

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年3月6日（14:00～16:38）

3月7日（9:00～12:19）

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（6日）  
山口俊一 財務副大臣（7日）  
内閣府 石井裕晶 政策統括官（経済財政運営担当）（6日）  
松山健士 内閣府審議官（7日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	福永憲高
政策委員会室企画役	橋 朋廣
企画局企画調整課長	菅野浩之（7日 9:00～9:07）
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	須合智広

## 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。本日の議事進行だが、金融経済情勢に関する執行部報告である。明日は、最初に資産買入等の基金によるETF等買入れにかかる受託者選定基準の一部改正に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五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2月13、14日開催の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、内閣府からは石井裕晶政策統括官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、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、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。その前に概況であるが、国際金融資本市場では総選挙後のイタリア情勢を巡る不透明感の高まりを背景として、欧州市場を中心にリスク回避の動きが広がる場面がみられた。もっとも、その後行われたイタリア国債入札の堅調な結

果などを受けて、イタリアを含めて巻き戻しの動きがみられており、これまでのところ、イタリア情勢への警戒感を引き金に投資家心理が大きく悪化するといった展開にはなっていない。わが国に目を転じると、円相場については昨秋以降の円安基調に一服感がみられているが、そうした中でも株価が振れを伴いつつも上昇し、債券市場ではイールドカーブ全体に一段の低下圧力がかかっており、既往最低水準を更新するゾーンもみられるなど、政策運営を巡る思惑が根強い展開が続いている。

資料の図表 2-2 をご覧頂きたい。(2) のユーロの資金市場であるが、3 か月物のユーロ L I B O R - O I S スプレッドに大きな変化はないが、6 か月物など長めのタームでは低下している。すなわち第 2 回 3 年物 L T R O の期限前返済の初回分が予想比大幅に下振れたことを背景に、過剰流動性の減少に伴う金利上昇予想が後退したことや欧州情勢を巡る不透明感の高まりを受けて、長めのユーロ L I B O R がドイツ短期国債利回りや O I S レートの低下を伴う形で低下している。こうした中、E O N I A スワップのフォワードレートは下方シフトし、市場が過剰流動性の減少を契機に E O N I A の上昇を見込む動きが後退した様子が窺われる。なお、今回の期限前返済額の予想比下振れの背景については、第 1 回目の 3 年物 L T R O の期限前返済時にまとめて返済を行った先が多かった可能性や、総選挙を前にイタリア系金融機関が返済を見送った可能性などが指摘されている。

(1) のドル L I B O R の推移にあるように、ドル資金市場では米国 M M F によるフランス系銀行への無担保資金放出の積極化などもあって、ドル L I B O R が長めのタームを中心に緩やかに低下している。また図表 2-3 にあるように、ドル転コストも落ち着いて推移をしている。

図表 2-4 (2) の米国の長期金利であるが、歳出自動削減の発動期限を控え投資家の様子見姿勢もみられた中で、概ね 2% 近傍での動きを続けていたが、足許にかけては欧州情勢を巡る不透明感の高まりなどから 1.8% 台まで低下するなど、年明け以降の緩やかな上昇の動きがやや巻き戻された格好である。市場では先行き 2.0% を上抜けするレンジシフトの可能性は引き続き意識されているものの、F e d による緩和継続期待が根強い中

で、目先の米国景気の足取りの弱さや米国財政協議の帰趨などを材料に、当面は1.8%前後への金利低下の可能性も意識されている。ドイツの長期金利は、軟調な欧州経済指標に加え総選挙後のイタリア情勢を巡る不透明感の高まりを背景に、大きめに低下している。イタリア長期金利については、ここにはないが、一旦5.0%に迫る水準まで大きく上昇した後、総選挙後のイタリア国債入札で底堅い需要が確認されたことなどが好感され幾分水準を戻しているほか、スペイン長期金利は低下しているなど、現時点では金利上昇圧力が周縁国全般に強まっている様子は窺われていない。

図表2-4(1)のわが国金利であるが、10年債利回りは米国の長期金利が低下する中で一段の緩和期待の高まりもあって、V a Rショック以来の水準である0.6%台半ばまで低下している。市場では、堅調な本邦株価や米国長期金利上昇の可能性が引き続き金利上昇要因として念頭にあるものの、緩和期待を背景とした需給タイト化観測が根強い状況である。この間のイールドカーブの動きを図表2-5で確認すると、基金長期国債買入れの対象年限の長期化観測もあり、5年債金利が既往ボトムを更新するなど中期ゾーンへの金利低下圧力の強まりが窺われるほか、超長期ゾーンでも既往の株高を受けた年金勢によるリバランス目的の株売り・超長期債買いに加え、このゾーンの金利低下を見込んだ一部都銀によるデュレーション長期化の動きなどもあって大きめの低下となっており、超長期ゾーンを中心にフラット化した形である。

図表2-6(2)の短国流通レートであるが、付利金利引き下げへの警戒感が残る中で基金短国買入れによる需給タイト化が意識され、いずれのタームも低下している。発行レートもいずれのタームでここ数年の最低を更新している。図表2-8(2)のC P発行レートをご覧頂くと、C P発行金利は、一部の電機で高めの水準となっているが、総じてみれば低位で安定的に推移している。それから図表2-9(2)で米欧の社債市場をみると、流通スプレッドは欧州周縁国でイタリア情勢への懸念の高まりから小幅に拡大しているが、総じてみれば米欧とも横ばい圏内での推移となっている。(1)は国内社債市場であるが、業況不芳を背景にスプレッドが拡大し

た状態を続けている電力や一部電機銘柄で緩やかな縮小基調にある。こうした中で、発行市場では、昨年末にかけて発行がやや鈍っていた電力債について、原発再稼働など電力政策への期待を背景に、厚めのスプレッドながらも起債が活発化しており発行環境の改善が窺われる。

図表 2-11 (2) の米国の株価であるが、欧州情勢への警戒感の高まりなどを受けて下落する場面もみられたが、良好な米国の経済指標やFRB議長の手派的な発言などを素直に好感し、NYダウは史上最高値を更新している。先行きについては、決算発表が一巡し一段の上昇には新たな材料が必要との声が聞かれる中で、米国財政協議や欧州情勢を巡る不透明感が重石として意識されているものの、引き続き緩やかな米国景気の回復と企業収益の上向き予想を前提に、緩和的な金融環境がサポート材料となる中で堅調な地合いを見込むという声が聞かれている。(3) の欧州株価であるが、イタリア情勢を材料に調整する場面もみられたが、その後値を戻しており、期間を通じてみれば、イタリアなどを除き極く小幅に上昇している。一番上のわが国の株価であるが、円安基調が一服する中でも上昇している。欧州発のセンチメント悪化が意識されつつも先行きのわが国の政策運営の期待が持続するもとの、相応の出来高を伴いながら出遅れ感のあった内需関連株などへの物色も指摘されるなど、相場の底堅さを意識する声が多く聞かれている。こうした中で個人投資家の売買高が増加基調にあるが、これまでのところ、信用取引など短期売買が中心とみられており、相場の持続性を占ううえで、長期投資を行う個人投資家の動向が注目を集めている。図表 2-13 の東証REIT指数であるが、個人や海外投資家による旺盛な買い意欲を背景に大きく上昇している。こうした状況について市場参加者からは、個人は引き続き配当利回りの安定性と水準に投資妙味を見出しているほか、海外投資家は海外主要REIT市場対比でみた割安感に加え、先行きの本邦不動産価格上昇に伴うREIT純資産価値の増加期待も強く、買い余地ありとの見方が多いことを踏まえると、当面良好な需給環境が続くとの声が聞かれている。

図表 2-14 (2) の主要 3 通貨の名目実効為替レートであるが、昨秋以

降続いてきたユーロ高基調、円安基調に一服感がみられている。(1)のドル／円相場をみるとG7、G20の声明やイタリア情勢を材料に振れを伴う展開を辿っており、期間を通じてみれば、概ね横ばい圏内での動きとなっている。この間、ユーロ／ドル相場は、欧州経済指標の予想比下振れに加え、イタリア総選挙の結果を受けた不透明感の高まりから、やや大きめに下落しており、それまでのユーロ高基調が巻き戻された姿となっている。図表2-15(2)のドル／円のリスク・リバーサルをみると、1か月物で小幅のドル・プット超に転じる場面がみられるなど、短期的には円高方向への巻き戻しリスクが相応に意識されている様子が窺われている。もっともここには示していないが、1年物といった長めのタームでは、依然ドル・コール超が維持されており、やや長い目でみれば、引き続き円安期待が強いという様子が窺われる。

ここで図表1-1の金融調節の実績の推移であるが、当座預金残高は、前回会合以降、概ね40兆円台前半で推移している。図表1-2の業態別当座預金残高をみると、引き続き、都銀が当座預金付利金利の引き下げに備え、金利低下の際にキャピタルゲインが得られる短期国債等の保有を増やす一方で、超過準備を抑制するスタンスにあることが窺われる。短期金利は、潤沢な資金供給のもとで無担保コールレートは調達訓練等のケースを除き0.07%台または0.08%台で推移した。この間、レポレートは0.10%を下回るケースが常態化しており、足許では0.07%程度まで低下している。これは、本行が基金短期国債買入れを積極的に進めるもとで証券会社の在庫ファイナンス負担が減少していることに加え、短国レート的大幅な低下を受けて、投信等の当預付利非適用先の一部が運用を短国からレポにシフトしていることによるものである。

図表1-3は最近のオペ結果である。通常为国債買入れは、3月4日にオファーした残存1年以下の買入れにおいて落札決定利回り較差が-0.075%となった。当該ゾーンの基準利回りは0.060%から0.080%となっていたので、一部の先からは-0.005%というマイナスレートで国債を買入れた形となった。本行オペにおけるマイナスレートでの買入れはこ

れが初めてのケースとなる。次に基金オペであるが、固定金利オペについては、前回会合以降1か月弱まで期間を短縮してオファーした結果、札割れが大幅に減少し、一頃21.8兆円まで減少した固定金利オペの残高は足許で24.2兆円まで回復している。その背景としては、付利下げリスクの低い短めのターム設定であるということに加え、これらオペの期間が税揚げ等に伴う資金不足期であったため、銀行勢の積極的な応札がみられたことが指摘できる。もっとも、今後、付利下げリスクが一層意識される可能性や、3月下旬以降、大幅な資金余剰に転じることを踏まえると、オペ残高の維持については決して楽観できる状況ではない。また先程申し上げたように、レポレートが0.10%を下回る水準まで低下するもとの、証券勢からの応札が大幅に減少していることも気掛かりである。実際極く足許では再び札割れが生じている。短期国債買入れは、昨年末から減少した固定金利オペの残高を補うという狙いもあり、6月末の残高目標の19.5兆円を幾分前倒しで達成すべく買入ペースを加速しており、足許の残高は14.4兆円となっている。こうしたもとの付利金利引き下げの警戒感も相俟って短期国債の需給が次第にタイト化しており、発行レート、流通レートは3か月物を中心に大幅に低下している。この結果、一頃、右下がりとなっていた短期国債のイールドカーブは、0.05%程度でほぼフラット化している。オペにおける買入レートも大幅に低下しているが、概ね市場実勢並みと評価できる。オペ運営に当たっては市場における短期国債の需給環境に配慮し、毎週の3か月物の発行入札の後には多めの金額でオファーし2回目のオファーでは金額をやや控えめにするといった工夫を講じている。次に国債買入れであるが、2月前半は早期の追加緩和の思惑などから2年債の需給が極度に逼迫したため、暫くオペのオファーを控えていたが、需給環境に配慮しながら再開しており、前回会合以降段階的に金額を増やしながらか3回実施した。残存1~3年の市場レートは足許概ね0.04~0.05%となっているが、基金オペの落札レートも市場実勢並みとなっている。こうした状況が続けば、今年度前半の2.1兆円という巡航速度の買入れに戻すことができるのではないかとみている。次に、社債買入れであるが、2月13日

及び3月1日にオファーしたが、3月1日オファー分では昨年4月の買入対象年限拡大以降、初の札割れとなり、落札決定レートも0.00%まで低下した。これは発行残高の大きい大型銘柄が軒並み買入上限1,000億円または発行額の25%という上限に達しており、まとまった金額での応札が減少していることによるものである。3月に償還される銘柄も多く、来月以降幾分持ち直すものと見込まれるが、社債についてはそもそもセカンダリー市場での取引が少ないうえ、個別銘柄の需給に左右される部分が大いいため、安定的な買入れは難しいというのが実感である。CP買入れについては、市場における発行状況等を踏まえながら、3,000億円ないし4,000億円で月3回のペースで実施している。応札は引き続き順調であり、落札レートも概ね市場実勢並みとなっている。ETFについて一回買入れを行った。以上の結果、3月5日時点での資産買入等基金の残高は72.3兆円と前回会合時点の67.3兆円対比で小幅ながら増加している。最後に、米ドル資金供給オペであるが、実質応札ゼロが続いている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

固定金利オペは、次回会合に向けて非常に厳しいと思うが、ここから先はどういった工夫が考えられるのか。今までは短期化という工夫をされていたと思うが、この先1か月、次回会合に向けてできるだけ資金を供給するために何らかの工夫は考えられるのかという点が一つである。

二つ目は、GCレポレートで0.1%を大幅に下回るレートが常態化しているという指摘があった。過去をみると、何らかの季節性なのか期末と関係あるのかもしれないが、3月辺りに下回っている時期があり、今回はそれとは別で常態化する可能性がある動きなのかどうか。

三番目は、国債買入オペについては金利の水準は大分下がったが、平均レートと落札レートの乖離も非常に小さく、大分安定してきた。付利下げ



観測があって、国債をできるだけ手離したくないということであったが、既にそれが市場の価格、金利に織り込まれたので、これについては前回の会合よりも安心してみられる状況になったと言えるのかどうか。以上三点、教えて頂きたい。

#### 青木金融市場局長

固定金利オペの工夫という点であるが、われわれの使い得る工夫とすると、マーケットでレートに急速に下方圧力がかかっているような場合に、間を空けてオファーするというように、間隔を空けていく、あるいはオファーする金額を調整するというようなことがあるが、考えられるのはその二つ位しかないと思う。ただ、間隔を空けるにせよ、金額を少し小さくするにせよ、最終的には残高にコミットしているので、段々その積み残しが増えていくという意味では、あまりこれを多用し、いつまでも続ける訳にもいかない。そういう意味では、使い得る手段はその辺であるが、沢山使うことはあまり現実的ではないという感じがしている。

二番目のGCレポレートであるが、この水準が絶対かというところは分からないが、レートがやや低めになる事情については、レポに対する需要と供給の両面の要因がある。需要については、われわれが短期国債をがんがん買っているということもあるし、金利低下期待で都銀やその他のプレイヤーも短期国債を抱えようとしているので、基本的に証券、短資会社といった業者における短期国債の在庫が薄くなっていくという傾向はあるので、先程も少し申し上げたが、業者の在庫ファイナンスの必要が薄れていくということで、いわゆるレポ資金を取る需要の方が薄くなっていくということはあるのだろうと思う。一方レポ資金の供給側をみると、これは増える方向にバイアスがかかっていると思う。例えば、生保や年金が今まで短期国債を買っていた訳であるが、短期国債が0.048%といったようなレートになってきているので、短期国債運用よりは0.07%貰えるレポの方が望ましいということで、レポ資金の供給が増えるというバイアスがかかっている。オペを一杯やって短期国債レートに下方圧力をかけてい

けばいくほど、そういった人達はレポの方に出してこようとするのでレポレートも下がって行くということになるので、需給両面からレポレートには下押しの圧力がかかっていると思う。前者の証券会社の在庫ファイナンスが減るということについては、この結果、レポ資金のニーズが小さくなると、レポを出しているのは付利先の人と非付利先の人という訳であるが、付利先の方は0.1%目線で出そうとするが、非付利先はゼロより上なら何でも良いという感じになっている。やや極端な言い方をすると、証券や短資のレポ資金の取りニーズが減ってくると非付利先が出すレポで充足されてしまう。それで全部カバーされるようになるとレポレートが下がって行くという面があるので、そういうメカニズムでレポレートには下方圧力がかかりやすいのだろうという感じがしている。ただ、最初にも申し上げたが、今のレベルからもっと下がるということを予言している訳ではない。圧力としては下向きということである。

次に国債買入れであるが、ここのところレートが安定してきたというご指摘で、実際そのとおりだと思う。レートを安定させる過程で、基金による長期国債買いを少し間引いたりしたために、例えば2月の長期国債買いは、本来は2月に月間1.9兆円買入れて44兆円に向かっていくと思っていたが、結局0.7兆円しか買えなかった。そのお蔭でというに変であるが、そういうこともあって、レートを何とか安定させ得たと思っているが、その代償として積み残しが沢山できてしまっている。この積み残しの分をメイクアップしなければならないので、これから年央にかけて1.9兆円と思っていたものを毎月2.1兆円に引き上げなくてはならない。その後は、年末に向けて月に大体2.5兆円買っていき、加速していく。2.1兆円や2.5兆円というものの大きさであるが、1~3年ゾーンで新規供給がある2年債は新発が4月から毎月2.9兆円出てくるだけであり、全部が全部新発2年債を買う訳ではない。イメージとしては、2.9兆円出てきたうちの2.1兆円あるいは2.5兆円、すなわち7~8割を基金で買う。形としてはそういうことになるので、かなり負担がかかってくると思う。従って、このゾーンの金利にはまだこれからも下げ方向の圧力がかかっていくということ

であり、一旦レートが落ち着いたからこれでもう安心とは思っていない。この先も下向きの圧力がかかり続けると予想している。

#### 森本委員

今の質問に絡んでオペ上の工夫ということであるが、今の資金余剰感のもとでオペに非常に苦勞されているが、この長期国債についても、2月は7,000億円で今後少し加速していかなければならないということであると思う。2月は3,000億円と4,000億円に金額を絞ったりして色々と何とか上手く調節しながら進めたということであるが、これはこの前石田委員もおっしゃったが、例えば、1回3,000億円以上一定額というように若干ブラインドにしてのオペのやり方等、オペ上の工夫はできないものなのか。

輪番についても、1年以下はこういう金利になった。これは銀行券需要に対して供給していくということであるから、対外的には3,100億円や2,500億円というようにきちんとスケジュール的に全部発表している訳であるが、月間1.8兆円で例えば毎回総額はいくらで、年限別の金額は毎回ごとに少し調整できるとか、これからどんどん基金の金額が増えてくるので、こちらもしんどくなってくると思う。小手先のことを言うのは少し気が引けるが、例えば、輪番などについても各年限について毎回最低いくら以上で月ごとの総額はいくらというように、オペについてこれから厳しくなっていく中で、変化球というか、何かそういった検討をしていく余地はないのかと思っている。

#### 青木金融市場局長

後者の方の年限別のところは、やや政策的な問題になってくるので、そこは私共からは何とも申し上げようがないが、前者の例えば基金の長国買いでブラインド、およそこの位とか、最低いくらという形でその落札金額を…。

## 森本委員

目途はないといけない、あった方が良くと思うが、読まれ切っていると言うと変であるが、完全にスケジュール的にやるというよりも、もう少し変化球があって良いのではないか。

## 青木金融市場局長

前回の言葉をお借りすると、「足元をみられる」ということであつたと思うが、その点については先程申し上げたように、われわれが2月に行った工夫は、もう少し単純に量やタイミングでの工夫であるが、その時も最後に思ったのは、残高目標にコミットしているので色々工夫しても「結局は日銀はこれだけ買うのだろう」ということで、「足元をみられる」ということでは同じことであつた訳である。従って、毎回の落札額で少し金利が下がり過ぎるから切ってしまうというようなことをやっても、結局は落札額が減ることになり積み残しが出ていくという意味では、先程申し上げた2月にやった工夫と同じような問題が起こってくるのではないかと思う。何も工夫しないということを行っている訳ではなく、色々考えて知恵を絞っていこうとは思っているが、おっしゃった落札額をコントロールしてということについては、今はそういう感想を持っている。

## 白井委員

二つある。先程の説明で、国債は1~3年のところでは、2年物の2.9兆円の発行のうち2.5兆円位をこれから買って行く訳である。7~8割というのはかなりドミナントであるが、流動性などで何か懸念するような声は市場からはあがっていないのか。

もう一点は、先程のGCレポレートの説明で、今0.07%まで下がっているのは需要と供給側の要因からきているということであつたが、過去の局面でもかなり下がっている時があるが——先程のグラフでは2011年3月、11月であるが——、その時とは需給環境など理由が違うのか、また今までも同じようなことがあつたのか。

## 青木金融市場局長

後者の方からいくと、過去とは違う大きなファクターがあると思う。やはり相当な量の短期国債を買っているというところである。そういう意味で、業者の在庫にかなり大きなインパクトが及んでいる。過去は、期末などでマーケットの資金の在が高が振れる時にレポレートが一時的に上がる、あるいは下がるということはまま起こることであるが、今回は先程申し上げた短期国債の買入れという大きなファクターが出てきているということだろうと思う。

また、1～3年を沢山買っていくことによるマーケットの懸念なり、反応なりというところについては、若干あるのは銀行によって行動はずいぶん違うが、一部には、基金が出てきてどんどん買っていくので、自分達はもう少し長い方のゾーンに出ていこうという動きが大手の銀行の中でもある。例えば、1～3年であれば5年に移っていく、5年まで行くかもしれないと思えば——今、実際あるが——、6～8年に出て行くという動きもある。この間の日本銀行の輪番オペをみても、2月中の輪番オペでもそういうのがあったが、例えば1年以下の輪番でずいぶん短いところを売ってくる銀行がある。どうしているのかというと、そこを売って5年に行くというやり方である。それからこれは1年以下のところなので少し話が違うが、逆に1～10年ゾーンでも、1～3年のところを売って6年以上の方に行っているというのもあった。初めに申し上げたように短いところを抱えてしがみつくと構図は、基本的には変わっていない。短いところを持って、その金利低下で儲けようという基本的な構図は全く変わっていないが、極く一部にそうやって長い方へ逃げていこうという動き、どうせいずれ皆長い方に行くのだから先回りして長いものを買っておこうという動きが、みられ始めているということであると思う。

## 佐藤委員

短期国債買入れであるが、残高が10兆円を超え始めた位から金利低下

のペースが加速しているというイメージを持っている。短期ゾーンにおける一段の金利低下を狙って残高の積み増しを決めている訳であるので、そういう意味では狙いどおりの効果が出てきているというようには思うが、思いの外、金利低下のペースが速いという印象を持っている。あるいは、時期的に例えば春先や年央に来るのかというように思っていたら、それが早くも2月、3月に来てしまったという感じではあるが、その点で気になるのは、当初狙っていた効果が出てきているということで私としては前向きに捉えたいと思うが、固定金利オペとの兼ね合いで、固定金利オペの最近のオペの入りをみると1か月物でもこういった札割れが起こっているので、どう考えても持続可能ではなくなってきたり、テクニカルではあるが、固定金利オペから短期国債への振り替えということも将来的に考えなければならないと思う。年末の短期国債の積み上げの目標が24.5兆円であると10兆円積み上げるということで、加えて仮に固定金利オペを振り替える——5兆円になるか10兆円になるか分からないが——というようなことになると、今でも14兆円強のところまでここまです給がタイトになってきているので、果してこの先、このオペレーションは持続可能なのか、買えるものがあるのかというところが少し心配になってきた。その辺りはどうか。

#### 青木金融市場局長

短期国債を買えるかどうかというところは、マーケット環境次第という面もあるが、単純に物量で考えると、少し大雑把であるが、短期国債は今130兆円位ある訳である。雑な計算であるが、そのうち海外中銀などの海外投資家が50兆円位持っている。あと都銀などの担保需要として、大雑把に20~30兆円位——そのうち10兆円は日本銀行、その他は決済機関などに入っている——あると言われている。それから日本銀行が今15兆円買って持っている。そうすると、50兆円と25兆円と15兆円で90兆円ははまっている。海外投資家もその時にはロールオーバーを続けているので、計算上は今日から40兆円は買えるということになる。モノはあるのかと

言われると、計算上はあるということになる。あとは、買っていく中で金利がどうなるのかということであるが、極く最近までは月 6 兆円買っており、これからは月 8 兆円、年末が近づくと月 10 兆円買うというように加速していく訳である。月 10 兆円の世界というのは、週に 2.5 兆円ということになるが、この間、固定金利オペが入らないので埋め合わせようと思ひ、短期国債を少し加速し毎週の発行と発行の間に 3 兆円買ったことがある。その時にレートが急低下したという経験があるので、月に 10 兆円が近づいてくるとレートに下押し圧力がかかる。それは狙っていたとおりであると言え、それはそれで何の問題もないのかもしれないが、ただ相当な低下圧力がかかるということは間違いないと思う。

#### 木内委員

長期国債の買入れに関し、もう一つだけ質問がある。今後さらに長期国債を買い入れていった場合、新発レートとのスプレッドがやや開いていくということが、どこかの時点で起こり得るのではないかと思う。2 年債で 7~8 割を基金で買っていくということになると、金融機関が新発で買って日本銀行に投げるといふサイクルになり、僅かかもしれないがそのスプレッド分だけ補助金を与えるような形になる。それでも、金利が下がるのはそれなりの政策効果があるという考え方はできると思うが、オペレートが下がっていき、新発が下がらずにオペレートだけ下がっていくような状況になった時に、果してそれが当初基金の買入れで想定したような銀行の貸出金利の引き下げに繋がっていくのかどうか。いかないのではないかと思っている。新発レートが下がり、流通レートが下がれば銀行の貸出金利は反映していくだろうが、オペレートが下がっただけでは反映していかないのではないか。もっとどんどん買っていった場合には、政策効果は出ずに補助金的な性格だけが強まっていくというところに陥ってしまうのではないかと思う。オペの落札金利がどんどん下がっても、金利が下がるから政策効果があると言えるのかどうかということである。

青木金融市場局長

少なくとも今までのところは、オペの時に下がり、というようにオペが先導する場合もあるだろうし、流通レートの方が先行する場合など色々あると思うが、基本的には、長期国債の場合は、一応、発行レート、流通レート、オペレートがばらばらになるということではなく、同じレベルに収斂しながら下がっていく、足並みを揃えながら下がっていくようにはなっていると思う。この先どのようなことが起こるか分からないが、今までのところは発行レートとオペレートとの乖離が表面化しているとは思っていない。

