消費者態度指数は、半年先をみてどうかということであり、たまたまかもしれないが、10月の半年先は4月である。

木内委員

アンケートを回答する人が、半年先はいつかと数えて回答するだろうか。

前田調査統計局長

そこは分からないが、実は、1996年の時もこの辺りから落ち始めてい

る。生活不安度指数は、1年先までをみでの回答であるが、もう少し前から落ちているので、消費増税が意識されているのが第1で、おっしゃったような物価辺りも何がしか影響しているかもしれないと思っている。景気ウォッチャー調査は、これは実は原計数であり、内閣府は季調済計数を公表していないが、われわれが季節調整をかけてみると、ここ2か月はあまり落ちておらず、企業サイドと売り手サイドからみると、今のところそこまで消費が悪くなっているという感じはないということである。

最初のご質問は、われわれも若干気にはなっている。図表16をご覧頂くと、出荷統計にしても総供給統計にしても、受注統計とは少し違って、1~3月にまず上がってその後横ばいしないしやや弱含みの傾向が続いている。受注は、足もと漸く上がっているので少し差があるが、実は、経済産業省は、今回の基準改定で、リーマン・ショックの異常値処理について、生産の方は対応したが出荷まで手が回らず出荷については異常値処理されていない。その結果、出荷は全般に1~3月が非常に強く出る傾向がある。10~12月、1~3月が強く出て、4~6月、7~9月がやや弱く出るという季節調整の若干の歪みがあり、この資本財関係にもそのような傾向が出ているのではないかというのが、われわれの一応の解釈である。因みに、出荷について公表統計で申し上げると、1~3月は鉱工業全体で前期比+4.1%の増加であるが、われわれが手許で異常値処理をすると+1.3%しか増えていない。それと逆の傾向が4~6月と7~9月に出るということがあるので、基本的にはそのような季節調整の歪みが影響しているのではないかと考えている。

白井委員

輸出のJカーブ効果について、そろそろ為替円安の影響が出てきたとみるのか。もし輸出関数を計測したことがあるのであれば、どの程度のラグがあると考えているのか。分かれば教えて頂きたい。

それから、GDPの構成項目の住宅投資であるが、先程、マンションの販売は大きく落ち込むが、住宅投資はもう少し均されるということであっ

たと思うが、今後の見通しとしては、4月からの住宅の減税の効果も含めると、住宅投資の前期比はもう少し均され、それほど落ち込むことがなくフラットでいくのか。住宅ローン減税の影響も含めて、消費税率引き上げ後の4~6月位までの動きをどのようにみているのか。

前田調査統計局長

住宅に関するご質問については、細かい数字まで完全に頭に入っている訳ではないが、基本的には9月までに契約する、あるいは3月までに住めば税率は現状のままであるが、9月までに契約した部分が着工としては10~12月辺りに出てくるので、着工自体は10~12月にかけて増える、あるいは高水準ということである。従って、工事自体は、1~3月位まで増えるかどうかは分からないが比較的高水準であり、着工は1~3月、4~6月辺りに一時的には落ちると思うので、その辺りの影響が工事面では4~6月位に出てくるようなイメージだったのではないかと考えている。

Jカーブ効果については、結局輸出入関数のラグの問題で、過去の平均がどうだったか手許に数字はないが、輸出への影響は、数四半期のラグがあるので、半年位はかかるということであろうと思う。ただ、今はJカーブ効果がなかなか出ずに、むしろ赤字が拡大しているのではないかとというところで色々な議論がある。これには、多分2つ位理由があり、1つは、日本の輸出が過去の平均に比べれば、海外生産シフト、競争力の問題から、構造的に少し増えにくくなっている部分があると思う。ただ、これは元々分かっていたことで、ここに来て急に考えを変えるような話ではなく、若干だと思うが少し遅れる部分があると思う。2つ目は、Jカーブだけを純粹に取り除くのは難しく、その間の内外の景気次第で全体の貿易収支が決まってくるが、海外経済については思っていたよりも減速が長引き、少し弱い一方、国内は意外としっかりしていたが、その両方ともBPを赤字の方に振れさせる。さらに、今年度後半は、消費税率引き上げ前の駆け込みによる輸入増もあるので、簡単に貿易赤字が縮小する感じでもない。これは、Jカーブとは別の理由として加わっていると思う。

白井委員

住宅ローン減税のインパクトはどのようにみているのか。

前田調査統計局長

駆け込みを小さくし、消費税率引き上げ後の住宅投資を支える要因になると思っている。1997年と比較しても、明らかにかなり手厚くされており、来年は、住宅は伸びることはないがそれほど大きくは落ち込まないと考えている。

森本委員

物価について、10月の大阪、神戸、京都のいわゆる3都で1%を超えてきて、コアコアも大阪、神戸は+0.4%、京都は+0.5%になっているが、何か今後の動きを示唆するようなことはあるのか。それとも、全くローカルな特殊性なのか。東京のコアコアは+0.2%位であるが、今後を見通せるような話はあるのか。単月のことをあまり言っても良くないのは承知しているが、お聞きしたい。

前田調査統計局長

われわれも、大阪、京都、神戸の消費者物価まで細かく分析できている訳ではないが、この3都市が東京あるいは全国と比べて違う点がいくつかある。1つは、関西電力が値上げしているということである。関西電力の値上げは確か5月からだったと思うが、これが関西のCPI上昇率に強く効いているということがある。それから、家賃について、東京あるいは全国ではずっとマイナスであるが、この3都市はプラスではないがほぼゼロ位である。帰属家賃等であるので、理由はよく分からないが、他の地域に比べて比較的強く出ている。3つ目は、10月から傷害保険料等が上がったが、このウエイトが東京に比べると関西の方が少し大きかったというようなことも聞いている。先程の家賃にしても電力にしても、全国の話ではな

いので、全国ではここまでは上がらず若干の改善位だろうと思っている。

宮尾委員

GDPデフレーターの内訳で、足もとの内需デフレーターが2008年以來のプラスで、民間の消費支出デフレーターがプラスに上がってきたということが、私自身は、幅広い個人消費主導の回復を反映して上がってきている良い兆候ではないかとみているが、2008年の内需デフレーターと比べた場合、どのようにみたら良いのか。2008年は、原油や商品価格が非常に上がった年で、2008年も消費デフレーターが少し上がっているが、景気は大きく下がった。純粹にコスト高で上がったのかもしれないとも思うが、内需デフレーター、特に消費デフレーターの足もとと過去の動きを比べて、特に過去はどうだったのかという辺りの解釈について、何かあれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

消費デフレーターについては、消費者物価のように中身が公表されていないので分からないが、消費者物価から推察するに、やはり2008年はどう考えてもガソリン等で上がっていた。これは、消費者物価の寄与度分解をご覧頂ければ分かると思う。若干補足すると、消費デフレーターと消費者物価を比較すると、消費デフレーターの方が耐久消費財のウエイトが若干高く、当時はこれがずっとマイナスであった。今は円安もあり耐久消費財が少し下げ止まっているので、もしかしたら、これが消費者物価以上に消費デフレーターの改善に繋がっている可能性があるかもしれない。

もう1点付け加えると、前回の2007年、2008年は景気のピークであるので、需給ギャップはプラスになっていたが、今は需給ギャップはプラスにはなっていないので、需給ギャップ対比では今回の方が少し物価が上がりやすくなっているように思われる。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1の企業、家計のインフレ予想で新しい数字は(2)の消費動向調査だけである。10月分が出ており、「上昇する」の割合、ウェイト付けをして作った加重平均とも上がってきているが、「上昇する」割合に比べ加重平均の方の上がり方が大きいのは、5%以上上がると答えた人の割合が増えているためである。実際のインフレの予想だけではなく、消費税への意識がここへきて高まっていることがあるのかもしれない。これまでどおり家計のインフレ予想は高まっていると思う。エコノミストのインフレ予想も今まで申し上げていることとほぼ変わらない。図表2(2)のESPフォーキャスト調査では、また足もとが上がって他は横ばいであり、足もとは11月調査で0.61%まできた。一方で、2014年度、2015年度については大体横ばいである。

図表3(1)のQSSも似たような傾向であり、今後1年のところは0.87%から1.13%とかなり上がっている。一方で、1年から2年、それから2年から10年は、差し引きで作っているせいもあるが、若干下がっている。元々、10年まではどうか、という聞き方であれば、それほど変わらないということである。(2)のインフレーション・スワップ・レート、(3)のBEIは、ほとんど横ばいである。インフレーション・スワップ・レートは、夏場頃から大体横ばいになっている。BEIは、行ったり来たり。トレンドをみれば少し上がっているようでもあるが、前回対比でみてもほぼ横ばいであり、傾向に変わりはないと思う。

図表8の資金調達コスト関連では、9月は貸出約定平均金利の発表が少し遅くなるのでまだ出ていない。1点だけ申し上げると、既にご説明した数字ではあるが、CP発行レートは0.11%であるが、非常に下がっていると前回申し上げたが、実際中身をみても、例えば、電機銘柄などでも

0.1%以下で発行しているというような話が出てきているので、これまで業況不芳で発行しにくいと言われたところも、CP市場についてはかなり緩和的な状況であるということだろうと思う。

図表 12 のボリュームであるが、民間部門総資金調達は、9月の+0.8%から+0.9%と0.1%ポイント拡大した。主因は銀行・信金・外銀計の1.1から1.3への拡大である。そのうちの銀行については、2.2から2.3と0.1ポイント拡大している。0.1だけであるので、残りの0.1は、ここに入っていない信金、あるいは外銀がプラス幅の拡大、あるいはプラス転化していることに伴うものである。社債とエクイティファイナンスは、10月については既にご説明した。11月の数字はまだ出ていないが、感触だけ申し上げると、11月の社債発行は、償還が少ないせいもあり、少し少なめになるのではないかと思っている。一方で、J-REITはこのところずっと好調であるが、11月も大型案件が1つ計画されているので、そこそこ大きな数字になるのではないかと思っている。

図表 14 の民間銀行貸出の内訳であるが、(2)の業種別、四半期のところで数字が出た。3か月に1度の調査であるが、製造業が6月の調査では+2.7%であったが、今回+3.1%と上昇幅が拡大している。非製造業は、6月+1.4%の後、+1.7%といずれも拡大している。業種別にみると、製造業は、輸送機械でこれは運転資金の関係だと思う。それから化学が増えており、これは恐らく医薬品関係のM&Aではないかと思われる。非製造業はこれまでご説明しているとおりで、1つは電力、もう1つは大手通信会社関係の通信、それから増えている訳ではないが、前年比では不動産が引き続きプラスの寄与になっており、これまで申し上げた内訳とあまり変わらない。

図表 17 は、貸出態度判断DIで中小企業（日本公庫）が出ている。これまでの傾向どおりであるが、37.6 という引き続き「緩和」超の大きな数字が出ており、過去の平均を大きく上回っている。資金繰りDIについては、同じく中小企業（日本公庫）はマイナス転化して-1.9ということであるが、四半期をみて頂ければ分かるようにプラスとマイナスを行った

り来たりしている。単月の振れのようにあり、2000年以降の平均が-7、-8程度であるので、かなり「余裕」超にあると思う。図表19の企業倒産については、10月の倒産件数は959件と引き続き低水準である。

最後に、図表21のマネー関連である。マネタリーベースはほぼ前報告したとおりであるが、10月平残の前年比は+45.8%で着地した。11月、12月も40%台後半から50%位の前年比になる見通しである。マネーストックは、M2の10月は+4.1%と4%台となった。4.1という数字は、1999年6月以来の数字である。要因としては、先程申し上げた貸出増と、個人が株を売った資金を一部預金等のかたちで持つというシフトインもみられている。ここへきて若干あるのは、証券優遇税制が年末で打ち切りになるので、その前に株を売るという動きがあると聞いている。そういう意味で、良い話、悪い話含めて、4%になったということだろうと思う。ただ、個人の売りは、流れとしては前々からあるが、一方で、広義流動性が+4.1%と、これも1997年以来の伸びと伸びを高めている。その主因は、投資信託等であり、全体として個人が売っているだけという訳ではないと思う。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

図表20(1)の企業倒産件数であるが、常識的に考えると景気の遅行指標という気がするが、2002年や2009年初以降、ピークを付けて下がり始めているが、これはほぼ景気の底かむしろ若干先行しているが、なぜ先行しているのだろうか。一方で、2005年辺りの底打ちは景気のピークよりも大分早く増え始めている。常識的には、景気がピークを過ぎてから暫くたって耐え切れずに倒産が増えていくというのが普通のような気がするが、なぜこうなっているのだろうか。一方で、ここには1995年以降しかないが、その前は関係が非常に曖昧で2000年代に入ってから先行性が出

てきたようにもみえる。この間、例えば、実体経済以外に政策面や金融機関の戦略といった面で、従来と違った動きが出てきたということがあるのか。

内田企画局長

マクロの数字なので色々な要素が入っているとは思いますが、最後におっしゃったとおりではないかと思う。実際に倒産が1番多いのは2002年で、金融不安のあった時期であり、この時期は件数も多いし、大型倒産も非常に目立ったが、これは金融機関サイドの要因を含めてこの時期に多かったということだと思う。その後、ご承知のとおりであるが、2003年のりそな銀行のいわゆる国有化以降、金融機関の不良債権処理は落ち着いた動きになっていくので、その中で自然な動きになってきたということだと思う。一方で、現状、倒産件数が圧倒的に低いのは、これは間違いなく政策効果であろうと思うし、その政策効果の中身は、1つは金融円滑化であり、1つは企業サイドの、例えば雇用調整助成金のように企業自体に対する支援も入っているので、そのことを含めて低い水準を維持しているということだろうと思う。金融機関の円滑化対応の中で、それを支えるだけの体力があるということも勿論影響していると思うので、おっしゃるように、金融機関の要因と政策対応の2つが、多少の時期のずれ——現状に関して言うと、かなり水準自体を下げている——要因になっていると思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

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

今月の金融経済月報の概要について、前月との比較表を用いてご説明する。まず冒頭の一文のわが国の景気表現は、前月から変わっていない。次の段落で、前月の9月短観を踏まえた企業の業況感の一文は今月はなく

なっている。海外経済については、先程外山国際局長から説明のあったとおり、前月の「全体としては徐々に持ち直しに向かっている」から、当月は「全体として緩やかに持ち直している」と表現を半歩前に進めている。実体経済の先行きについては、表現は変わっていない。

物価面は、変更が1か所だけある。これも先程前田調査統計局長から説明があったが、国内企業物価の先行きに関する表現について、前月は「当面、緩やかな上昇を続けるとみられる」としていたが、当月については、「国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇幅が縮小するとみられる」と変更している。

正木企画局政策企画課長

金融面の総括表現は、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」とそのまま維持している。その次の段落はマネタリーベースについてだが、こちらの伸び率は前月に続いて45%程度なので「4割台半ばの伸び」で変えていない。次の企業金融のところでは、数字が入っているところが2つあり、銀行貸出の前年比は2%台前半のプラスを続けているので変えていない。マネーストックの前年比については、先程説明があったように、4.1%と4%台に乗ったので変更している。

最後に市況である。月報であるので10月の第1回会合からの変化を記述しているが、10月4日の決定会合終了時は10年物金利が0.65%、日経平均株価が14,096円、ドル/円相場が97円29銭であった。その後の動きをみると、長期金利は一時期0.6%を割る水準まで低下したが、足もとは0.6%台に戻っており、横ばいということかと思う。この間、株については1,000円以上上昇し、為替は2円50銭程度円安に振れているが、こちらも明日までの状況を踏まえて適宜修正したいと思っている。私からは以上である。

