

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年4月3日（14:00～16:33）

4月4日（8:59～13:35）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（3日）
山口俊一 財務副大臣（4日）
内閣府 松山健士 内閣府審議官（3日）
甘利 明 経済財政政策担当大臣（4日）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	梅森 徹（3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35）
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	菅野浩之（3日 15:07～16:33、 4日 10:23～13:35）
企画局企画役	上口洋司
企画局企画役	小牧義弘

I. 開会

(14時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、「被災地金融機関支援オペ等の今後の取り扱い」に関する執行部説明と採決、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、3月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は「被災地金融機関支援オペ等の今後の取り扱い」に関する執行部説明と採決も行うので、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は手短かに報告をお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】を使ってご説明する。概況であるが、

国際金融資本市場は、欧州情勢を巡る不透明感が高まるもとでも大幅な調整の動きには至っていない。わが国では、債券市場で金融政策を巡る思惑が根強い中、利回りがV a Rショック以来の最低水準を更新する年限もみられている。この間、決定会合を控えて円相場や株価に幾分調整の動きもみられた。

図表 2-4 (2) の 10 年国債利回りの推移をご覧頂きたい。米国長期金利は、堅調な米国経済の指標を受けて 2.0% 台に乗せる場面がみられたが、欧州周縁国情勢への警戒感などを背景に、1.8% 台半ばと最近のレンジの下限まで低下している。市場では、当面 F e d による資産買入れの継続に加え、欧州情勢を巡る警戒感や歳出自動削減に伴う景気下押しが買い材料視される形で 2.0% 程度を上限に狭いレンジ内での動きが予想されている。ドイツ長期金利も、欧州情勢への警戒感を受けて低下しているが、欧州周縁国の長期金利は、イタリア総選挙以降のピークを総じて下回っており、落ち着きが維持された格好である。こうしたもとで、米欧の短期金融市場では緊張度の高まりは特にみられていない。(1) のわが国の 10 年債利回りであるが、緩和期待が根強いもとで V a R ショック以来となる 0.5% 近傍まで低下する場面もみられている。図表 2-5 のイールドカーブの動きをみると、長めのゾーンで本行の買入増額観測に加え、既往の株高に伴う年金勢のリバランス買いなどを背景に、フラット化している。もともと、このうち超長期ゾーンの水準は、V a R ショック時対比でやや高めとなっている。この点は、銀行勢を中心としたデュレーション長期化への慎重なスタンスが背景とされているが、追加緩和策の内容次第ではこうしたスタンスが変化し、一段のフラット化もあり得るとみられている。

図表 2-6 (2) の短国の流通レートは、付利金利引き下げへの警戒感が多少残り、本行買入れによる需給タイト化も意識される中、都銀等が決定会合を前に様子見姿勢に転じていることもあり、低下基調に一服感もみられている。図表 2-8 (2) の C P 発行レートは、総じて低位安定的に推移している。高めの金利となっていた一部の電機銘柄も——この図表は 3 か月物のグラフであり、電機銘柄は 2 か月物以下が多いのでこのグラフには

表れていないが——、収益悪化懸念の弱まりから金利が明確に低下している。図表 2-9 (2)、(3) の米欧の社債流通スプレッドであるが、総じてみれば概ね横ばい圏内での推移となっている。(1) の国内社債市場は、総じて落ち着いた動きが続く中で、業況悪化懸念からスプレッドが拡大した状態にあった銘柄を中心にスプレッドが縮小している。

次に図表 2-11 (2) の米国株価であるが、雇用統計の予想比上振れなどをを受けて景気の緩やかな回復基調が確認される中で、NYダウ、S & P 500 いずれも既往最高値を更新している。市場では、緩やかな景気回復基調のもと、緩和的な金融政策がサポート材料となって、米国株価は当面堅調に推移するとの声が多く聞かれている。(3) の欧州株価であるが、キプロス情勢等への警戒感を受け、コア国では概ね横ばい、周縁国で弱めとなっている。(1) のわが国の株価であるが、底堅く推移する中で足許では決定会合を控え、調整の動きもみられた。市場では、既往の円安進行を受けた収益改善期待や緩和期待の強まりを背景とした不動産価格の上昇期待、あるいは政府の成長戦略への期待が広がっている。こうした中で、日本株をアンダーウエイトしている海外長期筋がアロケーションを見直す可能性も指摘されるなど、目先相応の出来高を伴う形での底堅い展開を見込む声が多く聞かれている。

図表 2-13 の東証REIT指数は、値動きの激しい展開であった。この背景として、キャピタルゲイン狙いの海外短期筋が緩和期待を材料に相場急騰を後押しした後、決定会合を前にポジションを手仕舞う動きをみせたという声が聞かれている。市場では、足許のJ-REITのイールドスプレッドが、インカムゲイン狙いの海外勢にとって海外市場のREIT対比魅力的で、個人とともにこれら海外勢が引き続き相場を牽引していくという見方が大勢となっている。

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、ユーロが下落、ドルが横ばいの一方、円は振れを伴いつつやや上昇している。(1) のドル/円相場であるが、米国経済指標の予想比上振れやわが国金融政策への期待の高まりなどから、一旦 96 円台まで円安が進む場面がみられた。

その後、欧州情勢を巡る不透明感の高まりを契機に値を戻し、足許では決定会合を控えた調整の動きもあって、期間を通じてみるとやや下落している。図表 2-15 (2) のリスクリバーサルをご覧頂きたい。このドル/円のリスクリバーサルは1か月物であるが、1年物までを含めてドルプット超となっている。これは、スポット相場が節目とされる100円に近づく中で、先行きの大幅な円安進行を見込む動きが少なくなったことを示唆するものとみられる。

ここで図表 1-1 の金融調節の実績の推移をみて頂くと、当座預金残高は、基金による資産買入れを進めるもとの、3月21日の国債大量償還以降、財政要因から大幅な資金余剰となっていることもあり、足許では50兆円台後半と既往ピークの水準に達している。図表 1-2 の業態別の当座預金残高をみると、本年入り後、付利金利の引き下げに備えて、金利低下の際にキャピタルゲインが得られる短国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った都銀の当座預金残高が、再び増加している。この他、余剰資金の運用難に伴って、地銀や信託銀行の当座預金残高も足許大幅に増加している。従来は四半期ごとの当座預金残高が

図表 1-2 の短期金利の推移をみると、既往ピークの当座預金残高のもとで、短期金融市場は期末を含めて非常に落ち着いた動きとなり、無担保コール（オーバーナイト物）は0.05～0.06%台での出合いが中心となっているほか、レポレートでも0.10%を下回るケースが常態化している。これは本行が短国等の買入れを積極的に進めるもとの証券会社の在庫水準が減少したため、投信等の付利非適用先の運用で在庫ファイナンスの需要が概ね満たされてしまうということが影響している。

図表 1-3 の最近のオペ結果をみると、通常为国債買入れ、いわゆる輪番買入れは、特に大きな変化はない。残存1年超10年以下のゾーンについては、応札倍率は3～4倍程度で比較的安定している。落札銘柄の平均残存期間はその時々イーールドカーブの形状によって区々であるが、総じ

てみれば、基金国債買入れの対象 1～3 年よりも長めのゾーンが持ち込まれる傾向がみられる。次に、基金オペであるが、共通担保資金供給、固定金利オペについては相対的に需要が見込まれる短めの期間、具体的には 1 か月弱で期落ちする分をロールオーバーする運営を続けている。一時的に札割れを回避するという局面もあったが、コールレートやレポレートが 0.1% を大幅に下回る水準まで低下するもとの、固定金利オペに対する需要は一段と低下しており、オペ残高は足許 20 兆円程度まで減少している。先行きについても、当座預金残高の一段の増加が見込まれるもとの低調な応札が続くものと見込まれる。国庫短期証券買入れ、基金による短国買入れであるが、短国の発行スケジュールを踏まえながら、毎週 1～2 兆円の買入れを続けている。落札レートは本年入り後、ほぼ一貫して低下傾向にあったが、足許では 0.04% 台が続いており、下げ止まりの兆しがみられている。長国買入れは、2 月中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、買入額を減少せざるを得なかったが、3 月からは、月 2 兆円程度のいわゆる巡航速度での買入れに戻している。買入レートは 3 月末にかけてやや大きく低下したが、4 月入り後の買入れではメガバンク勢の期初の益出しがみられたこともあって、0.06% 程度まで上昇している。社債は今回はなかった。C P 等買入れは、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。引き続き応札は順調で、落札レートも概ね市場実勢並みとなっているが、期末に償還される銘柄が多く持ち込まれていたことから、買入残高が期末にかけて 2.2 兆円から 1.2 兆円位まで大幅に減少した。4 月入り後は市中での発行増が見込まれることから、買入残高の復元に努める予定である。E T F、J - R E I T は、それぞれ 3 回 861 億円、4 回 56 億円の買入れを行った。

以上の結果、3 月末時点での資産買入等基金の残高は 70.8 兆円となった。前回会合時が 71.9 兆円であったので、これとの対比では資産買入れが進捗する一方、固定金利オペの残高減少を主因に基金全体では概ね横ばいとなっている。米ドル資金供給オペについては、実質的な応札ゼロが続

いている。以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

木内委員

都銀の当座預金残高がかなり増えていることの説明で、付利金利引き下げ観測が薄れてきて超過準備を抑えるインセンティブが少し弱まってきたということであったが、季節的な要因もかなりあるのではないか。年度明けで増えているという季節的な要因と、オペが正常化してきているという兼ね合いをどうみるのか。固定金利のところで見ると、依然として札割れがあり倍率も下がっているの、これをみると付利金利引き下げ観測が収まってオペが正常化しているようにもみえない。足許みられている短国、長国の比較的良い入札結果などが、オペが正常化してきたことによるものなのか、それとも年度が替わった季節的、一時的な要因なのかというところを教えてください。

青木金融市場局長

直近における都銀の当座預金残高の増加については、オペの正常化によるというよりは、恐らく二つ要因がある。一つは、銀行によって多少違うが、メガバンクが自ら当座預金をどれ位積んでいくかという目標額を自主的に決めているが、都銀の一部がその金額を大分引き上げてきているということがある。当座預金目標残高を引き上げている都銀が一つ、二つあってそれが効いてきたということである。加えてもう一つ、より大きな要因だと思うのは、レポ金利がかなり下がってきて0.1%を下回る状態が続いているために、都銀が、レポ資金を調達してそれより高い金利が付く当座預金に積んで鞘を抜くという動きを強めている。レポを取って当座預金に積んで儲けるという行動が当座預金を増やしているということである。同じことであるが、レポの放出をしていた都銀が今度はレポの放出をやめて

当座預金に残してより多く稼ぐという行動もある。それが最近の都銀の当座預金の増加の二つの背景であると思っている。

木内委員

当座預金残高の目標は、額で決めることが多いのか、それとも比率や構成比——この場合、大手行が本行の政策に協力するという責任感で決めているのか——なのか、どちらの傾向が強いのか。あと、年度の変わり目は目標を変えるタイミングなのか。

青木金融市場局長

目標は毎月見直している。月半ばから次の月の半ばまでの積み期間をどうするかを月央に考えている。全ての都銀ではないが、二つ、三つはそういうところがあり、こういうところは、表面的には3兆円とか4兆円と金額で決めてくる。その考えの背景には、委員がおっしゃったようにマクロの当座預金残高の何パーセント位と決めているようである。何パーセントという数字自体その時々都合で変わっているので、機械的に何パーセントと決まってくる訳ではないが、そのように決めているようである。

佐藤委員

先程、年金等のリバランスに伴う債券買いという話があったが、足許は確かにそうだろうが、先行きについては、リバランスという動きであれば、株や外国資産などは株価、為替、外債などの相場次第ということになるかと思うが、ここ数か月のトレンドを踏まえ、新年度に入ってこういった年金のアロケーションの変更の動きがみられるのかどうか。一般的な理解としては、そんなに簡単に動くものではないと思うし、年金資金は最終投資家からマンデートを与えられて受け取っている資金なので投資方針が簡単に変わる訳がないと思うが、その辺りの今後の見通しを教えてください。

青木金融市場局長

おっしゃるように、リバランスの動きはあるにしてもアロケーションの割合を見直しているという感じはまだなく、これから見直していくかもしれない。例えば、株が上がってきたので株を売のをやめるという形で株のウェイトを上げていくことを考えている投資家はいるようである。現時点でアロケーションを皆が見直し始めたという感じではないが、こういう状態が続き株価がずっと好調であれば、どこかでもう少し株のウェイトを上げるといった行動が出てくるだろうと、マーケットの人達はみているという感じである。

雨宮理事

タイミング的には、年金や生保の長期投資家や銀行も、本来ALM会議でアロケーションを決める時期に近い訳であるが、私が聞いている範囲では、今回、金融政策の大きな転換があるかもしれないということを前提に、決定を少し延ばして様子を見ており、金融政策がどのようなものになるかを踏まえてアロケーションを決めようとしている人が多いように思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢についてご説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済、国際金融の現状について、資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。図表1の製造業PMIをご覧頂くと、世界経済が概ね昨年来の減速局面を脱し、緩やかな持ち直しに向かいつつある姿が確認できる。ただし、(3)のユーロエリアは50を下回る水準でやや反落している。また、(5)の中国は50を上回っているものの、春節を終えて好転が期待された3月の計数としてはやや弱めと評価できる。因みに、日本の指数は3月51.2と2月から大きく改善した。

米国経済であるが、図表 2-1 (2) で、消費者コンフィデンス指数を示す指標のうちコンファランスボードの 3 月は低下したが、ミシガン大学指数は、途中集計時点では低下していたものの、確報値は大きく持ち直した。年初からの給与税減税打ち切りのほか、3 月初の歳出自動削減発効が月央まで下押し要因として効いていたものの、3 月後半にかけて株高等によりマインドが好転したものとみられる。(5) の 3 月も高水準を維持した自動車販売が典型であるが、(3) の実質個人消費をみると、耐久財、娯楽、外食など比較的高所得者層の消費が多い項目が年明け後も堅調に推移している。これは、(4) の雇用情勢の着実な改善や図表 2-2 (1) の株価や住宅価格の上昇が消費を下支えしているものとみられる。また、(2) のガソリン価格が反落していることも先行きの消費にとって好材料となる。ただ、コンフィデンスを振らすイベントには目先事欠かないため、この先の家計支出の行方については、予断は許さない状況である。また、企業部門をみても力強さには欠けるが、全体として改善傾向にあると評価できる。まず、(3) の生産が金属加工、一般機械、自動車、鉱業といった分野を中心に増加している。また、(6) の設備投資の先行指標である非国防資本財受注が、投資減税打ち切りの思惑が剥落した年明け後も増加しているほか、一致指標である出荷も 2 月は増加に転じており、設備投資も持ち直しが次第にはっきりしつつある。もっとも、(5) の 3 月の製造業 I S M 指数は国防関連の受注が低下したことなどから反落した。

欧州経済については、緩やかな後退局面が続いている。図表 3 (2) の E C B スタッフの見通しも 3 月に 2013 年の成長見通しをさらに引き下げている。(3) の個人消費関連指標や (4) のドイツ投資財受注をみても、域内の内需の弱さが際立っている。(5) にあるようにアジアを中心として域外輸出には改善の動きもみられるが、全体として (6) の生産等にあるように、内需の落ち込みを補って全体を押し上げるには力不足といったところである。図表 4-1 以降で、欧州債務問題に関する指標をご覧頂く。今回よりキプロスを追加している。キプロスは 3 月 25 日未明に銀行の株主、社債権者、非付保預金者の負担により、上位 2 銀行の整理ないし資本

強化を図ることを条件として、EUから支援を受けることを合意した。この動きを受けて、(2) であるが、キプロスと関係の深いギリシャの国債利回りが上昇した。もっとも、(1) スペインは落ち着いているほか、イタリアは僅かに国債利回りが上昇したが、これはイタリア自身の政治情勢も影響している。また、銀行セクターへの影響については、ダイセルブルーム・ユーログループ議長の発言もあり、図表 4-2 の (1)、(2) にみられるように欧州全般で銀行株価が大きく下落したほか、(3) の金融債クレジットスプレッドも拡大した。また、年初まで復調していた金融債の発行も減少した。(5) の周縁国の銀行預金残高についてはまだデータが明らかになっていないが、パリ事務所等のヒアリングによると、イタリア、スペインを含め預金流出はみられていない模様である。また、(6) の ECB オペ残高も LTRO の早期償還が緩やかに持続しており、金融機関側に流動性を確保しておこうという動きは現状みられていない。いずれにせよ、欧州については当面キプロス問題の波及に加え、イタリアの政治情勢にも注意を怠れない状況である。

図表 5 の中国経済であるが、月次のグラフは (5) 以外全て、春節の月ずれの影響を除去するために 1 月、2 月の計数はいずれも両月の平均値として掲記している。こうしてみると、(2) の自動車販売が堅調な一方で、(1) の小売売上高がやや大きめに下落しているのが目立つ。ただ、年初に前年比が低下するのは例年のことであり、物価上昇率を踏まえた実質ベースでは、儉約令にもかかわらず、昨年同期とほぼ同じ伸び率である。従って消費については、ここからのリバウンドの強さによって基調を判断していきたいと考えている。一方、(4) の輸出が目立って伸長しているが、通常同じ動きをする輸入が低下していることや、輸出受注 PMI がそこまで改善している訳でもないことから統計上のあやである可能性もあり、これも様子を見たいと思っている。全体としては、(3) の固定資産投資ほか内需を中心に安定化してきているという判断で良いものと考えている。ただし、リスクが 3 点あり、(2) の不動産販売の急増に表れている一部不動産市場における過熱に加え、消費者物価指数の前年比が、春節の影響が大

きいとみられるものの1月+2.0%の上昇から2月+3.2%上昇へと急伸したこと、さらに銀行が販売する理財商品が急増していることも、それぞれ当局の警戒心を強めている。不動産価格と理財商品については、対応策が既に打ち出されている。現地エコノミストの話を聞くと、これに加えて、インフレ率上昇に対する当局の警戒姿勢が今後成長の上限を画す可能性を意識し始めているという状況である。NIEs・ASEAN経済については、ASEANが堅調な内需に牽引されて好調を持続する一方、NIEsについても図表6(4)の輸出の回復はなお緩慢であり生産も横ばいで推移しているが、(5)の輸出受注を示す指標は概ね改善してきている。また、企業や消費者コンフィデンスも緩やかに上向いてきている。

最後に、図表7-1以降で国際金融市場であるが、イタリアの組閣やキプロス支援を巡る迷走を受けて、リスク回避姿勢がやや強まった。このため、米国の株式市場や社債市場に資金が向かっている一方、図表7-2にあるように新興国企業への資金流入は一服している。もっとも、やや長い目でみると、新興国への資金流入には一部に行き過ぎの懸念もみられていたことから、一時的な調整が却って選別を促し息の長い上昇に繋がるとの見方も聞かれている。

以上をまとめると、世界経済は昨年深刻な懸念であったユーロの瓦解、フィスカルクリフといったテールリスクが遠のいたことで持ち直しに向けて歩み始めており、特に、米国では、生産・設備投資等企业部門の活動にもポジティブな変化がみられつつある。しかし、米国でも規模、内容がなお見定められないとはいえ、財政緊縮化によって一定程度成長率が押し下げられるのは必至とみられるほか、欧州については、キプロスやイタリアにおける混沌がソブリン債務問題の根深さや解決の困難さを改めて意識させ、緩やかな後退局面から脱する糸口をなかなか掴めないでいる。中国は安定化してきているが、ブラジル、インドといった主要新興国では、減速局面からなお脱し切れていない。これら新興国では、それぞれインフレ懸念やインフラ不足、複雑な税制等構造的な問題が成長制約として頭をもたげつつあり、その克服なしに安定的な成長をさらに続けていくのは難

しい情勢である。結局、世界経済には力強い牽引役が見当たらず、下方により厚いリスク分布を抱えつつ、この先も当面は緩慢なテンポで推移していく可能性が高いものとみている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

中国について二つ質問がある。一つ目は、図表5(2)で自動車販売が1月から2月に急激に伸びており、自動車の販売は堅調に見えるが、中国の自動車の輸入は結構マイナスだったと思う。-30%位と記憶しているが、日本車の輸入——日本から中国への輸出——が相当落ちている。自動車販売が国内で凄く良いのに、自動車の輸入が非常に停滞しているところをどのようにみたら良いのか。それは日本車だけなのか。貿易と国内の自動車販売の関係について伺いたい。

もう一つは、日本の中国向けの輸出をみると、自動車も落ち込んでいるが、資本財の輸出も落ち込んでいる。一方で、図表5(3)の固定資産投資は比較的堅調に推移しており、不動産開発も最近また活発になりつつあり、民間設備投資も悪くない。設備投資がこれだけ出ると、日本からの資本財の輸出が増えても良さそうに思うが、停滞の背景を伺いたい。同じことだが、NIEs・ASEAN向けの日本の資本財の輸出も結構落ち込んでいる。例えば、日本からNIEs向けの自動車の輸出は旺盛なのに、資本財だけが落ちているところは中国と似ているが、何か共通の要因があるのか。

外山国際局長

3点ご質問を頂いたが、共通の要因がそれぞれのご質問にあると思う。一つは、中国が典型的であるが、国内生産の比率が徐々に高まってきているということがあり、全体の需要の伸びがそういった構造的な変化に追いついておらず、輸入に比べると中国国内で生産する比率が段々高まってき

ているので、販売がそこそこ好調だとしても自賄いができてしまうといったようなことだろうと思う。自動車については、日中摩擦の影響が抜け切れていない分野の一つであるので、特に日本からの輸出が落ち込んでいることが際立って出ているが、米国、欧州それから韓国についても、中国で自動車工場を立ち上げつつあるので、程度の差はあれ同じようなことになっているというのが一つである。それから、中国とNIEsについて、資本財が日本から出ていないということであるが、これは取りも直さず、民間の設備投資が弱いということだろうと思う。中国の固定資産投資は、インフラあるいは不動産投資が中心となっているので、工場を増設して日本から一般機械、工作機械を輸入するという動きには、結びつかない性質のものだと思う。それ以上に、中国の場合、過剰設備問題が鉄鋼、ガラス、その他の分野で際立っており、中国で工場を増設しようという動きにはなっていない。これはNIEsでも同じことであり、韓国、台湾では内需はそこそこ堅調で大崩れすることなくきていたが、設備投資はかなり弱い動きが続いており、漸くここにきて、PMIの数字等で設備投資意欲が少しずつ出始めてきたところだろうと思う。従って、もし出てくるとすればこれからということであるが、これまで我慢していた設備投資が、ペントアップの形で出るのか、あるいは全体として成長率がそれほど大きくは伸びない——韓国政府が今年の成長率を2.3%とかなり低めの予想をしている——ので、企業の意欲が高まらないということが続くのか、これから見極める段階に入ってくると思う。

石田委員

先程、キプロスのベイルインの話があったが、私自身は小さな銀行と言えどもベイルインは安易にできないという考えである。元々全体的な流れは、too big to failということをなくして、税金が銀行救済に投入されないような方向で色々アレンジされていると思う。その中で、キプロスのベイルインは、良いか悪いかは別にして、流れの中では、ある意味、当然のこととも考えられる。そういう流れの中で、今後とも各国が、銀行に問

題があった時はベイルインするのか、それともその国の財政上余裕があれば税金を使って助けるのか。どのように考えたら良いのか。

外山国際局長

まさにダイセルブルーム議長は、今後のテンプレートになるといったような発言をされたという報道があり、後でそれを取り消したということがあった。アメリカの場合は too big to fail をなくすことで、その代わり大きな銀行についてはサーチャージを求めたり、円滑に破綻処理が進むようにリゾリューションプランを求めていくといったやり方を追求しており、これがある程度国際的な合意にもなり、日本も含めて色々なところで導入されていくということだろうと思う。ヨーロッパについては、銀行セクターがこれまではガタガタしてきたので、アメリカと同じような方式での破綻処理の検討が水面下では進んでいると思うが、銀行セクターが落ち着くまでは、何とかそれを表に出さないようにやってきたのであろうと思う。ただ恐らく、ユーログループの議長からあのような発言が出たということは、将来のあり方として——恐らく 2~3 年後を想定していたと思うが——、ベイルインという方式によって、破綻処理を大きな銀行についても行っていくことを検討していたのではないかとみる人も多くなっているということは事実である。従って、2~3 年の間にこれまで破綻処理あるいは整理を済ませてきた国も含めて銀行セクターが落ち着いてくれば良いが、スペインやアイルランドで一旦何とか蓋をしたような銀行セクターの問題について、成長率の低下等で再び新たな問題が起こってくると、石田委員がおっしゃったように、全体としての枠組みが整備されない中で、どのように対応していったら良いのかが問題となってくると思う。

石田委員

ここ 2~3 年はそういう状況が起き得ることを考えると、かなり大きなリスクがそこに潜んでいるとみていた方が良いのだろうか。

外山国際局長

綱渡りの的に推移していくということだろうと思う。

中曾副総裁

その関連で、ギリシャは同じようなことをやった訳であるが、P S Iで——バイルインと言っても良いが——ギリシャの時は結構大きな騒動になったが、先程の説明だと、取り敢えずそのスピルオーバーはキプロスからはあまりみられていないような感じもするが、それは何を意味しているのか。そのインプリケーションは何か。少し頑健性が増してきているということが言えるのか。

外山国際局長

銀行株や金融債の発行で一定の影響が出たということは先程申し上げたとおりではあるが、例えば、国債のスプレッド等についてみると、ギリシャ等には影響が出て、スロベニアは多少上がっているということがあるが、大どころのスペイン、イタリアについてはほとんど影響がなかったと思う。これは、何と言ってもE C BのOMTやE S Mといったバックストップが汎欧州的に用意され、テールリスクに対する警戒感が遠のいた情勢にあったことが一番大きいと思う。キプロスの場合、今回の問題はかなり特殊な問題であると意識されているということも大きいのではないかと思う。G D P対比700%程度も銀行資産があったこと、非居住者の預金が非常に多かったこと、マネーロンダリング等が言われていたことなどは、キプロス特有の問題であると意識されており、他の国には当てはまらないと解釈されたということだろうと思う。今マーケットで言われているのは、スロベニアとルクセンブルクであるが、スロベニアはそうは言っても銀行セクターの規模はG D P対比130%位で、処理を要する資金は恐らくG D P対比10%位だろうと言われているので、6月に大きな国債の償還を控えているということもあるが、キプロスほど大きな警戒感が持たれている訳ではない。ルクセンブルクについては、銀行セクターの規模がG D P対比

2,000%を超えている位であり、そういった意味で際立って大きいということでは連想が働いているが、現在銀行セクターがガタガタしているということではないと感じている。

木内委員

今の点で、国債市場のプレゼンスの違いは結構大きいように思う。例えば、ギリシャの場合、国債の価格が下がることによって銀行の問題に繋がっていき、銀行と国債の連動した悪化になる。さらに国債を海外の人が沢山持っている。キプロスの場合はそのような要素がない分、キプロスの問題としては非常に深刻だったが、他の国への波及が小さいということがあるのではないかと思う。