門間理事

貸出レートとの関係で言うと、例えば資料-1、2（参考計表）【追加】の図表2-8をご覧頂くと、T I B O Rも足許わりと明確に下がっている。短期金利全般が下がってくればそれなりにT I B O Rにも影響があり、それは貸出金利にも影響があり得るということだと思う。

木内委員

例えば、もっと先の話であるが、新発がゼロに近づいてしまうような状況になってくると、スプレッドが出てきてしまうのではないかと思う。

青木金融市場局長

そういう可能性もあるかもしれない。

門間理事

そこは補助金というよりも、まさにオペも活用しながらどのようにディーリングするかという金融機関の行動の話なので、それ自体が、予め良いとか良くないとかという性格のものではないと考えている。



## 佐藤委員

社債買入オペであるが、3月1日の落札決定レートがゼロということで、その理由として大型銘柄が概ね買入れの上限に達してきているということだったと思うが、このオペも果して今後安定的に運営できるのかどうかということである。新年度以降、発行が出てくれば買える余力も出てくるということなのかどうか。ただ、それにしてもそろそろ限界にきているという気もする。

## 青木金融市場局長

社債オペは、買入残高が3兆円を少し超えた位まできている。この先買入残高をどんどん増やしていく訳ではないが、よく名前を聞く15~20社位のいわゆる大型銘柄は、かなりの部分が上限——25%の上限もあるが、主に1,000億円の上限——に当たっている。そもそも流通市場は小さいが、そこが買えなくなってしまうと、中小型銘柄が入ってくる訳であるが、これはもっと流通市場が小さく、なかなか札が入りにくくなってくる。これは少し前から既に起こっていることではあるが、若干とはいえ買い増しをしていく中ではそこがよりきつく出てくるというのが、一つあると思う。ただ先程も申し上げたように、3月後半はかなり償還があるので、日本銀行が買い取ったものも償還され、上限に当たっていたものが償還で減り天井が空いてくる。そうすると大型銘柄も若干買える場面が出てくる。4月は、状況は少し良くなるかもしれない。ただ、一瞬天井が空くということかもしれないが、あっという間に大型銘柄が持ち込まれ、天井に達するというようなことになり苦戦が続くという状況には変わりがない。それからもう一つ、少し気にしているのは、この間札割れした訳であるが、札割れしてかつ足切りが0.00%であったが、これはどういうことかということ、もしマイナスで応札していたらそれが通っていたということである。そのことをみた応札者が下を狙ってマイナスの札などを入れてくるようになる、そういうリスクというか可能性もあるので、次回からの社債オペについてはその辺も注意してみたい。

佐藤委員

先程の言葉だが、ますます「足元をみられている」という感じになってくる。

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、海外経済情勢に移りたいと思う。

外山国際局長

海外経済、国際金融の現状評価についてご説明申し上げます。資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明するが、まず全体観を掴むために、図表1の製造業PMIのグラフをご覧頂きたい。グローバル製造業、生産PMIをみると、2月は51.8と1月の52.3に比べ僅かに低下したが、(2)の米国、(3)のユーロエリアで受注・在庫バランスが改善するなど、先進国を中心に緩やかな持ち直しが持続していると判断している。

まず、米国経済であるが、図表2－1(1)で昨年第4四半期のGDPは、純輸出が上方改訂された一方で、政府支出、在庫投資が下方改訂されたため、全体では前期比－0.1%から＋0.1%への小幅の上方改訂となった。ただ、建設支出統計の遡及改訂から、第3回推計値でも今少し上方改訂される可能性が残っている。給与税減税の打ち切りで注目される年明け後の個人消費であるが、(2)の1月の可処分所得が特別配当要因の反落もあって、1959年の統計開始以来最大の減少となる中で、サービス消費を中心に堅調さを維持した。また、図表2－2の(1)にあるが、2月の自動車販売台数も年率1,567万台と1月を若干上回る水準となるなど、堅調な販売が続いている。一方、図表2－1(4)の消費者・中小企業コンフィデンスのう

ちミシガン大学指数、あるいは(5)の消費者コンフィデンスの内訳のうち、コンファレンス・ボード指数等のコンフィデンス指標は年末を挟んで一旦大きく低下した。その後、これらの指数は幾分持ち直しているが、仔細にみると、将来の景気や所得についての期待は弱い動きとなっており、また(6)のガソリン価格の上昇とも相俟って、消費が先行きも堅調さを維持できるかどうかは、なお予断を許さない状況だと考えている。一方、住宅セクターであるが、図表2-2(2)の住宅着工件数、あるいはグラフにはないが住宅販売件数など、緩やかにではあるが着実に改善傾向を辿っており、つれて(3)の住宅価格も上昇している。これが、いわゆる水面下のモーゲージ世帯を減少させるとともに、先高観から需要を誘発する好循環が生まれつつある。一方、企業セクターについてみると、(5)のISM雇用指数は、生産や輸出受注に関する判断の改善を受けて、これまで低迷していた製造業でもはっきりと持ち直している。また、(6)の航空機を除く非国防資本財受注も1月は+6.3%と大きめの伸びとなり、設備投資の先行き回復への期待を繋いだ。この間、3月1日が期限であった歳出に関する協議が整わなかったことから、財政統制法による自動削減条項が発効することとなった。すぐさま影響が発現する訳ではないが、今後の議論の帰趨や実体経済及び市場動向への影響を注視していきたい。

次に、図表3の欧州経済であるが、(1)ユーロエリアの昨年第4四半期のGDPが前期比年率-2.3%と5四半期連続でマイナス成長となるなど、緩やかな後退局面が続いている。マイナス幅が大きく拡大したのは、イタリア、スペインでマイナス幅が拡大したほか、ドイツやフランスでも総固定資本形成や輸出の減退からマイナス成長に転落したためである。もっとも、ユーロエリア全体でみると、(2)の個人消費や総固定資本形成等、内需の弱さが際立っている。(3)に欧州委員会が公表している実質GDP見通しを示しているが、2013年見通しが下方改訂されているグラフをみても、内需がさらに落ち込むことが想定されている。やや愁眉を開いているのは、(5)の輸出受注に関するPMI、あるいは(6)の製造業・消費者のコンフィデンスに関する指標であり、結果として外需への依存度合が強まって

いるという状況である。次に、図表 4-1、図表 4-2 で周縁国国債の利回りないしスプレッドを掲げているが、2 月 24~25 日に実施されたイタリアの総選挙の結果、政治的混迷が深まり改革モメンタムが大きく低下するとの見方から、イタリアのみならず周縁国国債の対独スプレッドが一旦拡大した。その後、市場の警戒感がやや薄らいだが、必要な財政構造面での調整の程度が、ギリシャやスペイン等と比べれば小さなイタリアにおいても、国民の改革疲れや異議申し立ての気運が選挙結果に反映されたことから、市場が寛容さを失わないペースで改革を続けていくことの難しさが改めて浮き彫りとなったということである。図表 4-3 は欧州金融機関の資金調達環境である。(1) の ECB のオペ残高は、1 回目の 3 年物 LTRO の早期返済が 1,372 億ユーロと市場予想を上回った後、2 回目の分については 611 億ユーロと市場予想を下回っている。2 回目の LTRO 実施の際には、担保基準を緩和することなどを通じ、中小銀行のアクセスを容易化した。このことも返済額が少なめになった要因として指摘されているが、1 回目の返済額が予想以上に嵩んだことで高まっていた金融セクターの状況改善の程度が、思ったほどではないとの見方を強めることとなった。なお、1 回目返済の内訳を IR 資料等でみると、注目されていたスペインの銀行が 440 億ユーロと約 1/3 を占めた。ただ、その多くが大銀行による返済とみられ、残りも中堅銀行による返済であった模様である。スペインの金融システム問題はカハと呼ばれる中小の貯蓄銀行に集中しているが、実際に中小銀行は根強い資金繰りへの不安から LTRO の資金を自行に抱えているとみられる。

次に中国経済である。春節の月ずれで指標がみづらくなっているが、全体としては安定化しつつある。すなわち、図表 5 (1) の製造業 PMI は 2 月 50.1% と前月の 50.4% から幾分低下、(2) の輸出向け受注も 2 月 47.3% と前月の 48.5% から低下したが、統計上の季節調整のクセや春節の月ずれを考慮すると、やや持ち直さないし横ばい圏内での動きと評価できるところである。(3) の春節期間中の小売売上高も前年比 14.7% 増と堅調であった。(4) の住宅価格は明確に上昇に転じていることから、2 月 20 日、

国務院は不動産税の対象地域の拡大等、不動産価格の抑制策を公表したが、これを受け（5）にあるように株価は調整局面に入っている。

図表 6 で N I E s ・ A S E A N 経済であるが、韓国、台湾では（3）の輸出受注が安定化しつつあるが、韓国では自動車、不動産取引にかかる減税措置が年末までに打ち切られたということもあり、消費等は内需が弱く、（1）の生産は一進一退というところである。一方、A S E A N では、（4）の消費者コンフィデンスに表れているように、堅調な内需が持続しているところである。

図表 7-1 と図表 7-2 で国際金融市場であるが、1月の F O M C の議事要旨が公表され、バランスシート政策の出口が早まるとの見方が浮上したこと、中国の不動産価格抑制策が公表されたこと、あるいはイタリア総選挙の結果、財政構造改革のモメンタムが低下する懸念が台頭したことなどから、リスクオンの流れが一服した。ただし、その後、バーナンキ議長の証言等を受けて、金融緩和継続期待から、欧米の株式市場は反転している。また、図表 7-2（4）の昨年末からの騰落率をみると、多くの新興国の株価はなおプラスとなっている。一方、コモディティについては、米国の作況が良好で軟調に推移している農産物に加えて、このところ、中国の需要が目立っては回復しないとの見方から、非鉄金属の価格も下落に転じている。

以上をまとめると、世界経済は、加速感はないものの、全体としてゆっくりと持ち直しに向かいつつあるということである。ただし、先進国経済が米国における財政問題、欧州の政治情勢といったリスクを抱えているほか、新興国経済にも牽引力は乏しく、持ち直しの持続性やテンポについてはなお見定めがたいという状況だと考えている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

## 森本委員

ユーロであるが、イタリアの政治情勢が目先最大の関心事だと思うが、コア国の牽引力という点で、ドイツは、PMIも戻ってきたり、ユーロの水準にしてもあまり心配ないということで、徐々に立ち直っていくと思うが、フランスの方が、ユーロの水準も結構しんどいというようなことを言っているし、失業率もずっと上がっていつている。これからユーロの中で大きなイベントということは特に考えられないが、コア国の牽引力の足並みが少しずつおかしくなっていくのかなと思ったりしている。その辺、フランスの状況について何かあれば願います。

## 外山国際局長

フランスについては、イタリア、スペイン等と比べると状況がそこまで悪い訳ではないが、マーケットでは、かつてはP I I G Sと言われていたのが、最近F I S H——Fはフランス——というような言われ方もしており、フランスの改革がなかなか進行していないことに対して、少し懸念が高まってきていると思う。2008年以降位のU L Cの動きをみても、周縁国では色々な要因でギリシャ等賃金が大きく下がり、あるいはアイルランドでも以前ご説明申し上げたように、産業セクターの構造転換ということもあり大きく下がっているが、フランスのU L Cは上がってきているということであり、競争力がヨーロッパの域内でもかなり減退してきているということだろうと思う。これまで内需がそれでも何とか堅調を持続していたということではあるが、ここにきて、例えば、ドイツとフランスの自動車の販売台数などを比べてみると、ドイツは前年比-2%位であるがフランスは-10%近くまで低下してきている。これは自国内産業の競争力ということもあると思うが、待てる消費について少し購買意欲が落ちてきているといったような形になっている。オランダ政権もその辺当然意識しており、昨年位から労働市場の改革を進めようと努力をしているということだろうと思うが、スペイン等が相当ドラスティックな労働市場の改革——例えば、3四半期連続して売上高が減少しただけでも解雇できるというよう

な改革——を行っているが、そういった改革に比べるとフランスは生ぬるいということで、なかなか競争力を回復するには時間がかかるのではないかとといった見方から、少し懸念が出ているということだろうと思う。

森本委員

当面、大きなイベントも考えられそうもないから、まあまあということか。

外山国際局長

ただ、ヨーロッパ全体の雰囲気、イタリア、スペイン等で悪くなった時には、影響を受けやすい一角になってきているということかもしれない。

木内委員

三点ある。一つは中国の話であるが、不動産関連でやや引締め動きがみられてきており、資金吸収のような形でオペレーションでも引締め気味というような動きが出てきている訳であるが、一方で、全人代で財政赤字の見通しが昨年よりも 2013 年の方が上方修正になっており、赤字の拡大をやや認めるような形になっている。これはどうみれば良いのか。つまり、金融政策で言うと、今までかなり緩くしたものを不動産や物価をみながら緩和姿勢をやや後退させていく一方、財政の方はそれほど後退させないというようなポリシーミックスを示しているのか、あるいは財政のところは景気というよりは今の政権が非常に重視している都市化のためにどうしても必要だということで、歳出増加を容認するというような、マクロというよりは若干ミクロの政策を反映しているのか。

二つ目も中国だが、貿易統計は振れが大きくみにくいが、製造業 PMI の輸出受注指数はかなり落ちてきている。ユーロ圏やアメリカでは輸出 PMI、ISM の輸出受注が結構今戻ってきており、アジアの中でも韓国や台湾では戻ってきているが、なぜ中国だけがかなり下を向いているのか。統計のブレかもしれないが、何か考えがあればお願いしたい。

最後に、アメリカについてであるが、コンファランス・ボードかミシガン大学だったか忘れたが、住宅の売り時判断が結構上がってきている。元々ネットエクイティがマイナスだった人が、解消されてきたので売るとか、解消されなくても損切りで売るといような判断がこの1年ばかりはかなり上がってきている一方で、買い時判断はあまり上がっていない。価格が上がっていると言っても極く僅かであるので、本当にそうなのかと思うが、アンケート調査ではそういう形になっている。そうすると、住宅価格が上がってきたが、ここからかなり供給が出てきて、その結果として、住宅価格の上昇ペースが今までよりも鈍っていき、その結果として資産効果の出方が弱くなるというのが、一つの下方リスクとしてみておく必要があるか。ここも何かお考えがあればお願いします。

#### 外山国際局長

まず、第一点の中国の政策が色々な方向を向いているのではないかということであるが、状況に応じてそれぞれの政策が採られているのでそのようにみえているということかと思う。不動産の引締めについては、ご説明申し上げたように、特に大都市を中心として、このところ顕著に価格が上昇しているので、アフォーダブルな住宅を国民に供給していきたいということが至上命題である政府としては、このところは引締めていくということに変わりがないということだろうと思う。資金吸収については、ご指摘のように、人民銀行が最近短期の資金吸収オペを始め、特に旧正月明けの資金吸収の額が、季節変動を均すよりは大きかったということから、マーケットでは人民銀行が少し吸収姿勢を強化したのではないかといったことも言われた。しかし、年明け以降の窓口指導等の動きも併せてみると、12月までに暦年の計画では抑えられていたということもあり、1月に人民元貸出が大きく出て、同時にシャドバンキングのツールでも相当資金が出ていったのを、2月に入ってから、ある程度続けたりあるいは抑えたりといったような微調整をしているということである。全体としてみると、景気の緩やかな回復のテンポに沿うような形で資金供給を緩やかに増



やしてきているということだろうと思うので、インフレを警戒をして、人民銀行がオペを使って引締め気味に運営しているということではないのであろうとみている。

木内委員

報道では1月の人民元貸出がかなり増えたので、大手行に対して貸出を抑えるよう強く要請してきたのか。

外山国際局長

増え過ぎたのでまた抑えて、その後また少し緩めたと、そういうような微調整を2月には行ったと認識している。旧正月もあるので、2月について読みにくいところもある。一方、全人代の方で、おっしゃるように財政赤字を少し増やしてでも、財政を打っていくことにしたということであるが——マーケットがそれをみて、中央政府が機動的に財政政策を使ってくるということに安心したという受け止め方をしたということでもあるが——、一方では機動的な財政のマクロ運営の一環として、財政政策をある程度機動的に使っていきたいということもあろうが、大気汚染問題をはじめとして、中国の中で色々な歪みが起こっており、どうしても財政のお金を使っていかなければ対応できない分野——防衛費もそうかもしれないが——も増えてきているということなので、そういったものがある程度財政の押し上げをもたらしたということだろうと思う。

木内委員

税収の弱さを反映しているという面はどうか。

外山国際局長

それもあろうと思う。地方と中央政府の税収あるいは歳出のバランスを、段々均していく過程で、財政赤字の許容幅を少し拡大しているというところもあろうかと思う。

それから、二番目のご質問の輸出受注判断は、生の数字でみると確かに1月から2月にかけて落ちているが、先程も少しお話したが、この中国のPMIについては、旧正月があるということもあり、1月、2月が非常に弱く出るというクセがある。今年の場合は、2月に旧正月がずれ込んだので、私共がそういった季節調整のずれとか旧正月の要因を取り除いて季節調整を試みにしてみたところでは、1月から2月にかけてさほど落ちておらず、輸出受注についてもほぼ横ばい位の動きかなという認識をしている。

最後の米国の住宅については、私共がデータ——ミシガン大学指数だと思うが——を読んだところでは、買い時判断も多少上がってきたということで、これは住宅価格の先高観を反映している、あるいは調査の時期にもよるが、Fedの出口が意識をされて将来長期金利が上がってくるのではないかといったようなことも、そういった買い時判断に結び付き、益々購買意欲が高まってきているのかなと読んだ。売り時判断のデータについては、特に注視しなかったのですが、委員のおっしゃったとおりだとすれば、供給が多少増えてくるということもあろうかと思う。ただ、アネクでしかないが、米国の不動産売買の状況などを聞いていると、今は買い手の方が非常に熱心になってきており、良い物件が供給されるとそこにわっと見学者が現れビッドが入ってくるというような情勢になってきているということであるので、ここから在庫が上がってくるということはそれほど心配しなくても良いのではないかと考えている。

#### 中曽理事

中国の金融調節で一点だけ補足すると、中国の金融調節はよく分からないところが多いが、彼らは常態的にはむしろ吸収オペをずっとやっている。つまり、これまでは外貨が入ってきて、外貨買い・自国通貨売りの介入を行なっているので、これを吸収するために常態的な手段として、われわれで言う売りオペをして資金吸収をしていた。

外山国際局長

短いものをやるようになったということである。

中曽理事

そうである。短いところをやるようになったのが特徴であるが、彼らの言うリバースオペというのは、われわれと逆で資金供給オペを指す。日本のあるいは先進国的な観点から売りオペや吸収オペの規模を深読みし過ぎるのも適当ではないかもしれない。

宮尾委員

イタリアの情勢について、政治や選挙の結果を受けて、市場は懸念されたほどは乱れずにある程度落ち着いているという点で、それはそれで結構なことである一方で、むしろマーケットが落ち着いているが故に懸念されるのは、改革がさらに後ずれして、後々の下方リスクをより蓄積するということもあるように思う。なぜマーケットが落ちついているのか。OMTの発動がバックストップであるということなのかもしれないが、イタリアがOMTに手を挙げれば大変なことになるであろう。その意味で、なぜこのように安定するのかというところについて、何かあったら教えて頂きたい。

外山国際局長

選挙結果はご案内のように、下院では中道左派が大きな議席を占めて過半数を得たが、上院ではどこも過半数を占められないという状況になった。マーケットは、選挙の結果を受けて、一時スプレッドはかなり開いたが、その後、中道左派のベルサーニ氏が他党と連立あるいは閣外協議についての交渉を始めるといったようなことを公表して少し落ち着いてきた。その後で、イタリアの国債の入札等が比較的堅調だったといったようなことから、さらに落ち着きがみられているということであろうと思うが、この連立協議ないし閣外協力がどのように落ちつくかというところは、3月下旬

に向けて方向性が固まるまでは、まだ分からないということだろうと思う。今のところ、五つ星運動に対して色々働きかけをしているということのようであるが、五つ星運動の方は信任投票には参加しないとといったようなことも言っており、市場の見方としては、中道右派と中道左派の大連立を選挙法の改正を前提として、あるいは前提としないでやるといったような可能性が一番大きいということである。そうでなければ再選挙というようなことが言われている。もし、大連立ということになると、当然改革のモメンタムがその分低下していくということも予想される訳で、そうなった時に、もう一度またマーケットがイタリアに対して不信任を突きつけるという可能性は残っているということだろうと思う。これはイタリアだけに対する不信任ということではなくて、色々な国で行われてきたドイツ主導のテクノクラートによる改革に対する不信任ということでもあるので、われわれはイタリアに注目するが、他の周縁国は勿論、ドイツ等コア国においても、今回の選挙結果、あるいは政治・政局がどのように展開していくかというのは、非常に大きなインプリケーションを今後持っていくということだろうと思う。

#### 宮尾委員

マーケット関係者の間ではそういうリスクに対する認識は高まっているという感じか。

#### 外山国際局長

一方で、イタリアはモンティ政権のもとで、結構良いところまでできており、財政赤字幅も2012年はStability and Growth Pactで定められている3%を下回るところまでできている。このため、もし大連立になっても、赤字幅がまた極端に大きく拡大するといったことにはならないであろうということも、イタリアについて然程大騒ぎしていない要因かもしれない。ただ、リスクはあるということだと思う。

## 佐藤委員

米国の個人消費であるが、年明け以降の社会保障税の増税の影響をこなして、今のところ全体観としては、非常に底堅いというかむしろ堅調に推移していると思う一方で、現地の人からは消費の二極化傾向がかなり進んできているといったような話も聞かれる。アネク情報であるが。例えば、高額品、美術品等の販売が非常に好調で、オークションなどでもずいぶん高値で落札される一方で、ダラー・ストアと呼ばれる日本の百円ショップに相当するような低価格品を扱う店の売上げが伸びていないとか、あるいは中低所得者向けのスーパーの売上げが年明け以降芳しくないといったような話も聞かれている。背景としては、恐らく国際局の資料で指摘があったと思うが、社会保障減税打ち切り、ガソリン価格の高騰、それからタックス・リファンドが少し遅れているといったような話もあろうかと思うが、もしそういう背景であれば、足許の個人消費の二極化現象があるとしても、一時的なものなのかとも思う。この辺りを国際局ではどのようにみているか、教えて頂きたい。

## 外山国際局長

極く足許強まったという意味では一時的であるが、この10年間、所得格差がずいぶん拡大してきているということでは、かなり構造的な問題ということでもあろうと思う。特に、足許は、富裕層については、45万ドル以上の所得のある世帯については、ブッシュ減税が打ち切れより重い負担がかかるということになったが、しかし株価が上昇してきている、あるいは住宅価格が底を打ち反転・上昇しているということから、資産効果の方は当然富裕層だけに集中して現れるということであるので、従来からの分配の傾向が続いているということと併せて、少しそういった傾向が足許強まっているということだろうと思う。これが戻っていくかどうかということについては、ガソリン価格等の動きが一時的なものであるとすればその限りでは戻るということであるが、減税の打ち切りといった部分については、これからもある程度長引いた影響が出てくる、あるいは恒久的な影

響になっていく可能性はある。ミシガン大学の指数等をみると、低所得者層になればなるほど、先行きの所得とか期待に対して非常に悲観的な見方をしているということであるので、極く一時的なものというよりは、ある程度尾を引いていく問題であるとみておいた方が良からうかと思っている。

佐藤委員

ただ、そういった二極化傾向をこなして、平均としてみた場合にはどうか。

外山国際局長

堅調と言える。

佐藤委員

減税打ち切りの影響については、取り敢えず、今のところはっきりとしたことは分からないが、もう少し見定める必要があると思う。

外山国際局長

2月までのデータだけでははっきりしたことが言えない。図表2-1(3)の週次の売上げデータをみると、1月以降は少しレベルが切り下がった中でジグザグを繰り返しているので、もしこれが月次データにも反映されてくると、消費については、大崩れはないとしても、寄与度が少し下がってくるかもしれない。その辺はまだ見極めがたい。

白川議長

他にないか。ここで一旦休憩を取る。

(15時26分中断、15時33分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは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、最後に本日お配りしている資料－4（参考計表）【追加】で雇用のご説明をしたい。

まず、図表1の10～12月の2次QEは今週金曜日に公表予定であるが、先般の法人季報を踏まえたイメージだけ申し上げておきたい。設備投資が、恐らく上方修正されるだろうということで、全体としては若干の上方修正、前期比でゼロないしは若干のプラスとなる可能性が高いのではないかと思っている。

続いて、図表5の輸出入であるが、通関輸出は前月比でみて11月+0.2%、12月-0.5%と横ばいないしは微減にとどまった後、1月は+2.2%と増加している。四半期でみても、1月の10～12月対比は+2.0%と、2期連続大幅減少の後、プラスに転じている。この1月の計数は、春節の月ずれによって実勢以上に押し上げられている可能性などには注意が必要であるが、まず第一に、日中関係悪化の影響が薄れてきていることや、第二に、海外経済にも持ち直しに向けた動きがみられることなどを踏まえると、全体としては、減少というよりは、下げ止まりつつあるという判断で良いのではないかと思っている。一方、輸入であるが、1月が前月比で+2.6%、1月の10～12月対比が+2.5%と増加に転じている。これは、基本的には昨年10月の環境税導入に伴う素原料の振れを反映したものであるが、細かくみると、昨年夏以降落ち込んでいた資本財・部品などにも下げ止まり感が窺われているので、輸入にも基調の変化が表れ始めている可能性が考えられる。図表7で輸出の地域別、財別をご覧頂くと、2013年第1四半期は、米国が-0.5%、東アジアが-0.7%であり僅かなマイナスにとどまったということになる。ただ、東アジアについては、中国、台湾、香港、シンガポール辺りが下げ止まりないしは増加しているが、春節前の輸出集

