

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年1月21日（14:00～16:52）

1月22日（7:59～12:42）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）  
山口廣秀（副 総 裁）  
西村清彦（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（審議委員）  
森本宜久（ 〃 ）  
白井さゆり（ 〃 ）  
石田浩二（ 〃 ）  
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（21日）

山口俊一 財務副大臣（22日）

内閣府 松山健士 内閣府審議官（21日）

西村康稔 内閣府副大臣（22日 7:59～10:49）

甘利 明 経済財政政策担当大臣（22日 10:55～12:42）

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹（22日）
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之（22日）
企画局企画役	河西 慎
企画局企画役	川本卓司

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、最初に金融経済情勢に関する執行部報告、次いで「物価の安定」に関する点検の執行部報告と討議を行う。明日は、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に 12 月 19、20 日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者はそのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。各報告は時間厳守で宜しく願います。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

青木金融市場局長

お手許の資料－1、2（参考計表）【追加】に沿って説明申し上げる。最初に概況であるが、国際金融資本市場では、米国のフィスカルクリフ問題が回避されたことでセンチメントが改善し、リスク性資産の価格が総じて上昇した。為替市場では、政策運営を巡る思惑などを受けて円の独歩安となっている。

まず、図表 2-4 の長期金利の推移であるが、(2) の米国の長期金利は

振れを伴いつつ、期間を通じてみれば幾分上昇している。期間中リスク回避姿勢の後退に加え、F e d の資産買入れについて出口が意識されたことなどを背景に、一時 1.9% 台後半に上昇する場面がみられた。これを受けて、金利目線を従来の 1.6% ないし 1.8% 台から、当面は 1.7% ないし 2.0% 台へ幾分上方修正する向きが多くなっている。(1) のわが国の 10 年債利回りであるが、米国の長期金利上昇に加え、国債増発による需給悪化懸念などを背景に上昇する場面がみられたが、期間を通じてみれば小幅に低下している。これは補正予算に伴う国債増発の市場への影響が然程大きくないとの見方に加え、根強い緩和期待のもとで地銀等が着実に買入れを進めているためである。図表 2-5 のイールドカーブをみると、緩和効果が強く意識されている短中期ゾーンに加えて、このゾーンが低位にアンカーされているに伴う買い安心感などを背景に、長期ゾーンにも低下圧力がかかっている様子が窺われる。一方、20 年債など超長期ゾーンでは、最近生保の投資姿勢が例年比やや後退している中で、来年度の発行計画での増発懸念が燻っているため強含む姿となっている。図表 2-6 (2) の短国発行レートであるが、付利金利引き下げの可能性が意識される中で 6 か月物が 0.09% を割り込んだほか、1 年物は 0.08% を下回った。流通レートも低下し、全てのタームで 0.1% を下回っている。図表 2-8 (2) の C P 発行金利は、一部の電機で高めの水準が続いているが、それ以外では総じて低位で安定的に推移している。

図表 2-9 の社債市場の (2)、(3) であるが、米欧社債市場ではセンチメント改善を背景にスプレッドは幾分縮小している。(1) の国内社債市場は、円安・株高に加え政策期待の高まりなどを材料に業況不芳先のスプレッドが幾分縮小ないし拡大ペースが鈍化する動きがみられている。

図表 2-11 の株価であるが、(2) の米国では、フィスカルクリフを巡る交渉の難航から年末にかけて下落する場面がみられたが、一定の妥協が図られたことが好感され、期間を通じてみると上昇している。(1) のわが国であるが、米欧株価が堅調に推移するもとの、為替円安や政策運営への期待などから米欧対比大きめに上昇している。ただし、図表 2-12 (1) で

わが国のPERをみると、震災前の水準を回復した程度にとどまっている。現時点で予想EPSの上方修正があまり進んでいない点を踏まえると、この間の株価の動きは、企業収益の改善を先取りする形で割安感が修正されたものと考えられる。図表2-13の東証REIT指数をみると、上昇基調を続けているが、公募増資等が相次ぐ中で目先調整の可能性も指摘されている。

図表2-14の為替市場であるが、(2)の名目実効為替レートをみると、ドルは横ばい圏内、ユーロは利下げ期待の後退等を受けて上昇している。対照的に円は独歩安の展開である。グローバルにセンチメントが改善するもとで、わが国の政策運営を巡る思惑等が引き続き材料視されている。ドル/円相場は、そうした円安材料に加え、11月の本邦経常収支の赤字幅の予想比拡大も円売り材料となり、一時90円台をつけるなど一段と円安が進んでいる。図表2-15(2)のドル/円のリスクリバーサルであるが、ドル・コール超が続いており円安期待が維持されている。(3)のドル/円のIMMポジションは、12月以降の円安基調のもとでも円ショート幅は概ね横ばいであり、この間の円売りが投機筋主導からリアルマネーなど長期勢にも広がりつつある可能性を示している。

ここで図表1-1の金融調節である。当座預金残高は、12月20日の国債大量償還を受けて大幅に増加し、翌21日には48.5兆円と既往ピークを更新した。本年入り後は、税揚げや国債発行に加え固定金利オペの札割れもあり、残高は減少傾向にあり足許は40兆円強となっている。図表1-2の短期金利の推移をご覧頂くと、潤沢な資金供給のもとで無担保コールレートは0.07%台または0.08%台、レポレートも0.10%程度の狭いレンジで推移している。年末にかけてもレートの上昇はみられず、落ち着いた展開となった。

図表1-3は最近のオペ結果である。最初に輪番オペであるが、短国レートに低下圧力がかかるもとで、残存1年以下の長期国債の需給もタイト化しており、このゾーンを対象とする国債買入オペでは落札決定利回り較差が-0.045%となったが、これは買入レートに引き直すと0.050~0.055%

位であり、従来の0.1%弱から大きく低下した。基金による固定金利オペでは、本年入り後、当初5、6か月と長めの期間を中心にオファーした。これは3月下旬から4月半ばにかけて財政要因で資金余剰が大幅に拡大するため、この時期にロールオーバーが必要になるようなオペを避けたいという考え方に基づくものである。もっとも当座預金付利金利の引き下げがリスク要因として意識されており、5回連続での札割れとなった。そこで先週以降は3か月物を中心とする運用に切り換えているが、応札は引き続き低調である。固定金利オペ残高は、年末の26.9兆円から足許では24.6兆円まで減少している。その次の短国買入れは、6月末の残高目標19.5兆円に向けて4月以降は月7~8兆円程度の買入れが必要であるが、差し当たり月4兆円のペースで買入れを行っている。1月9日オファー分は約1か月振りの実施ということもあり、落札決定レートは前回と同じ0.095%となったが、1月18日オファー分では0.090%まで低下した。その次の国債買入れであるが、6月末の残高目標34兆円に向けて月1.9兆円程度のペースで実施して行く方針である。1月11日オファー分では応札倍率は3倍近くに達したものの、落札決定レートは0.055%まで低下した。これは追加緩和が意識されるもとの、キャピタルゲインを狙って残存1~3年の国債をホールドしておきたいと考える投資家が増加しているためとみられる。このオペ結果が契機となり、残存1~3年ゾーンの市場レートは0.095%から0.070%へと大幅に低下している。長期国債買入れは、対象となる新発債のフローが2年債に限られるため、短国買入れに比べて落札レートが低下しやすい傾向がある。その次の社債等買入れであるが、償還額を考慮しつつ月1,000億円ないし1,500億円と、昨年中の月2,000億円程度から若干ペースを落として実施する予定である。1月分では2倍程度の応札がみられ、落札決定レートは概ね横ばいとなった。次のCP買入れであるが、年末残高目標2.1兆円達成のため、昨年11月以降1回当たりの買入れを3,000億円から4,000億円へと増額し、月3回のペースで実施した。今後は3,000億円のオファーを織り交ぜながら残高の積み上げを図る方針である。ETF、J-REITについてはそれぞれ1回の買入

れを行った。以上の結果、1月18日時点での資産買入等基金の残高は、年末の67.1兆円から僅かに減少し65.3兆円となっている。この間、米ドル資金供給オペについては外貨資金市場の安定を映じて、実質的な応札ゼロが続いている。以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

宮尾委員

図表2-15のドル/円のインプライド・ボラティリティが最近凄く上がっている。これは将来のドル/円レートの変動リスクをみているということで、普通に解釈すると円安リスクということであると思うが、巻き戻しのリスクを排除できるのかどうかということを知りたい。

青木金融市場局長

勿論巻き戻しのリスクはあるが、今のところは、どちらかという円安方向での予想——極端な円安という訳ではなく、この程度の変動であるが——がここに織り込まれている。

宮尾委員

それが市場の見方ということか。

青木金融市場局長

そうである。

山口副総裁

基金の買入残高の目標との関係で、今年の6月末と年末の当座預金の残高はおよそどれ位になると考えておいたら良いか。

青木金融市場局長

当座預金の6月末の見通しが大体70兆円位、そして年末が大体90～100兆円という感じになると思う。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、海外経済に移りたいと思う。

外山国際局長

資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。まず、図表1の製造業PMI生産指数で全体観をご確認頂くと、グローバルPMIは受注・在庫バランスが緩やかに改善するにつれ、なお分水嶺の50近傍ではあるが、頭をもたげつつある。米国や新興国で改善がみられる一方、ユーロ圏や日本が足を引っ張っている姿である。

米国経済であるが、図表2-1（2）の鉱工業生産は自動車を中心に耐久財は緩やかに増加しているが、欧州、日本向けの輸出が低迷していることもあり、全体としては伸び悩んでいる。（3）の非国防資本財受注は、エネルギー関連向けとみられる一般機械を中心にやや持ち直しの動きもみられるが、全体としてはなお勢いに欠けている。（5）の雇用者数であるが、このところ緩やかに増加している非農業部門の雇用者は教育・医療、娯楽・宿泊、建設等非製造業が中心である。次に図表2-2であるが、（2）の消費者コンフィデンスは先週末に1月のミシガン大学指数が出たが、フィスカルクリフ回避にもかかわらず、さらに低下した。ただし、実際の家計の支出行動をみると、ハリケーン・サンディによる振れはあるが、（3）の名目小売売上高、（4）の自動車販売とも堅調に推移している。（5）で住宅をご覧頂くと、在庫調整の進展や低金利で住宅着工戸数はボトムアウト

が確認された後、12月は年率95.4万戸まで回復し、持ち直しの動きが明確になってきている。

次に欧州経済であるが、捗々しくない指標が並ぶ中、直近公表された計数をみても、図表3(2)の11月の輸出が、NIEs・ASEAN向けを中心に前月比+0.8%と僅かに盛り返したものの、11月の鉱工業生産指数は前月比-0.4%と3か月連続の減少となっている。(4)の11月の小売売上数量は3か月連続減少の後、前月比僅かに+0.1%と低迷している。なお、ドイツの第4四半期の成長率は前期比-1.8%とマイナスとなった模様である。ただし、昨年末にかけてESM、SSMといった汎欧州レベルのメカニズムが成立したことや、輸出増加にみられるように周縁国の財政構造政策が一定程度進展したことで、テールリスクの発現が遠のいたとみなされたこと、減速していた中国等の新興国経済が安定化しつつあること、図表4-1をご覧頂くと分かるように市場でも周縁国国債のスプレッドが大きく低下したことなどから、図表3(5)の製造業PMIや(6)の製造業コンフィデンス、またここには掲載していないがドイツのIFO景況感指数に底打ちの兆しもみられる。

図表5の中国経済である。(1)で2011年第1四半期以降伸び率を低下させてきた成長率は、昨年第4四半期に前年比+7.9%増とやや持ち直した。12月の生産も、鉄鋼が減速しているもののIT関連等で伸びを高め、前年比+10.3%まで回復した。(2)の小売売上高も前年比実質で+13.5%と堅調を保っている。(3)固定資産投資も製造業は伸びを低下させたが公共投資に下支えされ、全体としては12月+19.8%の増加となった。(5)の輸出も、振れはあるが第4四半期を通してみると、前年比+9.4%まで伸びを回復させた。

図表6のNIEs・ASEAN経済は、(1)韓国で足許IT関連の生産が持ち直しているが、11月に増加した輸出が12月は反落するなど、全体としては生産、輸出ともに一進一退の域を脱し切れていない。韓国、台湾では受注・在庫バランスの改善とともに製造業PMI生産指数はやや持ち直しているが、折からの通貨高の中で改善が持続するかが今後注目される

ところである。(5) をご覧頂くと、インドネシア等ASEANでは、消費者コンフィデンスの改善に支えられ消費主導の安定的な成長が続いている。

最後に国際金融市場の特徴点を申し上げる。図表 7-1 (1)、(2) の長期金利、株価に端的に表れているように、全体としてリスクオンの流れとなっている。特に (5) のファンドの資金フローをご覧頂くと、新興国株式への資金流入が大きく増加しているのが目立つ。また、新興国の債券ファンドフローをみても、現地通貨建て比率が着実に高まるなど、リスクテイク姿勢の前傾化が目立っているところである。

以上をまとめると、欧州ソブリン問題、米国フィスカルクリフといった二大リスクが最悪の事態を当面回避したことや、中国経済も底入れしたとみられることから、金融市場では楽観的な見方も広がりつつある。ただ、生産や貿易面など世界経済全体の持ち直しがハードデータ面で明確に確認されている訳ではない。確たる牽引役が見当たらない中、世界経済が持続的な安定軌道に乗るためには、先進国、新興国ともに構造面での改革をこなしていく必要があり、それを実現するための政治的、社会的プロセスの進展や頓挫が市場でも益々注目材料となっている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

中国の成長率であるが、第4四半期が+7.9%で、今まで成長率が下がっているのが少し上がる形になり改善したが、成長率が第二次産業と第三次産業で同じ+8%の伸びであったと思う。何がこの主因になったかを伺いたい。小売も消費もそれほど悪くない気がするが、報道ではよくインフラ投資というように言われるが、分かる範囲でその背景を教えてください。

#### 外山国際局長

まだ内訳が全て明らかになっている訳ではないので、他に公表されている計数での推測に過ぎないが——第二次産業、第三次産業という括り方としても同じであるが——固定資産投資と消費の寄与度は 2012 年中を均してみるとほぼ半々であり、2011 年以降固定資産投資にまだまだ依存している中国経済の姿がみてとれるところである。消費はこの間ずっと堅調にきているので、伸び率が多少高まった最大の要因は、1 兆元の追加刺激策による公共投資とその派生によって支えられている面が大きいものと思っている。その派生の中には不動産投資などが——自律的に回復したという面もあるが——ある程度ボトムアウトして少し元気になってきたというところがあるかと思っている。

#### 森本委員

ヨーロッパの金融資本市場は、テールリスクが後退し大分落ち着いてきていると思うが、国際局として当面注目しているイベントリスクとしてはどのようなものがあるか。

#### 外山国際局長

暫く前からマーケットが注目していたのは、1 月の終わりにかけてスペイン国債の償還がきちんと実行できるかどうかということであるが、このところスペイン国債の入札も好調なので、そのリスクが当面遠のいた。従って、スペインの資金調達、次回償還がややまとまってくる春のことであると思っている。この間、政治的な動きが幾つかあり、昨日ドイツのニーダーザクセン州の総選挙があり、僅差ではあるが与党の得票率が野党を下回ったということがあった。ただ、これが秋の総選挙に向けて大きな流れになるかということ、必ずしもそのようには捉えられておらず、与党のうち自由民主党が長年低落傾向を辿ってきたということを前提とすれば、今回の結果は驚くには当たらない。メルケル率いるキリスト教民主同盟が秋の選挙においては、SPD と連立を組む可能性も視野に入っており、いずれにし

ても今の路線がそれほど急速に変わることはないであろうとされている。従って、最大のイベントは恐らくドイツの総選挙だが、週末の地方選挙で与党が敗北したとはいえ、先行きに向けて大きなショックにはならないであろうという見通しが、足許は強まっていると思う。それから、もう一つ政治的には、2月にイタリアの総選挙があり、今のところ中道左派が優位を占めるであろうとされている。そうすると、現在の財政再建、改革路線に大きな変更はないであろうとされているが、選挙制度の仕組みがやや複雑な上院において、中道左派が安定多数を占めるかどうかというところがまだ分からないので、そこにある程度リスクが残っていると言われているということだと思う。

森本委員

ギリシャはどうか。

外山国際局長

ギリシャは2月から3月にかけて次のレビューのタイミングがくる。これもやはり一つの焦点であろうとは思いますが、昨年末にかけてトロイカ体制の中で、国債のバイバックということも含めて、幾つか策を講じてレビューを完了できたということで、次回のレビューについても——その先のOSIへの可能性も含めてということかもしれないが——マーケットの方では今のところはそう神経質なことにはなっていないということだろうと思う。

木内委員

三点あるが、一つ目は今の話の続きであるが、ドイツの選挙は大きなリスクではないかと思っている。メルケル氏の支持は非常に高いが、党としての支持があまり高くない、CDUと姉妹党のCSUとの関係もぎくしゃくしている、連立のFAPも場合によっては5%の議席を取れなくなってしまふかもしれない。その場合はSPDとの連立ということになるのかも

れないが、その時にメルケル氏がそのまま首相であるかどうかというのが結構重要だと思う。フランス大統領のプレゼンスが落ちているということもあるが、メルケル氏のリーダーシップに期待するという気運が非常に強まっているので、そういう点で言うと、連立を組んでCDUは政権に残るということであったとしても、メルケル氏が首相でなくなるというのは、それは一つの大きな不安材料ではないかと思っている点の一つである。

二つ目は米国であり、図表2-1(3)の設備投資のところであるが、財政の崖を警戒して資本財受注が大きく落ちた面があったが、財政の崖の行方がみえない前に戻ってしまったということについてはどう考えるのか。一つの可能性としては、財政の崖だけで落ちた訳ではなく、輸出の見通しが悪くなったことで設備投資が手控えられたという面があるのかもしれない。年末にかけて輸出の見通し自体は多少良くなったかもしれないが、ただ一方では、同じ図表2-1(2)にあるように、輸出の伸び率自体は依然として落ちているということを見ると、輸出の見通しが好転して戻ったと言えるのかどうかという点である。

三つ目はアジア地域であるが、昨年の秋以降はiPhone5の影響がアジア地域の貿易や生産に与えた影響が、日本を含めて非常に大きかったということである。足許では中国での需要不振、販売不振というようなことが言われているが、それが今後アジア地域、ASEAN地域、日本も含めて全体の貿易や生産に大きな影響を与えるのかどうかという点について、もしお考えがあれば教えて頂きたい。

外山国際局長

最初の点は、おっしゃるとおりのリスクが残っているということだと思う。先程、地方選挙を経てむしろ大きな懸念が遠のいたということも申し上げたが、少し言葉が行き過ぎた面があったかもしれない。メルケル氏の政党が連立に残る可能性が高いということだけであり、首班が誰になるかが分かっている訳ではないので、おっしゃるとおり、特に最近のメルケル氏のリーダーシップへの信頼感がユーロ圏を支えてきているということ

からすれば、そこには一つのリスクがあるだろうと思う。

二つ目の設備投資であるが、足許にきて、ご指摘頂いた表をみても受注が若干上向いているという姿はあるが、先程申し上げたとおり、中身を仔細にみても、マイニング向けの一般機械等の寄与度が比較的大きいといったこともあるので、そうだとすれば例えばシェールガスの開発といったより長い目でみた投資が出てきているということであり、ここにきて循環的に戻っているという証拠が、必ずしも得られているという訳ではないのかもしれない。ただし、輸出については、足許まで実績としては上がっていないが、受注動向をみると少し跳ねており、それがPMI等に反映しているというところもあるので、中国の安定化等も含めて——最近のボーイング等の事故があるが——将来の輸出に期待するということも、生産、稼働率を引き上げて資本財の発注に結びついているということもあるのかもしれない。

三点目の iPhone5 であるが、アップル社が生産計画を公表している訳ではないので、私も報道ベースあるいは

これまで確認できたところによると、指摘のあった中国で価格が高いためあまり売れていないということ、それから

ということ、ということが  
あり、第4四半期の生産台数は恐らく目標の5,000万台

あるいは今年の第1四半期の生産台数についても、

のではないかとといったアナリストの声が聞かれているところである。私共は

それほどおかしくない数字ということかもしれない。ただ、アジアのIT生産全体に対する影響をみると、携帯電話のうちスマートフォンの占める比率は昨年中で40%、そのうちiPhoneは18%程度ということであり、シェア的にはアンドロイドが圧倒的なシェアを持っている。従って、中国における廉価版であるとか、アンドロイド系

の生産がそれほど落ちないということであれば、全体としては、ITの生産にはそれほど大きな影響が出ない可能性もあると思っている。ただ、個々の企業をとってみると、

と思っている。

佐藤委員

米国について、ペイロールタックスカットの廃止の影響が統計に出てくるのは早過ぎるが、消費者コンフィデンスのようなソフトデータ以外のアネク情報で何か最近の動向を示すものはあるか。

外山国際局長

影響が出始めていたとしても、まさに出つつあるというところであろうと思うので、特段売上等でアネクの情報が聞かれている訳ではない。ただ、ミシガン大学指数をさらに分解してみると、特に低所得者層において期待指数が大きく低下しているということがある。高所得者層、あるいは中所得者層については、多少は動いているが、低所得者層の期待指数が大きく低下することによって全体として低下しているということになっている。従って、やはりペイロールタックスカットの廃止がこの辺に大きく影響しているという可能性はあるかなとみている。従って、消費への影響についても慎重にみていく必要があると考えている。

白川議長

数字に関する質問であるが、図表 7-1 でエマージング等の国に対するファンドの資金フローで、株式、債券とあり、株式がぐっと増えてきているが、この数字は過去に遡ってみた場合、どの辺のレベルか分かるか。

外山国際局長

手許に数字はない。

白川議長

後で教えて欲しい。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

次に、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

資料－4（参考計表）に沿ってご説明したいと思う。まず、図表3の公共投資をご覧頂きたいと思う。先行指標である公共工事請負金額であるが、四半期でみると7～9月横ばいの後、10～12月は前期比+1.2%と小幅の増加にとどまっており、復興関連事業の増勢鈍化がみられている。しかしながら、今後については、今般の緊急経済対策が執行されていけば公共投資全体として増加傾向を辿ると考えて良いと思っている。ただ、建設業における人手不足感の強まりということなどを踏まえると、執行や増加のペースは緩やかにとどまるとみておいた方が良いと思う。

図表5の輸出入であるが、通関統計については前回11月まで出ていたのでそれから変化はない。11月までをみる限り、輸出は減少しているということである。ただ、先行きについては、マイクロ情報をはじめポジティブな材料が少しずつ増加しているという感じがする。まず第一点目であるが、中国における日本車の販売であるが、これは10月をボトムに緩やかな改善が続いている。これは前年比5割減位であったところが、12月には1～2割減位まで縮小している。二つ目であるが、図表10をご覧頂くと、国際局のところでも議論があったが、(2)の半導体出荷をみる限り10～11月まではかなり高い伸びとなっている。この点、今も議論があったようにiPhone5の売れ行きが良くないという情報もあるので、見極めにはもう少し時間が必要かと思う。四半期で見れば、場合によっては1～3月に反動減が出るかもしれない。しかし、NANDにしてもDRAMにしても

半導体市況全般に底入れ感があるので、多少の振れを伴いつつも、循環的には大底に入りつつあると思う。三つ目であるが、図表 10 (4) の日本からみた資本財の機械受注の外需であるが、10～11 月は幾分反発している。中身をみると、プラント関連等大型案件の集中があるので、なお慎重にみておいた方がよいとは思いますが、企業からの声としては、建設機械とか半導体製造装置など非常に悪かったところについても少し下げ止まり感が窺われるというような話も聞かれているので、その辺り、両面をみていきたいと思う。最後のポジティブな材料は為替レートである。図表 11 の実質実効為替レートでみると、相応の円安水準まできているということである。企業からの声でも、素材など一部では引合いが持ち直し始めているというような情報も入ってきており、数か月程度ラグはあると思うが、徐々に輸出の下支えに作用していくのではないかと考えている。

次に国内需要であるが、図表 16 の企業マインドをご覧頂きたい。図表 16 の〈参考〉の景気ウォッチャー調査であるが、これは明確に改善している。一方で、企業に直接聞いた企業マインドは、(5) の帝国データバンクの数字では、慎重化に歯止めといった程度である。この両者の差については、景気ウォッチャー調査は回答時期が一番最近であるということである最新の状況を示したものである一方、実際の売上や収益などに基づくものではなく円安や株高などによる期待先行によるものも影響していると思う。マインドの実勢は両者の中間位で、少し持ち直しというところだろうと思う。

設備投資であるが、全般に変化はない。図表 19 で設備投資の先行指標をみると、機械受注、建築着工床面積とも非製造業はしっかり、製造業は弱めという傾向が続いており、特段の変化はない。

続いて個人消費であるが、図表 21 (3) の GDP ベースに合わせて作られた指標である包括指数、総合指数をみると、11 月まで出ているが、7～9 月に比べて小幅のプラスとなっている。包括指数の中身をみると、自動車販売は引き続き減少の一方で、7～9 月の足を引っ張った衣料品や光熱費、たばこは反動増となっている。さらにこれは、どうも需要側の統計の

振れによるものもあると思われる。従って、これが消費の実勢とまでは考えていないが、7～9月は実勢比弱めであったので、それに比べると10～12月は消費がGDP全体の足を引っ張る度合いは小さくなるとみておいて良いと思う。図表22の販売統計をご覧頂きたいが、(2)の耐久消費財で新車登録台数については10月をボトムに少しずつ持ち直してきている。持ち直しには、エコカー補助金切れの影響が薄れてきたということと、エコカーなど新車投入効果もそれなりに出てきているということであるので、恐らく1～3月には四半期でみても増加に転じてくる可能性が高いと思っている。ただ、4～6月以降については、各社とも慎重な見方がまだ多い。図表23は(1)が販売統計、(2)がサービス関連であるが、多少の振れはあるが、全般に底堅さを維持しているということで変化はないと思う。一方で、図表24は消費者コンフィデンスであるが、景気ウォッチャーでは明確に戻っているが、(1)、(2)の態度指数等については、足許の所得の弱さを反映してやや弱めとなっている。この辺りも踏まえると、当面所得面からは弱めに作用する一方で、自動車販売は幾分持ち直すことや、株高なども何がしか下支えに作用し得るということ踏まえると、消費全体としては横ばいないしは若干プラスもあり得るとみておけば良いと思う。

続いて生産面をご覧頂きたいと思う。図表27で公表ベースで申し上げると、10月の生産が前月比+1.6%の後、11月は確報が出て前月比-1.4%となり再び減少している。この結果、10～11月の7～9月対比は-2.5%と——資料では-2.6%とあるが——はっきりと減少している。ただ、図表28のグラフをご覧頂くと、ここ数か月の動きを均してみると、生産も減少ペースが緩やかになっているように思われる。これは、自動車の国内販売の下げ止まりなどを反映したものと考えている。また、図表28(3)の予測指数の下方修正の程度も小さくなってきているし、予測指数も先行き増加すると見込まれている。この予測指数の先行きは割り引いてみる必要があると思うし、さらに先程ご議論があったような電子部品でも

といった情報も聞かれている点は気掛かりであるが、輸出環

境全般に改善の兆しがみられることなども踏まえると、生産は1~3月に概ね下げ止まる可能性が高まっているとみて良いと思っている。

続いて雇用である。図表31であるが、職安統計は新規求人倍率が2か月連続で少し上昇する中で、有効求人倍率も11月は横ばいとなっている。労働力調査の失業率については、概ね横ばい、若干の低下で4.1%となっている。労働需給全体として、改善は頭打ちになっているということだと思うが、非製造業の底堅さを背景に目立った悪化は回避されているという状況だと思う。一番下の毎月勤労統計であるが、11月は確報で少し変わっているが、労働者数は変わらず+0.6%、名目賃金は-1.1%とあるところが-0.8%となっており、この結果、雇用者所得は-0.6%とあるところが-0.2%となっている。所得は、横ばいないしは若干弱めという感じで大きな変化はない。当面の所得についても、横ばいないしは弱含み推移、ただし大きく崩れるとはみなくて良いと思う。

物価については、図表34の国内企業物価は、3か月前対比でみると、11~12月も+0.2%と横ばい圏内。ただ、前月比は+0.3%と為替円安の影響が出始めているので、今後当面は3か月前対比でも強含んでいく見込みである。CPIについては、引き続きゼロ近傍で、全国の除く生鮮で11月が-0.1%、12月の東京を踏まえると恐らく全国も12月は-0.2%位であろうと思う。今後の動きであるが、なお不確実性はあるが、3月、4月頃には前年原油価格が上昇していた、あるいは銘柄変更でテレビが上昇していたことの裏が出るので、-0.5%前後まで一旦マイナス幅を拡大する可能性が考えられる。ただ、その後は為替円安の影響などから再びゼロ%に近づいていくであろうと思っている。

以上をまとめると、まず景気の現状であるが、11月までを中心としたハードデータに基づくと、まだ全体としてなお下向きかなと思うが、国内自動車販売の持ち直しなどから生産の減少ペースが緩やかになってきているということである。このため、景気全体の判断としては、前月の「一段と弱含み」から「弱めに推移」といったような表現に変更することが適当かと考えている。また、日中関係悪化やエコカー補助金切れの影響と

いった一時的な下押し要因が減衰しつつあることなどからみて、当面、景気は横ばい圏内になっていくとみて良いのではないかと思う。その後、春以降の展開としては、内需がなんとか持ち堪えているうちに外需が持ち直すというシナリオをこれまで描いていた訳であるが、まだまだ不確実性はあるが、その蓋然性は幾分高まっていると思う。内需面では緊急経済対策など、外需面では為替円安など、この辺りが多少ラグを伴いつつ下支えに寄与するとみられることも影響している。なお、10月の展望レポートとの比較であるが、実質GDP成長率については、2012年度下期ということになってくるが、外需や設備投資を中心に下振れて推移していると思う。2013年度については、追加的な対策やあるいは円安の効果を織り込むと、成長率としては上振れる可能性も高いと考えている。このため、需給バランスということからみると、足許は下振れているが、2013年度末には概ねキャッチアップしていくのではないかと考えられる。そのもとで消費者物価であるが、足許は下振れ気味であるが、需給バランスの動向に加え為替円安の効果も踏まえると、次第に下振れを取り戻していくと考えて良いのではないかと思う。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

二つ質問がある。一つは、足許の円安・株高の影響を受けて企業のマインドには明るい兆しがみえているが、一方で家計の方にはみえていない。これは調査時点の違いもあるのであろうが、景気ウォッチャー調査と消費者態度指数でみると非常に大きな乖離があり、消費者態度指数でいうとマインドが低下しているだけでなく、物価の見通しも——これも調査時点の問題はあると思うが——12月には下がっている。そこの乖離が大きい理由について、もしご意見があれば教えて頂きたい。

もう一つは物価の見通しについてだが、3月に向けては前年のエネルギー

ギ一価格上昇の反動などで相当マイナス幅が広がっていくはずであり、4月以降は保険料の引き上げなどの影響で戻ってくると思うが、詳細な数字でなくても結構であるが、一体どの位の数字を想定しておけば良いのか教えて頂きたい。

#### 前田調査統計局長

まず第一の点は、木内委員のおっしゃったとおりだと思うが、消費者態度指数でも生活不安度指数でもそうだが、家計に直接聞いたものについては、雇用のみつけやすさとか収入というような自分の生活に対してプラスのものが期待できるかどうかということで答えてくることが多いので、そういう意味で、調査時期の問題もあるが、実際に雇用なり所得にまだ下げ止まらないしは自信が持てていないのであろうと思う。ただ、ある程度株高にも影響される部分もあるので、多少調査を積み重ねていけば、その辺りも支える、あるいは後は実際に雇用環境なりが良くなってくれば少し下げ止まっていくということだろうと思う。

第二の物価見通しであるが、月次を正確に当てるのは非常に難しい。為替をどの位を前提にするか、例えば5円違うだけでもそれなりに寄与度が出る位変わってくるので何とも申し上げられないが、85~90円位を前提とすると、多分3~4月辺りがマイナス幅が一番大きく、 $-0.4\sim-0.6\%$ という可能性もあるかと思う。大体 $-0.5\%$ 位で止まるとは思うが、その位まで少し深くなっていくのではないかと思う。プラスに転じる時期については何とも申し上げられないが、6月以降少しずつプラスに転じていく可能性を現時点では見込んでいる。

#### 白井委員

雇用であるが、全体としては頭打ちかもしれないが、データによってはそれほど悪くないかなという感じもする。新規求人倍率も一応上がっている、常勤のパートの賃金の伸び率も足許ずっと伸びている、常勤パートの求人倍率も高い、雇用者数も緩やかながらも一応伸びているので、非製造

業が引っ張っているとは言え、それほど悪くないかなと思っている。先程、景気ウォッチャー調査が出ていたが、あの中に雇用環境があるが、そこは0.5%改善しており、結構悪くないのかなという感じもしている。