これとは別に二つ質問がある。一つ目は欧州の景気について、なかなか改善がみえてこない。足許色々あるとは言え、2011年、2012年辺りと比べると、国債利回りなどは周縁国で大分下がってきている。ここには財政問題以上にユーロ崩壊のプレミアムが乗っており、その結果として景気を非常に悪化させ、金融緩和の効果が浸透しにくくなっているという認識だったと思う。ただ、そういう状態が段々緩和され、その面からすると、従来よりも景気の足枷が小さくなってきているはずではないかと思うが、そのわりには経済が回復する兆しがなかなかみえないように思う。何が制約となっているかという点、一つは財政の引締めが続いているということと、国債市場の金利自体は下がってきているが、銀行の貸出態度がむしろ厳しくなってきたクレジットクランチ的な要素が出てきている可能性があると思うが、どうか。また、回復する場合のトリガーは一体何か。追加緩和がトリガーになってくるのか、それとも輸出の回復を待つしかないのか。銀行問題や金融情勢が落ち着いてくれば、上向く力が出てくると期待できるのか。回復のトリガーをどう考えるのかという点も、教えて頂きたい。

二つ目はアジアの話であるが、従来から言われていたスマートフォンの販売不振の影響は、アジア全体としてみると薄れてきているように思うが、

日本をみると足許の生産などに相当効いてきていると思う。この格差をどのように考えるのかということである。例えば中国では、スマートフォンの需要全体が落ちている訳ではなく、iPhone5のようなやや高額な製品から低価格の製品に需要がシフトしているということであれば、全体の需要は落ちていないと思う。そうすると、比較的安価なスマートフォンに対して部品などを供給しているところはダメージを受けない、あるいはシフトしている分ダメージが少ない。一方、日本は高額な製品への部品供給へシフトしている分、他の国よりも相対的にダメージが大きくみえる。アジア全体でスマートフォンの販売不振の影響とそのばらつきについて、考えがあれば教えて頂きたい。

外山国際局長

最初の点のご質問ではないということ为宜しいか。二点目の欧州の回復がなかなか見通せないというのは、おっしゃるとおりだと思う。欧州の人に聞くと、とにかく外需に期待しているという回答しか出てこないような情勢であり、ドイツ等は輸出の受注が上向いてきて、それを起点に内需も少しずつ持ち上がってくるような情勢になってきているが、ドイツの輸出が増えてもそこから域内に波及するチャンネルがなかなか強くないということもあるし、肝心の周縁国については、ドイツと違って、非価格競争力のある製品の輸出がある訳ではないので、ユーロが少し高くなってしまうと途端に競争力を失ってしまうという状況になっている。従って、恐らく輸出しか見込めるものがないにもかかわらず、そのところが必ずしも明確に牽引してくれるという構図をまだ描ききれないでいるというのが、現在の欧州の情勢ではないかと思う。従って、議論としては、財政の引締めを若干緩和しなければならないのかどうかというところが、再び焦点になってくる可能性の方が高いとみている。実際、スペインも、財政赤字の目標を4.5%から6.0%に上げたいということを昨日辺り打ち出している。従って、財政の引締めを多少緩めている間に、外需あるいは金融セクターの改善を期待し、それを実現するためにも、構造改革等も含めてU L Cを

相当下げていくといったようなことも必要だと思うので、まだ時間がかかるのではないかと思います。

アジアのスマートフォンについては、昨日も北京事務所、香港事務所と電話で話をしてその辺りを聞いてみたが、台湾にしても広州辺りにしても「アップルショック」がかなり大きく出ているということであり、おっしゃるように、低価格品については需要がある程度あるということだろうと思うが、アップルの iPhone が思ったほど売れずに、生産調整が行われているショックがそういった地域に多く出ているということ、スマートフォンが売れても、スマートフォンは色々なものを一つにただけの機械であるので、逆にデジカメが売れないとかPCが売れないといったようなことがあり、特に、そういったところに依存している台湾等はマイナスの影響を被っているということがある。アジアでみても、今限界的に伸びている経済があるとすればASEANであるが、こういったところはスペックのあまり高くない商品を欲しがるので、中国からASEAN向けに、そうした商品向けに部品の輸出が出ており、これが中国の輸出を下支えしているということもあるが、恐らく日本の部品メーカー等はそういった低いスペックのものをあまり得意としていなかったということだろうと思う。詳しくは調査統計局の方から説明があるかもしれないが、そういった限界的に伸びている地域への供給が割り負けているということもあるのではないかと思います。

宮尾委員

グローバルの設備投資がまだ伸びてこないという指摘があったと思うが、この点非常に気になっているところだが、例えば製造業PMIが伸びてきて、資本財などその内訳で少し伸びる兆しが出てきているというようなことは、ソフトデータ等で確認できるのか。それともロジックとして製造業PMIの回復はまだ緩やかなので、これから出るかもしれないがまだ確認できていないということなのか。データで確認できるかどうかという点で、補足があれば教えて頂きたい。

外山国際局長

PMIは、受注、在庫、生産など幾つかの分野について購買責任者の感触を伺うサーベイであるが、必ずしも製品別に詳しく統計を公表している訳ではなく——あるのかもしれないが、有料なので——私共で必ずしもそのところまでは把握できていない。ただ、国別にどういった国の輸出受注が上向いているか、その国がどういう製品が得意であるかといったようなところから、ある程度全体の動き、財別の動きを推し量ることができると思う。その点では、先程申し上げたように、日本のPMIが3月に大きく上伸しているということもあるので、アメリカにみられているような設備投資、あるいは韓国等でのコンフィデンス・サーベイでみられているような設備投資への興味が、こういったところに表れてきているということなのかもしれない。

宮尾委員

アメリカと韓国で多少持ち直してきているということか。

外山国際局長

多少持ち直し始めている。

佐藤委員

アメリカについては、国際局の資料をみると、改善の動きが家計部門だけでなく次第に企業部門に広がりつつあるということであるが、確かに足許のデータをみると、特に生産関連あるいは輸出で底入れしつつあり、前向きな動きが広がってきているという印象はあるが、一方で、足許の企業部門の好調さは、取りも直さず、昨年末フィスカルクリフの問題があり、フィスカルクリフを前にして企業が色々なことを手控えていた——設備投資を手控え、在庫投資を抑制していた——ことの反動が出ただけという見方もできるかと思う。確かに、第1四半期は、アメリカは思いの外しっ

かりしているという評価になると思うが、次の第2四半期に向けて経済実勢が同様に改善していくのかという点は、少し微妙かと個人的には思っているが、その辺りをどう考えるかというところである。バックデータで申し上げると、例えば、ISMの製造業は、ちょっとしたネガティブ・サプライズになり、中身をもても、受注や在庫など色々な内訳の項目があるがいずれも良くないので、少し気になっている。少し前のデータであるが、製造業受注も全体で見ると強めにみえるが、ひとえに自動車が強く、除く自動車ではほぼ横ばいという状況かと思う。こういったデータを踏まえて企業部門への広がりの可能性をどのようにみているのか。

外山国際局長

おっしゃったように、色々な指標が一様に強いという訳ではなく、同じようなサーベイでもISMが非常に弱い一方、PMIはまあまあだったというようなこともあるが、恐らく一本調子で盛り上がっているということではない。ある程度財政に下押しされながら緩やかに持ち上がっていくという、これまでのシクリカルな回復のパターンとは違うものだと思う。金融危機から5年経ったとはいえ、多少時間が経ってからやってくるタイプの後遺症が一定期間継続していく中での回復を示しているのではないかと思う。ただその程度は、フィスカルクリフは解消されたとは言え、なお歳出削減についての合意がないなど、不確実性がクリアされている訳ではないので、今年の後半位に企業活動がどの程度本格的に戻ってくるのかによって、アメリカの回復力が金融危機の二次的な後遺症もこなしてしっかりとしたものになるのか、あるいはある程度そういったものが残りつつ潜在成長率の低下等も含めて、少し緩やかな屈折を考えていかなければならないのかということ、判断できるようになるのではないかと考えている。

白井委員

キプロスのことを少し確認したい。あの問題をどうみるかということであるが、元々の発端が、銀行の増資の資金が足りないのでギャップの部分

を国際的に借りるということであつたと思う。そのギャップが170億ユーロであるが、それだとキプロスの政府の借金がもの凄く大きくなり持続可能でないので、破綻が目に見えており、ドイツがそういう国際支援を拒んだと聞いている。その結果、100億ユーロの国際支援であれば借金の大きさからして大丈夫だろうということで、70億ユーロをどうやって遣り繰りするかという話であつたと思う。70億ユーロを全預金者に課税して徴収するという案であつたが、そういうやり方をせず、最初から、第二のライキ銀行を破綻させ、預金保険のない10万ユーロ以上の大口預金者だけに負担してもらうという今の案を最初からしていれば、こういう問題にならなかつたのではないかと思う。よく納税者負担の原則を破つたと言うが、保証していないところは破綻時にはロスをシェアするのは当然だと思うので、そういう方法であればここまでいかなかつたのではないかと整理しているが、どうか。

外山国際局長

当事者の話を聞いてみないことには分からないところもあるが、当初は課税方式の方が、実体経済、あるいは国際的な影響度合いが小さくて済むのではないかと踏んで、そのようなやり方を当初は追求していたということではないかと思う。破綻処理ということになると、どうしてもフランチャイズバリューが失われて、清算価値でもって銀行を評価していかなければならないということもあるので、その部分がコストとしてより大きくなるのではないかとみられた可能性もあると思う。ただ、議会で承認が得られなかつたため、議会の承認を経ずに済むやり方を追求した結果、破綻処理という形で進めることになつた——おっしゃったように最初からそうしたほうが良かったのかもしれないが——ということだろうと思う。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒーブレイクを取りたい。

(15 時 02 分中断、15 時 07 分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは再開する。国内経済情勢について説明をお願いする。

前田調査統計局長

資料－4（参考計表）とその後出た指標についてまとめた資料－4（参考計表）【追加】を使ってご説明する。資料をご説明する前に、足許までの景気の全体観を申し上げますと、景気は昨年後半に弱含んだ後、本年入り後に下げ止まり感が出始め、足許では持ち直しに向けた動きがみられると、当月は判断している。その背景は、第一に、昨年後半の景気下押し要因である海外経済の減速、日中関係、補助金切れに伴う日本の自動車販売の減少がいずれも和らぎ、生産に持ち直しの兆しが出ているということである。第二に、それとも関連するが、円安・株高に伴って家計のマインドが改善し消費が底堅さを増しつつあり、企業マインドにも改善の動きが確認されているということである。以上が概況であるが、続いて資料に沿ってご説明したいと思う。

資料－4（参考計表）【追加】の図表 1 は短観の業況判断であるが、全体としてみると、昨年 12 月にかけて慎重化したあと、3 月には小幅ながら 3 期振りに改善し、先行きも改善傾向が続く見通しとなっている。先行きに関しては、通常、中小・非製造業を中心に慎重な見方が多いだけに、回復期待はかなり強いことを示唆していると思う。ここには書いていないが、セクター別の特徴点を極く簡単に申し上げますと、自動車、建設、不動産関連がはっきり改善している。一方、コスト高が先行している素材、運輸業、あるいは中国や国内設備投資との関連が深い機械関連で慎重さが残っている。こうした慎重な業種でも先行きは改善を見込んでいるが、そうした期待が本当に実現していくかどうか、引き続き注意してみていく必要があ

らと思っている。

図表 3 の企業収益は経常利益の水準を示したもので、非製造業は大企業、中小企業とも 2012 年度、2013 年度も改善していく。非製造業の大企業については、電気・ガスを除くベースでみて頂いた方が良いと思う。製造業は、大企業、中小企業とも 2012 年度はやや減益となったが、2013 年度は増益が期待されている。前提となる為替相場は 85 円程度なので、足許の為替水準が維持されれば、大企業製造業を中心に収益は上振れていく可能性があると考えている。

そのもとの設備投資であるが、図表 7 をご覧頂きたい。設備投資は、(2) の建築着工床面積は建設投資に先行する指数だが、非製造業の多くにおいて増加傾向が続いており、全体としても増加している。一方、(1) の機械受注は機械投資にやや先行するが、製造業が傾向的に減少しており、民間需要は足許なお弱めである。このように、足許あるいは目先の設備投資についてはなかなかはっきり回復しないという感じであるが、図表 8 で短観の設備投資計画は、3 月、6 月、9 月、12 月と調査回ごとにどのように修正されていくかを示したもので、足許 3 月が 2013 年度の出だしであるが、これをみると、製造業大企業、製造業中小企業、あるいは非製造業大企業、非製造業中小企業とも過去の平均並み、あるいはそれよりは幾分強めという程度であり、現時点で非常に強いという感じの計画にはなっていない。これは、大企業を中心に現時点では計画が固まっていない先が多いということで、今後、為替想定 of 修正などに伴って収益が上振れれば、投資も上振れていくとは思うが、そうした動きを確認するにはもう少し時間が必要だと思っている。

次に雇用だが、昨日色々な統計が出ているので、ご説明したい。図表 10 (1) の失業率は、景気にやや遅行するが、多少の振れを伴いつつ昨年秋口以降、低下は一服している。一方で、景気とほぼ同時に動く有効求人倍率は、昨年半ば以降足踏みしていたが、ここ数か月再び上昇する動きが出ている。これは、建設をはじめ非製造業全般の求人増加が足許幾分強まっていることが背景だと思う。その点とも関連するが、図表 11 の短観

の雇用の過不足感であるが、(1)の製造業は「過剰」超で足踏みしているが、(2)の非製造業は、中小企業を中心に「不足」超幅が幾分拡大しており、少しタイト感が出てきていると思う。図表9の毎月勤労統計をご覧頂くと、名目賃金の2月が前年比-0.7%となり、足許まだ小幅のマイナスである。これは、昨年2月は閏年で労働時間がパートなどで増えるので少し高めとなり、今年の2月はその反動が出てマイナスになっていると理解しているが、その点を割り引いても、現時点ではまだ賃金の上昇は確認できないと思う。以上が本日お配りした資料-4(参考計表)【追加】に沿ってのご説明であり、続いて、事前にお配りしている資料-4(参考計表)に沿って幾つかご説明したい。

図表6の輸出入であるが、(1)の実質輸出は、昨年半ば以降減少していたが、足許1~2月の数字は、10~12月に比べて若干のプラスとなっている。海外経済の動向なども踏まえると、輸出は下げ止まりと判断して良いと思う。図表7で地域別にみると、米国については、第1四半期が+1.6%と増加に転じ、月次でもどうやら下げ止まりから持ち直しという感じになっている。これは米国における自動車販売の増加、設備投資の下げ止まり感を反映したものと考えている。「その他」も第1四半期が前期比で+4.7%、前月比でもどうやら持ち直し傾向があると思う。これは、基本的には円安に伴う自動車輸出の持ち直しがあると考えている。一方で、少し気になる点が先程から議論のある東アジアであるが、前期比で見ると、昨年の第3四半期、第4四半期に続き、今年の第1四半期も-2.8%とマイナスが続いている。中国は、昨年第4四半期-11%のあと、今年の第1四半期は-4.1%なので、さすがに日中関係の影響は少し和らいでいると思うが、なお弱さが残っている。以上のように良い材料と不安な材料がなお入り混じっているが、先程ご質問あったスマートフォン関係については、(2)の財別をご覧頂くと、情報関連というところに電子部品が入っているが、昨年の第4四半期が+1%の後、今年の第1四半期が-8.3%と、少し弱い状況になっている。この背景は、先程外山国際局長のご説明どおりだと思うが、一つは、電子部品も含めて日本のエレクトロニクス業界が、

特にここ数年間、世界的なシェアを大きく落としているということがある。これは、競争力が色々な面で落ちてきてそのトレンドが続いており、特に昨年は大手メーカーの幾つかがより厳しい状況になったということがあると思う。もう一つは、その中でアップル向けなど高品質なところに注力していたが、そこが今年の10～12月は良かったが、今はその反動が出て悪くなっているということであろうと思う。トレンド的に先行きも少し弱いのではないかと思うが、極く短期的なことを申し上げると、どうやらアップル向けなども少し在庫調整が終了してきたのではないかという話があるし、日本メーカーでアップル向け以外の受注がここにきて少し増え始めたという話もあるので、4～6月にかけては、輸出・生産は電子部品も少し持ち直すのではないかというような情報を得ている。輸出については、今申し上げた材料をベースに考えると、第一に海外経済が持ち直しに向かっているということ、第二に円高修正の動きが定着し、価格競争力の改善も期待できることから、次第に持ち直していくとみて良いのではないかと思う。ただ、中国向けの動向など懸念材料も残っているため、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22の個人消費である。(2)の耐久消費材の新車登録台数は年明け後持ち直している。基本的にはエコカー補助金切れによる反動減からの戻りということであるが、各社の新車投入効果の方が、マインド改善よりも影響しているといった声が増えている。図表23(1)の小売店販売であるが、特徴的なことは、足許百貨店が良い一方、スーパーが悪いというコントラストがみられていることである。百貨店では高額商品の売れ行きが良く、株価上昇、あるいは高額品の欧州製品の値上がり予想が影響しているという声がある。一方、スーパーの伸び悩みについては、基本的にはまだ所得が弱いということが影響しており、値引きの動きも根強い模様である。ただ、スーパーも含めて2月までの統計では、3月は春物が比較的良いという話を聞いている。(2)のサービス消費は、旅行、外食とも底堅いということであるが、旅行については、この統計には表れていないが、ゴールデンウィークの予約が日並びが悪いわりに堅調といった声が

聞かれている。また統計上、個人消費にはカウントされないが、円安の影響もあって、日本を訪れる旅行者数も増えているというような話を聞いている。以上のように、個人消費は足許底堅さを増しつつあるとみられると思うが、この最大の背景は、図表 24 (1) の消費者コンフィデンスをご覧頂いて分かるとおおり、マインドが改善しているということだと思う。こうした傾向は当面続くと思っている。

続いて図表 28 の生産について、(1) の鉱工業生産をご覧頂くと、2 月まで実績が出ているが、下げ止まりと思う。予測指数をみても、3 月、4 月にかけて極く緩やかに上昇していく見通しであり、企業からのヒアリング結果では、季節調整の歪みを直した実勢ベースでみて、4~6 月の生産は前期比 2%位増えるという感触を得ている。図表 30 の出荷・在庫であるが、出荷は生産以上に持ち直しがはっきりしており、在庫はこのところ減少が続いている。最終需要の回復を反映して、出荷は少し持ち直す一方、企業は生産を抑制しているので在庫は減ってきている。ということは、先行き生産が持ち直しやすい環境にあると考えて良いと思う。以上を踏まえると、生産は今後持ち直していく可能性が高いと思うが、ただ、そのリード役である輸出、あるいは国内の設備投資になお不確実性が残っているので、予断を持たずにみていきたいと思っている。

最後に物価について、図表 38 の国内企業物価であるが、(2) の 3 か月前比をご覧頂いて分かるとおおり、2 月にかけて上昇している。その最大の背景は、為替・海外市況連動型が円安を反映して上昇しているということであり、この傾向は当面続くと思っている。消費者物価は、図表 40 の (1) の総合（除く生鮮食品）の月次の動きをご覧頂くと、大体ゼロ近傍で推移してはいるが、足許若干マイナス幅が拡大し、2 月は前年比で-0.3%である。傾向的な動きをご覧頂くと分かるとおおり、公共料金の前年比上昇幅が下がってきているが、これは昨年夏にかけて原油が少し落ちた時期があるが、電力料金には半年近くのラグを伴って影響するため下がっている。財もマイナス幅を少し拡大しているが、これは (2) の財（除く農水畜産物）の要因分解のグラフをご覧頂くと、特に耐久消費財のマイナス寄与が

拡大している。これは、昨年1月、2月辺りにテレビ等の銘柄変更で一時的に上がったため、前年比でその裏が出ている。短期的には、そういった財ごとの動きで動いてしまうということである。目先3月、4月については、財（除く農水畜産物）の石油製品が昨年上がっていたことの反動が3月、4月に出そうなため、消費者物価（除く生鮮食品）で見ると、少しマイナス幅を拡大する可能性があるともみている。

以上を踏まえて、極く簡単に先行きのポイントだけを申し上げておきたい。まず、実体経済は、現状、1月の展望レポートに概ね沿って推移しているが、先行きについては、海外経済の持ち直しや円安・株高の効果も加わり、次第に緩やかな回復経路に復していくとみて良いと思っている。ただ、株高、消費者マインドの改善は期待先行の面があり、そのエンジンとなるはずの輸出になお不確実性があるほか、企業の支出行動にも慎重さが残っていると思われるので、そうした回復シナリオが現実のものとなるか、引き続き注視が必要かと思う。もう一つの物価であるが、消費者物価の前年比は当面振れを伴いつつゼロ%近傍ということかと思うが、年央頃からはプラスに転じていく可能性が相応にあると思う。この辺りも、為替や原油価格に短期的には左右されやすいので、なお不確実性が残っていると思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

二点ある。一つは景気の話であるが、足許までの消費が思ったよりも強いという話で、指摘のあったようにばらつきはあるので、強いところと弱いところとあるが、全体としてみると、思ったより強いという感じがする。一方で、説明があったように、輸出や生産、設備投資、あるいは労働市場は、悪化に歯止めが掛かってきているがなかなか上向くというところまでいっていない。通常、日本では、消費はやや遅行性があるので、消費から

戻ってきているというのは少し違和感があり、これには株高、マインドの改善といったところが確かに大きいだろうと思うが、株高の資産効果は、どの位の持続性、ラグがあるのか。先行性は強くはないと思うが、例えば、今程度の株価で横ばった場合に、第2四半期位までは結構余熱が残っていて年後半になると消えるというような感じなのか。あるいは、もう少し持続性がありそこに期待できるのか。こういった資産効果の時差について色々試算されていると思うので、教えて頂きたい。

もう一つは、C P Iについてである。コアコアでみると、どちらかと言うと悪化が加速したような状況であるが、ラグがあるとはいえ、経済環境からするとそれもどうなのかというところが気になるが、食料・エネルギーを除くベースでさらに悪化が加速する背景が何かあるのかどうか。それから、色々な価格の改定が4月1日にあり、自賠責の保険料、電力料金、食料油、小麦が上がっている一方で、細かい話だが牛丼が下がっているとか、あるいはスーパーで4月から値下げしているなど、プラス・マイナス両方あるが、4月の価格改定の動きがどの位のインパクトを持ってくるのか。それも踏まえて向こう数か月間のC P I コアあるいはコアコアのイメージはどのようなものか。C P I コアで言うと、前年のエネルギーの関係でマイナス幅が少し広がっていくと思うが、4月、5月辺りにかけて果たしてどの位までマイナス幅が広がり得るのかといった、目先の見通しを教えて頂きたい。

前田調査統計局長

第一の株価の資産効果のラグということであるが、そもそも資産効果については計測が難しいので、正確にどの位のラグがあるかということも申し上げられないが、数四半期位は押し上げに寄与していたのではないかと思う。例えば、モデルで分析してもどういうことが起きるかということ、まず、直接の資産効果は消費に現れるが、その後、それをきっかけにしながら実体経済全体が上向き、所得を通じて消費を押し上げるという面があるので、考え方としては、資産効果のみがこれからずっと続くというよりは、

資産効果で今少し消費が良くなっているが、加えてそのうちに円安の効果もあって輸出なども伸びる、その結果経済活動全体が上がる、そして家計の所得が増えていき、それで消費が増えていくかどうかと考える方が良いのではないかと思う。そうでないと、株が上がっても、ベースになるところの輸出を含めた経済活動が上がり、所得が増えなければ、期待先行だけで反動減になるので、株高だけでずっと続くということではなく、そのベースに何があるかが重要だと思う。

第二は、最終的にC P I が先々どうなるかというご質問であったかと思うが、われわれは感触を掴むために月次で数字を置いているが、2月が-0.3%であったが、3月、4月については、-0.4~-0.5%位までマイナス幅が一旦若干拡大するとみている。そのあと、5月にはゼロ近傍位に戻り、6月以降小幅ながらプラスに転じていくと考えている。それとの関係で、4月の価格改定が色々言われているが、強いもの、弱いもの両方あるが——牛丼は短期的なセールなので、反映されないような気がするが——、今のところメーカーは値上げを打ち出し始めたというところであり、通常これから小売りとの交渉になっていく。それで小売りの仕入価格が決まれば、それに伴って小売りが実際に販売する価格をどうするかを決めていく。そういう意味で少しラグがあると思うので、メーカーが4月から上げたいと言っても小売価格が4月から上がる訳ではない。少し時間がかかるのではないかと思っている。ただ、いずれにせよ、こういった動きは、これまではスーパーは値下げをどんどん強める方向にあったので、その値下げのテンポが少しは緩むと思っている。ただ、本当に上昇に繋がるかどうかは、もう少し時間がかかるとみておいた方が良くはないかと思っている。

白井委員

エネルギー・食料を除いたコアコアC P I の対前年比マイナス幅が拡大している。G D P ギャップも悪化しており、ここ2年位、コアコアC P I の前年比とG D P ギャップとの相関が強まっている感じがするが、相関が

強まってみえる背景をどのようにみているか。

前田調査統計局長

足許の消費者物価の低下についてはGDPギャップが影響しているのか、あるいは先程から申し上げているようなやや特殊なテレビやそういったものの影響なのかということであるので、足許の動きだけをみてGDPギャップの影響が強まっているという訳ではないと思う。

白井委員

2年位をみている。

前田調査統計局長

ただ、過去数年をみると、比較的景気が良くなれば多少遅れて物価が良くなっていくという関係が、強まったというよりは復活したのかなと思っている。というのは、元々長い目でみれば両者にはそれなりの関係があるが、2000年代前半や半ば辺りは流通での出来事や賃金の抑制等でその関係が崩れていた。その時は、GDPギャップが改善しても物価が上がらなかったという意味で関係が崩れたということであり、足許は物価を抑制する様々な要因がそれほど強くないのかなと考えている。

白井委員

2005～2007年にGDPギャップとコアCPIの伸び率の乖離が凄く大きかった気がする。これには、コモディティや交易条件と関係があるのか。

前田調査統計局長

多少はあるかもしれない。それを割り引いてもあの時は全般的に安値戦略のようなものが広がったし、企業収益が回復しても賃金は上げないというムードが強かったので、実体経済が回復してもCPIは回復しないとい