中が影響しており、割り引く必要があると思う。また、日本のメーカーに聞くと、中国については、春節明け後も、建設機械メーカーなどは、今のところ手応えは期待ほどは感じられないという見方が多いようである。また、EUが+3.9%、その他が+4.4%と両方とも増えているが、これには船舶など一時的要因も影響しているということである。財別をご覧頂くと、まず中間財がアジア向けを中心に少しプラスに転じている。自動車関連も持ち直している。資本財・部品も下げ止まりの兆しが窺われ始めている。一方で、情報関連については、2012年第4四半期がプラスになった後、2013年第1四半期が-7.9%となっており、iPhone5の伸び悩みによるものと考えている。これは、ある程度予想していた訳であるが、少し大きめの落ち込みかなと思う。企業から聞くところでは、他の携帯向けも部品の受注が増え始めた、あるいはタブレット向けは良いという情報もあるので、情報関連については多少の振れを伴いつつも基本的には大底であるとの判断に変わりはないが、引き続き注視が必要であると思っている。以上のように仔細にみると、良い材料もあるが不安な材料もなお入り混じっており、現時点で明確に下げ止まりないしは持ち直しと判断するには少し早いと思う。今後の方向性としては、第一に、海外経済の持ち直しに向けた動きが出てきており、グローバルな設備投資の抑制に歯止めがかかる兆しもみられるということ、第二に、円高修正の動きが定着しつつあり、価格競争力の改善も期待できるといったことなどから、次第に持ち直していくとみて良いと思うが、予断を持たずに注視していきたいと思っている。

続いて、図表14の企業収益であるが、法人季報の売上高経常利益率を全産業・全規模で見ると、2011年10~12月の3.41%から1~3月に3.77%まで上昇した後、横ばい圏内であったが、10~12月は3.96%とさらに幾分上昇している。ただこれは、製造業の大企業がかなり上昇しており、ここは10~12月には輸出減少で苦しんでいたはずであるので、統計の振れの可能性が高いと思っている。図表15で水準をご覧頂いて分かる通り、非製造業・大企業の電力を除くベース、あるいは非製造業・中堅中小企業の辺りはかなり水準が高いので、収益の評価としては、10~12月に再び



上昇したというよりも、内需関連業種を中心に底堅く推移しているというのが妥当かと思っている。なお、製造業・大企業の経常利益率と営業利益率の格差が10～12月は拡大している。これも振れの影響かもしれないが、海外子会社からの配当などにおいて為替円安が影響しているという可能性も考えられるところである。図表16で先行きの収益をご覧頂くと、(2)は野村証券の見通しであるが、ここで指摘したいことは、特に①の製造業の2013年度で2月が少し上がってきている。これは、為替円安の効果が見込まれ始めたということだと思うが、今朝ほど出た3月の数字はここからさらに5ポイント位上がっているので、やはり円安の効果などが期待され始めた、織り込まれ始めたということかと思う。

企業マインドは、前回の決定会合からそれほど多くのもが出ていないが、出てきたものでは、製造業を中心に幾分改善している。図表17(1)の製造業・大企業は、QUICK短観、ロイター短観ともに少し上がっており、(2)の製造業・中小企業は商工中金の調査が出ているが、少し改善してきているということであるので、製造業の収益や受注に改善の動きが出始めている可能性を示唆しているということかと思っている。

このもとで設備投資であるが、図表18の法人季報をご覧頂くと、10～12月は全産業で前期比+0.9%と小幅ながらプラスに転じている。業種別には、製造業は-5.1%、非製造業は+4.4%と、製造業は減少が続き、非製造業は底堅いという姿に違和感はない。しかしながら、非製造業については2011年10～12月に+17.2%と極めて大きく伸び、その後3期連続でマイナスとなりどうも振れの感じもあるので、2012年10～12月の+4.4%という数字自体、あるいは全産業でプラスに転じたこと自体が、振れの可能性もあり割り引いてみて頂きたいと思う。また、この法人季報を踏まえて、先程GDPの数字のところではっきりは申し上げなかったが、設備投資は上方修正されるが、GDPベースではまだマイナスが残るというように思っている。また、機械投資の一致指数とみられる資本財総供給は、13時半に数字が出ており1月の数字を申し上げますと、12月の+8.3%の後-4.6%、除く輸送機械で+9.9%の後-5.4%、四半期ではそれぞれ

+1.2%、+0.2%と、下げ止まり感は窺えるが、まだはっきりと下げ止まりといったところまでは言えないと思うので、設備投資の判断としては現状なお弱めという判断を据え置きたいと思っている。ただ一方で、企業から聞かれている声について申し上げますと、海外経済の不確実性後退や円安を眺め、先送りしていた維持・更新などの投資案件を再開しようかという声が少しずつ増えてきているので、こうした動きが広がっていくかどうか注目していきたいと思っている。

図表 22 の「企業行動に関するアンケート調査報告書」は先般出たもので、足許の動きというよりも中長期の企業の見方ということになるが、(1)の今後3年間、5年間の日本経済の見方、あるいは(2)の業界需要、(3)の設備投資等は、いずれも昨年より少し下がっている。調査時点は1月であったが、その時点では為替円安、海外経済の下げ止まりなどのプラス効果が十分には反映されず、昨年後半の景気の弱さの影響が残っているためと考えている。中長期の成長期待にプラスの効果が出るかどうか、仮に出るとしてももう少し時間が必要ではないかと思っている。

続いて、個人消費であるが、図表 25 と図表 26 をご覧頂きたい。まず図表 25 (1) の家計調査<除く住居等>で1月にかなり跳ね上がったが、これは家計調査特有の振れかなと思うが、中身を見ると、寒さを反映して光熱費がさらに増加している、あるいは旅行や習い事といった教養・娯楽も少し高めの伸びとなっており、もしかしたら消費の底堅さを反映している面もあるかとも思う。販売統計をみると、自動車は1月に跳ね上がった後、2月も高水準横ばいである。元々販売がそれほど出ない1月、2月であるので、少し増えれば季調済み計数が良くなるというところは注意が必要で、恐らく3月は反動減が出るのではないかと思っているが、いずれにせよしっかりした動きとなってきている。図表 26 で、コンビニは増加傾向が維持されている一方で、スーパーと百貨店が1月はやや異なる動きとなっている。まずスーパーは、1月については、12月まで増えていたことの反動、あるいは関東での大雪の影響が大きめに出了という指摘があるが、基本的には雇用者所得がまだ弱いところが影響しているのではないかと考

えており、まだまだ値引きの動きも根強い模様である。一方で百貨店は、高額品の売れ行きが良いと言われており、聞くところでは2月もかなり良かったようである。百貨店自身はこのことについて、株価上昇の影響が出始めたのではないかと、あるいは欧州の高額品の一部ブランドが2月に値上げを打ち出しその前の駆け込みがあった、それにつられて他のものも売れたというようなことで、ミニ駆け込みのようなことが起きたのではないかとというようなことが指摘されている。以上の動きも踏まえて先行きの消費であるが、当面は、所得面は多分なお暫く弱いと思うが、一方で乗用車販売はしっかりしているし、消費者マインド改善による下支え効果も期待できることなどを踏まえると、引き続き底堅く推移するとみて良いと思っている。

続いて、図表 30 の生産・出荷・在庫関連であるが、生産は前月比で1月が+1.0%と、12月の+2.4%に続いて増加した。1月の10~12月対比は、公表ベースで+2.2%と増加に転じており、調整ベースでも+1.4%と増加に転じている。同時に、出荷もプラス、在庫も減少が続いているということ、さらには2月、3月の予測指数もプラスであることまで踏まえると、生産は下げ止まっていると判断して良いと思っている。ただ、予測指数は2月+5.3%とかなり高いが、中身をみると、下振れることの多い電子部品・デバイスが極めて高い伸びとなっているので、かなり割り引いてみておく必要があると思う。その上で、企業の情報も踏まえて、1~3月の生産については、前期比では調整ベースで小幅プラス程度、ゼロ%台半ば位であろうと思っている。なぜそれほど伸びないかというと、良い方としては、内外の販売が回復している自動車関連、そしてその影響、あるいは円安効果が及び始めている鉄鋼など素材の辺りは持ち直しがかなり確認されている一方、電子部品・デバイスが先程申し上げた iPhone5 の伸び悩みからもたつており、一般機械も漸く下げ止まりの兆しといった程度である。このように、良いところ、悪いところがまだ入り混じっている。企業ヒアリングの生産計画自体、ここ数か月少し上振れてきているので、持ち直しの蓋然性が増しつつあると思っているが、輸出の先行きと同様、

予断を持たずにみていきたいと思っている。

図表 38 の物価であるが、企業物価は出ていないのでC P Iについてご説明する。全国C P I（除く生鮮）については、1 月は前年比 $-0.2\%$ で12 月と同じであった。東京の2 月の除く生鮮は $-0.6\%$ と、1 月に比べて若干マイナス幅が拡大している。これは前年のテレビの銘柄変更に伴う上昇の裏が出たものということである。これは、全国でも当然ながら影響するので、全国も2 月は若干マイナス幅を拡大するとみている。また以前から申し上げているが、3 月、4 月は前年の原油価格上昇の裏が出るため、現時点では $-0.4\%$ 前後までマイナス幅が拡大するとみている。なお、為替円安から一部食料品メーカーが値上げを打ち出し始めているが、これまで申し上げてきたとおり、小売り段階に浸透するには、もう少し時間がかかると考えている。

最後に、本日お配りした資料で雇用についてご説明する。図表 34、図表 35 であるが、図表 35 (1) の失業率と有効求人倍率をご覧頂くと、今回、季節調整が変わっているので、これまでに比べて均されている。まず景気にやや遅行する失業率は、旧系列と大きくは変わらず秋口以降横ばい圏内の動きとなっている。一方、景気とほぼ同時に動くとみられている有効求人倍率は、古い数字では夏をピークに一旦弱含んでいたところが横ばい、足許再び幾分上昇する動きとなっている。求人動向をみると、建設をはじめ非製造業全般の求人増加が幾分強まっており、内需の堅調さを反映したものかと考えている。次に、図表 34 の毎月勤労統計で賃金をご覧頂くと、1 月が前年比 $+0.7\%$ と小幅ながらプラスに転じている。これはまだ速報段階であり、確報で変わるかもしれない。いずれにせよ、速報段階の特別給与は $+23.3\%$ と少し高いので、これは恐らく12 月から1 月にずれ込んだことの影響かと思っており、この1 月の $+0.7\%$ をもって賃金が改善し始めたかと判断するのは時期尚早かと思っている。なお、図表 37 で冬季賞与をご覧頂くと、11~1 月の3 か月をまとめて冬季賞与と考えているが、前年比 $-2.2\%$ とほぼ想定どおりの2%強のマイナスで着地したということである。このところ報道等で大手小売りで賃上げを打ち出す先が

みられるようになっているが、これは、まず大手コンビニが子育て世代の賃上げを打ち出したことがあり、それを眺めて別の大手小売りでも組合からそういった要求が高まったことが影響したと聞いている。この大手小売りであるが、まず第一に、業績が堅調であるがここ数年労働分配率はずっと下がってきている。第二に、新規出店に伴って人手不足感が強まっているということが基本的な背景にあると思っているが、日本企業の横並び的な行動を示唆するようにも感じる場所である。この春闘での波及は限定的だとは思いますが、先行きこうした動きが広がっていくかどうか注目していきたいと思う。

最後に極く簡単にまとめさせて頂くと、景気の現状については、1月の展望レポートに概ね沿って推移していると思っている。内需は堅調に推移し、生産の下げ止まりもほぼ確認され、マインドの緩やかな改善も続いているので、前月から若干判断を進め、「下げ止まっている」とすることが適切かと思う。どうやら景気の底は固まってきたという感じがしている。そのもとで、今後の展開としては、円安や株高の効果も加わるので、基本的には持ち直しに向けた動きは少しずつ広がっていくとみて良いと思う。ただ、先程もご説明したとおり、輸出・生産については、はっきり持ち直すかどうかなお企業は慎重な見方を残しているし、マインドの改善が企業・家計の実際の支出にどのように結び付いていくか——その兆しはある——といった点とともに、引き続き注視していきたいと思う。消費者物価の見方は前月までとほとんど変わっていない。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

輸出、物価、雇用について、三点質問がある。まず、輸出は図表7の実質輸出の財別の1月の数字をみると——数字の信頼性がどうかなという気もするが——、実質輸出計が1月の前月比が+2.2%だが、内訳が全部

+2.2%を下回っているので、財ごとの季調と全体の季調でこれだけずれているということを考えると、信頼性はどうかという感じがする。それから、例えば、自動車は財別では強く出ているが、地域別では米国向けの輸出が1月、あるいは1~3月が弱く出ているというところも、少し違和感があったりするので、幅を持ってみる必要があるのではないかと考えている。ただ、その上で全体像を考えてみると、米国では自動車は堅調であり、米国向けを中心とした自動車の持ち直し、中国を中心としたアジア向けの中間財の持ち直しといった動きがある一方、情報関連については、スマートフォン関連で落ちているといったバランスになっており、一方で、もう一つの主力の資本財については、下げ止まっているがまだよく分からないといったようなところが、今の時点での暫定的な判断だと思うが、どうか。

二つ目は図表 38 の物価であるが、先程ご説明も頂いたが、東京のマイナス幅は思ったよりも小さいのではないかと。つまり、テレビの影響は、従来考えていたのはもっと大きかったのではなかったか。テレビの影響で前年比が例えば-0.2%位出てもおかしくなかったといったところから考えると、思ったよりも小さいという印象を持ったが、これはそうなのか。それとも、東京と全国でテレビはウエイトの違いはなかったように思うが、何かずれが生じるような要因があり従来みていたよりもマイナス幅が小さくなるような見方をしていた方がよいような数字だったのかというのが二点目である。

三点目は雇用関連についてである。追加資料の図表 34 の職業安定業務統計の1月の有効求人や労働力調査をみると、意外と強く、漸く雇用も少し明るくなってきたと思っていたら、毎月勤労統計では、賃金を除くと、どちらかと言うと弱い感じで、例えば常用雇用者数も季調値でみると前月比マイナスになっている。一体、どちらを信じて良いのかなと思う。例えば、労働力調査と毎勤統計は、同じ雇用者という調査になっているが、この辺をどう考えるのか。勿論月々の統計なのであまり深読みはできないが、例えば米国の雇用統計だと、家計サーベイと企業サーベイで言うと、企業

サーベイの方が振れは大きいがやや先行性があると言われるが、日本の労調と毎勤でそういう見方ができるのか。サンプルとか、調査のタイミングとかで、こちらの方が少し先行性があるとか、単月ではこちらの方が少し信頼性が低いとかというように、何か濃淡を持つてみることができるのかどうかというところを教えてください。

前田調査統計局長

まず、雇用であるが、例えば労調と毎勤を比べると、毎勤は粘着性があり、労調は毎月非常に振れるということなので、われわれは基本的に毎勤の方をみながら、そうは言っても労調の方がカバレッジが非常に広いので併せてみている。そのうえで、毎勤の常用労働者数については、速報から確報にかけて上振れることも多いので、確報をみる必要があると思うが、ここ半年～1年位は大体0.5～0.8%位の中で動いており、0.5%自体が何か雇用の基調の変化を示すものとは考えていない。加えて、半年ごとに5～29人の調査のサンプル替えを1/3ずつやっているのので、そういうサンプル替えによって、雇用の伸びが少し低下しているという可能性もあり、逆に賃金はサンプル替えによって少し強く出ている感じがしないでもない。何か実体的な変化が生じているとは、現時点ではみていない。どちらかと言えば、雇用の方は安定的に推移していると考えて良いかと思っている。

木内委員

所定内賃金は、確報でほぼ必ず下方修正されるが、なぜか。

前田調査統計局長

一つは、パート比率が上がるということがある。一般の方も下がることが多いが、恐らく低めの賃金の先が遅れて答えてくるということではないかと思うが、これも推測の域を出ない。いずれにせよ、賃金は少しは下がると思うが、それでも1月は多少強めだったという感じはする。ただ、特

段、変なことが起きている訳ではないと思う。

次に最初のご質問の図表7の実質輸出であるが、これはご指摘のとおりであり、地域別は全てカバーしているが、財別はここで捉えきれないものもある。この財別で恐らく9割位のカバーなので、これら以外の残差があり、そこで振れている場合とか、季調の違いで中身と全体が違うということが時々起きる。これは、別に実質輸出だけではなく、機械受注などでもよくあり、製造業・非製造業ともにマイナスだが全体ではプラスということもあり、これだけではなく全般的に起き得る。普通は、全部アグリゲートしたものの季調の方が信頼性は高いと思っている。そのうえで、今木内委員がおっしゃったような米国、中国、あるいは情報関連、資本財の話は、私も似たようなことを申し上げたが、大体同じような認識を持っている。中国がもう少し持ち直してくれるとありがたい——確かに中間財の辺りは少し持ち直してきているが——のだが、どうやら資本財で中国向けがなかなかはっきり増えないとか、中間財も鉄鋼も一時期在庫が減っていたが、足許また作り過ぎて少し増え始めたという話もあったりするので、本当に中国向けが良いかどうかについては、元々、過剰設備の問題もあるので、慎重にみていきたいと思っている。

最後に物価であるが、一言で申し上げると、2月の東京で特に驚いたことは起きていないということである。テレビは思ったような感じで反動減が出ており、もしマイナス幅の拡大が思っていたより少し小さいとすると、例えば、テレビと関係ない航空運賃や外国パック旅行が日並び要因などで2月はやや強めに出たとか、航空運賃が1月は年末年始が少し値下げがあって1月が下がっていてその反動ということもあるので、特にテレビ自体が思っていたよりも強いということではなく、大体みているとおりにきているということである。

#### 宮尾委員

設備投資に関し、先程、全体観としては下げ止まり感はあるが現状まだ弱めであり、特に今日出た資本財総供給などは下げ止まり感は窺えるが、



まだ下げ止まりとは言えないという説明だったが、ざっくりしたことで恐縮だが、これまで設備投資は、計画は堅調であるがなかなか出てこないということが、この1~2年ずっと続いてきた。

前田調査統計局長

特にここ半年位である。

宮尾委員

この半年であるが、少し遡っても、昨年、一昨年の短観でも、最初の計画は強いが着地は結局マイナスということがずっと続いてきていると思うが、そういうことを全部総合すると、これまでもずっと議論があるように、先送りというか、ペントアップがかなり溜まっているのではないかと思うが、それはそういう大きな理解で良いのか。

前田調査統計局長

かなりかどうかは分からないが、溜まっているのではないかと思う。先程も申し上げたように、一頃先送りしていたものを再開しようという雰囲気は出てきており、この間もあるメーカーから聞くところでは、「ずっと投資を抑えており、設備が相当古くなっているため、やりたい案件はいっぱいある」ということだった。先行きに対する見方が変わってくれば、一気に出てくるかどうかは分からないが、そろそろ再開し始めると考えても良いと思っている。機械受注などをみても、製造業は少し下げ止まりの感じも出ており、実際の設備投資の実施はこの春位から少しずつ出てくるのではないかとみており、そのように期待している。

宮尾委員

まだ、少しずつという感じか。

前田調査統計局長

まだ、少しずつである。先程申し上げたように、輸出・生産が持ち直すということについて、企業はまだ確信を持ち切れずにいるような感じがあるので、その辺りの見方がどうかで設備投資の出方が変わってくるということである。ただ、再開しようかなという声は、先月に比べて今月はまた少し増えてきている感じがあるので、一気に出るとは思わないが、出てくるのではないかと、その確度は少しずつ高まっているのではないかと考えている。

宮尾委員

短観の着地は、少しは下がるがプラスでの着地か。

前田調査統計局長

短観は今集計しているところで私も全く知らないが、今年度は多分下方改訂され、その分来年度に上積みされるのではないかと思う。ただ、いつもそうだが、3月時点ではまだ回答頂けない企業が多いので、どうなるかは確たることは言えない。

白井委員

図表 22 の「企業行動に関するアンケート調査」で、今後 3 年と今後 5 年の見通しともになかなか良くないという感じがするが、企業マインドが足許少し良くなっているところとの兼ね合いをどのようにみているか。

前田調査統計局長

1 月時点の調査なので、株高・円安が進む途中であった訳であるが、マインド統計も 1 月時点ではそこまでは良くなかっただろうと思う。加えて、これは中長期の見方なので、良い状況が持続しないとなかなか中長期の見方は変えてこないだろうと思う。

白井委員

翌年の 2013 年も悪かった。あまり良くない。同じトレンドだったと思うが。

前田調査統計局長

ここは、3年と5年しかないが、いずれにせよ、私が申し上げたことは、昨年後半の半年が良くなかったので、当然ながら、毎年この「企業行動に関するアンケート調査」は前年半年位の動向に左右されるところが大きいので、まだその弱さがこのアンケート調査に残っているのであろうと思っている。企業のアンケート調査などを見ても、1月より2月の方がマインドは改善しているので、もし今実施すればもう少し変わるかもしれないと思っている。

宮尾委員

調査の時期は12月上旬から1月上旬にかけてということが、ホームページに出ていた。

白井委員

ということは、もう少し前か。

宮尾委員

公表では1月調査ということになっているが、「12月初めからアンケート調査会社にアンケートを出すので、皆さん答えてください」というアナウンスがホームページに出ていた。従って、12月時点の回答も若干あるのかなと思っている。

木内委員

名目成長率の調査もあったのではないか。そうすると、デフレーター、インフレ見通しも求まるのではないか。

前田調査統計局長

名目の調査もあるので、implicitにはできなくはないと思う。

白井委員

過去はマイナスだったと思うが。

前田調査統計局長

物価がか。

白井委員

そうである。

前田調査統計局長

今回、例えば、3年後でみると、実質が1.1%、名目が1.0%であり、計算すると-0.1%である。昨年と同じ3年の見通しが実質が1.5%、名目が1.1%であるので、-0.4%ということで、若干マイナス幅が縮小している。ただ、これが本当に意味があるかどうかは分からない。

木内委員

今後5年間はどうか。

前田調査統計局長

5年も同じである。実質が1.2%、名目が1.1%である。ただ、消費税をどのように考えているかは分からない。マイナス幅を縮小したことに消費税が入っているかどうかは分からない。もし入っていたとしたら、実態的に改善していないかもしれないし、そこまではよく分からない。

白井委員

成長率の見通しは3年と5年でフラットである。そういう答えがどうなのかなとも思う。

前田調査統計局長

先程宮尾委員がおっしゃったように、調査時期のこともあるし、そもそも中長期の成長率が少子高齢化の中でどんどん上がっていくということはないと思う。

白川議長

他にはないか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

白川議長

金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1の家計・企業のインフレ予想は、新しいデータはなくリバイスはない。図表2のエコノミストのインフレ予想は、ESPフォーキャストが明日公表でこれも新しいデータはない。図表3の市場のインフレ予想であるが、債券市場の参加者のQSS調査では、引き続き一旦下がっていたインフレ予想が上がっている。2年先から10年後までの8年間の平均値は、このグラフからまた若干改善しているが、2月時点で1.19%だったものが1.24%と、僅かではあるがさらに改善している。1年先から2年後までの1年間の平均値が大きく上がっているが、これは消費税の織り込みもセットになって起きているということだろうと思う。一方で、(2)のインプライド・フォワード・レートはほとんど横ばいで、変わっていない。

続いて図表4、図表5は、CPIの1月が出ただけなので姿は変わって

いない。数字だけ申し上げると、実質GDPトレンド成長率が+0.4%、実質コアレート（除く生鮮食品）で+0.3%、それから生産関数アプローチの方の潜在成長率も+0.4%ということであり、+0.4と+0.3であるのでほぼ中立ということだろうと思う。図表6と図表7は、テイラー・ルールであるが、こちらにも新しい数字はないので数字だけ申し上げると、テイラー・ルールの除く生鮮食品でHPフィルターのほうが-0.8%、生産関数アプローチのほうが-1.9%と、テイラー・ルールではマイナスの金利になっている、すなわち引締めのめであるということになると思う。

図表8からは企業金融関係である。長期プライムレートは下がっており、2月8日に1.15%に下がっている。昨年11月以来の低下となっている。貸出約定平均金利はほとんど動きはない。例えば、新規の総合除く交付税特会向けでみて頂くと、1.091%と1.0幾つという値で変わっていない。CP、社債は、若干動きがある。まず、CPの全体については、0.14%から0.13%ということで、これは0.14であったり0.13であったりするもので全体としてCP発行レートは変わっていないということである。スプレッドをみて頂くと、a-1+格で+0.02%、それからa-1格で+0.05%と若干ではあるが上がっている。ただこれは、今全体が変わっていないと申し上げたところからお分かりのとおり、むしろベースレートの短期レートが下がっていることを反映したものであるので、ここへきて環境が悪化しているということではない。社債は、発行レート自体が少し上がっている。全体のところで0.34%から0.49%へ、それからスプレッドでみて頂くと、AA格で+0.17%から+0.35%へ、それからA格で+0.34%から+0.86%へわりと上がっているが、これはいずれも悪い動きではない。まず、AA格については先程、青木金融市場局長からご説明があったとおりだが、電力債の発行があったということである。電力債は、先月北海道電力が漸く再開したという話を申し上げたが、今回は6銘柄、1,500億の発行があり、当然少し高めであったのでその影響ということである。従って、環境が悪くなったというより、むしろ漸く発行できるようになったと理解している。それからA格の方であるが、こちらは大手通信会社の大型起債3,700億円

というものがあつた。元々、個人向けに3,000億円を出そうとしていたところに機関投資家からのニーズもあるということでさらに積み増したということであるので、A格の中では少し高いが引き合いとしては極めて良好だったという評価がされている。従って、数字としてスプレッドが上がった形にはなっているが、全体として状況は悪くないと判断している。因みに、電機関係大手のCPであるが、こちらは区々の動きであり、引き続き発行が見送られているところ、スプレッドが若干上がっているところ、落ちてきているところ、両方あるので状況にはあまり変化がないとみている。図表13(1)の企業のROAと平均支払金利だが、法人季報が出ているのでみて頂ければと思うが、ROAが若干改善、支払金利は引き続き下がっているので、その間の緩和度合いは強まっているという理解である。数字だけ申し上げると、第4四半期でROAが2.93%、約定平均金利が1.42%ということであるので、その差が約1.5%ポイントある。これまでのトレンドと変わりが無い緩和状態が続いていると判断している。