前田調査統計局長

私もそう思っており、改善は頭打ちだが意外と底堅いということを申し上げており、今はそんな感じだと思っている。まず、景気ウォッチャーについては多分・・・。

白井委員

景気ウォッチャーではなくて、消費動向調査である。申し訳ない。消費動向調査の雇用環境のところは改善していた。暮らし向きとか、収入の増え方のところは下がっているが、雇用環境は上がっている。

前田調査統計局長

多少上がっているとは思いますが、これも月々振れるので、それが本物かどうかは分からない。おっしゃるとおり、これまでは割合内需が底堅いということをお願いしていたが、それが非製造業の雇用に結び付いて雇用全体を支えている。通常、輸出、生産がこれだけ弱くなれば雇用も比較的崩れるが、今回は違う要因が働いて支えていると思っている。景気循環との関係でいくと、概ねということではあるが有効求人倍率は景気とほぼ一致し、新規求人は若干先行するという関係は、長い統計をみればそういう感じになっている。仮に1~3月辺りがボトムということとすれば、新規求人倍率についても底打ちがみられ始めてもおかしくないということかもしれないので、全く変なことが起きているという訳ではないであろう。

白井委員

よく聞こえなかったが、新規有効求人倍率は何に先行するのか。

前田調査統計局長

景気である。

白井委員

景気というのは、正確に言うと何か。

前田調査統計局長

景気動向指数の一致指数に先行する、先行指数に入っているということである。ただ、勿論、新規求人については結構月次で振れるし、下げ止まり位の感じであるので、これをもって完全に下げ止まったとまでは言えないと思うが、そろそろ低下ペースは緩まってきてもおかしい話ではないかと思っている。

西村副総裁

物価に関してであるが、今年の年央位から、スーパーにおいて、小さな物が一杯下がったということが凄く影響している訳であるが、このところの円安と、売上高が少し下げ止まっているようにもみえるので、その傾向が少し変わったというようなことはあるか。

前田調査統計局長

小売から聞いている限り、現時点で、値下げを取り止めるとかそういう話は聞こえてこない。雇用などをみても、製造業と非製造業で大分違うが、製造業の雇用が良くない、そういうところでスーパーなりの売上もあまり良くないという部分が出ているので、小売業として何か底打ちの感じを持っている訳ではないと思う。従って、そこが変化してくるのはもう少し時間がかかるのではないかと思っている。

西村副総裁

外食産業は要するに輸入の比率が大きい訳であるが、そういうところか

らのある種の値上げみたいなものも、まだ全然出ていないのか。

前田調査統計局長

今のところは聞こえてこない。勿論、低価格戦略であまり上手くいかなかったようなファストフードのところで価格設定を戻すというような話はあるが、円安で今直ぐ価格をどうするというのはまだ聞こえてこない。まずガソリンとか、石油製品のところが上がってくるということだろうと思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1の家計・企業のインフレ予想は、(1)の「生活意識に関するアンケート調査」の12月が出ている。前回上がった分が下がったという感じであるが、数字を聞いた量的質問については、1年後、5年後とも、前回の3%が今回2%になっている。同じように、「上がる」、「下がる」で聞いた質的質問をカールソン・パーキン法で推計したものをみても、特に長いところの5年は1回上がって落ちているという感じである。もう少し長くみれば、ほぼ横ばいの中での上がり下がりという程度かと思う。(2)の消費動向調査の家計のインフレ予想であるが、これは引き続きトレンドとして若干下がっている感じがある。先程のスーパーの話も含めて、比較的目に付きやすい購入頻度の高いものが下落傾向にあるということを反映しているのではないかと思う。図表2は、今回ESPフォーキャストの2014年度が出ている。(2)は前回まで予備調査で出ていたが、今回数字として入っており、2013年1月調査で2014年度が2.34%である。消費税の織り込みは各エコノミストに任されているので、2%きっかりかどうか分からないが、仮に2%とすれば0.34%という

数字という位のオーダーとさせて頂ければと思う。2012年度、2013年度については、あまり変わっていないことが確認頂けると思う。図表3は市場のインフレ予想であるが、こちらは多少下がり気味だったものが、足許少し戻っており、大きくみれば横ばいという姿はあまり変わっていない。

続いて図表4から図表7までの政策金利水準と実体経済の関係であるが、これは11月のCPIが出ただけであるので、リバイスしてもほとんど変わっていない。全体に中立的という判断で良いと思う。

図表8以降は企業金融である。まず金利であるが、図表8の貸出約定平均金利は、新規・除く交付税特会向けで、1.121%から1.128%と低水準で横ばい位になっている。スプレッド貸出をみて頂いてもほとんど変わっていない。CP・社債であるが、CPが0.14%の後、0.13%ということで、あまり変わっていないが若干落ちている。それから社債が0.44%から0.42%でこちらもあまり変わっていない。全般に良好な状況であるが、引き続き業況不芳先、業況不芳業種、電機、電力等については、例えばCPでは、特に電機の一部で発行を見送っている動きがある。社債の方では、電力債は11月以降個人向けのみ発行となっており、引き続き発行ができない状況になっている。

続いてボリュームである。図表14の民間部門総資金調達であるが、12月は+0.3%と11月から0.2%ポイント上がっている。主因は銀行・信金・外銀計で貸出が0.2%ポイント上がっていることである。貸出は、11月の+1.2%から+1.4%と伸び率を高めている。都銀、地銀別にみると都銀が-0.2%から+0.2%とプラスに転化したということが大きい。傾向としては変わっていない。電力向けを含めた運転資金、M&A資金等が出ているが、都銀がこのように出ているのは、大手の通信会社のイン・アウトのM&A案件があったということである。CP・社債については状況は変わっていない。合わせてみるとほぼ横ばい、+0.3%とゼロ近傍で引き続き推移している。実際のフローの発行は、国内公募社債計で4,871億円という数字が入っている。12月の過去の平均が4,400億円程度であるので、例年並みとみて頂いて良いと思う。BBB格が141億円であるが、これは

前回ゼロだったので多少戻った感じもなくはない。ただ、実際には2件だけで、2011年の平均が390億円であるのでまだ低く、BBB格の発行はあまり盛んではないという状況に変わりはない。若干動きがあるのは、株式調達額が866億円とそれほど大きな数字ではないが、久し振りに高めの水準となっており、これは株式市況の改善を映じたものと思われる。実際、大口があった訳ではなく、小粒のものが積み重なってこうなっているようである。以上がボリュームである。

図表20のアベイラビリティ指標についても状況の変化はない。新しく出ているのは、貸出態度で中小企業(日本公庫)の12月が33.1であるが、前月とあまり変わっていない。資金繰りDIについては、日本公庫、商工中金の二つがでており、11月0.0から12月1.3、11月-4.4から12月-4.7と、いずれも大きな違いはないので、引き続き過去の平均よりも良好な状況が続いているという判断で良いと思う。続いて、図表23の倒産件数であるが、12月は890件と900件を割り込んだ。これは統計上、1991年9月以来、バブル期以来ということである。引き続き倒産件数は安定している。

最後に、図表25のマネー関連である。まず、マネタリーベースは、12月は+11.8%と前月に+5.0%と下がってまたもとに戻ったという感じである。11月は昨年の財政要因の裏があるので、これが特殊だったので12月は戻ったということである。銀行券発行高をみると+2.8%という高い数字がでている。最近、伸びが+2.7%や+2.6%と高い訳であるが、今月については若干特殊な要因として、年末の曜日構成で休みが最後に4日間あったということが効いているということである。そのことが平残を押し上げている。最後にM2をみて頂くと、+2.6%と若干伸びが高まっている。これは今の曜日要因が多少影響している。それ以外に実体のあるものとしては、先程申し上げた貸出が若干プラス幅を拡大していること、地方交付税の支払いが11月19日から開始されたということなどが効いていると思う。以上である。

白川議長

ご質問があったらお願いします。

石田委員

C P、社債等でキャピタルマーケット、資本市場の一部業種に対する非常にディフェンシブな態度が目立っている。その中で、何らかの形で自己資本が非常に収縮しているところを除いて、業種は同じだが個別にみればどうこうということはないと思われるところも影響を受けている。それについて、銀行の与信態度に若干腰が引けているところがあるのか。主力行は仕方ないのでやっているけれども、それ以外のところが若干引けているなど、そういう話は聞こえていないか。

内田企画局長

現時点ではあまり聞こえていない。正直に言う話ではない部分もあるので、何とも言えない部分はあるが、少なくとも声としてはっきり聞こえてきている訳ではなく、実際に今貸出が増えている一つの要因が、電力をはじめそういう業界に対する伸びであるので、そこは貸出に切り替わっているというのが実態に近いと思う。

石田委員

やむを得ず貸しているのかどうかといった辺りのニュアンスはどうか。

内田企画局長

レートを上げて貸しているという話がある訳ではないので、そういう意味では、気持ちはともかくとして、積極的な貸出態度には変わりはない。むしろ、社債発行できない分を、肩代わっている形になっている。

石田委員

大した変動ではないが、B B B 格の発行が少ないというのは、マーケッ

トのセンチメントが何か影響しているというような話はあるのか。

内田企画局長

BBB格は11月も少なかったし、10月も少ないし、このところ大体2、3件ずつ出ているという感じであるので、特に悪いという感じではない。ここへきて特に悪くなっているという印象は持っていない。

宮尾委員

株式調達額であるが、今月は小粒なものが積み重なったという説明であるが、最近株式調達でこのようにしっかりした数字が出たのはあまり記憶になく、久しぶりのような気がする。これは過去に比べてどの位しっかりとしたもののなのか。

内田企画局長

数字としては、図表18をご覧頂くと、元々変動が激しい。そういう意味では今月がそれほど大きい訳ではなく、増えたり減ったりである。

宮尾委員

単発の大口はこれまでに聞いていたが。

内田企画局長

単発の大口で直前の大きいところとしては電力会社とか航空会社があるが、実際みて頂くとほとんど凸凹の範囲内に入っており、特に小粒が出るのが珍しいというほどの話ではない。むしろ数字が出たので個別に何か大口がないかとみたがあまり大きなものがないという程度で、動きとしては面白い動きだと思うが、過去なかったというほどの大ニュースではないと思う。

宮尾委員

ただ、動きとしては良い動きということか。

内田企画局長

数字として出ているので良い動きだと思う。

佐藤委員

図表1の「生活意識に関するアンケート調査」で、現在の実感インフレ率、あるいは予想インフレ率が下がっているのは、若干寂しい気がするが、これは回答期間が影響しているということか。

内田企画局長

この位の上がり下がり振れの範囲ではないかという気がする。今後5年間の予想インフレ率のところをみて頂いても、あまり理由もなく3になったり2になったりしているところがある。この3か月だけを考えると、特にあまり悪くなる理由もない気もしている。生鮮食品のマイナスも3か月前は結構大きく、特に理由が明確に見当たらないというのが実感である。ガソリン価格もそんなに違わないので、色々と考えてみたが振れの範囲かなと思う。アンケート調査なのでこれ位の振れはあると思う。(2)とある程度平仄が合っているので、もしかすると先程のスーパーの話だとか、その辺のことが多少影響している可能性があると思う。どうしても身近なものに引きずられやすいという傾向はある。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

鎌田調査統計局経済調査課長

月報の概要についてご説明申し上げます。まず実体経済の現状だが、総論

については、前月の「一段と弱含んでいる」という表現から、今回は「弱めに推移している」と、前月の先行き想定に沿った形で上方改訂している。各論だが、個人消費のうち乗用車購入について、前月の「反動減の影響が残っている」という表現から、今回は「反動減の影響も減衰している」と上方改訂している。

次に実体経済の先行きである。総論について、当面の景気の動きを前月の「弱めに推移する」という表現から、今回は「横ばい圏内」と上方改訂している。また国内需要については、底堅いという判断は前月から変えていないが、今回はその理由として「各種経済対策の効果もあって」という表現を加えている。次に先行きの各論だが、公共投資について、前月の「復興関連需要などから、公共投資は、伸びを鈍化させつつも当面は増加を続け」という表現から、今回は「公共投資が各種経済対策の効果から引き続き増加傾向をたどり」と上方改訂している。次に鉱工業生産は、これまで輸出と一緒に記述していたが、今回は独立させている。そのうえで、前月の「当面減少幅を縮小したあと、…持ち直しに転じていく」という表現から、今回は「下げ止まりから持ち直しに転じていく」と若干上方改訂している。

次に、物価である。物価の現状については、前月から変更はない。次に先行きだが、国内企業物価が前月の「横ばい圏内で推移する」という表現から、今回は「為替相場の動きを反映して強含んでいく」と上方改訂している。次に消費者物価だが、前月は単に「ゼロ%近傍で推移する」としていたが、今回は「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たあと、再びゼロ%近傍で推移する」と、当面の動きを多少詳しく説明している。

#### 神山企画局政策企画課長

金融の記述の変更点は、一点である。社債残高の前年比のところの下線を引いている。前月は「マイナス幅を縮小している」としていたが、今回は「プラスに転じている」としている。金融市況については、前月と同じ

表現で変更はない。株価は上昇、円の対ドル相場は下落ということである。以上である。

白川議長

ご質問あるか。なければ、ここで休憩を取る。

(15時16分中断、15時23分再開)

### Ⅲ. 「物価の安定」に関する点検」の執行部報告と討議

白川議長

それでは再開する。

#### 1. 執行部報告（資料－7）

白川議長

次に「物価の安定」に関する点検」について執行部から報告を受けたと思う。前回の会合では、本日の会合において金融政策運営に当たり目指す物価の安定について検討を行うこととし、議長から執行部に対し必要な論点を整理して報告するよう求めた。ここで執行部から報告を受けたいと思う。なお、本件については、執行部からの報告の後、これに対する技術的な質問、確認の時間を取る。そのうえで、物価安定についての考え方に関し、お一人2分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。それではお願いします。

内田企画局長

それでは、事前にお配りしている資料－7、「物価の安定」に関する点検」をご覧頂きたい。図表1から簡単にご説明する。図表1であるが、CPIの基調をみるうえで、除く生鮮あるいは10%刈込平均値を載せているが、これをみると1998年以降緩やかな物価の下落が続いていることが確認できる。

続いて、物価の安定を数値で示すに当たっては、従来同様、バイアス、のりしろ、国民の物価観という三つの観点を踏まえて検討する必要があると思う。

まず、第一のバイアスについて、図表 2 であるが、わが国の C P I は固定基準のラスパイレス方式で作成されており、上方バイアスがあるとされている。この点、バイアスがないと言われている連鎖指数との差を取ることにより、バイアスの動きをみている。これをみて頂くと、均してみれば然程大きくないということである。一方で、ここには出てこないが、例えば家賃について品質調整が行われていないことなど、下方バイアスの存在も指摘されているので、全体としてみるとバイアスを勘案しなければならない程度は小さいと考えられると思う。

第二の観点であるのりしろであるが、図表 6 (2) の実質成長率、あるいは図表 9 の (1) をみて頂くと、わが国の実質成長率、正確に言うと人口一人当たりの潜在成長率が低下してきている。これは自然利子率も低下しているということの意味する。従って、中長期的にある程度高い名目金利水準を確保するために、予想物価上昇率をある程度プラスにする、すなわちのりしろを取るということには一定の妥当性があると考えられる。

次に、国民の物価観である。図表 3 をみると、わが国の場合、物価が緩やかな下落に転じている時期、すなわち (2) 1996～2011 年の時期であるが、ここが低いということは当然であるが、それだけではなく、それ以前の (1) 1985～1995 年の時期を含めて、諸外国に比べ低い状態が長期に亘り続いている。このため、家計あるいは企業が、物価が安定していると考ええる物価上昇率は低くなっているのも、そうした低い物価上昇率を前提とした投資、消費等の意思決定がなされている状態が定着している可能性が高いと思われる。以上三つの観点からは、これまでと大きな変化はないということだろうと思われる。この点に関連し、図表 4 をご覧頂きたい。「生活意識に関するアンケート調査」によると、性別・年齢を問わず 8 割以上の国民が一貫して物価上昇は望ましくないという回答をしている。すなわち、国民が望んでいる物価の安定というのは、単に物価が上がるというこ

とではなく、雇用、賃金、あるいは企業収益の改善などを伴いながら、経済がバランス良く改善し、その結果として物価が緩やかな上昇を実現していくという状態であるということを示唆していると考えられる。

続いて、図表 5 からが物価上昇のメカニズムである。(2)にあるとおり、需給ギャップが改善すると、数四半期のラグをもってCPIの上昇率は高まっていくという関係にある。その意味で、物価上昇率を高めていくためには、先行して景気の改善が生じる必要があると考えられる。そこで、図表 6 の需給ギャップであるが、(1)にあるとおり 1990 年代半ば頃から慢性的な需要不足という状態になっている。その背景にあるのは、(2)にあるとおり趨勢的な経済成長率の低下が作用していると考えられる。これは、バブル崩壊後のバランスシート調整に加えて、少子高齢化、グローバル化などの環境変化に対して経済構造の適応が遅れたためと考えられる。その結果として、図表 7 の (1) にあるとおり、経済成長率が趨勢的に低下するとともに、企業の考える中長期的な成長期待も低下トレンドを辿った。企業は、成長期待が低下する中で、コスト削減あるいは価格競争で生き残りを図ってきたということである。その際、日本の企業の場合は、できるだけ雇用の確保を優先するということで、賃金の引き下げによってコストの削減を果たしてきた。このため、図表 7 (3) にあるとおり、賃金にはちょうどその時期に慢性的な低下圧力がかかり続けてきたということである。図表 8 であるが、そうした中で 1990 年代半ば頃から短観でみる販売価格判断DIと仕入価格判断DIの乖離がみられるようになっている。わが国の企業の価格支配力が低下し、価格競争が激化してきたことを表していると考えられる。

最後に、図表 9 をご覧頂きたい。以上申し上げたとおり、1990 年代以降、少子高齢化を背景に人口一人当たりの潜在成長率が大きく低下したことに伴い、賃金の下落や企業の価格支配力の低下を通じて実際の物価上昇率が低下した。そのことは中長期の予想物価上昇率に対する低下圧力としても作用してきたと考えられる。ただ、一方で図表 (2) ~ (4) の諸外国をみて頂くと、海外の主要国では潜在成長率と予想物価上昇率の間に相関

が認められない。すなわち、日本の緩やかな物価下落は少子高齢化が直接の原因ということではなく、それに対応した構造転換のスピードの遅さ、あるいはひとたび成長力が低下すると賃金の引き下げや価格競争に結び付きやすいわが国の企業の行動などによって、緩やかな物価下落が生まれやすい状況が続いてきたということであろうと考えられる。

以上の経験を踏まえると、政策金利が実質的にゼロ金利の状態にあるもとで、日本経済がデフレから脱却するためには、金融面からの後押しに加えて成長力の強化を通じてマクロ的な需給バランスを改善することが不可欠であると考えられる。以上である。

白川議長

ただ今の点について、技術的な質問あるいは確認があればどうぞ。

白井委員

図表 4 であるが、8 割以上の方が、物価の上昇が「どちらかと言えば、困ったことだ」というデータであるが、大体いつ位からこういう傾向があるのか。前からあったのか。

内田企画局長

きちんと遡っていないが、かなり昔からそうである。

白川議長

確認したが、これは一貫した傾向である。

白井委員

この調査はいつから始まったのか。例えば 1990 年代とか。

川本企画局企画役

2003 年位からである。

白井委員

2003年から始まって、そこから変わらないのか。

内田企画局長

ほぼ変わらない。

西村副総裁

本当に技術的なことで一点だけ。テイクノートだけなのだが、バイアスという場合には、本当は効用不変物価指数からのバイアスを言うのであって、ラスパイレสบイアスというのは若干語弊があるので、それだけ一言テイクノートだけしておきたいと思う。

宮尾委員

私も全く同じことを申し上げようと思っていた。旧基準と新基準の差ということであるな。

内田企画局長

そういう意味である。

宮尾委員

それはゼロ%台後半で、私の記憶ではもう少し大きかったと思う。これだと0.4%ポイント位だが、2011年1月から7月までの間の旧基準と新基準の差は0.6%ポイントとか0.7%ポイント位確かあったと思うし、除く生鮮ではなく、除く食・エネの方が比較的大きかったという理解であり、事実そうだったと思う。勿論5年で均せば同じように小さいのだろうが、実際に切り替わる時の段差はこの0.4%ポイントよりもう少し大きかったと思う。

内田企画局長

実際、この差を取ってみても、当然基準年から離れるに従って差が大きくなるということはある。

宮尾委員

5年で蓄積されて、切り替わる時に……。

内田企画局長

そうである。0.5、0.6と段々広がっていくということである。

木内委員

マネーと物価の関係はこの中にはないが、これについてはどのようにみれば良いか。

内田企画局長

少なくとも、最近のところでマネーと物価の直接の関係はなかなか見出しがたい。マネーに何を採るかにもよるが、低金利、ゼロ金利になってきているので、そのことと物価の関係が希薄化しているという傾向にあるということだろうと思う。

門間理事

1980年代の終わりか1990年代の初め位が分水嶺だと思う。それまでは、マネーと物価の関係は比較的出ている。一つは、マネーも物価も結構大きく変動した時期を含んでいたのも、そこまで振れるとある程度相関が出てくるというのが分かるということが1980年代までは起こっていたということが、一番大きいと思う。1990年以降は、内田企画局長が申し上げたようにゼロ金利であるし、そもそも物価そのものも単に低いだけではなくて、非常に変動が小さい訳である。マネーの方も変動が小さい。それに加えて、いわゆる monetary phenomenon という要因以外に金融システム問題

など様々な要因でマネーが振れたので、1990年代以降はマネーと物価の関係は希薄化している。これは世界的な傾向であると理解している。

木内委員

分水嶺の前も、マネーが所得要因で決まっていたところで、つまり見かけ上、物価とマネーの相関が強くみえたということではないか。

門間理事

マネーと物価の関係はまさにおっしゃるとおりで、サイエンティフィックな因果関係であるというようには元々理解されておらず、ある種の情報変数として、つまりマネーが少し速報的に早く分かるので、それがアンダーラインな物価上昇圧力を測る情報をたっぷり含んでいるのだらうということで、有益であると考えられてきた。ところが、1990年代以降は、元々その因果関係が明らかではないうえに、みても物価は分からない、情報すらなくなっているというのが実態だらうと思う。

石田委員

先程、賃金が日本で上がりにくいという説明は、よく理解できて実感があるのだが、需給ギャップ等が非常に大きな米国でなぜこのように安定して賃金が上がるのか、その要因をどのように考えれば宜しいか。

内田企画局長

基本的には、景気が悪くなるということは需給ギャップの悪化ということであるが、それに対してどのように労働の調整をするかということで、米国の場合にはレイオフをする、つまり失業率が上がる形で調整され、日本の場合には労働時間が短縮する、あるいは賃金が下がるという形で調整される。

石田委員

それは分かるのだが、上げるまでのこともないのではないかと思う。レイオフというのはクビを切るだけなので、残っている人の賃金を上げていくというところ、上がってしまうというところが、どのようなメカニズムか実感としてなかなか分からない。

内田企画局長

ある意味物価も上がっている中で、そういうものは同時に決定されているということだと思う。

石田委員

そんなに米国の資本家が人道的なのか、どうもぴったりこない。

内田企画局長

どちらが人道的、非人道的かというのはあると思うが……。

石田委員

物価が上がっているから賃金を上げてやろうと思ってくれているなら良いのだが、どうもそうではないように思う。

門間理事

まさにそのところが調整メカニズムの違いだと思う。どちらが人道的かとか、そもそもわれわれから見ると実感に合わないようなことが行われていること自体が、ある種社会に組み込まれた調整メカニズムとして許容される動きなのだろうと思う。実際には、ユニット・レーバー・コスト、つまりL×Wで見ると、米国もこの2008年以降相当下がっている。賃金が上がっていて、ユニット・レーバー・コストが下がっている訳なので、この背後には相当レイオフが行われていると考えるべきなのではないかと思われるので、それは調整の仕方の問題であって、需給ギャップが大き

い時に企業がコストをカットしようという気持ち自体は、あまり変わらないのではないかと思う。

#### 森本委員

図表9の潜在成長率と予想物価上昇率で、日本以外は相関はあまりないという話だが、確かにユーロ圏とか英国をみると分かるのだが、米国などはどういう観測期間をとるかによって2000年以降はあまり相関がないとも言えないような気がする。確かにこの観測期間をとると相関関係がないのは分かるが、全く相関がないと結論付けて良いのだろうかというのが、ちょっと気になる。

#### 門間理事

おっしゃるとおり、相関が全くないと言うと確かに言い過ぎかもしれない。相関があるようにみえる時もあるし、ないようにみえる時もある、だからどちらともなかなか言えないというのが、諸外国に関しての適正な評価なのだろうと思う。日本は、この1990年代以降のトレンドがあまりにも一致しているので、あたかもこれだけみると、人口が減ったから、高齢化したから物価が下がったのだろうとみえてしまう訳だが、ここまで他の国はこの二つの計数がこんなに相関している訳ではないので、やはりその間に色々なメカニズムの日本特有の問題が多分あるのだろうというのが、先程の内田企画局長の説明である。

#### 森本委員

ユーロも全部括ってしまうからこういう格好になる面もあると思うので、もう少し国を分けると、相関するケースもあるのではないかなと感じたりもする。

#### 内田企画局長

実際、この三つの相関係数は多少なりとも違うので、そこを結論付ける

ほど相関があるということをはっきり言えるのがグローバルなトレンドであるということはないと思う。

#### 木内委員

過去、本行内で物価を議論する時に比較的出てきたのは、人口動態の影響であった。先程のマネーもそうだが、この資料の中には入っていないが、人口動態と物価あるいは期待インフレ率についてはどのようにみているのか。

#### 門間理事

まさにこの図表 9 が、人口一人当たりの潜在成長率に直してあるので、人口という意味では人口動態が入っている。おっしゃっているのは、少子高齢化が入っていないのではないかということかもしれない。その意味では、ここの中では明示的には出ていないが、ある種これまでずっと色々な分析の中でわれわれが認識してきているのは、そういった少子高齢化を含めた人口動態の変化が、成長力の低下に寄与している面が大きいのではないかという分析をしてきた。この資料の中でも、特に図表 7 などが典型だが、企業の期待成長率が 1990 年代以降趨勢的に低下し、ほぼそれと軌を一にするように時間当たり賃金が低下してきている。これは先程のレーバーの調整メカニズムとセットになるが、成長力が低下し、成長期待が低下し、賃金を中心とするコストカットに企業行動を向かわせているということを通じて、物価の下落圧力をもたらしてきたのではないかというのが、一応間接的ではあるがこの中で分析していることである。

#### 白井委員

図表 7 (2) の「日本の実質 GDP 成長率の寄与度分解」に明示的に出ている。

門間理事

その部分はそうである。

白井委員

時間当たりの賃金の伸びとC P Iの伸びであるが、どちらも影響し合うのだが、確か回帰分析で、日本の場合は物価の方が先行するというのを見たような気がする。必ずしもそうではないのか。

門間理事

私の知る限り、明確にどちらかが先行しているというのはほとんどなく、とりわけ賃金のデータが、これだけみても結構振れているので、振れを均してしまうと、大体物価とほぼ同時相関になる。変なところを拾うとたまたま先行しているということはあるが、変な一時的な上がり下がりを除くと大体同時相関になるというのが私の理解である。

白井委員

賃金が上がって物価が上がっていくのか、逆なのかということを考えている。どういうメカニズムで物価が上がっていくのかを考えた時に、賃金が上がって行って販売価格に行くのか、逆に・・・。

門間理事

恐らくそこはメカニズムとしても同時決定の面があって、企業の成長期待が上がり、企業のコンフィデンスが上がることによって、賃金を上げやすくなるし、また強気な価格設定もできるということなのではないかと思う。

松山内閣府審議官

内田企画局長のご発言の最後のところで、金融面からの努力に加え需給ギャップを縮小する努力が不可欠であるとおっしゃった訳だが、その金融

面からの努力というのが、体系に対する外生的な性格のものという理解、それから需給ギャップというのは内生的なものという理解をされたうえでのご発言だったのか、それだけちょっと確認をしたい。

白川議長

ちょっと質問の趣旨がよく分からなかったのだが、もう一回明確に。

松山内閣府審議官

金融面からの努力というのは金融政策そのものであって、需給ギャップというのは様々な政策やそれ以外の外生的なショックも含めて結果としてもたらされるものというように私共は理解している。それらの性格がちょっと違うということを確認したいということであるが、それについて両面からの努力が必要であるという発言であったということか。

白川議長

まだ、ちょっとよく分からない。

松山内閣府審議官

金融面からの努力というのが、純粹に政策的な努力のことを言っておられて、後段の、需給ギャップを縮小することが必要であるというのは、政策努力そのものではなく、様々な政策やそれ以外のショックが、結果としての需給ギャップを縮小しているということをおっしゃったのか。そういう性格の違いを前提としておっしゃっているのか。性格が異なるというように理解しているもので、その点をちょっと確認させて頂きたい。

白川議長

ある意味で、ほとんど自明のことをおっしゃっているような感じがして、つまり需給ギャップには金融政策も影響するし様々な実体経済も影響する。従って次元が違うというのは、それはもう言葉の定義からして明らか

であるので、それを殊更確認するというような性格のものでもないような気もするのだが。

松山内閣府審議官

そういうことであれば結構である。

山口副総裁

従来、われわれはデフレ克服のためには、成長力の強化と金融面からの後押しが重要だと言ってきた。その成長力の強化を需給ギャップの縮小と置き換えた時には、成長力の強化が意味することと、需給ギャップの縮小が意味することの間に、微妙な違いがあるのではないかということか。

松山内閣府審議官

今日は意見を言う場ではないと考えているので、確認をさせて頂いた。

白川議長

他にあるか。それでは、これから議論に入りたいと思う。お一人2分ずつ発言をして頂きたい。今日の順番だが、佐藤委員、木内委員、森本委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員の順番である。佐藤委員からお願いします。

佐藤委員

まず、「物価の安定」の概念的な定義については、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変動に煩わされることなく、投資や消費などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」というこれまでの考え方を踏襲する。そのうえで、物価の安定と整合的な物価上昇率をどうみるかだが、私としては本行が昨年2月に機関決定した「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域」という見解にそれほど違和感を持っていない。むしろ、足許外部で議論されている2%という物価上昇率は、現

状とかなりかけ離れているので、当面まず1%を目指して頑張り、その先は1%が見通せるようになってから、あるいは1%を達成してから改めて考えるという2段階戦略がプラグマティックであるというように強く共感してきた。ただし、最初から低めの物価上昇率を目指すと、日本銀行が時期尚早の金融引締めを行ってしまう可能性があること、また消費者物価統計には上方バイアスがあること、さらに家計や企業に長く培われてきた国民の物価観も勘案すると、1~2%程度のレンジが物価安定の数値表現としては適当ではないかと考えている。その点、足許、政府から求められている2%の物価目標は、物価が安定していると私が考えるレンジの上限にあって、率直に言って、いきなりそれを目指すとするとかなり高いなという印象を持っている。

日本経済において、石油ショック以降、2%超の物価上昇をみた局面は総じて不幸な局面であった。過去20年余りの例では、消費税要因を除くと、80年代後半の資産バブルの余熱があった90年4月から92年12月までと、リーマン・ショック直前の2008年の7月から9月までがそれに当たる。前者はダイヤモンドプル型インフレではあったが異常な資産価格高騰の余熱であり、また資産価格の崩落はその後の日本経済の長期低迷の一因となった。後者は典型的なコストプッシュ型インフレで、交易条件悪化による購買力の海外流出を伴い、経済厚生は低下した。こうした経緯から、過去にほとんど実現しなかった高いインフレ率を、物価の安定と整合的な物価上昇率と定義していきなり目指すには忸怩たる思いがある。また、2%を目指すと宣言しても、目標が高すぎて実現の不確実性が大きいのが故に市場の信認が低下したり、あるいは本行の市場とのコミュニケーションに支障を来すことを危惧している。

この機会に政府の代表に申し上げたいと思う。2%という物価目標は非常に野心的で、本行の努力だけでなく政府の成長力底上げに向けた真剣な取組みが不可欠である。政府におかれては2%の目標達成の責任を本行に押し付けるだけではなく、政府と日銀が一体となって取り組むという気持ちを誠実に持って頂きたいと思う。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

2012年2月に導入した「中長期的な物価安定の目途」では、(1)物価指標の計測あるいはバイアス、(2)のりしろ、(3)家計と企業が物価の安定と考える状態、いわば物価観の3つの観点を踏まえて、具体的な数値を示し、1年ごとに点検するということが定められていた。ほぼ1年経過した現時点でこのルールに照らして考えると、先程の執行部からの報告にもあったが、この何れの点についても大きな変化が生じたとは考えられない。この3点のうち、やや意見が分かれる可能性があるのは、家計と企業の物価観である。昨年末から2%の物価目標の導入、あるいは金融緩和積極化といった観測が金融市場などで浮上し、これを一部映す形で円安・株高傾向がみられた。しかし、最新の昨年12月の消費者動向調査では、家計のインフレ見通しは一段と低下している。また、金融市場に織り込まれているインフレ期待にも変化はみられていない。このような点も踏まえると、現時点では、「中長期的な物価安定の目途は、消費者物価上昇率で2%以下のプラスの領域にあり、当面は1%を目途とする」という従来の数値を変更する必要はないものとする。