うことだったと思う。今は、そこは少し変わってきたのではないかと思う。

佐藤委員

先程の説明では、輸出は下げ止まり、生産は下げ止まりから持ち直しに向かうということだったと思うが、足許のデータをみると、印象としては海外の輸出が、米国も中国も持ち直し、欧州にしても域外輸出が持ち直している中で、日本の輸出が海外の輸出対比でどうも見劣りするという印象を持っている。そういう中で、生産は、予測指数ベースでみると非常に強い数字が続いており、輸出の足許の動向対比、企業の生産の先行き見通しがどうも強過ぎるとかねがね思っていたが、案の定、この前は久々のビッグ・ネガティブ・サプライズで、生産が大きく下振れ、先行きの生産予測指数に関して非常に緩やかな持ち直しにとどまるといった形になってきた。イメージ的には、輸出の弱さに生産の基調が鞆寄せされてきたというような印象を持っている。この輸出の弱さについては、色々説明があったが、結局のところ電子部品等を中心にして、日本の輸出競争力そのものが殺がれてきていることが背景にあると思う。輸出の中身をみても、良いのは自動車だけである。電子部品をはじめ一般機械類は、中国の影響もあるが、企業は少し慎重めにみている。そういう意味では、まだまだ自動車頼みという感じがするが、そういう中で、先程の生産の先行きに関する説明では、在庫・出荷バランス等をみると持ち直しに向けた環境が次第に整ってきているということだったので、わりと楽観的との印象を受けた。その辺りをもう少しご説明頂きたい。

前田調査統計局長

まず、必ずしも楽観的に考えている訳ではないが、方向としてみれば昨年後半相当落ちたので、その低い水準からみれば少し持ち直していくのではないかと考えているということである。おっしゃるとおり、輸出については、なかなか持ち直さないというところは気にはなっているが、今のところ2月までの数字なので、もう少しみてみないと分からないと思って

いる。弱い理由は、エレクトロニクス関係等における競争力の低下と、世界的に——特に中国であるが——設備投資がなかなか戻らないことの影響が日本の輸出に少し強めに出ていると思うので、この辺りは当面影響が残る可能性があると思う。ただ、この輸出の数字からみると日本企業は先行きに対してもう少し弱気なのかなと思っていたところ、色々聞いてみると、4～6月位には円安の効果が、例えば鉄鋼や化学の素材辺りでも出てくるというような話もあり、自動車は、アメリカ向けだけではなく中東向けも出てくるというような話もある。先程外山国際局長から日本のPMIの話があったが、12月に比べると3月は5ポイント位改善しているが、細かくみると輸出受注が大分改善しているという動きもあるので、まだまだ弱さは残るものの、方向としては低い水準から戻る方向にあると考えて良いのではないかと思っている。ただ、説明の時にも申し上げたように、そうは言っても色々な不確実な要因があるので、必ずしも決め打ちではなく、下のリスクの方を主に気にしながらみていく必要があると思っている。

白井委員

財別の輸出を危機前と危機後で見ると、圧倒的に少ないのが自動車のよ
うに見える。自動車とそれ以外の資本財、中間財、情報関連で分けると、
危機前から圧倒的に落ち込んでいるのは自動車である。それ以外のところ
はほぼ危機前並み位である。明らかに自動車だけが落ち込んで見える。

前田調査統計局長

レベルをどの時点と比べるかにもよると思うが、一点一点で比べるべき
なのかどうかということがあるが、われわれは、自動車については、危機
前がむしろ出来過ぎであったと考えている。

白井委員

アメリカで出来過ぎであったということか。

前田調査統計局長

全世界で出来過ぎであった。これは円安の効果がフルに効いており、過去の海外経済と円安から導き出される推計値に比べると相当上振れていた。そこからドーンと落ちて、過去の平均並みに戻ってきているという感じだと思うので、一点一点だけを見るのではなくて、そういった色々な要因を分析してみた方が良いのではないかと思う。そのようにみると、自動車もそうであるが、自動車以上にエレクトロニクス関係がトレンドとして弱くなっているという感じを持っている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは金融環境の説明に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)【追加】の表紙をご覧頂き、まず全体の構成であるが、金融環境については、「1. インフレ予想」で、インフレ予想はどうなっているかということ、それからそのことも踏まえたうえで、「2. 政策金利と実体経済」で、政策金利が中立的なのか引締めの面的なのかという政策金利の判断を最初のパートでご説明する。それから「3. 資金調達コスト」、「4. 資金調達量」、「5. アベイラビリティ」で企業、家計——主として企業であるが——の直面している金融環境について、まず3. でコスト、金利の面、4. で調達量、ボリュームの面、5. でアベイラビリティ、借りやすいかどうかという三点でご説明する。最後に「6. 企業倒産」で倒産の状況、「7. その他の金融指標」でマネー関連の資料という順番になっている。

それでは、インフレ予想から説明させて頂く。図表 1 (1) で「生活意識に関するアンケート調査」が出ているが、いずれも上がっている、ないしは横ばいという感じである。例えば、(1) の量的質問に対する回答——これは例えば今後 1 年でのインフレ率、物価上昇率が何%と思うかと数字

で聞いて、その中央値、メジアンの数値をとっている——をみて頂くと、5年先のところは2%でほとんど変わっていない。それから、今後1年間の予想インフレ率は、前回の調査で1%に落ちた後、今回3%に上がっている。現在の実感は若干持ち上がっているという程度である。それから質的質問は、上がるか下がるかという質問をしてそれをカールソン・パーキン法で集計し直したものであるが、これも大体上がっているという感じである。例えば、今後1年間の予想インフレ率、5年間の予想インフレ率とも、これまでのトレンドと大きく変わったというほどではないが、足許だけをみると若干上がっている。(2)の消費動向調査は、上昇か、低下かについての質問を加重平均したものをみて頂くと、12月をボトムにここへきて少し上がってきているという感じである。それから(3)の企業のインフレ予想であるが、イメージとしてはC G P Iに近いイメージで前期比、3か月前比でみているが、短観の販売価格、仕入価格判断D Iを使って、予想インフレ率と同じようにカールソン・パーキン法により計算している。いずれもマイナスであったものが今回プラスになっている。全体の流れは先程前田調査統計局長からご説明のとおりである。以上が家計、企業である。

図表2は、エコノミストのインフレ予想であるが、こちらは徐々に上がってきているトレンドがそのまま継続したという感じである。(2)の年度の数字でみて頂くと、2013年度が2月調査で0.17%の後、3月調査で0.25%とずっと上がってきている。これも、12月をボトムに上がってきている。2014年度については、1月調査で2.34%の後、2月2.45%、3月2.47%と、2月、3月だけをみれば横ばいであるが引き続き若干上がっているトレンドが続いているという感じではないかと思う。それから(4)はE S Pフォーキャスト長期予想である。これは半年に一度であるが、7年度後から11年度後のかなり先のインフレ率を出している。これは消費税を除くベースで出して欲しいとお願いをして出しているものであるが、あまり変わらず0.9%から1.0%であるが、若干ではあるが上がっている。

図表3は市場のインフレ予想で、まず(1)のQ S Sはアンケート調査

である。これまでご説明しているとおりであるが、例えば 2 年先から 10 年後までの 8 年間の平均値をみて頂くと、これも 11 月頃をボトムに上がってきている。(2) のインプライド・フォワード・レートは、長期金利が下がっている中で下がっており、必ずしもインフレ率を反映したということではないと思う。最後に、新しく入れている (3) の物価連動国債を使った B E I であるが、これは市場があまり大きくないので取りづらいということもあるが、最長期物と 5 年物——最近発行がないので最長期物と結果的に同じになっている——のトレンドをそれぞれ出しているが、足許のところは同じようなものを取っているので変わっていない。1 月に 0.835% という水準であったが、今は 1.383% と 0.5% ポイント位上がっている。この背景としては、市場では、円安やわれわれの物価安定目標、あるいは消費税の織り込み等が材料として使われていると言われている。いずれにしても、B E I だけみて判断するのは若干問題があるかもしれないが、ほかの指標をみても、方向としてはインフレ予想が上がっていることを示す指標がほとんどなので、そういうことを示唆する状況であろうと思っている。

図表 4 以降が今のコールレート等の政策金利の評価である。まず、図表 4 は実質コールレートとトレンドとしての実質成長率との差である。実質のトレンド成長率が第 1 四半期で 0.5% という水準になる一方で、コールレートの方が色々な指標があってみにくいですが、例えば除く生鮮は 0.4% である。従って、この計算だけからいくと、ほぼ中立、同じような水準にあるという計算になる。図表 5 は生産関数アプローチによる推計であるが、基本的にコールレートは一緒である。潜在成長率もたまたま一緒で 0.5% なので同じ結論になる。図表 6、図表 7 がテイラー・ルールである。テイラー・ルールは二つの系列を作っており、図表 6 が H P フィルター、図表 7 が生産関数であるが、通常生産関数の方を使うので、図表 7 をみて頂くと、C P I で何を使うかによって若干の違いはあるが、総合除く生鮮食品で -2.1% という水準にある。2% の物価目標を前提とすると、-2.1% がテイラー・ルールから計算される金利ということになる。以上で政策金利の

評価などは終わらせて頂き、以下、企業が直面する金利の状況である。

図表8の資金調達コスト関連指標の貸出約定平均金利であるが、これについては、交付税特会向けで振れるので、それを除くベースでみることにしている。新規の短期、長期、総合の除く交付税特会向けを数字で申し上げると、2月が1.026%と1%位——歴史的な低水準である——まで下がってきてほぼ横ばいになってきたというのが今の状況であり、ここ暫くこういう状況が続いている。金融機構局等のヒアリングでも大体この辺が岩盤であり下がり切った感じがしていると評価している。下がる要素としては、地銀等が貸出をしたくて貸出攻勢をしていると聞いているが、一方で上がる方の要素として、例えば、電力等からの資金需要があり、REIT、M&A等若干高めのスプレッドを取れる案件も出てきている。こうしたもついで、大体この辺の過去の最低水準で横ばっているというのが現状である。次に、CP、社債であるが、CPの発行レートもほぼ行きつくところまで下がった感じがあり、3月0.13%という数字が入っているが、暫くこの水準でずっと横ばっている。スプレッドが、例えばa-1格でみて頂くと+0.05%だったのが+0.08%と上がったようにみえるが、これは発行レートが変わらずベースレートの短期のレートが下がったので、計算上スプレッドが上がったようにみえるということである。社債発行レートは、前月、電力債等大型起債があった関係でたまたま0.49%と少し高いレートになっていたが、0.26%と元に戻り、1月の0.34%に比べても少し下がっている。これは、先程の話と若干違うが、社債の場合は、ベースレートの国債+スプレッドで計算しているので、国債の金利が下がると下がる傾向があり、そういう意味でこちらはベースレートが下がった分発行レートが低下している。因みに、電機関係のCPの発行については、先程青木金融市場局長からも説明があったが、スプレッドが若干低下しているということだろうと思う。この資料にはないが、今朝ほど短観のCPの発行環境のデータが出たので申し上げると、全体としては、CPの発行環境は、発行企業ベースのDIは+24の「楽である」超である。前回12月が+28であったので若干悪化しているが、まだ「楽である」超の中での若干の悪化であ

る。業種別、個別の企業がどうなっているかは分からないが、電機、電力等ではないかと想像される。

続いてボリュームである。図表 12 で、貸出その他全ての民間の総資金調達は 2 月 +0.5% である。これは、1 月の +0.3% からプラス幅がさらに拡大している。拡大した主因は、銀行・信金・外銀計、要するに貸出であるが、寄与度が 1 月 +0.7% ポイントから 2 月 +0.9% ポイントへ増加しており、これでほとんど説明がつく。民間銀行貸出残高の銀行計が、2 月は 1.7% と、1 月の 1.4% からさらに増加幅を拡大している。業態別にみると、都銀が 0.3% から 0.7% と拡大している。都銀の貸出先として、電力関係の運転資金、国内あるいは国外の M&A 資金、さらに最近では REIT 関係の貸出が増えていると聞いている。公募社債、エクイティ・ファイナンス関係では、国内公募社債計が 3 月 3,850 億円であり、例年は 4,000 億円ちょっと位あるので少し少なめではあるが、2 月に非常に大きな起債があり 1~3 月平均で 5,577 億円であるので、社債市場としては引き続き活況であるということだろうと思う。一方で、転換社債発行額、株式調達額については引き続き 3 桁の数字であり、低調な状況が続いている。この間、REIT だけは好調であり、2 月に 1,437 億円の調達、増資および IPO があつたが、3 月も引き続き 1,143 億円と 1,000 億を超えている。こちらは、住宅、レジデンス関係もあるし、倉庫等の物流もあるし、ビル関係もあるということで、わりと幅広く REIT 関係の調達が行われていると聞いている。図表 16 (3) の J-REIT の資本調達額のグラフをみて頂くと、今の感じが分かって頂けると思う。2005 年、2006 年位に少しブームがあつたが、その後低調になり、ここへきて主として公募増資と IPO を中心に増えているということである。以上がボリュームである。

次にアベイラビリティである。図表 17 の企業金融関連指標はアベイラビリティの指標であるが、短観の貸出態度判断 DI をみて頂くと、「緩い」超幅が 9 から 10 へ若干の拡大、ほぼ横ばいである。中小企業（日本公庫）は 3 月 35.9 とこれも若干の改善。資金繰り DI は短観が 4 から 4 で変わらず、中小企業（日本公庫）、中小企業（商工中金）で 3 月の数字

が入っているがそれぞれ若干の改善であり、引き続き、企業金融、アベイラビリティは緩い状況にある。

図表 19 は企業倒産であるが、こちらは引き続き歴史的と言って良いほど少ない件数が続いており、2月も1,000件を割り916件となった。負債総額の金額も非常に小さく、倒産は引き続き落ち着いている。

最後に、図表 21 のマネーである。マネタリーベースは3月+19.8%、銀行券が3%の伸びを続けている。それからわれわれの資金供給が多額に上っているので日銀当座預金が前年比で7割の増加となっている。その結果、全体でも約2割の増加になっており、4月も今のままでいくと2割位の増加の見込みである。マネーストックは、M2は1月+2.7%の後、2月+2.9%とさらに伸びを高めている。主因は先程の貸出が増えていることだろうと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればお願いします。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

鎌田調査統計局経済調査課長

それでは、「金融経済月報「概要」の前月との比較」という資料に沿って、実体経済と物価についてご説明申し上げます。資料の右側が前月、左側が今月になっており、下線部が表現が変わったところである。

まず、実体経済の現状の総論は、今月は「わが国の景気は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」としている。前月の「下げ止まっている」という表現と比較すると、上方改訂となっている。次に各論であるが、海外経済は、今月は「昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている」としている。前月の「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」という表現と比較すると、上方改訂となっている。輸出は、今日は「下げ止まっている」としている。前月の「下げ止まりつつある」という表現と比較すると、上方改訂となっている。次に設備投資、公共投資、住宅投資であるが、前月からの変更はない。すなわち、「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」としている。個人消費は、今日は「消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増しつつある」としている。前月の「底堅く推移している」という表現と比較すると、上方改訂となっている。その理由としては、前月も個人消費の先行きの部分で書いていたが、消費者マインドの改善を挙げている。鉱工業生産は、今日は「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」としている。前月の「下げ止まっている」という表現と比較すると、上方改訂となっている。次に、今日は短観が公表されたので、企業の業況感を総括して、「企業の業況感は、再び改善の動きがみられている」としている。

次に、先行きである。まず総論部分であるが、今日は「先行きのわが国経済は、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していく」としている。このうち、わが国経済の先行きの部分だが、前月は「当面横ばい圏内で推移したあと、・・・緩やかな回復経路に復していく」と二段階の記述としていたが、今日は「当面横ばい圏内で推移したあと」という表現を削除している。これは景気の現状のところで、「持ち直しに向かう動きもみられている」と判断を一步進めたことに対応して、削除したものである。海外経済は、前月の「減速した状態から次第に脱していく」という表現から、今日は「成長率が次第に高まっていく」と上方改訂している。次に各論であるが、輸出については、今日は「海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、持ち直していく」としている。前月の「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、持ち直しに転じていく」という表現と比較すると、上方改訂となっ

ている。公共投資と住宅投資については、前月からの変更はない。すなわち、「国内需要については、公共投資が各種経済対策の効果から引き続き増加傾向をたどり、住宅投資も持ち直し傾向を続ける」としている。次に設備投資は、今月は「当面一部に弱さが残るものの、その後は、防災・エネルギー関連の投資もあって、緩やかな増加基調をたどる」としている。前月「当面製造業を中心に弱さが残る」としていたところを、今月は「当面一部に弱さが残る」と、製造業の弱さばかりを強調しない形に改めている。個人消費については、今月は「次第に底堅さを増していく」としている。前月の「消費者マインドの改善などから、引き続き底堅く推移していく」という表現と比較すると、上方改訂となっている。鉱工業生産については、前月からの変更はなく、「鉱工業生産は持ち直していく」としている。その次の「この間、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きい」という部分は不変である。

次に物価である。まず物価の現状だが、国内企業物価については前月からの変更はない。「国内企業物価を3か月前比で見ると、為替相場の動きを反映して上昇している」としている。消費者物価については、今月は「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、前年の耐久消費財の動きの反動から、小幅のマイナスとなっている」としている。前月は「概ねゼロ%となっている」としていたが、この表現と比較すると、下方改訂となっているが、これは前月の想定に沿った変更である。次に物価の先行きであるが、国内企業物価については前月からの変更はない。「国内企業物価は、当面、上昇を続ける」としている。消費者物価については、今月は「当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連についても前年の動きの反動が予想されるため、マイナスを続けたあと、再びゼロ%近傍で推移する」としている。前月の「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」という表現から若干変更しているが、消費者物価の現状についての書き方を変更したことに対応する技術的な変更である。

神山企画局政策企画課長

金融面については、変更点は下線を引いている一か所だけで、「ターム物金利はやや弱含んでいる」としている。その他の金融市況については、株価上昇、長期金利低下、円の対ドル相場については横ばいとしている。ターム物金利だが、例えば短国利回りの3か月物は前月の会合時は0.05%であったものが、先週辺りは0.04%まで低下していたので、「やや弱含んでいる」としているが、本日の3か月物の入札レートは少し強含むという動きが出ているので、明日の朝まで確認したうえで、最終的に決めたいと考えている。場合によっては、「横ばいとなっている」という表現にするかもしれない。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

現状判断の一番注目される部分は、場合によっては、「下げ止まっている」のままでも良いかもしれないという感じがしている。「持ち直しに向かう動きもみられている」と判断を若干進めているが、これは鉱工業生産の表現と同じなので——前回会合でも同じような議論をしたが——、生産のイメージで全体の判断をしているという感じがある。一方で、最新の生産は非常に落ちたということが多くの人々の記憶に残っていることからすると、ここは若干違和感があるという気がする。マイクロ調査をベースに4～6月期が結構強いというイメージがあるのかもしれないが、それは対外的な説明には使えないと思う。一方で、短観が出たのでそれを重視して1ノッチ進めたというのであれば、それはあると思う。だとすると、鉱工業生産の表現は変えないのも一つの手かなと思う。鉱工業生産の表現は変えないで、全体の判断を若干引き上げたのは、主に短観の判断を受けたものであるということであれば、鉱工業生産の表現はむしろ変えない方が良いのではないかと思った。それからこれに関連して、仮に「持ち直しに向か

う動きもみられている」とした場合、「下げ止まっている」と「持ち直している」が、一体どれ位の位置にあるのか。三段階のうち一段階なのか半分位なのか。一体どういう辺りをイメージしているのかということをお教え頂きたい。

鎌田調査統計局経済調査課長

まず、景気の総論の「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」と、鉱工業生産で書いている「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」は、全く同じことを申し上げている訳ではない。勿論、景気を説明する中で、鉱工業生産の見方が含まれていることは確かだが、これ以外に前田調査統計局長から生産について説明があったとおり、生産のみではなく、ここは円安・株高に関連して企業マインドが上昇したり、消費者マインドが上昇して実際に個人消費が底堅さを増しているということを含めて、総論の部分で「景気は、下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」と表現している。生産の部分はどうかということだが、確かにおっしゃるとおり、足許の数字は少し弱めの数字が出てしまっているが、ただ電子部品・デバイスを除いて考えると、それ以外の品目で持ち直しに向けた動きが結構広がってきているような業種があったりする。例えば、自動車、そこから派生して鉄鋼や化学も持ち直しているので、生産についてはそのような業種間の広がりも前提に、ここではこのような表現にしている。

木内委員

生産統計だけに基づいた判断ではないということか。

鎌田調査統計局経済調査課長

生産の部分は生産統計に基づいているが、景気の一部は生産だけではない。

木内委員

鋳工業生産の部分は、基本的には鋳工業生産のハードデータに基づいた判断ということか。

鎌田調査統計局経済調査課長

そうである。

木内委員

広がりが出ているというのは、1月分と比べて2月分で電子部品を除くと広がりが出てきたということか。

鎌田調査統計局経済調査課長

そうである。

佐藤委員

私も木内委員と同じような印象をもっている。冒頭のところの判断を1ノッチ引き上げるのは、それも有り得るのかなと思う。確かに先程申し上げたように、輸出と生産の動きは思いの外鈍いが、一方で個人消費は、マインドの改善や資産効果等で、家計調査ベースでも結構堅調になってきている。その他の公共投資、住宅投資といった内需部門も総合的に勘案すると、「持ち直し」という表現を使うこと自体には、それ程違和感はなく妥当だと思う。ただその一方で、木内委員と同じだが、鋳工業生産が久々のビッグ・ネガティブ・サプライズで、そのような弱いデータが出た後で、わざわざ半ノッチ、半歩判断を前進させる必要があるのかなというところに少し違和感がある。業種によって広がりがあるということをおっしゃったが、例えば、2月の生産の予測実現率あるいは3月の予測修正率をみると、ほぼ全産業で下方修正であり、これは電子部品・デバイスだけではない。電子部品・デバイスは2桁の下方修正だが、それだけではない。計画対比で実績が下振れ、しかも先行きの計画を下方修正するというように、

少し前にあった需要の逃げ水現象のようにもみえる訳である。そういう点では、わざわざ今の時点で引き上げる必要があるかという気がしている。

鎌田調査統計局経済調査課長

その点はまた明日議論して頂ければ良いのではないかと考えている。確かに予測指数の実現率をみると、今おっしゃったとおりだと思うが、足許ハードデータでどのように動いているかをみてみると、まず基本的には業種間の広がりがある。また、生産予測の強さだが、先行きについてどのようにみるかについても、皆様の考え次第でこの表現がどうなってくるかわ変わってくるということについても、特に異論はないので、是非議論して頂ければと思う。

木内委員からご質問があった、何ノッチ位なのかという話だが、例えば、「下げ止まっている」という表現の次に、「持ち直しに転じつつある」とか、あるいは「持ち直しつつある」とか色々表現がある。ここでは、まず下げ止まって持ち直しに転じつつある、の一步手前というか、持ち直しているものも転じつつあるものも出てきているというようなイメージであり、さらに刻んでいると考えて頂ければと思う。

木内委員

持ち直しまではまだ距離があるということか。

鎌田調査統計局経済調査課長

そのようにご理解頂きたい。

白井委員

鉱工業生産が2月に-0.1%となったが、私は横ばいと思った。

鎌田調査統計局経済調査課長

われわれも基本的には横ばい圏内の動きと考えている。

白井委員

確かに電子部品・デバイスは－5%減と大きいですが、輸送機械、一般機械、鉄鋼は、プラス幅が結構大きいという感じはする。

佐藤委員

計画との対比では下振れ幅が結構大きい。

木内委員

季節調整の歪みを除くと実態的にはもう少し弱い。

鎌田調査統計局経済調査課長

それはあるかもしれない。

黒田議長

他にないか。

Ⅲ. 「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基本要領」等の一部改正に関する執行部説明と採決(資料－7)

黒田議長

次に「被災地金融機関支援オペ等の今後の取り扱い」に関する執行部の説明の後、質疑応答を経て、採決を行いたいと思う。まず執行部から説明をお願いします。

梅森企画局審議役

資料－7「被災地金融機関支援オペ等の今後の取り扱い」に沿ってご説明申し上げます。本件は被災地金融機関支援オペを1年延長したらどうかという案件である。

まず、経緯を簡単に振り返る。本オペは東日本大震災直後の2011年4

月に導入したものであり、被災地に貸出拠点を有する金融機関を対象として期間1年の貸付形態で行っているものである。総額1兆円を個別オペ先ごとに震災前の貸出規模に応じて割り振り、その枠内であれば、毎月のオペに際し、繰り返し本行から資金供給を受けられるという仕組みとしている。貸出受付期間については、これまで2回延長し、現行の期限は今月末となっている。また、本オペ存続中は、被災地金融機関が被災地の企業等の債務を本行へ担保として差し入れる場合には適格要件の緩和措置を講じているところである。

次に2. 利用状況である。現在の資金供給残高は4,308億円、内訳は地域金融機関等が3,969億円と大宗を占めており、中でも系統中央機関が2,785億円と全体の6割強を占めている。本オペは系統中央機関がそれぞれの業態分をまとめて資金供給を受けて、それを個別の信金、信組等に配分するという仕組みにしており、系統中央機関の積極利用は傘下の個別の金融機関のニーズを反映したものである。

5頁をご覧頂きたい。本オペの実行状況であるが、現在2回続けて期限を延長したので、本オペの実行は1年前に実行して期限が到来したもののロールオーバーが主体となっている。足許第21回から第23回まで3回連続で新規実行はゼロが続いているが、これは1年前の第9回から第11回のオペの実行が少なかったためロールオーバーの期限が来るものが少なかったことが背景であり、オペそのものに対する需要がなくなったという訳ではない。1頁に戻って頂き、一番下のところであるが、この間要件緩和担保については、差し入れ実績はない。

3. 今後の取り扱い（案）であるが、現在被災地の金融機関は預金超過状態にある。資金繰りは円滑であるが、復興需要により貸出が伸びてきている。こうした状況は当面続くものと考えられる。また、被災地金融機関からは、本行に対して本措置を延長して欲しいとの要望が寄せられている。特に信金業界からは、信金中金、地元の信金の双方から強い要望が寄せられている。この間、公的金融の動きをみると、復興特別貸付など復興支援措置について取扱い期限が1年延長されている。こうした中で本オペを終

了すると本行の復興支援スタンスが後退したのではないかという誤解を招く可能性もあるのではないかと思うところである。

以上のような事情を勘案すれば、本オペ及び担保要件の緩和措置を1年間延長し、復興需要を資金面から支える金融機関の取組みを引き続き支援していくという本行のスタンスを明確化することが適当と考えられる。

仮に延長した場合の本オペの先行き見込みであるが、5頁をご覧頂くと、貸付受付を1年延長すると、昨年の実行額が多かった時のオペ、具体的には第14回から第18回までの実行分であるが、ここに系統中央機関がそれぞれらついて入っている。これが本年の6月から10月にかけて順次期限を迎え、その際には系統中央機関を中心としたロールオーバーが予想される。従って、本オペの期限は延長したが残高はゼロになってしまったということにはならないと見込まれるところである。貸付受付期間を1年延長するための規程上の手当てについては、7頁をご覧頂きたい。付議文であるが、その記書き記載のとおり、3つの基本要領の改正が必要である。