続いて図表14も新しいデータはほとんど出ていないが、CP・社債残高が今朝出たので申し上げると、1月-0.2%の後、2月+0.0%、CPが-1.7%の後+0.2%、社債が+0.1%の後+0.0%と、ほぼゼロ近傍でこれまでのトレンドと変わらない。国内公募社債のフローであるが、こちらは9,620億円と非常に大きな発行額となっている。去年は6,500億円、例年5,000億円位であるのでかなり高い。これは先程申し上げた1社で3,700億円発行しているところがあるので、それを除けば——除くのが良いのかどうか分からないが——今までとそれほど変わっていないということだろうと思う。転換社債と株式については、引き続き低調ということである。

民間銀行貸出について、図表16(2)の企業向け貸出の内訳であるが、大企業、中小企業いずれも改善している。数字で申し上げると、大企業が+4.4%、中小企業が-0.5%と、中小企業のマイナス幅がほぼなくなり、大企業のプラス幅がさらに拡大している。資金用途別では、運転資金が+1.5%、設備資金が+0.9%とともにプラス幅が拡大している。これまで申し上げていることであるが、大企業の運転資金やM&A資金といったも

のが中心であるが、中小企業、設備資金もトレンドとしてはマイナス幅が縮小あるいはプラス幅が拡大しているので、全体としても貸出は増加の方向に動いているということで良いと思う。

続いて図表 20 のアベイラビリティである。三つだけ数字が出ているが、貸出態度判断D I の中小企業（日本公庫）の 2 月が 32.3%ポイントと前月からほとんど横ばい、資金繰りD I についても同じく中小企業（日本公庫）であるが、こちらは多少悪化しているが、+0.9%ポイントから-0.7%ポイント、中小企業（商工中金）のところも若干悪化し、-3.9%ポイントから-5.7%ポイントである。過去の平均並みではあるが、若干悪化方向であるということだろうと思うが、全体の流れとして、絵が変わるというほどのものではないと思う。倒産については新しいデータはない。

図表 25 のマネー関連指標であるが、新しい数字はマネタリーベースだけである。口頭で申し上げると、マネタリーベースの 1 月が 10.9%の後、2 月が 15.0%、日本銀行券発行高が 3.2%の後 3.1%、貨幣流通高が 0.6%の後 0.7%、日銀当座預金が 31.2%の後 51.2%ということであり、伸びをやや高めている。この後、3 月以降、特に 4 月以降 4~6 月の辺りを予測していくと、この伸びが 20%台、特に当預の伸びが 70%とか 80%となってくる。昨年に比べて今年の方が積み上げのペースが大きいので、マネタリーベースでみても少し伸びが高まる方向にあるということである。以上が金融環境の説明である。

本日はもう一つ、資料-7 で「成長基盤強化を支援するための資金供給」についてご説明する。本則から順番に申し上げる。まず 2. の本則であるが、第 11 回をみて頂くと、貸付総額 1,611 億円、結果として残高は償還もあったのであまり変わらず 3 兆 2,000 億円強となっている。3 兆 5,000 億円の上限が段々近づいてきているので、按分を若干気にし始めているという声が聞かれているところである。それから 3. の ABL 特則であるが、第 7 期は貸付総額が 102 億円、貸付残高が 1,155 億円とこちらは順調に伸びている。オーダーとしては少ないが、ABL であるので性質上一度に大きな金額は出ないということであるが、順調に伸びているということだろ



うと思う。個別投融資で特に変わった新しいものが出たという話は今回はない。続いて4.の小口特則であるが、第4期のところをみて頂くと、貸付総額が12億600万円、貸付先が22先、貸付残高全体も61億円となった。引き続き小口のものを拾っているということであり、今回で地銀Ⅱが1行加わり34先が貸付の対象になっている。最後に、米ドル特則であるが、米ドル特則については第3期になる。貸付総額が12億1,900万ドル、残高として34億7,600万ドルとなっている。海外、国内については、31億ドルが海外であるのでほぼ海外ということになる。また、貸付先であるが、4先増えて21先になっているが、金額的にはやはり大手行が中心になっている。大手行、信託の7先で29.5億ドル、ほぼ30億ドルなので、34億ドル中30億ドルが大手行、信託である。うち2先については、キャップが10億ドルであるが7億ドルまで使っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

図表14の株式調達、転換社債のところ、先程ご説明があったように、水準としては低水準、低調であったと思うが、中身についてはどんな感じなのか。小口のものが沢山出ているのか、それとも、大型がポンと出ているのか。確か12月会合の時だったと思うが、久しぶりに小粒のものが幅広く出てこれは良い動きだという説明があったかと思う。レベルとしてはまだ低いのかもかもしれないが、もし小粒のものが広がっているのであれば良い動きかなと思ったりもするが、どうか。

内田企画局長

私も昨日か一昨日、部下に全く同じ質問をしたが、図表18をみて頂ければと思うが、流れでみて頂くと2009年位のところで自己資本を回復するための後ろ向き——「後ろ向き」と言うのも変だが——の調達がかなり

あった後、暫く低調になっていたが、12月にたまたま大口が二つ——東電と航空会社——あった。12月以降のところ、株価が上がってきている中で若干小口が出始めているので、この動きが広がればと申し上げた。その動き自体は今もあるそうだ。小口のものはそこそこ出ており、何か大口があつてこういう数字になっているという訳ではないと聞いている。ただ、これだけ株価が戻っているわりにはなかなか出てきていないというのが正直な感想である。今の段階では、エクイティファイナンスにあまり大きな広がりが出ているという感じはない。ただ一点だけ申し上げると、新聞等でも出ているが、REITのところ、数字が少し上がってきている感じがある。図表14をみて頂ければと思うが、株式調達のところの図表の順番でREITの数字を申し上げると、2012年4～6月から順番に、4～6月が360億円、7～9月が148億円、10～12月が1,749億円、12月が1,106億円、1月が809億円、2月が1,437億円、3月はまだだが2月段階で分かっているのが600億円強あるということなので、REITはいわゆる増資が大分みられるということである。こういうマージナルな部分での動きはあるということだと思う。

石田委員

今のREITとも関係するが、図表28に地価がある。これは市街地価格指数ということだと思うが、意見の分かれるところかもしれないが、都心部の商業用不動産などで取引が活発化しているというように聞いており、長く塩漬けされていた物件も売れたりしているということである。その辺の数字は掴みにくいかもしれないが、アネクドタルな形でも良いので、時系列的にみていくとわれわれとしても参考になることがあると思うので、一度検討してもらえないか。

内田企画局長

了解した。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

次に、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

本日お配りした金融経済月報の「概要」の比較表でご説明する。实体经济の現状については、総論部分は、前月の「下げ止まりつつある」から今月は「下げ止まっている」と上方改訂している。次に各論になるが、輸出は、前月は「引き続き減少しているものの、そのペースは緩やかになってきている」と表現していたが、今月は「下げ止まりつつある」と上方改訂している。次に個人消費に関連して、前月まで乗用車購入の動向について記述していたが、今月は削除している。次に鉱工業生産だが、前月の「下げ止まりつつある」という表現から、今月は「下げ止まっている」と上方改訂している。

続いて、实体经济の先行きである。総論について、前月は「当面横ばい圏内となったあと」と表現していた箇所を、今月は「当面横ばい圏内で推移したあと」と若干変更している。ただ、これは景気の現状部分について、「下げ止まりつつある」という表現を「下げ止まっている」というように変更したことに対する技術的な変更である。次に先行きの各論である。輸出について、前月は「下げ止まりから持ち直しに転じていく」と表現していたが、今月は「持ち直しに転じていく」と前月から判断を一步進めている。次に個人消費に関連して、今月は「底堅く推移していく」としているが、その判断の根拠の一つとして「消費者マインドの改善」を挙げている。次に鉱工業生産だが、前月は「次第に持ち直していく」としていたが、今月は「次第に」という表現を取り、前月から判断を一步進めている。物価は、現状、先行きとも前月から変更はない。

神山企画局政策企画課長

金融について変更点を申し上げる。まずターム物金利について、短国

レートとともにTIBORなどもはっきりと低下しているので、「弱含んでいる」としている。次に金融市況だが、株価は引き続き「上昇」としているが、今月は「長期金利は低下」、「円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準」としている。最後に、CP・社債の発行残高だが、先程ご説明したとおり、「概ね前年並みとなっている」としている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。

木内委員

異論は全然ないが、表現について確認をしたい。現状のところ、「輸出は下げ止まりつつある」、「生産は下げ止まっている」というのは、変化率ではなく主に水準を意識しているような感じである。輸出は、完全ではないがマイナスから下げ止まりつつある。生産の方は、もう少し蓋然性が高く、プラスに転じていくという数字が2か月続いている。そこで、一番上の「わが国の景気は」という時は、何をイメージしているのか。実質GDPの水準は、10～12月期が前期比-0.1%とほぼゼロで、1～3月期は多分プラスになるだろうという状況と考えてこのような表現としているのか。それとも、例えば景気判断で景気の底を越えた可能性が高まっているということか。両方ともあまり違いはないのかもしれないが、一昔前であれば、実質GDPがマイナスという状況と景気の後退期というのは大分ずれていたと思う。あまり厳密な基準がある訳ではないのかもしれないが、数値、計数で表すとどのようなイメージになるのか。

鎌田調査統計局経済調査課長

ここでは角度的なものを考えており、マイナスになっていた角度が徐々にゼロになってきて、現在はほぼゼロになっているというようなイメージで書いている。ここで「わが国の景気は」と書く時に、必ずしも実質GDPの伸び率がどうと言っている訳ではない。確かに実質GDPは景気を表

す代表的な数字だとは思っているが、それを含んだもっと広い意味での景気といったものを考えており、例えば、生産や色々なGDP以外のものも含めて、景気判断をしていると考えている。必ずしもここではいつも角度のみを書く訳ではないと思っているが、今は角度を書くことが特に景気判断上重要であるということで、ここは角度を書かせて頂いているということである。

白川議長

他にご質問はないか。

それでは、明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上である。

(16時38分中断、7日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に資産買入等の基金によるETF等買入にかかる受託者選定基準の一部改正に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五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2月13、14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、内閣府からは松山健士内閣府審議官がご出席である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、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。

### Ⅲ. 資産買入等の基金による E T F 等買入にかかる受託者選定基準の一部改正に関する執行部説明と採決（資料－8）

白川議長

それでは最初の議題である、資産買入等の基金による E T F 等買入にかかる受託者選定基準の一部改正に入りたいと思う。執行部説明の後、質疑応答を経て採決を行いたいと思う。

青木金融市場局長

資料－8 の「資産買入等の基金による E T F 等買入にかかる受託者選定基準の一部改正」について、ご説明し、お諮り申し上げます。

まず、背景であるが、資産買入等の基金の運営として行う E T F 及び J－R E I T の買入れについては、本行が信託銀行を受託者とする金銭の信託を行い、信託財産として買入れる方式により実施している。この受託者であるが、2010 年 11 月の金融政策決定会合において決定された受託者選定基本要領に基づき選定する取扱いとなっている。選定基本要領においては、受託者が信託銀行であることや本行本店の当預取引先であることなどを求めているほか、受託者、または再受託者がある場合には再受託者の信用力基準として、銀行法に基づく自己資本比率規制上の最低比率を採用している。今般、バーゼルⅢ導入に伴う国際統一基準行向けの自己資本比率規制に関する改正告示が今月 31 日から適用されることとなった。改正内容は 1 頁の表のとおりである。このため、この告示が適用されるタイミングに合わせ、選定基本要領中の信用力基準を一部改正することが適当と考えられる。

具体的な改正案は、「2. 受託者選定基準の改正案」をご覧頂きたい。改正告示の内容に合わせ、受託者の信用力基準として、総自己資本比率、すなわち従来の自己資本比率の最低比率 8%に加えて、普通株式等 Tier1 比率の最低比率 4.5%及び Tier1 比率の最低比率 6%を、併せて設定したいと考える。また、改正告示が上の表にあるように、2013 年 3 月 31 日から 2015 年 3 月 30 日まで 2 年間の移行期間を設定しているのに合わせ、この

間における受託者の信用力基準として設定する普通株式等 Tier1 比率、及び Tier1 比率の最低比率もその表のとおりとしたいと考える。内容は、以上のとおりである。

次に 2 頁の付議文を読み上げる。「政策委員会付議文。「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領に定める信託の受託者選定基本要領」の一部改正に関する件。案件。バーゼル銀行監督委員会が平成 22 年 12 月に公表した「バーゼルⅢ：より強靱な銀行および銀行システムのための世界的な規制の枠組み」に沿って、「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準等の一部を改正する件」(平成二十四年金融庁告示第二十八号) が平成 25 年 3 月 31 日から適用されることを踏まえ、「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領に定める信託の受託者選定基本要領」(平成 22 年 11 月 5 日付政委第 98 号別紙 2.) を別紙. のとおり一部改正すること」。

なお、3 頁の別紙. はご説明申し上げた点を基本要領に反映させたものなので、読み上げを省略させていただく。説明は以上である。

白川議長

ご質問、ご意見お願いします。なければ、採決に入りたいと思う。

[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

採決の結果を申し上げる。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、適宜執行部から対外公表することとする。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する討議に入りたいと思う。お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番は、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、佐藤委員、木内委員の順番である。それでは森本委員から願います。

森本委員

全体観だが、わが国経済については、内需が底堅く推移する中、海外経済に持ち直しに向けた動きがみられるもとで輸出が下げ止まりつつあり、鉱工業生産も下げ止まっている。こうした動きを踏まえて、景気は下げ止まっているとの執行部の見方に違和感はない。もっとも、イタリアの政治情勢や米国の歳出自動削減の発動などにより、先行きの不確実性が高まっている点には注意が必要だと考えている。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場では、イタリアの選挙結果な



どの影響からリスク回避姿勢の後退にやや一服感が窺われる。欧州では、イタリアの政治情勢や財政再建路線の後退への懸念などから、周縁国の国債利回りが若干上昇している。ただ、イタリアの新発国債への応札は底堅く、今のところ利回りの一段の上昇は回避されており、資金市場でも、ECBの国債買入スキームが安全弁として意識されるもとの、欧州金融機関の資金調達環境は落ち着いた状態が続いている。しかしながら、先行き、改革路線の後退などで市場の信認が揺らぐ場合には、スペインへの波及等も含め、国際金融資本市場での緊張が再び高まりかねないだけに、イタリアの政治情勢と市場の反応には引き続き十分な注意が必要である。こうしたもとの海外経済は減速した状態が続いているが、米国経済が底堅さを増しつつあり、中国経済も安定化に向かうなど、全体として改善に向けた動きがみられている。地域別にみると、ユーロエリア経済は緩やかに後退している。緊縮財政の継続の影響から、周縁国を中心に設備投資や個人消費などの内需の減少が続いている。もともと、ドイツでは製造業PMIが1年ぶりに50を上回り、Ifo景況感指数の先行指数も高めの水準となるなど、企業マインドに改善の動きも窺われており、先行きは、域外経済の持ち直しに伴ってコア国を中心に輸出を起点として徐々に後退局面を脱していくものと思われる。ただ、財政や金融面との負の相乗作用が続くもとの、その動きは極めて緩やかなものになるとみている。

次に、米国経済だが、緩やかな回復基調を続けている。家計部門では、給与税減税失効の影響がみられてはいるが、雇用環境が緩やかに改善するもとの、自動車販売など個人消費は底堅く推移している。また、住宅関連も、価格先高観も加わり低水準ながら持ち直しの動きが続いている。企業部門でもマインドに改善がみられるほか、設備投資の減速に歯止めがかかりつつある。先行きも、緩和的な金融環境が下支えするもとの緩やかな回復が続くとみているが、給与税減税失効に伴う可処分所得と貯蓄率の急低下がラグを伴って個人消費に波及していく可能性や、歳出自動削減の実体経済や財政問題への懸念を通じた金融市場への影響、そして好調な株価の動向等について注視していく必要があると思っている。

新興国経済をみると、中国経済は、堅調な内需を背景に安定化しつつある。内需が全体として底堅く推移し、輸出入にも底入れの兆しが窺われるもとの、工業生産も安定化しつつある。2月の製造業PMIは50を5か月連続で上回っており、緩やかな改善基調が続いているとみられ、先行きも、昨年半ば以降の金融緩和や公共投資の前倒しといった政策効果もあって、内需を中心に堅調に推移すると思われる。もっとも、新体制下で、新たに不動産投資の過熱抑制策を打ち出すなど、バランスのとれた成長を志向しており、成長テンポは8%前後のある程度抑制されたものになると見込まれる。NIEs・ASEAN経済については、企業部門を中心に持ち直しの動きが緩やかだが、底堅い個人消費が下支えするもとの、徐々に成長ペースを取り戻していくとみている。

こうしたもとの、わが国経済は、冒頭で述べたとおり、内需が底堅く推移する中、輸出が下げ止まりつつあり、全体として下げ止まっている。輸出は、米国向けでは自動車関連が堅調に推移しているほか、中国を含めた東アジア向けでは、春節時期の影響から1月は実勢比強めとなっている可能性はあるものの、全体として減少に歯止めがかかりつつある。内需については、個人消費では、新車販売が持ち直すなど底堅く推移している。この間、公共投資や住宅投資は増加を続けている。設備投資については、製造業を中心に弱めの動きとなっているが、企業マインドや収益に改善がみられるもとの、機械受注に下げ止まりの兆しがみられている。こうした内外需要もとの、鉱工業生産は2か月連続のプラスとなっており、3月までの予測指数の動きを併せてみても、下げ止まっていると考えられる。

当面の経済の動きについては、海外経済の改善がまだ明確にはなっていないことから、横ばい圏内で推移するとみられる。先行きについては、既に実施段階にあるものも含めた各種経済対策の効果が徐々に現れることで公的需要が国内需要を下支えすることに加え、海外経済が減速から次第に脱するにつれて、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波及していくとみられる。また、為替円安や株高も、輸出増加や企業収益の上方修正のほか、企業や家計のマインド改善などを通じて、先行

きの景気下支えに寄与すると考えられる。こうしたもとで、わが国経済は、年央にかけて緩やかな回復経路に復していくとみている。リスク要因としては、欧州債務問題や米国の財政問題に不確実性が残る一方、中長期的には米国におけるシェール革命による上振れなどを注視していく必要がある。

最後に物価である。消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比は、当面、前年のエネルギー価格や耐久消費財の動きの反動からやや低下した後、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。円安による足許の石油製品価格の上昇なども踏まえると、これまで想定していたよりは目先のマイナス幅は小幅にとどまるのではないかと考えているが、このマイナス幅の拡大は統計上の技術的要因によるものである点をしっかり説明していく必要があると思う。先行きは、景気回復に伴う需給ギャップの改善につれて、徐々にプラスに転じていくものとみている。足許では、好業績企業に限られるが、給与増の動きも少しずつみられ、企業の収益改善が賃金上昇に上手く繋がっていけば、好循環を生み、プラス傾向を加速していくものと考えられる。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

前回会合以降の動きとしては、イタリアにおいて新内閣樹立を巡る先行き不透明感が高まっており、米国でも自動歳出削減が3月1日に発動され、5月には債務上限引き上げの交渉期限が到来することもあり、欧米の政治経済情勢が幾分不確実性を増しているように思われる。加えて、国際金融市場では、イタリアの選挙結果によって投資家のリスクテイク姿勢が幾分後退したことで円高修正の動きがストップしたが、足許では米国経済指標が良好であったことから、円安方向へ戻し、米国株は史上最高値を更新している。

こうした中で、わが国経済の現状については、景気の持ち直しの兆しがみられる。まず、自動車関連を中心に国内販売と輸出の増加を反映して、鉱工業生産が昨年12月から2か月連続で前月比増加し、製造業大企業の売上高経常利益率は改善傾向がみられる。しかし、製造業の中堅中小企業の利益率はまだ改善がみられず、製造業全体の設備投資もやや弱さが残っており、製造業の新規求人数や常用労働者数は減少が続いている。従って、非製造業が景気を牽引する状態には変わりなく、労働市場では、引き続き医療・福祉や宿泊・飲食業等の非製造業を中心に新規求人数が増加しており、女性とパートタイムを中心に雇用の回復傾向がみられる。こうした雇用の改善傾向と株価の上昇による資産効果もあって消費者マインドが改善しており、消費は高額商品を含めて底堅さを維持している。とはいえ、昨年10～12月のGDPギャップのマイナス幅は前期比拡大しており、その主因である製造業の不振は、比較的堅調な内需で相殺しきれていない。以上を踏まえると、全体として、執行部案の「わが国の景気は、下げ止まっている」という現状判断で良いと判断している。

わが国の景気の先行きについては、緩やかに回復経路に復していくとみているが、景気回復の足腰がしっかりしてくるためには、内需の一段の拡大と輸出の大幅な増加が必要である。先行きについては、企業マインドの改善がみられ、大企業の2013年度、2014年度の収益見通しについても製造業、非製造業ともに増益先が多いように見受けられ、足許2月データでは製造業の上方修正が目立つので、企業の景気回復期待は高まっているように思われる。この状態が続けば、製造業では、先送りされていた設備投資が顕在化し、生産、雇用も改善していく可能性が高いとみている。しかし、海外情勢の不確実性はかなり高いことから、景気のリスク・バランスは依然として下方に傾いていると判断している。

特に、注目しているのが米国の動向である。米国は、OECD/WTOの貿易付加価値データによると、わが国の最大輸出先であり、わが国輸出全体の2割を占めているだけでなく、貿易黒字の対象国としても最大であるという事実がある。従って、わが国経済にとって、米国の景気回復の

持続に伴う輸入増加が重要であるが、現時点での米国の輸入総額はまだ世界金融危機前の水準に戻った程度で、足許の伸びは緩慢である。また、確かに住宅市場の持ち直し、好調な自動車販売のほか、昨年第4四半期の家計債務残高が減少傾向から増加へ転じるなどの前向きの経済活動も窺えるが、その一方で、小企業や家計の住宅ローンへのアクセスは困難な状態が続いており、労働市場も、雇用は増加基調にあるものの失業率やフルタイム労働の回復はかなり緩慢である。それに加えて、1月からの給与税減税廃止や3月からの歳出自動削減が今年の成長率を合計で1%前後引き下げるという見方もあることから、緊縮財政が米国の経済成長や輸入の動向に及ぼす影響にも注意が必要である。

また、欧州経済関連のリスクについては、欧州委員会が経済見通しの改訂値を公表し、2013年のユーロ圏成長率見通しを下方修正し、なかでもドイツ、フランス、イタリア等の大国での下方修正が目立つ。また、フランスやオランダなどコア国でも景気後退によって今年の財政赤字目標を達成できない可能性が高まっており、ユーロ圏では景気の弱さが足枷となって財政赤字達成が困難となる悪循環が広がっている。こうした中で、イタリアで新内閣が発足するとこれまでの財政・経済改革が巻き戻される可能性があり、こうした政治的な動きが、ギリシャ、スペイン、ポルトガル、フランスなど緊縮財政で国民の不満が高まっている多くの地域に連鎖的に波及する懸念がある。現在のところECBのOMTsがあるため、市場は落ち着いているが、厳しいコンディショナリティが付随しているため、イタリアの新内閣が財政・経済改革路線を拒否すれば、ECBによる買い支えがないと判断した市場がイタリア国債売りに転じる恐れも否定できない。このことから、当面は、欧州の政治・経済情勢が不安定化するリスクが残り、資本財を中心とするわが国の欧州への輸出が回復するにはまだ時間を要するようと思われる。

中国経済関連のリスクについては、2月の製造業PMIが国家統計局、HSBCともに分岐点の50を超えたとはいえ前月と比べて悪化しており、春節等の一時的要因によるものなのか、景気回復の弱さを反映したものな

のか、注視していく必要がある。また、わが国の中国向け実質輸出が、世界金融危機前のレベルを大きく下回っており、日系メーカーの現地自動車販売についても、昨年秋の不買運動時よりは改善しているものの前年比減少が続いているので、日中関係や中国の景気動向がわが国経済の下振れ要因として影響し続ける可能性がある。また、中国では今月新体制に交代したが、住宅価格抑制政策を含むこれまでの経済政策が踏襲されていくのか、今後の動向に注目している。以上の海外経済政治情勢から、わが国の輸出が安定的に拡大するのは今年後半以降になるとみている。

最後に、物価の動向だが、コアCPIはゼロ%近傍で推移している。今後、GDPギャップが改善していけばインフレ率は緩やかに上昇していくとみているが、長期のインフレ予想が高まっていくことが重要である。そのほか、CPIの約2割を占める家賃を含む住居の動向もインフレ率を考えるうえで重要である。過去の上昇局面をみると、まず主要都市の商業不動産価格が上昇してから2年ほどラグを置いてオフィスビル賃貸料と全国住宅価格が上昇し始め、さらに2年ほどラグを置いて東京都区部の家賃が上昇する傾向がみられるが、全国レベルでの家賃についてプラスに転じる傾向は過去10年以上ほとんどみられない。家賃については、外国人の長期滞在や労働者の流入を活性化して賃貸需要を高めていくといった政策も必要だと思うし、併せて金融政策としてどのように貢献できるのか考えていきたいと思う。賃金面からの物価上昇については、女性労働者の失業率が3.8%と完全雇用に近い水準まで改善しており、パートの時間当たり賃金も上昇を続けていることから、労働人口の減少もあって少しずつ労働市場のタイト感が強まっていくとみている。引き続き、物価の動向については注視していく。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

前回会合以降の国際金融資本市場の動きをみると、2月下旬のイタリアの総選挙直後には、イタリアやスペインの国債利回りが上昇し、これに加えてユーロも売られた。円についても、円高方向に戻す場面がみられた。しかし、足許では、イタリア国債の利回りが幾分高止まっていることを除くと、リスクオフの動きは鎮静化していると思っている。底流としてのリスクオンの流れは変わっていないというのが私自身の見立てである。

こうした底流としてのリスクオンの流れを支えているのは、大きくは三つあるだろうと思っている。一つは、世界経済が減速局面を脱しつつあるということ。二つ目は、グローバルな金融緩和期待の存在も重要な要素となっていること。三つ目は、欧州債務問題を巡ってのテールリスクに対する懸念が和らいでいることも指摘できると思う。これらを踏まえると、現在のリスクオンの流れは、ある程度地に足の着いたものと言って良いように思う。

次に、内外経済についてであるが、全体観としては、これまでの見通しどおりの展開になっているとみている。まず、海外経済であるが、米国経済や中国経済を中心に緩やかな持ち直しの動きが続いているとみている。米国経済では、非国防資本財受注が増加するなど、企業の設備投資に持ち直しの兆しがみられる。消費者コンフィデンスも改善している。こうしたもとで、個人消費は、自動車販売を始め緩やかに増加基調を辿っている。住宅市場の持ち直しの動きもはっきりしてきている。