この先、成長力強化に向けた幅広い主体の取組みの進展が奏功し、あるいはそうした取組みが実効性を持って実施されるといった蓋然性が高まることで、家計と企業のインフレ期待が上昇する可能性はあると思うが、その場合には、数値の引き上げを検討すべきであるとする。しかし現時点では、そうした取組みの実効性を判断し、また「中長期的な物価安定の目途」に与える影響を数値的に表すだけの十分な根拠があるとはまだ言えないと考えている。

最後に数値からはやや離れるが、「目途」という言葉が曖昧で分かりにくいという意見があることを踏まえると、表現を「物価安定の目途」から、

例えば「物価安定の目標」へと変更するといったことが妥当ではないかと考える。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

昨年2月に新たに「中長期的な物価安定の目途」を導入した。国民の物価観等を踏まえ設定したものだが、ほぼ1年経った現在、導入後の状況を改めて点検すると、家計や企業のインフレ予想はあまり変化していないが、ここに来て政府はこれまでの景気回復への取組みに加え、新たに日本経済を再生し、強い経済を取り戻すために機動的な経済政策運営や大胆な規制・制度改革の推進等マクロ・ミクロ両面から官民を挙げて全力で取り組むことを打ち出し、コミットしている。従来から、物価安定のもとでの持続的な経済成長は、幅広い主体の成長力強化に向けた取組みと金融面からの後押しが相俟って達成できるものと申し上げてきた。今般、政府からの強いコミットメントにより、こうした取組みの具体的な進展が期待され、経済の体温が上がっていくものと思われる。企業と家計の成長期待の高まりとともにインフレ予想も変化していくものと考えられるが、こうしたもとでインフレ予想を相応のプラスの領域でアンカーするためには、これまで以上に十分なのりしろを持った物価上昇率を示し、各主体に働きかけていくことが必要ではないかと思う。こうした認識に立って、これまで2%以下のプラスの領域にあるとしていた持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率を2%と明確化することが適当だと考える。

次に「目途」のワーディングについて申し上げる。金融政策については、その効果の波及に相応のタイムラグがあることや、グローバル化が進展し経済が複雑化するもとで物価指標のみに着目した機械的な運営になる場合には種々の弊害が懸念されることから、こうした点を避けるために、機械的な運営のニュアンスを与えかねない「目標」ではなく「目途」とした

ところである。しかし、昨年初、長期的な物価目標を導入した米国においても、金融システム安定への配慮を明確化する等、世界的にも弾力的な金融政策運営の重要性が強く意識されるようになってきている。こうした理解が進む一方、「目途」という言葉が一般には分かりにくいとの指摘があることから、この際、「目標」として明確化してはどうかと考える。以上である。

白川議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

「中長期的な物価安定の目途」の表現について変更が望ましいと考えているので、以下、私の意見を申し上げます。まず、物価安定を持続可能な物価安定と位置づける場合、それは家計や企業等の経済主体が物価の変動に煩わされることなく消費や投資活動の意思決定ができる状態と定義するのが適切である。用いる指標は、国民に馴染みのある総合CPI前年比でよいと思う。

次に、持続可能な物価安定の水準として、2%のインフレ率が適当と考える。私自身は、以前から1%を超えるインフレ率が望ましいとの見解に立っている。一般的に、最適インフレ率は、CPIの上方バイアス、賃金の下方硬直性、デフレ・スパイラル、ゼロ金利制約等に配慮して算出されているが、私はこの内のゼロ金利制約を重視している。この点、わが国の金融状況を、テイラー・ルールと政策金利、あるいは自然利子率の代理変数と実質短期金利の関係などに基づいて評価すると、全体としては中立的と判断されると思うが、用いる指標や計算方法によっては引締めの傾向が示されている。このことは、同じ実質ゼロ金利政策を採ったとしても、米国、英国などインフレ率が高い国と比べてゼロ金利制約が強くなりやすい可能性を示唆している。このため、デフレ脱却後に中長期的に目指すべきインフレ率は、十分なのりしろを含めた2%が望ましいと判断する。

しかし実際問題として、わが国では低インフレ状態が長く続いており、家計、企業はそうした状況に慣れて経済活動をしているので、2%のインフレ率が彼らにとって直ちに持続可能な物価安定水準となる訳ではない。急いで2%を達成しようとするすると家計の実質購買力や企業の価格競争力が低下し、経済活動が損なわれる惧れがある。また、2%の安定的な実現には、適応型インフレ期待を形成しがちな家計、企業のインフレ予想が実際に高まっていくのかにも依存し、それがいつ確認できるかを予め予測するのは困難であるので、達成時期を示さないのが良いと思う。

また、金融政策を柔軟に運営することは、インフレーション・ターゲティング導入国の中央銀行でも鉄則である。その理由は、第一に、金融政策の効果が消費や設備投資に影響を及ぼすには1~2年のラグがあり、物価に対してはそれ以上にラグを伴うと考えられること、第二に、自然災害など予想外のショックの発生によって短期的に物価が大きく変動する場合にそれを安定させようとする、GDPや需給ギャップの変動が不安定化する惧れがあること、第三に、実際のインフレ率は消費税率の引き上げや電気料金の値上げ等の金融政策以外の影響も受けること、最後に、低インフレ環境のもとで発生した欧米の金融危機の教訓として、各国中央銀行は金融不均衡の回避についても重視するようになってきていることが挙げられる。こうした金融政策運営の柔軟性に対する理解がわが国でも広がりつつあるので、2%をインフレ目標、英語ではインフレターゲットと呼ぶことに異論はない。私からは、以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

われわれは、これまで、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率について、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にある」としたうえで、「当面は1%を目途とする」としてき

た。しかしながら、私なりの見方だが、2014 年度中には消費者物価上昇率が1%にかなり接近する、ないしはそれに到達することが、ある程度予想されるという状況である。そうしたもとの、今までの表現でもって、われわれの物価安定についての考え方を示したことになるのかどうかという点が、今回の論点の一つであると認識している。もとより、計測誤差、のりしろについて言えば、それが大きく変化したと言える状況にはないと考えている。従って、ポイントは、人々の予想物価上昇率をどう評価するか、この一点に尽きるというように思っている。

従来から、われわれは、わが国経済の成長力が強化されていけば、現実の物価上昇率も高まり、人々の予想物価上昇率も2%に近づいていく可能性が小さくないと考えてきた訳である。この間、わが国経済については、世界経済が回復に向かうにつれ、遠くない将来、緩やかながらも持続的な成長パスに復していく蓋然性が高まってきているように私自身はみている。そうした中で、政府は、先の緊急経済対策において、民間投資を喚起する成長戦略などを実行する方針を明らかにしている。また、われわれ日本銀行自身も、強力な金融緩和を推進するとともに、わが国経済の成長力を高めるための支援にもかなり力を注いできているということである。これらの点を併せて考えると、今後は、持続可能な物価の安定を、消費者物価上昇率でみて2%としても良いのではないかと考えている。さらに、その点を対外的に明らかにすることによって、人々の予想物価上昇率を長い目でみて安定化させることにも繋がり得るのではないかと考えている。

また、これまで物価の安定については、「目途」という言葉を用いてきたが、既に皆さん発言されているところではあるが、この1年弱、「目途」と「目標」の違いを、われわれ自身相当丁寧に説明してきた。そうしたこともあって、われわれが「目標」という言葉を用いたからといって、機械的に金融政策が運営されることになると理解する向きはかなり少なくなってきたのではないかと思う。そうであれば、われわれの政策スタンスをより分かりやすく伝えることのできる言葉として、「目標」という言葉を用いても良いのではないかと思っている。なお、これを英語でどう

言うかであるが、先程白井委員もおっしゃられたところではあるが、日本語で「目途」から「目標」に変えるということである以上、英語でも素直に「goal」から「target」とすることで良いのではないかと思っている。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、企業、家計にとって物価が安定した状態とはどのようなものかについて、概念を改めて整理すると、それは「人々が物価水準の変動に煩わされることなく経済の意思決定ができる状態」と考えられる。そういう状態は、やや長い目でみて持続可能なものでなければならないと思う。そういった概念を確認したうえで、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率の数値表現について、今回点検した結果を申し上げる。

私自身はこれまで、「消費者物価上昇率の前年比で0.5～2.0%、中央値は1%を若干上回る水準」という数値表現を基本としつつ、昨年2月の点検では、財政政策の発動余地やCPI基準改定による修正幅の大きさなどを勘案し、また今後の経済構造の変化の可能性などを考慮すると、ゼロ%台を排除して1～2%というレンジの表現も視野に入ってくるのではないかと申し上げた。今回、改めて点検した結果、特に経済構造の変化に関して、競争力と成長力強化に向けた政府を含む幅広い主体の取組みが進展し、潜在成長率が高まり、それに伴って持続可能な物価安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識できるのではないかと判断した。こういった認識は、やや先取りになるが、明日議論する展望レポートの中間評価にも反映する。この認識に基づき、今後、実際に競争力・成長力の強化の取組みが進展するにつれて、新しい需要も創出され、現実の物価上昇率は徐々に高まっていき、それにつれて人々の予想インフレ率、ひいては国民の物価観も高まっていくという姿を見込むことができる。このような状

況において、これまでのレンジの上限である2%を目標として明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで適当と考えられる。

さらに今回、これまでの「目途」という表現から「目標」という言葉に変更することも適当だと考える。金融政策は、単に物価目標と現実の物価上昇率の乖離だけをみて硬直的に運営されるというものではなく、経済・物価の見通しや様々なリスク要因の点検を踏まえて、柔軟に運営されるという理解、言い換えるとフレキシブルなインフレーション・ターゲティング採用国と同じ政策運営であるという理解が、わが国でも広がってきたと考えられる。このような状況、並びに先程の認識を踏まえると、これまでのレンジを含んだ「目途」という表現から、ピンポイントの2%という値を「物価安定の目標」と表現することは、本行の考え方を国民に分かりやすく伝えることにもなり、適切と考える。その意味では、目標の英訳を例えば「targeting」あるいは「target」としたとしても、柔軟な運営であるという理解があるかぎり、支障はないと考えられる。さらに付言すれば、2%という目標水準は、他の先進国が目指す物価安定の目標とも一致するものであり、これはひいては長期的な通貨価値のバランスにも資するものと考えられる。

なお繰り返しになるが、今申し上げた「物価安定の目標」は、競争力と成長力強化に向けた幅広い取組みが具体的に進展するという認識に基づいたものであり、とりわけ政府による成長戦略、大胆な規制・制度改革、税制の活用などの取組み、さらには財政運営に対するしっかりとした信認確保が極めて重要であるということを、重ねて強調しておきたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合で、日銀がデフレ脱却に消極的であるという誤解があり、それ

は当面の「中長期的な物価安定の目途」を1%としていることから生じているように思えるので、「目途」を他の中央銀行と同じく経済・物価への様々なショックに対する調整の終わった均衡での物価安定と定義し直し、「目標」としてそれを公表すべきであると主張した。現在もその考えは変わっていない。昨年2月の検討の際に申し上げたように、均衡での物価安定は、他の先進成熟国の中央銀行のインフレ目標と同じにすべきであり、現在はそれは2%であると思っている。

その理由をもう一度述べる。過去の歴史を精査した膨大な実証研究の結果によれば、十分に長い期間をとれば、購買力平価が少なくとも成熟した国の間では成立するというのが経済界の共通理解である。つまり、他の国に比べてインフレ率が傾向的に低い国の為替レートは傾向的に切り上がっていく。従って、長期的な正常状態での物価安定と整合的な物価上昇率は、欧米等成熟国が掲げるインフレ目標と同じ2%と考えるのが自然である。

しかしながら日本には構造的な問題があり、労働、資本、資金がダイナミックに産業間、企業間を移動して内外経済の変化に速やかに対応することができなかった。そのため海外経済や国際金融市場の変動や自然災害、少子高齢化の予想を超える進展などの負のショックに見舞われると経済成長率が累積的、趨勢的に低下し、企業の中長期的な成長期待も低下トレンドを辿った。そのため、企業が小さくなったパイを値下げ競争で取り合う形で物価上昇率が低下し、それに引きずられる形で企業や家計の中長期的な予想物価上昇率も低下し、概ね1%で推移した。当面の「目途」はこうした過去に引きずられた経済主体の予想形成を考慮に入れた、文字どおり当面の「目途」であった。

しかしながら現在、10月30日の「共同理解」をきっかけとし、さらには新政権の「三本の矢」にみられるように、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組みが進んでいる。これによって構造改革が進み、日本経済の伸縮性が回復し、他の成熟した国のようになっていくなれば、実際の物価上昇率が上昇し、それに伴い企業や家計の長期的な予想

物価上昇率が1%より上昇していくと考えるのは自然である。そうすると、今後はそれを安定化させるのが必須となる。従って、他の成熟国と同じ2%を目標とするのが望ましいと考える。ただしこれについても、特に政権の「三本の矢」にみられる日本経済の競争力と成長力の強化が極めて重要な構成要素となる。その意味で、政府に対してはこういった努力に関してしっかりした歩みを進めて頂きたいと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

物価の安定という考えは、これまで2%以下のプラスの領域にあるとしてきた。その範囲内で金融政策としてどこを目指していくかについては、実現可能性等を考えて1%としてきたと、私は理解している。長期間に亘りデフインフレが続いたという事実は、それをもたらす構造的要因が存在すると考えられる。そこで、ゼロ金利制約のもと、金融政策により低位にあるインフレ率を上方にシフトさせることは極めて困難であり、時間をかけて需給ギャップを縮小し、1%程度まで上げるのが現実的に限界だと考えてきた。非伝統的政策については、インフレ率をファインコントロールできるとは思えないので、効果が出るまで強化するという考えは極めて危険であり、細心の注意をもってやっていく必要があると考えている。

一方で、1%の水準を前提に考えると、経済に大きな下方ショックが生じた場合に、ゼロ金利制約が生じやすく、金融政策の有効性確保に問題なしとしない。長い目でみれば、金融政策の有効性をなるべく確保することで、しっかりと国民経済の発展を担保するには1%より高い水準が必要とも考えている。

今般、政府においては経済構造の変革を図り、わが国経済の競争力と成長力の強化を強力に推進することとなった。これが実行され成果が出てくるのであれば、これまで物価を抑えてきた構造的要因も次第に緩和されて

くることが期待されるので、これらを前提とすれば、これまでの物価安定の領域の上限である2%に物価の「目途」なり「目標」を設定することが適当であると考えます。私としては、一定の水準を目指して行く以上、金融政策の弾力性が確保されるのであれば、「目途」も「目標」も特に違いはないものと考えるので、「目標」の方が理解されやすいということであれば、「目標」とすることに問題はない。以上である。

白川議長

皆さんからご意見を頂戴した。自分自身の意見も踏まえながら今出た意見をまとめてみたいと思う。そのうえで議論をしたい。

四点ばかりあるが、最初に確認したいことは、「物価安定」の意味ということである。日本銀行の行う金融政策の理念については、日銀法で規定されており、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」ということである。この規定からも分かるように、「物価の安定」とは、やや長い目でみて持続可能な物価の安定でなければならないということだと思ふ。中央銀行はそうした持続可能な物価の安定を確保することによって、経済の安定的な成長、持続的な成長に対し最大限の貢献をすることができるという理解だと思ふ。ここで言っていることは、「物価の安定」というのはあくまでも持続的な安定であるということであり、これは皆さんの共通の理解だったと思ふ。

二番目は、そのことを認識したうえで、この持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率の具体的な数値である。従来、われわれは、「消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途とする」と言ってきた。それと同時に、われわれ自身は、今後成長力の強化が進展していけば物価上昇率も高まっていくという認識を示していた。従来示した「2%以下」の「2」という部分については、今日の皆さんの話を聞いても、バイアス、のりしろ、物価観等から、これ自体を何か上の方向に変えなければならないということではなく、上限としての「2」ということについては、その限りでは皆さんの認識は共有されていたと思ふ。問

題は、成長力の強化という努力が進展していくのかということである。この点、政府は、今後競争力と成長力の強化に強力に取り組んでいくという認識を示している。われわれとしても、この競争力と成長力強化に向けた幅広い主体の取組みの進展に伴って、持続可能な物価安定と統合的な物価上昇率も高まっていくと認識しているということだと思う。ただ、定性的にはそうなのだが、これが本当に、成長力強化の努力がどの程度のタイムスパンで出てくるのかという点については、認識の差があったように思う。また後から追加的な議論を頂戴したいと思うが、佐藤委員、木内委員の方からは、そうしたことに期待はかけているが今すぐそれが展望できる訳ではないという趣旨の発言であったかと思う。佐藤委員、木内委員については今申し上げたような発言であったが、多くの方が、成長力強化の取組みがなされていくという認識に立ったうえで、物価上昇率を2%にすることについて、これを受け入れていくということであったと理解した。この「2」という数字の意味であるが、今後成長力強化の取組みが現に進んでいって物価上昇率が上がっていく、あるいはそうではなく別の要因、例えば財政をはじめとしてそれ以外の要因を契機として、例えば予想インフレ率が上がっていくといった形で、現実の物価上昇率も上がっていくというような時には、上限の2%という目標を明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで適当であるという効果もあると思う。いずれにせよ、そうした場合、今の財政の話であるが、物価が上限を超えて上昇するという事態を避けるためには、政府が日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを強力に推進することは勿論重要であるが、それとともに、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進することも大事であるということだと思う。

三番目の論点は、「目途」という表現をどう考えるかということである。多くの方がおっしゃったように、従来「目途」という言葉を使っていたのは、日本においては物価目標ということが、物価だけを意識した硬直的あるいは機械的な金融政策運営であるという誤解がなお消えていなかったという現状を踏まえたものであったと思う。この点、一年間、われわれ自

身の「目途」のもとでの情報発信の効果もあって、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が着実に広がってきているように思う。そうした状況を踏まえると、「目途」に替えて「目標」という表現を用いることが、日本銀行の考え方を伝えるうえで、分かりやすく適当であると思う。

四番目の論点は、物価安定そのものではないが、柔軟な金融政策運営についてもう一回申し上げたいと思う。金融政策の効果は、経済活動さらには物価へと波及するまでに、長くかつ可変のタイムラグが存在する。金融政策は、物価安定のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面の不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、柔軟に運営していく必要がある。そうした金融政策運営の枠組みは、日本銀行は従来から2つの柱という形で明らかにしていた。つまり、先行き2年程度を展望した場合の中心的な見通しを第1の柱として点検し、次に第2の柱として、やや長いタイムスパンを意識しながら、発生の確率は必ずしも高くはないがしかし起きた場合には経済に対して非常に大きな影響を与えるというリスクも点検していく。これを第2の柱のもとで点検していくということである。そうした金融政策の枠組み自体は、従来と勿論変わらないが、そういう2つの柱の点検を踏まえて、この2%の物価安定目標を意識して政策運営を行っていくということであったと思う。こうした運営の仕方は、主要国中央銀行の金融政策の運営と変わりはないと思う。変わりはないという意味は、まずインフレーション・ターゲティングを採用している国でも、あるいは採用していない国でも、今回の金融危機の経験を経て、一段と金融システムの安定の重要性が意識され、金融政策運営の枠組みの中にもそうしたものが明確に組み込まれてくるというトレンドもあって、海外の中央銀行のインフレーション・ターゲティングの運営それ自体も変化してきている。日本においても、日本銀行の政策運営の枠組み、柔軟な運営に対する理解が高まってきている。そのように考えると、今、日本銀行が採用している金融政策の枠組みというのは、海外の多くの中央銀行が導入しているものと同じであって、これを柔軟な物価目標政策、flexible inflation targeting と呼ぶのであれば、日本銀行の

枠組みもそのように理解することができると考えられる。以上四点、取り敢えず、私の意見も交えながらまとめさせて頂いた。

先程の意見を聞いていて、一番議論が分かれたのは、この2%ということについて、佐藤委員、木内委員からは、成長力の強化の取組みが進展すれば勿論上がっていくのだが、現状そこまでそれを織り込んでいくことは少し難しいのではないだろうかということであった。まずこの辺りから、何か追加的な議論があればどうぞおっしゃって頂きたい。

#### 木内委員

継続するというのが重要だと思うが、一年前に打ち出したルールについて公表文を読み返してみると、やはり三つの観点でチェックすると書いてある。その後、総裁記者会見などで成長力強化の取組みが進めば上がるということはおっしゃってはいるが、多くの人是一年前の公表文をみてこれがルールだと考えると思う。一年経って定期的に点検すると言っておきながら、一年後に新たなルールが追加されることに対しては、やはり違和感がある。そこに対して、継続性の面でしっかり説明できないのではないかというのが一つである。

それから、元々物価安定に関する数値というのは、主に企業とか家計が持っている物価観に対して、金融政策を用いて実際のインフレ率をそこにアジャストしていくことが長期的な経済の発展にとって良いという考えに基づいていると思う。一方で、こういった政策があればそこが上がっていくかもしれない、だから今目標を上げるというのは、話としてはやはりちょっとおかしいと思う。先程コメントでも申し上げたが、企業・家計の物価観、期待インフレ率が上がったという証拠が出たのであれば、引き上げに動くのは妥当だと思っている。だが、現状ではそうした証拠はないのではないかというのが、私なりの見解である。

#### 佐藤委員

昨年2月は私はこの場にいなかったのですが、どういう経緯であのよう

に決まったのか詳しいことは存じ上げないが、議事要旨等から判断して、先程申したように、当面 2%以下のプラスの領域の中で、2%というのは非常に高いので取り敢えずまずは1%を目指して頑張っていこうという戦略を採っていくということであり、それが現実的な選択肢ではないかという結論に至ったと推測している。それから一年弱経って、その当面 1%を目指すということを取って現時点で 2%に上げるだけの、本行内における積極的な理由があるのかどうかである。先程の木内委員の意見とも重なると思うが、この間の企業・家計の物価観をみていくと、例えば、よく委員の方々が引用される Q S S 等の調査によると、期待インフレ率はむしろジリ貧というか下がっている状況にあり、決して上がっている訳ではない。その下がっている期待インフレ率に対して、政府等を含めた、あるいはわれわれの成長力強化に向けた努力を前提にすればということなのだろうが、今のうちからそこを前提にして、1%から 2%という非常に高い目標に上げてしまうということは、戦略としての危うさを感じるということである。

#### 西村副総裁

そもそもの考え方の根本的な違いというのは、バックワード・ルッキングでみるかフォワード・ルッキングでみるかということだと思う。私はここに 5 年間いるのでどのように変遷していったかをみているが、実証研究してみると、基本的には、大体 6 割位がバックワード・ルッキングの人達だというものが出ている訳である。しかし逆に言えば、バックワード・ルッキングで完全に全部を説明することはできない、フォワード・ルッキングの人達もいるということである。そういうことから考えると、バックワード・ルッキングかフォワード・ルッキングかというのは、ある程度われわれの政策態度によって決まるというところもあり得ると思っている。従って、バックワード・ルッキングでみている限りにおいては、現状から変えるのは極めて難しいし、非常に時間がかかる。ところが、今までの経済の歴史をみても、大きな形で変動した時期はある。例えば、1970 年代、1980

年代、それから 2000 年代もそうであるが、そういう時期は期待形成がかなり早くしかも変化を予想するような形でなされているということがみえている。これは日本だけではなく——日本の場合はバックワード・ルッキングの方が強いが——他の国でもそうある。そういうことから考えると、われわれとして、これは日本銀行が決めれば決まるという話ではないが、ポリシーメーカー全体としてきちっとしたコミットメントがあればそれは当然変わっていくはずであるし、変わっていかないとそのような経済は全く伸縮性のない経済であるので破綻してしまう。従って、私としては、やはり明快な形でコミットメントをし、それを政府ときちんと共有し、政府側に対してもきちっとしたことを言って、そこで人々の経済活動の見方を変えていくということが望ましいと思っている。基本的に、経済学の過去の流れというのは、ヒストリー・ディペンデントな期待形成から次第にフォワード・ルッキングな期待形成をみてきた。そしてフォワード・ルッキングな期待形成を無視すると Lucas critique のような問題が生じてしまう。そういうことから考えると、今までバックワード・ルッキングだから今後もバックワード・ルッキングであるという考え方というのは、どちらかというとな敗北主義みたいな形になるので、そうではない形にしていくべきだと私は考えている。

#### 白井委員

二点ある。今の西村副総裁の説明もよく分かるが、昨年 2 月に「中長期的な物価安定の目途」を決めた時は、現実的に落ち着く先として「2%以下のプラスの領域」となったという見方もあるかもしれないが、どちらかというとな、それぞれの委員が考える中長期的な物価安定の定義が違っており、それを網羅する形になったというのが私の理解である。従って、それぞれが目指しているところはちょっと違っていたかなと思っている。

もう一つ、今お話を聞いていて皆さんの言うことはよく分かる。今の現実からみた時に、家計の期待形成からして、どうみても高い「2」というのが難しい、現実的な視点からみる見方——バックワードといつも言う

が——と、何が望ましいか、どのようなインフレ率を目指すべきかという optimal inflation という考え方の違いがあるのかなという気がしている。私は、現実はそのとおりで非常に難しいのは事実であることは認める。だから時間がかかるだろうと申し上げている。そのうえで、日本がこれからデフレ脱却後に目指すべきインフレ率は、自然利子率が比較的低い状況の中で名目ゼロ金利制約が大きいと思うので、その分ののりしろは必要だという視点で、ある種のノルムみたいな視点からみている。西村副総裁は P P P という観点からおっしゃったのも、そういう視点に近いと思うので、そういう違いがあるのかなという気がしている。確かに現実からみれば非常に難しい。そこは本当にそのとおりなのだが、私はそこを、政府とともに、より高い持続可能なインフレ率の実現を目指すという方向に働きかけていきたいと思っている。

#### 佐藤委員

よくある議論として、ポリシーメーカーが高めのインフレ率を宣言すれば家計、市場、企業の期待インフレ率が上がっていくという議論があると思うが、それは非常にバーチャルな世界の議論であって、実際にはポリシーメーカーがそこまで信認されている訳ではない。経済理論上の本当にバーチャルな話であって、現実問題としては、残念ながらわれわれも含めてポリシーメーカーの信認というのはそんなに高くない。従って、仮にわれわれが2%の物価上昇率を目指すということを宣言したところで、果たしてそれが世の中に真っ当に受け入れられるのかどうかといったところである。そこは非常に疑問を感じている。

#### 白川議長

特定の方だけでなく皆で議論した方が良いので、宮尾委員どうぞ。

#### 宮尾委員

私の理解では、日本経済の成長力がどういうペースで高まっていくのか、

その蓋然性をどのようにみるかという点が、一つ大きな論点ではないかと思っている。日本経済の潜在成長力がある程度しっかりと上がっていく姿、成長力・競争力強化の取組みが進展し潜在成長力が上がっていく姿を、どれだけメインシナリオとしてしっかりと描けるかどうかというところが、ポイントの一つだろうと思う。私は、その点については、少し楽観的と思われるかもしれないが、政府の取組みもそうだし、日本経済そのものの力も当然あるし、海外経済も米国経済がしっかりと復調していくという姿とかあるいは色々な前提を置くことができるかと思う。そういうことで考えると——これは明日の議論になってしまうが——、私自身は、先行きの日本経済の潜在成長力は、緩やかに高まっていくという姿は想定できると思う。そういう想定が置けるとすると、予想インフレ率も徐々に高まっていく。いつのタイミングで上がるのかという点は、先程佐藤委員がおっしゃったとおり、われわれが目標を高くしたから直ぐ上がるのではない。フォワード・ルッキングな人達ばかりであれば、目標を掲げただけでポンと上がる訳だが、現実にはそうではなく、予想インフレ率の式でみると日本の場合はかなりの程度、多分8割位がバックワード・ルッキングな見方をしている。今のようなメインシナリオのもとで、現実の物価上昇率が高まってきて、予想インフレ率も上がるというのが、恐らく起こり得ることだと思う。それはそんなに遠い先のことではないと私自身は思っており、先行きの経済・物価見通しをどう置くかという、まさに明日の議論になるが、潜在成長力は緩やかに今後数年間かけて上がっていき、それに伴ってややラグを持って予想インフレ率も上がっていく、従って2%を目指すということも整合的な形で進んでいくということが、十分メインシナリオとして描けるというのが、私の理解である。

#### 森本委員

競争力と成長力の強化で経済全体を底上げし、それで景気が良くなって、企業収益も上がって賃金も上がって物価も上がっていくというのが本来の姿だと思うが、その辺について、国の方も色々な規制緩和等をはじめと

した成長戦略を検討し、さらに具体的に緊急経済対策なども現実に打ち出してきているし、それから賃金についても、例えば賃金を上げる企業に対する税制優遇であるとか、経済界にも働きかけたりと、そういう賃金の問題も非常に大事だということも政府とある程度共有できているのではないかと思っている。そういう意味で、とにかく全力で頑張っていくということではないか。ちょっと楽観的過ぎるかもしれないが、そういった取組みの重要性は共有されているのではないかと、私自身は思っている。

#### 山口副総裁

明日の議論に絡んでくるのだが、今日お話ししないと具合が悪いだらうということで、先程意見を述べる時に、今回の中間評価の見通し期間の中において、消費者物価上昇率は1%にかなり近づく、あるいは到達するかもしれないという見通しを私自身は持っているとして申し上げた。そういう状況に達した時に、われわれは1%を目途とするということを昨年決めた訳だが、その目途とする1%に達するかもしれない状況の時に、われわれはその先について考えているところを示さずに済むのかどうかというところがまずある。元々、「2%以下のプラス」だと言ったのは、一気に2%へ行くのは難しいので目途としての1%をいわば通過点として設定した訳である。その通過点が現実のものとなろうとしている時に、次は何を目指すのか、われわれとして示すべき責任があるのではないかという気がする。期待インフレ率が完全にバックワードに決まる訳ではないと考えれば、現実の物価が上がるまで待ったうえで、それに合わせて物価目標を決めていけば良いというのは、どうかと思う。われわれが物価の安定について、どういう理解をしているのかを示すことも、また同時に期待インフレ率に対して相応の影響を与えるものだと、私自身は思っている。従って、見通し期間のうちどの程度の物価上昇率が実現するのかについての見方がかなり違うというところが、一つ大きな原因としてあるのではないかと、私は思っている。私自身は、繰り返しになるが、非常に大雑把な言い方をしまえば、1%が視野に入ってくる状況になってきた、その時にわれわ

これは新たな何かを提示しなければ、われわれとして責任を果たしたことになるのではないかと考えている、ということである。

石田委員

私は、自然に日本の成長力が高まっていくということは、とても考えられないと思う。やはり少子高齢化のもとで成長期待がずっと趨勢的に低下してきて、さらに今後恐ろしいことが起こるということが普通に考えれば予想できる訳で、本行としても、いつも成長力の強化なり構造改革なりを色々な機会に主張してきたという事実があると思う。そういう時に、本当に政府がそういうものに取り組んでくれるのであれば、われわれも精一杯努力して、できる限りのことをやっていこうという時期ではないかと、私は思っている。それを、政府の結果が出てから、それで世の中が変わったらやれば良いではないかというのは、ちょっと難しいと思う。そういう意味では、逆にその2%というものを出せば本行が縛られるということもあるが、一方で、色々な会議にも白川総裁が出席されることでもあるので、政府におけるコミットメントが、本当にどうなっているか、これはわれわれとしても非常な関心を持って絶えずみていくということが、これから必要だと思う。そういう前提のもとで2%を目指していった場合に、2%といっても途中で1%を超えなければならず、1%を超えた世界は、ゼロ近傍で2%をみるのとまた違うと思う。それは、目標というのやはりそういうものではないかという気がする。ただ、それは目標なのでできないかもしれないが、やはりそこにはやってみる価値はあるというのが、私の偽らざる気持ちである。以上である。

白川議長

先程、木内委員が言いかかっていたのでどうぞ。

木内委員

簡単に幾つか申し上げたいと思う。中央銀行が目標を掲げることによっ

てインフレ率を高めることができるというのは、考え方としてはあると思うが、それは本行が従来言ってきた考え方ではないのではないかと。そういう意味で、従来の説明から連続性を欠いてしまうのではないかと思う。世の中一般では、中央銀行がいわゆるプリントマネーでマネーを供給し、それが物価に影響を与え、物価を上げることが例えば賃金や企業収益にプラスに効き、国民の生活にとってプラスであるという見方が、かなり浸透していると思う。白川議長も何度かおっしゃったので、違った意見が出始めているとはいえ、依然としてそういう認識がある。そうではないというのが今までのわれわれの考え方だったので、本行がインフレ期待を決めていくというような情報発信はどうかというのの一つ。

それから、先程もちよっと申し上げたが、従来は企業・家計にとって望ましい物価上昇率は存在するという考え方だったと思う。そこに金融政策で実際のインフレ率を誘導していくのが長期的にみて安定した経済の発展にとってプラスだということであったので、実際のインフレ率が目途とする1%に近づいたから変更するというものではなく、目途の水準である1%とする根拠が変わった時に変えるべきだと思う。