1. が本オペの基本要領、2. が本オペの対象先の選定の基本要領、3. が担保要件の緩和に関する特則である。

8頁は本オペの基本要領の改正内容であるが、貸付受付期間及び附則の本要領の実施期間を1年延長しようとするものである。9頁はオペ先選定の基本要領の改正内容であるが、これも本要領の実施期間を1年延長しようとするものである。10頁は担保要件のための特則の改正内容であるが、これも実施期間を1年延長しようとするものである。ただ、これは従来どおりであるが、担保要件の緩和措置は本オペの実施期間をカバーする必要があるので、延長後の貸付受付期間である平成26年4月末からさらに1年先の平成27年4月末まで——貸付期間が1年であるので——、カバーすることが適当と考えられる。

以上が付議内容であり、付議文の読み上げは省略させて頂く。なお、本件をご決定頂ければ、明日の会合終了後に適宜の方法で公表させて頂ければと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

中曾副総裁

見解表明ということになるが、被災地金融機関では預金残高が貸出残高を大きく上回る状況が続いており、目先もこのオペの需要が急に高まるとは考えられないと思う。ただ、執行部の説明にあったように、復興需要に伴って被災地金融機関の貸出も伸びており、今後も息の長い復興需要が続くと見込まれることから、日本銀行としては、こうした復興需要を資金面から支え、系統金融機関などの取組みを引き続き支援していくべきであると考えている。こうしたスタンスを明確にする観点から、被災地金融機関支援オペと適格担保の要件緩和措置については、執行部提案どおり、それぞれ1年延長することが適当であると考えている。

木内委員

異論はないが、一つだけ確認させて頂きたい。1年という延長期間以外の選択肢——例えば半年——は検討されたのか。説明によれば、あと暫く待っているとロールオーバーが増えるだろうということであるが、もしあまり増えなかったら、1年間でロールオーバーすると、その後は確実にゼロが続くということになる。その時に果して必要なのかという議論になりやすいので、例えばロールオーバーがあるであろう半年を目途というのも一つの選択肢としてはあったように思うが、そこは選択肢にはならなかったのか。

梅森企画局審議役

一つは区切りが良いということであるが、もう一つは貸付期間が1年であるので、エンドが来た時にどうするかという判断をつけやすいということ、それから公的金融面の延長措置も取り敢えず1年延長しているということ、この3つを勘案して1年間の延長が適当ではないかと、事務方で考

えた次第である。

森本委員

私も復興半ばの中でまだ信金、信組等に資金需要があるということなので、無理して打ち切る必要は全くないと思うので、そういう環境であると思っている。賛成である。

黒田議長

それでは、採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成9、全員一致である。

黒田議長

本件については、明日、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。

本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。なお、決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。本日決定した「被災地金融機関支援オペ等の今後の取り扱い」については明日、決定会合終了後、公表する予定であるので、くれぐれも注意をお願いする。

(16時33分中断、4日8時59分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、3月6、7日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。内閣府からは甘利明経済財政政策担当大臣、財務省からは山口俊一副大臣がご出席である。会合の中でのご発言は、すべ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する。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、この会議室にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

最近の金融経済情勢について、1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。それでは白井委員、お願いします。

白井委員

本日はトップバッターであるので、少し詳しくにお話ししたい。前回合合以降の新たな動きとしては、キプロス問題を発端にして世界の資本・外為市場が一時的に不安定化したほか、足許では米国の雇用と非製造業景況指標が捗々しくなかったことから、米国株が下落し、幅広い通貨で幾分円高となっている。こうした中で、わが国経済の現状については、企業・消費者ともにマインドの改善がみられ、景気持ち直しの兆しがみられる。製造業と非製造業に分けてみると、製造業ではまだ回復力が弱く、2月の鉱工業生産と実質輸出は前月比幾分減少し、稼働率がまだ低い水準にあるためか設備投資も慎重で、雇用についても新規求人数が減少を続けている。他方、非製造業については、公共投資、住宅投資、個人消費といった内需に支えられて比較的堅調で、幅広い業種で新規求人数や就業者数が増えている。無論、内需は外需の弱さを埋め合わせるほど強くはないので、GDPギャップは2~3%前後の需要不足状態にあるが、全体としては、執行部案の「わが国の景気は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられる」という現状判断で良いと判断している。

景気の先行きについては、今年後半頃から海外経済が徐々に回復するにつれて輸出、鉱工業生産、設備投資が持ち直し、徐々に景気回復ペースが強まるとみている。また、今年度は消費税増税前の駆け込み需要もあって、民間の住宅投資や消費支出もさらに拡大し、わが国経済の回復力を強めていくと思う。その後の2014年度は、前半については消費税増税の反動で景気は落ち込むが、年度を通して均してみれば、外需の増加もあって潜在成長率を超える成長率で推移すると考えている。

しかし、この景気見通しのリスクバランスは、世界経済の先行きについての不確実性が高いことから、下方に傾いていると判断しており、主に次の2点を注視している。第一に、欧州に関連するリスクであるが、キプロスにおいて、国際金融支援の条件として全預金者課税案を提示したことに対する国民の猛反発を受けて、国際金融市場は一時不安定化した。現在では上位2行の銀行再編と大口預金者による負担案で合意し、先月末には

同国の銀行が 13 日振りに営業再開できたことで投資家のセンチメントは改善している。しかし、資金移動や預金引出上限が設定されており、銀行再編や大口預金者の負担割合が最終的にまだ決まっていないため、不透明さが残っている。それに加えて、キプロス危機が、ウクライナ、ラトビア、ユーロ圏ではスロベニア、マルタ、ルクセンブルク等の周辺諸国へ波及する懸念もあながち杞憂とはいえない。特にラトビアについては、大半がロシア人である非居住者預金の存在と、最近ではキプロスからと思われる預金流入がみられる点、スロベニアについては、大規模な国営銀行が業績不振な国営企業を融資先に多く持つため不良債権比率が 2 割を超えており、国際金融支援に頼らずに政府が銀行再編を迅速に進められるかどうかという点が懸念されている。また、マルタとルクセンブルクについては、キプロスのように大規模金融セクターを保有しており、ユーログループのダイセルブルーム議長が「トラブルに直面する前に対処すべき」と発言したこともあって、両国の金融セクターへの懸念も出ている。加えて欧州では、総選挙後の新政権樹立の目途が立たないイタリアの政治問題にも直面しており、景気後退と金融システムの分断が続いている中で一国で発生した危機の影響が様々な経路で波及する懸念が払拭できずにおり、わが国にとっての重要な輸出先としてだけでなく、株安・為替円高をもたらす不安定要素としてもその動向を引き続き注視したいと思う。

第二に米国に関するリスクであるが、経済は緩やかな回復基調が続き、高い企業収益を反映し、これまで株価も高水準で推移してきたが、財政再建に関する不確実性や金融機関の厳格な融資姿勢が続いていることから、景気回復のタイミングが想定よりも後ずれするリスクを意識している。FRBの金融緩和政策は、自動車販売の改善にみられるように、実体経済に対して効果がみられているが、設備投資や新規住宅購入者向けの融資拡大の効果は限定的である。この間、企業、家計のデレバレッジは進んでいるものの、企業については低金利を活用した短期債務の長期化や自社株買いが多く、家計については住宅ローンへのアクセスが難しい点に加え、雇用についても、労働参加率や就職率が低水準で推移していることから雇用回

復力が強いとはいえない。その結果、経済全体の需要不足によるGDPギャップは4%前後とわが国の倍近くもあり、わが国の輸出産業にとって不可欠な米国の輸入需要の大幅な回復にはそれなりの時間がかかる可能性がある。

最後に、物価の動向であるが、昨年初めにテレビやエアコン等の銘柄変更が実施された影響で、コアCPIは足許ではマイナス幅を拡大している。しかし、円高修正によって既にエネルギー関連価格が上昇していることに加え、今後は、GDPギャップが緩やかに改善するにつれて徐々に物価変化率はプラスの領域へ移行していくとみている。また、GDPギャップの主因は製造業の需要不足にあるので、現在よりも、例えば、さらに10～20%程度の円安が進めば価格面から外需を刺激することでGDPギャップの改善ペースが速まり、物価上昇圧力も高まると思う。ただし、賃金の改善にはラグを伴うし、今年の10月から特例水準の解消に伴って年金額が段階的に引き下げられる高齢者の負担感も二重に高まり、内需型産業にもコスト高となるマイナス面もあるかと思うが、円安は全体として経済にプラスに働くと考えている。

また、2%のインフレ目標をできるだけ早く実現するためには、GDPギャップと物価の変化率の関係を示すフィリップス曲線が、上方に平行移動するだけでなく、その勾配がスティープ化して、需要の変化に対する物価の反応度が高まることが重要である。フィリップス曲線のフラット化は、一般的には、①需要の価格弾力性が上昇したことで企業の価格設定能力が低下したこと、②価格粘着性の高いサービス産業へと産業構造が転換したこと、③中央銀行による物価安定を重視した金融政策の信認の高まりといった要因を指摘する分析が多いようである。しかし、わが国の場合、それらの要因よりも、1990年代後半以降の規制緩和や内外の競争激化によって賃金やマージンに恒常的な低下圧力が加わる中で、企業やスーパー、家電量販店等の流通業者が、需給やコストの動向よりも競争相手の世間相場を意識した価格設定行動をとるようになった点に注目する分析がある。価格比較が容易なネット販売の拡大もそうした価格設定行動を促した面も

ある。また、価格交渉力が乏しい中小企業ほど投入価格の上昇を販売価格に転嫁できない状態が長く続いていることは、3月の日銀短観からも確認できる。

こうした状況を改善していくには、家計や企業の成長やインフレの予想を高め、同時に、需要や賃金などに見合った価格設定に変更できるかが一つのポイントになる。最近では、一部の企業で賃金を重視する姿勢がみられ始めており、生産年齢人口が減少している中、今後、労働市場がタイト化する可能性もある。BEIやインフレ・スワップ・レートなど一部の指標ではインフレ期待の上昇もみられており、政府も、TPPへの交渉参加表明を含めた成長戦略を重視する姿勢がみられ、企業、家計の成長予想が高まる可能性もある。そうした環境が整いつつある中で、日本銀行がインフレ2%の達成に向けて新たな金融政策の枠組みを導入することで、企業や家計の物価はなかなか上がらないという意識ないしは予想を変えて、企業の価格設定行動に影響を及ぼせる可能性が少しでもあるのであれば、実行してみるべきではないかと考えている。詳細は次のラウンドで申し上げる。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観について申し上げる。まず海外経済は、一段と底堅さを増しつつある米国を中心に、全体としては持ち直しの動きが続いているとみている。そのもとで、わが国の景気は、全体として下げ止まりから、持ち直しへと向かいつつあると、先月の1月の中間評価で行った見通しどおりであると認識しているが、一方でやや気掛かりとなる点も散見されると思う。では、海外経済から順に申し上げる。

まず、欧州経済は、緩やかな後退が続いている。特に、低迷を続けている周縁国の内需の弱さを受けて、ドイツの企業部門でも景況感に腰折れの

兆しがみられるという点に注意が必要かと思う。ドイツの米国、中国向け輸出、つまり域外の輸出は持ち直しているものの、今申し上げた長引く周縁国需要の弱さがドイツを起点とする景気回復を後ずれさせる可能性が高まってきているとみられる点が注意すべき点であって、今後の動向を注視していきたいと思う。この間、キプロス支援を巡る情勢不安や、イタリアの組閣作業が難航するなど、ユーロ情勢が一時不安定になる状況が生じた。今のところ、金融資本市場はさほど悪化せず、総じて落ち着いた状況を維持しているとみているが、今後の対応を間違えると再び市場の緊張が高まりかねないため、この点についても注意をしていきたいと思う。

次に、米国経済であるが、一段と底堅さを増しつつ、緩やかな回復を続けている。家計部門では、これまで同様、バランスシート調整が進展し、雇用・所得環境が改善するもとの、個人消費が底堅い動きを続けているほか、住宅投資の持ち直しも鮮明である。懸念されていた給与税減税の打ち切りによる個人支出への影響も、特段みられていない。企業マインドも着実に改善するもとの、企業部門では、生産、輸出が上向きつつあるほか、設備投資も、非国防資本財受注や地区連銀の資本支出サーベイなどで改善傾向が示されており、米国経済は、全体として、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。もっとも、財政統制法に基づく歳出自動削減の影響については、今後とも注意していきたいと思う。

続いて、アジア新興国、中国経済である。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。前回会合以降の公表データで確認する限り、生産と消費がやや弱い動きとなったものの、輸出と固定資産投資が強く、企業経営者のコンフィデンスも総じて改善していることから、基本的に安定化の方向に向かっているとみて良いと思う。ただし、製造業のPMIが、引き続き50前後をやや上回る水準にとどまっていることや、消費財小売売上高の伸びが低下していること、電力消費量が頭打ちとなっていることなどを踏まえると、未だ本格的な回復には至っていない状況である。先行きは、輸入の拡大を伴いつつ内需が堅調に推移し、持ち直しが鮮明になっていくとみているが、その力強さについては、引き続き、不確

実性が高いとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、前月と評価は変わらない。

次に、わが国経済について申し上げる。冒頭申し上げたように、景気は全体として下げ止まっており、持ち直しへ向かいつつあるとみているが、なお気掛かりな点もある。特徴点を簡潔に申し上げる。まず、良い方だが、3月短観では、大企業製造業を中心に、企業の景況感が現状、先行きともに改善している点が確認された。また、消費者コンフィデンスも明確に改善している。足許の株高や円安及び海外経済の持ち直しなどが企業・家計のマインドの改善に寄与するも、企業の生産も持ち直しに向かいつつあるほか、個人消費も底堅さを増している。全体として、1月の見通しに沿った動きとみている。もっとも、引き続き、下振れリスクには注意が怠れない状況だと考えており、幾つか気掛かりな点もあるため、それを申し上げておきたいと思う。

まず、最初に輸出だが、海外経済の持ち直しが続くも、輸出は下げ止まってきているが、これは主に自動車関連の輸出の増加に支えられているもので、情報関連財や資本財の輸出は、未だ最終需要の盛り上がりには欠けることなどから、なお底入れの状態にとどまっている。今後、これらの財を含め、輸出が想定どおり持ち直していくかどうか注視すべきと考えている。次に設備投資だが、1月の機械受注が大幅に低下したほか、日銀短観あるいは政府短観で確認する限り、2013年度の設備投資計画はなお慎重なものにとどまっている。収益見通しなど企業の事業計画も慎重である点に鑑みると、今後、ペントアップ需要がしっかりと顕在化してくるかどうか、企業収益などが上方修正されるのかどうか、注視していきたいと思う。次に、雇用・所得環境であるが、報道にもあるように、企業の中には賃金アップを図る先もみられ始めているが、全体としては、なお厳しい状況が続いている。特に、製造業の新規求人動向は、なお弱めの動きが続いているほか、労働時間の低下を映じて足許名目賃金も弱めとなっている。また、7月以降予定されている地方公務員給与の削減が始まる可能性もあるほか、これが民間賃金の引き下げ圧力を高めることにならないかといった点に

についても、注意が必要と認識している。

最後に、物価動向であるが、2月のCPI（除く生鮮食品）の前年比は、前年のテレビ価格上昇の裏が出るかたちで-0.3%と、前月から0.1%ポイント下落幅が拡大した。昨年の景気回復の弱さが物価の下押し圧力として残るもとで、今後数か月間は、前年の耐久財価格、原油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と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とみている。しかし、本年半ば以降は、景気回復の動きと相俟って、CPIはプラスの領域へと浮上していくとみている。この間、人々の予想インフレ率の動向については、短期的な予想インフレ率を中心に、上向きの方の動きが確認されている。今後、実際のインフレ率が立ち上がるとともに、短期の予想インフレ率、中長期的なトレンドインフレがどのように改善していくか、またそれらの立ち上がりが遅れるリスクについてはどうかといった点についても、注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国経済の現状であるが、内需が全体として底堅く推移するもとで、輸出の減少に歯止めがかかり、そうしたもとで、鉱工業生産も下げ止まってきている。また、企業や消費者のマインドを示す各種の指標には、改善の動きがみられる。わが国の景気は、全体としては「持ち直しに向かう動きもみられる」と言っても良いと思う。

しかしながら、そうはいうものの、輸出の状況はこれまでみていたよりも、やや勢いを欠いているように思う。またこれが製造業の設備投資の慎重さをもたらしているとも思う。輸出については、これまでも何度か述べているとおり、わが国の一部製造業の商品競争力の低下あるいは海外進出企業の部品等の現地調達進展等が、海外景気や円相場に対するわが国輸

出の弾性値を低めている懸念のあるところである。われわれは、海外経済の回復を前提に、輸出、生産が増加していくもとでの景気回復を基本シナリオとしているので、期待先行で改善している面も窺われるマインドに影響が出てこないうちに、持ち直しに向かう動きが現実のハードデータにもう少し明確に出てくることが期待される場所である。いずれにせよ、わが国経済の先行きは、今後の外需の動向にかかっていることは確かである。

その海外経済であるが、欧州については、緩やかな後退を続けており、先行きについても、下振れることはあっても上振れることはなかなか期待しにくいところである。今後は、債務問題に端を発する種々の問題の顕現化によって、大きなイベントリスクが生じないことが望まれる。

中国については、内需が底堅いほか、輸出も、N I E s 向け、米国向けを中心に持ち直しに向かっている。また、長い目でみれば、様々なインバランスが問題となるリスクはあるが、当面は当局によるコントロールのもとで8%前後の安定的な成長を辿るとみている。

わが国の今後の外需の伸びを左右するのは、結局のところ、米国経済の成長ペースが高まっていくかどうかということだと思う。その米国経済は、この3年、第1四半期に堅調な伸びを示したのち、第2、第3四半期に失速するパターンを繰り返している。本年、これが繰り返されるとの見方も強いものがある。これは、リーマン・ショック後の大幅な落ち込みの季節調整への織り込みが、第1四半期を実態以上に強く出し、その分、第2四半期、第3四半期が下押しされるという統計上の歪みが生じており、これが今年も繰り返されるという意見である。しかし、リーマン・ショックから4年が経ち、歪みも是正されてきているとみられることに加え、この3年間、米国の第2四半期、第3四半期にかけて、毎年、欧州の問題、日本の大震災、米国の債務上限問題等が続き、実体経済が現実の下押しされてきている。このことは、本年、これまでのような実体面での下押し要因が生じない場合には、この3年間繰り返された落ち込みが逆に季節要因として認識され、第2四半期、第3四半期の経済指標を押し上げる可能性も指摘されているところであり、私としても十分あり得ることと考えている。

また、米国の住宅市場は着実に回復してきているが、住宅資産価格の値上がりは消費に影響を与える資産効果は明確にあるとされていて、ここもとの住宅価格の上昇を通じた資産効果も、これからの米国経済のしっかりとした支えとなってくるとみている。いずれにせよ、財政問題を巡る種々の問題が深刻化しなければ、米国経済は年央以降、回復ペースを高めていくものとみている。以上から、わが国の景気回復へのわれわれの基本シナリオの実現性は高いものと引き続きみている。

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。生鮮食品を除くベースの消費者物価の前年比は、耐久消費財に加えエネルギー関連についても前年の動きの反動が予想されるため、当面はつきりしたマイナスになった後、再びゼロ近傍となり、その後、プラス圏へ推移していくものとみている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

海外経済の現状判断及び先行きは、執行部判断どおりで概ね違和感はない。今回のポイントは、米国経済において、これまでの牽引役であった家計部門から企業部門への回復の広がりがみられるとして、景気判断を一步進めるかどうかであろう。米国の家計部門では、住宅投資が堅調なもとで、消費者コンフィデンスが速報と確報の間で大きく変化するなど実勢がみえにくい、個人消費支出といったハードデータは、この間の財政面からの下押し圧力のもとでも堅調に推移している。企業部門も、輸出面で好調さが現れてきており、その結果、生産や稼働率といったハードデータも堅調な伸びを示している。

他方、この間、米国以外の地域でみられた動きは、総じてリスク要因として整理すべきものと考え。欧州では、キプロス情勢を巡る不透明感やイタリアの総選挙後の混乱がみられたが、現状、金融資本市場の混乱には

繋がっていない。中国についても経済情勢に大きな変化がみられない中で、中国の住宅市況高騰に伴う当局の規制強化とその影響の波及もリスク要因の一つとして押さえておくべき事項であろうと思う。以上の点を踏まえると、このところの米国経済の改善の動きの広がりを受け、海外経済の現状判断を半歩進めるのは妥当だと思う。

ただし、先行きの米国経済が足許のペースを維持していけるかどうかは不確実性が大きい。第1四半期の好調さは、昨年末までの財政の崖を前にした在庫積み増しの抑制の反動で、在庫復元を行っていただけかもしれない。また、足許の製造業PMIやISM製造業など、ソフトデータは、先行きの成長ペースのスローダウンを示唆するようにもみえる。足許の米国経済の好調さのペースについてはやや慎重にみておきたいと思う。

国内経済の現状判断及び先行きは、概ね執行部判断どおりで良いというように思う。大局的には、製造業の生産活動及びその裏付けとなる輸出は、下げ止まりないしは持ち直しに向かう動きがみられるものの、米・欧・アジアにおける輸出の持ち直しのモメンタムとの比較で、日本の輸出は精彩を欠いている。その半面、内需は、所得回復の裏付けを欠く中でも消費者マインドの改善や株高の資産効果などから住宅投資や個人消費中心に持ち直し、ないしは底堅さを増しつつあるように見受けられる。先行きのわが国経済について、緩やかな回復経路への復帰を見込むシナリオの前提は、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ということであったが、足許の展開は海外経済の回復のわりに外需の持ち直しが想定未満にとどまる一方、内需は想定以上との印象を持っている。こうしたシナリオのリスク・プロファイルは依然としてやや下に偏っているが、底堅さを増す米国経済が本年の世界経済を主導するとのシナリオの確からしさが増してくれば、リスクも次第に上下均衡した状態になることを期待している。

以上の認識を踏まえた上で、景気の現状・先行きについてテイクノートしておく点を3点申し上げる。第一に輸出が持ち直しに向かうシナリオの確からしさ、第二に所得回復の裏付けを欠く中での家計部門の回復の持続

性、第三に国内における設備投資の本格回復の可能性である。

第一の輸出については、1、2月のデータはアジアの旧正月の影響などがある中で基調を見極めにくい、円安効果発現の時期ももう少し先になるということは承知のうえで、それでも自動車以外の品目に依然として下げ止まりの動きがみられないことは懸念材料である。中国をはじめアジア各国で輸出に持ち直しの動きがみられることとのコントラストからすると、自動車以外は輸出競争力が低下してしまった可能性が示唆される訳である。この場合、足許の円安が輸出回復の強力な支援材料となるかどうかは不確実性がある。

第二の家計部門について、消費者マインドの改善や資産効果から、このところ消費関連データに明るい兆しがみられることは心強いニュースである。ただし、裏付けとなる所得・雇用環境の改善のペースは鈍く、足許は、デフレ脱却という政策目標に焦点が当たる中で賃金の問題が広く議論され、流通業中心に賃上げのニュースが相次ぐなど前向きの動きが出てきていることは歓迎したいと思う。ただし、これらは正社員中心で、所詮は限界的な影響にとどまりそうである。非正規雇用も含めて賃金全般の本格回復までの間、資産効果などで家計部門の好調がどれだけ持続するかというところは、不確実性があると思う。

第三の設備投資については、先般の短観3月調査における2012年度実績見込みをみると、製造業の予想以上の弱さが目についた。2013年度について、製造業の生産拠点の国内回帰がトレンドとして定着するためには、例えば、為替円安傾向が中期的に持続するといった企業の期待の変化をはじめとする製造業を取り巻くいわゆる六重苦の解消が重要であろうと思う。

最後に、消費者物価について、このところ各種ソフトデータにみられる家計あるいは市場参加者の予想インフレ率にやや上向きの動きがみられるということは心強いニュースである。ただし、それらのデータの中には単なる月次の振れか、あるいはそれ以上の基調的な変化が生じているのかを識別することが困難なケースも多く、今のところ決定的なことは言えな

い。さらにこれらが基調的な変化だとしても、それが単に消費税率の引き上げを織り込んだだけのものか、そうではなく物価のアンダーラインな上昇を示すものなのかどうかも識別は困難である。こうした期待の変化は、中期的なアンカーの上方シフトが生じるかどうかといった観点から重要だが、それと並んで、あるいはそれ以上に重要なことは、家計が物価上昇を受け入れるキャパシティ、すなわち賃金上昇を中心とする所得環境の改善がみられるかどうかである。その点、足許までスーパーで安値競争が続いているということに間接的に示されるとおり、家計のキャパシティは今のところ改善しておらず、そのためには企業がまず稼ぐ力を着実につけることが先決ではないかと思う。

物価の先行きにかつてないほど関心が集まる中で、目先の消費者物価は、ややテクニカルな要因から前年比で $-0.4\sim-0.5\%$ 程度とむしろ下げ幅を拡大する可能性が高く、少なくとも本行のこれまでの緩和努力は報われていない。それだけに、物価の先行きについて、本行の金融政策によりアンカーを自在に操ることができるかのような考え方をあまりに強調すると、仮に実際の物価が予想から下振れた時のダメージが大きいということを念頭に置く必要もあると思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

海外経済は、米国に主導される形で減速した状態から徐々に持ち直しに向かっている状況と考えられる。しかし、その回復力は依然として弱いとみている。ユーロ圏については、足許のイタリアの政治情勢やキプロス問題などを踏まえても、過去数年に及んだ政府債務問題は最悪期を脱したとの判断を変える必要はないように思う。ただし、今後は、銀行問題が相対的に重要性を高めていくことが予想される。2月に発表されたユーロ圏の銀行の貸出態度をみると、厳格化の流れに歯止めはかかっていない。その

背景については、アンケート調査によれば、銀行の流動性や自己資本の制約というよりも、むしろ、経済環境の悪化によるクレジットリスクへの対応によるものである。実際のところ、3月のユーロ圏の製造業PMIは46.8と前月の47.9及び事前予想を下回るなど、ユーロ圏が景気後退局面を脱する目途は、現時点では全く立っていない。こうした経済環境の悪化が銀行の貸出態度を一層厳しくさせ、それが景気の回復を妨げるといった悪循環にある程度陥っている可能性が考えられる。

他方、キプロスの銀行支援策で預金者が負担を強いられたことを受け、他国でも同様な政策対応が採られるとの観測から、今後、預金引出しなどの動きが誘発されれば、銀行の貸出態度がさらに厳格化し、経済との悪循環が強まることも懸念される。一方で、キプロス問題を契機に、EUから各国銀行への直接支援を可能とするための条件である銀行監督一元化のスケジュールが前倒しになる、あるいは銀行同盟全体に向けた動きが加速することになれば、むしろ欧州経済・金融市場の安定性を高めることも考えられるが、鍵を握るドイツの国内政治情勢などを踏まえると、現時点ではあまり期待はできないと思う。