黒田議長

何かご質問あるか。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します。

(15 時 59 分中断、21 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず本日の議事進行をご説明する。本日は、新日銀ネット第 1 段階開発分の稼動開始に伴う国債現先オペの担保受払方式等の見直しに関する執行部説明と採決、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、10 月 31 日開催の議事要旨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します。財務省からは古川禎久財務副大臣、内閣府からは梅溪健児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。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決（資料-7）

黒田議長

それでは、最初の議題である「新日銀ネット第 1 段階開発分の稼動開始に伴う国債現先オペの担保受払方式等の見直し」に関する件に入る。資料-7 に沿って執行部から説明して頂き、質疑応答の後、「国債の条件付売買基本要領」の一部改正等に関する採決を行いたいと思う。

野村企画局審議役

資料-7に沿って、国債現先オペの担保受払方式等の見直しについてご説明申し上げます。1頁目の概要であるが、現状、国債現先オペについては、売買国債の値洗いに伴って生じる与信額について、共通担保とは別建てで専用のマージン調整担保を受払する取扱いとしている。これは2002年11月に新現先方式によるオペを導入した際に、市中慣行に倣った扱いとすることが適当と判断したものである。もっとも、その後、取引先からは担保管理事務の効率化の観点から、むしろ他の本行与信全般を担保する共通担保の枠組みへ一本化して欲しいという要望が寄せられてきた。本行としてもこうした要望を踏まえて新日銀ネットの開発に当たり、機能統廃合の一環として共通担保に統合する方針で調整、準備を進めてきた。そして今般の新日銀ネット第1段階開発分の稼動開始に際して、所要の規程改正を行う方向でその内容をお諮りするものである。規程改正の内容であるが、3頁目の付議文のとおりである。いずれも後日定める新日銀ネットの第1段階開発分の稼動開始日からの実施を予定している。具体的には、4頁の別紙1、国債現先オペの基本要領であるが、こちらからマージン調整担保の存在を前提とした記述および同担保の掛け目表を削除するという。さらには5頁の4行目の口の改正案のとおり、担保の取扱いはいわゆる共通担保にかかる通則に委ねる趣旨の改正が必要になるということである。さらに7頁、8頁目の別紙2、別紙3は国債系オペのオペ先選定基本要領であるが、こちらについては今ご説明した内容と直接の関係はないが、今般の新日銀ネット稼動開始に当たり、国債系オペの決済に用いるシステム機能が一部変更になることを反映したものである。決済の実態面に変更はないので、詳しい説明は省略させて頂く。別紙4は、国債現先オペにかかる業務方法書第15条の担保の部分の記述の改正である。最後に、同改正の実施後も国債現先オペの純与信額を日次で値洗いする扱いは不変であって、今回の共通担保化により本行の与信管理の枠組みが後退するものではないということを念のため申し上げて、私からの説明は終わらせて頂く。

黒田議長

ご質問、ご意見があればどうぞ。

宮尾委員

1点確認だが、共通担保とは別枠でマージン調整担保を受払するというこれまでの取扱いを一元化するということだが、これまでの取扱いにはある種のメリットがあったと思うが、それは今回の一元化でどのようになると考えられるのか。そのメリットが失われるのと同時にコストが軽減され、取引先からは、共通化した方が担保の管理事務の効率化という点で多分プラスの方が大きいということだと思うが、従来の特許組みを一元化することにより得られるメリットはデメリットよりも相対的に大きいということか。

野村企画局審議役

基本的にはそのように考えている。まず、メリットの方は、担保管理が一元化するので、取引先からみると1つのプールの中で効率的に担保が利用できる。これまで別建てにしていたのは、冒頭にご説明したとおり、新現先方式によるオペを導入した際に、新現先方式がリスク管理の面からも適切であろうという判断で、できれば世の中にも新現先方式による現先取引が拡大して欲しいといういわば呼び水的にわれわれもこういうオペを導入し、その際、市中慣行に倣って、取引先と同格の立場で担保の受払をするいわば双方向の仕組みを作った。その後、新現先方式による取引はなかなか拡大しておらず、むしろそれよりは共通担保化による担保の効率利用の方が、取引先からみても、われわれからみても、そのメリットの方が大きいのだろうという判断をしてい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。

[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

本件については、本日金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 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。宮尾委員からお願いします。

宮尾委員

トップバッターなので、多少の時間超過はお許し頂きたい。まず全体観

であるが、海外経済、国内経済とも、前回展望レポートで示したメインシナリオに沿った動きと理解している。前回会合から3週間しか経過していないが、この間、欧州の改善基調、米国雇用情勢の改善、中国あるいはアジア新興国の貿易の持ち直しなどの動きが確認された。海外経済に関しては、「全体として緩やかな持ち直し」というメインシナリオに沿った動きが確認されたとみている。

海外経済から順にみていく。欧州経済は、持ち直しに向かう動きが続いており、底離れの動きがより明確になってきている。輸出、生産は既に底入れしており、消費者コンフィデンスや企業マインドの改善基調が続く中で、個人消費も緩やかながら持ち直してきている。こういった持ち直しの動きは、ユーロエリアの実質GDPが第2四半期、第3四半期と2四半期連続でプラスになったことから確認できる。雇用情勢やディスインフレ基調など残存する下振れリスクには留意が必要であることは言うまでもないが、一方で、先般のECBによる追加利下げ、英国の景気改善などを併せて考えると、欧州経済は、先行きも緩やかながら持ち直しに向かう動きを続けていくと認識している。

米国経済は、引き続き、全体として堅調な回復を続けている。家計部門の堅調さは、10月の雇用統計において雇用者数が20万人を超えて増加し、過去2か月も上方修正されたこと、9月の実質可処分所得や昨日発表された直近10月の小売上の力強さなどからも確認できる。一方、企業部門は、回復ペースの勢いはまだみられないものの、企業マインドは高水準を維持しており、輸出や製造業生産など一部のハードデータでも緩やかに改善している。こうした動きは、第3四半期の米国実質GDPの伸び率が+2.8%を示した点にも表れている。また、総じて堅調な経済指標や緩和継続期待などを受けて株価も上昇している。今後は、回復テンポが徐々に増していくというメインシナリオが維持できるとみているが、そうは言いながらも財政協議を巡る不確実性は残るので、消費者コンフィデンスなど一部の弱めの指標の動向には、引き続き注意していきたい。

次に、アジア新興国である。まず中国経済は、引き続き安定した成長を

続けている。直近 10 月の指標では、個人消費、固定資産投資など堅調に推移した。これまで弱かった輸出も、欧米向けを中心に持ち直しに転じている。生産や製造業の設備投資なども伸びを幾分高めており、中国景気の持ち直しの安定感は増しており、この動きは当面続くとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、評価は変わっていない。国によるばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かっている。韓国や台湾では、欧米や中国向けを中心に輸出に持ち直しの動きがみられており、米国や中国の内需回復、欧州の生産活動の底入れなどを起点として、グローバルな貿易活動が再び緩やかながらも動き始めているようにみえる。勿論、金融環境のタイト化や構造問題などによる重石も引き続き残っているため、下振れリスクは引き続き意識しておかなければならないと考えている。

わが国経済は、引き続き緩やかに回復している。7～9 月の実質 GDP 前期比年率は、純輸出のマイナスを公共投資のプラスで相殺し、消費も底堅く、全体で+1.9%となった。+4%程度の高めの成長が 2 四半期続いた後でも、潜在成長率を上回る着実な伸びが確認された。内需をみると、公共投資と住宅投資は増加を続けている。特に住宅投資は、首都圏新築マンション販売など堅調を維持し、9 月までの駆け込み需要の反動減も然程みられずに推移している。個人消費も全体として堅調に推移している。設備投資は、先行指標である機械受注が増加し、製造業の持ち直しも明確になりつつある。今後、法人企業統計や資本財総供給などでも確認できるかどうか注視していきたい。外需については、実質輸出は 10 月が前期比プラスとなり、緩やかな持ち直し傾向が確認された。こうした内外需要の動向を受けて、鉱工業生産も前期比+2%前後の緩やかな回復を続けており、在庫・出荷バランスもおしなべて改善している。この間、雇用・所得環境も、9 月の確報値から、名目賃金は弱めの動きながら雇用者数が増加しており、全体の雇用者所得は持ち直しているという基調判断に変わりはない。以上申し上げたように、わが国経済は、全体として順調に回復しているとみている。

この間の注意を要する動きとしては、消費者マインドの動向を挙げるこ

とができる。10月の消費者態度指数をみると、はっきりと下落した。前月に、オリンピック開催決定もあって大きく上昇した後、消費税率引き上げが10月1日に正式決定されたことが心理的な重石となり、大きめに反落した可能性がある。一方で、これまで消費者マインドを支えてきたとみられる株価は、今月はむしろ上昇している。景気ウォッチャー調査でも、季節調整値をみれば、現状、先行きの判断とも10月の値は小幅上昇している。これらを総合してみると、私自身は、消費者マインドが今後一段と落ち込む可能性は高くはないとみているが、いずれにせよ今後の動向を注視していきたい。

物価動向についても、基調判断に変更はない。GDPデフレーターをみると、内需デフレーターが前年比0.5%のプラス、消費支出デフレーターが0.3%のプラスとなり、ともに2008年以来のプラス浮上となった。内需、個人消費主導の回復により、幅広く物価の改善が続いていることが確認されたと考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合以降の海外経済の動向であるが、欧州では、デフレーション傾向が強まるもとのECBによる市場にとって予想外の利下げが行われた。実体経済は、7~9月のGDPが小幅ながら2四半期連続でプラスになったほか、PMIも四半期ベースで改善するなど、引き続き持ち直しに転じつつあるとみている。中国については、その後発表された諸指標をみる限り、夏場以降の緩やかな回復基調を保っているものとみられる。米国については、第3四半期のGDPが+2.8%となったほか、10月雇用統計やISM指数なども強い数字となっている。これまで弱いインデックスが続いていたもとの、政府機関閉鎖もあり景気鈍化が懸念されていたところであるが、足もとの状況はかなり堅調とみられる。ASEANについては、引

き続き弱めの推移となっているものの、NIEsについては、先進国、中国の持ち直しにつれて輸出に回復の傾向がみられる。コンテナ需要が改善してきており、世界の貿易サイクルが底を打ち、今後貿易量が拡大に向かうとみる向きもある。世界経済は緩やかに持ち直しているという見方をしている。

わが国については、7～9月のGDP速報が+1.9%となった。年前半の+4%程度から減速しているが、想定していたより若干良い着地とみている。寄与度でみると、個人消費と民間設備投資が伸び悩んだもとので、輸出が-0.1%となり、純輸出が-0.5%となったことが減速の主因となっている。

今後については、個人消費はやや息切れ気味となっているが、このところ株価が戻ってきているもとので、生産の拡大などを受け所定外賃金が増加しており、また、冬のボーナスも相応の増加が見込まれることから、消費税率の引き上げに伴う駆け込み要因を除いても基調は底堅く推移していくものとみている。このところ伸び悩んでいる輸出については、10月実績が+2.5%の増加となったが、まだ力強さに欠けるところである。先行きについては、機械受注の外需が8月、9月と大きく伸びており、今まで伸び悩んでいた資本財輸出が一定のタイムラグをもって増加へ転じ、輸出全体の押し上げに寄与していくものとみている。生産については、このところ着実に増加してきており、10～12月、1～3月の見通しからも堅調に推移するものとみている。わが国の景気は、緩やかに回復しており、先行きもこれを続けていくと判断している。

なお、金融情勢について、海外先進国の金融市場をみると、米国の株価が史上最高値を更新しつつある。また、米欧とも search for yield の動きが年前半よりは弱まったとはいえ、ハイイールド商品について条件の緩和も伴いつつ増加してきており、発行・引受額がリーマン前を上回る水準となるものも出てきている状況である。一方で、実体経済をみると、雇用、物価の状況など回復サイクルの途上にあり、両者のアンバランスがどのような意味を持つのか、一抹の不安を有するところである。海外市場での資

産価格の上昇が何らかのきっかけで崩れると、わが国の株価、円相場にも圧力がかかり、景況感の悪化を招く恐れがある。その点について若干の懸念を有するところである。私からは以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

国内景気の現状判断および見通しについては、執行部見解どおり現状維持で良いと思う。前回会合以降3週間でこれまでの判断を変えるような材料は特段見当たらない。国内経済については、7～9月期のGDP1次速報値は、個人消費が横ばい圏内、輸出が減少する中で、概ね想定どおり減速したが、在庫寄与度が大きく、また最終需要ベースではゼロ成長近い低空飛行になったほか、雇用者報酬が前期比で減少に転じた。在庫や設備投資の評価は法人季報を踏まえた2次速報を待つ必要があることを割り引いても、内容はヘッドラインより不芳との評価になるかと思う。ただし、個人消費については、9月以降持ち直しており、景気ウォッチャー調査の季調済指数等に見る草の根マインドは改善している。そのうえ、このところの円安・株高傾向で目先マインドの改善も見込まれ、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も出始めると見込まれる。輸出についても10月は持ち直しているということであるので、7～9月期の減速は一時的とみている。10～12月期以降、年度内の国内景気は次第に浮揚感を強め、先の展望レポートの見通しに沿う展開となると思う。

海外経済の現状判断および見通しについては、執行部見解どおり、判断を半歩前進させることで良いと思う。米国経済については、10月中の連邦政府の閉鎖でも雇用統計は雇用情勢の持ち直しを窺わせる内容であり、欧州経済については、各種マインドが好転する中で経済指標は全般に底入れを示している。新興市場国も、一部実体経済面で明るさがみられ始めている。

こうした中でのリスクは、国際金融市場でF e dによる資産買入縮小観測に対する思惑から市場の変動が強まることであろうと思う。このところ、米国経済指標が堅調であれば株価が上昇し、低調という評価であれば金融緩和の長期化見通しを映じて株価が上昇するという姿であるが、これは、本年5月以降の調整局面入り以前の国際金融市場の姿にやや似ている。こうした歯車が一旦逆回転すると、リスクオフへの流れが進みやすいという意味において、資産価格の上昇に依存する景気回復は危うさを孕んでいると思う。実際、新興国では、このところF e dによる資産買入縮小開始が意識されるもとの、通貨、株価ともにやや下落している。ただし、以上はリスクシナリオであり、既に一旦5月以降の調整局面をこなしていることを踏まえれば、仮に、F e dが資産買入縮小に向けた市場との対話を再開したとしても、影響は本年夏場にみられたほどではないと思う。

最後に、物価の現状判断および見通しについては、先の展望レポートの会合で述べたことと変わっていない。若干感想めいたことを補足すると、欧米のデフインフレ傾向がこのところ主要国・地域の中銀の政策に実際に影響を及ぼし始めたということであり、これは、私が予てより懸念していたことが意外に早く現実化してきたという印象を持っている。例えば、F R Bは失業率とインフレ率を主要なベンチマークとしつつ、実際のインフレ率が目標水準に達していないにもかかわらず、当初そのことにあまり重きを置いていないようにもみられたのに対し、その後9月の資産買入縮小見送りの理由としては、全般的な経済状況や財政問題と並び、目標水準に達していないインフレ率を挙げていた。また、E C Bは11月の政策理事会でインフレ率の想定以上の低下と見通し引き下げなどを理由に市場の意表を突く利下げに踏み切った。欧米のデフインフレ傾向には、シェールガス革命を通じたエネルギー価格の低下や前年のV A T増税の反動など、それぞれの国・地域固有の要因があることは承知しているが、大きな背景として、潜在成長率の低下とともに自然利子率が低下し、それと整合的なインフレ率の水準も低下したのではないかという見方もあり得るかと思う。仮に、世界的に潜在成長率が低下しているとすれば、そう