三点目は、政府あるいは民間の努力によって成長力が強化されれば、物価目標が上がってくるのだというのは、他人の努力を前提に自らの目標を設定するということなので、一般論としてちょっとおかしいのではないかと。

四番目は、私の認識が正しくないかもしれないが、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」というのが政策理念なので、そういう意味では、物価の安定というのはどちらかと言えば中間目標的な位置付けなのではないか。一番の目標は、持続的な安定した経済であり、国民経済の発展である。その点において、政府と日銀は目標を共有できるのだと思う。一方で、成長力が強化されるのであれば、中長期的なインフレ率が上がってくるというのは、最終目標を上げれば中間目標は上がると言っているような感じがする。そこで論理的に矛盾というか、分かりにくいところがあると感じている。以上である。

白川議長

先程、主として取りまとめという観点で申し上げたが、多少自分自身の感想——どこまでが自分の感想でどこまでが議長としての取りまとめか分けがたいところもあるが——を申し上げたい。この1か月間、皆さんもそうだが私自身もこの問題を考えてきた。最終的に2%の物価目標を掲げることにについて、私自身が適当であると判断した一つの理由は、先程山口副総裁も発言されていたが、われわれ自身の見通しが段々1%に近づいてくる、経済も緩やかながらも成長軌道に復帰していく蓋然性が高まっていくという見通し——これは明日また議論する——になってきた場合に、われわれ自身先行きについて語っていかないとならない。その時に、われわれ自身は長期的には2%以下のプラスであるということを既に言っているので、それとの関係で考え方を示さないとならない。そういう意味で、いずれにせよこの2なのか1なのかということについて、われわれ自身、判断を示さないとならない時期が段々近づいてきていると思ったことが、まず一つある。

物価上昇率を上げていくためには金融面からの後押しと成長力の強化の両方が必要であるということについては、皆さんの意見は一致しているが、先程来議論になっている問題は、成長力の強化が本当になされるのか、あるいは本当にそれが実を結んで物価に反映されてくるのかについての現実感についての評価の違いだと思う。これをまず客観的にみても、今日本経済には大変な逆風が吹いており、その逆風は、いつも申し上げているように、就業者の数が年平均0.6%で毎年確実に減っていつているということで、放っておいてもGDPは0.6%下がっていく。その分を生産性の上昇でどの程度押し返していけるかということが、実際のGDPを決めていく、つまり潜在成長率を決めていくということである。そういう意味で、これは様々な主体による相当の努力を必要とするという認識は皆さん持っていると思うし、そういうものであるということは冷静に認識しておかないとならないと思っている。ただ、政府も相当の努力をしていくという覚悟であるし、われわれ自身も現在強力な金融緩和をやっている

し——明日また金融政策を議論する訳だが——、そういう意味でこれは相当の努力を必要とするものであるということは認識しておいた方が良いと思う。そのうえで、そうした認識に立って金融政策をしていくのかどうかはまた別の論点ではあるが、決して容易な課題だと思っている訳ではない。

先程来、結局 2%を掲げた時にどのような金融政策運営になっていくのが議論になっている訳だが、2を掲げるだけで直ぐに物価上昇率が上がる訳ではなく、また、それは別に政策当局に対する信認がないということではなく、それを達成する十分な手段をなかなか持ち合わせていないということなのだと思う。基本的にはゼロ金利環境にあって、これだけ資金を供給してもその資金がそのまま寝ている。従って、逆に言うと、これだけ寝ているということは、この資金が活用されれば相当大きな効果を持つということを意味している訳であり、そういう意味で、日本銀行として強力な金融緩和は今後とも推進していく、政府も思い切った成長力強化に取り組んでいくということであれば、これは政策当局に対する信認云々ということではなく、そうした構えで取り組んでいくということは意味があると思う。現実にはどの程度のテンポで成長力強化の取組みが——これは別に政府だけでなく民間もそうだが——進んでいくのか、これは勿論予め決めることができる訳ではないので、これ自身しっかり点検していく必要がある。どのようにそれが成長力の方に跳ね返っていつているのか、あるいは予想インフレ率に跳ね返っていつているのか、これはしっかり点検していく必要があると思う。

全員が強調したように、柔軟な金融政策運営は必要であるので、物価だけをターゲットにして機械的に運営していく訳ではないということは全員が言っている。勿論機械的にやっていくのであれば先程来の危険性はあるが、われわれ自身は二つの柱に従って点検をしていくということであるので、そういう意味で、できるだけ早く 2%を達成したいという気持ちはあるが、しかし、先程木内委員がおっしゃっていたように、物価はあくまで中間目標で、究極の目標は持続的な経済の成長であるので、そういう観

点に照らして金融政策を運営していくということである。従って、これは多分金融政策の運営に絡んでくる話だと私自身は思っている。ただ、ここは非常に金融政策運営の基本に関わる話なので、当然意見が分かれることは、むしろ自然だと私自身は思う。この議論については、明日も金融政策に絡んでまた議論をするようになると思うが、取り敢えず今日の段階でまだ言い残している論点があれば、願います。

白井委員

先程申し上げたのだが、達成時期をどうするかについては、私は明示しなくて良いと思う。例えば今までは「中長期的な物価安定の目途」としてきたが、そういう「中長期的」というような言葉を入れるのか入れないのかを決めたほうが良い。私は、達成時期が分からないので、入れなくて良いと思う。

白川議長

先程来、皆さんの意見を聞いていると、要するにこれは持続可能な物価安定を実現していくということで、そういう意味で時期について短期だとか中期だとか長期だとか定めずに、要するに持続可能な物価安定を目指していくということであったと思っている。またこれは明日議論する。

石田委員

展望レポートでインフレ率の見通しを出せば、2に全く届かない段階がどの位まであるかは、ある程度は分かる。

白川議長

その通りだ。そういう意味で、われわれ自身が持続的な物価安定の目標として2を掲げて、それに対してどのようなスピードで金融政策を運営することが経済の持続的な発展にとって望ましいのかということは、点検しながらやっていくということだと思う。

佐藤委員

1%が現実のものになろうとしている、見通しが1%に近づいているという場合に早めに行動する必要があるというご意見であるが、現在の中心的な見通しでも、昨年10月末の展望レポートで、2013年度+0.4%、2014年度で+0.8%ということなので、月々の動きでいくと2014年度後半のどこかで1%に到達するだろうということで、早くとも一年半位だろうというのが今の中心的な見通しである。私個人としては、そこまで到底行かないと思っているが、そこは委員間の意見の違いであるので、致し方ないかと思う。ただ、一年半も余裕があるのに、今のうちから1%を所与のものとして、新たな目標、新たな行動規範を考えていくというのは、特にそれほど急ぐ必要があるのかどうかという思いはある。

白川議長

分かった。他にないか。

木内委員

明日議論すべきかもしれないが、英語の表記で「target」、あるいは「targeting」というご意見が複数あったのだが、従来の「目途」と英語の「goal」には大分ニュアンスに違和感があると思っていた。今回「目標」と「target」になれば違和感は大分解消されるのだが、ただ英語で「target」であれば日本語も「ターゲット」が自然ではないかという意見はあると思うので、例えば「target」以外にもう少し妥当な言葉——私は今は思い付かないが——を考えてもいいのかなと思っている。

白川議長

日本語で今回「物価安定目標」という言葉を使うとすれば、幾つかの英語があるが、それぞれに色々なニュアンスが込められているので、素直に——国によって違うが——「Price Stability Target」という言葉で良

いのではないかと思う。「target」という言葉で機械的な運営だという誤解がまだ完全に払拭された訳ではないので、そういう誤解に対しては、柔軟な金融政策運営の必要性を言っていく。「target」か「goal」かとか、「目途」か「目標」かということは、はっきり言って不毛な論争なので、もうそういう論争に決別した方が良くかなという意味で、私自身は「どちらでもいいや」という感じだが、敢えて「target」を外す必要もない。むしろ「target」を外したことで何か特別な意味を持たれるのも、これはこれでわれわれの意図するところではない。本質的にはどの英語でも良いと思うが、敢えて「target」を外すまでの理由もないだろうという位の意味で、私は「target」が良いのではないかと思う。先程、何人かの方が英語の訳について発言されたが——英語の訳自体をここで決める訳ではないが——、「Price Stability Target」と呼ぶのが自然かなという感じがした。

それでは、物価安定についての考え方に関しては、おおよその方向性は定まったと思うが、今回新しく物価安定の目標を導入するということになると、今回の見通しの背景となる考え方や、物価安定の目標と今後の金融政策運営との関係などについて、なるべく簡潔に説明した公表文を出すことが適当だと考えられる。これについて、執行部に準備を進めてもらい、明日必要な討議を経た後、金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思うが、そうした手続きで宜しいか。

委員（全員）

異議なし。

白川議長

それでは、本日はこれで終了する。明日は、中間評価に加え、「物価安定の目標」の公表文の検討を行うことになるので、通常より 1 時間早く、午前 8 時に再開をしたいと思う。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を

くれぐれも宜しく願います。

(16時52分中断、22日7時59分再開)

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行だが、最初に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に12月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは山口俊一副大臣である。内閣府からは最初に西村康稔副大臣、後程、甘利明経済財政政策担当大臣がご出席である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

頂いた委員の見通しについてご説明する。参考1をご覧頂きたい。2012～2014年度の政策委員の大勢見通しである。中央値で申し上げる。実質GDPは、2012年度が+1.0%、10月時点が+1.5%だったので幾分下振れという判断になろうかと思う。2013年度は+2.3%、10月時点が+1.6%だったので、これは「幾分」を付けずに上振れということかと思う。最後

に2014年度は+0.8%で、これは10月時点で+0.6%だったので、これ位であれば概ね見通しどおりということかと思われる。

次に国内企業物価である。2012年度-1.2%、前回-1.1%だったので、これは変わらず。2013年度は+0.8%と、+0.5%から0.3上振れているので、幾分上振れ。2014年度については+4.1%、10月時点が+4.2%だったので、これも変わらずということである。

最後に消費者物価（除く生鮮食品）だが、2012年度は-0.2%で、これは10月が-0.1%だったので、変わらずということである。それから2013年度が+0.4%、これは前回と同じである。消費税率引き上げの影響を除くケースをみて頂ければと思うが、2014年度については+0.9%、10月が+0.8%で0.1の違いなので、これも概ね変わらないという判断になるかと思う。このままであれば、後程、公表文の中でその旨を記載させて頂ければというように思う。

次に、リスク・バランス・チャートだが、白い丸の中央値が、概ね一番濃いところ、すなわちほぼ真ん中のゾーンに入っているので、全体としてはバランスしている形になっていようかと思う。以上である。

#### 白川議長

この件に関してご質問はあるか。ないようであれば、金融経済情勢に関する議論に入りたいと思う。最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢及び中間評価についてお一人4分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番だが、佐藤委員、木内委員、森本委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員の順番である。それでは佐藤委員からお願いします。

#### 佐藤委員

世界経済については、前回会合以降「減速した状態が続いている」との現状判断を変えるほどの指標の変化はみられない。10月展望レポートとの対比では、米国の財政の崖が一応回避されたことで、「減速した状態か

ら次第に脱し、緩やかな回復に転じていく」との先行きのシナリオの蓋然性が少し高まったと言えると思う。

地域別にみると、まず米国では財政の崖に関して、最後まで揉めたとはいえ危機回避への議会の対応力が示された点はポジティブに評価している。目先は社会保障増税の影響が消費面に及ぼすマイナス影響の一方、設備投資面でペントアップ需要が期待され、また住宅市場の改善といった基調変化もあることから、米国経済は緩やかな回復を続けると見込んでいる。

欧州は、緩やかに後退しているという執行部判断で良いと思う。PMIなどのソフトデータに一部明るさがみられる一方、生産、雇用などハードデータがこれに追いついていない訳であり、欧州経済は当面、後退局面を抜け切れないとみている。

中国は減速した状態が続いているという現状判断に変わりはないが、PMIといったソフトデータ以外にも輸出などハードデータに明るさがみえている点をポジティブな要因として挙げたいと思う。最大の仕向け地である欧州の景気後退に歯止めがかかっていないためあまり楽観はできないが、外需面からの景気下押し圧力はやや減衰しているとみられる。

国内景気判断については、現状弱め、先行き当面横ばい圏内という執行部報告どおりで良いと思う。また、10月展望レポートとの対比で、足許2012年度は昨年7～9月期GDPの大幅悪化を主因に、経済見通し、物価見通しともに下振れる一方、2013～2014年度は財政出動と円安による景気刺激効果を見込めば、経済、物価ともに私の前回の見通しを上振れると判断している。個別には、まず足許の輸出は引き続きベクトルは下向きであるが、下向きのマグニチュードは昨年7～9月期と比べて減衰してきている。こうした動きは、米中の持ち直しを映じた足許のグローバルPMIとも整合的である。輸出の下げ止まりに向けた動きを受け、製造業の生産活動も下げ止まりつつあると認識している。生産予測調査にみる生産の先行きは、1～3月期特有の季節調整による押し上げ影響に加えて、2月は中国の春節の影響も加わるため実勢がみえにくくなるが、調査統計局のマイクロヒアリングのやや慎重な結果を参照しても、少なくとも一段と水準を切

り下げている展開とはならないと思う。内需に目を転じて個人消費動向をみると、エコカー補助金打ち切りによる需要減の影響は足許減衰してきており、冬季賞与の減少等、所得環境が不芳な中でも底堅さを維持していると思う。雇用情勢も製造業は引き続き不芳ながら、製造業の悪化が内需関連部門にスパイラル的に波及していくほどの悪さは見受けられない。先行きを手放しで楽観している訳ではないが、景気動向指数からみて、振り返ってみれば、昨年3月以降の景気後退は昨年11月が底で、持続期間8か月程度のミニ景気後退で済んだというように総括できるかもしれない。

リスク要因として、米国では財政の崖や債務上限の問題を先送りした後もフィスカルドラッグの影響が残ること、欧州では選挙等イベントの展開次第では世界的なリスク回避傾向が再び強まるといったことが想定され、テールリスクへの配慮は引き続き怠れない。しかし、前述の海外経済の基本シナリオも、テールリスクの大きかった昨年夏場頃までとは違い蓋然性の度合いが幾分高まっているということを見ると、国内経済についても財政刺激策の効果が見込まれることもあり、目先4～6月期以降は、それなりの浮揚感が出てくるということを期待している。

最後に物価についてであるが、元々食料加工品などの非耐久財のスーパーによる値下げ競争の影響などから見通し対比足許弱めに推移していたところに、目先はエネルギー関連や耐久消費財関連でややテクニカルな下げが見込まれること、これまでの景気下振れによる需給ギャップ悪化の影響が先行きラグを伴って現れると見込まれること、賃金の低迷が続いていることなどを勘案すると、物価安定への道のりは当面険しいものになるとみざるを得ない。ただし、足許の為替円安、株高といった資産市場の変動は、実体経済の改善を通じて物価に好影響をもたらすことが期待される。それだけに、金融政策を含むあらゆる政策を総動員し、足許の流れを育てていくことが肝要であろうと思う。以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

## 木内委員

前回会合以降、内外経済情勢に目立った大きな変化はないと思う。米国と中国の経済は引き続き緩やかな改善傾向を維持しているが、加速感はない。国内経済については、安定化の兆しはみられ始めたが、持続的な回復の牽引役はまだみえてこない。

米国では、いわゆる財政の崖は回避されたが、決着が先送りされた強制歳出削減、政府債務上限問題が実体経済や金融市場に対する当面の大きな不確実性として残っている。他方、給与支払い税の減税措置が失効したことなどが、今後消費者に十分に認知されていくと思われる。このため、財政の崖への警戒から年末にかけて大きく低下した消費者心理が、一気に元の水準に戻るということはないと思う。実際、1月のミシガン大学消費者信頼感指数はさらなる下落と、予想外の結果となった。消費者心理と並んで消費活動を大きく左右する雇用・所得環境も、改善ペースは依然緩やかである。12月の雇用者増加数は過去半年間の平均ペースにとどまっている。中期成長期待の低下を背景に企業の雇用意欲は依然慎重と考えている。一方、金利低下の恩恵を強く受ける住宅投資、自動車販売は、引き続き堅調である。財政の崖への警戒と輸出鈍化を受けて昨年一時的に急減速をみせていた企業の設備投資も、年末にかけてやや持ち直しの傾向を示し始めた。しかし、こうしたプラス面を考慮してもなお消費全体の不振に足を引っ張られ、年前半の米国経済は力強さを欠く可能性は高いと思う。

中国についてであるが、経済は緩やかな改善傾向にあるが、これも明確な加速感はみられない。回復ペースは、持ち直し傾向がみられ始めた昨年秋の時点で私が想定したよりもかなり緩慢と言える。これを裏付けているのが12月の製造業PMI指数であり、50.6と分岐点の50は僅かに超えているが、前月と同水準である。他方で政府は、不動産市場で早くもみられ始めた過熱感、シャドーバンキングを通じた短期信用の急拡大、インフレ率の高まりの三点を警戒し、今後それぞれに抑制措置を講じていくことが予想され、それが年後半の成長ペースを緩やかなものにするのみでい

る。中国の成長率は年前半に 8%強の水準まで戻した時点で頭打ちとなっていくと考えている。

以上のように、今年の世界経済は、年前半は米国経済が冴えず、その回復ペースが強まる年後半時点では中国経済がまた勢いを落とすということになれば、力強い回復を示すステージには至らないのではないかと考えている。

国内経済であるが、鉱工業生産統計では先行き安定化の兆しが、また景気ウォッチャー調査では円安・株高による企業センチメントの改善の動きが確認され始めている。11月の鉱工業生産は事前予想を大きく下回る前月比-1.4%となったが、12月の予測指数は+6.7%、1月は+2.4%と2か月連続の増加である。この増加の予測は、統計の歪みといった技術的な要因だけでは説明できず、国内経済がエコカー補助制度の失効や日中関係に伴う大きな落ち込みを脱して、緩やかに安定化に向かっているということを示していると考えている。ただし、その持続性にはなお懸念があり、回復軌道がみえてきたとはまだ言い難いと思っている。

当面の懸念材料として四点挙げたいと思う。第一に、持続的回復への牽引役がなおみえないことである。その役割を最も期待される輸出については、減少傾向に歯止めがかかった明確な証拠はない。12月の国内製造業PMIは45.0と3か月連続で下落、7か月連続で50割れとなったが、その中で輸出の先行指数である輸出受注指数は、中国、欧州からの需要の弱さを映して2011年4月以来の低水準にまで落ち込んでいる。第二に、製造業在庫率は、震災直後の水準を上回り2009年半ば以来の水準にある。これは、在庫調整圧力がなお根強く残っているということを示している。第三に、内需回復の鍵を握る設備投資については、先行指標である機械受注統計にやや下げ止まりの感がみられるものの、足許での実際の投資活動を反映する一般機械の生産、出荷の大幅な減少基調に変化がみられないほか、資本財(除く輸送用機械)の出荷も11月まで6か月連続で減少あるいは横ばいとなっている。第四に、iPhone5の売行き不振が、年明け後の液晶パネルなどの関連部品の生産に悪影響を与える可能性がある。本年4～

6月期からは補正予算による公共投資増額の効果も現れると思われるほか、その後は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が住宅、耐久消費財を中心に生じ、表面的な成長率は高まることになると思う。しかしそれらの効果は、一時的な側面が強い点に注意が必要である。加えて、既に申し上げたような海外経済の環境を踏まえると、輸出改善を背景に国内経済が持続的な回復軌道に乗るまでには、なお相応の時間がかかると考えておくべきだと思う。

最後に物価動向であるが、昨年10月に半年振りに下げ止まったかにみえた全国消費者物価コア指数の前年比は、11月には-0.1%と再び下落した。最近の円安による物価押し上げの効果が注目されているが、その程度はそれほど大きくないと考えられる一方、その発現には時間がかかる。他方で、昨年後半の景気減速の影響が遅れて現れること、前年の原油価格上昇による物価押し上げ効果の剥落、昨年2月のテレビ価格上昇の反動などから、向こう数か月は、指数が顕著に下落幅を拡大させる可能性が高い状況である。今年1~3月期中に一時的に前年比-0.5%程度まで下落すると考えている。12月の消費動向調査では、1年後のインフレ見通しは2か月連続で低下しており、本行の2%物価目標導入への思惑や円安進行の影響はここにはみられていない。むしろ、既に申し上げた今後数か月間の消費者物価上昇率の顕著な下落が、金融市場や企業、家計の期待インフレ率をもう一段押し下げるという可能性に注意しておきたいと思う。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

基調判断として、景気は弱めに推移しているものの、徐々に緩やかな回復経路に復していくとの執行部の見方に違和感はない。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場についてみると、欧州では、ECBの国債買入スキームがバックストップとして機能するもとの、ES

M稼働や銀行同盟を巡る議論が少しずつ進展しているほか、米国でも財政の崖をギリギリ回避し、市場のリスク回避姿勢は後退している。ただ、これらには様々な不確実性が残されており、先行きの市場動向には引き続き十分な注意が必要である。こうしたもとで海外経済は減速した状態が続いているが、欧州以外の地域では安定化の兆しも窺われる。欧州実体経済については、コア国のドイツでも昨年10～12月期の成長率がマイナスとなるなど、全体として緩やかな後退が続いている。今後も緊縮的な財政運営が続くことを踏まえると、欧州経済は、当面緩やかな後退が続くと考えられる。

次に米国経済であるが、財政の崖を巡る合意がみられたことで、当面の景気への深刻な影響は回避された。社会保障税減税等の失効による影響には注意が必要であるが、基調としては家計部門を中心に緩やかな回復が続くとみられる。家計部門では、雇用・所得環境が緩やかに改善するもとで、小売売上など個人消費は底堅く推移し、住宅関係も持ち直しの動きが続いている。企業部門では、輸出、生産が伸び悩むもとで設備投資も弱めの動きとなっていたが、非国防資本財受注が持ち直すなど、そうした傾向に歯止めがかかる兆しがみられる。先行き、債務上限問題等財政に関する不確実性がなお残されているが、緩和的な金融環境のもとで全体として緩やかな回復が続くとみられる。

新興国・資源国経済をみると、中国では減速した状態が続いているが、10～12月期の成長率は前年比7.9%と7～9月期対比伸び率を高めており、底打ち感が窺われる。インフラ投資や小売売上高が増加傾向にあり、内需が全体として底堅く推移しているほか、輸出入にも安定化の兆しが窺われており、工業生産の増勢鈍化にも歯止めがかかりつつある。先行きも、在庫調整圧力が根強いこと等から成長ペースが大きく加速することはないと思われるが、減速した状態を徐々に脱していくと考えている。

こうした中、わが国経済は、海外経済の減速が続くもとで輸出、鉱工業生産が減少するなど全体として弱めに推移しているが、ここにきて歯止めがかかる兆しも窺われている。すなわち、中国経済など海外経済に安定化

の兆しが窺われるほか、国内ではエコカー補助金の終了に伴う反動減の影響も減衰しつつある。この間、公共投資や住宅投資は改善を続けており、個人消費も全体として底堅さを維持している。先行きの経済は、当面、横ばい圏内で推移するとみられるが、各種経済対策が国内需要を下支えするほか、海外経済が減速から脱していくにつれて輸出や鉱工業生産が持ち直しに転じ、設備投資や個人消費にも波及していくとみられる。さらに、足許の為替円安も輸出企業の収益改善を通じて、景気下支えに寄与すると考えられる。こうしたもとの、わが国経済は春先頃から緩やかな回復経路に復していくものと考えている。

次に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、当面、前年のエネルギー価格やテレビ等の品目入れ替えに伴う耐久消費財の動きの反動からマイナス圏で推移した後、再びゼロ%近傍での動きとみられる。もともと、やや長めにみれば、為替円安が押し上げに寄与するほか、景気回復に伴う需給ギャップ改善や家計等の中長期的なインフレ予想の高まりにより、徐々にプラスに転じていくものとみている。

最後に中間評価である。実質GDPの成長率は10月見通しに比べ2012年度は幾分下振れるが、2013年度は各種経済対策の効果や為替円安等の下支えにより前回見通しを上回り、2014年度は概ね見通しに沿って推移すると考えている。消費者物価（除く生鮮）は、足許は需給ギャップのマイナス幅拡大に伴って幾分下振れているが、その後の景気回復を反映し、ほぼ前回見通しに沿った動きになるとみている。また、経済を巡るリスクについては、海外経済の動向と企業や家計の中長期的な成長期待に関する不確実性への目配りが重要だと考えている。海外経済に関しては、欧州債務問題等の不確実性が残るほか、今後の日中関係の動向にも十分な注意が必要であるが、一方、米国におけるシェール革命の動向等も注視していくことが大事である。物価情勢についても、これらの実体経済面のリスク要因が顕現化する場合には、需給バランスも含めて相応の影響が及ぶことには注意が必要であると思っている。以上である。

白川議長

白井委員をお願いします。

白井委員

まず、前回会合以降の前向きの動きとしては、住宅投資と公共投資が堅調な中で、これまで弱さが懸念された設備投資に幾分改善の動きがみられること、エコカー補助金終了の反動が足許減衰しつつあること、円高修正・株高により企業マインドが改善していることが挙げられる。また、労働市場では小幅ながらも雇用者数が増えており、非製造業を中心に新規有効求人倍率や失業率も改善し、個人消費を下支えしている。しかし、冬季ボーナスの減少や製造業の所定外労働時間や新規求人数の減少の影響からか、消費者マインドが足許悪化している点には注意が必要である。また、外需が伸び悩む中で、製造業は建設財を除けば出荷在庫バランスが横ばいしないし悪化しており、鉱工業生産や輸出の改善はみられず、貿易赤字が拡大している。このことから、景気の現状認識は執行部案の「わが国の景気は弱めに推移している」で良いと判断する。

物価動向については、コアCPIの前年比伸び率はゼロ%近傍が続いているが、電気・ガス料金と石油製品等を除くとCPIの伸び率は-0.5%前後となっているように、エネルギー価格が主な押し上げ要因となっている。現時点では、マイナスの需給ギャップが拡大しており、家計と企業のインフレ予想も幾分低下する状況の中で、CPIが上昇に転じていく兆候は確認できない。しかも、今年3月頃までは昨年初めのエネルギー関連価格の上昇の裏と、エアコン、テレビの銘柄変更の影響の反動によって、コアCPIの伸び率のマイナス幅がむしろ-0.5%程度へ拡大していく見込みである。しかし、その後は、円高修正による輸入価格の上昇や電力料金の引上げを主因にゼロ%近傍に戻っていくと思う。国内企業物価指数も下落が続いているが、円高是正による輸入価格の上昇もあってか下げ幅は縮小している。

こうした動きをもとに、まず実質GDP成長率についての2014年度ま

での見通しを申し上げると、10月時点の私の見通しと比べ、2012年度については鉱工業生産や輸出の弱さが、足許の円高是正、株高による実体経済へのプラスの効果を上回るので、下方に修正している。2013年度と2014年度については上方修正しているが、それは欧州・米国経済の景気回復が今年後半に後ずれするとみている分だけ景気が下押しされるものの、それを上回って円高修正、株高および政府の緊急経済対策等が景気を押し上げると想定しているからである。最近発表されたOECDとWTOによる貿易付加価値データに基づく分析によると、わが国の輸出先として最も重要なのは、直接輸出先として第1位の中国ではなく、最終消費地の米国であることが明らかにされているが、このことから、債務問題に関する不確実性が小さくなると予想される今年後半以降に米国の景気回復がよりしっかりとしてくることで、わが国経済にもプラスの影響をもたらすと期待している。景気のリスク・バランスについては、為替、株価の動向や米欧を中心とする海外経済の動向について不確実性が高いため景気が上下両方向に振れる可能性があり、全体としてはバランスしていると判断している。

物価に関する見通しについては、私自身の10月時点の見通しと比べ、2012年度は下方修正、2013年度については幾分上方修正をしている。コアCPIは2014年度にかけてマイナスの需給ギャップが縮小していき、家計、企業のインフレ予想が高まるとの想定のもとで、徐々に1%に近づいていくとみている。国内企業物価指数も同様な傾向を想定している。非製造業では雇用人員判断が多く業種で既に「不足」超となっており、設備投資も堅調であるので、政府の緊急経済対策が実施されていけば比較的早期にマイナスの需給ギャップが解消していく可能性がある。製造業については、海外需要回復のタイミングを考えると、2013年度以降に需給ギャップがしっかりと改善していくとみている。ただし、物価を持続的に引き上げていくには需給ギャップの改善だけではなく、家計と企業のインフレ予想が高まることが重要である。それには企業が生み出す財・サービスの主要な消費主体である家計の収入が実際に増え、将来的にも増えてい

くとの予想が形成される必要があるが、これについても少しずつ実現していく可能性があるともみている。この理由として、雇用者数は既にリーマン・ショック前のレベルにほぼ戻っており、特に女性の雇用者数については危機前のレベルを既に上回っていることから、女性の失業率は3.8%と完全雇用状態に近づきつつあるとみられ、パートの賃金も足許増加が続いている点を指摘できる。このため、金融緩和の継続と企業、政府による成長力・競争力強化の取組みのもとで経済成長が持続していけば、労働市場の需給タイト感が徐々に強まり、賃金の上昇圧力も高まっていくと思う。また、これに関連して、競争力を高めるさらなる企業努力とともに、規制緩和や企業のビジネス環境が整備されていけば、企業の収益力や生産性が高まることで、家計と企業の将来に対する期待が改善し、企業販売価格と賃金の持続的な引き上げができる望ましい状態につながる可能性がある。最後に、物価のリスク・バランスについてはこうした見通しの実現に向けた不確実性が高いことに鑑み、どちらかと言えば下方に傾いていると判断する。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

今回は中間評価を行う会合であるので、内外経済の現状と先行きについて概観した後、それらを前回展望レポートの比較ということで整理したいと思う。

まず、内外経済の現状と先行きであるが、国際金融資本市場では、米国のフィスカルクリフについて一定の対応が図られたこと、欧州債務問題に関してもテールリスクへの懸念が後退した状態が続いていることなどから、リスクオンの流れが明確になってきているとみている。米国と欧州の株価は上昇しており、米国とドイツの国債利回りも上昇している。一方、スペインやイタリアの国債利回りは大きく低下してきている。為替相場は

円安が進行しているという状況である。海外経済の現状についてであるが、米国と中国を中心に明るい兆しが広がりを見せているとみている。

米国経済については、緩やかな回復を続けていると評価している。先程述べたように、フィスカルクリフの回避によって企業マインドも早晩回復することが期待されるとみており、雇用・所得環境の改善が続く中で、個人消費は緩やかな増加を続けている。住宅市場も持ち直しの動きを継続中である。

中国経済についても、明るい動きが徐々に増えてきているとみられる。個人消費は、自動車販売が伸びを高めるなど、堅調に推移している。固定資産投資も、インフラ投資の増加などから、前年比伸び率が幾分高まっている。輸出も増加方向にある。この間、企業マインドも改善してきているという状況である。他方、欧州経済は、なお後退が続いているということである。

以上が海外経済の現状であるが、海外経済の先行きについても、このところの米国と中国を中心とした明るい動きがさらに広がり、全体としても遠からず持ち直しに向かうのではないかと予想している。

わが国の経済であるが、現状、輸出や鉱工業生産は減少し、内需にもその影響が及んでおり、弱めの推移となっている。しかしながら、そうしたもとにあって、幾つか良い材料がみられ始めていることも事実である。例えば、一つは資本財の輸出環境に改善の兆しがみられるということである。それから二つ目は、個人消費は、サービス消費が引き続きしっかりしているほか、大型小売店の販売も衣料品などを中心に底堅さを維持している。乗用車販売についても、エコカー補助金の終了に伴う反動減の影響が着実に減衰してきている。さらにこの間、公共投資は震災関連を中心に増加を続け、住宅投資も持ち直し傾向にあるといったような良い材料、良い動きがみられる。

以上がわが国景気の現状であるが、先行きについては、米国と中国の景気回復にリードされる形で、海外経済が全体として減速した状態から次第に脱していくであろうとみているし、そうした動きにつれて、わが国経済

も緩やかな回復経路に復していくとみている。また、その蓋然性は、政府による緊急経済対策の効果やこのところの為替円安、株高などの影響を踏まえれば、相応に高まってきているとみている。

国内の物価について、国内の企業物価は、現状、概ね横ばい圏内の動きとなっている。先行きは、為替円安の効果から当面強含んでいくであろうと予想している。一方、消費者物価であるが、目先、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの裏が出る形で、マイナス幅を拡大すると見込まれるが、その後は、マクロ的な需給バランスが緩やかながら改善する中で上昇に転じ、見通し期間の終盤にかけて上昇率は1%に接近していくとみている。

以上のような景気・物価見通しを前回の展望レポートと比較すると、景気は足許幾分下振れている一方で、先行きについては、2013年度ははっきりと上振れ、2014年度は概ね想定どおりとみている。物価の方では、消費者物価は足許弱めではあるが、その先は展望レポートの見通しに概ね沿った動きを示すと考えている。ただし、先行きを巡る不確実性は引き続き大きいとみている。一つは欧州債務問題の帰趨がどうなるかということがある。それから、フィスカルクリフをとにもかくにも回避したということであるが、依然として米国の財政問題の行方については気掛かりである。それから、新興国の経済が持続的な安定的成長パスに上手く移行していけるのかどうか、この辺りについても不安要素がない訳ではない。さらには、最近みられていたグローバルな企業マインドの慎重化が今後どのように展開していくのか、この辺りについても不確実性があるということであり、先行きを巡るこうした一連の不確実性については十分注意していく必要があると思っている。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