中国では、旧正月要因を除くために1~2月平均でみた主要経済指標は、小売売上高を中心に総じて事前予想を下回り低調であった。中国経済は昨年秋頃に持ち直しに転じたとみられるが、その後相応の時間が経過したにもかかわらず、なお強い回復の姿はみえてこない。他方、当初予想されたよりもかなり緩やかなペースでの持ち直しであり、しかも、持ち直しの初期段階にあるにもかかわらず、思いの外早めに需給逼迫の兆候が不動産市況、物価、労働市場に現れてきたという点は見逃せないと思う。これは、中国経済の潜在成長率が従来よりも低下したことを示唆している可能性がある。これに併せて、企業の期待成長率が低下していくと、GDP比の4~5割にも達する設備投資が、いずれ大きく減速するリスクが将来はあると思う。インフラ投資が比較的足許で堅調である一方、製造業の設備投資の増勢が足許で落ちてきている背景には、短期的な調整にとどまらず、こうした期待成長率低下に伴うストック調整の要素がある可能性には注

意しておきたいと思う。

国内経済については、前回の「下げ止まっている」という基調判断の範疇に依然としてあり、景気判断を現段階でさらに顕著に前進させることは難しい状況だと思っている。下げ止まりから明確な持ち直しへと転じるタイミングは、当初私自身が考えていたよりも遅れている。2月の鉱工業生産指数は、大方の予想を覆し前月比で下落した。1～3月期平均の鉱工業生産は前期比プラスに転じる可能性は高いが、統計の歪みを調整すればほぼ横ばい状態と考えられる。財政出動の効果、円安・株高の効果などで成長率は今後少なくとも表面的には高まっていく可能性は高い訳であるが、鍵を握る輸出環境にはなお不確定な面が多く、外需に主導される形で持続的な回復経路に至るといふ姿はまだみえてこない。

海外経済が緩やかながらも改善傾向にあり、日中関係の影響も薄れ、さらに円安の追い風があるにもかかわらず、日本からの輸出はなお下げ止まりの域を出ておらず、予想外に弱い状態が続いている。2月の実質輸出は前月比で減少し、また3月上旬時点でみた輸出は前年比大幅下落である。現地の経済状況に照らしても、輸出の弱さが特に目立つのはアジア向けである。中国向けに加えて、景気が比較的堅調であるASEAN諸国向けの輸出も依然として低調である。これが、中国でのスマートフォンの販売不振などによる一時的な影響によるものか、あるいは競争力低下等より構造的な要因も反映しているのか、なお見極める必要があると思う。

こうした実体経済の動きと乖離があるのが、景気ウォッチャー調査や消費動向調査などにみられる企業、家計の景況感の大幅な改善である。しかし、それらは依然として期待先行という側面が強いと思う。例を挙げると、1～3月期の法人企業景気予測調査では、国内経済全体についての企業の景況判断は大幅に改善したが、一方で自社の景況判断の改善幅はかなり小さく、前回時点での見通しも下回った。こうした期待先行の傾向は、中小企業でより顕著である。3月の商工中金中小企業月次景況観測によると、景況判断は4か月連続で改善し、49.7と判断の分かれ目である50に近づいた。これはリーマン・ショック直前の水準である。しかし一方で、売上

高の実績は 2 月に前年比－2.0%、3 月、4 月の見通しはそれぞれ－5.4%、－3.4%と大幅下落が続き、ほぼ景気後退時の水準と言って良い状況にある。

さらに議論を進めると、中小企業に景気情勢改善の恩恵が十分に及んでいない点は短観でも確認されたが、中小企業に景気回復の恩恵が十分に及んでいないということは、中小企業の経営環境に強く依存する労働市場全体の顕著な回復は、すぐには望みがたいということである。ひいては、賃金・物価情勢が比較的近い将来大きく好転する可能性が小さいことを意味しているように思う。最近では、賃上げのニュースをよく耳にするようになったが、実際には、大企業の一部における正規社員の一時金が中心と、かなり限定的な動きにとどまっているのが実態だと思う。2月の所定内賃金は前年比－0.6%と9か月連続の下落になり、下落幅の縮小傾向さえまだみられていない。これにある程度対応する形で、先般発表された2月分の消費者物価統計でも、下落基調に変化はみられなかった。前年のエネルギー価格上昇の反動から、下落幅は3月分、4月分とさらに拡大することが予想される。一方で、食料・エネルギーを除くいわゆるコアコアの指数でみると前年比－0.9%で、実態は－1%に近いような状況ではないかと思う。輸出改善に支えられた景気回復の恩恵が中小企業にも十分及び、労働市場の改善が個人消費全体の底上げに繋がり、これが物価の上昇をもたらすなど、経済全体がバランス良く改善して期待先行の状況が解消されていくまでには、なお相当の時間がかかると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

全体観であるが、わが国経済は、輸出の下げ止まりや堅調な内需を背景に、全体として下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている。しかしながら、輸出や鉱工業生産の持ち直しに向けた動きはやや緩慢であ

り、今後のわが国経済の足取りがしっかりしたものとなっていくか、注意深くみていく必要がある。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場では、キプロス支援を巡る不透明感や、総選挙後のイタリア政治情勢への警戒感からやや神経質な動きもみられたが、投資家のリスク回避姿勢は総じて後退した状態にある。しかしながら、先行き、経済の下振れがもたらす負の相乗作用や改革路線の後退などから市場の信認が揺らぐような場合には、緊張が再び高まりかねないという状況には変わりなく、引き続き十分な注意が必要である。

こうしたもとの、海外経済であるが、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、全体として徐々に持ち直しに向かっている。地域別にみると、こうした中であっても、ユーロエリア経済は、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くなど、緩やかな後退を続けている。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が、財政や金融面との負の相乗作用が続く中で、その不確実性には注意が必要だと思う。

次に米国経済であるが、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マインド面等に若干みられてはいるが、雇用情勢が改善傾向にあるもとの、個人消費は底堅く推移している。また、住宅関連も持ち直しの動きが続いている。企業部門でも生産は増加基調に復しており、シェール革命関連投資の下支え等もあって、設備投資も持ち直しつつある。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られるが、債務上限問題の帰趨や給与税減税失効、歳出自動削減の影響等を注意深くみていく必要がある。

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てきている。個人消費や固定資産投資などの内需が全体として底堅く推移しているほか、輸出も米国向けを中心に持ち直しつつあり、工業生産も安定化してきている。ただ、輸出では、欧州向けの減少に歯止めがかかっていないほか、製造業PMIも50を上回ってはいるが、改善の動きに力強さはみら

れていない。先行きも、内需を中心に堅調に推移すると思われるが、バランスの取れた成長を志向する新政権の方針を踏まえると、成長テンポは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、輸出は徐々に持ち直しに向かっており、ASEANを中心とする底堅い個人消費が下支えするも、次第に成長ペースを取り戻していくとみている。

こうしたも、わが国経済は、冒頭で述べたとおり、輸出の下げ止まりや堅調な内需を背景として、全体として下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられているとの執行部案に違和感はない。項目別にみると、輸出は、自動車関連が米国向けなどで堅調に推移しているが、情報関連や資本財・部品などにはなお弱さが残っている。一方、内需をみると、個人消費では、株高等を背景に消費者マインドが改善するもと、小売業販売も増加するなど底堅さを増している。この間、設備投資については製造業で弱めの動きとなっており、3月短観でも力強さを取り戻すまでには至っていないが、公共投資や住宅投資は増加を続けている。こうした内外需要のもとで、足許の鉱工業生産はほぼ横ばいで推移しているが、業種別のミクロ情報等からも、今後は、緩やかな持ち直しに転じる見通しとなっている。また、3月短観をみると、企業の業況感にも為替見直しを含めやや慎重さも窺われるが、再び改善の動きがみられている。

先行きは、各種経済対策の効果が徐々に現れることで公的需要を中心に国内需要を下支えすることに加え、海外経済の成長率も次第に高まっていくとみられる。つれて輸出や鉱工業生産が持ち直しに転じ、設備投資や個人消費にも波及し、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の不確実性が下振れリスクとして残る一方、上振れリスクとしては、米国の金融緩和効果による住宅部門等の上振れや中国の都市化政策による固定資産投資加速の可能性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（除く生鮮）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。3月短観では、円安による輸入物価の上昇などを背景に販売価格判断D Iが改善しているほか、製商品・サービス需給判断D Iや雇用人員判断D Iにも改善がみられており、先行きは、景気回復に伴う需給ギャップの改善や予想インフレ率の上昇につれて、徐々にプラスに転じていくものとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、国内経済である。現況は、景気が下げ止まっており、持ち直しに向かう動きがみられるということだと思う。この持ち直しの動きは、今後さらに強まると考えている。そのように考える根拠が三つある。

第一に、期待が大きく変化しているということである。昨年11月14日の当時の野田首相の解散発言、翌15日の安倍自民党総裁の日本銀行に2~3%のインフレ目標の達成を目指す大胆な金融緩和を求めるという趣旨の発言によって、デフレ脱却と日本経済回復の期待が生まれたと考えられる。この期待の変化を反映して、株高・円安基調が始まり、2013年1月22日の日本銀行と政府の2%インフレ目標の合意を受けて、マーケットの予想インフレ率は急上昇している。その後の内閣府や日本銀行のアンケート調査でも、家計のインフレ率もマイナスからプラスに変化がみられる。こうした期待の変化を反映して、2013年1月以降も株高・円安基調が続いていると言える。第二番目は、日本銀行が国債買入れの対象年限を長期化するというマーケットの予想を背景に、国債金利が低下し、イールドカーブがフラット化している。第三に、こうした名目金利の低下と予想インフレ率の上昇によって予想実質金利が大きく低下しているということが挙げられる。

以上の3つの点から、今後実体経済に段々影響を与えてくると考えている。まず、企業利益の改善や含み益が増大し、それが消費と投資と輸出を

増加させ、生産と雇用を増やし、賃金とインフレ率を上昇させ、賃金の上昇が消費の増加を促すという波及経路が段々視野に入ってきた段階だと思っている。視野に入ってきた段階ということだが、現在までは、消費は底堅いが輸出は増加している訳ではなく、日銀短観では企業の 2013 年度の投資計画も弱い。しかし、短観における先行きの企業の業況判断は、想定為替レート 85 円のもとでの業況判断である。それでも業況判断が改善しているので、想定為替レートが現状の水準に追いついて改訂されると、さらに業況判断の改善が見込まれ、先行きの売上高や経常利益の改善幅も大きくなり、この改善は大企業からやがて中小企業に及んでくると思っている。

一方、世界経済だが、米国は、これまで景気の下押し圧力として作用していた住宅市場が安定化に向かって、住宅価格も底を打って上昇に転じており、住宅投資も回復している。それが消費にも良い影響を与え、それらが主たる要因となって今後も堅調に回復していくと思う。中国などのアジア経済は減速しているが、今後は安定的な成長経路に入ってくると思っている。懸念されるのは、EC やユーロ圏である。EC、ユーロ圏では成長率が大幅に低下しており、雇用も著しく悪化しているので、私は 2013 年度の財政緊縮のスピードはやや後退するのではないかと予想している。金融政策が十分に各国の状況に応じて採れない中で財政緊縮のスピードを少し遅くするという事は、ユーロ圏の成長率低下を抑制するという面では、私はメリットだと思うが、ただ財政緊縮のスピードの減速が金融市場に及ぼす影響が不透明である。財政緊縮のスピードの減速を、特に、資本市場が望ましくないと考えると、金融危機が高まる可能性もあるので注視する必要があると思う。以上の観点から、日本経済の現状は回復過程の初期段階にあって、今後はユーロ圏発のダウンサイドリスクもあるが、回復が続いていくと判断している。

物価動向については、足許ではCPIが下落しているが、今後は、現在までフィリップス曲線はフラット化しているが、これはデフレ予想が非常に強固であったためであり、先程一番最初に申し上げた期待の変化という

ことでインフレ予想に段々転換していくにつれて、フィリップス曲線が上方にシフトするとともにフラット化が修正されてくると思うので、物価は中長期的には段々緩やかに上昇し、それにつれて賃金も上昇していくと予想している。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

各委員が指摘された論点の重複を避けて、ポイントを絞って述べたいと思う。まず、海外経済であるが、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっていると考えられる。そうした持ち直しは、国際金融資本市場の安定持続が前提となるが、私は、欧州に市場を動揺させる火種が依然燻っている点が気になる。昨日の執行部説明にあったキプロスにおける銀行の破綻処理は、基本的には預金者を含む一般債権者の負担を前提としたものであり、日本に即して言えば、金融危機の最中にいきなりペイオフを行ったに等しい訳である。「こうした手法がユーロ圏における今後の銀行破綻処理のひな型になる」とするユーログループ議長の発言を契機とした混乱は、今後のユーロ圏の当局の政策対応に対する疑心暗鬼を植えつけたという点で、欧州金融システムが依然脆弱性を抱えていることを再確認させたと思う。

そもそも、欧州の真の統合を進めるために打ち出された4つの同盟のうち、意味のある進展がみられているのは、銀行同盟のうちのそのまた一部である単一銀行監督制度だけであり、金融市場の安定は、ECBのOMTなどによって支えられていると思う。その意味で、ECBが時間を買っているという構図は何ら変わっていないと思う。しかし、ユーロ圏支援国において安易な公的支援への苛立ちが強まっている一方、財政再建国においては国民の緊縮財政疲れが目立つなど、統合ユーロに向けたモメンタム低下を想起させる動きがあることに注意が必要であると思う。ECBが買え

る時間の値段は、私は累進的に高くなっていると思う。欧州の経済・金融の安定が、わが国を含めた世界経済の回復の鍵を握るとみられるだけに、ユーロ圏諸国における各種構造改革、そして各種同盟に向けた動きが弛むことなく進展することが不可欠であると思う。この点は、機会を捉えてユーロ圏当局に注意喚起していくことが必要と思われる。

次に、わが国経済については、足許下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられていると思う。そして、先行きについても、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくという執行部の見方に違和感はない。3月の短観をみても、企業の業況感は、最近、再び改善の動きがみられているし、先行きについても改善傾向が続くことが見込まれている。勿論、わが国の経済の先行きを巡る不透明感が高い状況である。一つは、今申し上げた海外金融経済情勢、とりわけユーロ圏の今後の帰趨がポイントと思うが、国内との関係では次の二点に注目をしている。一つ目は、グローバルな貿易取引の回復動向と日本の輸出への影響である。世界経済は、徐々に持ち直しに向かっているが、これまでのところ、世界的な貿易取引の回復は明確ではない。こうした回復の遅れが企業の在庫調整などを背景とした一時的なものなのかどうか、あるいはこの間、日本企業の競争力が低下している可能性がないか、そういったことについて見極めていく必要があると思っている。二つ目は、情報関連財の動きについてである。情報関連財の最終需要は、iPhone5などの販売不振などを背景として回復感が乏しい状況である。情報関連財の動向は、わが国の生産や輸出環境に大きな影響を及ぼすだけに、留意が必要であると思っている。

最後に物価であるが、2月の除く生鮮食品ベースの消費者物価の前年比上昇率は、前年の耐久消費財の動きの反動からマイナス幅を拡大し、 -0.3% となっている。3月、4月は、エネルギー関連でも前年の上昇の反動が見込まれるため、マイナス幅がさらに若干拡大するとみられるが、5月にはゼロ近傍の動きに戻るとみて良いと思う。そしてその後は、日本経済が緩やかな回復軌道に復していく中、為替円安による押し上げ効果も

加わって、緩やかな上昇に転じていくとみている。この間、B E I や生活意識に関するアンケート調査、Q S S 調査などは、予想物価上昇率の高まりを示唆している。今後、実際の物価動向を受けた予想物価上昇率の高まりが定着していくかどうか、この辺をよくみていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

それでは、委員の方々の議論のポイントを若干まとめたいと思う。まず、海外経済については、ほぼ皆様方の意見は一致していたと思うが、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているということではないかと思う。米国経済は比較的順調に回復し、中国経済も、以前の高い成長率からみれば減速しているが、足許堅調に推移しているという感じであると思う。ただ、欧州経済は景気後退に歯止めがかかっていない。世界の貿易取引の回復力もやや力強さを欠いているという点についてどのように考えるかということと、よりシャープな論点としては、国際金融資本市場において、キプロス支援の情勢などを契機としてまた色々な影響が出てくる懸念はないか、様々な国際金融資本市場に影響を与える懸念がどの程度あるかということであったと思う。

次に、わが国の景気については、下げ止まっており持ち直しに向かう動きがみられていると考えて良いかという点である。前月は、わが国の景気は下げ止まっていると言っていたが、確かに海外経済が持ち直しに向かっているとか、円安・株高が内外需要に好影響をもたらしているということもあるし、短観をみても明らかなように、持ち直しに向かう動きがみられる訳であるが、その中で、輸出が、海外経済が徐々に持ち直しに向かっているもとで下げ止まっているという評価で良いかということであると思う。自動車関連の輸出は非常に好調であるが、情報関連財の輸出、特に iPhone5 の販売不振の話なども出たが、日本のそのような自動車以外の財について競争力が本当に低下しているのかどうかということもある。個人消費については、意見がほぼ一致していたように思うが、株高が進み円安

が定着していることを背景に消費者マインドが非常に大きく改善し、実際のデータでも消費は底堅さを増しつつあると考えて良いのではないかと
思っている。先行きのわが国経済については、堅調な国内需要と海外経済
の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えて良い
かどうかということである。ここでは設備投資の問題が議論になったが、
当面一部にやや弱さが残っているということではないかと思うが、今後、
緩やかな増加基調を辿ると考えて良いかどうか、個人消費は次第に底堅さ
を増していくと考えて良いかということである。それから輸出との関連で
は、海外経済は米国、中国、その他の新興市場国の経済が持ち直していく、
堅調さを増していくということはプラス要因であるが、下げ止まっている
日本の輸出が、どのように、どの程度回復していくかが、一つの論点では
ないかと思う。

最後に、物価情勢の評価について、消費者物価は足許が小幅のマイナス
となっているが、一方で予想物価上昇率はかなり明確に上昇してきており、
こうした中で、先行き当面、耐久消費財に加えてエネルギー関連について
も、前年の動きの反動が予想されるためマイナスを続けたあと、かなり早
い段階で、再びゼロ%近傍で推移し、その後、緩やかに上昇していくとい
う意見が多かったが、物価情勢の評価についてどのように考えるかとい
うことではないかと思う。

追加的なご意見や論点があったら、お願いします。

木内委員

日本経済が持ち直しの方向に向かっているというメインシナリオに違
和感はない。ただ、普通の緩やかな回復にとどまるのか、あるいは期待が
先行する従来とは違う回復となるのか、所得や輸出の回復が弱いとしても
期待で内需が回復していくのかどうかについて、議論した方が良いと思う。
個人的には、若干難しいのではないかと思っているが。

また、成長率自体は、海外情勢がそれほど悪くならなければ、公共投資、
財政支出の影響や、秋にかけて消費税率引き上げ前の駆け込み需要が出て

くと思うので、表面的な成長率は比較的順調にいくと思う。ただそれが本格回復でない場合、来年の4月に消費税率引き上げがあるとするれば、崖があるのでその崖をしっかりと乗り越えるだけの勢いがついているかどうかという点も、論点になると思う。

黒田議長

その点は、岩田副総裁も指摘されたが、期待が先行しているというか、期待が変わってポジティブな動きが出てきている訳であり、それが実体経済の改善に繋がっていく波及経路が実際に起こってこない、期待が単なる期待で終わってしまう懸念もある。

木内委員

消費については、多少そういうことはみえていると思うが、企業の設備投資についてはまだはっきりはみえていない状況である。ただ、消費についても、期待が変わって強いのか、それとも金融市場の期待が変わり株価が上がって資産効果が出ているのか。資産効果である場合、株価が上がり続けられない限りそれほど持続性はないと思う。このように企業と家計で今のところばらつきがあるが、資産効果を離れて期待で消費が強くなっているかどうかは、まだ判断は難しい。

宮尾委員

今の持ち直しの背景にある期待の持続性については、私も見極めが難しいと思っている。資産価格の上昇が消費を持ち上げているところの持続性に関しては、普通、消費はより長い恒常所得が上昇して持続的に上がる部分と、短期的なウインドフォール・プロフィット、一時的な所得で盛り上がる部分の両面があるので、両者の区別は難しい。特に、今回の期待先行、成長期待、所得上昇期待が、ある程度持続的な恒常所得の上昇を伴って力強く消費をしっかり支えていき、それが企業部門に転化してくるかどうか、重要な岐路でありポイントだと思う。

また、多くの委員からインフレ予想についての議論があったが、私なりに整理すると、人々のインフレ予想は3つの要因から影響を受けると思っている。一つは現実のインフレ率、二つ目は中長期的なトレンドインフレ率、あるいはわれわれが設定するインフレ目標、三つ目は人々の持続的な景気回復期待である。日本経済の中でどの要因がより重要かについては色々見方があると思うが、経験的には、適応的期待という面で、一つ目の現実の物価上昇率が上がらないと人々の予想インフレ率はなかなか上がりにくい。これまでは、その部分のウェイトが相対的に大きいのではないかと思う。例えば、米国と比べても、適応的期待の部分、過去に引っ張られる部分は、日本は相対的に大きいということは、ある程度事実としてあると思う。その一方で、中長期的なインフレのアンカーであるとか、今の起こりつつある成長期待の部分にしっかり働きかけていくことも重要だと思うが、過去の実績も大きな要素の一つであるということは、認識として踏まえるべきであり、その中で物価がどのように動いていくかをしっかりとみていく必要があると思う。

白井委員

実際の物価がどこから来るかという点であるが、インフレ予想には長期と短期とあり、長期のインフレ予想がインフレ目標とかアンカーになる。また、過去のデータもある。日本以外の先進国では、長期のインフレ目標がアンカーになっており、そこが動かないというところが多い。大体のOECD諸国はそうであるが、そういうところであれば、過去よりも、アンカーが中心になりそこから短期のインフレ予想、あるいは実際の物価に影響することになる。日本の場合、それに加えて適応型、世間相場、つまり自分のコストやマージンよりも競争相手の価格をみて決めるというところがある。これについては2つ論点があり、人口動態もあって地方に行くとどんどんマーケットが縮小しているが、そのようなところでは価格は上げられないという発想もあれば、岩田副総裁もおっしゃっていたと思うが、デフレの考え方が定着してしまっている中では自分から先に価格を上げ

られないということもあると思う。ただ、過去があるから変わらないというよりは、変え得る可能性もあるということだと思う。

最後に、どちらかというとなら米の考え方はインフレ期待、つまりアンカーは安定しているので変えないということであり、バーナンキ議長もそのように言っている。われわれが今やろうとしているのは、そのアンカーを上げようということなので、非常にチャレンジングである。最近、エガートソンという人の論文で、ゼロ金利制約下ではインフレ目標を引き上げた方がむしろアウトプットにプラスであるというモデルも出ており、考え方が少し変わりつつあるのかなと思っている。

岩田副総裁

白井委員の意見に大体賛成である。予想インフレ率にとって重要な要因は、金融政策レジーム、枠組み、スタンス、つまりインフレ目標をきっちり設定しそれにコミットしているかどうかということである。それによって予想インフレ率はずいぶん変わってくる。宮尾委員がおっしゃった要因に加え、こういう要因にも注視した方が良いと思う。

株価上昇や、これから地価も下げ止まってくると思うが、こうした資産効果の消費への影響という観点でみている人が多いという印象を受けたが、資産効果の消費に与える影響は、あるとは思いますがそれほど大きくないかもしれないと思っている。それよりも、情報の非対称性がある中では、企業のバランスシートがリスクテイクや借入金へのアクセスを決めていく面があるので、バランスシートの改善が企業にとっても家計にとっても重要である。これが設備投資や住宅投資を積極化する要因だと思う。

株価が上昇することについて、名目金利から予想インフレ率を引いた予想実質金利は低下しているが、実際はリスク要因があるため、企業にとっての本当の資本コストはリスクを加えたものである。それが株価に反映されているが、そういう意味で株価の上昇は実質資本コストの低下を意味するので、これはトービンのQと言われているものであるが、それが上昇しバランスシート調整とトービンのQ効果が働き、これによって投資が増え

てくるという経路にも、注目した方が良いのではないかという感想を持った。

佐藤委員

私もそういう経路はあり得るかと思う。資産価格が上がることによって家計や企業の実質価値が上がり、それが家計・企業のリスクテイク余力を高め、経済活動の活性化に繋がり、需給ギャップの改善、そして究極的には物価の改善に繋がっていくという波及経路だと思う。そういう意味では、資産効果は家計だけでなく企業も含めてということである。企業の場合、家計もそうだが、株価もあるが影響が大きいのは地価である。地価は、株価等には遅行し、私の見立てでは大体1年半から2年位は遅行すると思っている。そういう意味では、仮に、緩和的な金融環境を維持することによって、あるいは期待を維持することによって株価を上手く維持することができるとしても、それがより広い意味での資産価格、すなわち地価に反映されるまでには相応のタイムラグがある。そこから物価に跳ねてくるまでには、さらに相応のタイムラグがある。これはバブル期の後の経験が示しているとおりである。あとのセッションの議論に関わってくるが、これまでの議論の中で、2年程度で2%を目指すという議論もあるが、そのタイムスパンについては個人的には慎重に考えている。

宮尾委員

先程の岩田副総裁の株価、バランスシートの経路についての補足であるが、企業・家計に加え、銀行貸出の経路もある。銀行貸出は、今若干ピクアップしているもののなかなか盛り上がらないが、バランスシートの改善、担保価値の改善を通じて、更に後押しするという効果も追加的に期待できるかもしれない。

黒田議長

それでは10時23分までコーヒースタイルとする。

(10時13分中断、10時23分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等について討議したいと思う。

皆さんからご発言を頂く前に、私から一言申し上げたいと思う。日本銀行は、1月の金融政策決定会合において消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を決定し、できるだけ早期に実現すると約束した。この場では目標の達成に必要な金融政策運営について議論したいと思う。私自身は、量・質ともにこれまでと次元の違う金融緩和を行う必要があると考えている。また、分かりやすく情報発信することで市場や経済主体の期待を転換させる必要があると考えている。その際できることは全てやる、すなわち戦力の逐次投入は避け、目標をできるだけ早期に実現するということを目指すべきであると思う。具体的な期間としては、私自身は2年程度の期間を念頭に置いている。

それでは、各委員のご意見を表明して頂きたいと思う。1人5分ずつ発言して頂きたい。まず、白井委員から願います。

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。本日は、2%の物価安定目標の実現に向けて新たな金融政策の導入が必要だと考えているので、その点について意見を申し上げます。