した中で日本の物価が量的・質的金融緩和という日本独自の要因で今後も順調に上昇経路をたどるかどうかについては、期待しつつも若干懐疑的な目でみている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

海外経済については、米国と中国の動きを特に注目している。米国では10月の新規雇用が予想外に大きく増加した一方、住宅関連指標は総じて軟調で、消費者センチメントも下振れている。これらは、長期金利上昇と先行きの財政政策への不透明感の影響によるところが大きいと考えられる。同様な影響を受けやすい自動車販売は、9、10月と2か月連続で低下した。今後も軟調を続ければ、消費全体の下振れ要因となるだけでなく、自動車関連産業の裾野の広さを踏まえると、現在は堅調な製造業の活動や景況感、雇用にも影響が及ぶ可能性があるので注視している。中国では住宅価格および消費者物価の高騰が続いているため、一部都市での住宅購入規制強化に加え、早晚、当局はインフラ投資の抑制や緩和的な金融政策の修正を図っている、あるいは既に開始しているとみている。こうしたことから、来年にかけて成長率は再び緩やかに低下すると見込まれるが、政府が来年の成長率目標を7%程度に引き下げ、成長率の緩やかな低下を容認する可能性もある。

国内経済は、円高修正、株高、財政出動などに刺激された急ピッチの回復から、より持続的で自律的な回復局面への移行途上にあると考えているが、ただ民間内需主導の本格回復という局面に至るまでにはなお相応の時間がかかると思う。7～9月期の成長率は、年率+1.9%と年前半からペースが落ちたが、これは一時的な減速というよりも成長率の基調が下方にシフトしたことの表れと考えている。消費者センチメントについては、10月分の消費者態度指数が大幅に下落したが、これは9月の反転上昇が一時

的であったことを示唆したと思う。特にこの指数は、震災直後以来の大幅な下落となったが、消費税率引き上げを含めた先行きの生活コストの上昇見通しがマイナスに影響したとも考えられる。

今後、物価、賃金の上昇傾向が定着し、企業が次第にデフレ解消の認識を強めていくといった姿は想定できる。しかし、1980年代初頭以降の日本と海外先進国の消費者物価上昇率の差は、バブル期、デフレ期を通じて概ね2%程度で非常に安定してきたという点も踏まえると、日本が他の主要国と比較して長らく経済環境が悪かったことの主因を、緩やかな価格下落に求めることは必ずしも妥当ではないと考えている。企業の技術力や国際競争力の低下、巨額の政府債務、人口減少、高齢化など、多くの構造問題に改善の糸口がみえないまま、デフレ解消の観測だけで企業が中長期の内需の成長期待を急速に高め、設備投資や雇用を大幅に拡大し、賃金の大幅引き上げに踏み切っていくことは考えにくいところである。こうした中で、企業がある程度経営姿勢を積極化させるきっかけとしては、外需動向は引き続き重要である。持続的な輸出拡大の恩恵が内需にも及ぶといった期待が高まれば、内需の自律的な拡大の見通しが必ずしも高まらなくても、企業は設備投資や雇用をある程度拡大させていくと考えられる。ただ、海外経済の状況はなお不確実性が高い状況にあり、そうした企業行動はすぐには生じないと思われる。

次に、来年4月の消費税率引き上げ前後の時期は、駆け込み需要とその反動で経済活動は一時的に攪乱され、経済指標に基づく景気判断が暫く難しくなることに留意しておく必要が、本行としてもあると思う。駆け込み需要と反動の影響は、住宅と個人消費に限らず、間接的な影響を含めれば設備投資、在庫投資、鉱工業生産、雇用関連指標など、幅広く及ぶことになると思う。その中で、輸出は攪乱されにくい訳であるため、先行きの設備投資動向など内需の先行きの判断を考えるうえでも輸出統計の相対的な重要性が当面高まりそうである。消費税率の引き上げは、経済の基調的な動きに大きな影響を与えないと考えているが、駆け込みの一時的な反動は避けられない。5兆円の景気対策により反動が回避できるといった楽観

的な期待が企業や家計、金融市場にある場合には、実際の反動を受けて景況感が過度に下振れる可能性には注意しておきたいと思う。加えて、来春、年明けという時期は、前年の高い水準の反動で、例えば、企業の売上高や収益、銀行貸出、マネタリーベース、インフレ率など様々な経済・金融指標の前年比伸び率がかなり下振れてみられるという点にも留意しておきたいと思う。

最後に、国内物価の状況には、足もとで特段変化はみられないと考えている。消費者物価については、食料・エネルギーを除く季節調整済み3か月前比で、物価の基調的な動きを計算すると、急速な円安進行の一巡とともに5、6月に既にピークを越え、今後は前年比の上昇ペースでも次第に鈍化傾向が確認されていくものと、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気判断は、引き続き緩やかに回復しているとみており、基調に変化はない。まず、海外経済については、先進国や中国経済が緩やかながら改善するもとのみれば、全体としてみれば緩やかに持ち直している。国際金融資本市場では、米国の強めの経済指標やFRB当局者の発言等を受けて買入減額開始時期の観測が揺れ動いている。そうしたもとのみれば、ファンダメンタルズの弱い新興国を中心に通貨、株価の下落傾向は続いており、引き続き注意を要する。

地域別にみると、米国経済については、政府機関閉鎖などの影響から家計のコンフィデンスがこのところの高めの水準から弱めとなっているが、ISMの改善が続いているほか、非農業部門雇用者数の増加ペースが加速するなど、全体としては強めの経済指標がみられている。こうしたもとのみれば、民需は堅調に推移しており、今後は生産や設備投資でやや勢いに欠ける企業部門も含めて、徐々に回復テンポを強めていくと考えている。もっとも、

財政協議の帰趨とその影響については十分に注視していく必要がある。

次に、欧州経済は、GDP成長率が2四半期連続のプラスとなり、緩慢ながらも徐々に持ち直しに転じつつある。こうした中、ECBが一段の利下げに踏み切ったが、失業率が高まるもとの、デフインフレ傾向に歯止めをかけ、経済の好循環に繋げていくにはなお時間を要するとみられる。周縁国を中心にバランスシートや金融システムには脆弱性が残されており、来年初から予定されるECBによる資産査定等の影響も含めて引き続き注意が必要である。中国経済をみると、政府の小型景気刺激策や不動産投資の増加などから内需が堅調に推移していることに加えて、輸出も幾分持ち直しており、安定した成長が続いている。やや引締め気味とみられる金融政策運営の影響には若干注意が必要であるが、先行きも、三中全会の決定を踏まえ、政府が構造調整を進めつつ、景気下支え策を講じていく中で、当面、現状程度の安定成長が続くとみている。NIEs・ASEAN経済については、韓国、台湾の輸出に明るさがみられるが、ASEANなど金融資本市場に不透明感がみられるもと内需が減速するなど、持ち直しの動きは弱いものとなっている。先行きは先進国経済の回復が見込まれる中、徐々に成長テンポを高めていくものと思われる。

こうしたもとでわが国経済をみると、7~9月期のGDP成長率は+1.9%と前期に比べて鈍化したものの、緩やかな回復が続いている。足もとの輸出はやや勢いに欠けるが、内需の地合いは引き続き強く、先行きも生産・所得・支出の好循環が持続していくとみている。需要項目別にみると、輸出は7~9月期に弱めで推移した後、10月は持ち直しており、4~6月期が高めの伸びだったことや鉱工業生産の動向等も考慮すると、振れを伴いつつも持ち直し傾向にあると考えている。国内需要については、GDP統計の個人消費に一服感が窺われるものの、足もとでは、新車登録台数が新車投入効果等により増加に転じているほか、百貨店販売も天候の影響を除いた実勢ベースで好調を持続しており、全体として水準は高めで底堅さは保たれているとみている。当面は、冬季賞与の増加や消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって増加していくとみられる。住宅投資につ

いては、消費税率引き上げを控えた駆け込みや反動がみられるが、不動産価格や金利の先高観等を受けたペントアップ需要の顕現化もあって、進捗ベースでみた住宅投資は、当面、増加傾向をたどるとみられる。設備投資をみると、小幅ながら2四半期連続で増加を続けており、機械受注は製造業についても持ち直しが明確になっている。企業収益は着実に改善しており、そうしたもとで設備投資は緩やかな増加基調をたどるとみている。公共投資については、経済対策効果が本格化する中、当面、増加傾向を続けるとみられる。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産は緩やかな増加が見込まれる。

この間、所得環境をみると、労働需給が改善するもとで、労働者全体の時間当たり名目賃金は緩やかな改善に転じつつあり、冬季賞与についても、経団連調査では高めの伸びが見込まれている。また、来春の賃上げに関する経営側のスタンスは区々であるが、企業業績の回復がはっきりとするにつれて、前向きに対応が増加し、一時金も含めた雇用者報酬は持ち直しが明確になっていくと考えている。さらに政府の公務員給与減額措置を延長しない方針もプラスに作用していくとみられる。雇用者所得の改善は、経済の前向きな循環を維持していくうえでの鍵となるので、設備投資の動向とともにしっかりと注視していきたいと思う。

最後に物価である。宮尾委員からも指摘があったが、GDP速報では、GDPデフレーターが3四半期連続でマイナス幅を縮小し、内需デフレーターは5年振りにプラス転化した。このうちGDPデフレーターのマナス幅縮小は、足もとの物価上昇の背景として、円高修正による押し上げ効果だけではなく、内需の底堅さも下支え要素として働いていることを改めて示している。当面の消費者物価（除く生鮮）については、石油製品の前年の反動による押し上げ効果は徐々に減衰していくとみられるが、食料工業製品など幅広い品目で上昇しつつあり、今後もプラス幅を拡大していくとみられる。先行きも、需給バランスの改善に加えて中長期的な予想物価上昇率の高まりなども反映して緩やかに上昇していくとみている。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

世界経済については、全体として緩やかに持ち直していると考えている。米国経済については、雇用の改善が顕著であるとみている。10月の非農業部門雇用者数は前月比20.4万人増となった。9月までのデータでは雇用者数の伸びのモメンタムが失われていると思われたが、10月の数値と8月、9月の上方修正を踏まえると、昨年から月平均20万人弱の増加ペースが続いているとみられる。このように雇用の改善が顕著であることから、米国経済は今後も堅調な回復を続けていくとみている。ユーロ圏経済も、2四半期プラス成長が続いており、持ち直しに転じていると思う。中国は、堅調な内需に支えられて安定した成長が続いているが、10月の輸出は、米欧向け増加を主因として前年同月比で+5.6%の高い伸びになった。米国の堅調な回復とユーロ圏の経済持ち直しにより、韓国や台湾の輸出も米欧向けを中心に増加している。一方、ASEAN諸国は、金融環境がタイト化しているため、緩慢な状況が続いている。そのASEAN経済も米欧や中国の緩やかな成長により、今後は輸出の増加という経路を通じて成長テンポを増していくと考える。世界経済の緩やかな持ち直しという状況は、今後暫く続くと考えている。ただし、米国の財政問題、ユーロ圏の金融システムの脆弱性、中国の過剰債務と過剰設備、米国の資産買入縮小の新興国や資源国に及ぼす下押し圧力など、不確実性は小さくないので注意していきたいと思う。

日本経済については、7~9月の実質GDPの1次速報値は前期比年率+1.9%で、年率+4%程度の高成長が続いた今年前半からは減速した。しかし、依然として0%台半ばと考えられる潜在成長率を大きく上回っている。設備投資に弱さがみられるが、先行指標である機械受注をみると、これまで弱めに推移してきた製造業を含め改善傾向がはっきりしてきた。今

後は、企業収益の大幅な改善と予想実質金利の低下および世界経済の緩やかな回復に支えられて、設備投資は一層改善すると予想している。輸出は、改善が遅れていたが、10月は前年比+5.7%の高い伸びになった。今後は、為替円安と欧米および中国を中心に世界経済の持ち直しが進むにつれて、緩やかながら増加基調が続くと考えている。輸出の増加は設備投資を増やす要因になる。

懸念されるのは、足もとで消費者マインドが反落している点であるが、これには10月初めに決定された来年度の消費税増税や台風などが影響していると思われるが、一時的かどうか注意していく必要があると思う。名目賃金は全体として下げ止まりつつあり、今後、労働需給の改善が明確になるにつれて、次第に上昇圧力が強まると予想している。従って、足もとの消費者マインドの低下も、賃金上昇による所得の改善が進むにつれて好転していくと考えている。昨日の内閣府の需給ギャップに関する発表によると、需給ギャップは5年振りの小ささで縮小している。そうした需給ギャップの縮小を反映してコア消費者物価上昇率は上昇しつつあり、コアコア消費者物価でも下げ止まっている。今後は、一層の需給ギャップの縮小と予想インフレ率の高まりを背景に、賃金の上昇を伴った緩やかな物価の上昇が見込まれると思う。以上から、生産・所得・支出という好循環のもとで、消費者物価は2%の目標に向かって上昇していくと予想している。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

国際金融市場については第2ラウンドで申し上げたいので、海外経済についてまず申し上げる。はじめに米国経済だが、政府の一時閉鎖問題の影響は限定的なものにとどまった可能性が高く、堅調な民需を背景に緩やかな回復基調が続いているという判断で良いと思う。先行きについても、緩

和的な金融環境が維持され、財政面からの下押し圧力が弱まるので、回復テンポが徐々に速まっていく可能性が高いと思っている。ただし、足もとで、消費者コンフィデンスに加え、住宅販売や自動車販売で弱めの動きがみられていることは、やや気掛かりである。ただ、雇用統計の好調さも踏まえれば、景気の基調はしっかりしていると思うが、当面は米国経済が世界経済回復を牽引していくと思われるだけに、今後、議会での財政協議の行方とその影響などを注視していきたい。

欧州経済については、7～9月のGDPが2四半期連続のプラス成長となるなど、足もとでは持ち直しに転じつつあるとみている。先行きは、次第に持ち直していくとみているが、欧州債務問題の行方は引き続き気掛かりである。また、インフレ率が1%を下回る水準まで低下してきており、さらにディスインフレ圧力が強まる可能性にも注意が怠れないと思う。昨日の国際局の説明によると、周縁国におけるインターナル・デバリュエーションの進行という側面もあるとのことだったと思うが、今後の景気動向次第では、ECBは追加緩和に踏み切る可能性が残されていると思う。その場合、手段が限られているので為替チャネルを通じた効果を狙ったものとならざるを得ないのではないかと思う。そうすると、為替相場の変動を通じてわが国経済にも影響が及ぶ可能性にも留意しておく必要があると思う。

中国経済は、堅調な内需を背景に安定した成長を続けている。ここにきて、輸出や生産にも持ち直しの動きがみられており、製造業PMIも50を上回る水準で緩やかな改善を続けていることは、今後の景気の持続性という点で好材料と思う。なお、先日の三中全会での決定内容をみると、市場の役割に一段の重きが置かれているほか、重要改革については2020年までという期限が設定されるなど、改革への取組みの本気度が現れたものとして評価できると思う。これは、中国経済の持続的な成長という点からは望ましいと思う。この間、金利自由化あるいは資本規制の撤廃は従来想定していたよりも早く進むことになるのではないかと思う。このため、今後は、人民元の動きによって内外金融資本市場が影響を受ける度合いが次

第に増していくことになるだろうと思う。新興国・資源国においては、全体としてみると、景気持ち直しの勢いが引き続き弱い、韓国や台湾では、10月の輸出が7～9月対比で増加するなど、明るい兆しがみられている。