中国経済については、小売売上高や自動車販売などからは個人消費の堅調さが窺える。ミクロ情報であるが、春節中の個人消費については、所得の増加を背景に堅調に推移したとの話が聞かれている。中国経済全体としても、安定化に向かっていると評価して良いと思っている。

この間、欧州経済は、金融が引き締まるもとで、弱い動きが続いている。欧州委員会の経済成長見通しが下方修正されるなど、見通しの下振れが続く状況も変わっていない。ユーロ圏の失業率も既往ピークとなっている。ただ、ここにきて、ドイツを中心に輸出環境に対する企業マインドの好転

がみられている。この辺りについては、注目していきたいと思っている。

海外経済の先行きであるが、依然不確実性はあるとみているが、足許までの動きがさらに明確になる中で、米国経済と中国経済にリードされる形で回復軌道に復していくとみている。

わが国経済であるが、海外経済の持ち直しや円安、株高を背景に、ハードデータからも「下げ止まっている」ということが確認できるように思う。輸出は、自動車関連が増加している。それから資本財・部品関連も下げ止まりの兆候がみられる。輸出全体として、下げ止まりつつあると言って良いだろうと思っている。設備投資はなお弱めであるが、機械受注など下げ止まりを窺わせる動きもみられ始めている。個人消費は、冬のボーナスが弱めであったにもかかわらず、消費者心理の好転を背景に底堅いと言って良いと思っている。ミクロ情報によると、高額消費が好調で、資産効果が顕れているといった話も聞かれる。この間、生産も下げ止まっている状況である。わが国経済の先行きについては、当面、横ばい圏内で推移した後、経済対策の効果もあって、年央までには緩やかな回復軌道に復していく蓋然性が高まっているとみている。

次に、物価であるが、1月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は-0.2%となった。目先は、前年の動きの反動からマイナス幅が拡大するということであるが、国際商品市況の動きや円安の影響もあって、ゼロ%台前半のマイナスにとどまる見込みである。その後は、わが国経済が回復軌道に復し、需給バランスの改善に伴い緩やかな上昇に転じていくと予想している。以上である。

白川議長

それでは宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観であるが、1月の中間評価に概ね沿った動きが続いているということかと思う。すなわち、海外経済が米国を中心に持ち直



しに向けた動きが続くもとで、国内経済は引き続き輸出、生産、企業マインドなどで改善に向かう動きがみられている。わが国の景気は、全体として下げ止まっていると認識している。それでは、海外経済から手短かに申し上げる。

欧州経済は、ユーロ圏の実質GDPが5四半期連続でマイナス成長となるなど、緩やかな後退が続いている。特に財政緊縮の影響を受けている周縁国では、企業・家計部門ともに厳しい状態が続いている。もっとも、足許ドイツでは、海外の持ち直しに牽引され、企業部門の景況感改善を示すデータが増えており、下支え材料として指摘できるかと思う。この間、2月末に実施されたイタリア総選挙では、既存路線を継承する中道左派が上院で過半数を得られず政治リスクが高まった。もっとも、金融資本市場では、これまでのところ懸念されたほどには悪化せず、選挙後のイタリア国債入札も無難にこなすなど、総じて落ち着いた状態を維持している。ただし、逆にこういった市場の安定が、改革の先送りに繋がるという恐れもあり、その点も含め、状況を注視していきたいと思う。

次に、米国経済であるが、さらに底堅さを増しつつ緩やかな回復が続いている。家計部門は、バランスシート調整がさらに進展し、雇用・所得環境が改善するもとで、底堅い動きを続けている。消費者コンフィデンスの改善、好調な自動車販売、家計債務残高の小幅上昇反転などの動きにそれが表れている。企業部門も、企業マインドの改善が続くもとで、設備投資や生産、輸出が上向きつつあるなど、米国経済は、自律回復のメカニズムが、しっかりと作動してきているように窺われる。さらに、独立的な要因であるシェールガス・オイル革命も、製造業の回復を後押しするものとして今後も期待できる。なお、財政統制法に基づく歳出自動削減については、事前回避されずに今月より発動された。足許直ぐに景気に悪影響を及ぼすとはみていないが、年央あたりまでに削減幅を圧縮するなどの代替法案が成立しなければ、景気を下振れさせる可能性が高まる。今後の状況については、給与税減税の打ち切りによる個人支出への影響と合わせて、注意深く点検していきたいと思う。

アジア・新興国経済であるが、中国経済は、堅調な内需を背景に全体として持ち直してきているという評価に変わりはない。前回会合以降のデータでは、企業マインドの改善基調が確認できた。先行きも、内需が引き続き堅調に推移し、次第に持ち直していくとみている。なお、最近政府より示された追加の不動産規制については、短期的には実需層の購入時期が後ずれするといった可能性はあるものの、大きな景気下振れ要因にはならないとみている。N I E s・A S E A N諸国についても、前月と変わらない。

次に、わが国経済についてである。景気は全体として「下げ止まっている」という評価で良いかと思う。以下、前回会合以降の特徴点を四点ほど申し上げる。まず一点は、輸出、生産は、海外経済の改善が続くもとの、下げ止まっていることである。特に、自動車関連の輸出・生産において、高水準の米国需要、日中関係の改善、中東向けなどの需要の高まり、国内での新車投入効果などが全体を牽引している。もっとも、情報関連財や資本財の輸出・生産については、最終需要が依然盛り上がり欠けることなどから、底入れの状態にとどまっており、今後見通しどおりに持ち直していくかどうか注視すべきと思っている。二番目に、円安・株高の方向の動きが継続するもとの、企業収益の見通しや企業・家計のマインドが改善してきていることである。三番目は、設備投資について、財務省の法人企業統計によれば、製造業はなお弱めの方で非製造業が堅調なことである。一方、昨日出た資本財総供給では、2月単月では前月比マイナス、四半期で見れば小幅プラスとなった。改善に向かう動きもみられる中で、全体としてはまだ弱めという判断で良いかと思う。四番目に、設備投資に関連して、若干データを補足すると、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」をみると、企業がみる今後3年間あるいは5年間の実質成長率見通しは、昨年秋から冬にかけての厳しい状況を映じてやや慎重化したようにもみえるものの、引き続き潜在成長率を上回る1%を超える水準で維持されている。また、企業がみる今後3年間の設備投資の伸び率の見通しは、3~4%が維持されており、設備投資意欲が維持されているということも確認できる。こういった点で、設備投資は過去2~3年に亘り手控ええないし

先送りが続いてきたということを踏まえると、今後、実際にこういったペントアップ需要が顕現化してくるかどうか、またそれが資本ストックの増強や生産性向上を通じて成長力や競争力の向上に繋がっていくかどうか、景気回復のポイントと認識しており、その動向を注視したいと思う。

最後に、物価動向であるが、前月から基調判断に変化はない。昨年 of 景気回復の弱さが物価の下押し圧力となるもとの、今後数か月間は、前年のテレビやエアコン価格、原油の価格上昇の裏が出るという物価下落要因と、円安傾向等の影響による物価上昇要因が拮抗するとみられ、その結果、CPIは全体として短期的には下振れる可能性が高いとみている。そのうえで、年後半になれば景気回復の動きと相俟って需給ギャップの改善が進み、CPIはプラスの領域へと浮上していくというメインシナリオは維持できるとみている。この間、人々の予想インフレの動向については、詳しくは後半に述べるが、中長期的なインフレ見通し、いわゆるトレンドインフレあるいはアンカーの立ち上がりが遅れるリスクなどについて、引き続き注意が必要とみている。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

前回会合以降の金融経済情勢であるが、月報表現のように若干の上方修正で違和感はないが、二つの大きなギャップが特徴的であると考えている。第一は、わが国で投資家や企業、家計のセンチメントの大きな改善と、実体経済の緩やかでしかし脆弱な回復との間のギャップであり、第二は、国際金融市場で日本の市場参加者と海外の市場参加者の間での見方、期待のギャップである。前者をこのセッションで述べて、後者は次のセッションで述べたいと思う。

海外経済だが、中国経済は足許の経済指標は区々となった。製造業PMIの伸びに翳りが出たが、公式統計を信じる限り、消費は底堅いと言える。

贅沢追放キャンペーンで高額消費は減退したと言われているが、それ以外の民間消費の伸びが鮮明である。今後暫くは、都市化方針に乗った地方政府のインフラ投資と、価格再高騰を予想した——実際、高騰している——不動産投資の回復によって成長を続けると思われるが、少し長い目でみると二つの大きなリスクがあると考えている。第一は、製造業PMIの伸びが景気回復の比較的早い段階で鈍化したということが示唆しているように、需要の急速な伸びを前提とした在庫の積み増しがさらに需要を伸ばすという過去の製造業の高成長メカニズムが働きにくくなっており、今後は逆に過大な生産能力、過大な在庫が製造業の収益を圧迫するという可能性が高いと思う。現実には太陽電池メーカーが地方政府に出資を仰ぐというケースが生じている。さらには、製造業は、本業もさることながら、高成長期待に基づいて高予想利回り金融商品等への投資で収益を底上げしてきた可能性も否定できない。従って、需要の急速な伸びが見込めなくなると、企業部門の財務状況が最初はゆっくりと、そして後になるほど急速に悪化し、不良債権問題がどこかの時点で表面化かつ深刻化する可能性はある。製造業の中枢を国有企業が占めかつそのシェアを増大させているという国進民退の状況を考えると、それは政府を巻き込んだ大きなリスクとなっている。

第二は、政府がそのレジティマシーを保つために、膨大な中・低所得層の経済厚生に配慮せざるを得なくなっているという点である。さらに、高齢化が急速に進んでいる。この両者が相俟って、今後急速に地方、中央、そして国有企業を含む広義の政府関連機関の負担が増加していくのではないかと考えている。農村と都市の格差是正、社会保障の充実が政権の安定に欠かせない。しかし、そのための多大なコストが、最初はゆっくりとしかしその後は急速に増大する。現在の社会保障性住宅の大建設ブームもこうした動きの一環とも考えられる。これは足許の景気を下支えするが、長期的にはそのコストは政府が負担しなければならない。しかも、経済が若年層増加により高成長している時期を過ぎ、高年齢層が増加することで成長が鈍化する時期に格差是正と社会保障の充実を行わなければならない

いということが根本的な難しさである。以上の二つのリスクは、日本が1980年代後半から現在まで直面している問題であり、それに短い時間の間で直面することになる。

米国経済では主要指標が改善している。雇用状況の改善、株価と住宅価格上昇から一時急落したセンチメントが改善した。C i t i のサプライズ・インデックスも一時は-30まで低下した後、現在は若干のプラス領域にあり、株価も史上最高レベルにある。住宅市場も、特に好天に恵まれた西海岸の影響という特殊要因もあるが、シングル・ファミリー・ホーム・セールスの急回復は特徴的であるとみている。1月はペイロール・タックスの増税——というよりも元に戻すこと——にもかかわらず、消費は底堅く、特に自動車販売の好調は特筆すべきである。さらに財政の自動カット、sequestrationが始まっているが、そもそもその影響は直ちには出ず、かつ比較的早くそれなりの解決がなされると考えられているようで、インパクトは小さいと考えられる。ただし、足許の動きには注意が必要である。景気と正の相関を持つ輸送需要を Cass Freight Index というものでみると、実は今年に入って前年を下回っている。加えて、ペイロール・タックス増税の影響は2月に入って消費に出ているともみえる。従って、現在の市場の楽観的な見方が年央にかけて急変する可能性には留意したいと思っている。

欧州情勢も既に皆さんがお話しになったので割愛して、日本経済の現状であるが、先程もあったように、投資家や企業、家計のセンチメントの大きな改善と実体経済の緩やかで脆弱な回復とのコントラストが特徴的である。実際、センチメントの著しい改善は目を見張るものがある。前回会合直前ではあるが、消費者態度指数が前月比+4.1%ポイントとこのところ例をみないほど急上昇し、景気ウォッチャー調査の現状判断も、1年振りに50近くのレベルまで急上昇した。他方、実体経済の歩みは非常に遅いと思う。輸出は下げ止まってはいるが、円安の影響は輸出産業の収益を向上させる一方、当面はJカーブ効果で貿易収支を悪化させ、特に輸入原料に頼る中小企業の収益は圧迫されている。設備投資は、非製造業は底堅

いものの、製造業の弱さが続いている。季節調整済の新車登録台数は大きくリバウンドしたが、前年同月比で見ればマイナスは続いており、回復はまだ力強さに欠けている。消費については、家計調査の実質消費水準指数の上昇率はプラスに転じたが、需要減退に伴うスーパーの広範な値下げは依然として続いている。今後の見通しであるが、海外経済の好転や円安効果からの輸出の回復、そしてセンチメントの好転が、実際に新年度以降の企業の投資面に現れ、加えて消費税の前の駆け込みもあり、それが生産、雇用のはっきりとした回復をもたらすというメインシナリオが実現する可能性は高いと思うが、実は、まだ明確なモメンタムは生じていないというのが実態だと思う。

この点は、実は物価情勢にも当てはまる。端的に言えば、現在はまさに分水嶺にあると思う。精査すると、実体経済のメインシナリオが実現しかつ円安の水準が続けば、今年度末に1%に達する可能性はそれほど小さくない。他方、足許1月のCPIを精査すると、実はネガティブ・サプライズが続いている。まず、消費が底堅いにもかかわらずスーパーの広範な値下げが続いている。これは先程申し上げたとおりである。加えて、不動産市況の底打ちが予想されているにもかかわらず、足許、市場家賃、帰属家賃が下落した。この二者が今後も続くと、物価がメインシナリオどおりに上がらない可能性があることには注意する必要がある。

さらに、メインシナリオが実現して今年度末に1%に達したとしても、その後の動きは前回申し上げた賃金、所得の動向に依存する。この点について、最近の賃上げの動きというのは、エンカレッジングではある。しかし、基本は物価上昇に対する消費者の購買態度に依存すると思う。つまり、消費者が値上げを許容するかどうかということである。長いスパンで——これは1970年代も含めてであるが——物価の動きをみると、日本の消費者は、エネルギー価格や一般賃金水準などの個々の企業の自助努力を超える全般的なコスト上昇を理由とする販売価格上昇は、受け入れてきたように思われる。今回の円高是正の動きの中で、こうした動きが復活するのか、それともここ数年の消費者行動のようにやはり値上げが売上減少

をもたらす結局は値上げできなくなるのか。その意味でも、今は物価の動きの分水嶺であると考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国経済の現状であるが、内需は全体として底堅く推移しており、輸出にも漸く下げ止まりの動きが出てきている。こうしたもとの、鉱工業生産は下げ止まっている。景気の現状判断は、前回の「下げ止まりつつある」から「下げ止まっている」へ変更することで結構だと考える。

海外経済については、前回会合以降公表されたハードデータは、特にこれまでの見方を変えるものは出ていないと思う。世界経済の現状と先行きについては、基本的にはこれまでの見方を変えていない。皆さんも指摘されたが、最近起きている二つの出来事、一つはイタリアにおける選挙の結果、もう一つは米国における3月1日の歳出自動削減プログラムの発動については、いずれも直ちに具体的な影響が出るものではないこともあり、これまでのところ市場の反応は限定的である。前者のイタリアについては、選挙結果を受け、一旦はユーロの対ドル相場が水準を切り下げたほか、イタリア国債金利も上昇したが、その後軟化してきている状況である。後者については、ほとんど市場において反応がなかったと言える。しかしながら、今後の展開次第では、これまでの見通しに対して大きな下方リスクを有するものになるとみている。イタリアの問題については、一旦落ち着いたユーロ圏の混乱要因になりかねない。緊縮政策による周縁国のこのところの景気の低迷と失業率の上昇を勘案すると、ユーロ圏で経済規模が三番目に大きいイタリアで緊縮等の継続が困難となれば、スペイン、ギリシャ等でも反緊縮の動きが活発化し、今までのシナリオが大きく狂ってくる可能性がある。ドイツが、秋の選挙を控え周縁国への妥協的政策を採ることが困難な時期だけに、不安定化した場合の対応は難しいと思う。再びユー

ロ圏が動揺すれば、回復に向かいつつあるわが国経済にも打撃を与えるリスク要因である。

一方、米国については事前に色々と言われていたわりには、直ちに歳出カットの影響が出ていないこともあり、市場の目立った反応はなかったと言える。今のところは、3月27日が期限になっている暫定予算への対応と併せ、一定の妥協がなされるものとみているが、政治の世界のことであり、特に足許市場が落ち着いていることもあり、当事者の緊張感が欠落し交渉のスピードが遅れ、妥協が成立しないまま期限を経過することもあり得ると思う。クリントン政権時、暫定予算が成立せず、21日間ガバメント・シャットダウンが起きているが、今回そのような事態になれば、米国市場自体がリスクを織り込んでいないだけに反動が大きい惧れがある。これにより、米国経済の順調な回復が妨げられればわが国経済にも大きなマイナスとなる点は、今後の推移に注目したいと思う。

物価については、これまでの基本的な見方に変わりはない。もともと、円安を背景に、企業物価は3か月前比で見ると明確に上昇に転じてきている。まだ消費者物価にまでは波及していないが、この動きが今後も続けば、企業物価上昇のマグニチュードは今後小さくなったとしても、消費者物価に徐々に染み出してくるところはあるとみており、これまでの想定より、物価にかかる下振れサイドのリスクが少し軽減されつつあると考えている。以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

海外経済の現状評価は「減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている」、先行きについても「次第に減速した状態を脱し、持ち直して行く」という執行部判断で良いと思う。また、一部でリスク要因が再認識されたこともあり、「当面は下振れリスクを注視していく必要



がある」という執行部判断を維持することが適当であると考えている。

主要国・地域別にみると、まず米国では社会保障税増税等財政引締めの影響はまだ見定めがたいが、当初懸念していたほどの影響は今のところ出ておらず、この1~3月期はむしろ前期の反動もあり年率2%程度の巡航速度に復帰する見通しである。一方、前回会合以降の気になるリスクとしては、第一に、社会保障減税打ち切り等を受けた低所得者層を中心とする個人消費の行方、第二に、自動歳出削減や暫定予算の失効が挙げられる。これらにガソリン高の影響が加わると、景気への下押し圧力が想定以上に強まる可能性があることに留意したいと思う。

ユーロ圏では、先のイタリアの総選挙結果は、景気後退期に政府が財政構造改革を実行することの困難さを改めて示したと思う。また、欧州では、経済見通しの引き下げもあり、フランスやスペインでは本年以降の財政再建計画の見直しを迫られる可能性が大である。格下げを含めて、市場の混乱再燃の可能性をリスクとしてみておく必要があると思う。

国内経済の現状評価は、「下げ止まっている」という執行部判断で良いと思う。先行きについても、「当面横ばい圏内で推移の後、緩やかな回復経路に復していく」という見解に異論はない。国内景気は、1月の展望レポートの中間評価におけるシナリオに沿う形で推移していると思う。すなわち、海外経済が一部で持ち直しに向けた動きを示す中、輸出は下げ止まりつつあり、製造業の生産活動も下げ止まりから持ち直しが展望できるかどうかというところまできていると思う。昨年春先以降のミニ景気後退のもとでも、全体として底堅く推移した個人消費を中心とする民間の内需も、補正予算による財政刺激策の効果や製造業の生産活動が持ち直しに向かうにつれて、先行きさらに底堅さを増す見通しで、目先4~6月期以降は景気の浮揚感がやや強まることを期待している。また、年度後半は2014年4月に予定される消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから、成長率は一時的にかなり高まると見込まれる。

このように、私自身の見方もこれまでになく楽観的であるが、やや長い目でみた景気のリスク・バランスは依然やや下方に傾いており、今後の展

開を注意深く見守る必要があると思う。主な理由は、以下の四点になる。第一に、国際金融市場では、イタリアの政局不安定化を背景にこのところリスク回避の動きが一部に再燃していることである。イタリアの政局は当面不安定な地合いが続くと見込まれ、また、こうした政情不安が他の欧州周縁国に波及することで、リスク回避傾向が世界的に強まり、わが国経済や市場への負の影響が強まる可能性もある。第二に、国内経済は財政刺激策の効果もあり、今年度中は比較的良好なパフォーマンスが期待できる。しかし、所詮は海外経済と財政頼みの回復であり、また来年度以降は消費税率引き上げ後の需要の反動減も見込まれるということから、二重の意味で経済に下押し圧力がかかることになり、経済成長の持続力という点では懸念がある。第三に、足許の製造業の持ち直しに向けた動きは確かに好ましいものの、その裏付けとなる輸出のパフォーマンスをみると、自動車の回復に大きく依存し、日本の製造業が元々得意としている資本財、すなわち設備投資関連や電子部品等の小型資本財の分野には、回復の恩恵がさほど及んでいないとみられることである。また、例えば米国における輸出の持ち直しのモメンタムのわりに、わが国の輸出のモメンタムは今一つ精彩を欠いている。その背景には、民生用家電のように競争力を喪失した部門が、足許の円安や世界需要の持ち直しでもさほど救われれないという厳しい現実があるように見受けられる。第四に、わが国の貿易赤字は、一部の輸出産業における競争力の低下や輸入に占めるエネルギーのシェア上昇を受けたJカーブ効果の強まりから目先想定以上に悪化し、経常収支を圧迫する可能性がある。経常黒字の減少は財政の持続可能性への懸念を惹起しやすく、足許過熱気味の感もある国債市場に、不均衡のマグマを先行き蓄積する可能性があると思う。無論、昨年末以降の円安方向への修正とそれに伴う株高といった資産価格の変化は、持ち直しへの助走期間にあるわが国景気を支えるうえで重要な要素であり、私としては足許の資産価格の変化に安住することなく、金融政策面からそうした明るい兆しを全力で後押ししていくべきであると考えている。

物価についても、目先のイメージは執行部の想定どおりで良いと思う。

消費者物価指数コアの前年比は、足許の為替円安に伴うエネルギー価格の上昇といった押し上げ要因がある一方、耐久消費財における前年の調査銘柄入れ替えの反動といったテクニカルな下押し要因が勝ることから、目先3～4月にかけては前年比下落率が-0.4%程度に拡大すると見込まれる。その後は、前年のエネルギー価格低下の裏が出ることなどから、年央以降は再びゼロ近傍に戻ると見込まれるが、中期的な物価回復のパスについて、私自身は本行の中心的な見通しよりも引き続きかなり慎重めにみている。理由については、これまでの会合で再三述べているので深入りしないが、物価回復のポイントとしては、やはり低迷を続ける賃金の引き上げにあるという見解は変わらない。その点、本行の2%の物価目標との関連で、ここもと賃金の問題に焦点が当たり、広く一般に議論されるようになったこと、また政府が民間企業の分配政策に積極的に関与する姿勢を示したということは注目すべき変化であると思う。ただし、物価上昇期待を引き起こすような賃金上昇は、経団連が言うような業績改善に見合った賞与増といったような一時的な所得増では不十分であり、基本給の持続的な引き上げが期待できるような環境整備が必要だと考える。その点、大半の企業経営者は基本給の引き上げに引き続き消極的とみられるが、この問題は究極的には日本的な雇用慣行の見直しなど、労働市場の改革とセットで進めていく必要があるのではないかという印象を持っている。以上は金融政策の範疇を越えるが、物価目標の達成には必要不可欠と考えるため、敢えて申し上げる次第である。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、金融市場ではそれまでのリスク回避姿勢後退の動きに若干一服感が生じた。これは、欧州周縁国での構造改革進展への期待、米国での財政問題解決への期待、中国の景気回復への期待、主要国での金融緩

和効果への期待という、昨年秋以降金融市場の安定を支えてきた四つの要因に、いずれも変化の兆しがみられ始めたことが背景にあると思う。

海外経済は徐々に減速した状態を脱していくと考えているが、その回復力は引き続き弱いとみている。海外経済の先行きについて、金融市場では総選挙後のイタリアの政治情勢、米国財政問題などの目先のイベントが特に関心を集めているが、やや長い視点でみた場合、私が最も注目しているのは中国経済である。2月の民間製造業PMI指数は50.4と1月の52.3から市場予想を上回る大幅な下落となり、また政府発表のPMIも同じく下落した。後者については、特に輸出受注指数の下落が目立っており、外需の弱さが景気の本格回復の妨げになっているという可能性が示唆されている。もっとも、1月、2月の経済指標は旧正月要因によって歪められているという可能性もあるので、景気の基調は3月の数字も合わせて判断すべきであると考えている。他方、主要70都市の新築住宅価格は、11か月振りに前年比で上昇、また1月の社会融資総量は前月比約2.5兆元増と過去最大の伸びを記録したが、こういったことは、信用の拡大、不動産価格の上昇、インフレ率の高まりを警戒して緩和的な金融・財政政策が修正され得る環境が徐々に広がっているということを示すと思われ、先行きの景気に対しては懸念材料ではないかと思っている。

こうした中、緩和的な政策の軌道修正の兆しは、足許で言うと、以下の四点に表れていると考えられる。第一に、2月下旬、中央銀行は1週間としては過去最大規模の資金吸収オペを実施したことである。一部資金供給オペの見送りとも相俟って、短期金利は4か月振りの高水準に達している。第二に、急拡大するシャドバンキングへのリスク管理強化の一環として、銀行業監督管理委員会は、市中銀行に対して高利回り商品の発行によるいわゆる資金プール慣行に対するリスク管理の強化を求めたということである。第三に、2月に公表された中国人民銀行の金融政策報告書で、インフレ抑制が最優先課題と位置付けられたことである。第四に、政府は不動産価格上昇の抑制を図り、現在2都市で試行されている不動産税の導入を他の都市にも広げる方針を決めたことである。その他一部の都市では、二

軒目の住宅購入で頭金の額とローン金利を引き上げること、あるいは住宅価格に上限を設定することなどの価格抑制策を相次いで打ち出している。こういった政策運営の方向性、影響などを踏まえると、回復傾向が漸く緒に就いた中国経済は、年後半にはその回復傾向に陰りが生じる可能性も想定しておくべきではないかと思っている。先日開幕した全人代においても、今年の政策運営方針として、成長率を7.5%と、元々控えめであった昨年並みの水準を維持する、CPIの上昇率としても昨年の4.0%を下回る3.5%という数字を示したということも、抑制的な政策運営姿勢を裏付けるものと言えるのではないかと思っている。