まず、新たな金融緩和政策を考えるに先立ち、従来の包括的な金融緩和政策の効果と限界について整理しておきたいと思う。日本銀行は、2010年10月から同枠組みのもとで、長めの金利とリスクプレミアムに働きかけるため、資産買入等の基金を通じた金融緩和を実施してきた。その結果、

イールドカーブは短期・中期ゾーンを中心に大きくフラット化し、社債、C P、E T F、R E I T等のリスク性資産のリスクプレミアムも相当程度低下し、わが国経済を下支えしてきた。この間、資産買入等基金の残高について当初の 35 兆円から昨年末までには 65 兆円、今年末までは 36 兆円増額して 101 兆円へ、来年末には 10 兆円増額して 111 兆円へ到達することを目指し、対外的には明言はしなかったが、いわゆる量の拡大でもコミットしてきた。これにより、本年末までに当座預金残高は史上最高額の 80 兆円程度へ、マネタリーベースでは 180 兆円程度へ、しかもその伸び率は 30%程度に達する見込みだった。

しかし、これだけの金融緩和措置を打ち出してもデフレ脱却に十分な成果を上げておらず、現在の金融緩和措置だけでは 2%達成には不十分とみられている。その背景を私なりに整理すると、三つの要因が指摘できる。一つは、私自身も就任以来主張し続けてきたことであるが、金融政策の枠組みが複雑で分かりにくいというえに、コミュニケーション戦略が必ずしも効果的でなかったために「日本銀行は金融緩和に消極的」との印象を与えたこと、二つ目は、2%達成の困難さに比べて金融緩和策が大胆さに欠けるとみられ、デフレ脱却への本気度に疑問が投げかけられたこと、三つ目は資産買入等基金の増額による金融緩和では短期・中期ゾーンの国債利回りが相当程度下がっており、限界に達していたという事実がある。

そうした認識に立ち、私は、前回会合で、日本銀行が基金を通じて買入れる資産の中で最も重要なものとして長期国債を位置付け、イールドカーブ全体に働きかけて、経済成長とインフレの期待を高めるべく、オープンエンドの買入方式を速やかに導入し、いわゆる輪番オペと統合する提案を行った。具体的には、①買入年限を残存期間 30 年まで拡大、②買入方法は市場利回りを基準とする利回り較差方式、③毎月の買入額はグロスベースで少なくとも 5 兆円程度に増額、④平均保有年限を 4 年程度まで長期化するなどを提示した。また後に出口戦略が意識される局面では、国債買入年限の短期化や買入額の減額など柔軟な対応を取り得るとも指摘した。

しかし、前回会合以降も、2%の達成可能性について懐疑的な見方が依

然根強いことを踏まえると、私の提案内容を超える、より大胆な金融緩和が必要ではないかと思っている。すなわち、従来の発想に囚われず、日本銀行の金融政策に対して予てより寄せられてきた批判、例えば、インフレ期待を重視する有識者からの量の拡大が不十分との見解をも取り込み、日本銀行が採り得る最大限可能な金融緩和をパッケージとして実施することで、2%の早期実現に対する揺るぎない意思を明確に示すことが重要だと判断する。

ここで、金融政策のトランスミッション・メカニズムについて今一度整理しておきたいと思う。資産買入強化などの金融緩和は、主に、①実質金利の低下、②資産価格の上昇、③為替円安といった3つのチャンネルを通して実体経済と物価変化率に影響を及ぼすが、現状では長めのものを含めて名目金利の下げ余地が乏しくなっているため、実質金利を引き下げらるうえではインフレ期待に働きかけることが不可避のように思う。無論、資産買入強化がインフレ期待を引き上げる効果は未知数であり、実際、多くの実証分析では資産買入れがイールドカーブ、資産価格、為替相場に影響があることを示しているが、インフレ期待に及ぼす影響についての分析はほとんどない。極く直近の海外の研究論文で、米国と英国のインフレ・スワップ・レートを使った分析があるが、明確な結論は得られておらず、「米国のケースでは、初期のQE1では中長期のインフレ期待を引き上げる効果がみられるものの、QE3ではその効果が限定的である。英国のケースでは、全体として効果が限定的である」と結論付けられている。また、インフレ期待の分析は、市場データやエコノミスト予想を使うことが多く、家計・企業のインフレ期待のデータがないということもあるが、そうした分析はほとんどない。このため、仮に、市場やエコノミストのインフレ期待を引き上げられるとしても、だからといって家計・企業のインフレ期待が直ちに高まり、それにより実際の物価が上昇するプロセスが加速するののかという点については定かではない。このため実験的な面があるとは思いますが、まずはインフレ期待に働きかけるべく新たな政策を実施してみてから、その後その効果について検証すべきであると考えている。

以上を踏まえたうえで、新たな金融政策として3点、すなわち金融市場調節における量的指標の採用、長期国債買入れの強化、リスク性資産の買入れ増額について申し上げる。

第一に、量的指標の採用についてである。現在の金融市場調節方針では、無担保コールレート（オーバーナイト物）を操作目標として、これを0～0.1%程度とする、いわゆる実質ゼロ金利政策を続けている。しかし、包括的な金融緩和政策の導入以降は、基金を通じた資産の買入れの対象や規模拡大が事実上の金融緩和手段となっており、形骸化している面があると思う。従って、量的な規模拡大へのコミットメントを明確化して分かりやすく政策意図を伝えるという観点から、当分の間、金融市場調節方針をマネタリーベース等の量的な操作目標に切り替えることも一案ではないかと考えている。この点、学術的には非伝統的政策として、持続的なマネタリーベースの引き上げを重視する見解がある一方で、量の効果はないとする分析もあり、コンセンサスが得られている訳ではない。しかし、外国為替市場では、日米の金融緩和政策スタンス、マネタリーベースの日米比率を重視して取引がなされる面があり、そうであるならば、日本銀行の金融緩和に伴いマネタリーベースの日米比率が上昇していけば、一段の円安・ドル高に繋がる副次的な効果も期待できると思う。また、金融調節の操作目標が金利から通貨量へ切り替わるとすれば、新しい枠組みに変わったというメッセージを発信することになると考えている。ただ、実務的に運用が可能であるのか判断しかねる部分もあるので、後程執行部から意見を伺えればと思っている。

第二に、長期国債買入れの強化についてであるが、内容については、前回合で私が提案したもので基本的には良いと思っているが、採り得る最大限の内容という点を踏まえると、もう少し踏み込んだ方が良いと判断する。具体的には、基金による国債買入れと輪番オペを統合したうえで、今後2年程度を目途に、長期国債買入年限を最長の40年物まで全ゾーンに拡大するとともに、平均保有年限を現在の国債発行残高の平均並みである7年程度へ長期化し、毎月の買入額を私が提案した5兆円程度から7兆円

程度へ増額してみてもどうかと思う。毎月7兆円という買入額が適切だと考える理由は3点ある。すなわち、①5~6兆円程度であれば市場予想並み、10兆円であれば年間国債発行額と同額なので財政ファイナンスとみなされるリスクがあり、その中間程度の金額であること、②毎月の増額規模はネットベース、すなわち残高でみれば4兆円程度とF e dの8兆円程度の半分まで達すること、③今年末の保有残高が現状の枠組みと比べても28兆円程度増えるので、従来対比でみても緩和の度合いが大きいと考えられるからである。また、平均保有年限を7年程度へ長期化すればF e dの9年程度に近づき、米国対比で評価されやすい現状を考えれば、重要なポイントである。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ので、一時的に棚上げしてはどうかと考えている。

第三に、リスク性資産の買入強化についてである。資産効果を高めるためには、長期国債買入強化に加えて、リスク性資産、具体的にはE T FやR E I Tの買入額を増やすことにより、直接的に資産価格や資産価格上昇期待を引き上げる政策も必要だと思う。買入額については、日本銀行の財務の健全性やリスク管理との兼ね合いで難しい面もあるが、E T Fについては2年間で2兆円程度、R E I Tについては数百億円程度が適切ではないかと考えている。

なお、以上のような対応を取ることに伴い、資産買入等の基金については廃止で良いと思う。また、貸出支援基金については、引き続き成長基盤強化の観点から取組みを継続することが適切だと考えている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について申し上げますと、まず企業の資金調達環境については、昨日の執行部の説明どおり、金利面、量ないしアベイラビリティ

の面とも「緩和した状態にある」という説明に違和感はない。続いて、实体经济へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向については、為替、株価ともほぼ前回会合並みで推移していると理解している。

続いて、金融政策運営に関する意見を申し上げたい。現行行っている基金の運営に関しては、昨日の報告にもあったように、固定金利オペの札割れがよいよ頻発してきており、資産買入れ並びに包括緩和全体の枠組みについて、見直す必要性が高まってきたと私自身認識している。この間、私は、過去3回の決定会合において2%の物価目標の早期実現へ向けて、一段と強い意思、コミットメントを示すべきと考え、金融緩和の一層の強化を提案してきた。先行きの景気・物価見通しについて下振れリスクを強く意識する中で、一層の緩和強化が必要という考えに変わりはない。むしろ、前半のパートで申し上げたとおり、わが国の輸出や設備投資などの面で、下振れ懸念、下振れリスクが強まっているとも取れるような気になる動きも散見される。そういうことから緩和強化の必要性はより高まっていると考える。

以上の状況を踏まえ、また今回、総裁、副総裁が替わられ、本行が新体制となった機を捉え、包括緩和の枠組みそのものを見直すとともに、新しい枠組みの中で一段と強力な金融緩和措置の具体案を検討することは重要であり、また必要なことと考える。その一方で、枠組み全体を見直すということになると、当然ながら、多岐に亘る検討事項、論点が出てくる。こうした点で拙速な対応とならないように、各点について細心かつ慎重に吟味しなければならないと考えている。

そう申し上げたうえで必要となる検討事項について、私なりに以下の6点ほどに整理したいと思う。まず、第一点は、現行の枠組みの主要な緩和手段である長期国債の買入れについて、輪番オペとの統合をどうするのか、統合するとすれば実務的にどのように統合するのかという点。第二に、輪番オペに設けられていた銀行券ルールをどのように取り扱うのか。第三に、そのうえで金融緩和を実施する具体的な仕組みとして、量と質の両面からどのような枠組みを考えるのか。量の面は、資産買入れに伴って拡大する

バランスシート全体の方向性や規模をどのように示すのか。一方、質の面では、資産サイドの買入資産やオペの構成をどのように考えるのか。そのうえで、具体的な緩和措置としては、どの資産をどれだけ増額、拡大するのか、といった点になるかと思う。第四に、その際に新しい枠組みのもとで、緩和措置の継続期間、コミットメントをどのように設定したら良いか。第五に、そういった新たな枠組みの中で、市場調節方針や資産買入ペースなどのディレクティブをどのように設定するのか。最後に第六であるが、新たな枠組みのもとで、緩和措置の効果波及ルートをどう考えるか、リスクやコストはどのように考えれば良いのか、といった大きく分けて6点ばかりで考えられると思う。そのうち、取り敢えず最初の3点について、まず意見を申し上げて、残りの点については一般討議の時に申し上げたいと思う。

第一の長期国債買入れの統合についてであるが、前回会合でも議論があり、また白井委員も先程おっしゃったが、緩和のスタンス、メッセージを分かりやすく示すという観点から、私もこの機に統合すべきであると考えている。具体的には、基金の勘定を廃止して、輪番の方の国債買入れに一本化する、揃えるということが適当と判断する。そのうえで、買入ゾーンや入札方式など、実務上の具体策については、基本的に執行部に授權すべきと考えるので、この点については、執行部の意見を聞きたいと思う。

第二に銀行券ルールであるが、これまで事実上形骸化してきているとの声も聞かれるが、一方で、当ルールの考え方自体、すなわち「長期の負債である銀行券の伸びに対して、長期の資産である長期国債を買い増していく」という考え方は、基本スタンスとして維持されるべきものであり、現時点でもベースとなる輪番オペにおいて、そのスタンスは維持されている。Fedも同様の考え方で、大規模な資産買入れが始まる以前からベースとなる長期国債の買入れを続けており、現時点で膨大に膨れ上がっているが、将来は以前の買入ペースに戻るというパスが想定されている。従って、今回、基金と輪番を統合してより多くの国債購入を実施したとしても、底流に維持されている同ルールの基本スタンスは破棄する必要はなく、また破

棄すべきではないと考える。従って、同ルールについては、「デフレ脱却に向けた措置を講じる間、一時停止」という取り扱いが適切と考える。

三番目の論点であるが、金融緩和を実施する新たな枠組みについての具体的な内容である。まず量の面では、バランスシート全体の量の方向感を、そのままバランスシート全体の規模を使って示すのか、あるいはそこから政府預金を差し引いた負債サイドのマネタリーベースで表現するか、などのオプションが考えられる。私自身は、資産買入れとの対応が明確なバランスシート全体でも良いと思うが、一方で、マネタリーベースであれば経済学の概念としても明確であり、また具体的な資産サイドの買入れを伴った新しいマネタリーベース・ターゲティングというような形で、金融政策の量的な操作目標として位置付けることも可能かもしれない。ただし、そういった場合にでも、政府預金の短期的な変動の影響を受けないよう、例えば、平均的な増加ペースの形でそのスタンスを示すなどの工夫が必要と考えられる。

一方、質の面では、具体的には、買入れる長期国債の年限長期化及び増額幅、そしてリスク性資産を買い入れるのかどうかといった個別の検討が必要となってくる。オプションとして、どういった規模ないし中身で買入可能なのか、数値のイメージについては執行部に尋ねたい。また、その場合のリスク量などコスト面についても、執行部の見解を聞きたいと思う。

取り敢えず以上として、残りの論点は、執行部の説明を聞いたうえで、一般討議の際に、改めて意見を述べたいと思う。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合で基金については種々の問題が生じており、見直し、検討を行う時期に来ていると申し上げた。私もこの際、従来の金融政策の枠組みを抜本的に見直し、デフレ脱却のため一段と強力な政策を採用すべきものと

考える。

見直しについての基本的な考え方は、これまで中心にしてきた比較的短期のオペレーションについて、これ以上の負担、あるいは政策効果への期待は無理があり、より長い期間の国債の買入れを行う必要があるというものである。これにより基金と輪番を区別しておく理由はなくなり、オペレーションとしては一本化することが必要となる。新しい枠組みのもとでの国債買入れに際しては、特定の期間にあまり負担が集中しないよう、幅広い範囲の期間を対象とすることが適当であり、買入れの平均残存期間は、金額的にも大きなものとなることもあって、現在の輪番オペの期間より長めに設定すべきであると思う。また、実行の円滑化のために月次買入額を設定するより、年間の残高増加額を定め、それに合うペースで執行部において市場の状況等をみながら、期間分散も勘案し、各月買入れを実行して行く方式が好ましいと考える。

この場合、いわゆる銀行券ルールをどうするのが問題となるが、本ルールについては、種々の批判があるものの、本行がマネタイゼーションにかかる国債買入れを行わないというメッセージとしては有効なものであり、何か他に新しい有効なメッセージを導入できないのであれば、廃止する訳にはいかないと考える。デフレ脱却のための新しい緩和策が終了した際は再び歯止めとして残るよう、当面、一時的停止扱いとするのが良いと考えている。

現在、基金で買入れているいわゆるリスク資産については、社債、C P は買入増加の余地がないので、現状維持とするほかないが、E T F、J - R E I Tについては、買入余地があるので、本行が引き続きリスクプレミアムに気を遣っていることを示すために、少額でも増加させていくことが望ましいと考える。

以上のような考え方をとると、今後、本委員会から執行部へのディレクティブは、これまでのオーバーナイト金利誘導目標からマネタリーベース残高目標に変更すべきではないかと考える。具体的な目標金額については、現状の基金で想定されているパスより上方に振れるものとする必要があ

るが、皆様のご意見も聞いて決めていきたいと思う。

私の考えは概ね以上のおりであるが、4月1日に発表された本行の調査によると、個人の1年先の景況感DIが2006年のピークを上回っており、1996年のこの調査開始の以来の最高水準にあるとのことである。この点からも、現在は、新しい強力な金融政策を発動する極めて良いタイミングであると思う。

最後になるが、これまでの基金が残高の累次に亘る増額を行うこととなり、それにより市場が絶えず次の増額の時期に関心を集中させてきたという経緯もあり、今次政策については、次を期待させぬよう十分コミュニケーションをとっていくことが特に必要と考えている。以上である。

黒田議長

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など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、標準的なテイラー・ルールに基づくと、かつての1%の物価安定の目途の時よりも、現在の2%の物価安定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ラフな目安に過ぎず、その結果は幅を持つてみる必要があることは承知しているが、1月に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を行う必要があると考える。また、そのタイミングとしては、新たに正副総裁を迎え、新たな執行部が発足した直後の今会合が適切と考える。

金融緩和強化の規模については、市場に緩和出尽くし感が醸成されるほどの圧倒的なものとし、本行が先行き漸進的な緩和拡大策を取り得ないであろうと市場に思わせることが重要である。それが先行きの物価上昇の蓋

然性を高め、新たな緩和を成功に導くために重要であると考えている。かかる大規模緩和の具体的な数字のイメージについては、フィージビリティの検討が不可欠であるため、執行部の報告を聞いたうえで改めて判断したいと思う。

一段の金融緩和強化を目指すに当たり、私なりに政策効果の波及経路を考えたいと思う。私自身は、マネーの供給を増やすことでインフレ期待に働きかけるというメカニズムについては、全く同意しない訳ではないものの、それだけに依存する政策決定は危ういと思う。量を出せば必ず期待が変わるかという、不確実性が高いと言わざるを得ず、また、量を調節することでインフレ期待や現実のインフレ率を中央銀行があたかも自在にコントロールできるかのような考え方があるとするれば、政策効果のあり方について重大な誤解があると言わざるを得ない。期待に対し何らかの働きかけはしてみる価値はあるかもしれないが、効くか効かないか、いずれにせよギャンブル性の強い政策となることは覚悟すべきであろう。

そういった私の懸念を呑み込んだうえで、私なりにさらなる緩和効果を追求するとすれば、それはやはり金利低下を通じた為替市場と資産市場を通じた効果の発現であると考えている。ただし、前者に関して、為替政策はもとより日本銀行の所管ではなく、また金融緩和を起点とする間接的な効果であるため、現段階で敢えて対外的に言及する必要はないかと思う。一方、後者の資産市場を通じた効果については、長めの金利に一段と働きかけることでキャップレートを引き下げ、資産価格に影響を及ぼすことで、実体経済への波及効果を期待することは理屈としては可能と考える。ただし、キャップレートというのは現時点の長期金利ではなく、向こう5年、あるいはそれより長い期間の予想長期金利の平均値にリスクプレミアムを加えたものである。従って、キャップレートを引き下げるためには、例えば、向こう5~10年間の予想10年金利を引き下げることが重要であり、そういう観点からすると、黒田総裁が予めから述べられているように、本行が国債の買入年限を延長し、イールドカーブ全体に働きかけていくという手法は一理あるというようにも考える。

私は、前回の会合で、緩和強化の方策として以下の3つを挙げた。第一は、現状どおり買入年限を3年までに限定し、3年までのカーブを付利金利水準未滿にマイナスも辞さず深くえぐっていくこと、第二は、買入れの年限を5年程度に延長したうえで少し長めのカーブに働きかけ、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こと、第三は、国債買入方式を現状の金利入札方式から日本証券業協会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カーブ全体の形状に働きかけるということである。

先に申し上げた私なりの緩和効果波及メカニズムを前提とすると、やはり第三の方策、すなわち年限の制限を撤廃してカーブ全体に働きかけることには一定の合理性があるように感じる。また、現状の資産買入等の基金における買入方式を輪番方式へ変更する場合、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、輪番オペと統合するということにも合理性があると考えられる。無論、輪番オペと基金はそもそも目的が違うということは承知しているが、成長通貨の供給という輪番オペの本来の目的とデフレ脱却という基金の目的を理念として同時に追求するという整理が可能であれば、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思う。

同時に、こうした緩和強化の方策について、効果とコスト、副作用の比較考量が重要である。私なりに整理した効果は先に述べたとおりだが、コストや副作用として、過度の金利低下が金融機関の貸出意欲を却って削いだり、生保・年金基金等の機関投資家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金融システムが金利上昇に脆弱な構造になる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、すなわちわが国の企業の資金調達構造を踏まえた期間ということとの平仄の整理、さらには銀行券ルールとの関係で市場から財政ファイナンスと受け止められないよう対外的な説明の工夫も必要である。いわゆる出口戦略についても、現時点で対外的にコミュニケーションする必要はないと思うが、

内部的にはきちんと議論しておく必要があると思う。

ここでフォワードガイダンス政策について問題提起しておきたいと思う。黒田総裁は、向こう2年間を集中治療期間として、2年程度を目途に消費者物価2%を実現するとの意思を公式の場で度々表明されている。そもそも論として、私個人は、2%の物価安定目標達成はそれほど容易なものとは考えていない。しかるに、本行が2%の物価安定目標を少なくとも見通せるようになるまで、例えば、次元の違う国債等の買入れを続けることに強くコミットするのが果たして適当なのかどうか、もとより財政ファイナンスを避けるという重要な命題もある中で、ガイダンス政策については細心の注意が必要ではないかと思う。

それから、期待インフレ率の上方シフトを促すメカニズムを私なりに整理すると、本行が、将来、国債買入れがもはや必要でない状況となる中でも買入れをなお続けることに現時点でコミットすることで、足許の市場の期待を変えるというメカニズムというように理解している。しかし、そうしたコミットメントは、仮に将来幸運にも2%を見通せる状況となれば必ず破られることになる訳である。そうした時間的非整合性の問題は将来どこかの時点で避けられない問題ではあるが、より懸念されるのは、仮に、物価が顕著に回復しない場合でも、本行が大量の国債買入れを続けることで財政ファイナンスへの懸念がより強まることである。こうした懸念を薄めるためには、政策効果は若干薄まるかもしれないが、むしろ2年間の集中治療期間に限って買入れを強化するニュアンスを出していった方が、オペレーション上の問題、すなわち国債の買いやすさということを克服するうえでも良いのではないかと思う。

なお、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であるが、これは大量の国債買入れを円滑に進めるという観点からは現状維持が適切と考える。また、仮にこうした方針を打ち出すのであれば、例えば、今会合後の総裁定例会見等の場で早めに表明することということで不確実性を早めに除去しておくことが大量の買入れを円滑に進めていくうえで重要であると考えている。

最後に、これを機会に中央銀行の財務の健全性維持について改めて問題提起しておきたいと思う。仮に、先行き本行が、国債やリスク資産をさらに大幅に積み上げるならば、同時に本行の自己資本の充実を着実に図っていく必要があると考える。中央銀行の自己資本のあり方については多様な考え方があり、海外では中央銀行の自己資本という概念がそもそも希薄なケースも見受けられる。一方で、ECBのように危機対応の一環として自己資本を厚めにしておくといった考え方もある。日本銀行も自己資本を厚めに積んでおくことで、先行きのバランスシートの大幅な拡大に伴うリスク量の増大に備えるということは、金融政策の独立性を維持するうえで重要と考える。すなわち、市場環境の変化から本行が過小資本や債務超過に陥った場合、そういう場合は、恐らく本行は政府に増資を仰ぐことになると思うが、仮に、本行がそうした立場になれば、益々金融政策の独立性に影響してくる可能性がある。そういう観点からは、政府との間で予め損失補填ルールについて合意しておく等の対応を、今のうちから考えておくということも一案ではないかと考える。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回の会合では、様々な問題が生じているオペについて、その政策効果と持続性の2つの点に特に配慮して枠組みを見直していく必要があること、単なる技術論ではなく今後の追加緩和策と一体のものとして大胆に見直していくことを検討することが重要であると申し上げた。こうした基本的な立場は、今も変わらない。

さて、日本銀行は、2%の物価安定の目標の実現に向けて、強力に金融緩和を推進しているところであるが、その過程で、オペの対象が比較的償還期限の短い長期国債及び短国や固定金利オペに集中してきたことに伴い、幾つかの問題点が浮上してきた。以下では、これらの問題点、打開策、

打開策に伴い生じ得るコストの3つについて私なりの見方を述べたい。

問題点としては、第一に、金利低下余地が狭まり、金利低下を通じた追加的な政策効果の余地が低減してきたこと、第二に、金融市場での本行のプレゼンスの高まりに伴う市場の流動性低下などを背景に、市場機能の低下傾向が強まっていること、第三に、金融機関の資金需要が満たされる中、札割れが頻発するなどオペの持続性、安定性へのリスクが高まっていることの3点が挙げられる。さらにこれらの点について敷衍すると、市場機能の低下については、それ自体は大胆かつ大幅な金融緩和措置に伴う副作用として、ある程度は当初から想定されたものではあるが、ただ、市場機能が大きく低下すると、市場を通じた本行の国債購入と国債の直接引き受けとの違いが薄れ、財政ファイナンスという観測が浮上するリスクを高めてしまうという別の深刻な問題に繋がることになる。また、札割れの頻発などで、本行のオペが今後行き詰ってしまうという観測をもたらすと、政策に対する信認の低下を通じて政策効果の低下に繋がりがかねない。

こうした問題に対する打開策としては、これも従来申し上げてきた点であるが、オペの買入対象を多様化し、より年限の長い長期国債を購入することが有効であると考え。繰り返しになるが、これによって政策効果を高める、市場機能の低下に歯止めをかける、オペの持続性を高めるということが可能になると考える。ただ、当然のことであるが、年限の長い長期国債を購入することには、こうしたベネフィットと並んで新たなコストも伴う。コストは大きく3つ挙げられる。第一は、より年限の長い国債を購入することにより、財政ファイナンスとの観測が浮上する潜在的なリスクを高めてしまうこと、第二は、出口戦略をより難しくすること、第三は、同時に国債購入額も大きく増やす場合には、多少長い目でみて資産買入れの持続性の問題を高めてしまいかねない面があるということである。

これらについてさらに敷衍すると、財政ファイナンス観測に関する点については、中央銀行の存在意義に関わる非常に重要な問題であるし、中長期の日本の経済、金融市場の安定性とも深く関わる問題であるので、疎か

な対応は決して許されないと考えている。銀行券ルールについては、既にお話が出ているように、追加緩和措置を講じる中で見直しは避けられないかもしれない。しかし、このルールが、日本銀行が財政ファイナンスを行っていないことを担保するものとみなされてきている点も踏まえ、仮に銀行券ルールを一時停止あるいは撤廃する場合には、それが財政ファイナンスを容認することに繋がるものではないことをしっかり説明していくことが重要だと思う。また、財政ファイナンスを行なわないという本行の意思を繰り返し伝えるだけでは市場の信認を繋ぎとめられるかどうか不透明であるので、銀行券ルールの代替措置を見出す努力を続けていくべきではないかと思っている。