以上のように、主要国で前向きな動きが続いていることを踏まえると、海外経済全体の評価としては、「緩やかに持ち直している」とすることが適当だと思う。先行きについても、各国それぞれの課題やリスクはあるが、先進国を中心に持ち直しを続けていくと考えている。

わが国経済であるが、7～9月のGDP成長率は前期比年率+1.9%と、さすがに+4%前後の成長が続いた前2四半期からは減速したが、内需を中心に前向きな成長が続いているとみている。すなわち、企業部門をみると、GDPベースの設備投資は7～9月も小幅ながら増加を続けている。先行指標である機械受注は、これまで相対的に弱めの動きであった製造業も含め増加しており、先行き、収益から設備投資への前向きな動きが、業種の幅を広げながら続くことが期待できると思う。家計部門については、GDPベースの個人消費は、2四半期連続で高い伸びとなった後、7～9月も若干のプラスとなっている。足もとでは、10月の小売販売は天候要因もあって幾分弱めとなっているが、自動車販売は明確に増加しているし、旅行などサービス消費も堅調さを維持している。各委員がおっしゃったように、最近の消費者コンフィデンス指標の悪化には注意する必要があるが、雇用、所得から家計支出へという前向きな循環が働き続けると考えられるので、先行きも個人消費は底堅く推移するとみている。輸出については、足もとまでの持ち直しの勢いの弱さは気になるが、先行きの生産見通しや機械受注での外需の増加から判断すると、海外経済の持ち直しにつれて、今後緩やかに増加していくとみておいて良いと思う。

以上を踏まえると、景気の現状は、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムが引き続き働いており、「緩やかに回復している」との判断を維持することが適当だと思う。また、先行きについても、「緩やかな回復を続けていく」という見方を変える必要はないと思う。

最後に、物価面について述べると、CPIは、エネルギー関連のみでな

く幅広い品目で改善がみられており、先行きも、需給バランスが改善していく中で、前年比プラス幅は次第に拡大していくとみている。私からは以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国経済の現状については、引き続き緩やかに回復しており、先月末の状況とあまり変化はなく、執行部の現状および先行き判断で良いと思う。

経済見通しのリスク・バランスについては、下方に傾いているとみている。とりわけ、海外経済の動向については、足もとでは幾分改善しているが不確実性は高いと考えている。まず、米国経済であるが、緩やかな景気回復が継続すると見込まれるものの、幾つか懸念材料がある。第1に、10月小売売上高の前月比伸び率は改善しているが、自動車販売を除けば減速気味であるし、消費者マインドも低下しており、その水準はリーマン・ショック前をかなり下回っている。第2に、住宅市場についても減速気味で、住宅ローン金利が高止まりしている中で、住宅ローン申請件数は減少しており、着工件数や販売件数も横ばい状態となっている。第3に、労働市場であるが、10月雇用者数は予想以上に改善したが、労働参加率が低下していることから、雇用の大幅な回復を継続するには、名目賃金の伸び率の低下あるいは成長率の加速が必要だと思われる。しかし、賃金の伸び率は足もとでは若干上昇していることもあって、ユニット・レーバー・コストは上昇を続けている。つまり企業の雇用コストは大きくなっており、やや長い目でみて過去の景気回復期と比べて雇用回復ペースを遅らせる原因となっている。そこで、賃金調整の痛みを伴わずに雇用拡大を維持するには、成長率の3%程度への一段の加速が必要である。来年はフィスカルドラッグの縮小から成長率の上昇が見込まれるが、債務上限問題等の不確実性から十分高い成長が実現できない可能性がある。

ユーロ圏については、成長率は2期連続で前期比プラスで推移しているが伸び率は低下しており、しかも輸出主導の改善ではなく、内需も低調である。ドイツでも実質消費は伸び悩み、固定資産投資も国内建設受注以外の投資水準はリーマン・ショック前の水準を大きく下回っている。そのため、拡大する経常黒字額は世界最大額となっている。さらに、ユーロ圏でのコアインフレ率の低下は、周縁国の政府、民間の債務返済負担を重くするほか、国際競争力改善を図るためには周縁国の一段の賃金下落の必要性が高まるが、実施できないと景気回復が順調に進まない恐れがある。

新興国の経済成長が減速している中で、世界経済を牽引しているのは先進国であるが、その景気回復力も盤石ではない。例えば、実質GDP水準は、わが国とユーロ圏では精々リーマン・ショック前のピーク水準に達した程度で、米国では危機前の水準を超えているものの、かつてのトレンドから推計される水準を大きく下回っており回復の勢いが無い。こうした状況には、各国の財政・金融政策スタンスが区々なことも影響しているとみられ、世界経済の回復ペースの不透明感を高めていると思われる。

わが国経済について、本日は設備投資と雇用に関して見解を申し上げる。まず、短観の生産設備判断DIと雇用人員判断DIをみると、一言で言えば、非製造業では人手不足感、製造業では設備過剰感という特徴が、企業規模とは関係なく確認できる。ここからみられる傾向としては、第1に、非製造業の設備投資行動は景気循環に大きく左右されない状況が以前からみられ、短観の生産設備判断DIをみても中立水準からあまり乖離せずに推移している。従って、製造業と比べ景気拡大期に設備投資の不足感が強まる傾向はみられない。実際、足もとの非製造業の生産設備判断DIは中立水準に既に達しており、機械受注指標も危機前の水準にほぼ近づいており、建築着工床面積も比較的高い水準まで改善している。このことは、今後の設備投資の拡大が製造業に依存する度合いが強まることを示している。他方、製造業では維持・更新や省エネ目的の投資拡大は見込まれるが、生産設備の過剰感が大きいことから拡大ペースについては不確実性がある。第2に、非製造業では労働集約的な産業が多く、特に、医療・福祉、

卸小売、宿泊・飲食の業界で人手不足感が強まっている。これは賃金圧力の上昇に寄与する一方で、総じて生産性が低い業界のため、構造改革や企業再編がなければ生産コスト上昇、収益圧迫をもたらす可能性がある。こうした点を念頭において、今後も労働市場や企業行動を注視していきたいと考えている。

最後に、物価については、緩やかなペースで2%に向けて上昇していくとの見方を維持している。すなわち、企業による価格転嫁あるいは賃金引き上げが相対的に実施しやすくなる可能性が示唆される一方で、中長期の予想インフレ率が緩やかに上昇していくことに加え、需給ギャップの改善が実際のインフレ率に反映されるまでには、ある程度の時間を要すると想定している。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について委員方の意見を私なりにまとめると、海外経済については、皆さんの意見はかなり近かったと思うが、米国では緩やかな回復基調が続いている、欧州は持ち直しに転じつつある、中国も堅調な内需を背景に安定した成長を続けているということであると思う。これらを踏まえると、海外経済の現状評価は、全体として緩やかに持ち直していると考えられる。もっとも、何人かの委員がご指摘になったように、リスクについては、米国における財政協議の帰趨、長期金利動向の住宅投資への影響、また欧州経済については、債務問題の今後の展開、中国においては、最近の三中全会もあつたが構造改革の行方とその影響、国際金融市場の動向と新興国経済への影響など、海外経済は依然として多くの不確実性を抱えているという意見が多く聞かれた。特に、国際金融市場については、米国で雇用統計などがかなり良かったこと、イエレン副議長の議会証言などを受けてF e dの金融緩和継続期待が高まったことなどから、ややリスクオンの動きがみられたと思う。このように、国際金融市場が引き続きF e dの金融政策を巡る思惑などで振れやすいということは、特に新興市場国への影響なども含めて、今後とも注意する必要がある

ると思った。

次に、わが国経済についても、大方の意見が類似していたと思うが、確かに輸出は持ち直してきているが、その勢いの弱さは懸念材料である。他方で、家計部門では、雇用・所得環境が改善する中で個人消費や住宅投資は底堅く、堅調に推移している。企業部門でも、収益が増加する中で設備投資が持ち直し、全体としては、引き続き生産・所得・支出の好循環がみられており、景気の総合判断としては、先月同様、わが国経済は緩やかに回復していると評価することが適当という見方が共有されたと思う。また、先行きの経済についても、前向きな循環メカニズムが働くもとの緩やかな回復を続けていくという見方が共有されたと思う。

物価面については、足もと、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は+0.7%となっており、先行きもジグザグはあると思うが、当面はプラス幅を次第に拡大していくのではないかとと思われる。また、予想物価上昇率についても、引き続き全体としては増加しているとみられると思う。当面の物価動向については、大方の意見は一致していたと思うが、その中でも若干のニュアンスの違いはあったように思った。

以上が私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したい。その際、議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済、国際金融市場についてご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

米国で消費者コンフィデンスが急落しているが、原因は、債務上限問題でごたごたしてなかなか決着が着かず、10月には一部政府機関が閉鎖される事態まで発生したが、そういったことを米国民が「米国経済は一体どうなるのか。政府と議会はどうなっているのか」と非常に不安に思ったことではないかと思っている。実際の可処分所得は増えているので、他の要因はなかなか考えられない。また、住宅ローン金利は低下し始めたが、申請件数がまだ増えておらず、これには少しラグがある

のももう少しみてみたいと思う。この解釈を巡っては他の考えもあると思うのでお聞きしたい。

木内委員

消費者センチメントの下落は、予想されていたと思う。2011年に債務上限の問題があった時にも消費者センチメントは落ちたので、岩田副総裁がおっしゃられたように、政府に対する不信感が消費者センチメントに影響を与えたと思う。私自身やや予想外だったのは、10月に落ちただけではなく、速報ではあるがミシガン大学指数の11月も下落したこと——確報で修正されるかもしれないが——である。前回2011年のケースでは、1か月だけ落ちて元の水準に戻るのに4か月かかった。今回については、ミシガン大学指数でみると2か月連続で下がっており、これは予想外であった。前回の場合は問題は一応解決したが、今回は先送りなので、もしかしたら前回よりも長引きそれなりの影響が出るかもしれないと思っている。さらに2011年との違いとしては、今回は年末商戦にかかっていることがクリティカルである。年末商戦の見方は分かれているが、例えばウォルマートのように、財政問題で悪影響が出てくるとの見方があり、まだその影響は見極められず、マイナスの影響が出てくる可能性もあると思う。

米国経済全体については、指標はややミックスという感じがする。雇用統計が強かったので強い印象があるような気がするが、強いのはサプライサイドの統計で、足もとでは雇用とISM製造業が強く、一方で自動車販売は2か月連続で下落しており、輸出が3か月連続で実質値が下がっていることも無視できないと思う。さらに言えば、ISMとPMI、ISMと実際の鉱工業生産との乖離もあるので、製造業は非常に強いとは簡単には言えない状況である。このようにサプライサイドと需要サイドでかなり乖離があるが、その理由を考える必要があると思う。私自身まだ見極めはついていないが、可能性としては、生産サイドが遅れており、その結果として第3四半期のGDPでも在庫の寄与が大きく出ている。これは、需要はやや弱めだが生産や雇用などサプライサイドがやや遅れているので、結果

的にこのような姿になっている可能性と、そうではなく、足もとの需要は若干軟調だが先行きについては企業も明るくみているので、雇用を増やし生産も前向き在庫積み増しに動いている可能性の両方の解釈があり得る。私は、どちらかと言うとネガティブなほうであるが、非常に複雑で判断が難しい局面にあると思う。

石田委員

オバマケアのスタートに当たって、システムの不具合が発生し非常に混乱している。それに応じて色々な問題が出ており、既存の保険が否認されたり、あるいは党派的な議論が拡大したりしている。健康に関することなので、何らかのかたちで影響していることは否定できないと思っている。

白井委員

別の論点だが、デスインフレは、米国より欧州の方が断然深刻だと思う。欧州の場合、GDPギャップが悪化しており、失業率も上昇はとまってきたが下がっていない。この間、失業率は相当上昇したのでGDPギャップは相当悪く、その中でデスインフレが起きている。ドイツでもインフレ率は下がっており、ドイツに対して競争力を高めなければならない周縁国はもっと下げなければならないが、スペインは賃金を下げているが、他の国は下げている。周縁国で賃金を下げるのは政治的に大変難しく、全体がデスインフレになった時のインターナル・デバリュエーションは大変難しくなるので、インフレの時よりも域内の競争力の調整が難しくなることを私は懸念している。

米国は、消費者コンフィデンスが下がっていることも問題だが、レベル的にもリーマン・ショック前からかなり低いことが特徴である。雇用が増えているので欧州よりは良いとは思いますが、失業率も見かけ上は下がっている。ただし、労働参加率がリーマン・ショック前の66%を維持するとすると、失業率はほとんど改善していないという推計もあるように、実態はかなり悪いのではないかと思う。そういったことも影響しているのではな

いかと思っている。

デフインフレに戻るが、米国にとっては一長一短ある。ガソリン等が下がれば実質所得にプラスに効く。10月のCPIをみると自動車のCPIは下がっている中で、自動車の売上が上がっている。衣類なども下がってきているので、その辺はGDPギャップのマイナス幅がまだ大きいということを反映しているかもしれないので、注視していきたい。

中曾副総裁

当面の日本経済にとっては外需が非常に大事で、外需の中で地域的にみると、一番心配なのは欧州である。底入れしているようにみえるが、当局などに聞くと、欧州統合に向けたコミットメントは揺るぎないと言うが、需給ギャップはマイナスになっている。一方で、銀行セクターの問題がどの程度改善しているのか、改善するにしてもAQRに1年かかる、Single Supervisory Mechanism発足までに1年かかるが、このように時間をかけている間に実体経済が劣化していく場合に、銀行セクターが経済を支える力を発揮できない状態が長く続いてしまうことが非常に気になる。言い方を変えれば、必要な構造改革が極く一部を除いてあまり進んでいないようにみえる。この間に経済の劣化が進む場合は、なかなか難しいことになる。ECBとしては、われわれのようにQEを打つことができないので、政策手段も非常に限られている。マイナス金利も含めさらなる利下げが1つの選択肢かもしれないが、これは処方箋としてはあまり正しくない処方箋のようにもみえる。つまり、構造改革が遅れている時に金融的な緩和を進め過ぎると、不効率を温存しいわゆるゾンビ企業と呼ばれるような企業やセクターを温存することになるので、そういう意味ではドラギECB総裁が言っている日本型の問題は、潜在的には彼らが思っている以上に彼らにとって差し迫った問題になってきているのではないかという気がしている。

宮尾委員

米国の消費者コンフィデンスについて、先程も申し上げたことだが、昨日発表の10月の小売売上は予想対比強かった。先程、供給サイドと販売統計のデータの違いについて言及があったが、取り敢えず10月の小売売上は比較的しっかりしており、コンフィデンスは悪化した但实际上のハードデータではそれ程大きな影響はなかった。11月はどうか、年末商戦はどうかについてはこれからだが、その限りにおいては心強い指標だと思う。自動車販売は下がって住宅ローンも一服感があるなかで、10月の小売売上というハードデータで、しっかりした数字が出たことはサポート材料だと思う。

白井委員

自動車販売は10月+1.3%であり、それを除くと小売売上高は9月の+0.3%から10月の+0.2%に伸び率は下がっている。

木内委員

自動車を除くベースでは強くない。技術的なことだが、小売統計は改訂が激しいので速報段階はそれなりのものとしてみておく必要があると思う。

黒田議長

それでは次に、わが国の経済・物価情勢について、追加的なご意見等があればお願いします。

宮尾委員

先程木内委員から、今後駆け込み需要の影響が色々な統計、指標に出てくる可能性があるので注意する必要があるという話があったが、その点についてコメントしたい。それはそのとおりだと思っており、個人消費や住宅投資には出てくるが、木内委員がおっしゃったことで分かりにくかった