## 宮尾委員

それでは、経済・物価情勢の現状認識から手短かに申し上げます。まず、海外経済の全体観であるが、海外経済はなお減速した状態が続いているものの、米国、中国を中心に安定化の兆しがみられているということかと思う。欧州経済は緩やかな後退が続いているとの前月の評価に変わりなく、当面景気は弱いまま推移するとみられる。米国経済に関しては、家計部門を中心に緩やかな回復が続いており、企業部門についても堅調な非製造業に加えて、これまで弱めに推移してきた製造業において、輸出、生産、設備投資などで回復の兆しが窺われ始めている。

アジア新興国、中国経済であるが、まだ減速した状態が続いているものの、実質GDPの成長率低下に歯止めがかかるなど、安定化の動きがみられている。また、NIEs・ASEAN諸国についても、中国、米国の持ち直しに伴い、輸出に回復の兆しが窺える。

以上の海外経済を踏まえてわが国経済である。わが国経済は、全体として弱めの動きが続いている。ポジティブな要素としては、堅調な個人消費、円高修正・株高とそれらを反映した企業・家計マインドの持ち直し、海外経済安定化の動きを受けた機械受注の改善などを指摘することができる。その一方で、外需減速に伴う輸出、生産の減少がなお続いていること、また製造業において建築着工の下振れ、あるいは雇用環境の悪化などネガティブな要素もみられる。こういったことを踏まえると、わが国経済は全体として本格的な自律回復にはまだ至っておらず、弱めの動きが続いていると判断できる。物価に関しては前月と変わりなく、CPIインフレ率は横ばい圏内の動きが続いているということである。

以上の現状認識を踏まえて、10月展望レポートの中間評価について申し上げます。点検した結果、10月展望で示された中心シナリオの基本的なメカニズムは引き続き維持できるものと考えている。そのうえで、実質GDPについては、海外経済減速に伴う輸出、生産の下振れなどを映じて今年度の見通しを引き下げたが、その一方で、2013年度、2014年度については、海外経済の回復、円高の修正、政府の追加経済対策、競争力と成長

力強化に向けた政府を含む幅広い主体の取組みの進展と潜在成長率の高まりというものを一応メインシナリオに織り込み、見通しを引き上げた。なお潜在成長率については、見通し期間を超えて、今後数年間かけて、足許のゼロ%台半ばからゼロ%台後半に緩やかに高まっていき、民間部門が認識する期待成長率は、その動きをやや先取りして見通し期間中に徐々に高まっていくという姿を想定した。物価見通しについても、概ね10月展望の範囲内である。しかし、上記の景気見通しに応じて、2012年度の見通しを僅かに引き下げ、2013年度、2014年度の見通しは僅かに引き上げた。この結果として、見通し期間の終盤には、CPI上昇率1%を実現し得るものと判断している。さらに、今回見通しの期間の後、すなわち2015年度以降についても、私なりにシナリオの検討を行ってみた。その際、米国をはじめとする海外経済の着実な回復、円高修正基調の持続、潜在成長率の緩やかな上昇、それと消費税率の10%への引き上げなどが実現すると想定し、そのもとで基調的な物価上昇率が1%を超えて高まっていく姿、そしてそういった動きが確認された後で、人々の中長期的な予想インフレ率も、これまでの1%からより高い水準へと高まっていく姿を想定している。

本日この後、物価安定の目標に関する昨日の意見表明、議論に基づき、2%の物価目標の導入について機関決定を行うと認識している。また政府におかれても、財政運営に対する信認をしっかりと確保されるとともに、大胆な規制・制度改革や税制の活用など、わが国経済の競争力と成長力強化に向けた取組みを具体化し、強力に推進されると認識している。それらの認識のもとで、消費者物価上昇率2%という物価安定の目標は、景気回復と人々の予想インフレ率の高まりを伴いながら、バランスの取れた形で、中期的に実現することも可能であると考えている。なお、少し細かい点であるが、今申し上げたインフレ予想の動きを考えるに当たっては、短期のインフレ予想が中長期の予想インフレ率であるアンカーに収束していく際のその収束スピード自体については、私自身慎重な想定を置いているということを申し添える。

最後に、今申し上げたメインシナリオに対するリスクについては、海外経済の着実な回復や潜在成長率の緩やかな上昇、インフレ予想の立ち上がりなど、今申し上げたような前提が想定どおり進まないということをリスクとして認識しており、景気・物価見通しとも下振れリスクを強く意識している。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国際金融市場、海外経済、そして国内経済ともに、前回会合後利用可能になったハードデータは、前回会合で大きめの低落を予想していたことを考えれば比較的底堅い数字であり、底打ちが近いことを示唆していると思う。加えて、ハードデータはまだ低水準であるが、目立った形での円高修正、株価上昇でのセンチメントの回復は、従来に比べて今のところは目覚ましいと言っても差し支えないと思う。これら足許のデータの吟味については、今までの委員方の評価と概ね共有しており、執行部の月報表現に違和感はないので省略する。

中間評価だが、実体経済は足許は見通し対比下振れている。ただし、下振れの程度は前月私が予想していた程度よりは小さいと思っている。加えて輸出型大企業の弱さに比べて内需型大・中小企業が比較的底堅いという形をしている。実は統計作成上、四半期GDP統計は動態統計を使うことから、伝統的な輸出型大企業の影響が大きく出がちであるということを考えると、2012年度四半期GDP統計の足許の弱さは若干誇張されている可能性があり、今後、年度GDP統計作成時、つまり確報時により広範な企業について情報が収集されるに従い上方修正される可能性は排除できないと思っている。2013年度、2014年度は政府支出の増加に加え、構造改革が目立って進む形を想定しており、それを先取りした企業活動の増加を予想し、私自身の10月見通しに比べて高めの推移をみている。物価に

関しては、足許は昨年中央からの弱めの実体経済がこれから暫く遅れを伴って効いてくるために若干の下振れ、その後は2013年度はゼロ%台半ば、2014年度はゼロ%台後半と、私の10月見通しと変わっていない。政府の政策の効果であるが、需給ギャップの縮小が物価上昇に与える影響にもラグがあるが、構造改革の目立った効果が企業の価格形成行動に影響を与えるには、さらに長いラグがあると考えられる。このように物価上昇率の動きが実体経済の動きに遅れるということを勘案すると、物価上昇については、先程宮尾委員からお話があったが、現在の見通し期間終了後さらに1~2年についても見通しを公表するのが私としては良いのではないかと考えている。特に、政府が大胆な経済活性化策を打ち出しているような時には、その効果が物価に表れるのが従来の見通し期間を超える可能性が高いので、なおさらそうではないかと考える。私自身の、現在の見通し期間を超えた2015年の予想は、1%台半ばに近い前半にある。

ただ、この私の見通しは若干楽観的な見通しのようにみえるが、これには大きな不確実性が存在する。既に他の委員が述べられている点もあるので、三点、項目だけ、特に足許について挙げておきたいと思う。第一に、米国のセンチメント指標の最近の低下である。中小企業の指数であるNFIB指数が昨年末に大きく低下した後、さらにミシガンの指数も低下し、そして市場センチメントのモメンタムを示すCitiのサプライズインデックスというのがあるが、それが大きく低下し今朝はついに若干のマイナスになっている。これは、足許の楽観論の広まりとは裏腹の形になっているので、この点については気掛かりである。このCitiのサプライズインデックスは比較的予測力が高いものであるので、この点注意しなければならないと思う。第二に、中国の回復がやはり不動産市場と公的インフラ投資に依存しているようであり、構造問題の解決を先延ばしにする形になっているという点である。第三に、アジア新興国に典型的に短期的な資本の流入が起きており、何らかのショックをきっかけとする巻き戻しのリスクは実は高まっている。これら三つの点に端を発するショックが起きると円高是正、株価上昇の期待の持続性は未だ脆弱なので、日本経済への影

響は大きくなる可能性がある。このため、私のGDP成長率、消費者物価上昇率見通しは2013年、2014年ともに標準偏差が過去の見通しのそれを大きく上回っている。

現在、政府の政策の効果でセンチメントの好転が目立っている中で、下振れが実現した場合には長期に亘る大きなコストが予想される。その大きさを考え、リスク・マネジメントの考え方に立てば、今回思い切った対策が必要ではないかと思う。それについては次のラウンドで申し上げたいと思う。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

海外及び国内の経済の動向については、執行部からの報告、各委員からのお話によく触れられているので、個別の言及は省略させて頂く。そこで、中間評価について申し上げる。わが国の景気の現状については、海外経済の減速などから、全体として弱めに推移しているとみている。一方、先行きについては、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれ、緩やかな回復経路に復していくという従来の見方に大きな変化はない。これを昨年10月の展望時の見通しと比べると、海外経済減速の影響などが想定以上に大きかったことから、2012年度の実質GDP成長率見通しを下方修正している。もっとも、2013年度、2014年度の見通しについては、政府が取りまとめた緊急経済対策の着実な執行や円高是正の影響を織り込み、2013年度ははっきりと、2014年度についても幾分、上方に修正している。また、物価については、こうした景気の持ち直しや円高是正を勘案し、消費者物価指数の前年比が見通し期間中に1%に着実に近づいていくというこれまでの見方は大筋維持できると考えている。

以上の見通しについて、補足すると、米国経済については想定より強めとなるのではないかと考えている。理由については、これまでの会合で触

れてきたので繰り返さないが、財政にかかる問題が3~4月までにはいずれにせよ決着することから、年前半は弱めの成長になるかもしれないが、その後、次第に米国経済の拡大傾向が現れてくるのではないかとみている。米国経済の拡大が明らかになってくる場合には、FRBの金融政策の出口問題に関心が集まり、米国長期金利が上昇を開始する惧れがある。この場合は、為替について円安方向の圧力がかかってくるものとみている。なお、足許でかなりのピッチで進んだ円高の是正についてであるが、購買力平価が105円程度にあるとみられており、過大評価された円が購買力平価へ収斂していく過程にある自然な動きとみている。今の為替相場の正常化の過程が、なるべく阻害されないように配慮することは、今後も重要なことであると考えている。

以上、若干楽観的な話になったが、足許は10月展望レポートでみていたより大きく下押ししている状況にある。今は脆弱な状況にあると言える。当面は、底打ちから改善に向けてしっかりと足場を固めていくための、非常に大切な時期であると思っている。私からは以上である。

白川議長

これまでは8名の委員から発言があり、私自身の意見も合わせて若干ポイントを整理したいと思う。

まず海外経済であるが、皆さんがおっしゃったように減速した状態が続いている。地域別にみると、欧州経済は債務問題が長期化するもとで緩やかに後退している。中国経済は、輸出や生産を中心に安定化の動きがみられるが、なお減速した状態が続いている。この間、米国経済は、とにもかくにもフィスカルクリフが回避され、家計部門を中心に緩やかな回復基調を続けている。こうした世界の实体经济との比較でみると、金融資本市場の動きは少し前に出ているという感じがする。この1、2か月間の変化という意味で考えると、国際金融資本市場の動きについては、勿論今後の展開については引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢がかなり後退してきているという感じがする。欧州債務問題について、

一定の前進が図られてきたことであるとか、あるいは米国のフィスカルクリフが回避されたということであろうと思う。そのことが世界的にみて為替市場、株式市場、債券市場の価格形成に反映されてきていると思う。勿論、ファンダメンタルズが本当に改善したのかという問題はあるが、取り敢えず、マーケットの動きとしてはそういうことになっているということだろうと思う。

わが国の景気であるが、弱めに推移しているということであると思う。皆さんの話を聞いていると、その中で微妙に前回比明るさはあるという感じはするが、弱めに推移しているということだろうと思う。輸出や鉱工業生産は、海外経済の減速した状態が続いていることなどから減少しており、設備投資も全体として弱めとなっている。一方、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。個人消費は底堅さを維持しており、自動車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も減衰している。先行き景気は当面横ばい圏内となった後、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱してくるにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。この間、消費者物価の前年比は概ねゼロ%となっているが、当面、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た後、再びゼロ%近傍で推移するということである。

こうした経済・物価情勢を昨年 10 月の展望レポートで示した見通しと比べると、先程執行部から数字の報告があったが、成長率は 2012 年度については幾分下振れるものの、2013 年度は各種対策の効果等から上振れるとみられ、2014 年度は概ね 10 月に作った見通しに沿って推移するということであると思う。物価については、国内企業物価は為替相場の動きなどから 2013 年度を中心に幾分上振れると見込まれる。消費者物価は、概ね見通しに沿って推移するということである。先程の数字でいくと、2013 年度が+0.4%、2014 年度が+0.9%ということである。従って、この見通しを前提にすると 2014 年度の平均が+0.9%ということは 2014 年度後半にかけて 1 という数字が見通せるということまで高まっていくとい

う見通しである。勿論、景気についても物価についても、リスク、不確定要因が大きいということは皆さんの一致した見解であると思う。当面最大のリスクであった財政の崖は回避された訳であるが、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいと思う。

取り敢えず、この場での景気・物価の現状及び先行きの見通しについての議論の取りまとめであるが、今申し上げたことについて、さらに追加的におっしゃりたい、あるいは多少ニュアンスが違うのではないかということがあれば、遠慮なくおっしゃって頂きたい。

#### 山口副総裁

木内委員は、中国経済について、年後半あるいは年度後半に少しペースダウンするのではないかとっておられたが、その理由を伺いたい。

#### 木内委員

これは多くの人の見通しとそれほど違ってないのだろうと思う。というのは、今年の成長率の見通しは8%台前半で、今第4四半期は7.9%まで来ている。ということは、このまま例えば年末9%ということになれば、成長率としてはもっと高いので、恐らく8%前半かあるいは半ば位で一応ピークを付けていくというのは、コンセンサスだと思う。その見通しと私の先程の話とは比較的整合的ではないか。それではそのきっかけは何かと言うと、その強い回復を実現できるような原動力に欠くということに加えて、政策的に早めに抑えに行くということだと思う。既に現時点でも、例えばシャドバンキングの拡大については、当局はかなり警戒色を出しているということで、それを少し抑えにかかるというのは当然あると思う。それから、足許で、低温の影響で野菜価格が上がっているという特殊要因もあるのだが、それを除いてもインフレ率が既にもう上がってきている。それから、不動産について過熱色が出てきている。新政権がより長い

視点での経済の安定を志向するのであれば、ここからは比較的早めに抑えにかかる、つまり前半中に今の三点から抑えにかかるような動きが出てくる。従って、別に失速という訳ではないのだが、成長していると言っても、早くも少し頭打ちになってくるということである。これについては、繰り返しになるが、世の中のコンセンサスとそれほどは違わないと思う。

#### 山口副総裁

昨年5月、6月と立て続けに金融緩和を行い、9月には財政の投入もし、何とか成長を引き上げることに成功しつつあるように、漸くみえてきた訳である。それが半年ないしもう少し経った位で、今度は政策の手綱を逆向きの方向に切り替えていくというようなことになっていくのかどうかについて、私は、本当にそうかなという気がしている。

#### 木内委員

引締めではないのかもしれない。緩和の度合いの緩和、後退というファインチューニングだと思う。いずれにしても、成長率が9%まで高まっていくということはないので、8%半ば位で頭打ちにはなると思う。

#### 山口副総裁

安定成長への移行過程というのは、中国については比較的スムーズに行われていくという見立てだということか。

#### 木内委員

本当に長い目でみると分からないが、今年についてはそうではないかと思う。それから、まだ明確に新政権のスタンスが分かっている訳ではないが、当初考えられていたように積極的な財政、積極的に成長率を高めていくというところに回帰する動きではないという意味で、かなり安定志向の政策運営なのではないかと思う。

## 石田委員

私は、その点は、元々われわれのストーリー自体が、これから海外経済が減速した状況から次第に脱していくということであれば、中国が、一番とは言わないが、ある意味ではかなりその余力がある一つの国であり経済であると思う。そういう意味のプラス要因が補ってくるのかなという気がする。

## 白井委員

中国については、2013年の成長率は、2012年の第4四半期は7.9%だったが、それから少し上がって8%台に上がっていくと思う。ただ、後半にかけては木内委員のおっしゃるようになるかは分からないが、いずれにせよ、中国にしても他のアジア諸国にしても、昨年行なった金融緩和の効果が、金融政策のラグを考えると今年あるいはもう少し後に出てくる。全体としては海外経済は少しずつ良くなることと、各国の金融緩和の効果がラグを伴って出てくることを考えると、需要は少し上がっていくとみている。

## 西村副総裁

私はいつも若干弱めなのだが、今回も弱めである。やはりストップ・アンド・ゴーになっていくので、次第次第に将来に対する予想は下がっていき、木内委員や一般のコンセンサスよりはもう少し低い形に行く可能性が高いのではないかと思う。その最大の理由は、先送り政策をやっているので、本質的な解決は何もしていない——何もしていないというのは少し言い過ぎだが——、本質的な解決にはなっていないので、いわばマグマが溜まっていき、今度起き得る下落のマグニチュードはそれなりに大きなものになっていくだろうし、それを繰り返しながら段々多分下がっていくのだろうと思う。それが上手いところまで下がった段階になるのかどうか。もし報道が正確であるとするならば、統計局長が言っているように、デモグラフィックがついに労働人口の減少という形になっていくとするならば、そういった動きをさらに加速させる形になるので、この点についてわれわれ

は注意していかなければならないと思っている。

#### 山口副総裁

私自身は、実は中国のストップ・アンド・ゴー政策というか、調整プロセスはそう上手くはいかないだろうと思う。従って、成長率も9%台までは行かないと思うので、木内委員の見立てとそれほど大きなギャップがあるとは思っていない。ただ、年後半に上手くスピード調整ができて、そうしたことを繰り返しながら、安定成長に落ち着いていくようには思えない。従って、前半のスピードはそれまでに比べれば加速するし、高めの成長を今年一杯は続け、その過程で資産価格その他諸々についての矛盾が蓄積されていき、それをどこかの時点で調整せざるを得なくなってくるのではないか。ただ、日本の景気との関連で言えば、日中関係の問題はあるにしても、中国の影響が欧米経済にも及ぶという間接効果まで考えると、中国の成長が高めで推移することのプラス効果が、日本にはこの1年は及びがちだという感じである。

#### 森本委員

西村副総裁から、米国のセンチメント低下等で不確実性が少し気になるという発言があった反面、石田委員から米国については拡大の可能性もという話があった。私自身は、米国は、消費者コンフィデンスについてミシガンの数値が非常に低かった訳だが、株価も高いしガソリンも低下しているし、富裕層を除いて減税が恒久化されたし、それなのにどうして低いのが非常にパズリングだとも思っている。いずれにしてもそれほど悪くならないのではないかと考えており、そういう意味で個人消費等もこれからも底堅いと思っている。先程も少し触れたが、シェールガス等でエネルギー需給の面が結構前向きに働いていくと思う。電源の変化等による設備投資や、化学業界等にも原料としての好影響を与えたりしていくと思うので、どちらかと言うと少し明るい方向にみても良いのではないかと、私自身は思っている。

## 石田委員

米国の話が出たが、先程あまり細かいことは言わなかったが、例えば住宅については、私は供給サイドの問題だと思っている。一番の問題は、銀行が貸さない、審査が堅い。それからもう一つは、住宅産業があまりにも悪い時期が来たので、かなりクビを切ったり、自社のスケールをトリミングしている。それを復活していくのはなかなか大変である。住宅産業は、例えばタイル職人だとか、壁紙職人だとか、プラマーだとか、全部職種が分かれているので、一人足りなくても家が建たない。本当に細かいことを言うと、製材所が物凄く不景気になったので閉じてしまったところが多いが、その製材所をまた立ち上げる。今製材が非常に高くなっているらしいが、そういうことがあって、どちらかと言うとセンチメントの問題はあるが、住宅については、供給サイドに問題があるとすると、自ずと解けていくと思う。この間出ていた話で、ウェルズファーゴが積極的にやったら、全国の40%のモーゲージをやってしまったということである。そういう話があるのは、逆に他のところはやっていないということだと思う。細かい話なので先程は遠慮した。

## 白井委員

それに関連して、確かにおっしゃるとおりで、住宅ローンは今増えているが、借換えが多く新規がなかなか出てこない。その背景は、金融機関が、特に信用力の低いところへの住宅ローンの与信姿勢を改善していないところが多い。これから米国経済が、より高い成長、潜在成長力に見合う2%以上に安定的に行くところで、そこがどうなるかというのは一つあると思う。ただもう一方で、供給側の要因もあるが、長期失業率も非常に高いので、そこで改善の兆しが出てくれば住宅需要の方も出てくるという面もあるので、供給側と需要側の要因があると思う。住宅に関しては、鍵だと思っている。

## 西村副総裁

基本的にはミスマッチの問題である。NFIBは非常に悪いが、同時にジョブオープニングは非常に高い。こういう状況はミスマッチが生じているということだが——先程の建設も完全なミスマッチである——、ミスマッチを解消するスピードがどの位速いか、そのミスマッチを解消するためには実は設備投資が必要になってくるので、それから雇用に関してもトレーニング等が必要になってくるので、それがどの位のスピードで行くか。これは伸縮性の問題であり、今のところ伸縮性はかなり落ちているので恐らくかなりの時間がかかるだろうと思う。そうすると、ヒッチとしてどこかの時点でインフレ傾向が出てくる可能性は十分あるのではないかと考えている。ただヒッチが数量に出るのか価格に出るのかというのは、今のところ判断が非常に難しい状況だと考えている。

## 山口副総裁

先程、石田委員が言われていたこととの関係で、住宅市場に着目すると確かに供給サイドの問題があることは事実である。ただ一方で、消費者の住宅ローン残高に着目すると、相当程度調整が進んでいることもまた事実であるが、調整が終わったと言うには、なお住宅ローンの残高は大きい。従って、消費者の住宅ローン残高の過剰がなお調整のプロセスにあると考えると、住宅市場を巡ってはおっしゃったような供給サイドの問題もあるうえに、需要サイドの問題もなお残っているとみておくべきではないかという気がしている。

## 西村副総裁

因みにもう一点加えると、デット・サービス・レシオが下がってきている訳だが、これは金利が下がっているからである。そうすると、金利が上がってくる時には、これは逆に効いてくるので、そうすると年度後半には先程言ったように実需は上がるが、金利面の方からどの位の形の影響が出てくるかというのは、これもまたかなり分かりにくい状況になっていくの

ではないかと思っている。私は、どちらかと言うと慎重にみていた方が良いのではないかと思っている。石田委員のおっしゃることは全くそのとおりだとは思いますが、影響がどう出てくるかに関しては、慎重にみていた方が良いのではないかというのが、私の考えである。

白川議長

中国経済と米国経済について今議論があったが、昨日の物価安定目標の議論、あるいはこの後の政策の議論も関係するので、極く手短かに確認したい。物価上昇率については、先程の見通し、つまり 2013 年度+0.4%、2014 年度+0.9%という形で徐々に上がっていくという見通しの背後にあるメカニズムをどのように理解しているかということ、基本的には展望レポートに記述している訳だが、日本の潜在成長率を上回る成長率見通しがここでは想定されているので、まず需給ギャップが少しずつマイナス幅を縮小していくという基本的なメカニズムのもとで、現実に物価上昇率が少しずつ上がってくる。そうすると、取り敢えずは、短期かもしれないが、少しずつ予想インフレ率が上がってくるということもあるだろう。今回の見通しでそこが十分に取り込まれているか分からないが、政府もしっかりとした成長戦略に取り組んでいくという中で、この 2014 年度を越えたもう少し先の将来についての期待が高まっていくということが、何がしか需給ギャップ、予想インフレ率にも影響してくる、基本的にはそういうメカニズムを想定しながら先程徐々に上がっていくという理解で良いか。この辺について、そうではないということがもしあればお願いします。

宮尾委員

私は、まさに白川議長がご理解されたような形で、少し先の姿も置きながら考えていた。

白川議長

そのうえで、その程度をどうみるかについては委員間で差があるが、定

性的なメカニズムはそういうことだということか。

#### 佐藤委員

メカニズム自体は全くそのとおりだと思うが、今回の委員の大勢見通し、中央値をみると、物価見通しに関しては前回とほとんど変わっていない。一方、GDPの見通しに関しては、足許下方修正ながら先行きは大幅上方修正ということである。これをどうみるかということだが、足許はGDPの悪化ということで、需給ギャップは悪化している。その影響は残る、あるいはもう少し先に出てくるということであるが、この見通しであれば、先行きの需給ギャップはわりと急ピッチで回復してくるということになるかと思う。そのわりに、この物価見通しが前回とほとんど変わらない。あるいは円安効果ということもあるが、円安効果の見方についても委員の間で恐らく差があるのではないかと思うが、これを勘案しても前回と変わっていないということからすると、前回の10月末の展望レポート対比で言うと、委員の方々の描くGDPと物価の関係、要はフィリップスカーブの傾きが、全体のコンセンサスとして相当なだらかになってきているのではないかという印象を持っている。これは感想である。

#### 宮尾委員

中心見通しだけを議論したら、今佐藤委員がおっしゃったような解釈も一つあるかとは思いますが、それぞれの委員の中で個人の見通しがあり、2013年度は景気対策で景気も上がり、為替の見通しはラグを持って恐らく翌年の物価上昇に反映されると思う。私個人の見通しには当然反映し、先程おっしゃった実体経済と物価、あるいはそれに伴う予想インフレ率の上昇の収束のスピードも私なりに慎重にみたうえで、自分の物価に関する見通しをやや引き上げている。私自身は、全体として実体経済と物価の相関関係、反応度が落ちたということではないのではないかと思う。

## 西村副総裁

フィリップスカーブの傾きに関して言えば、これは単に傾きが下がっているということよりも、振れがすごく大きくなっている。特にローリングしていくと分かるが、過去に比べると傾きの変動が大きくなっているので、逆に言えば、われわれがそれをどのような形で解釈するかということになる。価格決定力がどの位あるのか、価格引き下げ、コストカットだけに集中するような企業行動が、これからどのように変わっていくのかということに依存するのだと思っている。私は、恐らく今が大底になっているということから考えれば、今後は価格決定力が回復し、コストカットからどちらかと言うと需要創造型の方に向かっていくだろうと思う。特に政府の政策がそういう形に向かっている。そういうことから考えると、傾きのそれなりの回復は、今直ぐではないかもしれないが、2014年度、2015年度のところでは明確な形でみえてくるのではないかと、私は予想している。ただし、非常に不確実性が大きいので、私自身は非常に幅の広い分布になっているということは付け加えておく。

## 白川議長

物価形成のメカニズムについては、この席でもずっと議論してきているし、論点的には出てはいるが、定性的な整理はできてもそれを定量的にチェックをしていくという作業があるので、そういう意味では、予想インフレ率の話、あるいはその背後にある色々な成長期待や成長力強化に対する取組みといったことは、今後ともしっかりと点検していきたいと思っている。取り敢えず、このセッションでの議論はひとまずここで終えたいと思う。

## 山口副総裁

一点だけ宜しいか。今の佐藤委員の物価の話だが、確かに私自身も10月の展望レポートの時に描いていた消費者物価についての見通しとの対比では、それほど大きな違いはない。GDPを上振れさせた度合いとの関

係では、消費者物価についても若干の上方修正を行っているがその度合いは小さい。フィリップスカーブが寝ている状態にあるということであるが、ただリスクバランスということでは、実は私自身の消費者物価の見通しよりは上振れる可能性がそれなりに高いというイメージを持っている。この点だけ申し上げておきたい。

西村副総裁

誤解があるといけないのだが、私が言っているのは、必ず遅れる、つまりここでわれわれがみている 2013 年度、2014 年度の動きは、後の 2015 年度、2016 年度にかなりの大きさの影響が出てくるだろうということである。その傾きも回復した形で出てくるだろうというのが、私の意見で、多分宮尾委員も同じような意見だったと思う。

白川議長

それでは、特に追加的なご意見がないようであれば、ここで一旦休憩を取る。次のラウンドでは、金融経済情勢の評価を踏まえて当面の金融政策運営に関する討議を行いたいと思う。

(9 時 14 分中断、9 時 21 分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

会合を再開する。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一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは佐藤委員からお願いします。

佐藤委員

金融政策運営について、以下の三点申し上げる。第一に、次回決定会合までの金融調節方針については現状維持で良いと考える。前回及び前々回

の会合では付利金利撤廃の議論があったが、前回会合で山口副総裁から意見があったとおり、付利金利撤廃というのは、そもそも技術的な議論であって、本質的には無担コール翌日物の誘導水準を議論すべきであろうと思う。この点について、一言申し添えると、付利金利撤廃は本行が現状行っている資産買入基金の積み上げを困難にするという技術的な側面のみならず、現状の量を念頭に置いた政策からゼロ金利政策に戻るということを意味すると思う。われわれが現在の包括緩和政策を始めるに当たっては、ゼロ金利政策のデメリットを認識したうえで量の効果に働きかけるということを意識したのだと思う。そういう意味では、付利金利撤廃に当たっては、量を念頭に置いた政策からゼロ金利政策に戻すべきかどうかという観点からその是非を考えるべきであろう。現時点での私なりの結論としては、付利金利撤廃による為替レートへの効果はあるかもしれないが、一回限りで、効果があるかどうか不確実であるということであり、結論としては、現行の付利体系を維持したまま、緩和効果の極大化を追求すべきであると思う。

第二の論点として、今会合における金融緩和の必要性についてであるが、12月会合で金融緩和を強化したばかりではあるものの、私が今回の展望レポートの中間評価で提示した物価見通しは、私自身が物価安定の数値表現として適当であると考える1~2%程度のレンジとはかけ離れている——下振れている——ということであり、こういった私の物価見通しに鑑みて、資産買入基金の増額により緩和を一段と強化する必要があると考えている。緩和を強化するに当たっては、前回の会合でも申し述べたとおり、為替市場への働きかけを強化するといったような目的意識を持ったものにする必要があるとも考える。そこで、逃避通貨としての円の相対的な魅力度を減じるために、例えば短期国債の買入れを一段と積極化し、現行の付利体系を維持するもとでも例えば日米短期金利差の逆転及び逆転現象定着を目指すといったような戦略性を持った買入れの増額ということを提案したいと思う。折しも、直近のFOMCの声明文や議事要旨に示されているように、米国の金融政策に転機の兆しがみえてきたということは千

載一遇のチャンスであり、この機会の窓を逃すべきではないと思う。中長期国債についても同様の考え方は成り立ち得る。その際に、財政ファイナンスと受け止められないよう、短期国債、中長期国債の買入増額に当たっては細心の注意が必要であるということは従前のおりである。なお、中長期国債について、現行3年までの買入年限を延長すべきという意見があるが、現状は年限を延ばさなくても買入れは円滑に進んでおり、買入金利も狙いどおり大幅に低下してきているということ、それから3年超のゾーンの金利低下が為替に及ぼす効果については必ずしも明確ではないこと、それから日本銀行が例えば5年あるいは10年といったところに買入年限を延長した場合、イールドカーブ上の同ゾーンの金利低下を招き、銀行等の収益基盤を害することで必ずしも緩和の強化に繋がらない可能性があるといったことを考えると、現時点で年限延長の必要性は私は特に感じていない。

第三に、フォワードガイダンス政策について申し述べる。私は、本行がいきなり2%の物価上昇を目指すということは如何なものかというように思うが、1%にせよ、2%にせよ、ある程度の物価上昇を目指すためには、実質ゼロ金利下で緩和効果を強めるべく、ガイダンス政策で何らかの工夫が必要であると考えている。私は、10月末の決定会合で、1%が安定的に達成できるまで現行の強力な金融緩和スタンスを維持すると本行が宣言することで、本行の緩和姿勢に対する疑念や誤解を払拭すべきであるというように述べた。ただ、足許政府から求められている2%という物価目標は現状対比であまりにも遠い訳であり、2%を安定的に達成できるまでというように本行が宣言することは、さすがの私も躊躇する。仮に1%を超える物価上昇を目指すとしても、現実的な戦略としては、従来どおり当面1%を目指す戦略を維持しつつ、幅広い経済主体による成長力強化の取組みが実を結び潜在成長率の引き上げに成功することを待つのが良いのではないかと思う。

その際、当面の目標を達成するまで行う現行の資産買入基金のガイダンス政策と、当面の目標を達成した後の金利政策のガイダンスは、米国同様

に、自ずと異なると思われる。すなわち、政策に対する信認を高めその効果を最大限発揮させる観点からは、例えば、1%を達成できた後にさらに上を目指す場合は、1%までの政策とそこから先の政策は異なる政策となり得るということを予め明示しておく必要があるように思われる。以上である。