米国について簡単に申し上げると、2月の消費者信頼感指数が予想外の大幅上昇となり、財政政策の不透明感に起因する消費抑制はやや後退した感がある。しかし一方で、強制歳出削減が実施されたことが、景気に対してある程度抑制的な効果を今後発揮する可能性があること、さらにそれに加えて、こういった事態が与野党間の調整が物別れに終わった結果であることが、その後に到来する暫定予算の期限切れ、あるいは政府の債務上限問題の対応に対する不透明感を増幅させ、そうした政府・議会への不信感が、企業、家計の景況感悪化に繋がるということが懸念される。多少長い視点でみると、米国企業の中期的な成長期待、家計の中期的な所得増加期待は金融危機後の長引く低迷の中で既に低下してしまった可能性が高く、所得・雇用拡大を伴う本格的な強い景気回復軌道には、容易に戻らないのではないかと引き続き考えている。

最後に国内経済についてであるが、持ち直しの兆候がさらに広がっているように見受けられる。しかし、本格回復の鍵を握る輸出環境については、なお不透明感が残る。1月の実質輸出は前月比+2.2%と昨年4月以来の増加幅となり、輸出の下げ止まり傾向を裏付ける数字となった。ただ、1月の数字は旧正月要因によって歪みが出ている可能性もあるため、やはり2月、3月の数字を待って基調の判断をしたいと思う。そして、1月は昨年の12月に続いて情報関連の輸出が大きく減少したという点が懸念材料である。中国でのスマートフォンの販売不振がその背景にあると考えられ

ている。報道によると、中国でスマートフォン関連の部品を作る中国系企業が、中国での生産拡大、新工場建設、新規雇用を凍結するといった動きも幾つか伝えられている。中国でのスマートフォン販売不振の余波が日本経済に今後与える影響については、引き続き注視が必要と考える。これに関連して、2月上旬の輸出が――振れは大きいが一前年同旬比で-13.5%と大幅減となった点もやや気掛かりである。他方、企業センチメントの改善が中小企業にも及んでいるという点はやや注目される。商工中金が発表した2月の景況判断指数では、3か月連続で上昇し、3月も上昇が見込まれている。しかし一方で、実際の経済活動を映す売上高は、12月の前年比-2.3%から1月の実績は-2.5%へさらに悪化している。2月の見通しは-1.7%、3月の見通しは-6.9%と低調な状態が続くと予想されている。この点から、期待先行型の景況感の改善は、中小企業でより強く現れているのではないかと考えている。コスト面から円安のデメリットを受けやすい業種、例えば素材関連の製造業、運輸業、小売業を中心に、採算、資金繰りで判断DIが悪化しているところも多くみられており、雇用にも大きな影響を与える中小企業全体に実体経済の改善の効果が及ぶまでには、なお相当の時間がかかるのではないかと考えている。

この期待に影響を与えている円安・株高が、今後どのようなタイミングでどの程度の規模で経済効果を発揮するかは、景気要因の先行きを占う上で非常に重要なポイントだと思う。円安が、輸出企業の価格設定行動の変化を通じて輸出競争力の改善に繋がるまでには相当の時間がかかると考えられるため、当面の注目点は株高が個人消費に与える影響だと思う。1月の個人消費動向は家計調査でみると比較的堅調ではあったが、販売統計では概して不振である。悪天候の影響による販売不振の部分も多いとは思いますが、少なくとも株高の効果は現段階では販売統計では明確には確認されていない。1月の売上高の前年比をみると、大型小売店、特にスーパーでは、既存店ベースで-5.5%と大幅な下落となった。一部報道によると、高額商品などの販売は堅調であるが、株高の資産効果だけで消費全体が大きく盛り上がるということは現時点ではまだ期待できないのではないかと

と思っている。さらに、スーパーを中心とする販売不振がさらなる値下げ行動へ繋がっていくという可能性にも注視しておきたいと思う。以上である。

#### 白川議長

前回の決定会合から営業日ベースでは時間があまり経っておらず、大きな変化はなかったように思うが、1月の中間評価の線に概ね沿って景気・物価情勢が展開しているというのが、皆さんの意見であったと思う。敢えて言うと、その線に比べると幾分良いという感じもあるが、基本的には概ね想定のとおりという感じである。われわれのそうした見方の重要な前提は海外経済であった訳であるが、海外経済については、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きが米国、中国でみられ始めてきているということが、先程申し上げた判断の背後にあると思われる。従って、日本の景気についても、前回は「下げ止まりつつある」と判断した訳であるが、皆さんの話をお聞きすると、「下げ止まっている」と言える状況になってきたということであったと思う。ただ、輸出については、海外経済の持ち直しに比べてまだ明確に下げ止まったと言うには自信がない。そういう意味では、海外経済の先行きの回復について、今一つ明確な自信が持てないということであったのだろうと思った。

国際金融資本市場であるが、前回以降の変化ということで言うと、リスク回避姿勢は全体としては続いているが、取り敢えず一服しているという感じがする。多くの方が言及されたように、イタリアの選挙結果をきっかけに、一旦イタリア、あるいはスペインの国債金利が上がっていく、あるいはユーロ安になってくるということに示されるように、市場は、経済・財政構造改革がしっかり実行されていくのかどうかを注目しているのだろう。そういう意味では、われわれが予てから意識していることではあるが、そうした欧州の問題についての基本的なリスクが、そこに存在しているということであると思う。金融市場の動向という意味では、欧州については、ファンダメンタルな改革が本当に進んでいくのかどうかということ

の不確実性であり、もう一つは、金融市場における様々なプライシングをみていると、経済の実態がどのようになっていくのかということもさることながら、中央銀行がどのように行動するのかをみてプライシングがなされているという傾向が強まっているような感じがする。本来であれば、市場は経済の実態をみて、それに対応して中央銀行がどのように対応するかということを見て判断していくということだが、経済から中央銀行というリンクは勿論あるが、中央銀行の行動それ自体をみているという面もあるような気がする。その分だけ潜在的にはマグマが溜まっているという面もあるような感じもする。いずれにせよ、多くの方が言及されたように、このところのマインドの大きな改善とハードデータ、実体経済との間にややギャップがありこのギャップをどのように理解するのかということが、多くの方の頭の中にある問題意識であったような感じがする。

このところ、デフレ脱却ということで様々な議論が起きているが、最近における賃金の議論は、デフレ脱却の意味を考えていくうえで色々なことを考える色々な材料を提供している。本当にわれわれが必要としていることは何だろうかということ、皆が改めて考えるきっかけになっているという気がする。私自身は賃金の上昇それ自体が実現するかどうかということとは勿論大きな事項であるが、これをきっかけとして色々な議論が起きてくることが、長い目でみて、日本が本当にデフレから脱却していく方策、アクションに繋がっていくのであれば、これはこれで大きな成果物であるという感じが、個人的にはしている。取り敢えず、以上が私の若干の取りまとめと感想である。

何か皆さんからご意見があればどうぞおっしゃって頂きたい。

#### 宮尾委員

米国経済の見方について、先程の意見表明で、比較的楽観的で「自律的回復のメカニズム」という言葉も使った。一方、木内委員から、期待成長が低下しているとの慎重な見方があった。私自身、米国経済の成長について、必ずしも、それほど強気の見通しを持っている訳ではなく、これまで



言われているように2%台半ばの成長率を今年はしっかり実現するという位の緩やかな成長である。勿論、3%、4%の成長が一番望ましいが、そこまでは行かずに2%台半ばのほぼ潜在成長率位の成長を実現するというメカニズムがしっかりしてきているという見方である。木内委員がおっしゃるのは、期待成長率自体が低過ぎるということなのか、あるいは期待成長の見通しが例えば1%といったように構造的にもっと下がっている——そういう見方もあると思うが——ということか。こういう理解の違いに起因するのかなどうか、確認したい。

木内委員

循環的に戻っていくという見方に変わりはないが、過去の本格的な景気回復とはあまりにもスピードが違う。

宮尾委員

4%というような成長に比べれば、ということか。

木内委員

そうだ。リーマン・ショックのような大きな落ち込みがある時は、過去の平均値でいうと6%成長が2年続くというように急速に戻り、その結果として、開いていた需給ギャップがあまり長期化せず、個人の所得の先行きの期待も落ちず、消費に対する期待が比較的しっかりしているので企業の成長期待も落ちないというのが、過去のパターンだと思う。しかし、既に過去とは相当違う動きとなっている。リーマン・ショック後既に5年経っているが、回復しているとはいえっても需給ギャップが非常に開いた状態で、アンケート調査では、個人の所得期待などはリーマン・ショックで落ちた状況からほとんど改善していない。ということは、個人の先行きの所得期待、それに基づく企業の先行きの成長期待が落ちてしまい、循環的に戻るといっても過去の戻りでない。成長期待が下がった分、過去と比べると、どうしても回復力が見劣りしてしまうということは避けられない。

もちろん、そういう期待でみている分には問題ないが、例えば、米国経済が回復するのであれば 2%後半とか 3%という期待が主流であれば、下振れリスクがあるということではないか。

宮尾委員

おっしゃる期待成長というのは、循環的な意味での所得の上昇期待というイメージか。

木内委員

個人の所得期待、企業の成長期待の両方である。

白川議長

今の点でもそれ以外の点でも結構だが、何かあるか。

西村副総裁

最近の数字をみていて、面白いというか気になるのだが、基調的なインフレ率の国際的な連動性が高まっているように見える。ただ、これがなぜだかよく分からない。今後色々検討しなくてはならないことだと思う。米国と日本の trimmed mean——日本の場合、震災の影響を除いた trimmed mean——の動き方をみると、結構似ている。世界的に価格形成の構造そのもののシンクロナイゼーションが起きているのかどうか、重要な点ではないかと思う。簡単に言えば、ここ数カ月は、世界全体でディスインフレーション、デフレ的な傾向が続いているということである。

木内委員

足許の動きははっきり分からないが、90年代から、日本のCPIもOECDやG7などの主要国のCPIも、トレンドとしては2%でほとんど変わっていない。

西村副総裁

基本的にはそうだが、かなりの部分はサービス価格の差で大体説明できる。サービス価格でも、その2%というのは一体何か。私が言っているのは、トレンドそのものではなく、トレンドをもたらす基調的なインフレ率をみても連動性が出ているということである。過去には然程大きな連動性はないが、最近、特にリーマン・ショックの後、連動性が出てきているのは、私にとっては不思議であり、考えないとならないと思っている。

木内委員

サービスで連動性が強まるというのは起きにくいように思う。

西村副総裁

それは分からない。

木内委員

あるのであれば、基本的には財のところだと思う。

西村副総裁

基調のかなりの部分はサービスであり、財の部分もかなり大きな動きはあるが、その部分は trimmed mean ではねられる。サービスのところでも起きているというのは不思議であり、今までの議論ではあまりないようなことであり、考えなければいけないことだと思う。

白川議長

先程、西村副総裁が、日本人は全般的なコスト上昇を背景とした価格の引き上げは受け入れるが、そうでなければ物価の上昇は実現しにくいという話をされていた。最近出た吉川洋先生の『デフレーション』という本の中でも、ある種の公正、公平という観点がないと、物価は上がりにくいという話があった。西村副総裁のおっしゃるのと同じことかどうか分からない

いが、似たようなことをおっしゃっているのかと思った。そう観点からみて分水嶺にあると先程おっしゃったが、私自身、興味深い観察であると思いつながら聞いていた。

他にないか。それでは休憩とし、10時20分に再開したい。

(10時13分中断、10時20分再開)

## V. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人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。それでは森本委員から願います。

森本委員

わが国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとで、長短金利が極めて低い水準で推移するなど、引き続き緩和した状態にある。短国レートは、基金での大量の買入れによる需給タイト化が意識される中、付利引き下げに対するマーケットの警戒感もあって低下し、0.1%からの下方乖離幅が拡大している。長期金利については、前回会合以降の米国長期金利の低下傾向や追加緩和期待の高まりから、5年国債利回りが一時既往ボトムを更新し、超長期ゾーンの金利もやや大きく低下するなど、イールドカーブがフラット化している。こうしたもと、企業の資金調達コストは低水準で推移している。金融機関の貸出態度も改善した状態となっており、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。また、不動産価格の上昇期待が強まる中で、J-REITによる2月の資金調達は2006年9月以来の高水準となっている点が注目される。

次に、為替市場では、G7・G20の声明やイタリアの政治情勢などを受けて円安基調にやや一服感がみられるが、前回会合時程度の水準で推移している。株価については、先行きの政策運営への期待が持続する中で上

昇している。こうした動きは、わが国経済の下支えとして作用しているが、欧州債務問題や米国における財政問題の帰趨など海外経済の不確実性は引き続き大きく、これらを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、本行は、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現することを目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置を、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していくこととしている。併せて、成長基盤強化と貸出の増加の取組みを支援している。こうした総合的な取組みにより、本年は50兆円規模の大量の資金供給を行うこととしているが、コミットした措置を着実に実行するとともに、引き続き金融経済環境を点検しながら適時適切に対応していくことが重要だと思う。

こうしたもとの、足許の基金の運営状況をみると、本行の極めて潤沢な資金供給が続くもとの、資金余剰感が強く、着実な買入れが難しい状況が続いている。固定金利オペは、期間を短くすることで札割れを回避していたが、足許では再び札割れしている。目先も、国債償還などで資金余剰感が強まること等から、札割れが続く可能性もある。また、長期国債買入れについては、対象年限の市中残高は十分あるものの、このうち輪番買入分も含めた本行保有額が大きく、先行きも大量買入れによる需給逼迫感が強いことから、既発債の応札は控えられ、実態はほぼ新発債が対象となっている状況にある。2年物新発債の約2/3が集中的に買入対象となる中、金利は急激に低下し、オペの着実な実施が難しくなったことから約3週間オファーを控えた結果、需給逼迫感が幾分後退し、利回りが上昇した。しかし、その後、応札倍率と落札平均レートは少しずつ低下しており、今後も買入対象年限の需給がさらにタイト化していくことが想定される。こうした固定金利オペの札割れや国債利回りの低下は、強力な金融緩和が浸透していることの表れではあるが、今後のオペの状況によっては、本年6月末にかけて、本行が約束している基金の残高を確実に達成するために、固

定金利オペを減額して国債買入れに振り替えるとともに、残存年限のより長い国債、例えば5年以下を買入対象とすることも検討していく必要があるのではないかと考える。この場合、より長めの金利に直接働きかけることができるが、2014年初以降に実施する期限を定めない買入方式のもとで、一定期間経過後に基金の残高が大幅に増加することに留意する必要がある。また今後、大量に長期国債の買入れを進めるもとで対象年限を長くする場合、万が一にも財政ファイナンスとみなされないよう、共同声明で謳った財政健全化への着実な取組みが大前提になる。いずれにしても、保有国債の残存期間を徒に長期化させないよう、残存期間別にオファー額を設定するなどの工夫を行う必要があると思う。なお、年限を長期化する場合は、輪番買入れと差別化が難しくなることから、いずれかの段階でそれぞれの性格付けを改めて明確にする必要があると思う。

このほか、本日、成長基盤強化支援資金供給で、3月分の貸付けを実行する。3回目となる米ドル特則では、取組み方針の提出先が41先に拡大しており、内容的にも所期の効果を発揮しつつある。地域金融機関においても、大手行が組成したシ・ローンへの参加で本制度を利用する先もみられるなど、取組み先の裾野が着実に拡大しつつあるように窺われ、引き続きこうした動きを後押ししていくことが大事だと思っている。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

金融環境については、引き続き緩和した状態にあり、前回会合以降大きな変化はないので省略させて頂く。また、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。そのうえで、本日は、2%の物価安定目標の実現に向けて、今回会合において金融緩和の強化が必要と考えているので、その点について申し上げたいと思う。

まず、インフレ目標についてであるが、1月に、持続可能な物価安定と

整合的な物価上昇率が2%であることで合意し、できるだけ早期に実現することを約束した。今のところ、長期インフレ予想については、インプライド・フォワード・レートではまだ明確な動きはみられないし、市場や国民は、日本銀行がインフレ2%を達成する意思があるのか見極めている状態にあるように窺われる。しかし、BEIデータではインフレ期待の上昇がみられるほか、新規住宅ローンで変動金利に比べて固定金利の割合が増えたりするなど、国民のインフレ期待が上昇する兆しがあるようにも思う。こうした中で、2%の達成に必要なアンカーを確保して長期金利の不確実性の高まりを防ぎつつ、企業や消費者の長期インフレ予想に働きかけるタイミングは、今において他にないと思うし、そのためには、一段の金融緩和という行動で示していく必要があると思っている。また、わが国経済が直面する下振れリスクが大きい中で、漸くみえてきた景気回復の動きを後押しして確実なものにしていくためにも、一段の金融緩和が必要だと思う。

そうした観点から、様々な金融緩和手段を考えているが、その中でも有力な手段は、長期国債の買入強化、リスク性資産の買入増額、時間軸政策の強化だと思う。このうちリスク性資産については、国庫納付金の減少や日本銀行の自己資本の毀損といった問題があるので、もう少し検討を深めていきたいと思う。時間軸政策の強化については、4月末の展望レポートを示す段階で先行きの経済・物価見通しを含めて議論する必要があるので、今回は見送りたいと思う。従って、本日は資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入強化について私の見解を申し上げる。結論から申し上げますと、資産買入等基金のもとで、より年限の長い国債買入れの増額が適切だと思う。その理由は、第一に、従来に残存期間1~3年の国債買入れでは、日本銀行が金融緩和の出口戦略を意識し過ぎているといった見方も広く聞かれているし、しかも現在の1~3年の利回りはかなりつぶれた状態にあるので、より年限が長い国債買入れを進めれば日本銀行のインフレ2%を達成する意思がさらに明確に伝わると思われるからである。第二に、より長期の国債は長期固定住宅ローンや社債を含めた様々な長期金利のベースとなっており、リスク性資産を含むあらゆる金融資産価格に万遍な

く影響を及ぼすので、広範かつ直接的な金融緩和効果が期待できるからである。

次に、年限延長の具体的なやり方であるが、前月会合まで私は、残存期間5年まで買入対象を拡大すべきであると申し上げてきたが、今回はこの際、輪番オペと同様、残存期間1~30年まで広げるとともに、当面は残存期間5年の買入れを増やすことが適当だと考えている。その理由であるが、従来のやり方を振り返ると、基金の積み上げが困難になり始めると市場で年限延長期待が高まる結果、それが市場に織り込まれた状態で延長しているとみえるように思う。こうしたやり方では、残念なことであるが、受け身的な印象を与え、積極的な金融緩和スタンスが伝わりにくいように思われる。従って、この際そうした延長の仕方を止め、イールドカーブ全体に働きかけ経済成長やインフレの期待を高めていくのが良いように思う。それにより、企業負債の長期化を促進し、多少なりとも長期的な投資を促進し、家計や企業の債務返済コストを引き下げる方向に寄与すると思う。また、30年までのゾーンを含めれば、市場からの買入れも容易になるし、金融緩和姿勢の見せ方としても、よりメッセージ性が強まると思う。また、年限区分別の買入ウェイトを適宜変えることでオペの柔軟性も高まる。例えば、日本銀行保有額を除く国債市中発行残高の残存期間別内訳をみると、4年超5年以下が比較的多く、しかも5年物は新発債もあり、流動性も高く大手金融機関も保有している。このことから、1~30年ゾーンの中で、当面は残存期間5年の買入れを増やし、平均保有年限について4年を超える程度まで長期化を図ることが適当だと考えている。また、後に景気回復局面でインフレ率が安定的に上昇し出口戦略を議論する段階に達した時には、より短い年限の買入れに転換するなどの工夫ができるように思う。

そこで、こうした買い方を基金で行う場合、既存の輪番オペとの重複が問題となるので、輪番オペを一時的に停止し、基金への統合、組み換えをするのが良いと判断している。また、FRBにおいても、世界金融危機が発生する以前には日本銀行の輪番オペに近いやり方で長期国債を買入れていたが、危機以降の金融緩和局面では輪番オペを一時的に停止し、現在



では残存期間 4～30 年ゾーンの中で、従来よりもより長期の国債買入に重点を移して長めの金利に働きかけている。国民にとっても分かりやすい買入方法だと思う。また、国債の買入方法については、長い年限の国債を含むので、利回り較差方式が適切だと思うし、アメリカでも類似した買入方法を採用しているようである。

以上の点について、私は、審議委員に就任して以来ずっと考えてきており、折に触れて様々な場で指摘してきたし、決定会合の場では昨年から前回 2 月にかけて数回に亘って意見を申し上げてきた。先月以降もさらに様々な角度から検討した結果、今回は議案という形で正式にご提案させて頂くことにした。正確な提案内容については、五点ある。①資産買入等基金のもとで買入れる長期国債について、期限を定めない資産買入方式を、2014 年初めを待たずに速やかに導入する。②この長期国債の買入対象及び買入方式を輪番オペと同様とする。つまり 1～30 年の利回り較差方式ということである。③輪番オペの実施を一時的に停止し、基金の長期国債の買入に組み入れる。④当分の間、毎月、少なくとも 5 兆円程度の長期国債の買入を行う。⑤以上に関係する実務的な論点については、執行部に検討して頂き、成案を得たうえで、基本要領の改正を経て速やかに導入するという内容である。このうち、毎月の平均買入額については、二つのオペを合計すると現在は平均して約 4 兆円程度になるが、それに 1 兆円程度増額して毎月少なくとも最低 5 兆円程度に増やし、オープンエンド方式で当面の間継続するということを想定している。この結果、本行の国債買入残高は、現行方式と比べて、2014 年末時点で 10 兆円程度、約 5 年後の 2017 年末時点で 44 兆円程度増加する見通しである。また、ここで「少なくとも 5 兆円」と「少なくとも」とつけるのは、例えば、アメリカの長期金利上昇がわが国の長期金利へ波及することによる金利反転リスクへの対応が必要な場合が生じた時に、毎月の買入額が一時的に拡大することを許容するといった柔軟性をもたせるためである。また、将来的に固定金利オペが再び入りにくくなった際には、その 25 兆円枠の一部を長期国債の買入へ組み換えて毎月の長期国債の買入額をさらに増やすという可能性も

念頭に置いている。

なお、銀行券ルールについては、長期国債の買入総額が銀行券残高を既に上回っており、政府との共同声明でも財政規律が明記されていることから、一時的に棚上げしてはどうかと思っている。また、新しいルールを検討してもよいかと思う。以上である。

白川議長

それでは次に山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

まずは金融環境であるが、執行部からの説明に違和感はなく、引き続き緩和した状態にあると考えている。国債利回り、特に5年物の利回りをみると、一段と低下圧力がかかり、0.1%程度と極めて低い水準となっている。他方、株価や為替は、イタリア総選挙後、調整場面がみられたが、その後は再び株高・円安地合いに復してきており、金融環境ははっきりと緩和的となっていると思う。企業が直面する資金調達コストは、歴史的な低水準で推移しており、企業からみた金融機関の貸出態度も緩和的な状態が続いていると思っている。

次回会合までの金融市場調節方針及び資産買入等の基金の運営については、前のラウンドで述べたような経済・物価についての判断からして、現状維持が適当と思っている。

金融政策運営に関して、二点簡単にお話ししておきたい。まず、固定金利オペの札割れへの対応についてである。固定金利オペの札割れがかなりの頻度で起きている訳であるが、これまでのところ、資金供給期間を柔軟に調整することなどによって、オペ残高の積み上げは相応に実現できている。しかし、年度明け後の市場の状況などを想定すると、次回会合においては、何らかの対応を図る必要が生じてくるかもしれないと思っている。二つ目は、被災地金融機関支援オペの取扱いについてである。このオペは、本年4月末、すなわち来月末に期限を迎える。従って、今後の取扱いをど

うするかが当面問題となり得る。ただ、この点重要なことは、年度末に向けての被災地における資金需要や金融機関の資金繰りなどの状況である。それらの動向をしっかりと踏まえたうえで、次回会合でどのように対応するか決めていくのが適当なように思う。ただし、今申し上げたような次回会合に向けてのスタンスについては、総裁記者会見などではっきりと説明していく必要があると思っている。私からは以上である。

白川議長

それでは宮尾委員お願いします。

宮尾委員

金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げます。まず、わが国の金融環境については、企業の資金調達環境あるいは金利、量、アベイラビリティの面とも緩和した状態にあるとの執行部の説明に違和感はない。次に実体経済に影響を及ぼす金融市場動向については、為替レートはほぼ前回会合並みで推移しており、一方株価はT O P I Xで1,000程度と前回会合時と比べ株高で推移している。

続いて、インフレ予想に関して、若干のデータをご紹介したい。最近の企業アンケート調査をみると、まず二つあるが、一つは、ロイター企業調査では、消費者物価が上昇に転じ、デフレから脱却する時期についてのアンケートの回答があり、2013年中と答えた企業が11%、2014年中が44%、2015年中が27%、2016年以降が18%と、約8割の企業が3年以内にデフレは脱却可能とみていることが窺われる。続いて、QUICK短観という調査であるが、こちらでは2%のインフレ率の達成時期について尋ねたところ、3年以内、5年以内とする回答が、それぞれ全体の約3割を占めた。つまり約6割の企業が中期的に達成可能とみていることが判明している。これらの結果は、本行が導入した新しい「物価安定の目標」とその実現可能性のイメージが、企業部門には相当に浸透しつつある、あるいはその兆しが窺われるということを示しているのではないかと思う。それ自体心強

いことかと思うが、今後もこのインフレ予想に関して、利用可能な指標を点検して、人々のインフレ予想や中長期的なインフレ率のアンカーが、どのような形で上昇していくのか、あるいはその下振れリスクはどうかなど、動向を注視していきたいと思う。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。まず、基金の運営についてであるが、前回会合以降、市場調節部署の工夫などもあり、大きな札割れを回避できるなど、基金の積み上げに関しては、総じて順調な運営が行われたと理解している。ただし、今月下旬以降は資金余剰期へと移り、また先行きの追加緩和期待などから、レポ市場、短国・長国市場など幅広く利回りが現在低下しており、とりわけ今後の固定オペの積み上げについては、困難が予想される。今後は短期のオペを長期のオペに振り替えていくなど、根本的な対応が必要となる可能性があり、具体的にどのような対応が適切なのかについては次回会合までしっかりと考えていきたいと思う。