財政ファイナンスのリスクは、政府と本行との関係の中で生じ得るものであるということ踏まえれば、対応には政府の関与も重要ではないかと思う。1月の政府と日銀の共同声明の中で、政府が財政健全化に取り組む姿勢を明らかにしたということは、これを体現化する意図があったものと認識しているが、財政運営に対する市場の信認を今後もしっかりと繋ぎとめるためには、例えば、財政ファイナンスをしないこと、させないことを政府と日銀が改めて文章で確認することや、あるいは政府が財政健全化目標を着実に実行していることをはっきりと示すといったことなどが、有効ではないか考えている。

他方、年限の長い長期国債の購入が中長期的に資産買入策の持続性に疑義を生じさせかねないというコストとの関係では、日本銀行は、従来の金融緩和策の枠組みの中で強力に金融緩和を推進するため、2014年にかけて既に相当な規模の資産買入れを約束していることを念頭に置く必要がある。銀行の資金需要と比較して巨額の資産買入れを行っていけば、札割れなどの形で現状以上にその継続が難しくなる事態も生じ得る。金融緩和策の中核である資産買入策が行き詰まる、あるいはオペ金利が大きくぶれるなどオペが不安定化すると、市場の金融政策への期待に大きな悪影響を及ぼす可能性が考えられる。それは政策信認の低下、ひいては政策効果の低下に繋がるものである。また、期待に強く働きかけることを意識するあ

まり、追加でさらに巨額の資産買入れを約束しても、金融市場がその実現可能性に疑問を持たば、政策効果が減じられてしまうという点にも注意が必要である。

オペの参加者を中心とした市場関係者の動きは、金融市場局がしっかりと常にモニタリングしていると考えられるが、より年限の長い長期国債の購入を仮に増やしていくとすると、政策委員会としても市場関係者の声を定期的にヒアリングするといったことなどを通じて、円滑なオペの執行を確保するといった試みも必要になってくるのではないかと思う。なお、こうした追加の緩和措置の実行期間については、例えば、2年間と期限を区切って、これを集中対応期間と位置付けるといったことにより、早期のデフレ脱却を目指す積極的な姿勢をより明確化することも一案であると考えている。

今回から政策委員会の体制が変わったが、新体制のもとの金融政策上の新機軸として最も重要なのは、黒田総裁からもお話があったが、コミュニケーションポリシー、これこそが新機軸であると感じている。従来よりも政策意図を分かりやすく伝え、それによって金融市場あるいは企業、家計などの期待形成により良い影響を与えることを目指すことが重要であると思う。ただし、対外的にはそういう対応であっても、政策委員会内部では、既に申し上げてきたような様々なコストを慎重かつ十分に議論したうえで、政策を決定していくことが重要であると思う。

最後に、冒頭で黒田総裁が整理された中で、物価目標の達成の期限のところ、2年程度という期限を示すことについては、私自身は慎重というか反対である。こういったコミットメントは、そもそも当委員会が今年1月に「物価安定の目標」の導入を決定した際に前提としたはずのフレキシブルなインフレターゲットの考えとは相入れない部分があるように思う。また、この目標達成に向けた本行の強い姿勢を示すといった観点、つまりコミュニケーションポリシーの観点からは、そうした期限を示すことにベネフィットがあるということは十分に理解しているが、一方でコストも相応にある。全体ではコストがベネフィットを上回るのではないかと、私自

身は考えている。コストとしては以下の3点が挙げられる。第一に、達成には非常に大きな不確実性があり、達成までの道筋に関して納得性の高い説明をすることが難しい。そのため、政策に対する信認の低下を招き政策効果が減じられるリスクがある。第二に、将来達成が難しいといった見方が強まると、同様に政策に対する信認の低下から政策効果が減じられるリスクがある。そして第三に、将来達成が難しい状況に至ると極端な追加の緩和措置が講じられるのではないかという見方が金融市場で強まり、また、実際に本行がそうした措置の実施を余儀なくされることで、経済、金融市場を過度に不安定化させてしまうといったリスクがあると思っている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、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。詳細は執行部の見方に違和感はないので省略する。また、金融資本市場をみると、為替や株価については、足許幾分調整する局面もあるが、既往の円安・株高が、わが国経済を下支えしつつある。為替や株価の変動が実体経済に与える影響は大きいだけに、これらに影響を及ぼす欧州債務問題や米国の財政問題といった海外経済のリスク要因を注意深くみていく必要がある。

こうした金融面の動向や経済情勢を踏まえ、本行は、デフレからの早期脱却と物価安定のもとでの持続的な経済成長の実現のために、成長力強化に向けた取組み支援と併せ、包括的緩和政策のもとで実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置を継続することを通じて、強力に金融緩和を推進している。こうした緩和措置の効果は、企業や家計の資金調達コストの低下といった形で確実に現れている。そして、本年1月には、2%の「物価安定の目標」の設定に併せて「期限を定めない資産買入方式」の導入を

決定し、金融緩和を思い切って前進させたところである。足許の実体経済をみると、漸く下げ止まり、内需が底堅く推移するもと、海外経済も徐々に持ち直しに向かっており、年央にかけて緩やかな回復経路に復していくとみられる。米国等の海外経済の安定化や本行による金融緩和期待等を反映し、円高修正、株高が進行し、企業収益に加えて企業や家計のマインドも改善の動きにある。こうした明るい動きや期待を実体経済の好循環に上手く繋げ、物価安定の目標をできるだけ早期に実現するために、ここで金融面から一段の強力な挺入れを図ることが必要かつ有効だと思う。

足許の長短金利は既に極めて低い水準で推移しているが、金融緩和を一段と強力に推進するために、長期国債やリスク性資産の買入額を思い切って増額することで、長めの市場金利のさらなる低下やリスクプレミアムの縮小を促し、市場や企業、家計のマインドに働きかけ、実体経済に波及させていくことが有意義であると考えている。長期国債等の買入増額に際しては、次のような点に留意し、新たな枠組みを考えていく必要があると思っている。

まず第一に、2%の物価安定目標をできるだけ早期に達成するために、例えば、先行き2年程度の期間を念頭に置いて、新たなスキームのもとで集中的に、より思い切った金融緩和を必要な時点まで継続するとの強力なコミットメントを発するの一案かと考える。この場合、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因をしっかりと点検していくことは欠かせない。

二つ目は、同じ長期国債の買入れということでは、別にいわゆる輪番買入れがあり、両者の関係が分かりにくく本行の緩和姿勢が伝わりにくいとの声が多くあることをどう考えるかという点である。輪番買入れは、成長資金の供給のため、銀行券ルールのもと運営している。一方、基金のもとの買入れは、長めの金利に働きかける臨時・異例の措置として導入した。両者の性格、機能は異なるものであるが、基金では買入れの額を増加させるにつれて買入対象年限も延長してきた。今回、金額も思い切って増加させ、より長めの金利に働きかけていく場合、分かりやすく市場に伝えていくことが大事であり、思い切って両者を一本化し、新たな買入スキームと

してはどうかと考える。この場合、銀行券ルールが外れることになるが、新スキームによる国債買入も金融政策目的で行うもので、財政ファイナンスではないことを引き続きしっかり発信していくことは極めて重要である。政府は、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進するとしている。本行も、新スキーム導入に際し、客観的な基準を新たに設けることはなかなか難しい面はあるが、少なくとも、銀行券ルールの停止は一時的な扱いであることを丁寧に説明していく必要がある。

三点目は、長期国債買入額の拡大と年限をどう考えるかという点である。金利低下が実体経済全体の活性化に繋がるよう、市場にインパクトのある買入額とすることが必要である。本年予定している長国買入額は約4兆円であるが、例えば、先行き2年間に限り、この1.5倍以上、すなわち月間6兆円以上の規模の買入れとしてはどうかと考える。具体的な金額は、本行が国債市場を過度に支配し市場機能を阻害しないこと、市場が硬直化しオペの運営が難しくならないこと等が大事であり、執行部の意見も聞き、決定したいと考える。私としては、例えば、月額7兆円の場合、2014年末の長国残高は約190兆円と試算されるが、これは発行残高全体の約1/4であり、この位の範囲内ではないかと考えている。買入対象年限については、長期化することでイールドカーブ全体を相応に引き下げることが望ましいと考える。この場合、わが国の資金調達構造も考えた実体経済への波及経路や、10年以上の長期物については生保等民間部門の国債の保有状況や投資行動に特徴があるため、大量買入れによる需給逼迫でオペの実施が困難とならないことも十分考慮した買入バランスとなる必要があると思う。

四点目は、リスク性資産の買入れをどうするかである。社債、CPについては、過去の平均的なプレミアムを下回っており、市場のニーズも現状程度で十分ではないかと考える。一方、ETF、J-REITは、資産効果も期待できることから、執行部の考え方も聞き、市場規模やリスク量を勘案のうえ、増額してはどうかと考える。

五点目は、金融政策運営の指標をどうするかという点である。これまで、コールレート（オーバーナイト物）と基金の資産残高を公表し指標としていたが、量的な緩和を推進する観点から、マネタリーベースあるいは当預残高に変更してはどうかと考える。なお、短国や固定金利オペは目標額を定めず、市場のニーズ等に応じ、弾力的な金融政策運営を補完するツールとして活用することが適当だと思う。

最後は、市場参加者とのコミュニケーションの強化である。これから、これまでとは言わば異次元の強力な金融緩和を推進していくことになるので、市場関係者の協力が不可欠であり、本行の政策運営をこれまで以上に分かりやすく伝えるとともに、適時、市場側のニーズを把握し、必要に応じ運用面等で工夫を行っていくことも大事になる。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、一番大事なことは、2年程度で2%インフレ目標を達成し、しかも中期的にその後も2%程度のインフレを安定的に維持するということである。勿論、上下に1%振れることはあるが、中期的には2%周辺で安定させることに日本銀行が責任を持ってコミットすることが、金融政策の効果を高めるうえで非常に大事だと思う。これまで、日本銀行は必ずしも目標を数値で示した訳でもなく、また目標を数値で示してもコミットメントが明確でなかったということが、日本銀行が逐次的に資産購入額を増やしていかなざるを得ない状況に追い込まれた一つの要因だったのではないかと思う。従って、15年も続いているデフレから脱却するためには、このデフレ予想を払拭しなければならず、根強いデフレ期待があるのでそれを打ち砕いていくためには、2年程度で2%のインフレ目標を達成し、その後も安定的に2%を維持するというコミットメントが必要であり、そのことをきちっと市場に伝えていくことで、金融政策のレジームチェンジが明

確になると思う。

第二に、ただコミットメントしたと言っただけでは市場を納得させることはできず、実際にコミットメントした証拠を示さなければならない。従って、現在政策金利はほぼゼロなので、これ以上の金融緩和となると、どうしても量的あるいは質的緩和にならざるを得ない。そうになると、量的な指標としては、やはり信用創造の基礎になっているのはマネタリーベースなので、マネタリーベースを採用するのが望ましいと思う。そして、2年で2%位のインフレを達成するためにはマネタリーベースが年間どの位純増していかなければならないのか、そして年末にはどの位の残高になるのかという今後の経路をきっちりと示すことが、中期的に予想インフレ率をできるだけ早く2%周辺に安定化させるために必要だと思う。そのためには、これまでのインフレ予想とマネタリーベースとの中長期的な関係をみたり、2%のインフレを念頭に置いて3%程度の名目成長率を達成するための例えばマッカラム・ルールというようなものから色々推定すると、年間でマネタリーベースを60兆円や70兆円といった規模で増やす必要があると思う。

もう一つ、短期名目金利はもう既に十分低下しているが、長期の名目金利を低下させる余地があり、日本銀行が購入する国債の償還期限構成の長期化を図ることが大事だと思う。ただ、その長期名目金利の低下を促しても限度があり、その限度を打破する一つの方法が、金融政策がインフレ予想の形成に働きかけるということであって、このルートを確認することが必要である。インフレ予想の形成に働きかけるルートを確認するためには、先程言った2%のインフレ率を2年程度で達成することへのコミットメントと、量的・質的な緩和を大胆に行なっていくことを、きちっと示すことが必要である。それによって、予想インフレ率が上がるというルートがみえてくると思う。1930年代の米国が大不況から脱出する時も、あるいは昭和恐慌から日本が脱出する時も、金融政策のレジームが変わったということを経験すると、予想インフレ率がそれまでよりもジャンプし上がっている。そういうことで、金融政策がレジームチェンジして2%を2

年程度で達成することにコミットすることが、予想インフレ率の形成に重要な役割を果たすと思う。そうすると、名目金利の低下に限度がある中で予想インフレ率が上がれば、予想実質金利は低下する。予想実質金利が低下することが、実は株高や地価の下げ止まりをもたらし、円安をもたらすことで、資産効果やデフレ脱却、2%のインフレへの波及メカニズムとなるので、インフレ予想をただ期待先行だとかあやふやだということで排除するよりも、これに働きかけるルートを確保することが必要かと思う。

以上のためには、繰り返しになるが、3点が重要である。目標達成へのコミットメントとその目標を達成した後も安定的に維持することへのコミットメント、コミットしたことを示すために量的・質的な緩和の規模をかなり拡大するという、それから様々な心配をするであろう市場とのコミュニケーションが重要である。市場とのコミュニケーションが重要であるという点で、多くの方が財政ファイナンスになるのではないかという心配をしているが、私は、そもそも2%のインフレ目標を設定すること自体が、財政ファイナンスにならないということを担保しているということを、もう少し市場に伝える必要があると思う。というのは、2%のインフレ目標を達成した後、政府が日銀に国債購入をどれほど望んでも拒否する訳である。従って、この2%インフレ目標は財政ファイナンスにならないことを担保する手段で、実際にインフレ目標を採用したニュージーランド等は、財政ファイナンスをしないことを担保するためにインフレ目標を設定したという経緯がある。そのことをもう少し市場に伝えていく必要があると思う。その際、市場は、「それでは、なぜ国債をそんなに大量に買うのか」と言ってくる可能性があるが、「これは、2%インフレ目標を達成するための一つの有効な手段としてやっているのであって、決して財政ファイナンスのためではない」ということを、もう少し市場にきちっと伝えていく必要があると思う。その場合に、色々な債券がある中で国債を買うということは、まず国債の市場が最も大規模であるため量的・質的緩和を行なううえで非常に効果的な市場だということと、もう一つは、国債を買うということは、他の債券を買うよりも市場に対して中立的であるというこ

との2つのメリットがあるために国債を買うのであって、それが時として財政ファイナンスを心配させる種になるのだが、財政ファイナンスのためではなく、国債が有効な買いオペの手段であるからだということを伝えていく。それでも市場がまだ心配するということであれば、銀行券ルールを2%を2年程度で達成する金融緩和措置の間、一時停止するということ、市場に伝えていくことが大事だと思う。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、昨日の執行部の説明どおり、「緩和した状態にある」と考えている。

当面の金融政策運営について5点述べる。第一は、漸進的、piecemealアプローチからの転換である。日本銀行としては、内外経済が持ち直し、市場の状況が改善しているこの好機を捉えて、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現していくことを目指すべきと考える。その際、企業収益や雇用、賃金の増加を伴いながら実体経済がバランス良く改善する中で、物価上昇率が徐々に高まっていくという好循環を早期に作り出していくことが大切だと思っている。そのためには、大胆な金融緩和によって市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる必要があり、戦力の逐次投入はしないという方針を確認しておきたい。

第二に、大胆な金融緩和をどのように推進していくかという点である。金利の低下余地がほとんどないので、バランスシートの拡大によって実現していくしかないが、問題は、どの程度増やしていけば2%を達成できるかである。この点については、過去の経験が役に立たないので判断が難しいところではあるが、各種の試算結果などを踏まえると、期待を転換させるためには従来の延長線上ではないような相当の規模が必要になるだろうと思う。また、どの程度の買入れができるかという問題は、実務上は市

場調節上のフィージビリティも重要であると思う。この点、日本銀行は現在、資産買入等の基金のもとで2年債の約7割を買い入れていることが参考になるのではないかと考えている。つまり、仮に、長期国債の買入対象を全銘柄に広げれば、利付国債の年間発行が約130兆円であるから、これに約7割を乗じた90兆円程度が一つの目安となるのではないかと思う。

それから、バランスシートの拡大を追求するとなれば、まずは、現在、残存期間3年以下にとどめている長期国債の買入対象を広げる必要があると思う。そうすれば、買入れを円滑に進めることが可能になり、イールドカーブの特定のゾーンだけではなく、全体を引き下げていくことになり、様々な経路を通じて、経済への働きかけを強めていくことができると考えられる。例えば、イールドカーブ全体を押し下げることにより、より強いポートフォリオリバランス効果も誘発できるのではないかと考える。

勿論、こうした大規模な長期国債の買入れが容易にできる訳ではない。例えば、当座預金の保有を抑制したいという金融機関があるだろうし、あるいはデュレーションマッチング上、元々長期債需要の強い機関投資家などは、国債売却に慎重となるのではないかとみられる。従って、金融機関にオペへの協力を促す仕掛け、メカニズムが必要ではないかと思う。そうした観点から、私は、付利金利は現状の水準で残すことが適当ではないかと思っている。また、オペ先との関係については、ある種の協力要請を行うと同時に彼らの要望も聞くという意味での市場との対話のチャンネルを設けることも必要だと思う。この点に関しては、日本銀行が市場から大量の国債を買い入れることを前提にすると、差し当たりできることとして、国債の市場流動性に支障が生じないように、われわれが買い入れた国債を市場に貸出す、貸戻すという国債補完供給制度（SLF）の使いやすさを高めてはどうかと考えている。

第三に、銀行券ルールの取扱いについてである。大量の長期国債買入れを行っていく場合、現行の資産買入等の基金を廃止するとともに、銀行券ルールについては、考え方自体は普遍的なものだが、これを一時停止する扱いを明確にしていく必要があるのではないかと考えている。勿論、銀行

券ルールを一旦一時停止したとしても、日本銀行の長期国債の買入れは金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスを行わないことは言うまでもない。そもそも、そうした懸念を回避するうえでは、政府が、中期的な財政の健全化について、市場の信認をしっかりと確保することが何よりも重要である。この点については、政府は、1月の共同声明において、「持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」と明確に述べている。日本銀行としては、この点を再確認するとともに、政府に対し、そうした取組みを促していくことが重要であると考えている。

第四に、リスク性の資産についてである。大胆な金融緩和を質的にも推進していくためには、リスク性資産の買入れを増額して、資産価格のリスクプレミアムに働きかけていく必要があると考える。具体的には、なおリスクプレミアムの縮小余地があると考えられるETF、J-REITの買入れを増額してはどうかと考える。CP、社債については、信用スプレッドが既に低位で安定的に推移していることを踏まえると、今年の年末までは、予め示している残高目標を目指して積み上げることで良いと思われる。いずれにしても、こうした一連の施策は、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する必要があると思う。その際、経済・物価に関する上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行っていかなければならないと思う。

最後に、五点目は、金融市場調節方針についてであるが、量的な金融緩和を分かりやすく伝えていくためには、現在のように金利を操作目標とする方式は適当ではなく、これを量的指標に切り替えていく必要があると思う。具体的な操作目標については、日銀当座預金その他、マネタリーベースやバランスシートといった選択肢もあると思うが、私自身は、マネタリーベースが経済学上確立された概念であり通りが良いように感じている。例えばバランスシートなどでは、外貨資産など金融政策と直接関係のないような項目が入るため、金融政策のスタンスを示すうえでは少し使いづらいように思う。以上である。

黒田議長

現段階の委員方のご意見をまとめると、以下のようなご意見が多かったと思う。まず第一に、量的・質的緩和といった観点、特に、量的な観点も踏まえて、マネタリーベースを相当大きく増加させる。二番目には、長期国債の買入れを増額する。特に、長期の物も含めて長期国債の買入れを増額する。三番目には、リスク性資産としてETF、J-REITの買入れを増加させる。こういった意見が多かったように思う。これらは相互に関連し、委員方からもオペのフィージビリティやその他のご意見があった。リスクの点からも意見があったので、執行部から、全体として日本銀行のバランスシートがどのような姿になるのか、またその際リスクはどの程度増加することになるのかについて、計数面の説明をしてもらいたいと思う。

内田企画局長

それではバランスシートの姿、リスクについてご説明する。まずはバランスシートの方であるが、今お配りした「先行きの本行バランスシート」の表をご覧頂きたい。数字をおっしゃった方もおっしゃらなかった方もおられるが、長期国債残高をネットベース、残高ベースで+30兆円、+40兆円、+50兆円の3つのケースについて書いている。月間のグロスの買入額を書いているが、当然のことながら、一定の償還があるので、ネットの額に比べると多めに買うことになる。+30兆円に対応する月間のグロス買入額が5兆円、+40兆円は6兆円、+50兆円は7兆円となる。6兆円、7兆円という数字をおっしゃった委員方がおられるが、これを残高ベースに直すと+40兆円、+50兆円という数字になる。そのうえで、まずフィージビリティとして、7兆円のところについて、先程中曾副総裁がおっしゃったとおり、基金の買入れで2年債の7割を買った経験があることを考えると、毎月の国債の発行額が約10兆円なのでその7割の7兆円を買うことは、実務上フィージブルであるということで説明させて頂く。ただ、そういう意味では、ぎりぎりの線として+50兆円、7兆円があるのご理解頂ければと思う。そのうえでバランスシートがどのような姿になる

かを各案について申し上げる。

まず発射台として 2012 年末をご覧頂くと、昨年末の長期国債の保有額が 89 兆円、約 90 兆円であり、これに+30 兆円、+40 兆円、+50 兆円と増やしていくということである。大きい数字の方が説明しやすいので+50 兆円のケースでご説明すると、90 兆円に対応して年間 50 兆円増やすと 2013 年末が 140 兆円、2014 年末が 190 兆円という数字になる。その結果、バランスシート全体がどうなるかということであるが、長期国債が一番大きな項目であるが、それ以外にも増加する項目がある。具体的には、例えば、昨年決めた⑥の貸出支援基金であるが、2012 年末が 3 兆円に対して 2013 年末が 13 兆円、2014 年末が 18 兆円と増えていく想定——必ずこうなる訳ではないが——を置いている。そのほかにも幾つか増えていく項目があるので、仮に長期国債を年間 50 兆円増やす前提に立つと、資産全体、あるいはマネタリーベース全体は 60~70 兆円超増えるという関係にある。マネタリーベースでご説明すると、2012 年末に 138 兆円とあるが、これが 2013 年末に約 60 兆円増えて 200 兆円、2014 年末には 70 兆円増えて 270 兆円という規模感である。従って、月間 7 兆円グロスで買うと長期国債が残高で毎年 50 兆円位増え、その結果としてマネタリーベースないし資産全体が 60~70 兆円増えるという関係になる。なお、目標という形でマネタリーベースないしバランスシート規模等を設けるということになると、実際のオペレーションとしては、⑦の短期資金供給でこれを調整していく、つまり長期国債その他の買入れを行ったうえで、マネタリーベースあるいは資産の目標に対応してちょうど足りるようにここで調整していくという形になるかと思う。そこは 35~50 兆円と幅を持っている。全体のバランスシートの構成はそのようになる。それが一点目のご説明である。

リスクについては、口頭で申し上げたいと思う。長期国債、E T F、J-R E I T と 3 つあったが、まず長期国債のリスク量は、残存期間が長いほどリスク量は大きくなる。仮に、発行されている国債を平均的に買っていくと考えると、1 兆円当たりのリスク量はおよそ 300 億円、すなわち買い入れる金額の約 3%となる。例えば、50 兆円×2 年で 100 兆円買う

と約3兆円のリスク量の増加と計算される。ただ、実際にはこれより多くなるということをご留意頂ければと思う。すなわち、残高で100兆円積み増す過程では、短いものが落ちていって100兆円以上買うことになる。従って、実際には年間で今申し上げた50兆円よりも多い金額を毎年買っていくことになり、また短いところが落ちるので、買っていくもののリスクの量の方が大きいということになる。一定の前提を置いたうえで試算すると、仮に、100兆円の積み増しとすると2014年末のリスク量は現在に比べて4兆円強、4.3兆円位増えるという計算になる。これが長期国債である。

続いてETFとJ-REITについて申し上げる。ETFについては、リスク量は買入れた額の約半分、J-REITについては約1/3と考えて頂ければと思う。仮に、ETFを1兆円買えば5,000億円と考えて頂ければ良い。J-REITについては、市場規模との関係があり、現状ではここからの追加買入可能額が約600億円となるので、リスク量計算上はネグリジブルと考えて頂いて良いと思う。現在の資産のリスク量の合計は、時期によって幅があるが、大体4兆円台で推移している。一方で自己資本は5.8兆円である。従って、今議論されているような長期国債の買入れ、あるいはETF——数字はまだ出ていないが——などを買入れる場合には、計算上は、表面自己資本を上回るということになろうかと思う。

最後に、会計上のことを一点だけ申し上げるが、長期国債については償却原価法を採っているので、長期金利が上昇しても売却をしない限りにおいて損失は発生しない。とはいえ、含み損としては公表することになり、長期に亘って低収益の資産を持つという意味では、当然実態的な価値は減価するということは事実である。従って、今申し上げたとおり、リスク認識上は他の資産と同じようにリスクがあると計量すべきであると、ミドルオフィスとしては考えている。以上である。

黒田議長

執行部の説明に対する質問があればどうぞ。

白井委員

長国の買入れは輪番のように直近の2銘柄は除くのか。

内田企画局長

金融市場局からご説明したほうが良いのかもしれないが、実際にこの規模で買っていくとなると、直近2銘柄を外すという今の輪番のルールは止めるということなろうかと思う。もう少し正確に申し上げると、基金についてはそのような制約なしに買っており、輪番についてはそういう制約を設けているが、先程申し上げた7割を買っているというのはあくまでも基金の話なので、そういった制約なしに買入れていることが、実務上、フィージビリティ上必要だと思う。

中曾副総裁

先ほどETFとJ-REITの買入れについて、ETF1兆円、J-REITが2年間で600億と数字を説明されたと思うが、この範囲であれば自己資本のバッファ上買えるというインプリケーションなのか。

内田企画局長

そういうことではない。ETFについては1兆円あたりリスク量が5,000億円になるという計算として説明した。J-REITについては、市場規模との関係で現状はこれ以上は難しい。もちろん、このあとJ-REITが昨日申し上げたとおりIPO等が行われているので、市場規模が拡大すればもっと買えるが、現状で買える規模はあと600億円である。これは小さい金額なので、リスク管理上はあまり関係ない。

中曾副総裁

これも技術的な話だが、例えばバランスシート、マネタリーベース、当座預金といった量的な指標を導入した場合、ターゲットをピンポイントで

達成するのはなかなか難しいが、アローワンスとしてどのようなイメージを持っていけば良いのか。

内田企画局長

⑦で先程申し上げたように、短期の資金供給、具体的には固定金利オペと短期国債買入れで調整する訳だが、それもいくらでもできるという訳でもない。資金需給の振れもあるので、上下 10 兆円程度は、幅を持ってみて頂いた方がありがたいと思う。