白川議長

それでは木内委員お願いします。

木内委員

前半でも申し上げたとおり、わが国経済は、安定化の兆しがみえ始めたとはいえ、引き続き弱めの状態にあることには変わりがなく、先行きについても、政府の景気対策などによる一時的な下支えは期待できるものの、多岐に亘る下振れリスクが燻り、回復の持続性についてはなお注視が必要な状態が続いている。また物価動向も弱い状態が続いている。こうしたもと、次回までの金融市場調節方針は現状維持が妥当であると考えている。さらに、デフレ脱却に向けた本行の積極的な姿勢を示す趣旨からも、資産買入等の基金の10兆円程度の増額を通じた追加的な金融緩和策を行うことが妥当と考えている。

昨年以來、メディア、市場関係者の間で、本行による2%の物価目標の導入や金融緩和の積極化などの観測が浮上している。また昨日の会合でも、物価安定に関する数値を2%に引き上げるのが妥当との意見が多く委員から示された。しかし、これも昨日申し上げたが、物価安定に関する数値は、現行の「消費者物価上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする」ということで据え置くことが現時点では適切ではないかと考えている。一方で、「目途」という言葉が曖昧で分かりにくいという意見を踏まえ、表現を「物価安定の目途」から「物価安定の目標」へと変更することは賛成である。

デフレ脱却に向けては、本行による強力な金融緩和の推進が重要である

ことは言うまでもないが、同時に、本行と政府が緊密に連携し、協調して目指すことも非常に重要である。今までも本行は、政府との間で様々なレベルで密接な意見交換を行い、デフレ脱却に向けた取組みに関して認識を共有してきたが、どちらかと言えば、それぞれの役割をしっかりと果たすということを確認することに重点が置かれ、具体的な協調策の実施には必ずしも結び付かなかったように考えている。こうした観点から、足許で両者間での連携、協調に向けた機運が高まっていることは、非常に望ましいことであると理解している。

ただ、前回会合でも申し上げたが、本行と政府が物価安定のもとで持続的な経済成長の達成に向けて強く連携し、実効性の高い政策で協調していくためには、なお積極的な対話を通じて、金融政策運営に関する本行の考えを政府や国民にさらに深く理解してもらい、また共通の理解を深めていくことが欠かせない前提になるのではないかと考えている。具体的には、白川議長がこれまでも指摘されてきたように、物価の安定とはどういうことなのか、国民が望んでいるデフレ克服とは何のことなのか、政府と日本銀行はどのような経済を中期的に目指すのか、金融政策がどのような経路で物価に影響を与えるのか、財政規律はなぜ重要なのかなどの点についてである。緊密な対話を通じてこれらの点について共通の認識を十分に深めたうえで、物価安定の目標を本行と政府がしっかりと共有し、責任を分かち合うという枠組みを構築することが重要なのではないかと思う。新政権発足からまだ間がないことも踏まえると、今後、なおじっくりと時間をかけて両者間での対話を粘り強く続けていくということが、日本経済及び国民にとって良いのではないかと考えている。

仮に、2%を新たな物価安定の目標とするのであれば、正直なところ、それは金融政策単独で達成するにはかなり高いハードルであると感じる。本行と政府、あるいは民間部門が強く連携して、初めて達成できる目標ではないだろうか。ただ、一方で達観してみると、別の見方で言うと、非常に高い目標であっても、それを掲げることで、金融市場や企業・家計の期待に働きかけて、結果的に経済に好影響を与えるのであれば、その導入は

検討に値するという議論も成立し得ると思う。しかし、非常に高い物価目標を単独で達成できる新機軸を現時点では見出せておらず、本行の金融政策単独の対応でその達成の道筋を強く説得力を持って指し示すことは難しく、その結果、金融市場や家計・企業の信認に支えられる形で強いコミットメント効果を発揮させるのは難しいように現時点では感じている。他方、本行と政府が責任も分かち合う事実上の共通目標というように明確に位置付けられれば、従来の金融政策とは次元の異なる政策が実施されるという期待も高まり、より強いコミットメント効果が発揮される余地も生じるのではないだろうか。

なお、政府側の対応としては、財政規律へのコミットメントがより明確に示されるということも併せて重要であると思っている。言うまでもないが、財政政策への信認が大きく揺らいで財政危機が仮に生じれば、それは金融危機へと結び付き、経済活動に甚大な打撃を与える可能性がある。そうなれば国民の生活は今よりも格段に悪化することを覚悟しておかなければならないと思う。他方、財政規律へのコミットメントが強まれば、財政ファイナンスと受け取られるリスクが減じるため、本行が資産買入スキームの中で国債の購入額を拡大する余地も広がり、それがデフレ克服に資するものになると期待できる。私は、政府との対話がさらに一段と高い次元に進み、強い連携が実施される環境が整うまでは、前回までの金融政策決定会合でも主張してきたとおり、より実現可能性が高い、当面1%の物価安定の目標の確実な達成に向けた本行の姿勢を、声明文などにしっかりと掲載し、対外的に強くアピールし、それによって金融市場を通じ経済に好影響を与えるのが現時点での最適の策ではないかと考えている。つまり、「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで強力に金融緩和を推進していく」という現在のコミットメントでは、本行が、消費者物価上昇率が1%に達する前に、拙速に緩和策を後退させてしまうのではないかという懸念を抱く向きが少なくないと思う。こうした疑念は、過去のゼロ金利政策、量的緩和策が結果的には拙速に解除されてしまったという記憶に基づいているのかもしれない。そこ

でこの文章を、これも前回の決定会合で申し上げたとおりであるが、例えば、「消費者物価の前年比上昇率が1%に達するまで強力に金融緩和を推進していく。中長期の物価安定の目標が消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断していることを踏まえ、強力な金融緩和策の結果、消費者物価上昇率が当面の目標である1%を上回ることも容認する。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保するという観点から、問題が生じていないことを条件とする」といった趣旨の文章に変更することが適切と考えている。

冒頭で申し上げた追加緩和策については、これも例えばということであるが、こうしたコミットメント強化に対応する形で長期国債の買入年限をこれまでの3年までから5年程度まで延長するとともに、国債の買入時期を2014年末までに延長し、今回の増額分は2014年通年を対象とすることが考えられると思っている。以上である。

白川議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、長期・短期金利とも極めて低水準に推移するなど、引き続き緩和した状態となっている。こうしたもと、企業の資金調達コストは低位で推移しており、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に引き続き緩やかな回復傾向にある。この間、為替市場では、ドル/円は本邦貿易赤字の継続や本行の金融緩和に対する思惑などから、またユーロ/円ではECBの金融緩和期待の後退もあり、双方円安傾向で推移している。株価については、米欧株価が上昇する中、円安の動きが好感されて上昇している。こうした動きは企業の収益やマインド面に好影響を与えるが、海外経済に関しては、欧州債務問題や米国の債務上限問題を巡る不確実性が残るほか、市況が今後の政策等に対する思惑で動いている面もあり、注意深くみていく必要があ

る。

以上の金融面の動向や前段で議論した経済情勢を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。また、わが国経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路へ復帰するためには、競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組みと金融面からの後押しが不可欠である。こうした認識のもと、本行は成長基盤強化の取組みに加え、新たに貸出増加を支援するとともに実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等を通じ、強力な金融緩和を間断なく進めている。資産買入等の基金については、この1年で総額46兆円程度の増額を決定しこれを着実に実行しており、これは企業や家計の資金調達コストの低下といった形で確実に現れている。こうしたもとでの今後の経済見通しは、今回の中間評価でも、足許は幾分下振れるものの、海外経済が減速から脱するにつれ、緩やかに回復経路に復していくとの中心シナリオに変化はないことが確認されたが、欧州債務問題や日中関係の影響等海外経済を巡るリスク要因を中心に経済を巡る不確実性が依然大きい状況にある。こうした状況を踏まえ、今後の見通しの実現をより確かなものとするために、このタイミングで金融政策の枠組みを見直したうえで、金融緩和を思い切って強化、前進させることが適当であると思う。具体的には、「物価安定の目標」を導入するとともに、時間軸の強化と併せて期限を定めない新たな買入方式を導入してはどうかと考える。

まず、「物価安定の目標」については、昨日の「物価の安定」に関する点検の討議を踏まえ、政府をはじめとした幅広い主体の成長力強化に向けた取組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくことを前提とすれば、消費者物価の前年比上昇率で2%とすることが適当であると思う。そして政府との間でこの目標を共有し、連携を強化しながら一体となって取り組んでいくことが大事だと考える。

次に、「物価安定の目標」の実現を確かなものとするために、時間軸を強化したうえで新たな買入方式を導入することが望ましいと考えている。

具体的には、「物価安定の目標」を目指して、必要と判断される時点まで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置を継続し、その際、資産買入等基金については、2013 年末の増額完了時期以降も、毎月一定額を買入れることを約束してはどうかと考えている。現時点では、基金の増額完了時期以後の取扱いを定めていないため、市場に様々な思惑が働き、本行の強力な金融緩和姿勢がやや不明確になっているとの声も聞かれるが、このように明確にインパクトある形で金融緩和を強化することで、わが国経済が先行き回復経路に復していくもとでも長期・短期金利が低位で安定的に推移し、景気刺激効果が一層高まっていくものと思う。具体的な買入額については、執行部から市場の状況や現在の買入れ、償還ペース等も聞き決定することが必要であるが、当分の間、長期・短期国債を中心に毎月10兆円を超える買入れをすれば、当初1年間は残高が約10兆円程度増加し、その後も極めて高い水準の基金の残高が維持されていくことになると思う。

なお、今後の金融政策運営に当たっても、これまで同様、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因をしっかりと点検し、わが国経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないことを確認していくことが大事である。政府におかれては、規制・制度改革等の構造改革の着実な実行と財政規律への取組みを推進されることを期待するとともに、本行は強力な金融緩和を前進させ、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰できるよう全力で取り組んで参りたいと思う。以上である。

白川議長

それでは白井委員お願いします。

白井委員

まず初めに、金融環境については引き続き緩和した状態にあり、前回合以降大きな変化がないので省略させて頂き、本日は、物価安定の目標の導入に合わせて、時間軸表現及び包括的金融緩和政策の今後の方針につい

て検討する必要があると思うので、それについて私の見解を申し上げる。

物価安定の目標についてであるが、昨日申し上げたとおり、私は予てより高いインフレ率の実現を目指すべきと考えている。現在は2%が望ましいと考えており、その主な理由は、自然利子率が低水準で推移する中で名目政策金利が事実上ゼロになることがもたらすいわゆる金融政策のゼロ金利制約をできる限り回避するために、十分なのりしろが必要との認識に立っているからである。そこで、2%とするのであれば、これまでよりも高いインフレ率の実現を明確に目指していくことになるので、それに合わせて時間軸表現を変更するのが適切だと思う。まずは、これまでの「CPI前年比1%を目指して、それが見通せるようになるまで金融緩和を続ける」といった表現から、「2%目標の実現を目指して、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等による金融緩和を、必要と判断される時点まで推進する」といった表現に変更するのが適切である。なお、ここでいう金融資産の買入れについては、以下に示すように「2014年初めから期限を定めない形で、当分の間、一定額を買入れる」といった表現を明記するのが良いと思う。これらの表現により、インフレ率2%の実現に向けて最善を尽くすという日本銀行の意思が明確に伝わるのではないかと思う。

次に、資産買入等基金による買入方針についてであるが、現時点では実質ゼロ金利政策の継続に加え、2013年末までに基金の残高を101兆円まで増やすことを約束している。しかし、現状では委員の見通しの中央値をみれば2014年度においても1%のインフレ率を確実に超えることが見通せないので、2014年度以降の買入方針を明確にすべきだと思う。その際、これまでのような資産買入れの終了時期と、終了時点で到達すべき買入残高を予め定めておくストックを重視した買入方針をやめて、買入終了時期を定めずに毎月の買入額を示すフローを重視した買入方針に変更するのが良いと思う。ストック重視の買入方法は、市場で買入可能な資産の量を減らすことで需給に影響を及ぼすことを通じて長めの金利やリスクプレミアムを引き下げるやり方である。これに対して、フロー重視の買入方法は対象資産の毎月の発行額対比で資産買入額を大きくすることに重きを

置いている。統計分析ではストック効果に加えて、フロー効果、すなわち買入積み上げペースにも追加的な金融緩和効果があることが示されている。また、米国でも同様な買入方法を採用していることに加え、市場が予想するよりも早く日本銀行が資産買入れを終了してしまうのではないかという懸念を払拭するためにも、フロー方式を導入して金融緩和を前進させるのが良いと考えている。

なお、フロー方式での買入対象資産については、国庫短期証券を毎月10兆円前後、長期国債を毎月2兆円程度とするのが良いと思う。国庫短期証券については、私自身、昨年11月と12月の決定会合で、大幅な買入れによって短期ゾーンの金利を下押しすることで為替相場への間接的な影響を含めた金融緩和を主張し、最終的には今年前半に集中して5兆円の国庫短期証券の買入れを増額することが決定された。この結果、2013年度後半からは毎月の国庫短期証券の買入額が約10兆円に増えることになり、それに加えて本日、期限を定めずに毎月同額程度の買入れを決定できれば、3か月物の新規発行額の約4割を買入れることになるので、需給のタイト感から金利低下圧力が強まると予想される。ただし、市場の流動性が大幅に低下するなどの弊害がみられる場合には、適宜6か月物あるいは1年物の国庫短期証券の買入れを増やすなどの工夫が必要であると思う。長期国債については、今年1年間で20兆円増額して44兆円まで残高を積み上げることを既に公約しているが、今回2014年以降について毎月2兆円程度の買入れを進めることで合意できれば、2年物の国債を中心に需給がタイト化し相応の金融緩和効果が期待される。現時点では買入対象は残存期間1~3年としているが、将来的に必要と判断されれば5年までのより長期の国債買入れを検討するのが良いと考えている。社債やCPについては、市場の需要が大きく相当程度リスクプレミアムもつぶれているので、当面は残高維持が適切であると判断する。なお、ETFやREITなどの買入増額については選択肢として念頭にはあるが、リスク量が大きく日本銀行の財務基盤の健全性や国庫納付金にも影響するので、当面は残高維持が適切であると判断する。以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融環境については、執行部から昨日説明があったが、引き続き「緩和した状態にある」ということであると思っている。

次に、当面の金融政策運営について述べたいと思う。細かい点については皆さんとまた議論しながら固めたいと考えている。論点は五つあると思っている。一つは、物価安定についての本行の考え方を見直すのかどうか。見直すとした場合、特定の数値を明確な目標としたうえで、その実現を目指していくことにするのかどうか。二つ目の論点は、物価安定の目標の実現と、先程私が述べた国内の経済・物価情勢やそれにまつわるリスクとの関係で、追加の緩和を必要と考えるのかどうか。三つ目は、仮に追加緩和を行うとした場合、資産買入等の基金の残高を増やしていく従来の方法を踏襲することで良いのかどうか、あるいは、何らかの新しい工夫を加える必要があるのかどうか。四つ目は、先行きの金融政策についての約束——時間軸とも言われるが——、いわゆるコミットメントを手直しする必要があるのかどうか。五つ目は、これらの点を踏まえたうえで、政府との間で何らかの文書を取り交わすべきかどうか。この五つの論点があるかと思う。以下、それぞれの論点について簡単に述べておきたいと思う。

まず一つ目の物価安定の目標であるが、昨日述べた私の考え方からすれば、物価が持続的に安定した状態と考えられる消費者物価上昇率については、これを2%とするということである。そうしたうえで、それを目標としてその早期実現を目指していくのが適当なのではないかと考えている。ただし、物価は、日本経済の成長力の強化に向けた各般の取組みを通じて高まっていくものであり、こうした認識については、しっかりと関係者が共有しておく必要があると思っている。また、物価安定の目標の実現を目指していく過程では、金融政策の効果が顕れるには1年ないし2年の期間

を要するということ、それから資産価格の大幅な上昇や金融機関貸出の大幅な増加といった金融面での不均衡などが生じていないことなどを、しっかりと確認しながら点検していくことが重要であると思っている。

二つ目であるが、金融政策については、先程述べたとおり、日本経済を巡る不確実性が大きく、そうした中で、物価目標の早期実現を目指しつつ、物価安定のもとでの緩やかな回復を実現していくためには、前月に続いて追加の緩和を図ることが適当であると思っている。

三点目は、追加緩和の方法であるが、物価安定の目標の実現には相応の時間を要すると考えるべきであると思う。仮にそのように考えるとすると、これまでのように特定の時点を定めて資産買入等の基金の残高を増やしていくという方式よりは、期限を定めることなくフローベースで毎月一定額の資産買入を行っていく方式に新しく切り換えていく方が望ましい対応ではないかと思う。そしてそのことの方が、本行の思い切った緩和スタンスを市場に的確に伝えることができるように思う。ただし、追加緩和を意図している以上、フローベースでの資産買入を行うことが、一定期間後の基金の残高の増加に繋がるものであること、そしてその後もその残高を少なくとも維持するものであることを明確にしておく必要があると思っている。

四点目は、いわゆるコミットメント、時間軸であるが、まずは物価安定の目標の実現を目指して強力に金融緩和を推進することを約束する必要がある。そのうえで、今述べたようなフローベースの資産買入を当分の間維持することをはっきりと約束すべきであると思う。そのようにコミットメントするのであれば、従来のコミットメントに比べても、より強力なものとなり、長めの金利を押し下げる力を強めることができるのではないかと認識している。

最後の五点目は、政府との共同文書をどうするかということである。現在、わが国経済は、昨年春以来の低迷を脱し緩やかな回復経路に復していけるかどうか、そしてまたいずれデフレを克服していけるかどうかの重要な分岐点にあるというように認識している。こうした状況にあるだけに、

政府と日本銀行が、各々の役割を明確に認識したうえで、政策連携を図っていくことは極めて重要であると思っている。勿論、日本銀行としては、日本銀行法ではっきりと定められた金融政策運営の独立性と政府との意思疎通の重要性の二つをしっかりと踏まえた形で、連携を図っていかなければならないと思っている。このような観点に立って、政府と日本銀行が政策連携に関する共同声明を文書として発することができるのであれば、有意義なものとなると考えている。

以上、五つの論点に関し、ポイントのみを申し述べた。具体論については、皆さんと議論しながら固めていきたいと思う。

最後になったが、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持で良いと考えている。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境に関しては、昨日の執行部の説明どおり、緩和した状態にあるという説明で違和感はない。一点だけ、金融資本市場の動向に関してであるが、前回会合時と比べて為替は明確な円高の修正、株価は株高ということで推移しているかと思う。この円高修正、株高の動きに関しては、海外短期筋の動きだけではなく、一つに米国経済の回復、二つ目に日本の貿易赤字の基調、三つ目にリスク回避の後退、四つ目に本行の金融緩和期待など、より長期的、基礎的な要因も伴っているとみられるため、今申し上げた要因が今後も存続する限り、ある程度持続するものとみている。いずれにしろ、今後の動向を注視して参りたいと思う。

それでは金融政策運営に関する意見を申し上げる。先程のラウンドで申し上げたとおり、今回の中間評価で見通しの中央値は、景気に関しては2013年度、2014年度とも10月展望に比べて引き上げられ、物価見通しはほぼ変わらない。とはいえ、今年度の景気見通しは大きく落ち込んでおり、

リスク・バランスに関しても、私自身、景気・物価とも下振れリスクを強く懸念している状況にある。また昨日の議論から、日本銀行は、今後、競争力と成長力の強化に向けた幅広い取組みが進展するという認識のもとで、2%の物価安定の目標を設定することが適当ということを経済決定することになると理解している。

こういった状況を踏まえて、新しく導入される物価安定目標のもとで持続的成長経路へ復していくという見通しの実現を確かなものとするためには、資産の買入れと実質的なゼロ金利政策の両面から、金融緩和を思い切って一段と強化し、前進させることが必要と判断する。その金融緩和の思い切った強化策として、まず資産買入れについては、現行の残高方式で買入れが完了した後、2014年の初めからは期限を定めずに毎月一定額の資産を買入れる方式を導入すべきと考える。具体的には、当初1年以内に基金の残高をさらに10兆円程度増加し、それ以降は少なくとも残高が維持されるようなペースで、長期国債、短期国債を毎月一定額フロー方式で買入れる。そしてその買入れは、当面は消費者物価上昇率の見通しが1%をしっかりと超えてくるまで続けることとし、その後は、2%の物価安定目標を目指して必要と判断される時点まで継続するという案が良いのではないかと考えている。2014年からの毎月の買入額の試算値に関しては、今の残高方式のもとで買入れている今年の平均的な買入ペースを上回ることが望ましいと考えており、その具体的な数値のイメージについては、執行部からの説明を聞きたいと思う。また、フロー方式に移行した後は、毎回の決定会合において買入額が適切であるか検討、決定するものとし、意図せざる副作用や金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因に関しては、毎回しっかりと点検して問題が生じていないか確認することが適切と考える。

それに今申し上げた資産買入れに加えて、実質的なゼロ金利政策の面からも、金融緩和を思い切って強化する案を提案したいと思う。具体的には、「2%の物価安定の目標を目指して、その実現が見通せるまで、実質的なゼロ金利政策を続ける」という案である。これは現行の「1%が見通せる

までゼロ金利政策を続ける」という時間軸に比べて、コミットメントを思い切って長期化させる、強化させるという案であり、将来の短期金利に関する市場の予想に働きかけるという理論的な考え方も極めてオーソドックスな緩和強化策である。資産買入れに関しては、効果と副作用に関する知識がまだ相対的に不確実なため、先程申し上げた案ではより短めの時間軸を設定した。一方で、ゼロ金利政策のコミットメントに関しては、従来からのフォーキャスト・ターゲティングの考え方に基づき、「2%目標が見通せるまで続ける」というのが良いと考えている。これにより、今後、海外経済の回復や潜在成長率の高まりなどを通じて、新たな需要が創出される際に、より強力な緩和効果が発揮されるなど、持続的成長に復帰する経路をより確かなものにするという効果が期待される。また、本行の目標達成に向けた一段と強い決意を示すことにもなり、人々のフォワード・ルッキングな見通しにも働きかけ、予想物価上昇率の高まりも後押しする効果も期待できる。勿論、資産価格バブルや金融的な不均衡蓄積など今後発生し得るリスク要因には、十分慎重な点検が必要であることは言うまでもない。

以上、二つの思い切った緩和強化策を提案したいと思う。最後に、金融市場調節方針は、現状維持が適切と考える。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の評価に違和感はなく、情勢判断は今までの委員方と概ね同じなので、単刀直入に政策判断を申し上げる。

金融経済情勢で言及したように、足許国際金融市場はリスク回避の姿勢が後退し、円高の修正が進み、株式市場は回復している。このようにセンチメントは回復しているが、实体经济のハードデータは弱く、回復の兆しはあるが脆弱で大きく下振れる不確実性は大きいと思う。従って、追加緩

和、それも思い切った大胆な緩和なしでは、移ろいやすいセンチメントが再びリスク回避姿勢に戻り、今漸く動き始めているプラス方向の経済の回転が逆回転し始めるという大きなリスクが存在する。特に政府から新しい政策パッケージが出され、センチメントに大底からの底入れの兆しがある時に、そこから踏み外す場合には経済に大きなダメージを与えることになるのでそれを避ける必要があると思う。

従って、既に何人かの委員が述べられたように、今回会合で金融緩和を思い切って前進させるという緊急の必要性があると考えている。つまり、物価安定の目標 2%を導入し、従来から誤解のあった日本銀行のデフレ脱却姿勢を紛れのない形に明確化し、かつ資産買入等の基金について、期限を定めない、つまり無制限の資産買入方式を導入するということである。これにより従来の金融緩和と一線を画する思い切った大胆な緩和というメッセージを出すことができると思う。なお前回、資産購入について同種の提案が議論された時に賛同を見送ったのは、こうした従来と一線を画する緩和の仕組みの変更というのは、単独ではなく、物価安定の 2%の目標の導入と組み合わせてパッケージとして行うことで初めて、強力なシナジー効果を生み出すと考えていたからである。加えて、こうした緩和を続けるいわゆるコミットメントについても、物価安定の目標の導入を踏まえて、より強化すべきであると考えている。

以下、私の考える最もふさわしい案を示したいと思う。ただ今回会合においては、政策委員会が機関として一致した明快なメッセージを出すということが重要であると考えており、リーズナブルな合意を得られるということが必須であると思う。従って最終的には委員方の大勢に従いたいと思う。資産買入基金については、他の委員が述べられた規模、月間買入額の見込み、それから結果的に 2013 年末から 1 年間でさらに 10 兆円程度増やすという形には賛成である。ただ導入時期であるが、私自身は、現行方式の終了を待つことなく直ちに導入する方が、思い切った大胆さを明確にするという観点から望ましいと思っている。その際、現行方式のコミットメントは適切な運営で満たせば良いと考えている。しかし導入時期の差はさ

したる本質的な差ではないので、これについては大勢に従いたいと思う。

思い切った金融緩和を続けるコミットメントについては、物価安定の2%の目標の導入に応じた形で強化することが望ましいと考えている。具体的には、実質ゼロ金利と無制限買入れの思い切った緩和を、目標を目指してそれぞれの必要に応じた形で強力に続けるということをコミットし、そのもとで今回の実質ゼロ金利のもとでの無制限買入れを当面続けることが望ましいと考えている。具体的に、「当面」というタイムフレーム及びコンディショナリティであるが、私としては以下の形が望ましいと考えている。まず、展望レポート及び中間評価時点の物価見通しについて、現在の今年度、来年度、再来年度に加えて、その次の年度を加えるのが望ましいと思っている。そして政策委員の物価見通しの中央値が再来年度に当面の目途の1%を超え、さらにその次の年度に2%までの中間点である1.5%を超えるまで、実質ゼロ金利のもとでの資産の無制限買入れを行う形である。つまり当面の目途1%に加えて、その先に中間点を超えて2%達成が視野に入るまでコミットし、金融緩和強化の意図を明確にすることである。加えて、この見通しが実際に達成される時には、自然体では予想物価上昇率の上昇から名目金利の上昇が起こる可能性がある。これは実体経済に対して負の効果をもたらすと思われるので、それを避けるために、こうした見通し達成後も、特に低い金利と十分な金融緩和を維持するというコミットメントを加えて、意図的に強い金融緩和方向のバイアスを持っていることを明確にするのが望ましいと考えている。

以上、これが私の望ましい案であるが、再述するが、今回合合においては、政策委員会が機関として一致した明快なメッセージを出すということが重要であると考えているので、大筋で同じ方向を目指しているのであれば、最終的には委員方の大勢意見に従いたいと思う。

最後に次回までの金融市場調節方針であるが、現状維持が適当であると思っている。以上である。

白川議長

それでは石田委員をお願いします。

石田委員

昨日も議論をしたが、政府において経済構造の変革を図り、わが国経済の競争力と成長力の強化を強力に推進することに連携して、本行も物価目標を2%とし、金融緩和をさらに強化していく必要があると考えている。この観点から、今後の金融政策について幾つか考えていることを申し上げる。今回、何らかの形で基金の増枠を行う必要もあるかと考えるが、既に基金の総枠は極めて多額に達しており、今後は逐次積み上げていくことによる残高効果をみていく時期にあると思う。これまでの緩和については、ややもすれば枠増の有無、増額の金額等に市場の関心が集中してきた憾みがあると思う。今後はそのような受け取られ方を回避するよう、基金の運営あるいはコミュニケーションについて一段の工夫を講ずる必要があると考える。これについては、これまで委員の方々から色々な意見が出ているので、この後で十分議論していきたいと思う

1%物価目途から2%物価目標への変更についての意見だが、昨日も縷々申し上げたが、2%の物価上昇目標については、金融政策とわが国経済の競争力と成長力の強化が相俟って初めて達成され得るものである。また、1%が展望できるのも2014年度とみていることもあり、達成するにはそれなりの時間が必要と考える。2%目標へ向けての金融政策運営については、その点、誤解のないよう、コミットメントなどの内容表現等について細心の注意を払う必要があるものと考えている。具体的な案に即応して検討していきたいと思う。

それからやや細かい話となるが、今後基金の残高が積み上がり、当座預金残高が増大するにつれ、固定金利オペの残高維持が困難になってくるとみている。短期国債へシフトしていくことになると思うが、短期国債についても、適宜、より長い期間のものを買入れる方法を導入し、短めのものへの集中を軽減していくことが望ましいと考えている。

なお、先程も申し上げたが、私は、今後米国長期金利が上がる可能性があり得ると考えている。その場合、わが国の長期金利への上昇圧力がかかってくることが見込まれる。この間、当方としては引き続き強力な緩和を維持し継続する段階にあり、成長戦略並びに財政の規律についての強い信認が抑えとならないと、望まない金利上昇、円安の進行という事態も懸念される。この点、今後、十分に注意を要するものと考えている。

次回決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」という現在の方針を維持することが適当であると考えている。

最後になるが、先月提案した当座預金にかかる付利撤廃については、引き続き必要なことと考えているが、一旦結論が出ているので、今回続けて提案することはしない。なお、先程、本案について意見が出ているが、それはかなり私の考えと異なり誤解もあるので、後程時間があれば、コメントさせて頂きたいと思うが、誤解の点だけは今申し上げておく。為替の効果が一時的なものであるという意見があったが、私は為替の水準に働きかけるということは一切言っていない。ショックが出た時の買われやすさやヘイブン通貨としての魅力を減ずることが必要であるということも申し上げているので、この点については誤解のないよう一言申し添える。私からは以上である。

#### 白川議長

これまでの意見を取り敢えずまとめて、そのうえで議論したいと思う。まず金融環境については、極めて緩和的であるという認識でこれまでと変わらないが、皆さんの意見も一致していたと思う。金融市場調節方針については、前回会合で決定した内容を維持すること、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を 0～0.1%程度で推移するよう促す」ということで、皆さんの意見は一致していたと思う。そのうえで、最初のラウンドで議論したとおり、現状景気は弱めに推移しており、当面横ばい圏内にとどまるとみられるし、消費者物価の前年比については、当面前年比

マイナスとなった後、ゼロ近傍で推移するとみられている。それから、消費者物価の少し長い先行きをみると、先程申し上げたような数字で、2014年度は中央値でみて+0.9%にとどまっている。この間、世界経済については——日本経済についてもそうであるが——、不確実性は引き続き大きいという状況である。

こうした状況を考えると、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現していくためには、ここで金融緩和が必要であるということが委員のご意見であったと思う。金融緩和の具体的な内容については、この後議論するが皆さんの間で若干の差はあるが、いずれにせよ金融緩和が必要である、あるいは金融緩和の思い切った前進が必要であるという点については、一致していたと思う。私自身もそう思う。金融緩和が必要であると言う際に景気・物価の話を申し上げたが、これはわれわれの金融政策の枠組みに即していえば、第1の柱、つまり中心的な見通しはこうであるということである。第2の柱としてリスクの点検も行っていくということもかねがね申し上げている。そういう面でどうなのかであるが、特に金融的な不均衡ということ考えた場合、潜在的には、世界的にも日本でも気になる要因はある。これだけの低金利が世界的に続いているので、いわゆる search for yield の動きが広がらないか——部分的には出ている——、あるいは先程石田委員からも言及があったが、日本の財政状況が極めて悪いもとで金融機関の国債保有が非常に増えており、万が一、長期国債金利が上がると、金融システムを通じて実体経済を支える力が殺がれるので、そういう意味で物価安定のもとでの持続的成長という観点から問題が起り得る潜在的な要素はあるが、しかしそうしたことを点検したうえで、今これが成長を脅かすというほどの深刻なリスクになってはいないだろうと思う。そういうことをしっかり点検したうえで、金融緩和は必要であるというのが、ここでの取り敢えずの結論であったかと思う。

それから、具体的な政策対応の内容である。ここで最初に問題になるのは、物価安定の目標をどう考えるかということである。これはこの後また正式に決定をするが、取り敢えず昨日の議論を踏まえると、2%の物価目

標については、私の理解では、佐藤委員、木内委員は賛成ではなく、様々な主体による成長力強化の努力が実を結ばなければ上がってくる可能性を排除しないが、現状ではそこまでの認識には至っていないということだと思う。大方の委員については、そうした様々な主体による努力がこれからなされていき、その結果成長力が徐々に高まっていくという認識に立って、持続可能な物価安定の目標として2%を掲げることに賛成であるということであったように思う。ここでは、その多数説に取り敢えず従って議論を整理したいと思う。そうした持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくという認識に立って、物価安定の目標を導入し、これを消費者物価の前年比上昇率で2%とするということが一つの柱であると思った。そのうえで、日本銀行の今申し上げた物価安定に関する政策スタンスを明確に示す観点から、資産買入等の基金の運営において、期限の定めのない資産買入方式を導入するということがあったと思う。ただ、その際、具体的にどのような条件で資産買入れを行っていくのかということについて、委員の間でニュアンスの差というか意見の差があったと思う。佐藤委員、木内委員はその2%が高いということからする議論、あるいは宮尾委員のようにその2%ということ意識した議論というのもあったし、西村副総裁からも意見の表明があった。意見の差を認識したうえで、日本銀行という組織としてどのような形でこれを運営していくのが良いのかについては、後から議論したいと思う。

こうした委員方のご意見を踏まえ、まず、期限を定めず毎月一定額の資産買入れを行うという方式に十分なフィージビリティ、実現可能性があるのかどうか、またそうした買入れを行った場合の日本銀行のリスク許容度や市場規模、あるいは毎月の買入額と基金の残高の関係などについて、執行部から説明をしてもらおうと思う。執行部の説明の後、技術的な確認事項を行って、それから議論に入っていきたいと思う。