一方、実質的なゼロ金利政策に関しては、その将来の継続期間について、過去2回の会合において、より明確なガイダンスを示すことが適切であると考え、緩和の強化策を提案してきた。すなわち、2%の物価安定目標の実現を目指し、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とのガイダンスは、将来の短期金利の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策であるが、このガイダンスを明確に對外的に公表し、本行自ら設定した2%の目標実現へ向けて、一段と強い意思を示すことが必要であると申し述べてきた。今回、この提案が、わが国のデフレ脱却と持続的成長経路の早期の復帰にとって重要であるという考えに変わりはない。従って、改めて議案を提出したいと思う。すなわち、以下の文案を含む対外公表文を提案したいと考えている。申し上げると「日本銀行は、新しい物価安定の目標の実現を目指し、①実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、②金融資産の買入等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。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、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうか確認していく」という文案である。

前回議論させて頂いた論点については、今日は繰り返さず、私なりに考える2%目標へ向けた道筋について、考え方をここで改めて整理したいと思う。2%目標を実現していくためには、まず、第一にそこに至る経済・物価の道筋を示し、第二にその道筋に沿って経済・物価が実際に改善していき、第三に人々がその実績を前向きに評価して、最初に示した道筋の実現を見通すことが出来るようになる、という三つのプロセス——道筋と実績と人々の見通し——があり、それぞれを確かなものにしていく必要があるかと思う。こういった前向きな循環が機能し始めると、持続的な景気回復期待とともに人々の予想インフレ率は上昇していく。つまりインフレ率の実績が予想に働きかけ、予想が現実のインフレ率へとフィードバックしていくことで、道筋の蓋然性はさらに高まると考える。

以下、今申し上げたそれぞれのプロセスについて確認していく。まず、最初の道筋については、日本銀行は、展望レポートの中間評価において、実質GDP成長率で2013年度+2.3%、2014年度+0.8%、CPI伸び率で2013年度+0.4%、2014年度+0.9%のメインシナリオ、政策委員の見通しの中央値を示し、2%へ至る道筋の前半部分といわれるものを示した。

次に、第二の実績については、これまでのところ景気・物価は概ねメインシナリオに沿った動きを続けており、実績はオントラックであるとみている。ただし私自身は、経済・物価両面において、下振れリスクを強く意識しており、注意が怠れない状況にあるとみている。もし、仮に、下振れリスクが顕在化して、経済・物価の動きが道筋を外れてしまうと、人々が目標の実現を見通せなくなるリスクが高まり、先に述べた二番目から三番目へのプロセスへの移行に支障が生じ得ることになる。その結果、持続的な景気回復期待が維持されず、人々のインフレ予想も、期待通りに立ち上がらないという事態に陥りかねない。従って、メインシナリオの軌道を踏み外さないようにし、今申し上げた三つの各プロセスをより確かなものにするという観点から、一段と強力な金融緩和を推進し、目標達成に向けた

意思をより強く示す必要があると考えている。そうすることで、各プロセス、特に二番目と三番目の下振れリスクを抑制し、人々のインフレ予想や見通し全般に、より強く働きかけることができると考えている。このように経済と物価がバランス良く着実に改善していくと見通せることで、同じロジックで 2015 年度以降に消費者物価上昇率 2%の達成が視野に入ってくると考える。その際には、人々の短期的なインフレ予想、中長期的なインフレ率のアンカー、現実のインフレ率がそれぞれ互いに強め合いながら、立ち上がっていくという姿を考えている。以上、こうした道筋の考え方については、われわれボードメンバー間で理解を深めることは勿論のこと、対外的にも丁寧な説明を尽くしていく努力を続け、国民の理解を得ていく必要があると考えている。

最後に、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

足許、国際金融市場では、リスク回避姿勢が後退し、海外経済にもプラスの動きがみえ始め、円高の修正が大きく進み、株式市場は回復している。大きくみると、第一に米国の企業収益・経済指標の堅調、第二に米国緩和政策長期化の思惑の両方から、米国資産価格高が続き、ドル高傾向である。仔細にみると、実は個別国要素がかなり大きいのだが、基本的には実体経済の状況よりも金融政策の方向性、つまり中央銀行の政策に関する市場の思惑に、より強く依存しているように思われる。英国ポンドと日本円の下落はほぼ同程度になっていることが、この典型的な例である。特に、海外のセルサイドの動きをみると、日本の金融政策の今後の変化に対する期待を過度に煽る傾向が強いように思われる。これは、日本の金融市場での比較的冷静な見方と対照的であり、このギャップが今後大きな波乱要因にな

ることは考慮する必要があるだろう。このところ円高修正を主導してきたのが、足の速い海外の短期勢、それから中期勢であることを考えると、3月末にかけての年度末要因と重なるとボラティリティが高まることについては、差し当たり慎重な注意が必要であろうと思っている。

国内金融市場については、情勢判断は、今までの委員方と概ね同じで、月報概要の評価には違和感はない。第一ラウンドで申し上げたように、企業や家計のセンチメントは大きめの回復を示しているが、実体経済のハードデータには漸く回復がみえてはきたが、依然として脆弱な状態が続いている。加えて、現在の市場の動きは、特に海外勢の今後の日本の金融政策の変化に対する思惑先行の展開になっている。このように、海外経済から吹いている日本にとっての今のところの順風は、必ずしも確かなものではなく、このところの経験から考えると、大きく下振れる不確実性が解消された訳ではない。

そこで、金融政策であるが、基本的な考え方は今回も変わっていない。記録のために再述すると、包括緩和の枠組みのもとで、第一に、資産買入等の基金に無制限の資産買入方式を直ちに導入し、第二に、物価見通し期間を1年延長し、最終年度見通し中央値が+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無制限買入にコミットするのが望ましいと考えている。しかし、従来同様の理由で、大勢意見に従って現状維持に賛成したい。同様に、次回までの金融市場調節方針も、「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」という現状維持が適当であると考えている。

最後に、感想のようなことになるが、現在の包括緩和のもとでの金融政策であるが、基本的に金融危機後の対応において、practical gradualismに則った形で前例のない非伝統的な政策がなされてきたと考えている。ただ、次第に国際金融市場の影響が強まり、市場での「期待」の比重が高まるにつれ、practical gradualismを実践するもとでコミュニケーション・ポリシーがとてつもなく難しくなってしまったということが、大きな問題であったと思う。この点で、私としては反省すべき点はあったように思っ

ている。これから、包括緩和を含めて、金融政策の枠組みの再検討が慎重になされると期待している。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合で、長国オペ等に困難が生じてきたことに対して、私なりに考えたオペ手段の導入について申し上げたが、種々困難があるとのことであり、一旦取り下げることにする。しかしながら、前回2月14日の会合以降金利の低下が進み、短国3か月は0.08%から0.048%へ、先に急伸した2年新発は0.04%のままながら、5年新発は0.145%から0.11%へレートを切り下げてきている。こうした状況のもと、今後、資金余剰期を迎えることから、固定金利オペをはじめ、一部オペの円滑な遂行がさらに難しくなってくると思う。基金によるオペについては、これまで金利に働きかける、タームプレミアムやリスクプレミアムへ働きかけるとしてきたが、ここまで金利が下がってくると、達観すれば、短いタームについてはあと下がるとしても極めて小さな余地しかないとも言える。その観点からは、基金によるオペレーションの限界効果は小さくなっているとも言える。また、基金は固定金利オペ、短国、長国、ETF、社債、CP、REITという各々リスクプロファイルの大きく異なる商品から構成されているものだが、本行はその個々の商品の残高および総枠にコミットしている訳である。そうしたことから、個別のものの積上げに当たり困難が出てくれば、他のもので代替する必要がある。今後、積み上げていく金額が非常に大きいことから、それぞれの商品について、現実に積み上げを行い得るのか、その実行可能性についてここでもう一度十分に検討しておく必要があると思う。

一方で、見方を変えて、本行が資産を買入れるあるいは保有するという観点からみれば、基金のオペレーションと輪番オペ、あるいはさらには輪



番オペの期日到来物の短国乗換えなども、買入れるあるいは保有するという意味では、基金の買入れと本質的に異なるところはないと思っている。基金について、その枠組みを見直す場合には、これらとの統合を図っていくという考えもあり得る考えだと思っている。しかしながら、基金以外のこの二つの取引について、各々固有の理由があるとしていわゆる金融緩和の手段の範疇に入れていないのは、マネタイゼーションの懸念を払拭するためであると思う。種々の方策について、ここで改めて検討を行う時期にあることについては、私も同様に考えるところであるが、仮に輪番オペにも手をつける場合は、マネタイゼーション懸念に対するこれまでの考え方との整合性についてどのように考えるのか、しっかりと検討する必要があると思う。また、そのような枠組み、大掛かりな施策の導入については、政策委員会のできる限り多数による支持が、市場からの信頼を得るためには必要だと思う。そのためにも、今後、議論を深めていき、できる限り意見の集約を図っていくことが肝要と思う。

なお、次回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に促す」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。以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

はじめに金融環境について申し上げる。金利、信用スプレッドなどの資金調達コストや資金のアベイラビリティ等からみた金融環境は、確かに執行部報告どおり緩和した状態にあると言えるかもしれない。しかしながら、標準的なテイラー・ルールに基づけば、1%の物価安定の目途の時よりも2%の物価安定の目標のもとでは相対的に金融の緩和度合いが後退していることも事実である。テイラー・ルールは緩和度合いを計る一つの目安に過ぎず、その結果は幅を持ってみる必要があることは承知しているが、

2%の物価安定目標を機関決定して掲げた以上、その達成に向け一段の金融緩和強化のための方策を真剣に模索する必要があると引き続き考える。

金融市場調節方針は現状維持で良いと考える。これは、現行0～0.10%のバンド制としている無担コール翌日物誘導水準と0.10%の補完当座預金適用金利、いわゆる超過準備への付利の組み合わせが、短期金融市場における市場機能を損なうことなく資産買入基金の積み上げを進めるうえで、現状、適切な組み合わせであると考えからである。また、先行き基金をさらに積み上げる過程では、金融機関が膨大な当座預金を保有するかどうか不確実性があるが、金融機関が資産買入オペに応じるインセンティブを維持するためには、本行が、例えばマイナス金利を含めたより低い金利で資産買入に応じていく一方で超過準備に対し0.10%の金利を払っていくことで、こうした不確実性はある程度解消可能と考える。すなわち、現状の付利金利を維持することで、本行の買入れが進展し買入金利が一層低下すれば、金融機関にとっての運用、調達金利のギャップが拡大するため、緩和効果は付利金利を引き下げる場合よりも強まる可能性さえあると考える。

一方、オペレーション上の問題で基本的に執行部に授権していることではあるが、2月以降、資産買入基金において国債買入れの積み上げペースが遅れ気味であることを若干憂慮している。執行部説明では、市場で付利下げ期待が強まったことで債券市場が過熱し、本行の買入れがそうした過熱をかえって煽る可能性があるために買入れを見送った、ないしは規模を縮小して様子を見ているとのことだが、本行が6月までに長期国債34兆円の積み上げにコミットしていることを勘案すると、これまで年初来、月間では平均すると1.3兆円——1月は1.9兆円、2月は0.7兆円——の積み上げペースを月間2.1兆円程度に引き上げることが必要となり、それが原因で、あるいはそうした動きを見越したうえで債券市場は一段と過熱している訳である。私としては、そもそも本行の買入れが既に国債市場において相当なプレゼンスを発揮している以上、債券市場が過熱することはやむを得ないというか、むしろ想定範囲内だと思う。また先行き金利低下が

さらに進み、仮に本行がマイナス金利で買い入れることになっても、それは本年末までの 101 兆円の基金全体の積み上げの過程ではいつかは避けられないと思う。従って、市場で形成された金利を受け入れる形で、仮にマイナス金利がついても淡々と買入れを進めていくべきと考える。

こうしたオペの現状を踏まえたうえで今後の緩和オプションについて問題提起をしたい。既に本行はオペ先金融機関の超過準備に 0.10%の金利を払いつつ、0.10%未満の金利水準で資産買入れを行っているが、これは本行の通貨発行益、シニョリッジのオペ先への移転に他ならない。マイナス金利での買入れとなればそうした構図がさらに鮮明になると思う。足許はまだ全面的にマイナス金利での買入れとなっていないので、以下は若干先走った議論かもしれないが、いくつかの考え方を申し上げたい。第一に、現状のように買入年限を3年までに限定し、3年までのカーブを付利金利未満、マイナス金利も辞さずに深くえぐっていくことで緩和効果を追求するのが良いのか、第二に、買入年限を5年程度に延長し、もう少し長めのカーブに働きかけることで、現状3年までのゾーンに集中している金利低下効果を幾分均す形とするのが良いのか、第三に、さらには国債買入方式を現状の金利入札方式から日証協の基準利回りとの較差を入札に付す輪番方式に変更したうえで、特定の年限までのカーブ全体の形状に働きかける形をとるのが良いのか、限られたオプションではあるが緩和強化の方策はまだ残されていると考える。また、三番目に申し上げた方策のように、現行の買入方式を輪番方式に変更する場合には、資産買入れの基金における国債買入れのコミットメントを現状のストックからフローに、2014年を待たずに変更したうえで、輪番オペとの統合ということも究極的には視野に入ってくると思う。無論、国債買入オペと資産買入れは目的が違うことは承知しているが、成長通貨の供給という国債買入オペの本来の目的とデフレ脱却という資産買入れの目的を、理念として同時に追求するという整理がもし可能であれば、統合することで外部の目からも金融政策が分かりやすくなるのではないかと考える。

同時に、こうした緩和強化策については、効果と副作用の比較考量が重

要である。それぞれの効果としては、買入年限や買入方式の違いに応じて予想されるカーブの形状は異なってくる。単純化すれば、一段の金利低下ということだが、物価安定目標達成のための最適なカーブの形状については、その時々で変わり得るほか、正直言って私自身まだ知見が及ばない。一方、副作用としては、過度の金利低下が金融機関の貸出意欲を削いだり、生保、年金基金の経営を圧迫すること、あるいは金融機関が収益確保のために保有債券のデュレーションを延長することで潜在的な金融面での不均衡の蓄積に繋がりがねないということが考えられる。このほか、買入年限の長期化については、これまで本行が行ってきた説明、すなわち、わが国企業の資金調達構造を踏まえた期間設定ということとの平仄の整理、さらに仮に先行き銀行券ルールを撤廃する場合には、市場から財政ファイナンスと受け取られないような対外的な説明の工夫も必要になるかと思う。効果と副作用のどちらを重視するか、またそれぞれのカーブの形状が实体经济や金融市場に及ぼす影響をどのようにみるかについては、私自身まだ頭の整理がつかかねている状態であり、他の委員の方々のご意見も伺いながら委員間でコンセンサスを形成できれば良いのではないかと考えている。

最後に、フォワードガイダンス政策について申し上げる。本行は、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置を、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こととしているが、「それぞれ必要と判断される時点まで」という本行の主観的判断に依存するフォワードガイダンスは、金融政策の透明性の確保という観点からは問題含みであると考ええる。適切なガイダンスの設定方法については、各委員の物価観にもよると思われ、現状では各々の考え方に少なからず開きがあると思う。引き続き、委員の間で最大公約数的な一致点を見出していく努力が必要と考える。私としては、前回同様、実質的なゼロ金利政策と資産の買入等の措置のガイダンスを明確に区別し、目先は取り敢えず現実的な線として消費者物価上昇率1%の達成に全力を注ぎ資産買入れを行い、その先は2%が視野に入るまで緩和的な金融環境を維持するといった

2段階で考えることが適当と考える。以上である。

白川議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融情勢については、執行部からの報告に違和感はないので省略し、政策の議論に移りたい。金融調節方針については現状維持、資産買入等の追加緩和措置については今回見送りが適切と考えている。前回の会合で議論が出たオペ手法の見直しについては、技術論に陥るのではなく、今後の追加緩和策と一体で考えていくことが重要だと思う。その際に私がより重視しているのは、基金による資産買入れの持続性といった点、それから市場の価格、リスクプレミアムに働きかけることを通じて経済効果の発現を目指すという包括緩和策の所期の趣旨の二つを軸に、今後の金融緩和強化策の基本方針をしっかりと確認したうえで、長めの視点から検討を加えていくということが重要と考える。

まず、固定金利オペ執行の困難な状況が続いていることについてであるが、背景には補完当座預金に対する付利の引き下げあるいは撤廃の観測があり、こうした観測を払拭するには、実際に付利を引き下げる、撤廃する、あるいは現状維持とすることを市場に周知する必要がある。当面の問題としては、6月までにコミットしている基金残高積み上げの期限がやや迫ってきているので、これらいずれかの手段を通じたオペの正常化は喫緊の課題ではないかと思う。しかし、こうしたオペに関わる問題を、付利引き下げや撤廃の憶測に基づく一時的な現象とのみ捉えるのではなく、構造的な側面に注目していくことも重要と考える。つまり、昨年、資産買入入札の際の下限金利撤廃を決めた時点で既に明らかになっていたように、残高を積み上げていけば金融機関の応札意欲は後退していくということが想定される。その際、購入額あるいは残高という金額と金利水準の引き下げの双方にコミットし続けることは、難しくなっていくということが自然な流

れであると思う。このところの、固定金利オペ執行の困難さは、こうしたいわば構造的な制度上の問題を映じた面も強いと考えられる。こうした点から、固定金利オペについては、例えば、固定金利オペで約束した基金残高積み上げのうち、相当部分を短国あるいは長国オペに振り替えるなどの抜本的な見直しが、いずれは必要ではないかと思う。ただこの場合は、国債買取対象の見直しという大きな議論と併せて検討することが重要と思う。

次に、短国、長国買入れのオペについては、付利の引き下げや撤廃の観測を織り込む形で金利低下が相当進み、金融機関がさらなる金利低下、価格上昇を期待してオペの応札に慎重になるという姿勢がやや薄れてきて、オペは正常化しつつある。現時点での技術面での国債買入オペ手法の見直しの是非は、オペ金利の低下を受け入れるかどうかという観点と併せて、判断することが適切かと考える。もとより、私は、付利の引き下げや撤廃について、慎重に考えるべきだと思っている。こうした措置は、銀行にとっては、預金金利を下げる余地が限定的であることや預金保険の負担等を踏まえると、銀行の収益に相応のマイナスの影響を及ぼす可能性があることのほか、より大きな懸念材料としては、何度か申し上げてきたが、資産買入れの安定性、持続性を損ねてしまう可能性を高めかねないという点が挙げられる。金利低下を容認すれば国債オペでの札割れが生じにくくなるということは確かに想定される訳ではあるが、一方で、第一に、当座預金は今後、足許の歴史的な高水準からさらに大幅に増加していくことが想定されること、二番目としては、担保価値の観点から金融機関に国債保有維持の強いインセンティブがあるという点、三番目に、国債をオペで売却してキャピタルゲインを得ても、相対的により高い利回りでの運用を確保できる再投資先が見当たらないといった点を考えると、札割れ発生などオペの不調により先行きの資産の買入れが現状以上に困難となる、やや行き詰ってしまうというリスクは払拭できないのではないかと思う。そして、付利の引き下げや撤廃の観測は、そうしたリスクをさらに高めてしまうことになると思う。また、今後資産の買入れを進めていくと、長期国債のオペ落

札金利が一段と低下し、発行金利、新発の金利とのスプレッドが広がることも予想される。こうしたスプレッドは、日銀から金融機関への収益の移転と捉えることもできるかと思うが、付利金利が低下あるいは撤廃されると、そのいわば歪みの部分も増幅されてしまうことが懸念される。

以上の議論と重なるが、先程申し上げたとおり、資産買入れを次第に困難にさせる構造的な制度上の問題が次第に明らかになる中、持続性と政策効果の二つの観点から、今後の資産買入れの基本方針を政策委員会で確認し、市場とのコミュニケーションの一環として、それを対外的に示すことが必要な時期に至ってきているのではないかと考える。この資産の買入措置が将来一挙に行き詰まってしまうということが起こると、金融市場あるいは企業、家計などの景況感にも相応のマイナスの影響を与えることが予想される。現在オペの対象となっている短国、あるいは3年までの長期国債の買入れをさらに拡大していった場合、金融市場のボラティリティが高まったり、既に指摘した市場の歪みが強まるといった弊害も強まる可能性がある。また、オペの金利だけ下がっても、銀行の貸出金利が下がらないことも考えられる。こうした中、持続性の高くかつ円滑なオペを今後も実施していくことや、政策効果を高めるという観点から、いずれかの時期には、長期国債の買取対象期限を5年まで延長する、あるいはETFを中心にリスク資産の買入れを拡大するといった資産の買入対象の多様化を図ることが、必要になっていくのではないかと思う。

この間、市場関係者においては、残高あるいは資産の買入れの規模に特に注目する傾向があることがやや懸念される。徒に額を増やしていくのではなく、既に指摘したような資産の買入れの基本的な考え方やオペの対象の多様化の狙い、目指すところを、対外的に丁寧に説明することが求められる。さらに、償還期限の長い長期国債を買い入れることで財政ファイナンスとの観測が浮上するリスクを低下させる観点から、政府に対しては財政健全化の姿勢をより一層明らかにすることを求めることも重要ではないかと思う。また、リスク資産購入が本行のバランスシートの健全性を毀損するという潜在的なリスクに伴う制約を軽減するという観点から、損失

に伴う納付金減少などに関して、事前に政府との間で認識を共有したり、あるいは政府による損失の補償額を事前に取り決めておくことも一案と考える。政府との共同声明を公表した直後である今が、このような政府との協調強化の好機と考える。

最後に、物価目標達成に向けたコミットメントあるいはフォワードガイダンスについて若干コメントさせて頂きたい。2%の物価安定目標達成に向けたコミットメントは、確かに曖昧だという指摘は否定しがたいと思う。しかし私自身は、2%の目標達成が金融政策だけでは容易ではないと考えていること、展望レポートの中央値でも2%の達成は予測期間中の視野に入っていないこと、債券市場参加者の間でも2%の物価目標達成は困難との見方が主流であることなど、近い将来達成することが容易ではないと考えられているこの目標に対して、現時点で強いコミットメントをすることは、効果が期待できないか、逆に金融市場の歪みなどを大きく高めるリスクがあるのではないかと思う。この点から、コミットメントあるいはフォワードガイダンスの見直し、強化については、今後、経済・物価情勢の改善が進んだ時点で、適当な時期に改めて議論すべき課題ではないかと考えている。以上である。

#### 白川議長

まず、次回決定会合までの金融市場調節方針であるが、現状維持ということである。資産買入等の基金の運営については、このところ固定金利オペや国債買入れなどの応札倍率は低下しているが、金融機関のオペの応札姿勢は内外の市場の状況に応じて変化するものであり、当面は資金供給期間やオファーのタイミング、金額等を柔軟に調整するといったオペ運営面での工夫により、着実な残高積み上げに努めていくということであると思う。

先行きの政策については、フォワードガイダンス、国債の買入れ、あるいはもう少し広く基金の買入等について様々な意見が出された。新しい体制——これは今国会で議論されており、決まっている訳ではないが——



のもとで新しい考え方で臨むという姿勢が明らかにされているので、今日のところは様々な論点、つまり先程来多くの方がおっしゃった効果とコストの両方を意識し、検討し、比較しながら、4月会合以降さらに議論していくということだろうと思う。

目先の話として、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションであるが、ご存じのとおり、被災地金融機関による復旧・復興に向けた資金需要の対応を支援していく目的で2011年4月に導入し、本年4月末が貸付けの受付期限となっている。本措置の今後の取扱いについては被災地における資金需要や金融機関の資金繰りの動向、その見通しなどを点検しながら、検討していくことが適当である。特に、この年度末の資金繰りの状況を見て検討し——いずれにせよデューが到来するので——、最終的には次回の決定会合で判断を示すということを明らかにする必要があると思っている。以上である。

#### 森本委員

白井委員から、大変大きな問題提起というか、2%の物価をできるだけ早期に達成していく観点からの提案があった。これについては、各委員からもあったが、政策効果と持続性という言葉も使われ——効果とコストということだと思うが——、加えて財政ファイナンスの問題など、詰めるべき大きな課題が多くあると思う。従って、私自身は、今後委員間で議論をしっかりとコンセンサスを得ていき、どう対応していくのかを決めていった方が良く思っている。特に、輪番を停止して基金に一時的に編入するという話があったが、広義の金融調節という意味では同じことかもしれないが、佐藤委員もおっしゃったように、輪番については成長資金の供給、いわゆる量の供給で、基金については金利への働きかけというように、金融調節の基本的な位置付けの違いもあると思うので、この辺の整理をしっかりとしなければならぬと思う。白井委員の提案では、2017年には44兆位プラスになるということだった。今の2兆円で買っていったとしても、残存期間によって償還額も違って来るが、いずれにしても、数年後

には30兆とか60兆位増える可能性があるので、財政ファイナンスではないということをわれわれは当然しっかり主張していくし、政府との共同声明の中でも財政健全化に向けてしっかり取り組んでいくということが書かれているが、これも行動でしっかり裏付けられていくことが必要だと思う。日銀が大量に買うから金融機関も国債を引き受けるということになると、どうしても財政ファイナンス的な懸念がでてくる。この辺の対応——歯止めとおっしゃったと思うが——を含め検討すべき課題は相当多いと思うので、今後しっかり議論していく必要があると考えている。

白川議長

皆さんの大方の意見は、効果やコスト、副作用を考え、コンセンサスを得ていく努力が大事であるということが、この席の一致した意見だったと思うが、議長としては、今日、個別の論点に深く入っていくことが適当だとは思わない。

石田委員

付利について幾つか議論が出たので、私の考えを述べておきたい。現在の基金は、基本的には金利に働きかけるという仕組みであり、その手段としてもものを買っていくということであったが、それを増やしていくうちに、買うこと自体ができなくなると、われわれ自身の信頼が失われるということになり、当初の目的が変質しかけていると思う。今や、皆さんの頭の中も、量的なオペレーションになっていると思う。要するに、付利がないと積み上げにくくなるということなので。私が提案した時は、まだ入札下限レートを外したばかりで、0.1%の若干下ぐらいでオペレーションができていたが、その後色々な議論がでて、今年に入り特に1月後半位から、あるいはつい最近は非常に落ちてきた。私自身は、もし量的なオペレーションをやるというのであれば、違う考えもあるかもしれない。そこをはっきりさせていかないと、今までの包括緩和の枠組みの中の位置付けとちょっと違うのではないかと思う。もしそうであれば、枠組みを見直す機会に、