のは、設備投資も含められていた点である。設備投資にも駆け込み需要の影響が出るというのは、そうなのだろうかと思った。勿論、企業収益が多少上振れるが、企業が長めの売上予想に基づき新たにイノベーションに取り組んでいくために行う設備投資やペントアップ等の設備投資は、駆け込み需要の影響をそれほど受けないのではないかと思った。

また、木内委員は、物価の統計を3か月前比でみるとやや減速するのではないかとおっしゃったが、基調的な動きをみる時、通常、われわれは前年比で議論するが、3か月前比でみると、あるいは3か月前比でみた方が基調的な動きを捉えやすいということなのか。3か月前比では、傷害保険料等の色々な制度的な要因が3か月前に起こったものが3か月後また反映されるというように、むしろバンピーになるのではないかという印象がある。その辺りについて、私の理解が不足しているのかもしれないが、教えて頂きたい。

木内委員

消費税の影響については、厳密には「駆け込み需要と反動の影響は、住宅と個人消費に限らず、間接的な影響を含めれば設備投資、在庫投資、鉱工業生産、雇用関連指標など、幅広く及ぶことになると思う」と言った。むしろ前田調査統計局長に聞きたい気もするが、消費税は製造段階で課税されていくので、最終的に消費財として販売されるところだけに消費税が転嫁されるとは限らない部分があるのではないかと思う。なぜかという、過去1989年や1997年をみると、デフレーターがかなり上がっている。本来、消費税は消費にかかるが、部分的に設備投資、つまり企業が購入する部分にもかかる場所があるのではないか。そうすると、それに合わせて駆け込み需要が出てしまうという要素があるのではないかと思っているが、厳密には解明されていない。細かく言うと、例えば、企業の規模によって、仕入れ段階でみなしで計算されているところがあり還付を受けるが、そこにずれがあるので、比較的小さい規模の企業では駆け込みが多少発生するであろうと思う。解明できていないが、直接的な影響も多少はあると

思うし、過去をみるとデフレーターもこの時に上がっているので、必ずしも厳密に消費財だけの価格転嫁にはなっていないのではないかと考えている。

物価については、前月比も前年比もみるが、前月比では少し振れが大きいので3か月前比もみる。例えば、国内企業物価などは3か月前比でみている。私が注目しているのは、参考系列であるが季節調整済系列の3か月前比の動きをみており、それをみると全国では5月、6月がピークになっている。例えば、東京では足もと2か月はマイナスに振れてきている。これは、食料やエネルギーを除くベースには円安の影響が結構大きかったのだろうと思うが、円安のペースが落ちてきたことが少し表れているのではないと思う。勿論、季節調整値も統計の誤差も入っていると思うが、前年比だけでは1年間の色々なイベントが全部入ってしまうので振れが大きいところがある。加工度が低い分、信頼性があるということはあるかもしれないので、両方みる必要があると思う。限界的、瞬間風速的な動きをみる時には、前月比や3か月前比が参考になり、これらと前年比とを併せてみるということかと思う。

黒田議長

消費税の問題については、完全に消費者に転嫁されていくことが前提になっているが、実際、木内委員が言われたようなことは起こるかもしれない。そうすると、その分は企業が負担し消費者に転嫁しないということになるので、設備投資にマイナスの影響が出るかもしれない。ということは、逆に言うと、消費にはそれほど大きなマイナスは出ないということにもなるような気がする。消費税の価格転嫁については、欧米でも日本でも、過剰転嫁、便乗値上げがあるのではないかとか、逆に転嫁されないで企業負担で呑み込むのではないかというような色々な議論はあるが、全体としてみた時、特にマクロ経済への影響でみた時には、転嫁の有無によって投資と消費に違った影響が出てくるかもしれないが、トータルでみた時に転嫁の度合いによって経済成長率に大きな違いが出てくるという可能性はあ

まりないように思う。

佐藤委員

賃金・所得環境と物価あるいは予想物価上昇率の関係について、私なりに考えていることを申し上げたい。本行の見方として、賃金・所得環境に関して、例えば、データワイズに言えば、毎勤統計における常用雇用者数、現金給与総額、その掛け算でもって雇用者所得をみていくと、現金給与総額はなかなか伸びていかない中で常用雇用はしっかりしており、掛け算をすると前年比でしっかりしているということになる。こういった傾向が続けば、所得環境がさらに力強さを増し、それが実際の消費、生産に繋がるという好循環に入っていくという整理だと思う。極く直近の話をする、GDPベース、SNAベースの雇用者所得は、実質で7~9月期は前期比で-0.6%と大きめに減少しているが、先行き、そのような姿を想定することは特段不自然ではないと思う。ただ、前々から申し上げているように、個々の賃金、現金給与総額の所定内賃金は、パート比率が趨勢的に増大してきたことによって下押し圧力を受け続けてきており、特に、短時間労働者が入ってきてこれが所定内賃金にカウントされるので、どうしても所定内賃金は下押し圧力を受けやすいということかと思う。今後、春闘があり、大企業がベアを実施することでそこが改善していき、願わくば中小企業にも波及していけば良いと思うが、個人的に懸念しているのは、幾つかの有力企業が既にベア実施を表明しているが、こういった動きがどの程度広がりを持つかということが第1点、それから第2点としては、仮にこういった大企業の賃上げが実現するとして、それがマクロ全体でどの程度の意味を持つかである。この辺りを若干懸念している。というのは、大企業製造業の人件費は全体の人件費の約12%程度、非製造業も合わせても25%、全体の1/4である。大企業全部がベアを実施する訳ではないだろうから、1/4の中のさらにどれだけの割合か分からないが、それらの企業が実施したベアがマクロ統計的にどの程度のインパクトを持ち得るのかということである。そのため、私としてはまだまだ慎重にならざるを得ないと

いうところである。

実際の物価、あるいはその前提となる予想物価上昇率が、何によって決まってくるかであるが、これには色々説があると思う。1つはマクロの所得によって経済全体として決まってくるというところ、もう1つは、個別性の強い話であり個々の雇用者の賃金が上がっていくことが重要で、賃金は上がらないものという消極的な期待から、賃金は毎年上がっていくという前向きな期待に転換するためには、賃金単価が継続的に上がっていくことが必要であると思う。そういう意味では、マクロの所得環境は勿論大事であるが、ミクロ、個々人の賃金単価の上昇が重要である。ただ、個々人の賃金単価の上昇といっても、パートあるいは短時間労働者の人達がはたしてそのような期待を持つのかというところはある。私は、まだこの辺りを慎重にみているが、このことが、物価あるいは予想インフレ率の先行きを慎重にみている1つの理由である。ご意見があれば伺いたいと思う。

石田委員

最近、パートが急速に増加し、そのうち特に短時間労働者が増えており、一方で女性の比率が上がっているということを経済的にみると、家計の中で今まで家にいた人が働く比率が上がっているのではないかと思う。そうすると、1人1人の所得は少ないが、所帯としては可処分所得が急に増えるというかたちになり、効果は個別に考えるよりは大きいのではないかという考えを、私は前から持っている。

岩田副総裁

石田委員の言われた面もあるが、もう1つは、佐藤委員がおっしゃったように、GDP統計で実質の雇用者所得は少し減り名目では上がるという状況が最近出ているが、これは賃金と物価でどちらが先に上がってくるかという前後関係の問題である。きちんと調べてはいないが、理論的、常識的に考えて、アベノミクス以来経済の回復過程が始まっているという状況では、まず最終消費財のところで需給ギャップが段々縮まってくるにつれ

て、まず物価が上がり始める。それにつれて労働需給が逼迫してきて、次に賃金が上がってくる。物価が先に上がるので実質賃金が下がる局面があり、それが雇用拡大に繋がるというのが、普通のケインズモデルである。ただ、物価が足もとで段々上がってくると、賃金の方は契約で1年位固定しているところもずいぶんあるので、来年の春闘をどうするかということであるが、今物価が上がっているので将来も上がるのではないかというアダプティブな予想で予想インフレ率が上昇してくると、労働者は実質賃金の下落を取り戻そうとし、賃上げを要求するようになる。実際にも、労働需給が逼迫しつつあるので賃金は上がるようになり、さらに将来のインフレ率を先取りして上がり始める局面に移っていくのではないかと思う。差し当たりは、物価が先に上がり、次は、足もと賃金が上がっているので予想インフレ率が上がり、労働者はそれを考慮して春闘などで賃金上昇を要求するようになる。企業の方も、これから物価が上がるのであれば賃上げを受け入れることができる、という段階に入っていくのではないかと思う。

白井委員

岩田副総裁がおっしゃったことはそうかもしれない。ただ、一方で企業にとってみると、物価が上がってきてこの先も上がっていくと思った時に、賃金を上げられるかどうかは、自社の財・サービスの市場が拡大していくという予想がなければ、競争力の面でもなかなか難しいところがあり、そこはこれからみていきたいと思っている。

先程の非正規の賃金のところで、要するに日本のデータでは、非正規の人達が望んで非正規になっているのか、望まないで非正規になっているのかの区別ができない。望まない人達、元々ニートの人達も結構いる訳だが、最近の兆候としては、15～64歳の女性、65歳以上の男女の労働参加率が増えており、これはどちらかというパートを望む方達が増えているので、望んでパートを選んでいる方達が増えているのは確かだと思う。そのうえで、その賃金はどうなるかという、明らかに雇用不足感があるので、パートの賃金はゆっくり上がっていくと思う。ただ、正規との差が縮

まるまでには相当長い年月がかかるので、正規の賃金が上がっていくにしても相当遅くなるのではないかと思う。今回の春闘が上手くいって、正社員の人達のベアやボーナスが上がったとすれば、差が出る訳である。その辺もみていかなければならないと思う。

森本委員

先程佐藤委員から、賃金の関係で大企業が全体に占めるウエイトは低いといった話もあった。中小企業では価格転嫁が進まないなど厳しい状況が継続しているという話はあるが、アネクドータルなところでは、東京商工会議所の調査などで、企業収益が改善していく中で可能ならば賃上げしたいという前向きな対応も少しずつ出てきているというような話もある。大企業の自動車などは環境が非常に好転したが、表面上は「コストダウンは継続し、手綱は微塵も緩めない」と言っている。ただ、ミクロでは納入業者へのコストダウン要請は、少しずつ手綱が緩まっているという話も聞く。そのように徐々に浸透していくと思うので、その辺は商工会議所の調査内容等もフォローしていかなければならないと思っている。

それから先程の非正規の話で、石田委員から女性の労働参加の話があったが、これもアネクドータルにはそういう話は結構聞く。統計として一人当たり所得は上がらないが、個々の家計の問題としては、可処分所得がプラスになっていると思うので、徐々に前向きの動きが広がってきているのではないかという感じを持っている。

木内委員

佐藤委員と岩田副総裁の話に関連するが、名目の雇用者報酬、すなわち名目のマクロの所得は増えており、内訳をみると雇用は増えているが賃金が減っている。さらに物価が上がっているので、実質の雇用者報酬はマイナスと、少し複雑な組み合わせになっている。これに対し、消費者がどのように反応するかであるが、例えば、日米比較では、日本の消費者は雇用情勢に対する感応度が高く、米国では雇用は非常に振れが大きい分、賃金の

影響を受けやすい。また、日本は物価と賃金の見通し、期待があまりずれがないということからすると、物価は足もと上がっているが賃金は上がらず実質雇用者報酬が落ちてしまっているが、雇用の伸びが比較的堅調な時に、過去の経験則でいうと日本では消費は比較的強くなるというパターンだろうと思う。ただ、今回についてはまだ疑問がある。物価の動きがかなり激しかったので、物価の上昇に賃金が追いついてくるのかということと、消費税の問題もある時に、過去は比較的消費が安定する組み合わせではあったと思うが、今回については、若干不安はあると思う。つまり、物価上昇をキャッチアップするほど賃金が上がってくるかどうかについて不安があるということが、先程も議論になっていた消費者態度指数の大幅な下落などに表れているのではないかとという点で、個人的には不安を持っている。

賃金については、大企業のベースアップと所定内賃金の伸び率の年間値を過去 20 年位みると、所定内賃金の上昇率はベースアップを上回らないという動きになっている。乖離している部分は、中小企業の所定内賃金の上昇率が大企業より低かったり、あるいは非正規の賃金の水準や公務員の水準など色々な要素があり、1 番良い時でもベースアップが上限ということであると思う。来年の春闘でベースアップがどの程度かについては、報道では大企業が要求ベースで 1%程度であるが、要求どおり 1%ということではなく例えば 0.5%とすると、所定内賃金はプラスにはなってくると思うが、来年の春闘を経ても急にジャンプするという感じにはならないと思う。来年の春闘は、歴史的な好業績のもとで大企業の一部がやや大盤振る舞いするということであるが、来期以降の企業収益がどうかを考えると、少なくとも来期に入った途端に前年比では大幅な減益になってくると思う。そうすると、来年の春闘だけで上がる所定内賃金はあまり大きくない一方、その先については、収益からの追い風があまり来ないということを考えて、所定内賃金の上昇はかなり緩慢なのではないかと思う。物価も賃金も方向としては上がっていく方向だと思うが、ペースとしては、かなり緩くなってしまわないか。例えば、生産性上昇率が 1%とすると、2%の物価上昇と整合的な賃金上昇率は 3%になるが、ベースアップが所

定内賃金の上限であるとする、来年の春闘で一気に流れが大きく変わるというところまでには相当距離があるというのが、正直なところである。

白井委員

消費税に関して黒田議長に伺いたい。消費税は、本来、消費者が消費をすることで負担するものなので、企業が負担するものではなく、通常は企業が賃金にその分上乗せする必要はない訳である。もし、来年のインフレ予想がわれわれの見通しに近い1%位であれば、その程度の賃金上昇が普通だと思うが、ところが今は景気回復局面で大変クルーシャルな時なので、それよりももう少し上がれば良いという話になっている。その場合、一部の大企業が頑張って1回限りでできたとしても、継続していくのは相当難しい。来年、消費税込みで2~3%の物価上昇になったとしても、そこまでの賃金上昇は相当難しいと思う。それよりは下がるのが現実的だと思う。重要なことは、その時に賃金がもう少し長い目でみれば上がっていくとか、わが国経済が成長していくという期待があれば、大きく目減りしないかもしれない。その辺のところは、黒田議長はどのようにお考えか。

黒田議長

消費税の影響は、基本的に駆け込みと反動減の2種類あり、これはほとんど定義によりプラスとマイナスが打ち消し合うので、振れを大きくはするが、経済に特にマイナスでもプラスでもない。問題は、所得税も消費税も同じであるが、税負担が上がった結果として実質の可処分所得が減ることの消費への影響であり、これは当然マイナスであろう。ただ、前々からよく言われているように、そういうことをある程度もう既に織り込んでいける可能性もある。織り込んでいる部分があれば、来年4~6月の反動減を除くと、影響は小さくなるだろうし、長期的にこれによって消費税率引き上げがない場合に比べて社会保障の安定性が確保されると、安心して消費されるかもしれない。消費税の影響はそういうことであると思うが、賃金交渉については、白井委員がおっしゃるように消費税は基本的に100%消