内田企画局長

それでは、期限を定めずに毎月一定額の買入れをする方法——フロー方

式と呼ばせて頂く——にする場合の残高との対応関係についてご説明する。何人かの委員方から、残高を現在の基金の規模から増額をし——具体的に 10 兆円とおっしゃった方もおられたが——、その後、残高を維持することを前提とするにはどのような金額が良いかというご質問だったかと思う。残高については、買入時の資産の残存期間によって変化するので、残存期間について何らかの前提を置く必要がある。これは長期国債、短期国債それぞれであるが、まず長期国債については、今 1~3 年物を買っているので、平均残存期間としてはその真ん中の 2 年とすることが考えられる。これは過去の実績にも近く、このゾーンの新発債は 2 年債なので合理性のある前提かと思われる。2 年として計算すると、例えば毎月 2 兆円買い入れた時に、残高は一定期間後には 48 兆円になり、その水準で維持されることになる。もう一度申し上げる。残存期間 2 年で計算すると、毎月 2 兆円買い入れた場合、残高は 48 兆円になり、その残高で概ね維持されるということになる。次に短国である。短期国債については、平均的な残存期間は 3 か月程度であり、発行の主体も 3 か月物であるので、3 か月程度と考えておけば良いかと思われる。この点については、例えば毎月 10 兆円買入れを行うと、残高は単純に 3 倍の 30 兆円になるということである。すなわち、3 か月程度の平均残存期間で考えると、毎月 10 兆円の買入れで残高は 30 兆円に維持されると考えられる。C P、社債については、残存期間が多少振れるが、これを例えば残高を維持するように買い入れるとすると、概ねフローは両方合わせて 1 兆円程度になろうかと思う。すなわち、1 兆円程度の C P・社債の買入れをすると、残高はほぼ現状で維持される。E T F、R E I Tについては、基本的に償還がないので、残高は変わらないということになる。以上合わせると、月間のフローとして、例えば長期国債 2 兆円、短期国債 10 兆円、C P・社債 1 兆円程度、合計 13 兆円程度の買入れを行うとすると、基金の規模は、全体として現在より約 10 兆円高い水準になると考えられる。すなわち、現在の積み上げ方式であれば、10 兆円の増額ということに対応する買入れになるということである。ただし、残存期間の変化によって多少の振れは生じ得る。以上が、

残高とフローの対応関係である。

次にご質問の、市中残存額あるいはリスク量との関係で可能かという点である。長期国債の市中残存額は、全体で 520 兆円、うちわれわれの買入対象である残存期間 1～3 年で 110 兆円、短期国債の市中残存額は 120 兆円である。今年の年末までにまだ買入れを続けていくので、長期国債については 20 兆円、短期国債 15 兆円買入れる。そこにそれぞれ増額をしていくことになるが、買入自体は可能かと思われる。なお、フローベースでみると、先程何人かの委員から指摘があったが、2 年の長期国債の月間発行額は 2.8 兆円である。今も 2 兆円強買っているので、これ自体はフローベースとの関係でも可能かと思われる。短国の月間発行額は、全部合わせると 32 兆円である。買入れは可能だが、かなりの部分日本銀行が吸収する姿になるだろうという、先程の白井委員の指摘が正しいかと思う。

最後にリスク量である。長期国債 4 兆円分、残存期間 3 年として 188 億円、短期国債は 5.5 兆円位積み上がるが、残存期間 1 年の短国のリスク量を使うと 72 億円であるので、リスク量との関係では増額は可能と考えられる。以上、オペレーション上はいずれも可能ということかと思われる。

白川議長

今の説明について技術的な意味での質問、確認事項をお願いします。

白井委員

確認だが、長国は毎月 2 兆円ずつ 2014 年から買っていき、短国は約 10 兆円位ということで 2013 年の後半も大体同じ金額だと思うが、償還の違いかと思うが、それでも残高は 10 兆円さらに積み上がるということか。

内田企画局長

因みに申し上げますと、今年の積み上げペースは、長期国債については上期が 1.9 兆円、下期が 2.5 兆円、通期で 2.2 兆円になる。これは、積み上げていく過程であるからである。その後、2 兆円買うと償還があってもそ

これからさらに4兆円位積み上がっていくという計算になる。短期国債の方は回転が激しいので、どの位の残存期間かによるが、今のところ例えば2.5か月で考えると通期で8.8兆円、3か月で考えると7.3兆円、7~9兆円位の買入れということなので、来年それより若干多いという感じだと思います。こちらは、回転が激しいのでほぼ変わらない、ないし若干増える位というイメージだと思います。

山口副総裁

長国2兆円、短国10兆円、そしてその他合わせて月間13兆円を買うと残高が10兆円増えるというのは、2014年初からそういう買入ペースでいった場合に2014年末に10兆円増えるということなのか。そこを確認しておきたい。

内田企画局長

まず、短期国債については、マチュリティが極めて短いので1月からスタートしても春位には30兆円に達する。従って、5兆円位は直ぐに増えるということになる。長期国債の方はもう少しかかって、先程申し上げた残高に達するのは夏場位から秋にかけてだと思う。従って、実際に10兆円に積み上がる時期は、マチュリティによるので正確に申し上げることは困難であるが、夏から秋にかけてだと思う。

山口副総裁

大雑把には、1年程度かければ十分ということか。

内田企画局長

1年かければ十分である。1年はかからないと思う。

石田委員

長期国債の場合、ずっと買入額を増やしてきたので、デューが来るのも

段々増えていって、それから減っていくのか。

内田企画局長

そうである。どこかで同じ残高になる。

石田委員

どんどん増えていくので、同じように買っていくと、どこかで増えた後また減るのではないか。

内田企画局長

若干のオーバーシュートをする可能性はある。

石田委員

オーバーシュートさせるのであるな。

内田企画局長

ただ、それほど大きな額ではない。最終的には48兆円位で収束する。

石田委員

分かった。

宮尾委員

確認だが、取り敢えず現段階では、月間のフローの買入量を今年と来年の比較ですると、均すと今年の方が少ない量だということ为宜しいか。

内田企画局長

勿論平均残存期間によるが、その可能性が高いと思う。

石田委員

下期としてみると、そうとは言えないということか。

内田企画局長

たまたま下期の長期国債が、積み上げ期でありかつそこそこの償還があるので、こちらが2.5兆円位になる。ただ、短期国債の方がまだ下期の残存期間が小さいので、恐らく来年の方が大きいと思う。

白川議長

技術的な意味での質問はあると思うが、今の執行部の説明を踏まえて、これからは政策の中身について議論したいと思う。

先程の2%の物価目標については、昨日粗方の議論をして、後から物価安定の目標についてまた別途の採決を行うが、今この段階で何か追加的に言っておきたいことがあれば、どうぞ。ないようであれば、先程申し上げた、期限を定めない資産の買入れ方式を中心に議論をしたいと思う。

先程、皆さんの意見の中で、一点だけ、今までのここでの議論との関係でどうかなと思ったのは、先程白井委員が、今回のこの資産買入れについて、ストック方式からフロー方式に切り替える、買入れの方式としてストック方式、残高方式から期限を定めないフロー方式に移行するとおっしゃったが、経済・金融に対する影響として、従来はストックだったが今後はフローだということではないと、私自身は理解している。何回か前にここでも議論したが、資産の買入れが実体経済に影響を与えていくのは基本的にはストック効果である、ただストック効果であるがフローの要素も何がしかあるという意味で、フローは排除しないが基本的にはストック効果だという整理をした。そのうえで、今回買入れ金額を決める時に、予めある期限を決めてそれをやっていくという方式と、期限を定めずに毎月の買入金額を定めていくという方式の両者の特質を比較して、今回は期限を定めないという意味でのフロー方式が良いのだという理解だと思うが、そういう理解で良いか。

#### 白井委員

同じである。先程山口副総裁がおっしゃったと思うが、基本的には、フローのやり方でも残高は少なくとも積み上がって維持していく訳で、ストックがそこにあるので、同じ理解である。

#### 白川議長

そういう理解で宜しいか。先程、具体論については後からの議論でという方と、具体論をかなり踏み込んでおっしゃった方もいるので、どちらかと言うと具体論をあまり踏み込んでおっしゃっていない方に発言して頂きたい。

#### 石田委員

それでは、踏み込んでいない私から。今の計算で非常に分かりやすいので、ちょうど良いかなという気がする。今年と来年の差とか、それから残高自体が安定化する時期とか、私は今の13兆円位の買取りで2014年の初めからやっていくということで良いと思う。違和感はない。

#### 白川議長

金額の話とどのように条件付けるかという話があるが、金額、あるいは中身については、先程木内委員は——これは予てからの議論ではあるが——もう少し長い国債という議論を展開された。今回の案と整合的だとは思いますが、宮尾委員、白井委員は短期の国債を話されたが、そういう意味では、長期の国債2兆円、短期の国債10兆円、その他資産も合わせて月間13兆円というのが、一つのイメージかと思うが、その辺りについては大体宜しいか。

#### 木内委員

私は、長期国債を買うメリットはあると思うが、この三点については賛

成である。ただ、物価の目標にどうコミットメントするか、そこはちょっと分からない。2%の物価目標と繋がる形であれば、その部分については反対である。

白川議長

そういう意味では、取り敢えずここは仮置きにして、金額自体そういうイメージを持ちながら、それではどういう条件かというガイダンスというか——私はコミットメントという言葉はあまり好きではなく、どちらかと言うとガイダンスという言葉の方が好きなのだが——、俗称コミットメント、俗称ガイダンスの辺りについてはどうか。

山口副総裁

買入額について私はまだ発言していなかった。途中ラップとしては、長国が4兆円、短国が6兆円増え合わせて10兆円程度増えるという理解で良いか。

内田企画局長

そうである。

山口副総裁

そのことは、内田企画局長が注意深く発言されたように、2013年末に保有している長期国債の残存年限と、短国の償還年限に依存しているということなので、最終的に10兆円程度をきちっと増加させることができるかどうかについては、何がしかの不確実性が残っている。この点はマーケットにしっかり伝えていく必要があると思う。

それから、私は物価の目標について昨日大筋お話しはした。2%ということで私は良いと思っているが、ただ今日発言したとおり、様々な経済主体の成長力強化に向けての努力があって初めて実現し得るものだと認識しているので、そうした認識について、この場でしっかり認識を共有して

おきたい。できれば、幅広く国民一般にもそうしたことをきちっと理解しておいてもらう必要があると思っている。そうした認識に立ったうえで、それではどの程度のスピードでそれを実現していくべく努力をするかということについては、目標を立てた以上は、できる限り早期にそれを実現していくということだろうと思っている。繰り返しになる部分もあったと思うが、確認まで言わせて頂いた。

白川議長

今の二点は、非常に重要な確認だと思う。基本的にフロー方式に移行する訳なので、金額はストックでなくフローを決めている訳である。ただ、それは償還の金額に依存するので、一応 10 兆円は想定しているが、結果としてぴったり 10 兆円になる可能性は小さい。そういう意味で若干の変動があり得ることは、マーケットに対して伝えないとならないし、仮に償還が極端に振れた場合にどうするかということは、これはこれでまた決定会合で議論しないとしない。そういう意味では、リーズナブルに 10 兆円程度は増えていくということを手早く伝えていくということだと思う。

それから、物価安定目標についての昨日の議論を改めて申し上げると、物価の安定というのは持続的な物価の安定でなければならないということである。これは、元々、日本銀行法の規定で、金融政策の使命は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」と定められている。従って、物価というものは、最終的な目標である国民経済の健全な発展、つまり持続的な経済成長を実現していくためのいわば一里塚ということである。従って、物価だけを機械的にみていく訳ではないという意味で、持続可能性ということである。そのうえで、この数字が 1 なのか 2 なのかということである。日本銀行自身、予てから成長力強化の努力が実を結んでいけば、現在の目途である 1 が段々に上がっていくという認識を示していた。そういう基本認識を前提にして、どの程度本当に日本で様々な主体が成長力強化に取り組んでいくのかということだと思う。それから、日本銀行自身の金融政策もある。そういう意味で、今般、政府におかれて

も強力に取り組んでいく、併せて財政規律にも配慮して政策運営を行っていくということであるので、そうした認識に立ったうえで、われわれとして2を持続的な目標として掲げるということが、大方の意見——お二人の委員はそうではなかったが——であった。そうした認識のうえで、先程の物価の話があるということである。それで、今申し上げた買入金額についての利用条件を申し上げたうえで、ではどういう条件のもとでこの買入れを行っていくのかということである。

議論に入る前に、今申し上げたが、できるだけ早く達成していくというのは、日本銀行の最上位の概念である金融政策の目標、つまり「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という経済発展の持続性を意識しながら、日銀法に定められた使命の中で、できるだけ早くということである。そういう意味で、これをどういう条件でやっていくのかということである。先程、宮尾委員からは提案という形で議論があり、佐藤委員、木内委員から別の方向での議論があった。それから、西村副総裁からもあったが、そうしたことも踏まえながら、この点についてご意見を言って頂ければ幸いである。

#### 白井委員

宮尾委員のフォワードガイダンスについてであるが、資産の買入れに関しては当面続けるが、ゼロ金利の方は何も言っていないがずっと続けるということが暗黙のことだと思うが、宮尾委員は、資産の方はそのまま「当面の間」、ゼロ金利政策の方は「2%が見通せるまで」と、明確に分けようとおっしゃっている。実は私もそれを考えた。それは、まさにFedが昨年12月にやったやり方で、資産買入れに関しては労働市場が改善するまで、ゼロ金利に関しては三つの色々な他の条件を付けてもっと長くやると明確に分けた訳である。そのやり方は、理論的には非常によく分かるのだが、なぜ敢えてゼロ金利だけを「2%が見通せるまで」と国民に意識して頂き、2%が見通せるまでゼロ金利政策を続けるということだけ出してしまうと、そこが強調されてしまい、資産買入れのプラスとマイナスの

効果、ゼロ金利政策のプラスとマイナスの効果が意識され、そこでまた色々な議論が出て混乱するのではないかという気もしている。それが第一点である。理論的には全くそのとおりだと思うが、敢えてそこを二つに分けて国民に意識して頂く必要があるのか、今のままでもゼロ金利は長く続けるということは自明のことなのでそれが必要なのかということが第一点である。

もう一つは、例えばよく 2006 年の量的緩和解除の時に早過ぎたという批判がある。そういうこともあって、今度はよりきっちりと、皆さんがある程度納得頂くまで金融緩和を続けるということを示すという意味があるのかもしれないが、今回は 2006 年とはかなり違うと思う。2006 年の時は、安定的にゼロ%になるまでであったのだが、今回は、われわれの物価上昇率の最高レンジの 2%を出し、しかも、これから協議されると思うが、政府と合意するかもしれないという大変強いフレームワークになっている訳である。しかも当座預金は、量的緩和当時の 30~35 兆円もはるかに超えて今年末には 100 兆円になるということが目にみえている位、非常に強いコミットがあるので、2006 年とは違うのではないか、相当強いコミットが今回出ているのではないかということで、敢えて言う必要があるのかなと思う。

最後に、O I S をみると、O I S でゼロ金利政策をいつまで続けるかという予測が出ているが、これでは、わが国の場合 3 年なので、2015 年末まで誰も金利が上がると思っていない中で、今コミットメントを明確化する必要があるのかと思っている。結論を言うと、反対ではないが、もう少し景気が良くなった時、例えば来年とかに、こういうコミットメントのことをさらに明確にするのが良いかなと、個人的には思っている。

白川議長

まだ意見を言われていない方もいらっしゃるので、時間の関係もあり一対一の議論よりは、まず皆さんの意見を出して頂いた方が、議論に膨らみが出てくると思う。

#### 佐藤委員

昨日申し上げたことと重なるが、2%という目標を新たに課すとして、それは現状対比であまりにも遠いところにあるということ、それから実際に過去の日本経済の歴史をみた時、2%になった時期は総じて非常に経済情勢がアブノーマルな時期であったということであるので、そういった2%を目指すためにゼロ金利のコミットメントを強めるということは、果たしてガイダンス政策の強化に繋がるのかどうかというところが、個人的には疑問に思っている。というのは、あまりにも目標が高いが故に、2%を目指す日本銀行が宣言しても、目標が高すぎて却ってマーケットに信認されなかったり、マーケットとのコミュニケーションが全然なくなってしまうといったようなリスクもあるのではないかと思っている。以上である。

#### 石田委員

私は、昨日 2%の議論をした時に、1%ではゼロ金利制約に入りやすいので、金融政策の有効性保持のために2%ということを行っている。そういう観点からすると、2%を達成するまでゼロ金利をとるというコミットメントは反対である。

#### 木内委員

仮に2%の物価目標を導入するのであれば、それについて金利政策のコミットメントを新しく導入するということは、一般論では、比較的自然的な考え方だと思う。ただ、私自身は2%に反対であるし、2%を達成するまでゼロ金利を続けるというのは、非常に強すぎるコミットメントになってしまう。これは物価をどうみるかということにもよると思うが、賛成か反対かと言われれば、現状では反対である。

もう一点は半分質問だが、先程の白井委員の質問と重なるが、買入れと金利を区別するという点について、今までは一体だったのでこれを分ける

には、それなりのリーズニングが必要だと思う。先程、知見の違いのようなことをおっしゃっており——これはF e dが言っているとのことだが——、本当にそうなのかなと少し疑問に思っている。例えば、資産の買入れであれば本行は既に非常に長い歴史があり、その効果やリスクについてそれなりに知識の蓄積があるのではないかと、F e dと同様に知見の差があると言えるのかどうか。一方で、ゼロ金利を維持することについての本当のリスクがちゃんと意識できるのかどうかということを見ると、そこを今までと違って両者を区別することについての妥当性は、もう少し議論したいと思う。それと、技術的な問題という観点もあると思う。つまり、ゼロ金利を維持することは技術的には比較的簡単だが、資産買入れについては本行だけで決められる話ではなく、金融機関の態度によって残高を維持できるかどうかオペレーションの結果で決まってくるので、長期までコミットメントするのは技術的に難しいという技術的な観点で両者を区別するという可能性もあるが、その辺の考え方は如何か。

#### 森本委員

国をあげた成長力強化の取組み等によって、経済が活性化されホットになり、物価についても2%に向けて確実にその方向に動いていっているといった時に、確かに宮尾委員のおっしゃるように、ある程度になった段階でもさらにゼロ金利を約束していると、そういう意味での効果はあるという考え方もあると思うが、逆に、例えば1.5%位になった世界を考えると、色々副作用も考えられる中でその段階でも本当に実質ゼロのままいいのか、それを今約束する方が良いのかということ、私はそういう状況を考えて時は、今約束することについては反対である。そういう形で約束することについては、賛成できないと思っている。

#### 山口副総裁

私自身は、先程も言ったが、2%をできるだけ早期に実現することを目指して強力に金融緩和を推進するという大きな枠組みをまず語り、そのう

ち「当分の間」という形で——「当分の間」と言っても比較的長い訳だが——、その間についてはフローベースの資産買入れを期間を定めずにやり続けるという形でコミットすれば、かなり強力なコミットメントになると思っている。当然、将来については分からないことが色々とあり、先程木内委員が言われたような資産買入れが持つ効果と副作用、実質ゼロ金利を続けることの効果と副作用についてわれわれが完全に理解できているかということ、十分理解できているとは言えない面がかなりあると思う。それから、2%に向かっていく物価上昇のスピードも、状況によって変わってくる可能性もある訳なので、われわれとしては、2%を目指して強力に金融緩和をするという形ではっきりと姿勢を示し、そして比較的自信のあるこの数年先までについては、期限を定めずに買入れを続けていくという形でのコミットメントが、私は最も適切だと思っている。

#### 西村副総裁

クラリフィケーションとコミットメントは全然違う話なので、コミットメントの話をする、基本的にコミットメントは、普通なら金利を上げるような状況のもとであったとしても、金融緩和を続けるというのがコミットメントになる。そういう意味で、特に低い金利という形でこのように書いたのだが、色々な状況を考え皆さんと議論をしていると、ゼロ金利という形で非常に明快にしてしまうことに対しての危惧がかなり強いということから考えると、私としては、定性的な形で書くのが一番望ましいのだろうと考えている。先程申し上げたことと同じだが、そういうことを前提とすると、結果的には何らかの形でコミットメントの部分、つまり本来上げるべきところでも上げていかないのだというようなところは、できるだけ早い段階で明確にしていくようにした方が、私は良いと思う。ただし、先程白井委員がおっしゃったように、色々なものをプレイアップした時のリパーカッションを考えた時には、それもやはり考える必要があると考えている。

## 宮尾委員

多くの論点があったが、まず分かりやすいところから。まず2%目標に賛同できないというお考えの立場からすると、2%を見通すまで続けるというのは非常に高すぎるということはおっしゃるとおりだと思います。そこは、そもそもの目標のところが違うということだと思います。

次の点は、ゼロ金利の時間軸と資産買入れの時間軸を分けることで混乱するのではないかという懸念については、そこは丁寧に説明していくということに尽きると思う。当然、どちらも効果と副作用があり、定性的にはゼロ金利については将来の予想短期金利の期待へ働きかけるという部分の効果と、副作用としては金融の不均衡ということである。資産買入れについては、予想短期金利というよりは、リスクプレミアム、マーケットのポートフォリオに働きかけて、価格あるいは金利に影響を及ぼすという意味で、定性的に若干違いがある。一方、副作用については、資産買入れのうち、特に今われわれが実行している国債については、日本の政府債務がこれだけ大きい中で、国債を引き続き大量に買い続けていくことの将来的なリスクは、ゼロ金利のコミットメントより質的に非常に大きいものがある。だからやらないという訳ではないが、そのように副作用の面で質的な違いがあるのではないかとということである。だから、資産買入れについては少し手前のコミットメントとし、ゼロ金利については、今回われわれが自主的な判断で政府との連携をしっかりと取ったうえで2%の目標を掲げるのであれば、そこに分かりやすい形で「見通せるまで」とした方がより自然であり、効果という面でも大きいのではないかとと思う。副作用は、hedging clause で、われわれは金融の不均衡等のリスクをしっかりと点検するということであり、われわれはそれをしっかりと点検し得ると、私は理解している。

白井委員から、現在マーケットがみているのは3年だという指摘があったが、それはむしろ長くなるという市場の反応が、一つあり得るシナリオだと思う。それを10年と判断するのか、5年と判断するのか分からないが、少なくとも予想短期金利への働きかけというところで、長めの金利が

下がる。それによって、金融緩和のより強い効果が期待できるというのが、ここで期待されている効果なので、できるだけ早期に2%の新しい物価目標を実現するという観点からは、まさに長めの金利により強く働きかけるという効果を狙うことが重要なのではないか。そういうことで、効果と副作用の両方をみると、私は効果をわりと強くみて、副作用については、将来的にしっかりとケアでき、資産買入れとゼロ金利ではゼロ金利政策の方が相対的により小さいのではないかという見解である。従って、今回違った形のガイダンス、コミットメントを提案させて頂きたいということである。

白川議長

皆様のご意見を頂戴したので、議論をまとめてみたいと思う。金額については先程仮置きで数字を置いたが、どういう条件のもとで政策をやっていくのかということについては、自分個人の意見ではなく議長という立場で考えてみた場合、まず、物価安定目標について2という数字なのか1という数字なのか、それ自体についても意見の差があったが、仮に多数説の2という数字に従った場合でも、政策の効果について、資産買入れとゼロ金利で皆さんの認識は必ずしも揃っている訳ではない。それから、将来また経済環境が変わった場合にどのようになるのかについても、不確実性がある訳である。そういうような意見の散らばり、不確実性がある中で、ある特定の意見に従ってこうだというようにはなかなかいかない。そういう意味では、先程西村副総裁がおっしゃっていたが、リーズナブルに皆さんが合意できるものとして、われわれとしてはガイダンスというかコミットメントをやっていく必要があるのだと思う。そのように考えた場合に、私自身は四点ばかりに議論を整理できるかと思う。

第一点は、先行きの金融政策の運営方針としては、これから決定する物価安定目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れを、それぞれに必要と判断される時点まで継続する。「それぞれに」というのは、結果として両者が一致するケースがあるかもしれないし違うケースが

あるかもしれないが、いずれにせよそれぞれについて判断しなければならない。それは、それぞれに必要と判断される時点まで継続するということがあったと思う。

二番目は、先程の買入金額を前提にした場合、2014年初からは期限を定めずに毎月一定金額の資産買入れを行う方式を導入するということがある。

三番目は、毎月の買入金額であるが、先程申し上げた意見の散らばり、あるいは不確実性を考えた場合、当分の間、毎月13兆円程度の買入れを継続し、この場合、残高は2014年中に10兆円程度増加し、それ以降は維持されることになると考えられる、ということ伝える。それでは、その「当分の間」というのはどういう意味なのかということだが、対外的にどのように表現するかは別だが、内部の認識としては、この「当分の間」というのは、消費者物価の前年比上昇率が、1%——従来は1%である——を見通せるかどうか——例えば、今0.9%でまだ見通せたという状況ではない、あるいは1%を超えたという状況ではない——という現状において、先程申し上げた金額の買入れを「当分の間」行うということである。これ自体は非常に強いコミットメントであると思う。

四番目は、金融緩和の推進に当たっては、日本銀行は金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないかどうかを確認していくということである。先程第1の柱、第2の柱ということを上げたが、この1%を超えていくということが見通せた場合に、どのような経済、どのような見通し、どのようなリスクが生ずるかということをしっかり点検し、その時点でまた判断をしていく。ただ、繰り返しになるが、大きな金融政策運営としては、持続的な意味で物価安定とこの2%を意識して金融政策をやっていく。できるだけ日本銀行の金融政策の使命達成に合致する限りにおいて、できるだけ早く達成していくということだと思う。

取り敢えず今このように整理したが、それぞれの意見の差は認識したう

えで、この委員会の場の多数意見としてはそういう形でまとめて宜しいか。

それでは、期限を定めない資産買入方式の導入については、後程金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、基本要領の改正案の作成など採決に向けた準備を進めて頂きたい。

甘利経済財政政策担当大臣が本行に到着され、間もなく入ってこられると思うが、この後の議論は政府との共同声明の取りまとめであるので、甘利大臣が入ってこられてから議論した方が良いと思う。このまま少しお待ち頂きたい。

(10時49分 西村内閣府副大臣退室、  
10時55分 甘利経済財政政策担当大臣入室)

佐藤委員

宜しいか。先程の「当分の間、13兆円の買入れを続ける」の「当分の間」を、もう一回クラリファイして頂けないか。

白川議長

ステートメントでどのように表現するかは、また後から議論するが、「当分の間」の意味、現時点での「当分」の意味であるが、現在消費者物価の前年比上昇率が1%が見通せたとはいえない状況で、そういう現時点においては、「当分の間」13兆円程度の買入れを継続することが適当だということである。従来われわれは、「消費者物価上昇率1%が見通せるまで」ということを言っていた訳だが、今その消費者物価上昇率1%が見通せたという状況ではない現在においては「当分の間」、この買入れを行うということである。

佐藤委員

それは、裏返して言うと、1%が見通せるようになるまでということか。

白川議長

少なくとも、これは見通せるまでは続けなければならないということは、既に言っていることである。そのうえで、その後さらにどの程度の買入れを行っていくかということは、これはその時点でまた判断をしていく必要があるということになる。

山口副総裁

私自身の理解としては、物価安定の目標として 2%を掲げる以上、1%に強くスティックすること自体、もはやあまり意味があることではないと思っている。ただ、そのうえで、今白川議長が1%ということに触れられたのは、2014年度の中央値でも1%に到達しないという状況のもとでは、かなり強力な緩和策を当分続けていく必要があるが、ただそれは、1%を超えるまで、あるいは1%を超えることが見通せるようになるまで続けるという約束をしている訳ではなく、2%を早期に実現していくことを強く意識しつつ行うものであるという趣旨だと受け止めている。13兆円という金額自体は、長国、短国の償還期限に依存して出てきた数字であり、残高の10兆円の増額も、そのような前提のもとで成り立つ訳である。従って、われわれが買入れる資産の償還構造その他について一定の見通しを技術的にも立てることのできる範囲ということが、「当分の間」という意味合いとして込められているということである。

白川議長

具体的な条件について色々な意見がある中で、残高方式からフロー方式に移行して、2014年中については先程申し上げたテンポで買入れをするということについては、これは皆さんがリーズナブルにアグリーできるだろうということでまとめた。大きな目標は、これは今回これからまとめていく物価安定の目標の考え方に従って 2%という数字があり、それから様々な不均衡の点検というクローズがあって、そうしたものの全体を含めたうえでしっかり点検をしていく。しかし、大きな物価安定の目標は意識し

ており、できる限り早く達成したいという意味である。

次に、政府との連携について議論をしたいと思う。日本銀行は現在、強力な金融緩和を進めており、予て申し上げているとおり、その実体経済への波及の第一段階である金融環境という点については、はっきりした効果が出ていると思う。長短の金利は非常に低い水準であり、量、貸出、あるいは貸出のアベイラビリティの面でも、非常に緩和された状況にある。そういうもとで、今日本銀行は強力な緩和を行っているので、さらに金融環境は緩和していくということだと思う。ただ、こうした緩和した金融環境をデフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長に繋げていくためには、これは予てから申し上げていることではあるが、企業や家計がこの緩和的な環境をより積極的に活用し、前向きの調整を行っていくことによって、今度は金融環境から実体経済への波及が強まっていくことになる。そうしたことが不可欠だと思う。もしその成長力強化の努力が実を結んでくると、金融緩和の効果が最大限発揮されると思う。そのための環境整備を行ううえで、政府の果たす役割は重要である。この点、新政権は、イノベーション基盤の強化や大胆な規制・制度改革など日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、これを強力に推進する姿勢を示されている。日本銀行としても、こうした政府の取組みが日本経済の成長力強化、ひいては物価上昇の重要な後押しにもなると思っており、ぜひしっかりと実行されることを強く期待している。

次に、金融政策の運営について改めて申し上げると、日本銀行の金融政策の運営理念は、日銀法に規定されたとおり、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」ということである。つまり、経済の持続的な成長・発展に貢献するということである。従って、金融政策の運営については、様々な金融面での不均衡の存在であるとか、あるいは金融政策の効果波及のラグも意識しながら柔軟な運営を行っていくことが大事であるということであるが、そうしたことを認識したうえで、日本銀行としては、今回新たに導入する物価安定目標のもとで、金融緩和を推進し、先程申し上げた日銀法で定められた金融政策の理念のもと、この物価

目標をできるだけ早期に実現することを目指していくことになる。日本銀行は、現在、実質的なゼロ金利下においてさらに金融緩和を進めていくために、多額の国債を買い入れており、今後さらにその買入金額が増えていく。そうした多額の国債買入れが、財政ファイナンスと受け取られないための配慮がより重要になってくる。政府と日本銀行は日頃から密接な意思疎通を図っており、今回も大臣とも何度も話をさせて頂いた。日本銀行の金融政策については、日銀法に定められたとおり、日本銀行の自主性が尊重されなければならないという規定、従って日本銀行の責任と判断において金融政策を行っていくという規定と、そのうえで政府との密接な意思疎通を図っていくという規定の両方をしっかり意識したうえで、今回このタイミングで、それぞれが、つまり政府と日本銀行がお互いの役割を明確に意識して政策連携を強化すること、そしてそれを対外的にも示していくことが重要と考える。そうすることによって、政策効果をより強力なものにしていくことができるのではないかと考えられる。先日の経済財政諮問会議の場では、安倍首相から、政府と日本銀行の連携を強化する仕組みを構築すべく、検討と調整を進めて欲しいとのお話があった。そのことを受けて、麻生副総理、それから本日ご出席の甘利大臣とも意見交換をさせて頂いてきた。日本銀行が自らの判断と責任において金融政策を行っていくことで、政策連携を強化することの重要性について、政府とも共通の認識ができていくように思う。対外公表文を具体的にどのような文章にするかについては、政府と日本銀行が執行部ベースで作成した原案があるので、まずは執行部から説明をして頂く。

#### 山口副総裁

ちょっと一点宜しいか。なぜ今、政府と共同声明を結ぶのかについての認識は非常に重要だと思う。政府から様々なご意見があることは勿論知っている訳だが、われわれとして政府からのご意見を踏まえながら、しかしわれわれ自身の判断としてこの共同声明を結ぶ必要があるという認識に立ったということも、どうしても必要だろうと思う。私は、先程、政府と

の間で共同の何らかの文書を取り交わす必要があると申し上げた。それはなぜかという、今日本経済は漸く低迷期を脱し、緩やかとはいえ回復軌道に復していく、そういう時期に差しかかっている。いずれは、デフレを克服する可能性があるという重要な局面に立ち至っている。そうした重要な局面であるからこそ、政府と日本銀行が一体となって取り組んでいく、そしてその取り組む方向感を明確にしていくことが、日本経済を後押ししていく意味で重要だという認識を申し上げたが、この辺について皆さんの理解を確認しておきたいと思う。

#### 西村副総裁

私は、先程申し上げたように、今非常にクルーシアルな時期だと思っている。全体で大底から底入れしている状況で、これを外してしまうと大変なロスを生じ、将来に対して禍根を残すと思う。こういう時期にこそ、政府と日銀との間の共同声明を発し、それもこれから決める政策変更と合わせてパッケージとなることによって非常に大きなインパクトを与えることが、私は極めて重要な点だと思っている。その意味では、山口副総裁と全く同じ意見である。

#### 白川議長

取り敢えず、まず案文について説明をお願いします。そのうえで、議論したいと思う。

#### 内田企画局長

それでは文案を読み上げる。「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）。平成 25 年 1 月 22 日。内閣府、財務省、日本銀行。デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のため、政府・日本銀行は別紙のとおり政策連携を強化し、これを共同して公表するものとする」。以下別紙である。「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について（共同声明）。1.

デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に向け、以下のとおり、政府及び日本銀行の政策連携を強化し、一体となって取り組む。2. 日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として金融政策を運営するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたりスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。3. 政府は、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。4. 経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、その下での物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通し、雇用情勢を含む経済・財政状況、経済構造改革の取組状況などについて、定期的に検証を行うものとする」。以上である。

白川議長

ただ今の共同声明の文案について、ご意見があればお願いします。

## 森本委員

今なぜ改めて共同声明かということについて、白川議長、両副総裁から色々お話があつて、私はその点について異論はない。従来から、デフレから早期に脱却して物価安定のもとで持続的な経済成長を実現するという事で、われわれも政府と従来から密接な連携を取りながら金融政策運営に努めてきているところだと思っている。そういう中で、漸く経済についても緩やかな回復というか、薄日がみえつつあるこの重要な時期だと思っている訳だが、その段階で政府の方からも従来までの景気回復への取り組みに加えて、強い日本経済、とにかく経済を再生しようという強い意志のもとに、マクロ、ミクロからあらゆる政策を総動員してやっっていこうということで、まずその第一弾として、緊急経済対策という格好でコミットされたうえで、具体策を打ち出されたり、成長力強化に向けて官民をあげて取り組んでいこうという強い意志が示されたと思う。そういうもつで、経済の体温が上がつてホットになつて活性化されていく中で、われわれ自身としても物価目標を2%と設定して、それぞれの役割を明確にしたうえで強力に取り組んでいこうとしている。そういった面でも今改めてこういう物価目標についても共有しながら、一体となつて連携を強化しながら取り組んでいこうということは非常に有意義なことだと思っている。私はこの基本的な方向について賛成したいと思う。

## 木内委員

物価目標についてはさておき、山口副総裁が指摘されたタイミングについてだが、私の思いとしては、正直言うと、もつと政府と対話してもつと認識を共有したらもつと強い連携になるのではないかという思いがある。先程の意見表明の中でも申し上げたが、白川総裁が過去1か月に色々とおっしゃられたことが本当に共有されたのかなというところが、まだ納得できない部分がある。この連携については大賛成であるし、こういった機運が高まつてきたことは望ましいと考えているが、今までも連携と言いつながらも、何というかお互いの役割を整理するところにとどまつた感じが

あって、お互いでやることをやるだけではなくて、本当にかみ合った政策協調に持っていくというのが望ましいと思う。それにはやはり認識の共有が必要で、果たしてそれが十分なのかどうか。不十分な段階で何か合意するということになる、そこでもしかしたら対話の機運が、達成感で少し落ちてしまうのではないかと私は懸念している。つまり、より強い協調に向かうためには、もう少し時間をかけて対話を続けた方が、もしかしたら良いのではないかという思いがある。

#### 宮尾委員

私は、今回のタイミング、内容とも全く異存はない。これまで日本銀行が強調してきたこと、政府が強調してきたことを、歩調を合わせる形で一体となって、お互いの意思疎通がしっかりと図られたもとで、共同声明にまとめようというものと認識できると考えている。繰り返しになるが、日本銀行はやるべきことをしっかりやる、政府サイドは——これは経済全体であるが——しっかりと競争力、成長力強化に向けた取組みを進めて頂く、なおかつ政府におかれては特に財政運営に対する信認をしっかりと確保してもらいたいということを併せてここで強調させて頂き、この共同声明案に賛成する。

#### 白井委員

今回の中間評価は、2012年度以外は、10月の展望レポートに概ね沿った形になった。しかし昨年11月、12月は結構状況が悪くなっていた。そういう中で、新政権になり、株高・円高修正もあったと思うが、マインドも良くなってきた。私たちも今回の見通しで結局は10月と同じ見通しを立てられるようになったというところで、非常に良いタイミングだと思っている。皆さんもおっしゃったように、新しい政権でミクロ、マクロの成長力強化の取組みを今始めるということで、企業の方達も今期待を非常に高めている。これから実際それがどうなるかということを見ていく状況であり、それを見てからという木内委員のご意見も理解できるが、せつ

かくのこの機を捉えて、日銀も金融政策の前進を示していく非常に良いタイミングだと思うので、私はここで政府の取り組みに対し、お互いにコミットメントをチェックしていくという前提で、これに私は賛同したいと思っている。

白川議長

他にあるか。

山口副総裁

先程申し上げたことではあるが、こうした形の文書を取り交わすについては、白川議長も先程言われたことだが、日銀法に定められた日銀の「独立性」と言われるもの——法律上の文言は「自主性」であるが——と政府との十分な意思疎通の重要性との間のバランスをしっかりと取っていくことが大事であると思う。今回、文書のタイトルが「政策連携」になったということと、物価安定の目標のもとで、金融緩和を推進しこれをできるだけ早期に実現することを目指すという表現になっているところに、実際の金融政策運営の進め方については基本的に日本銀行に任せるという政府の強い意思が表れているように思う。それから、政府ご自身が行おうとしていることについても、相当踏み込んだ書き振りになっている。こういった点で日銀法に定められているわれわれの独立性の確保ということと、政府との間の意思疎通の重要性ということとを合わせて、きちっと体现できた文章になっていると私自身は思っている。

白川議長

佐藤委員どうぞ。

佐藤委員

私は、物価上昇率2%というところは取り敢えず置いておいて、政府と日銀がこういった形で連携を強化するというを示すことは非

常に重要であると考えている。そのうえで、私なりの若干の懸念を申し上げさせて頂きたい。まず、「競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い」、物価が上がっていく、物価上昇率が高まっていくというこの現状認識なのだが、本当にそうなのかどうかというところである。そこのところに、一抹のといつかかなりの不安を持っている。白川議長がよくおっしゃるように、労働力人口あるいは就業者数はこれから毎年0.6%減っていき、放っておけばGDPが毎年0.6%ずつ減っていくという世界で、2%の物価上昇率を体現すべく成長率を高めていくというのは、とんでもなく高い生産性の上昇が必要になってくる訳である。実際のところ、成長力強化に向けた取組みはこれまで全然なされていなかったかというところ、そんなことはなく、ここ10年、20年の間ずっと何らかの取組みがなされてきた。であるからこそ、就業者数が1990年代後半には減り始めていたが、そういう中でも生産性の上昇でそれを補ってきた。それで何とか成長率を低空飛行ではあるが1%前後を守ってきた。そういう中で、1%程度の成長率では、物価上昇率の引き上げは相当厳しい訳であり、そこのところの現状認識はもう少し厳しめに持つ必要があるのではないかと考えている。

もう一つ、少し気になっているのは、本当に政府と日本銀行の連携の強化という重要な課題が、こういった紙の上だけではなく、気持ちとして共有できているのかどうかというところである。ここがやはり大事だと思う。報道で知るだけだが、政府高官の方々が、例えば「2%の物価目標を日銀が宣言すれば十分である」、「日銀が宣言すれば市場や各企業の期待インフレ率が上がってきて2%の物価目標が達成できる」といったような論調がはびこっている訳だが、現実の経済はそんな教科書どおりいくはずもない。その教科書の世界というのはバーチャルな世界であって、各経済主体が中央銀行に対してフルに信認を置いているという世界だと思う。実際どうかというと、日本銀行への信認は、高いに越したことはないが、実際のところは残念ながらそこまで信認がある訳ではない。そういう意味では、中央銀行が2%のインフレ率を宣言すればそれだけで事足りるというような世

界でないことはもとより当然であって、そういう意味では、この文章にあるように、本行の努力だけでなく、政府が成長力について今までと違った相当強烈な底上げをやっていかないと、どうしようもないということだと思う。その辺の認識ギャップが私は若干気になっている。

#### 石田委員

生産人口が縮小し、潜在成長率がずっと下がっている一方で、巨額の政府債務があるという日本の状況で、日本銀行としても従来から生産性の向上が必要だというのは、あらゆるところで言ってきた訳である。それしか道はないと思うのだが、私が生きてきた限りでは、日本で本当に産業が活性化する余地はまだまだあると思う。従って、今回本当に抜本的な構造改革や成長戦略を採るということであれば、当然ながら日本銀行としてもできる限りのことをやっていくということだと思う。ただ、本当にそうなのかという議論になれば、若干迷うことはあるかもしれないが、やはり信じてやるというように私は考えている。

#### 白川議長

他にないか。今の各委員の発言はそれぞれに重たい発言だと思う。私自身の提案の理由は冒頭に述べたので、繰り返すことはしない。今皆さん方から出された意見、期待、あるいは懸念もあったが、そうしたことを全部踏まえたうえで、私自身はこれまで麻生大臣、甘利大臣と話をさせて頂いたが、このタイミングでこういう形で政策連携を強化し、それを対外的に発表するという事は、非常に適切だと思っている。今回日本銀行が行う金融緩和と併せてこの共同声明、それから金融緩和の措置というのは、全体として金融緩和の思い切った前進であると思っている。このことは、この後両大臣と私の共同の記者会見もそうであるし、会合後の記者会見の席でもそのことははっきり対外的に情報発信していきたいと思っている。

それでは、この件については皆さんのご意見は出揃ったということで、本案件について、政府出席者の方々からご発言を頂きたいと思う。

甘利経済財政政策担当大臣

ただ今、ご提言を頂いた共同声明は、政府・日銀の連携強化に向けて極めて前向きな共同声明であったと理解するが、財務大臣と私がこれまでお伝えをしてきた文言と合致するかどうかの確認をさせて頂きたいと思うので、休憩をお願いしたい。

白川議長

了解した。本件については、議案が一通り纏まったところで一旦休憩を取ることにする。本案件については、後程金融市場調節方針等と併せて採決を行いたいと思う。執行部は、採決に向けた準備を進めて頂きたい。

#### VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、議案の取りまとめを行いたいと思う。まず委員方には、成長率と物価の見通し及び分布を再提出して頂きたいと思う。今回、見通し及び分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通し及び分布を回収]

内田企画局長

変更なしである。

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、物価安定の目標に関する議案、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等に関する議案、政府と日本銀行の共同声明に関する議案、最後に以上四つの案件に関する記述と採決結果及び見通し計数等を含めた当面の金融政策運営に関する対外公表文の

議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれら五つの議案を用意して頂きたい。他に議案を提出する方はいるか。

宮尾委員

今回、議案を提出させて頂く。

白川議長

執行部は宮尾委員提出の議案を用意して頂きたい。

それでは、執行部は宮尾委員提出の議案及び議長提出の五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

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

続いて、物価目標を定めることについての公表文の案として、次のものがある。タイトルから申し上げると、「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」の案である。パラグラフごとに性格を申し上げたうえで、読み上げさせて頂く。1. はいわゆる記書きである。「1. 日本銀行は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営している。日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、昨年2月に導入した「中長期的な物価安定の目途」を上記理念に照らして点検した。その結果、「物価安定の目標」を新たに導入するとともに、金融政策運営の枠組みを改めて示すこととした」。

第2パラグラフは、物価安定の概念的な定義である。「2. 「物価の安定」を概念的に定義すると、「家計や企業等の様々な経済主体が物価水準の変

動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」である。そうした「物価の安定」は、持続可能なものでなければならない」。

3. は物価安定の目標の導入である。「3. 今回新たに導入した「物価安定の目標」は、日本銀行として、持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したものである。日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とすることとした」。

四つ目のパラグラフは、「目途」に代えて「目標」という表現とすること及び「目標」を2%とすることの背景となる認識を述べたものである。

「4. 従来は「中長期的な物価安定の目途」として、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域、当面は1%を目途」としていた。今回、「目途」から「目標」という表現に代えたうえで、その目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としたのは、以下の認識に基づく」。まず、2%の方である。「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。現在の予想物価上昇率は長期にわたって形成されてきたものであり、今後、成長力の強化が進展していけば、現実の物価上昇率が徐々に高まり、そのもとで家計や企業の予想物価上昇率も上昇していくと考えられる。先行き、物価が緩やかに上昇していくことが見込まれる中であって、2%という目標を明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当と考えられる」。

次のパラグラフは、「目途」から「目標」に変える背景である。「「目途」から「目標」という言葉に変更したのは、わが国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたものである。金融政策の効果は、経済活動に波及し、それがさらに物価に波及するまでに、長期かつ可変のタイムラグが存在する。金融政策は、物価安定

のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面での不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、柔軟に運営していく必要がある。こうした考え方は、各国で広く共有されており、とくに、世界的な金融危機以降、海外主要国では、金融システムの安定へ配慮することの重要性を対外的に明確にするなど、金融政策運営の柔軟性という視点が強く意識されるようになってきている。わが国でも、この1年間で、こうした考え方に対する理解が着実に広がってきている。こうした状況を前提とすると、「目標」と表現することが、日本銀行の考え方を伝えるうえで、わかりやすく適当であると判断した」。

5. は幅広い主体による成長力強化への取組みの重要性等である。「5. デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現には、幅広い主体による成長力強化の取組みも重要である。日本銀行としては、成長力強化の進展状況および家計や企業の予想物価上昇率の状況について、今後とも丹念に点検していく。この間、政府も、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを強力に推進するとともに、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進すると表明している」。

6 パラグラフは、以上を踏まえた金融政策運営の枠組みである。「6. 金融政策は、「物価安定の目標」のもとで、今後とも、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検したうえで、運営する。第1の柱では、先行き2年程度の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。とくに、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因として、金融面の不均衡について点検する。以上2つの「柱」に基づく点検を踏まえたうえで、当面の金融政策運営の考え方を整理し、展望レポート（経済・物価情勢の展望）等を通じて、定期的に公表していく。以上」である。以上が二つ目である。

三つ目は、期限を定めない資産の買入れについての規程的な対応であるが、二つに分かれているが、最初の方の二枚の紙で内容をご説明する。まず「資産買入等の基金運営基本要領」の変更である。1頁目は変更がないので、2頁目をご覧頂きたい。現在の基金要領は残高を決める方式、すなわち残高とその達成期限を設けているので、4. (1) のところで、「買入残高の総額は 76 兆円程度、貸付残高の総額は 25 兆円程度」、合わせて 101 兆円という規模を上限として書いている。今回新たに付け加えたのは (3) であって、「買入れおよび貸付けは、平成 25 年末」、すなわち本年末「までを目途に、(1) および (2) に定める残高の上限に達するように実施する」、すなわち 101 兆円に達するように実施するものとし、その先については、「平成 26 年 1 月以降は、(1) および (2) の定めにかかわらず、毎月、別に定める金額の買入れおよび貸付けを行うものとする」というようにする。この結果、来年以降はこの上限を上回って推移するということが規程上許容されるということになる。別に定める金額は、本日以降、決定文、公表文の形で出して頂くということを想定している。次の一枚はそれを決定頂く形に直したもので、技術的なものなので省略させて頂く。

それから次の共同声明については、先程読み上げたので省略する。

残ったのが、公表文案である。公表文案について、ご説明させて頂く。まず議長案を先にご説明した後、宮尾委員案を説明させて頂く。議長案であるが、本文のところを読み上げさせて頂く。「2013 年 1 月 22 日。日本銀行。「物価安定の目標」と「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について (案)。1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、金融緩和を思い切って前進させることとし、①「物価安定の目標」を導入すること、②資産買入等の基金について「期限を定めない資産買入れ方式」を導入することを決定した。また、政府とともに共同声明を公表することとした。(1)「物価安定の目標」の導入。日本銀行は、物価安定についての考え方に関する議論を行い、「物価安定の目標」を導入することとした。あわせて、別紙 1 のとおり、「金融政策運営の枠組みのもとでの『物価安定の目標』について」を公表することとした」。これは先程読

み上げた文章である。「すなわち、日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。日本銀行は、上記の物価安定の目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。(2)「期限を定めない資産買入れ方式」の導入。日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。その際、資産買入等の基金の運営について、現行方式での買入れが完了した後、2014年初から、期限を定めず毎月一定額の金融資産を買入れる方式を導入し、当分の間、毎月、長期国債2兆円程度を含む13兆円程度の金融資産の買入れを行う(資産買入れ額の内訳は別紙2のとおり)。これは後程申し上げる。「これにより、基金の残高は2014年中に10兆円程度増加し、それ以降残高は維持されると見込まれる。金融緩和の推進に当たっては、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。(3)政府・日本銀行の共同声明。日本銀行は、「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について(共同声明)」(別紙3)を、政府と共同して、公表することとした。

2. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度で推移するよう促す」ことを決定した。

3. 海外経済は、減速した状態が続いている。国際金融資本市場については、今後の展開を引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。

4. わが国の景気は、弱め

に推移している。輸出や鉱工業生産は、海外経済の状況などから、減少している。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている。一方、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、底堅さを維持しており、乗用車購入における需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も減衰している。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、概ねゼロ%となっている。5. 先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、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たあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。6. 昨年10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率は、2012年度については幾分下振れるものの、2013年度は各種経済対策の効果などから上振れるとみられる。2014年度の成長率は、概ね見通しに沿って推移すると予想される。物価について、国内企業物価は為替相場の動きなどから2013年度を中心に幾分上振れると見込まれる。消費者物価（除く生鮮食品）は、概ね見通しに沿って推移すると予想される」。これは先程の数字を踏まえたものである。「7. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。8. 日本銀行は、日本経済がデフレから早期に脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰することがきわめて重要な課題であると認識している。この課題は、幅広い主体による成長力強化の努力と金融面からの後押しがあいまって実現されていくものである。こうした認識のもとで、日本銀行は、上述のとおり、強力な金融緩和を推進していく。日本銀行としては、大胆な規制・制度改革など「共同声明」に記載された政府の取り組みがしっかりと実行されること、また、持続可能な財政構造の確立に向けた取り組みが着実に推進されることを期待している」。

別紙をみて頂くと、まず参考1、参考2として、先程、午前中朝一番にお配りした中間評価の結果が載っている。6頁、7頁で「物価安定の目標」導入について記載されている。8頁をご覧頂くと、フローの月間買入額の内訳が書いている。総額13兆円程度、うち長期国債2兆円程度、国庫短期証券10兆円程度。(注1)で、先程のフローと残高の関係が書いてある。

「長期国債と国庫短期証券については、最近の買入れの平均残存期間を前提とすると、上記の月間買入額により、基金の残高は2014年中に10兆円程度増加し、それ以降残高は維持されると見込まれる」というようにしている。それ以外の資産について、(注2)と(注3)であるが、(注2)で「長期国債と国庫短期証券以外の金融資産については、残高を維持するように買入れを行う」ということで、CP、社債を念頭に置いた記述である。(注3)であるが、「固定金利方式・共通担保資金供給オペレーション」、いわゆる固定金利オペについては、「25兆円程度の残高となるように実施する」。現在と変えないということである。別紙3は共同声明のとおりである。

最後に宮尾委員案であるが、今の公表文案に対する変更案ということになる。読み上げは省略させて頂くが、変更点は1.のところで、③として「実質的なゼロ金利政策に関する時間軸を強化すること」としている。そのうえで、(2)「期限を定めない資産買入れ方式」の導入のところから、「実質的なゼロ金利政策」を削っている。具体的には、「日本銀行は、上記の物価安定の目標である消費者物価の前年比上昇率2%の実現を目指し、金融資産の買入れ等の措置を、必要と判断される時点まで継続する」としている。新たに、「(3)実質的なゼロ金利政策に関する時間軸の強化」という項を設けて、「日本銀行は、上記の物価安定の目標である消費者物価の前年比上昇率2%の実現を目指し、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策を継続する。それにより、上記の資産買入れ等の措置とあわせて、一段と強力な金融緩和を推進していく」としたうえで、以下は不均衡クローズの「ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていな

いかどうかを確認していく」と続く。そのような趣旨と伺っている。以上である。

白川議長

それでは六つの議案について、ご議論頂きたいと思うが、最初の議案はいつもの定例のものなので結構であるな。「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」からいきたいと思うが、これについて何かあるか。昨日、今日の議論でエッセンスをコンパクトにまとめた内容だと思うが、表現上何かあるか。

次の「資産買入等の基金運営基本要領」、これは先程の議論を規程に落とし込んだもので、格別のご意見はないと思うが、そういう理解で宜しいか。

共同声明の内容については先程議論し、この後採決になる。それから定例の金融政策決定会合終了後の対外公表文である。これらについて、如何か。

白井委員

ステートメント公表文のことで宜しいか。全体として異論はなく、これで結構だと思うが、一言だけ。6. の中間評価だが、2013 年度に成長率、物価ともに上振れ、2014 年度は見通しどおりとなっているので、外の方がこれを読んだ時、ではなぜ今回金融緩和の前進をするかと疑問に持つと思う。先程議論したように、今回はようやく回復が見通せる非常に重要な時期であり、政府も頑張ってくれるということもあり、金融緩和の前進をするというような文言が入った方が個人的には良い気がするが、どうか。つまり、見通しは良いが、一方で回復が見通せてもリスクが大きく不確実性が高い中で、持続可能な成長経路に復していくのを確実にするために金融緩和が必要という文があった方が良いような気がするが、どうか。

白川議長

今、白井委員がおっしゃった件については、記者会見で私の方からはっきり説明する。加えて、新しい物価目標もわれわれは当然意識している。今、白井委員は、物価安定目標には言及されなかったが、新しい2%の物価安定目標と、このタイミングでこのシナリオの確実性を高めていくということ、バランス良く説明したい。

宮尾委員

議案提出の理由を一言だけ申し上げる。新しい物価安定の目標のもと、一段と強力な金融緩和を推進するため、実質的なゼロ金利政策について消費者物価前年比上昇率2%が見通せるようになるまで継続する、ということである。

白川議長

分かった。それでは最終案がまとまった。それでは先程、政府からの出席者より求めがあったとおり、ここで一旦休憩を取りたいと思う。

(11時51分中断、12時06分再開)

白川議長

それでは再開する。ここで、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、甘利明経済財政政策担当大臣宜しくお願いする。

甘利経済財政政策担当大臣

ただ今、共同声明の文章を確認した。文章としてはこれで結構である。本日午後の総理会見をもって正式な共同声明の発表を行いたいと思う。

景気の現状をみると、世界景気の減速等を背景に、このところ弱い動きとなっている。海外経済の動向など、わが国の景気を下押しするリスクにも注意が必要である。また、物価の動向を総合してみると、緩やかなデフ

レ状況にある。

一方、昨年末の第二次安倍内閣の発足とともに、景気回復への期待を先取りする形で、円高修正が進み、株価も回復し始めている。こうした改善の兆しを適切な政策対応により、景気回復に繋げていく必要がある。

こうした認識のもとに、政府は日本経済再生に向け、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指していく。このための取組みの第一弾として、先般「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめた。本対策により、景気の底割れを回避し持続的成長を生み出す成長戦略に繋げていく。

本日、合意をする政府と日本銀行の文章は、できるだけ早期にデフレから脱却をするという強い意志、明確なコミットメントを示す「レジーム・チェンジ」とも言うべきものである。この新しい枠組みを通じて、デフレ予想が払拭されていくことを強く期待している。政府としては、この文章のとおり、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、これを強力に推進するとともに、財政運営に対する信認を確保するよう努めていく。

本日示される展望レポートの中間評価においては、消費者物価上昇率が2013年度は+0.4%、2014年度においても+0.9%と新たな物価安定の目標である+2%を下回っている。日本銀行におかれては、この目標をできるだけ早期に達成するために、大胆な金融緩和を進めることを強く期待している。

経済財政諮問会議は、金融政策を含むマクロ経済政策運営の状況、そのもとの物価安定の目標に照らした物価の現状と今後の見通しなどについて、定期的に検証していく場と考えられる。日本銀行には、この場を活用して、十分な説明責任を果たして頂くようお願いを申し上げる。

本日もご提案のあった、期限の定めのない資産買入れの導入については、物価安定目標の実現を目指して資産の購入を続けるものであって、時宜を得たものと考えている。日本銀行におかれては、2%の目標の達成に向け

て大胆な金融緩和を進めるよう強く期待をしている。以上である。

白川議長

次に、財務省の山口俊一副大臣宜しく願います。

山口財務副大臣

政府の景気の認識であるが、わが国経済は、昨年後半、それまでの円高の進行や世界景気の減速等を背景に、輸出・生産が落ち込み、景気は弱い動きとなっている。また、欧州債務危機の影響など海外経済を巡る不確実性は依然として高く、わが国の景気を下押しするリスクとなっている。一方、第二次安倍内閣の発足とともに、景気回復の期待を先取りする形で、円高修正が進み、株価も回復し始めている。こうした改善の兆しを、適切な政策対応により、景気回復に繋げていくことが重要である。

このため、政府は、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指すこととしている。先般1月11日、その第一弾として、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめるとともに、この緊急経済対策に沿った平成24年度補正予算を1月15日に閣議決定した。今後、通常国会への補正予算提出に向けて作業を進めることとしている。

次に、政府と日本銀行のデフレからの早期脱却と持続的な成長に向けた政策連携についての共同声明について、財務大臣の代理として、一言申し上げます。

この共同声明において、日本銀行は、初めて2%の物価安定目標を設定をし、自らの責任において、できるだけ早期に実現をすることを目指す決意が示された。これは、これまでの金融政策の枠組みを大胆に見直されたものであり、政府としては大いに歓迎する。日本銀行におかれては、この共同声明に即し、2%の物価安定目標のもと、強力な金融緩和を断行して頂くとともに、経済財政諮問会議においても、しっかりと説明責任を果た

して頂きたいと考えている。

その意味では、2%の物価安定目標が導入された本会合において、同時に、期限を定めない資産買入方式という緩和措置が提案されたことは、物価安定目標の早期実現を目指す日銀の強い決意を裏打ちするものと高く評価している。

「大胆な金融政策」は、民間の消費や投資の促進に必要な資金を供給するだけでなく、固定化したデフレ予想の払拭や為替市場を通じた効果も期待されるものであり、円高・デフレ不況からの脱却に向けた「三本の矢」の中でも、最重要なものと考えている。政府としても、機動的な財政政策や成長戦略の実施に取り組むこととしている。これにより、日本経済に「実需」を創り出し、企業活動の活性化等を通じて、雇用・所得の拡大に繋がる好循環を生み出していきたいと考えている。こうした取組みは、結果として日本銀行の金融緩和と相俟って、デフレ不況からの脱却と持続的な経済成長の実現に繋がっていくものと考えている。

日本銀行におかれては、デフレからの脱却における金融政策の重要性に鑑み、共同声明に掲げた2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現すべく、不退転の決意を持って、積極・果断な金融政策運営をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

それでは、採決に入りたい。誠に申し訳ないが、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。

[12時14分政府からの出席者退室]

それでは議案の採決を行う。最初に、金融市場調節方針、次に「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」、次に「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等、次に政府と日本銀行の共同声明、最後に対外公表文の順に採決を進めていく。それでは金融市場調節方針に

関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

調節方針である。採決の結果は、賛成9、全員一致である。

白川議長

門間理事と金融市場局長には、ここに定めた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示をする。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

次に、「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」についての」の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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

物価安定の目標についてだが、採決の結果は、賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は佐藤委員と木内委員である。

白川議長

反対理由は先程おっしゃったことで尽きているから、それで宜しいか。もう一回反対理由をおっしゃるか。

木内委員

時間があれば、一応言わせて頂きたい。

白川議長

手短にお願いします。

木内委員

物価安定の「目途」を「目標」に変更することは賛成である。ただ、2%に目標値を引き上げることは反対である。理由は三つある。一つは、企業や家計の中期的な期待インフレ率など、本行が考える物価安定に関わる環

境などについて、この一年間で大きな変化はみられず、政策の連続性を重視した場合、数値の変更は適切でない。二番目は、今の物価環境を考えると、当面 1%の物価上昇率ですら、なお達成の目途が立っておらず、2%はあまりにも高いと考えられる。第三に、成長力強化に向けた幅広い主体の取組みの進展が奏功するか、あるいはそうした取組みが実施されるとの蓋然性が高まることで、家計と企業の期待インフレ率が高まるのが、物価目標の引き上げの前提と考える。ただし、現時点ではそうした取組みの実効性を判断し、物価上昇率 2%を具体的な目標値として掲げるだけの環境は十分に整っているとは言えないと思う。以上の点から、物価目標については当面 1%とし、これを確実に達成することを先決にすべきと考える。なお先程申し上げた環境が整い、企業、家計の期待インフレ率が上昇したことが将来確認される場合には、2%の物価目標が妥当になると考えている。

白川議長

佐藤委員は如何か。

佐藤委員

私も「目標」とすることには賛成である。2%とすることに対しては反対である。理由としては、木内委員がおっしゃったことに一言だけ付け加えさせて頂く。2%という物価目標は現状対比でかなり高く、実現の難しい目標値を設定しても中央銀行の信認が失われることを懸念するからである。

白川議長

本件に関する対外公表文については、会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。次に、「資産買入等の基金運営基本要領」の一部改正等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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

基本要領の一部改正等だが、採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部より対外公表することとする。次に、政府と日本銀行との共同声明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：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員  
白井審議委員  
石田審議委員  
反対：佐藤審議委員  
木内審議委員  
棄権：なし  
欠席：なし

飯野政策委員会室長

政府との共同声明である。賛成 7、反対 2、賛成多数である。反対は佐藤委員と木内委員である。

白川議長

反対理由をどうぞ。

木内委員

物価上昇率 2%と明記されているところに賛成できない。それと、趣旨全体は理解し、賛成するが、先程申したように、まだ十分な認識の共有がないので、このタイミングは少し拙速だと思う。

佐藤委員

先程の理由と同じである。

白川議長

分かった。本件に関する対外公表文については、会合終了後適宜公表することとしたいと思う。本件については会合終了後、官邸で総理に報告したうえで、財務大臣、経済財政政策担当大臣との三者合同でのぶら下がり  
の記者会見を受けることとなっている。その後日銀に戻って、定例の記者  
会見を終えてから、夕刻に官邸で開かれる経済財政諮問会議の場でも、三

者から報告することになっている。

次に、宮尾委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いします。

[宮尾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：宮尾審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表に関する宮尾委員提出議案である。採決の結果は、賛成1、反対8、反対多数である。

白川議長

それでは、執行部は金融市場調節方針、「物価安定の目標」の導入、期限を定めない買入方式の導入、政府と日本銀行の共同声明、宮尾委員案の五つの案件に関する記述と採決結果及び見通し計数、分布などを含めた当面の金融政策運営方針に関する対外公表文の議案を作成して頂きたい。

内田企画局長

注があるので、注の説明をさせて頂ければと思う。まず2頁目の2. の

ところで、金融市場調節方針に関しては全員一致を付け加えている。それから 1 頁のそれぞれの注だが、(注 1) は「物価安定の目標」の導入について、賛成 7、反対 2 だが、「佐藤委員と木内委員は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で 2%とすることに反対した」。何について反対したかを書くことにしているので、そのように書かせて頂いた。(注 2) は、「期限を定めない資産買入れ方式」の導入について、「「期限を定めない資産買入れ方式」の導入については、全員一致で決定した」としている。それから (注 3) と (注 4) は、1. (2) の 3 行目の「強力に金融緩和」、いわゆるコミットメントの部分についての注であって、(注 3) から読ませて頂くと、「佐藤委員と木内委員は、2%の物価安定の目標を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することに反対した」としている。この文章のうち、この部分に反対したということである。(注 4) は、「宮尾委員より、別途、実質的なゼロ金利政策について、消費者物価の前年比上昇率 2%が見通せるようになるまで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された」という記述と賛否が書いてある。(注 5) は、1. (3) 共同声明についての賛否である。7 対 2 だが、「佐藤委員と木内委員は、共同声明が「物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率 2%とする」と記述している点について反対した」ということである。

白川議長

それでは、当面の金融政策運営に関する対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

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

[12 時 32 分政府からの出席者入室]

採決の結果を申し上げる。「物価安定の目標」については賛成 7、反対 2 であった。それから政府と日本銀行との共同声明の議案だが、賛成 7、反対 2 であった。それから宮尾委員の提出の議案だが、これは賛成 1、反対 8 であった。あとは全員一致である。

VII. 議事要旨（12 月 19、20 日開催分）の承認

白川議長

最後に、昨年 12 月 19、20 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは、議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議事要旨の承認である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、25 日金曜日 8 時 50 分  
に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を全て終了する。次回は、2 月 13、14 日に開催する  
予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に  
出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示す  
る取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席

者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しくお願ひする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時間は12時47分である。

白川議長

解禁時刻が12時47分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願ひする。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42分閉会)

以 上