もう一度やっていくのはやぶさかではないし、私自身、その時に違う結論が出る可能性もある。

#### 山口副総裁

立場上、私がこの先の政策について語るのはいかがかというところはある。ただ、今日の皆さんのご意見を聞き、私自身も考えてみた。言葉として少し乱暴ではあるが、包括緩和の枠組みが賞味期限切れになりつつあるように思っている。特に、包括緩和の中心的な部分である基金の運営が困難化しそうである。実際、固定金利オペの札割れが目立つようになり、現場の工夫で何とか取り繕えているが、長い目で考えるとやはり難しくなるのではないか。残存3年以下の長国を買っていくということについても、実現できなくなるのは時間の問題という感じもする。

元々、基金で買う長国について残存3年以下にしてきたのは、企業向け貸出の平均的な期間が3年程度であるというところに着目したからである。基本的には、企業の調達コスト、特に長めの調達コストに対して働きかけることを基本理念として包括緩和を行うということだったと思う。基金の運営自体が難しくなってきたおり、その結果として3年物金利に働きかけるのが困難化している、言い方を変えると、企業の調達コストにダイレクトに働きかける道が細くなってきたということだとすれば、包括緩和のコンセプトそのものについて、見直すことを考える必要があるのではないか。それは、単に長国買入れの残存期間を延ばすとか、付利をどうするかという技術的な話ではなく、金融政策の体系、コンセプト、哲学そのものを見直していくということであり、それを検討すべき時期に来つつあるような気がしている。それをいつ行うかは私が申し上げるべきことではないが、そんな感じをもっている。ただ、ここで申し上げておかなければならないことは、「いよいよ日銀は、財政のマネタイズに動き出した」とは絶対に思われてはならないということだ。この点をどのように担保しながら政策哲学を変えていくのか、そうしたナローパスをどう作りどう進んでいくのか、非常に大きな問題であると考えている。敢えて私の感想を

最後に申し上げた。

#### 西村副総裁

私も感想を申し上げたい。包括緩和の基本的な理念として、量でいくかレートでいくかという根本的な議論がある。今後どうするのかについては、私は、レートに働きかけるといふ議論が依然として非常に有効であると思っているが、そこは皆さんがこれから考えることだと思う。

もう一つのマネタイゼーションについて、本当に重要なことは、フィスカル・ドミナンスが起こるかどうかである。マネタイゼーションを避けるということは、フィスカル・ドミナンスではないということを確認することであり、ぎりぎりまで遡ればフィスカル・ドミナンスを起こさないようなクレディブルな方策をどのように採るかが本質である。そこを良く考えていかないとならない。問題はフィスカル・ドミナンスだ。

#### 山口副総裁

その点、全く同感である。

#### 宮尾委員

先程、コミットメント政策について議論があったが、1点明確にしておきたい。木内委員から、物価目標の達成がなかなか見通せないのでコミットメントに躊躇する、あるいは慎重に考えるという趣旨の発言があったが、私の考えるコミットメント政策の意義は、今はまだ見通せていないからこそ、そこにしっかりコミットし、それによって長めの金利をしっかりと下げるように働きかけるといふ効果が期待できるということである。非常に極端な例だが、10年かかって見通しが達成できるのであれば、10年金利が0.1%になるし、5年であれば5年金利が0.1%になる。単純に言えばそういうことになる。もし長めの金利に働きかけるといふ大きな方向性を追求するといふ考え方のもとでのコミットメント政策は、その達成が近い将来に見通せるか見通せないかというよりは、そこが曖昧であっても、だから

こそ効果がある政策だと理解している。この点は、引き続き議論していきたい。

白井委員の提案については、われわれの新しい物価目標の実現にむけて一段と強い意思を示すという観点から、金融緩和を強化する必要性という点は全く同感であり、今回も私は、従来から提案しているガイダンスを提案したいと思う。ただ、手段については、基金の拡充、年限の長期化、輪番の統合という点に関して、まだ慎重な検討が必要だと考えている点では、多くの委員と同じ意見である。

#### 白井委員

皆さんの意見を聞き、問題意識はかなり共有されていると思う。とりあえず今回は、細かいところが大変なので、私の明確な意思表示をさせて頂きたい。私はこういう大枠を出したが、簡単に言えば、前倒しでオープンエンドを実施する、1年～30年の利回り較差を今の基金でも導入する、輪番オペを一時的に停止して基金に組み入れる、当分の間は今より1兆円増額し5兆円とする、1年～30年は三つの区分だができればそこは5年に集中したいと思っている。区分は色々な分け方ができるが、例えばFedの場合は4年～30年で6区分、英国の場合は3年～15年以上で3区分と、区分は色々なやり方ができる。財政ファイナンスとの関連で、あまりにも長期になるのであれば、短期の5年の辺りに集中するといった工夫ができる。ただ、それに関しては、私個人が決めるというよりも、実務的な意見も聞きたいので、私の案の骨子では、区分や区分ごとのウエイトに関しては、執行部に実務的な検討をして頂き、成案を得たうえで協議し、基本要領の改訂を経て速やかに実行したいという案としている。

一言だけ私のアイデアについて申し上げると、骨子には入っていないが、森本委員がおっしゃった残高がどんどんと拡大していくという点は同じだが、だからこそ早くやって早く出口に持っていきたいということである。今のやり方でいくと、いつまで今のやり方が維持されるのかが分からない。だからここで思い切ったやり方を示して、可能ならば早く出口に持ってい

きたい。出口に持っていく時もこのやり方はかなり柔軟だと思う。というのは、今は5年に集中させるのが良いと思う。確かに企業の融資は3年ということもあったが、社債等では必ずしもそうではなく、もっと長期である。貸出でも不動産業界であれば5年物の貸出が多い。直接的に長めの金利に働きかけていくという点で、今の基金から大きく乖離するものではないと思う。そのうえで、買い方は色々な買い方ができる。一つの数字として、5兆円で今の基金のやり方をしたときに、2017年には44兆円増えると言ったが、例えば出口がみえてきた時には、より短期のところに集中させることも可能である。私達はそういうことができる程度である。例えば、毎月同じ5兆円買っていく場合でも、平均残存期間が4年の場合と2年の場合では、残高の行き着く定常値は4年の場合は240兆円、2年の場合120兆円と、120兆円もの差がでる。別の見方をすると、例えば、同じ平均残存期間の4年としても、毎月5兆円を買うのと毎月4兆円を買うのとでは、240兆円と192兆円と、50兆円近くの差がある。このように、そろそろフレキシブルにし、非常に強く緩和をしようという時には5年辺りのところを集中して買い、しかし少し明るい兆しが出てきて出口がみえてきたと思えば、金額を変えずに残存期間を少し短めにするというようなフレキシビリティがあるのではないかということを示唆している。このように買い方に工夫の余地があると思う。私達も財政規律のことをきっちりと言い、財政ファイナンスを当然懸念しているが、ただそのためにこういうやり方をしないというのはどうなのかと思うので、今回は議案として提出させて頂く。

#### 西村副総裁

白井委員の話はツイストオペレーションであるが、ツイストオペレーションそのものは金融政策である。これは、執行部に授権されるものではなく、われわれが決めなければならない。それを明確にせずに授権するのは政策としてはできないはずである。米国においても、ツイストオペレーションは基本的な金融政策であるので、その点はよく考えて頂きたい。

白井委員

ツイストオペというのは、残高を変えずに短期から長期へということ…。

西村副総裁

買入れをどのゾーンにするかということであり、完全なツイストオペレーションである。これそのものは金融政策である。

白井委員

分かる。ただ、出口のことを少し言っただけであり、今は決めた金額を粛々とやっていくということであり、今それを想定した訳でない。柔軟性という意味で、敢えて説明しただけであり、それは骨子に入っている訳ではない。

西村副総裁

しかし、買い方は決めなくてはならないので、それはどうするのか。

白井委員

買い方というのは、利回り較差ということか。

西村副総裁

どのゾーンをどれだけ買うということは金融政策である。

白井委員

私の考えを申し上げますと、案の骨子においては、実務的な意見を聞いて成案を得たうえで皆さんと検討したいとしている。勿論、個人的な意見はあり、今の場合であれば、1年以下、1年から10年、10年から30年という分け方になっているが、これを一つの区切りと考えるのは、取引の多い2年、5年、10年のところで間を区切るというやり方もある。しかし余り

区切り過ぎるとオペが難しくなるので、例えば、1年から3年、3年以上10年という分け方もできる。私自身はそういう考えを持っているが、そこに関しては実務的な意見を伺いたいということ、骨子の中に入れていく。

#### 佐藤委員

どこの年限をどれだけ買うかによってカーブの形状が変わってくるので、これはカーブ形成そのものに関する議論である。そのため、西村副総裁がおっしゃるように、これは政策そのものである。そういう意味で、基本的に、執行部に授権できるものではなく、われわれが決めていくということになる。もちろん、白井委員のおっしゃることに真っ向から反対するつもりはなく、私も先程申し上げたように、2%の物価目標を機関決定した以上、金融緩和を強化するための何らかの方策を模索する必要があると思う。ただ、繰り返しになるが、どこの年限をどのように買っていか、その結果としてカーブをどのように形成していくかは、政策そのものだと思う。

#### 白井委員

それはそのとおりだと思う。私自身の考えはあるが、取り敢えず今は、実務的な意見を伺いたいということである。そのうえでどのような区分が良いかというような具体的なところは判断したい。

#### 西村副総裁

ということは、検討の指示ということか。

#### 白井委員

正確に言うと、骨子の最後にあるように「国債の種類・残存期間による区分、区分別の買入金額等について、実務的な検討を行い、できるだけ速やかに成案を得るよう、執行部に対し指示する。本件に関連する基本要領



については、次回決定会合以降、所要の検討が完了次第、改めて改正する。」  
としている。

西村副総裁

つまり、買入れをするということはこの会合が終わってから直ぐに金融政策を変えるのか、それとも金融政策を変えるということの指示を出すということか。

白井委員

基本要領を変えないとならないので、それを得て速やかに、ということである。

西村副総裁

つまり、検討の指示ということだな。

白井委員

そうである。

白川議長

意見は控えようと思っていたが、山口副総裁、西村副総裁ともにおっしゃったので、個別のディテールに入らずに、今の議論を聞きながら感じたことを述べたい。

1月に「物価安定の目標」を導入したが、これは大変重い決定であった。これについて内外でしっかり説明する必要があると思い、2月に一連の国際会議で丁寧に説明した。別途報告もしたが、中央銀行の総裁方の反応としては、西村副総裁がおっしゃった市場の反応と実体経済の反応の違い、ギャップというのが、中央銀行の総裁の会議で私が受けた印象であった。つまり、どのように実現していくのか、実現していけるのかということである。日本で金融緩和が徹底して行われている中で、果たして金融政策で

2%が達成できるのかという観点での質問であった。それに対して私自身は、日本銀行が対外的に説明しているロジックで最大限理解を得るよう説明した。彼らの質問は、日本経済の成長力が高まっていくことがない限り2%は難しいのではないかと、その中で日本銀行の金融緩和政策が突出するとフィスカル・ドミナンス、財政従属になってしまうのではないかとということに対する懸念であったと思う。マーケットで円安が進んできた背景を考えると、一つは、当局者が具体的な水準に言及したこと——これはある意味で禁じ手である——、もう一つは、中央銀行の独立性が阻害されるのではないかとというパーセプションが広がったことが、背後にあったと思う。このように考えると、マーケットのポジティブな反応自体は、日本経済がデフレからの脱却への大きな好機になるものではあるが、その原因が申し上げたようなことであれば、非常に危険なことであるようにも思う。財政従属については、私自身もこの場の皆さんも、財政ファイナンスのための国債買入は行わないという意味自体は非常に明確であり、そのこと自体をマーケットの人が疑っている訳ではないと思う。中央銀行である以上そういうことはしない訳だが、フィスカル・ドミナンスの議論は、ある意味で、中央銀行の気合いの問題ではなく、そういう状況になったら中央銀行がそうせざるを得ない状況に追い込まれるのではないかと、経済・金融の状況からしてそれ以外に選択肢がないということで財政従属になってしまうのではないかと、という議論である。したがって、財政ファイナンスをやる意思があるとかないとかという気持ちの問題ではなく、そのようになってしまうことをみんな懸念している訳である。それはある日突然来るのではなく、中央銀行の行動、中央銀行の発するメッセージが最終的にそのような状況になってしまうということを、皆が懸念している。そういう意味で、色々な制度の設計についても、これまでも細心の注意を持って設計してきているし、コミュニケーションにも努めてきている。勿論、色々と反省すべき点もあるとは思いますが、そういうことだと思ふ。

金融緩和政策の効果がどこに起因するかというと、もちろん色々な金利のルートであったりと個別の整理はあるが、本質的な効果は、経済の落ち

込みが一時的な時に、低い金利あるいは潤沢な流動性を供給することによって、多くの経済主体に、明日やろうと思っっていることを今日するということを促していくのが、効果の源泉である。つまり、将来の需要を現在に前倒しし繰り上げていくのが、効果の本質である。それ以外の効果もない訳ではないが、本質はそこにある。日本はこの政策を15年間続けている訳で、明日が今日になり、明々後日も今日になってきている。勿論、金融緩和政策を工夫していくことは必要であり、われわれ自身努力をし、今後も努力が必要であるが、大きなピクチャーを忘れずにやっていく必要があると思っっている。

財政の問題についても、財政をどのように改善していくかは、財政バランス自体の改善も必要だが、基本的に成長力が高まっていけない限り財政バランスが改善していかない。物価が上がっても、今の日本の悪い財政状況であれば、財政収支を改善する効果はほとんどないということが、シミュレーション上も出てきている。繰り返しになるが、日本経済全体でみると、どのように成長力を高めていくのか、日本銀行にとってみると、こういう状況をギブンとするとフィスカル・ドミナンスになっていくような行動やコミュニケーションをどのように避けていくのか、そのうえで日本銀行としてやるべきことはしっかりやっていくというメッセージを発信し信頼を得ていくことが、中央銀行にとっての課題だと思っう。

演説するつもりは全くなかったのだが、ついつい言ってしまった。他に何かあるか。それでは、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っう。財務省の山口俊一副大臣、宜しくお願ひする。

#### 山口財務副大臣

まず最初に、今月でご退任される総裁及び副総裁に対して一言感謝を申し上げたいと思っっている。白川総裁をはじめとする現執行部の皆さん方は、2008年の就任以来、デフレという困難な状況にある中で、物価の安定を通じた日本経済の健全な発展に向け、尽力してこられた。在任期間中のこうしたご努力について改めて心から敬意を表したいと思っう。

景気の認識であるが、わが国景気は、一部に弱さが残るものの、下げ止まっており、先行きについては、当面、一部に弱さが残るものの、輸出環境の改善などを背景に、次第に景気回復に向かうことが期待される。また、最近では、景気回復の期待を先取りする形で、株価の回復等もみられており、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、政府としても、共同声明にあるように、機動的な財政政策や成長力強化などの取組みや財政健全化への取組みを、しっかりと進めていくこととしている。まずは、先般2月26日に成立した平成24年度補正予算の速やかな執行を期すとともに、平成25年度予算、平成25年度税制改正を着実に実行に移していく必要があると考えている。また、経済構造の変革を図る観点から、大胆な規制・制度改革を含む野心的な成長戦略を取りまとめることとしている。さらには、財政健全化目標を実現するため、中期財政計画を年央を目途に策定する。こうした切れ目のない政策対応により、日本経済再生と財政健全化の双方を実現すべく、全力で取り組んでいく。

金融政策についてであるが、日銀による「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、デフレ予想の払拭等も期待され、「三本の矢」の中でもとりわけ重要な課題と考えている。従って、共同声明に即して、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現して頂くことが重要である。しかしながら、物価上昇率は依然としてゼロ%近傍にとどまっており、目標達成に向けた道筋は未だ描けていない状況である。

日本銀行におかれては、こうした状況を十分認識のうえ、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現できるよう、不退転の決意をもって、積極・果断な金融政策運営をして頂くことが必要である。3月20日に新体制が発足することとなるが、引き続き、共同声明に則り、責任を持って、大胆な金融緩和を推進することを期待している。以上である。

白川議長

温かいお言葉、ありがとうございます。それでは、松山健士内閣府審議官宜しく願います。

松山内閣府審議官

まず、景気認識である。わが国の景気は、一部に弱さが残るものの、下げ止まっている。先行きについては、当面、一部に弱さが残るものの、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復に向かうことが期待される。ただし海外景気の下振れが、引き続きわが国の景気を下押しするリスクとなっていることに注視が必要である。

物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況が続いている。ただし、最近では、家計の先行きの物価予想に変化の兆しがみられ、また、企業マインドも好転している。報酬を引き上げることとしている企業も一部にみられる。

政府の取組みであるが、政府は、先月 26 日に平成 24 年度補正予算が成立したことを受け、本補正予算を含めた「日本経済再生に向けた緊急経済対策」が早期かつ着実に成果を上げるよう、当面、原則として毎月、経済財政諮問会議において、進捗管理を行うこととした。その際、一日も早く効果が発現するように努めること、ガラス張りの執行とし、進捗状況を国民に分かりやすい形で示すこと、関係閣僚自らが施策の進捗を把握し、指揮することとされている。これにより、緊急経済対策に盛り込まれた施策が景気回復と成長力強化に着実に繋がるようしっかりと取り組んでいく。

また、企業の収益力向上の成果が適切に労働者にも分配されることが重要である。このため、先月 12 日、総理から可能な限り報酬の引き上げを行って頂きたいと産業界に直接要請をした。さらに、平成 25 年度税制改正において、給与等の支給を増加させた企業に対する法人税の税額控除の措置を新たに設けることとしている。このような取組みを通じて、雇用・所得の増加を伴う景気回復を目指していく。

日本銀行におかれては、政府・日本銀行の「共同声明」にあるように、2%の物価安定目標を、できるだけ早期に実現して欲しいと考えている。デフレ状況にあるわが国において、日本銀行の取組みは極めて重要である。2%への道筋を念頭に置いた大胆な金融緩和を強く期待する。

最後になるが、総裁、両副総裁におかれては、リーマン・ショックを含むこの5年の間、様々なご尽力を頂いた。改めて御礼を申し上げる。以上である。

白川議長

温かいお言葉、ありがとうございました。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

それでは、執行部は宮尾委員提出の議案、白井委員提出の議案及び議長提出の二つの議案について、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

それでは順番としては議長案、白井委員案、それから宮尾委員案については公表文に対する案なので一番最後というような順番でご説明させて頂く。

まず金融市場調節方針に関する議長案である。「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。

続いて白井委員案である。「「資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れの見直し」に関する件。案件。1. 「物価安定の目標」の実現を目指して金融緩和を推進する日本銀行の政策姿勢をより明確化するとともに、最近みられているわが国経済の改善の動きを金融面からさらに後押しする観点から、資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れについて、別紙1の骨子のおりとする。2. 対外公表文は、別途決定すること。以上」である。別紙1の骨子であるが、順番に申し上げる。

「骨子。●資産買入等の基金の運営として行う金融資産の買入れのうち、長期国債について、「期限を定めない資産買入れ方式」を、2014年初を待たずに速やかに導入する。●資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れについて、買入対象および買入方式を、「金融調節上の必要から行う長期国債の買入れ」と同様とする。●「金融調節上の必要から行う長期国債の買入れ」の実施を一時的に停止し、この買入れ分（年間21.6兆円<月1.8兆円程度>）を資産買入等の基金の運営として行う長期国債の買入れに組み入れる。●当分の間、毎月、少なくとも5兆円程度の長期国債の買入れを行う。●国債の種類・残存期間による区分、区分別の買入金額等について、実務的な検討を行い、できるだけ速やかに成案を得るよう、執行部に対し指示する。●本件に関連する基本要領については、次回決定会合以降、所要の検討が完了次第、改めて改正する」。以上である。

続いて、公表文案である。「2013年3月7日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。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. 海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。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た状態にある。3.

わが国の景気は、下げ止まっている。輸出は、海外経済の動きなどを背景に、下げ止まりつつある。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。個人消費は底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は下げ止まっている。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。4. 先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内で推移したあと、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ことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、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。5. 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。6. 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%としている。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。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。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。以上」である。

最後に、宮尾委員案であるが、「「当面の金融政策運営について」の公表に関する件。「当面の金融政策運営について」に関する議長案のうち、以下の点を変更したものを公表すること」。1. ～5. は不変である。6. も前段パートは不変であって、最後の段落について「日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、①実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、②金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する」。以下は本文と同じである。以上である。

三番目の公表文の議長案について、前回との違いを申し上げる。2. の3行目のリスク回避姿勢だが、前回2月の会合では「後退してきている」としていたが、「後退した状態にある」と変えている。これまでずっと後退してきたものが、イタリアの状況等により一時的に一服した後、また少し戻っているというのが、先程のご見解だと思うので、さらに後退してきているというよりは後退した状態にあるということで、状態の判断、状態の評価にした方が良いということである。それから3.、4. については、昨日申し上げた月報についての表現の変更をそのまま反映している。5.、6. については、前回と全く一緒である。以上である。

白川議長

ご意見があればどうぞ。

宮尾委員

私の提案理由は前回と全く同じだが、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別途継続期間を設けることが適当であり、消費者物価上昇率2%が見通せるようになるまで継続したいという議案である。

白川議長

それでは白井委員どうぞ。

白井委員

目的を特に強調したい。目的は2%の物価安定の目標の実現を目指して金融緩和を推進する日本銀行の政策姿勢をより明確にするということと、折角みられてきている改善の動きを金融面からさらに後押しするという二点である。

仮に総裁記者会見で質問があった時には、この二点については公表文には出ないと思うので、答えて頂ければ幸いである。

白川議長

私は政策委員会を代表して発言するので、そうした取扱いで良いということであれば、私はそのようにする。

石田委員

白井委員に一つ質問したい。これは、いわゆる包括緩和という枠組みの中での基金という位置付けはこのままずっといくということなのか。

白井委員

私としては、今は基金に統合ということであり、基金は維持するつもりである。

石田委員

基金の基本的な考え方についてはどうか。

白井委員

基金の基本的な考え方である長めの金利、リスクプレミアムに働きかけ

るところは変わりはない。ただし長めの金利という時に、どちらかと言うと1年から3年と…。

石田委員

そういうことではなく、かつての量的緩和のように、量自身も目的にするというのは全く入ってないのか。

木内委員

年限別を執行部に任せてしまうと、結局は量的緩和と同じになる。

白井委員

5年物を中心に、そこにより働きかけていこうということだから…。

石田委員

そういう技術的なことではなくて、今まで基金というのを作ってやってきたが、その基金の基本的な考え方をそのまま踏襲するのかどうかだけを聞いている。

白井委員

石田委員のおっしゃる「基本的な考え方」とはどういうことか。

石田委員

例えば、量的緩和はボリュームに働きかけ、基金は金利に働きかける。

白井委員

基本的にはそうである。

佐藤委員

金利に働きかける際には先程も申し上げたが、カーブのどこにどのよう

に働きかけていくかによって政策効果は変わってくる。私は、金利低下の効果というのは、あまり表向きには言えないが、一つは為替減価、円安——間接的にだが——ということだと思う。ただ、どこのカーブをいじれば効果が一番出やすいかということは、もう少し考えてみる必要があると思っている。ここ2、3年は日米の2年物の金利差がドミナントな要因になっているというように言われており、実際2年物あるいはその辺りに集中して買入れをやっていくということは、円安効果を追求するという点ではわりと整合的だったというように思う。ただ、その時々で色々な議論があるので、実際に2年かどうかというところは分からない。少し前までは——今もそういう意見はあると思うが——、日米のベースマネーの比率が重要だったから量に働きかけるのが重要であるといったような意見もあった。あるいはもっと長めの10年辺りの金利差が影響しているという意見もあると思う。勿論、為替市場というのはテーマが変わるので、何が正しいか、何が恒久的に為替の決定要因になっているかということは、なかなか一義的には言えないと思うが、そうは言っても、どこのカーブをいじれば一番政策効果が高まってくるのかというところに関して、先程私も申したように、私自身まだ知見が及ばないところであるし、重要な問題だと思うので、大きな方向性としては私はこれで良いと思うが、議論して委員間でもう少しコンセンサスを得る努力をわれわれ自身していく必要があるのではないかと思う。

白川議長

他にご意見ないか。なければ、最初に金融市場調節方針、二番目に白井委員提出の議案、その後に宮尾委員案も含めた対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いします。

[12時02分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[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

金融市場調節方針である。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。次に白井委員提出の議案の採決をお願いします。

[白井委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白井審議委員

反対：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  
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

白井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

白井委員が提出した基金の長期国債買入れの見直しに関する議案は、反対多数で否決された。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する。

[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

対外公表文の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

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

[事務局より議案配付]

内田企画局長

2 頁目の注のところだけ、ご確認頂ければと思う。最後のパラグラフの 1 行目から 2 行目にかけての「金融資産の買入れ等の措置」の部分に注を付けて、「白井委員より、基金の長期国債の買入れについて、「期限を定めない買入れ方式」を速やかに導入し、「金融調節上の必要から行う国債買入れ」と統合する議案が提出され、反対多数で否決された」。それから前回と同じだが、3 行目のところ、この文章全体に対する注を付けて、「(注 2) 宮尾委員より、実質的なゼロ金利政策については、物価安定の目標の実現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」を追加している。

白川議長

修正後の対外公表文に異議はないか。それでは、最終案がまとまった。

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

対外公表文の議長提出議案である。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14分 政府からの出席者入室]

宮尾委員と白井委員の提出議案については、反対多数で否決された。あ



とは全員一致である。

ただ今行った議案の採決に関して反対を表明した方には、必要に応じて記者会見で反対の理由を簡単に説明することとする。

## VII. 議事要旨（2月13、14日開催分）の承認

白川議長

最後に、2月13、14日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議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、12日火曜日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終了する。次回は、4月3、4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、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時24分の予定である。

白川議長

解禁時刻が12時24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います。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19分閉会)

以 上