費者に転嫁して消費者に負担してもらうことを前提にした税金であるので、消費税による物価上昇分を含めて賃上げしてしまうと、理論的には、企業が負担することになってしまう。そのようにはならないであろうということであるが、実際問題としてどのような賃金交渉になるのか、将来の物価上昇をどの程度見込んでの賃金引き上げ交渉になるのかについては、来年の春闘をみてみないと分からないと思う。従って、理論的に割り切ったようにはならない可能性はあるとは思いますが、消費税の影響を除いて物価上昇率が今年度中には1%程度に達するとして、その後も政策委員の見通しのように少しずつ上がっていくとすれば、不確実な要素はあるが、それを見込んで賃上げはある程度プラスに出てくると思う。勿論、企業収益によって支えられないと難しいと思うが、企業収益も現状極めて好調であるので、賃上げにもプラスに働いてくるだろう。マーケットエコノミーで政労使会議での話し合いというのも如何かという議論もあるかもしれないが、マーケットエコノミー自体が複数の企業、家計等で成り立っており、その人達が個々に考えていることが合成の誤謬に陥っている可能性もあるので、政労使会議のようなかたちで話し合うことによって、安心して賃金を上げ、物価を上げていくことができる可能性があると思う。それ自体も非常にプラスになり得ると思っている。なお、先程の議論の中で公務員賃金の話があったが、これも結構大きなプラスの影響を持つかもしれない。東日本大震災の関係で削減されていたものを来年度は続けないということ政府は決められたようであるので、これも全体としての賃金の上昇に寄与すると思っている。

それでは、今から10分程度、コーヒースタイルを取りたいと思う。

(10時38分中断、10時47分再開)

V. 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います。まず、宮尾委員からお願いします。

宮尾委員

金融環境から申し上げる。わが国の金融環境であるが、企業の資金調達環境に関しては、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」という昨日の執行部の評価で良いと思う。具体的に付言すると、銀行貸出は引き続き2%台前半の伸びを続け、マネースtock統計も高めの伸びを続けている。また、広義流動性をみても、金銭の信託、あるいは投資信託が伸びを高めており、家計部門を中心としたより広い意味でのポートフォリオバランスが着実に進んでいる様子が窺われる。

次に、実体経済へ影響を及ぼしうる金融市場動向について、まず長期金利に関しては、全般的に落ち着いており、0.6%台で推移している。これには当然本行による国債買入れが効いているとみているが、一方で、何かのきっかけで金利変動が大きくなるリスクは引き続き残っており、これについては意識しておくべきと認識している。一方、為替および株式市場の動向であるが、前回会合時と比べて為替はやや円安・ドル高、株価は株高で推移している。市況面からも、緩和的な金融環境がしっかりと維持されていると思う。

続いて、金融政策運営に関する判断を申し上げる。先程申し上げたように、わが国経済は、全体として物価安定目標の達成へ向けて着実な歩みを進めており、金融市場調節方針としては現状維持、資産買入れについても、大規模な国債買入れおよび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。また、先行きの政策運営のガイダンスについても、従来通り、物価安定目標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ガイダンス、先行きの約束をしっかりと維持することが適切と考える。

補足的な論点を2点申し上げたい。まず1点目は、マーケットやメディアの一部で、来年以降、われわれの政策に関して月々の国債買入ペースが

減額されるのではないか、日本版 tapering が始まるのではないかといった見方が、極く一部ではあるがあるようだ。これについては、先行きの政策運営に関するガイダンスで示しているように、年間約 50 兆円に相当するペースで残高を着実に増やし続けることが極めて重要であり、その極めて強力な国債買入方針に何ら変更がないことを、改めて国民やマーケットに丁寧かつ粘り強く情報発信しなければならないと考える。なお、月々の買入額そのものについては、これまでと同様であるが、金融市場の動向や保有国債の今後の償還額などに応じて弾力的に運用していくものであり、この方針についてはこれまでと何ら変わりはないということを付言したい。

2 点目の論点は、前半の議論とも若干かかわるのだが、先般、松本での金融経済懇談会で企業経営者と意見交換をした。その中で特に印象に残った意見を若干申し上げると、企業経営者から、特に、今後の日本経済を見据えると企業にとって研究開発は非常に重要であり、それを促すためにも、今回の経済対策でも挙げられている研究開発減税は非常に重要であり、その必要性は非常に高いと指摘する声が比較的多く聞かれた。また、賃上げについて、先程も議論があったが、中小企業経営者、特にものづくりをされている企業経営者の方々からの意見では、大きな景気変動あるいはショックに経営が直面する状況——典型的にはリーマン・ショック——において、ベースアップなどにより賃金をより固定費用化するということには、基本的に慎重にならざるを得ないという声が聞かれた。それはそれで慎重であるという印象を受けたが、その一方で、しかし、賃上げは国家を挙げての課題であることも十分認識しているという声も裏側にあり、全体の雇用者への報酬の還元ということだと思うが、全体をみてできる限りの対応を検討しているという意見が聞かれた。先程の議論で紹介しようと思ったがこの場で紹介した。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、わが国の金融環境であるが、「緩和した状態にある」との見方に変わりはない。企業の資金調達コストをみると、貸出金利やC P・社債の発行レート、スプレッドとも総じて低い水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度も改善傾向が続いていることが、各種調査で確認できている。

金融市場の動向については、国債 10 年物で 0.6%程度の水準にある。長期金利については、実質金利をできるだけ低位に保つことが望ましいため、わが国の景気が力強い回復過程に入る前に上昇していくことは回避する必要があるが、一方であまり利回りが低くなると外的ショックに対して不安定になるリスクが大きくなると思う。水準についてとやかく言うことは憚られるが、現状の長期金利の低さは個人的には若干居心地の悪い水準であると感じている。現在の長期金利の状況は、本行の強力な買入効果のほか、中長期的に物価がそれ程上がらないというマーケットの予想と一体を成すものだが、一方で、住宅金融支援機構の調査によると、住宅ローン借入について、昨年まで 50%を超えていた金利変動型の比率が本年に入り低下してきており、夏以降は 30%台となっている。家計の中長期のインフレ期待を把握することはなかなか困難だが、実体経済の最大の主体である家計において将来の金利上昇、物価上昇を見込み、それを行動に移す向きが一定の増加を示しているものと考え。足もとの物価が着実に上昇していけば、家計の将来への物価上昇期待がより強まっていくと思っている。

次に、ポートフォリオバランスについて、10 月マネーストックのうち、特に広義流動性の前年比伸び率が 4%台のプラスとなっている。11 年中は 0%、12 年中は 0.3%にとどまっていたものが、本年に入り月を追って増加率が拡大してきている。既に言われているように、金銭の信託や投資信託の増加に支えられているものである。今後についてみると、来年 1 月から導入される少額投資非課税制度の口座開設申請が初日の 10 月 1 日

だけで358万件となった。毎年100万円まで5年間の制度であり、今後株式や投信等への大量の資金流入が期待され、個人のベースでポートフォリオバランスが一層進展していくものとみている。ポートフォリオバランスについては、年金についても資産配分の見直しが期待されているところである。この1年間、円相場が下落し株価が上昇する過程で、相場を動かしてきた主体は海外のアカウントであったと思う。本邦のアカウントが相場を動かす主体となる兆しがそろそろ出てきていると思う。

政策については、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行の金融政策を継続することが適切と考えている。私からは以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。そのうえで、最近思うところを2点申し上げる。第1に、このところ民間のレポートや海外投資家との面談を通じて感じるのは、アベノミクスにおけるいわゆる「第3の矢」、すなわち成長戦略に対する期待感の一層の後退に反比例して高まる「第1の矢」への期待、すなわち追加緩和期待の高まりである。物価見通しとの関係で、政策委員の中心的な見通しと市場の見方の乖離が大きいということで、多くの市場関係者は、将来的な政策委員の見通し引き下げが一段の金融緩和強化のトリガーになるとの見解のようである。市場関係者の見方にいちいち反応することには逡巡はあるが、誤解を避けるためには、日本銀行としては2%の物価上昇に至るのにリニアな経路を特段想定している訳ではないので、例えば、展望レポートにおける2014年度の政策委員の見通しの中央値1.3%は2%に至るまでの中間目標ではないという程度のことは、対外的にもっと述べても良いのではないかと思う。また、そもそも量的・質的金融緩和は、最初に大胆な政策変更を

行うことで期待の転換を図ること、また、その後は wait and see のスタンスでその効果をじっくり見守ることを意図しており、包括金融緩和時のような戦力の逐次投入から決別することを明確にしている。その点、今は 2014 年度末頃の経済・物価の姿を見据えて政策効果をじっくり見守る局面ということに尽きるのではないかと、個人的には考えている。

われわれは 4 月 4 日に当面打てる限りの政策手段を打ち出したのであり、追加的な緩和手段は仮にあるとしても期待の転換を図るという点では逆効果となりかねない。無論、日本銀行は「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」ことを繰り返し対外公表文に明記しているが、ここでいう下振れリスクとは、私の理解では、リーマン・ショックや欧州債務危機に匹敵するような国際金融市場の著しい不安定化等、テールリスクの示現を意味するのであって、経済・物価見通しがコンマ数ポイント修正されるといった些細な話ではないと思う。以上の量的・質的金融緩和の本質について、市場関係者の理解が更に進むことを期待したいと思うし、われわれとしても、その点、丁寧な情報発信が必要と感じる。

第 2 に、先行きのマネタリーベースの積み上げの確からしさについてである。これまでのところ、金融機関は、量的・質的金融緩和に当初は思いのほか協力的で、9 月末は季節要因から一時的に短国買入れの継続がやや危ぶまれる局面もあったが、全体としてマネタリーベース積み上げは順調に進捗していると思う。ただし、先行きも見通しに沿い順調にマネタリーベースを積み上げることができるかどうかは、日本銀行のオペレーションに対する金融機関の応札姿勢次第の面があり、それは経済・金融情勢や現在や将来の金利水準のほか、金融機関の I R 政策上、バランスシート上でどこまで日銀当座預金の増加を許容するかといった非経済的要因によっても変化し得ると思う。その点、金融機関が既に巨額の超過準備を保有する中で、先行きのマネタリーベースの積み上げには相応の不確実性があり、その水準が高まるにつれて不確実性も高まると思う。言い換えれば、こうした政策は永遠に続けられる性質のものではない。これに関連して、市場

関係者との意見交換のなかで最近聞かれる疑問として、3年間の経済・物価見通しを日本銀行が示しているからには、2015 暦年以降のマネタリーベースと本行バランスシートの姿も示すべきではないかとの意見がある。われわれとしては、2年程度で2%というコミットメントの実現が優先事項であり、2015 暦年以降のマネタリーベースの姿は現状描いていない訳であるが、先行き市場とどのようにコミュニケーションを取るべきか、足もと敢えて曖昧にしている事象も、時間の経過とともに、より丁寧に説明していくべき局面が来ると思われるので、この点は今のうちから問題提起しておきたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

まず海外の動向だが、米国で金融政策の正常化開始が市場の当初予想に比べて後ずれしたことに続き、ユーロ圏では予想外の緩和策が実施された。失業率等に示される労働市場の回復力の弱さとインフレ率の下振れが、共通する背景として挙げられると思う。しかし、それらが需要の弱さよりも、自然失業率の上昇や労働生産性上昇率の低下といった構造変化をより反映している場合、それに対して金融政策で対応することは有効でないばかりか、不均衡の形成をもたらしてしまう可能性がある。見方は分かれるところだと思うが、欧米では労働市場のミスマッチから自然失業率が上昇し、潜在成長率の低下によって需給ギャップの水準が平均的な見方よりも実際には縮小している一方、労働生産性上昇率の低下がインフレ率に低下圧力となっている側面があると考えている。このような環境のもとで過度な金融緩和措置がとられれば、グローバルに不動産市場、金融市場での不均衡拡大に繋がるリスクがある。そうした可能性を示す最近の事例としては、例えば、ドイツでの不動産価格の高騰、アジアでの転換社債の発行急増、欧米市場での個人マネーに支えられたレバレッジローンの急拡大など

を挙げるができると思う。本来政府や企業などが主導する構造問題への対応では、金融政策が果たせる役割は時間を買うということであるが、その領域、守備範囲を超えて緩和を進めると、不均衡を拡大させるだけでなく、構造改革を妨げてしまうといった可能性がある点にも、本行も含め中央銀行は十分に留意すべき局面にあると思う。

次に、国内の金融政策に関して、中長期の期待インフレ率について再度議論したいと思う。議論の前提として、実際のインフレ率が2%に達することと中長期の期待インフレ率が2%に達することの双方を実現することが、2%の物価安定の目標達成の必要十分条件だと私は理解している。市場では、需給ギャップの改善が実際のインフレ率を上昇させる経路については理解されている一方、中長期の期待インフレ率が上昇して2%に収斂していくことで、現実のインフレ率も安定的に2%を達成するといった本行の説明については、やや懐疑的であるように見受けられる。展望レポートなどでは、現実のインフレ率の上昇と本行が2%の物価安定の目標を掲げていること、つまりバックワードルッキングとフォワードルッキングの双方のメカニズムが相俟って、中長期の期待インフレ率が2%に収斂していくと説明している。確かに、バックワードルッキングのメカニズムだけでは、中長期の期待インフレ率の上昇は説明できても、2%に収斂することは説明できない。他方、本行が物価安定の目標を掲げただけで、フォワードルッキングに中長期の期待インフレ率が2%に直ちに誘導されるわけではないことも既に明らかだと思う。従って、物価安定目標や、展望レポートの中央値で示された2015年度までの物価見通しの実現可能性を対外的にアピールするのであれば、やはり双方のメカニズムが組み合わされることで目標が達成されること、中長期の期待インフレ率が高まり2%に収斂していくということを、改めてより丁寧に説明する必要があるのではないかと思う。例えば、現実のインフレ率が2%の目標に向けて上昇し、目標との乖離が縮小するに従い、物価の誘導に関する本行の能力への信認が高まり、中長期の期待インフレ率が徐々に物価安定の目標である2%に接近していくといったモデルを新たに構築し、その妥当性を実証できれば、対

外的な説明力が高まると思う。ただし、私自身としては、引き続き中長期の期待インフレ率を2%に収斂させることを通じて、2年程度で2%の物価安定の目標を達成するのは難しく、また妥当でもないとの考えに変わりはない。デフレの下でも、各種指標にみる中長期の期待インフレ率が概ねプラスの領域にとどまっていたとみられる点を踏まえると、中長期の期待インフレ率がバックワードルッキングに決まる側面は必ずしも強くないように考えている。また、物価安定の目標でフォワードルッキングに誘導するのも難しいと考えている。私自身は、中長期の期待インフレ率は、生産性上昇率などの経済のファンダメンタルズで決まっている側面が強いと考えている。こうした点から、2%の物価安定の目標は、現時点では中長期の目標と位置付けて、日本経済の今後の成長力の高まりを見極めたうえで、将来、妥当な水準を改めて検討すべきではないかと引き続き考えている。

次回会合までの金融市場調節方針は、現状維持が妥当だと思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、執行部の報告どおり緩和した状態が続いているが、詳細は省略する。次に金融資本市場をみると、短国利回りは、本行買入オペのオファーが高めの水準で継続されるとの見方が市場にある中で、期末の9月に続き、年末や年度末に需給がタイト化する可能性を意識して前倒しで調達する動きがみられ、長めのゾーンも含めてこのところ弱含んで推移している。長期金利については、米国では経済指標の市場予想比上振れなどを受けてやや大きく上昇したが、わが国では、本行の金融緩和姿勢が引き続き意識されるもとで、横ばい圏内の動きとなっている。この間、為替市場では、ドル/円は、米国の強めの経済指標を受けた買入減額開始時

期の前倒し観測を背景に、幾分円安方向の動きとなっている。ユーロ／円は、ECBの利下げを受けて一旦円高方向となったが、足もとでは前回合時と概ね同水準となっている。株価は、米国株価の高値更新を受けて大幅に上昇し、家計や企業のマインド改善が期待できる。ただ、構造的な課題を抱えた新興国を中心に通貨、株価の下落傾向は続いており、国際金融資本市場の動きには引き続き注意が必要である。

こうした動向を踏まえた次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、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、引き続き量的・質的金融緩和の着実な実行を通じて、早期にデフレ脱却に繋げていくことが重要だと思う。

資産買入等の進捗状況を見ると、足もとでは共通担保オペの札割れが続いているほか、短国も利回りが0.1%を下回って弱めで推移するなど需給タイト感も強まりつつあるが、バランスシートは概ね見通しに沿って推移しており、2013年末のマネタリーベースの目標値の達成は確実となりつつある。こうしたもとで、金融緩和の効果は着実に表れている。実質金利の動向を確認するうえで予想物価上昇率をみると、消費動向調査でみた家計の予想が、消費税増税決断の影響も相応に考えられるが、このところ急速に上昇している。エコノミストやマーケット関連の指標は足もと横ばい圏内となっているが、やや長い目でみると上昇基調は維持していると評価できる。この間、長期金利はグローバルに上昇したにもかかわらず、わが国では0.6%前後で安定的に推移しており、実質金利は引き続き低下傾向にある。この結果、足もとの景気刺激効果は一段と強まっており、資金需要も緩やかに増加し、10月のM2や広義流動性は4%を超える高い伸びとなっている。先行きについても、市場動向を注視しながら資産買入れを着実に進め、緩和的な金融環境を維持していくことで、経済の好循環を後押しし、物価安定の目標の実現に繋げていくことが重要だと思う。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

先程、木内委員から予想インフレ率あるいは期待インフレ率に関する予想形成の型についてお話があった。また、宮尾委員も松本市での金融経済懇談会での講演でバックワードルッキングとフォワードルッキングの予想形成について触れられたとのことなので、今日はそれに絞って申し上げたいと思う。

そもそも量的・質的金融緩和は名目金利を引き下げる効果があり、今まで名目金利に非常に大きな下押し圧力をかけてきた。一方、予想物価上昇率を引き上げる効果もあるが、それは5月末頃をピークにその後低下した後、少し上昇に転じ、最近では横ばいで推移している。予想物価上昇率を5年物のBEIで判断すると、消費税の効果を除くと直近では0.8%程度と計算される。5年物の国債利回りが0.2%なので、満期5年物の国債の予想実質金利は-0.6%となる。こうしたマイナスの予想実質金利は設備投資等に効いてくると思うが、これまでのデータでは、人々の予想インフレ率の形成の仕方は、フォワードルッキングというよりも適応型予想——宮尾委員の言葉で言えばバックワードルッキング——の傾向がみられると思う。このバックワードルッキング——私は適応型と呼んでいる——の予想形成のあり方は、エコノミストのESPフォーキャスト調査に非常にはっきり表れている。ESPフォーキャスト調査では、例えば、本年4月の量的・質的金融緩和導入以降、足もとのインフレ率が上昇するにつれて予想インフレ率は次第に引き上げられ、11月調査では、2014年度は足もとのインフレ率にほぼ等しい0.61%まで上昇すると予想している。まさにアダプティブな予想形成である。一方、ESPフォーキャストでは、本年度を0.61%、消費税を除いて2014年度は0.75%、2015年度は0.98%と予想しているので、2014年度も2015年度もあまり上がらない。要するに、足もとから少しは上がるがそれほど上がっておらず、これは適応型あ

るいはバックワードルッキング型であると思う。

消費者物価の前年比は、上昇品目の増加を伴いながらプラス幅を拡大してきた。プラス幅が段々拡大する傾向は今後も続くと思われ、今後の消費者物価の緩やかな上昇を背景に、適応型の予想インフレ率も上昇すると思う。その結果、さらなるマイナスの予想実質金利が実現し、それが増加し始めた設備投資を支えると思う。さらに、消費者物価が上昇するにつれて、投資家をはじめ家計や企業の予想形成も、次第にはあるがフォワードルッキング型の要素が強まると、私は予想している。そうすると、予想実質金利はさらに低下し、そのことがフィリップス曲線を上方にシフトさせる要因になるので、量的・質的金融緩和の効果が一層強まっていくと思う。従って、量的・質的金融緩和の声明のうち、2%のインフレが安定的に持続されるまで量的・質的金融緩和を続けるという強いコミットメントを発信し続けることが、予想形成を適応型からフォワードルッキング型に変えていくうえで効果があると思うので、金融政策はこれまでどおり進めるのが良いと思う。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

まず金融環境については、引き続き「緩和した状態にある」という評価で良いと思う。すなわち、資金調達金利面をみると、新規の貸出金利は既往ボトム水準で推移しており、CPや社債の発行金利も総じて低い水準で推移しているので、資金調達コストは全体として引き続き極めて低い状態にある。量の面でも、銀行貸出は前年比2%台前半の伸びを続けているほか、CP・社債市場の発行環境は良好な状況が続いていると思う。

ここで国際金融市場について述べたい。このところの国際金融市場は、Fedの金融政策を巡る思惑など目先の情報に左右される非常に目まぐるしい展開になっている。こうした市場の動きをみて改めて感じる疑問点

を2点ほど挙げておきたい。

1点目は、リスクオンを背景とした最近の市場、特に世界的な株高にはやや整合的でない部分があるという点である。米国の株式市場は史上最高値圏で推移しているが、良い経済指標が出れば景気改善期待から買われ、悪い経済指標が出ても金融緩和継続期待の強まりから買いというような展開になっている。この間、長期金利は、実体経済の好転にももちろん反応はしているが、一方で金融緩和継続期待が根強いこともあり、その上昇は緩やかなものにとどまっている。このように、米国の金融市場は、株高と緩やかな金利上昇の並存という「いいとこ取り」の心地良い状況にあるが、そうした状況は、本来、反対方向に作用する力が一方向に向かっているという点で、サステイナブルではないようにも思える。例えば、米国景気が順調に回復し tapering 観測が高まれば、景気面からは株高であるが、長期金利が上昇して流動性相場が剥落するという点では株価には下落圧力も加わると思う。一方、米国景気の回復の歩みが思いのほか遅ければ逆の動きが生じる訳である。その場合、わが国への影響を考えると、足もと、特に為替と株の連動が高まっているようにもみえるので、金利差が縮小して円高・株安という波及チャネルをも意識しておかなければならないと思う。この点は第1ラウンドで石田委員や佐藤委員も述べられていたが、私も一抹の不安を共有している。

2点目は、F e dが市場とのコミュニケーションを上手に再構築できるかどうかという点である。9月の tapering 見送りは、F e dにとって結果オーライだったのかもしれないが、市場参加者からすると、いわば梯子を外されたかたちとなっている。市場参加者の情報の消化能力は分散が大きく、F e dからすれば中央に位置する市場参加者に明確にコミュニケーションを行ったと思っていても、結果的にはテールに位置する参加者の反応によって市場が大きく振らされてしまうといった構図は、あまり変わっていないのではないかと思う。このため、F e dが9月の経験を活かして幅広い市場参加者との間のコミュニケーションを上手く再構築できないまま tapering に踏み切ってしまうと、新興諸国が再びトリプル安に見舞

われるといった可能性は排除できず、その場合の影響は、9月の tapering の先送りによって生じた時間的猶予を構造問題への対処で有効に活用できなかった一部新興諸国に集中するかたちで、国際金融市場が動揺するリスクが残っているように思う。

次に、この先の物価動向と金融政策の運営について申し上げておきたい。展望レポートで示したように、消費者物価の前年比はこの先上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて2%の物価安定の目標に達するとみているが、これに対し、既に何人かの委員がおっしゃったように、内外市場関係者では、一段の円安などがなければ1%程度までの上昇が限界ではないかといった声が、むしろ大半のようにも聞こえる。そして、それが追加緩和論の1つの論拠となっているように思う。そこで、量的・質的金融緩和の効果波及メカニズムを改めて確認しておきたい。これは先程岩田副総裁がおっしゃった通りだと思うが、それは本行が国債の巨額の買入れをすることにより名目金利をできるだけ抑制し、同時に人々の予想インフレ率を引き上げることで、実質金利を引き下げ、経済を刺激し、需給ギャップの縮小を通じて実際の物価を上昇させていくという経路である。また、実際に物価が上がってくれば、それがまたアダプティブに人々の予想インフレ率を押し上げることにも繋がる。したがって、量的・質的金融緩和により、一旦前向きの循環メカニズムが動き出しそれが定着すれば、インフレ率の連続的上昇に繋がっていくと考えている。本日の議論に即して言えば、フォワードルッキング、そしてバックワードルッキングの双方のメカニズムを通じて物価の継続的な上昇、そして最終的には物価安定目標が達成されていくのではないかと思う。さらに、この点でいえば、今後、賃金、とりわけ恒常的な所得である所定内給与が上昇していけば、中長期的な物価予想上昇率も上がりやすくなるのではないかと思っている。この点、来春の春闘に向けた政・労・使の連携による取り組みが賃金上昇の後押しとなることを期待している。

いずれにしても、現在の状況は、長きに亘って定着してきたデフレ的均衡が量的・質的金融緩和によって揺らぎ始め、比喻を交えて言えば、軋み

上げながらも前向きの循環が作動を始めたところだと思う。したがって、われわれとしては、現在の政策を着実に進めることにより、政策効果のさらなる浸透を図り、こうした好循環メカニズムが上手く働く環境を整えていくことが必要である。同時に、内外市場関係者とわれわれの物価見通しに乖離があることを踏まえれば、なぜ物価安定目標へ到達することができるのか、今申し上げたようなメカニズムを分かりやすく説明する努力を不断に続けていくことが、これから益々重要になると思っている。

最後に、当面の金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降も、わが国の金融環境は緩和的な状態が続いており、金融機関の融資競争のもとで貸出金利は低下を続けており、社債・CPの発行環境も良好である。金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。

次に、本日は、主要国における資金需要の動向および米国の金融政策について私の見解を申し上げる。第1に、日本、米国、ユーロ圏コア国経済をみると、企業の資金需要が緩慢であり、特に設備投資向けの資金需要の弱さが共通してみられる。わが国の場合、実際の企業向け貸出の伸び率は2%前後でここ数か月は頭打ちになっており、設備投資向けの貸出伸び率は幾分低下している。米国でも企業の資金需要の増加傾向は一服しており、使途別分類をみるとM&A向けは増加しているが、設備投資向けは減少している。ユーロ圏では企業の資金需要は改善しているが、債務リストラや収益力強化の目的が多く、設備投資目的の資金需要は減少している。これら3地域とも企業の潤沢な現金保有や良好な社債発行環境が借入需要を抑制している面はあるものの、内外経済の先行きへの不確実性からか、設備投資および設備投資目的の借入には慎重さが窺える。対照的に、家計の資金需要については3地域ともに相対的に良好で、日本、ドイツ、フラン

ス等では住宅ローン需要が高く、実際の住宅ローン借入は増加しており、米国では自動車とクレジットカードの借入が増加している。しかし、いずれも、経済全体を牽引するほどの資金需要や借入の勢いはない。つまり、3地域の共通点は、緩和的な金融環境の中で貸出総額の伸びは緩慢であり、信用創造が限定的である分だけ金融緩和の効果が十分発揮されにくい可能性があることである。今のところ、金融緩和の効果は株価、不動産価格の上昇をもたらしている点で共通しているが、設備投資や民間需要の拡大といった広がりはまだ限定的である。今後、世界経済の回復ペースが加速すれば各国地域で信用創造も高まり、金融緩和の相乗効果も高まっていく可能性はある。しかし、米欧ではスラックが大きくデフインフレ傾向がみられる中で、成長期待や自然利子率が低迷している可能性もあり、そうした中で、わが国において金融緩和効果が想定どおり強まり、基本シナリオが実現していくのかしっかり見極めたいと思う。

第2に、わが国を含む世界経済と金融市場にとって、米国の金融政策の動向は高い関心事項であるので、本日はこの点について意見を述べたいと思う。FRBには物価安定と雇用最大化の2大目標を達成する責務があり、雇用や経済成長に注意を払いながらも物価安定を第一義的目標とする日本銀行を含む他の中央銀行とは一線を画している。その結果、FRBはFF金利の将来パスについて、フォーワードガイダンスにおいてインフレ率と失業率を閾値として用いる金融緩和を実施しているが、今後の注目点としては3点ある。第1に、雇用の一段の改善を実現するために、この閾値を修正して金融緩和を強化するかどうかである。最近、ある連銀総裁やFRBスタッフが失業率の閾値を現在の6.5%から5.5%に下げると金融緩和効果が高まることを指摘していること、その手法の一部が昨年アイエレン副議長の講演内容と重なることもあって、市場参加者の閾値変更への期待が高まっている。また、仮に6.5%の閾値を維持したとしても、6.5%到達後の情報を提供するために近い将来ガイダンスを修正する可能性はある。第2に、FRBが今後もストックビューを維持していくのか、その場合にフロー効果を重視する市場をどのように説得し、taperingを巡り5

月以降にみられたような金利急騰の回避に努めるのかに注目している。第3に、FF金利のガイダンスの有効性を高めて長期金利の相対的な安定化に努めるために、資産買入手段とFF金利のガイダンスをそれぞれ別の政策手段として位置付ける現行のアプローチを見直し、資産買入れのシグナル効果を活用してFF金利のガイダンスとリンクしていくのかに注目される。ある連銀総裁やFRBスタッフの論文で、この可能性を指摘している点は興味深く思う。今後も、こうした政策手段の修正に関する市場の予想のほか、経済指標によって tapering のペースやFF金利の引き上げ時期に関する市場の予想は頻繁に変わりうること、そしてそれがわが国の株価、為替、債券価格にもインパクトを与えることから、Fed の金融政策および市場の動向を注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、まず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であるとの意見で一致していたと思う。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、これを安定的に維持するために必要な時点まで、量的・質的金融緩和を継続し、その際、経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行うということである。

量的・質的金融緩和の効果については、引き続きしっかり働いていると思う。日本銀行による巨額の国債買入れもあって、わが国の長期金利は低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下傾向にあると考えられる。このように家計や企業の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは、着実に強まっているとの意見が聞かれた。この間、金融環境については緩和した状況にあるとの見方で一致していたと思う。すなわち、貸出金利は既往ボトム圏で推移しており、企業や家計の資金調

達コストは低水準で推移している。量的な面でも、銀行貸出は前年比2%台前半の伸びで増加しており、CP・社債の発行市場の発行環境も良好な状態が続いている。こうしたもとで、マネーサプライもM2で前年比+4%の増加となっているが、こうした緩和的な金融環境は、企業や家計の支出行動を引き続き後押ししていくものになると考えられる。また、多くの委員が米国Fedの金融政策の今後に注目しているとのことであった。

金融政策運営や金融環境について、さらにご意見等があればお願いします。

木内委員

期待インフレ率、予想物価上昇率について、先程も発言したが整理と追加で3点申し上げたい。

1点目は、短期の予想物価上昇率と中長期の予想物価上昇率とは、分けて議論しなくてはならないと思う。中長期の予想物価上昇率は現時点でもバックワードルッキング、つまり実際のインフレ率に強く影響を受けているようにはみえないと思う。

2点目は、フォワードルッキングとバックワードルッキングが組み合わせることで中長期の期待インフレ率が上がっていき、それによって現実のインフレ率も2%に収斂していくという説明がなされているが、その説明が不十分なのではないかと思う。「こういうメカニズムだ」と言うだけでは十分ではなく、実証性がないと信用されないのではないかと思う。モデルを作って実証してみることが信頼性を高めることになるのではないかと思う。「このようなロジックで考えている」という説明だけでは、不十分だと思う。

3点目は、なぜ中長期の期待インフレ率がフォワードルッキングに決まっていなかったのかというと、本行の金融政策に対する信認が十分高まっていないからだと思われる。この場合の信認には2つある。1つは、2%の物価安定目標を達成するための意志がないということと、もう1つは、能力がないということであり、これらは違うと思う。意志がないと思っている人はあまりいないと思う。色々なかたちで情報発信をできており、2%

の物価安定目標の達成をやる気がないと思っている人はもはやいないと思う。問題は、能力、コントローラビリティの方である。そこを説明しなければならないと思う。例えば、実際の物価上昇率が高まっていく中で日銀のコントローラビリティに対する信頼感が高まっていくので、中長期の期待インフレ率が上がっていき、それが現実のインフレ率にも影響していくというダイナミックなモデルを考えて、実証することが必要だと思う。何が何でも2%と念仏のように唱えるだけで期待インフレ率が徐々に高まっていくということではなく、分かりやすく実証性をもってわれわれの能力を説明していかないと、事態は変わらないのではないかと思う。

佐藤委員

木内委員の意見と重なるところがあるが、中長期の期待インフレ率が上方シフトするロジックが不十分であるとの話だが、確かにマーケット参加者と意見交換すると、フィリップスカーブの上方シフトについて、切片である中長期のアンカーの部分が上方シフトすることによってカーブ全体がシフトするというロジックが、なかなか受け入れてもらえていないと思う。フィリップスカーブは、過去20年、30年といったかなりの長期のインフレ率と需給ギャップの関係を事後的に示したものであって、先験的にでてくるものではないと思う。仮にフィリップスカーブの上方シフトがリアルタイムで計測できるのであれば、それはそれで説得材料になるかと思うが、もし執行部でそのようなリアルタイムの計測方法があれば、教えて頂きたい。

白井委員

3点ある。1点目は、木内委員がおっしゃっている中長期に2%を実現するということは、今回を逃すとチャンスはないと思う。実現までの期間については、私の考えでは、2015年末に2%が見通せるかどうかと言っているのですが、期間に関しては幅を持ってみているが、今回が最後のチャンスだと思う。どの位時間がかかるか分からないが、今回最善を尽くすことが

重要だと思う。できる限りの全てを実行して、無理であればその後考えるということだと思う。今できなければ中長期はないと思っている。従って、中長期とおっしゃるのであれば、どのような状況で達成できるかということ、説明された方が良いと思う。

2点目は、フィリップスカーブの議論で上方シフトのことだけをおっしゃるが、確かにインフレ期待からみれば上方シフトだが、勾配のステープ化も重要であり、両方起こり得る。このことはいつも言っており、今度の金融経済懇談会でも言うつもりだが、勾配のステープ化も重要で、こちらも言っていないとならないと思っている。今は、実際にインフレ期待は少し上がっており、価格が転嫁しやすくなっているということは、ステープニングとシフトアップが少し起きているはずなので、両方で説明していった方が良いと思う。

最後に、追加金融緩和についてだが、われわれは4月4日に色々なシミュレーションを行い、あらゆるデータを使って、2年間に50兆円の国債を買入れ、マネタリーベースを年間約60~70兆円増やすことを決めた。ところが実際には、海外経済の回復が予想比遅れるなど色々なことが起きるので、その時に、戦力の逐次投入はしないとんでも、それでは2年間は何もしないのかということではないと思う。もし追加のアクションを取るとすれば、私が注目しているのは2点ある。1点目は、金融政策に対するクレディビリティだと思っている。それは常々言っているように、実際のインフレ率と2%目標の乖離がどのように縮小していくのかについて、今のところは上手くいっているが、この先に関しては不確実性があると前回申し上げた。2点目は、2%目標と長期インフレ期待の差があるということ。3点目は、2%の実現可能性に対して債券市場を中心とする市場参加者の見方はペシミスティックであるということ。この3点をしっかりみていかなくてはならないと思っている。

ここに関して、正直言って2%が実現できないのではないかという声も大きくなっている。日銀の金融政策に対するクレディビリティが多下がっていると思うが、それが大きく揺らぐようなことがあれば躊躇な

くアクションを考えるべきだと思う。基本シナリオを示しているので、その基本シナリオが実現しないことが明らかになる時、あるいは下振れリスクが顕在化しているようなことがあれば、新しいアクションを考えるべきだと思う。とはいえ、私も常々言っているように、わが国には人口動態の問題もあるので、成長期待があってそれが活かされるというところがあるため、直ぐに効果は出ないにしても第3の矢をどんどん出して頂くことが前提だと思う。そのうえで、日銀もどのようにクレディビリティを高めるか、何か工夫の余地はないのかを常に考えていくべきだと思う。私は、そのようなスタンスでこれからもやっていく。

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。古川禎久財務副大臣から願います。

古川財務副大臣

日本経済は、7～9月期の実質GDP成長率が年率+1.9%となるなど、引き続き緩やかに回復しつつある。物価についてもデフレ状況ではなくなりつつあるなど、日本経済はデフレ脱却と経済再生に向けて着実に前進してきている。

日本銀行におかれては、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。

政府は、本年10月の「経済政策パッケージ」において策定することとされた新たな経済対策について、その取りまとめに向けた作業を行っているところである。12月上旬に予定されている経済対策の取りまとめを受けて、その実施のための平成25年度補正予算についても編成を進めていく。また、経済の好循環の実現に向けて、「政労使会議」において議論を行っているところである。既に賃金引き上げについて前向きな姿勢を示す企業も多数出てきており、政府としても、このような動きを後押しするよう今後とも政労使の共通認識の醸成に積極的に取り組んでいく。さらに、

「日本再興戦略」に基づき、財務省および金融庁において「金融・資本市場活性化有識者会合」を開催し、家計の金融資産を成長マネーに振り向けるための施策等について年内に取りまとめを行うこととしている。

政府としては、こうした一連の施策により、「デフレ下での縮小均衡メカニズム」から「物価安定下の拡大均衡メカニズム」への経済構造の転換を図り、持続的な経済成長と財政健全化の両立、持続可能な社会保障制度の確立を実現していく。以上である。

黒田議長

梅溪健児内閣府審議官をお願いします。

梅溪内閣府審議官

11月14日に公表された7～9月期GDP（1次速報）では、実質成長率は前期比年率+1.9%と、前期の+3.8%から減速したものの4四半期連続のプラスとなった。内需の動きには底堅さがみられ、景気が引き続き上向いていると考えている。先行きについて、消費は、雇用・所得環境などが引き続き改善する中で、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから、緩やかな増加が見込まれる。こうした消費を含め、内需が引き続き堅調に推移し、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。ただし、海外景気の下振れリスクには引き続き注視していく必要があると考えている。

政府は、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく、日本経済を成長軌道に早期に復帰させることを目的とした新たな経済対策を策定する。規模は5兆円程度とし、12月上旬に取りまとめる。また、経済財政諮問会議において、来年度の予算編成に向けた基本的な考え方や主要な歳出分野についての審議を深めており、今後平成26年度予算編成の基本方針を取りまとめる。さらに、先般、給与関係閣僚会議を開催し、復興財源を確保するため臨時異例の措置として講じられている国家公務員の給与減額支給措置については、法律の規定どおり、来年3月末をもって終

了することなどを決定した。また、政府は経済の好循環実現に向けた「政労使会議」を開催している。引き続きデフレ脱却や経済の好循環実現に向けて取り組んでいく。

11月1日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。デフレ脱却については、消費者物価指数のいわゆるコアコアでも着実に改善が続いているが、デフレ脱却にはまだ道半ばである。日本銀行には、2%の物価安定の目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。以上である。

VI. 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およ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るか。木内委員どうぞ。

木内委員

対外公表文の6.に関して、従来と同じ文言に修正する案を提案したい。考え方は全く変わっていないが、2%の目標について質問を頂いたので少しだけ説明させて頂きたい。私は2%の目標に反対したという経緯があり、その後は中長期であれば暫定的に受け入れられるという考え方である。暫定的とはどういうことかと言うと、中長期の物価の安定状態、あるいは中長期の期待インフレ率はファンダメンタルズで決まっているものであり、それが現時点では2%にはいっていないと思っているが、今後の政府の成長戦略の効果や企業努力などで生産性上昇率が高まっていけば、将来的に2%にはなりうる。ただ、そこはまだまだ見極められないので、現時点で

は、暫定的に中長期という位置付けである。そういったものを見極めたいうえで、再び2%が良いのかどうかは、どこかで再検討すべきだというのが先程申し上げた点である。

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。

[事務局より議案配付]

それでは執行部は木内委員提出の議案および議長提出の2つの議案について説明をお願いします。その後討議を行いたいと思う。

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。「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、議長案の対外公表文案である。「2013年11月21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-REIT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、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。そうしたもとで、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、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、鉱工業生産は緩やかに増加している。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、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、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。

最後に木内委員案だが、議長案の対外公表文案の 6. の部分について、「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。

公表文案の変更点は3. の2か所である。1か所は海外経済について、前回は「全体としては徐々に持ち直しに向かっている」としていたが、今月は「緩やかに持ち直している」と半歩前進させている。それから企業の業況感について、短観月ではないので削除している。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。

白井委員

ぶり返すようで申し訳ないが、木内委員が常に議案を出されていることは大変尊重するが、私にはどうしても理解できないため、もう1回だけ言わせて頂く。過去に2%に反対したかどうかはイシューではないと思う。提案に、「中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す」と書いてあるのであれば、どのように実現するのかのシナリオがあった方が、私は良いと思う。正直言って、2%を達成するのは大変チャレンジングなことで、金融緩和なくしてはできないと思う。勿論、成長戦略も必要であるが、金融緩和をいつまでやるかという話になる。10年を考えていらっしゃるのか。できるだけ早く実現しようとしている訳だから、今頑張るということだと思う。金融緩和をやらずにどのように中長期に実現すると考えているのかと聞きたくなってしまう。中長期に2%ということを掲げている限り、国民からは「それではどのように実現すると考えているのか」という質問が来るのではないかというのが第1点である。

第2点は、今おっしゃったところで、なぜ中長期かと言うと、例えば、長期インフレ期待の上がり方とか、成長期待がどうなのか、政府の第3の矢がどうなるかとおっしゃったが、それは私たちも下振れリスクに入れている。それが顕在化すれば基本シナリオが実現しないということになるので、違いが分からないということである。

最後に、「2年間程度の集中対応措置」とおっしゃっているが、私たちも2年間マネタリーベースを拡大している途中だから、当然それが十分かどうかは必ず議論の時が来る。「集中対応措置」というのは今私たちがやっていることと同じではないか。当然見直す時期が来るので、正直言って違いが分からない。繰り返しになるが、これが私の正直な印象である。

木内委員

今まで申し上げたこと以上のものはないが、フィロソフィー、考え方として、物価安定が目標ではあるが、中間目標であって最終目標ではない。最終目標は、やはり中長期的に安定した経済を達成するということであって、インフレ率を短期間で特定の水準に誘導していくことが金融政策の1番重要な役割であるということではないという考え方が、まずある。それから、中長期としているのは、望ましい水準が現時点ではよく分からないので、われわれの量的・質的金融緩和も経済に対して大きなショックを与えたと思うが、そのリパーカッションがどうなるかはまだ見極めていない。また、先程言った企業の努力、政府の成長戦略が仮に実現したとして、どの程度経済力が高まるか分からないので、適切な妥当な目標は実は良く分かってない。このような時に、2年で2%というように短期間で特定の水準に誘導していくのが果たして経済にとって良いのだろうかということである。そうであれば、現状は望ましい水準を探しながら、暫定的に2%にしておくということだと思っている。繰り返しになるが、将来的にはこれはフレキシブルに見直すべきだと思っている。中長期ということ自体は、インフレーション・ターゲティングの位置付けとしては国際的なスタンダードであると思っている。

従来から申し上げていることだが、2年程度というのは、リスクとリターンの両方を見極めながら、柔軟に政策を動かしていくということであるが、過去の例をみると、あまり詳細には申し上げないが、金融政策はどうしても外部要因に左右されやすい。こういうことを考えると、副作用を十分カバーし、それを上回る効果を維持できるかどうかについては、不確実性があるので歯止めをかけておく、予めそういう環境整備をしておくということが、リスク管理の観点から良いだろうということで、こういう文言を入れることを提案している。繰り返しになるが、物価安定の目標と量的・質的金融緩和は、私の提案の中では分離している。物価安定の目標を達成するために量的緩和を進めるということではなく、経済に大きな衝撃を与えて経済を良くするという目的でやっているということである。インフレーション

ション・ターゲティングの達成を特定の政策手段で目指すということをアピールするようなことは他の国でもしていないので、それ自身はそれほど不自然ではないと思っている。

宮尾委員

木内委員がおっしゃった中長期的に望ましいインフレ率がまだ分からないという点だが、私の理解では、事実認識としては、一応これまで1%の「中長期的な物価安定の目途」を掲げて積極的な金融緩和を実施してきたが、デフレマインドが強く前向きな動きがなかなか立ち上がってこなかったという現実があり、そういう認識のもとで、政府、中央銀行、民間が一体となって、より高い目標を設定し、デフレマインドを解消するために政府も中央銀行も民間も一生懸命やろうというのが1月の共同声明だったと思う。私の理解は、望ましい水準は従来の1%ではなく、2%の方が経済全体にとってより良いという認識である。そのような認識は、チャレンジングだが日本経済にとって良いのではないかとということが、多くのボードメンバーの中で共有されていると認識しているが、その点で違うのかもしれない。木内委員は、経済のファンダメンタルズが改善していけば、2%も展望でき実現可能だとおっしゃっていると思うが、まさにそのファンダメンタルズを上げるために、今回の政府・中央銀行の共同声明、2%の物価目標が1つのきっかけなり、後押しする重要な役割を果たしているという見方もできるのではないかと、私自身は思っている。

白井委員

全く同感で、そのとおりだと思う。インフレーション・ターゲティングを適用している国では、目標としているインフレ率が望ましいインフレ率であるという考え方があり、多くの国ではそれは2%である。望ましいインフレ率が分からないのであれば、申し訳ないが2%は書かない方が良いと思う。そこに書くとそれを目指しているということになり、私のような質問が出てくる訳である。インフレーション・ターゲティングを採用して

いる国では、一応オプティマルなインフレーションがあつて、現実には色々なショックがあるためすぐには実現できないが、成長をみながら中期的にやっっていこうというのが、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングの考え方である。木内委員がおっしゃっている考え方とインフレーション・ターゲティングを運用している国の考え方——私も含めてだが——が、少し違うのではないかと思った。ただ、木内委員のご意見なので、それは尊重する。

黒田議長

他にご意見がなければ、最初に金融市場調節方針、その後に、木内委員案も含めて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58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。

次に、木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[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る。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

配付は省略させて頂くが、木内委員の提案に対する注だけ読み上げさせて頂く。「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「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るとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。前回と全く同じである。

黒田議長

ただ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します。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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。

[12 時 06 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。木内委員案は反対多数で否決された。

VII. 議事要旨（10 月 31 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10 月 31 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：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 26 日火曜日 8 時 50 分に
対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、12 月 19、20 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、議事要旨およ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。解禁時刻は 12 時 15 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 15 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。

(12時10分閉会)

以 上