宮尾委員

バランスシートの表で最大ギリギリの+50 兆円を採用するとした場合の政策効果のイメージについて、まだ実際にやったことのない政策で事前に正確には分からないが、例えば、従来のマクロモデル等を使って計算すると、日本経済の先行きの景気や物価に対して 2%の目標達成に向けてある程度しっかりとした効果があると考えられるかどうかについて、もし何かあれば教えてほしい。

内田企画局長

各種の試算はあるが、かなり幅を持った試算しかできない。ただ、これまでの基金での買入れの時にご説明しているとおりに、基金で買入れることによってある程度長期金利を下げ、その結果として、需給ギャップを通じて物価に影響するということが効果としてはあるということがみえている。それを使って計算をすると、数十兆円のオーダーで「ゼロ、何%」というCPIの上昇に繋がっていくという位の計算はできる。ただ、例えば、0.1 上げるのに何兆円というような正確な計算はなかなか難しく、信頼区間がかなり広がってしまうということだと思う。そういう意味で、ここに書いてある数十兆円のオーダーであれば、CPIに対して有意な効果があるということは確かだと思う。

佐藤委員

フィージビリティーに関連して、短期の資金供給をアローワンスとして持ちたいということで、長国+50兆円のケースで2014年末で45兆~50兆円だが、これだけマネタリーベースが増えてくると固定金利オペが相当厳しいだろうということを考えると、相当部分、短国の買いオペでやっていくことになってくると思う。ただ、短国の残存平均期間2.5か月で買っていくと、50兆円の短国を積むためには月間20兆円買わなければならないということになる。これは3か月物の発行残高のほとんどを買っていくことになると思うが、果たして可能なのか。

内田企画局長

短期国債の買入れについては、元々今の計画のもとで30兆円の残高を一度決定しているのので、その時の前提は平均残存期間を3か月位でみていたので毎月10兆円ずつ買っていくイメージになる。一方で、固定金利オペの方は今25兆円だが、これも難しくなっておりこれ以上無理だと思うが、10兆円程度のニーズはあると思っている。資金としてのニーズがあるということだろうと思う。そういう意味で、40兆円位短国で買うことは可能かということだが、50兆円というのはある一時点でそれ位行くかもしれないということを出しているレンジである。30兆~40兆円のレベルであれば、今のところは可能だと思う。ただ、結果として短期金利が下がるということは十分考えられると思う。

佐藤委員

いわゆる綺麗に買っていく、整齊と買っていくことは、かなり難しいのではないかという気はしている。

内田企画局長

月間3兆円程度増やすことでマージナルに違うかどうかはわからない。10兆円を13兆円にすることで違いが出るかどうかまではわからないが、

今マイナス金利を含めて下限がないと認めて頂いて買入れを行っているので、時として0.1%からかなり乖離した低い金利がつくということはありませんと思う。

雨宮理事

そういう意味で、今のご質問で、整齊と買えるかどうかというのは非常に重要なポイントだと思う。実は、静かに整齊と買える政策であれば効果が薄くなる可能性があり、既に今の短期金利自身が異様な短期金利になっているので、ある程度 shock and awe で決意を示し、大きな金額を買っていくことを示すことで効果が生まれてくる部分もあると思う。そのバランスをどのように見極めていくかということであるが、整齊とはいかない可能性は覚悟する必要がある。+30、+40、+50のうち+50は多分その限界を超えるか超えないかという辺りだと思う。あるいは短期資金供給の部分についても、チャレンジングな目標になると思う。ただ、もう一つ、政策手段でいうと短国と固定金利オペがあり、固定金利オペがどの程度入るかは付利をどうするという期待にもよる部分があるということと、1年後、2年後を展望すると、物価が上がってくると先行きの金利期待が変わってくる可能性があるので、これも今のようなミゼラブルな状態が続くかというようにそうでない可能性もあると思う。

もう一つは、一時的な資金不足や振れを均すという意味では、今まで完全に封印してきた入札金利のオペも使いうる訳であり——あまり多用はできないとは思いますが——、そうしたことも動員してトライしていくということになると思う。ただその上で、先ほど内田企画局長が申し上げたような10兆円位のアローワンスは頂きたいと思う。

黒田議長

ただいまの執行部の説明を踏まえて、追加的なご意見があればお願いします。その際、論点を整理するために、まず操作目標をどうするかという点、それから2番目にマネタリーベースと長期国債買入れの規模、その際の資

産買入等の基金や銀行券ルールの扱いをどうするか、第3にリスク性資産の買入れの規模、第4に金融緩和の継続期間の大きく四つに整理した上で、一つずつ議論したい。

まず、第1点目の金融市場調節方針の操作目標についてである。委員からは、操作目標を現在の無担保コールレート（オーバーナイト物）から何らかの量的な指標に変更してはどうかという意見が非常に多く聞かれた。また、その際の具体的な操作目標としてマネタリーベースという議論が多かったが、バランスシートの規模について触れた意見もあったと思う。この点について追加的なご意見があればお願いします。

岩田副総裁

マネタリーベースが一番多かったのではないかと思う。

黒田議長

そのように思う。特に追加的な意見がなければ、操作目標については、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標をマネタリーベースに変更するという意見が多かったと総括できるのでないかと思う。

次に第2点目の、一番議論になりうる点であるが、マネタリーベースの具体的な数値目標、そのための長期国債の買入れの内容について議論をしたい。

宮尾委員

今の執行部の説明を踏まえ、長期国債の買入れの規模であるが、2年程度という早期達成を念頭に置いて、買入れを一段と増額する中でフィージビリティが何とか担保されている最大の額である年間50兆円に相当するペースで国債買入れを増額することで良いのではないかと思う。

買入れる国債の平均残存期間については、私もイールドカーブ全体にバランスよく金利低下方向の圧力をかけることが今回の措置では重要だと

思うので、平均残存期間については、これまで基金と輪番合計して平均3年弱であったが、それを思い切って倍の7年程度に延長してはどうかと思う。こういった措置を行うと、毎月のグロスの買入額が先程の7兆円程度となり、国債の新規発行の10兆円の7割を日本銀行が買入れるという極めて大規模な買入れとなる。それは利回り曲線全体にバランスよくかつ強力に下押し圧力をかけるものになる。これまで私が提案してきたゼロ金利コミットメントの緩和強化策よりも、長いところに直接働きかけるさらに強力な政策とすることができる。また、これだけの規模の買入れを実施すると、オペレーション上も適切な対応が極めて重要となってくるが、その点については、買入ゾーンや各区分の買入れの割合などは執行部に授権したいと思うが、この点、執行部はできる限り速やかにオペレーションの大枠について、検討、設定し、マーケットがしっかりと理解するようにできるだけ早いタイミングで公表して頂きたいと思う。

関連してマネタリーベース全体の規模感は、ETF、J-REITを別とすると、今の国債買入れの規模を前提として、バランスシート全体の規模でみて年間60~70兆円相当するペースでマネタリーベースが増加するという見込みである。先程、バランスシートとマネタリーベースの両論併記で述べたが、私自身、マネタリーベースが良いと思っている。また短期国債やそれ以外の短期の資金供給のオペレーションの調整についても、なかなか難しいかもしれないが、ぜひしっかりとやって頂きたいと思う。そのうえで、申し上げたマネタリーベースの買入ペースを金融市場調節方針のディレクティブとして考えたら良いのではないかと思う。

白井委員

ウエイトは金融市場局に任せるとのことだと思うが、FedとBOEのやり方がよく比較されるが、Fedのやり方はどちらかと言うとニューヨーク連銀に任せ、ウエイトはゾーンによってかなり違う。そういうやり方もあると思うが、英国の場合は3つのゾーンに分けて均等である。従って、私としては、国債の市中発行残高のウエイトでみても結構長めのもの

もあるので、均等な感じで大丈夫だと思う。ある特定のゾーンに働きかけるというやり方ではなく、全体に万遍なく働きかける均等配分が良いのではないかと思う。

森本委員

買入金額について、先程私は月間7兆円位が上限ではないかと申し上げたが、買入平均残存年数については、長期物は生保とか年金とか業務実態から長期で資金運用しているところがあるので、それなりに需給は厳しくなるだろう。全体に働きかけるという基本方針に異論はないが、そういう点は配慮しないとならないと思うので、平均7年程度としても少し幅を持たせて、長期のところには配慮しないと色々とリスクが大きいのと思う。そういったことも考える必要があると思う。

中曾副総裁

私も、マネタリーベースをターゲットとする場合には、石田委員もおっしゃったように、次を期待させないという意味で思い切った金額で、オペレーションでもぎりぎりフィージブルな数字、マネタリーベースで言えば、2013年末200兆円、2014年末270兆円というような数字が適当かと思う。これに対応する長国の残高については、ネットで+50兆円という数字が良いと思う。若干のアローワンスがあるとすれば、執行部から説明があったように、付利金利を維持すること前提に、手段としては、短国オペ、共通担保オペの固定金利オペと入札型のオペは温存しておいた方が、技術的に達成しやすいと思う。

国債のマチュリティーについては、森本委員と同意見だが、7年程度とするにしてもある程度バッファを持たせて、あまり長いところから吸い上げてしまわないようにするためのアローワンスとして、6年から8年位のイメージを持っておくのが良いと思う。ただ、対象としては40年物を含めても良いが、そのゾーンの切り方とか配分については、6から8位にするように執行部に授権して良いのではないかと思う。

木内委員

長期国債の買入れについては、これ以上買えない限界という戦略でいくのであれば、月間グロスで7兆円、年間50兆円が良いと思う。その上で、オペでも綺麗に買うことを目指すべきだと思っている。綺麗に買えないということは、オペ金利、落札金利が変動するということであり、混乱しているという印象を与えて、政策への信認、政策効果へマイナスの影響があるのではないか。市場実勢から乖離する形で一時的に落札金利が下がるということは、政策効果としては出てこないということになるので、ぎりぎりの額を買うという難しさはあるが、そのうえで綺麗に買う努力をしなくてはならないと思う。

それでは何をすれば良いかということだが、一つは市場との対話、コミュニケーションをしっかりと取り、今まで以上にそういう機会を作っていくということだと思う。もう一つは、従来以上に現場の裁量の余地を大きくしていくという2点で、そういった問題を回避していく工夫が必要だと思う。

石田委員

先程私は、出尽くし感を出すために大きくと言ったが、50兆円というのはかなりの数字だと思う。これを2014年度もやっていくとプレッシャーはかなり強くなると実感している。ただ、マーケットに対して最大限の圧力を与えるという意味で50兆円は必要だと思う。平均買入期間は森本委員がおっしゃるように、先の方は特定の買主がいるマーケットなので、平均的な残高で割り振ってしまうと、まずいと思う。だからそういう意味で、中曽副総裁がおっしゃるように6年～8年としたとしても、私としては6と7の間だと理解している。

もう一つは、これだけのことをやって2年間で2%ということだから、例えば、来年の今頃は1年経過し2年目に入っているが、本当に効くのであれば、何がしかの効果が出て手ごたえがあるはずである。万が一、手応

えがないというような時には、申し訳ないが私は見直しについて発言させてもらうということを留保させて頂いた上で、期限を特に定めずに 50 兆円買っていくことに賛成する。

佐藤委員

規模については、先程申し上げたとおり、本行がもはやこれ以上も買入れが不可能であり、緩和出尽くし感が醸成される位の圧倒的なものが必要であると思う。黒田総裁がおっしゃるように戦力の逐次投入を避けるために、先行き余程のことが起こらない限り追加的な緩和策はもう打たないという予想が定着するほどの規模が必要だと思う。そういう意味では、長国残高 50 兆円というところが、フィージビリティという点でぎりぎり上限であるという執行部の説明であるので、執行部が買えるというのであれば、それでやっていくのが良いと思う。

デュレーションに関しては、何人かの委員方もおっしゃったように、若干のアローワンスを設けることが必要だと思っており、あまりリジットに年限ごとに区切って、例えば、30 年、40 年といった非常に長いところを買うと言っても、そもそも 40 年債は特定の機関投資家の特定の目的のためにはまっており、本行が買入ると言っても出てこない可能性が非常に高い。そもそも札が入ってこないということもあると思う。そういう点では、長いところの金利に働きかけてキャップレートを下げていくという思想に立てば、市場残高のデュレーションに近いところで、アローワンスを設けてフレキシブルに買っていくということの良いのではないかと思う。

石田委員

戦力の逐次投入に関連して、これまでは枠が動くことについて非常に関心があった。本来は、マネタリーベースなら、幾らから幾らにいくということではなく、その残高が問題だと思う。今回のやり方では、各月ネットで増えていく。それについて、毎月絶えず緩和を強化しているということ、強く発信してもらいたいと思う。

木内委員

デュレーションについては6～8年で賛成だが、説明の時に、国債発行残高の平均年限を参考にしたということは余り強調しない方が良いと思う。そういう説明をすると財政ファイナンスの発想になるので、むしろ、オペの対象機関のポートフォリオをベースに考えたという説明の方が良いと思う。

黒田議長

以上の議論で、目指すべきはマネタリーベースであり、そのマネタリーベースの規模については2年で2倍程度に思い切って拡大する、具体的には年間約60兆～70兆円に相当するペースで増加させるということで意見が一致していたと思う。

同時に、資産サイドでは、長期国債の保有額を毎年50兆円に相当するペースで増加するように月々買入れていく、月間グロス買入額で言うと7兆円程度となるということであった。

長期国債の買入対象については、40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するという一方で、一つの目途としては、国債発行残高の平均並みの7年程度ということだと思う。その際、十分なフレキシビリティを持って、6～8年位の幅を持って考えていくと意見が多かったと思う。

また、多くの委員方から市場参加者との対話の強化が必要だという意見があり、これだけ大規模な国債買入れを円滑に行うという意味では、私も積極的な応札等には市場参加者の協力が欠かせないと思う。市場参加者との間で金融市場調節、あるいはもっと広く市場取引全般に関して、これまで以上に密接な意見交換を行う必要があるという意見が多かったと思う。私もそのように思っている。なお先程、中曾副総裁から、国債の市場流動性に支障が生じないようにSLFの要件緩和を検討してはどうかという意見があったが、私も必要だと思っている。

そこでもう一つの論点が、資産買入等の基金及び銀行券ルールの扱いである。こうしたマネタリーベースの拡大、国債、特に長期国債の保有額の拡大に伴い、これまでの資産買入等の基金との関係、あるいは銀行券ルールとの関係をどのように整理すれば良いかという論点について議論したいと思う。すでに何人かの委員はおっしゃっているが、もしさらに追加的な論点があれば願います。

木内委員

銀行券ルールについては、多くの委員がおっしゃっているように、廃止ではなく一時停止の扱いが良いと思っているが、決してそれが最終のソリューションではないと思っているということは申し上げておきたい。銀行券ルールの問題は、残高がすでにルールを超えて形骸化しているというだけでなく、私の理解では、銀行券ルールの設定自体に大きな問題がある。設定された時の発想として、3つの要素が非常に入り組んで決まったと思う。一つは、成長マネー供給のためには買い切りをする必要があり、買い切る商品としては、通貨の価値を裏付けるような信用度の高い資産とすべきだということ。二つ目は、財政ファイナンスはしないということをシンボリックに示す手法であるということ。三番目は、出口戦略を考えて歯止めをかけておくということ。この3つの要素があるのが、銀行券ルールである。今議論されているのは財政ファイナンスのところだが、そもそも成長マネーの供給という観点からすると、ここまでしか持つてはならないというルールではなく、ここまでは持つべきだというルールのはずである。従って、綺麗に整理していくのであれば、例えば、日銀券ルールは、成長マネーの供給のために、将来正常な状態になればこの位長期国債を持つのが良いというルールにしていくのが自然で、一方で、財政ファイナンスをしないと言うのであれば、別のものを考えていくということだと思う。例えば、日銀のバランスシートの中でどれだけ国債を持つかではなく、国債の発行残高の中でこの位がリミットである——技術的に難しいところがあるので、提案している訳ではないが——といったように、銀行券ルールを

しっかり考えるうえで、単に一時停止して元に戻るというだけでは良くないので、今議論する必要はないと思うが将来的にはそういう議論が必要だと思う。

白井委員

銀行券ルールは大きく分けて、アセット・ライアビリティと財政規律の2つの意味がある。アセット・ライアビリティのところではちょっと違うのではないかと考えている。英国も米国も、銀行券に対して長国を買ってきたのを一時停止している。金融緩和のために大量に国債を買うということで銀行券ルールを一時止めている。今は危機があるから一時停止しているが、ノーマルな時に戻れば元に戻していくという考え方で、そういうやり方に沿ってということだと思う。

黒田議長

それでは基金の扱いと銀行券ルールの扱いについてであるが、まず基金の問題は、分かりやすく市場関係者や経済主体に情報発信するという観点から、現行の資産買入等の基金を廃止して、長期国債については先程述べた買入れに吸収するという意見が多く聞かれたと思う。銀行券ルールについては、今回導入する量的・質的金融緩和を進める間は適用を一時停止することを明確にしてはどうかという意見が多く聞かれたと思う。もちろん、長期国債の買入れは金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスは行わないということは言うまでもない。白井委員もおっしゃったように、ノーマルな時に戻れば銀行券ルールの範囲内、成長通貨の供給がそういったことを目途にして行われるということは、ある意味でもっともなことであり、そのようにしたいと思う。

次に、第3点として、リスク性資産の買入れについて議論したい。すでに何人かの委員は意見を述べられたが、その方も含めてご意見があればお願いします。

宮尾委員

リスク性資産については、まずETFに関しては、先程執行部からも説明があったが、国債を2年間で2倍といった非常に大きなレベル感で思い切って増額するので、ETFに関してもそれに合わせて同様のレベル感で増額し、保有残高が年間1兆円増に相当するようなペースで増加するという買入れを行うのが良いのではないかと思う。ETFに関しては、買入制約の市場規模という観点からみると背後の株式市場が膨大で増額余地という面での制約はなく、また株式のイールドスプレッドも過去の平均と比べてもまだ高止まりしているということであり、本行が、リスクプレミアムに直接的に一段と強く働きかけ、人々の前向きあるいは生産的なリスクテイクを促すことを期待することは、非常に意味があることだと思う。

一方、J-REITは、不動産業という特定の業種でかつ個別性が強い市場であり、これまでも買入れてきているが、さらに中央銀行が直接的な市場介入を強めて良いかという点で、私自身懸念がない訳でない。この懸念は、包括緩和の実施の中で心の片隅にずっと持っていた。実際、東証のREIT指数は、足許急ピッチで上昇しており、市場にはやや過熱感が窺われるという状況である。他方で、価格上昇が市場規模を拡大させ、市場が発展していくというメリットも期待でき、またETFの買入れに合わせてJ-REITの買入れを同時に行うことで、リスク性資産全体に対してさらなる呼び水効果をもたらすことを期待できる面もあると思う。

こういった点を総合して考えると、今後の市場動向に十分注意を払うという前提のもとで、J-REITの増額も先程の執行部の説明があったような規模感に賛同しても良いと思っている。

石田委員

今のJ-REITの話で、若干懸念があるということだが、そういう意見が市場で出る可能性もあると思う。だから、買入れの方法をここで一回検討して、あまり買い上げていくというのではなく、安定的にマーケットを支えているというような買い方があれば、納得性が出るのではないか。

宮尾委員

その点は非常に重要だと思う。

佐藤委員

買入方法の話がでたが、ETFとJ-REITでマーケットが全然違うので、考え方は若干違うと思う。執行部に授権している話ではあるが、今回増やすということであれば、買入方法は再検討しても良いのではないかと思う。現状の買入パターン、本行の手口は、完全に市場に読まれてしまっており、折角本行が買入れをしても、押し目買いなので市場インパクトが殺がれているという恨みがある。具体的なパターンとしては、前日引け値対比1%超の下落となれば買入れを発動することになっていると思うが、これでは市場の呼び水になるという当初の理念とも相容れないと思う。むしろ市場の呼び水にしたいのであれば——J-REITについては別かもしれない——、下落局面で買うよりは相場の上昇局面で先導して買っていくほうが、よりスマートではないかと思う。本題ではないが、そういった買入方法についても少し考え直したほうが良いと思う。

宮尾委員

今の点について誤解のないように注釈を付けておくと、佐藤委員が言及されたのは、あくまでも市場でそのように認識されている買入れの方式であって、日本銀行としては買入ルールを示しておらず、私どもも具体的には知らない。買い方としては、市場のリスクプレミアムに効果的に働きかけ、効果的に下げるといふ大きな方針を執行部に授権しており、それを受けて信託銀行が買っているということである。念のため補足しておきたい。

木内委員

ETF、J-REITの両方を増額するというのが委員会のコンセンサスであれば、私は受け入れたいと思う。J-REITについては若干のた

めらいはあるが、コンセンサスであれば受け入れたい。その上で、リスク性資産購入の本来の目的をどこかで整理しないとならないと思う。包括緩和策が導入された時に、これが導入された訳だが、説明としては、リスクプレミアムの縮小に働きかけるということで、運用上はリスクプレミアムが高い状態を解消する、つまり正常化させるという発想であり、そのうえで対象としては買えるものを買うということであった。通常の政策ではない形とは言え、なぜ中央銀行がリスク資産を買うかということ、マクロ経済に影響があるからということが前提になければならない。個別の企業、個別のセクターを利することをするのは、金融政策の中立性から考えるとやはりおかしいので、例えば、J-REITを買う場合には、それがどういう形でマクロ経済全体にプラスかということは、ロジックを考えておく必要がある。そうであれば、リスクプレミアムの正常化という概念は捨てても良いのかもしれない。つまり、過去と比べてETFのリスクプレミアムが高く他の資産は正常化しているのでETFを買入れるということではなく、それを買うことによって、価格を上げリスクプレミアムを縮小させることがマクロ経済にとって重要だと思えば、水準にかかわらず買っていくという発想でも良いと思う。そういう従来からの考え方自体を整理しないとならないと思っている。

黒田議長

多くの委員は、資産価格のリスクプレミアムに働きかける観点から、ETFは年間1兆円、J-REITについては、先程執行部からは、今の状況であれば条件を緩和しなくても600億円位購入する余地があるという説明を踏まえ、年間300億円に相当するペースで増加するよう買入れるという意見だったと思うが、その買入れの方法については、色々な意見があったので執行部において十分検討したいと思う。

なお、CP、社債については、信用スプレッドがすでに低位で安定的に推移しているということを踏まえ、本年末までは予め示している残高目標を目指して積み上げていくが、その残高を維持するという一方で、新たに

増額する必要はないという意見が多かったと思う。

それでは、最後に、こうした金融緩和策の継続期間について議論をしたい。

木内委員

この緩和策をどれだけ継続するかということか。

黒田議長

そうだ。

木内委員

私は、例えば、2年というように期限を設けたほうが良いと思う。今まで議論されてきたように、量的・質的金融緩和のもとで、前例のない規模で長期国債をぎりぎりの線まで買うということであり、それが長期間続いていくと、円滑なオペの執行に問題が出てくる、金融市場の機能を低下させる、そして何より財政ファイナンスの観測を浮上させるリスクを高めてしまうので、非常にリスクが高いと思っている。

これまでの話では、当委員会としては、ずっとやるという発想ではないということは理解できたが、一方でこれを受け取る側の外部の人、特に金融市場がどのように考えるかということ、引き続き2%物価安定目標の達成について懐疑的な見方が、特に債券市場で強いので、そういう人たちにとっては、「いつまでやるか」に対して、例えば「必要な時点までやる」と表現していた場合には、相当長い期間続いてしまうという期待になりやすい。それが金融市場にインバランスをもたらすことが懸念される。そういう面で、例えば、2年程度を集中対応期間と位置づけて量的・質的金融緩和を導入する、というように期限を区切るのが良いと思う。その後、例えば経済・物価情勢が改善しないのに何もしないという期待はできにくいと思う。期限を決めて、政策の評価もして効果が余りないということであれば別の政策を考えるということにして、期限を定めないのでなく目途

を示しておいたほうが良いと思う。

宮尾委員

継続期間については、私としても、2年間集中して行うという意識がある一方で、事前に必ずしも期限を限定せず、2%目標の達成を目指して必要と判断されるまでといった形で、事前には期間を明示しないことでもたらされ得る政策効果の波及ルート全体を強化して、全体として政策効果を高め、人々の景気回復期待を高めるという側面もあるので、両方のバランスを追求するというのが、この政策の枠組みだと思っている。

もちろん、現実的にこれを何年も何年も無制限、無期限に続けるということはありませんが、逆にそれを言ってしまうと、事前に期限を定めない方式のもたらす効果を減殺してしまう。このバランスを追求することが難しいという面があると思う。そういう意味で情報発信は非常に重要で、総裁もそうだしわれわれ全員の情報発信が極めて重要となる枠組みだと思っている。細心の注意を払わなければならない。

一方で、こういう効果を追求することは、これまでの従来の包括緩和の枠組みでは十分に狙うことができなかった効果であるということのも事実であり、今回の枠組みの極めて重要なポイント、つまり将来に追加緩和期待をどのようにマネージしていくかという期待のマネージメントである。そこが非常に重要であると思う。

まとめると、コミットメントの表現としては、2%物価安定目標の実現を目指して量的・質的な金融緩和を必要な時点まで継続するというようなコミットメントが適切だと思う。同時に、色々な懸念があるので、物価安定のもとでの持続的成長を確保するという観点から、経済・物価情勢のリスク要因をしっかりと点検する。これまでの議論にあった色々な不安要素、懸念は、いずれもこのリスク要因に集約できると思うので、それをしっかりと点検したうえで、必要な調整も容認されなければならないということだと思う。

中曾副総裁

今の意見を補足することになるが、2%を2年間で何とかやり遂げたいという気持ちは、木内委員も共有して頂いていると思う。そのうえで、ex-anteに2年ということを書き切ってしまうと、期待形成がスムーズにいかないのではないかと思う。例えば、先物の金利が2年でキンクしてしまうというようなことがないのかどうか。接近するにつれてボラティリティが増すというようなことがないのかどうか。おっしゃっていたような綺麗なオペの入り方がかえって難しくなってしまう面もあるのではないかと思うので、そこは、何とか2年でやり遂げるという気持ちを共有したうえで、文章的にはこの2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続するということが良いのではないかと思う。

佐藤委員

私も中曾副総裁とほぼ同じ意見である。フォワードガイダンス政策を考えるにあたって、対外的なコミュニケーションと内部での議論をきっちり分ける必要があると思っている。対外的なコミュニケーションとしては、ある種のオープンエンド感を出し、期待をインスパイヤーしていくことが必要なのではないかと思う。一方で、表に出す必要は全くないが、内部の議論として、果たしてこの政策をいつまで続けていくのかということは、これからの会合で必ず毎回チェックしていくことが重要だと思う。

仮に、幸運にも物価が上がり始めてくれば、出口戦略についても、表に出す話ではないが、当然内部でも議論を始めていくと思う。そういう点で、対外的なコミュニケーションではある種のオープンエンド感を出し、内部的にはとりあえず2年でけりをつけるという位の気持ちでやっていくことで、それをしっかり議論して議事録に残しておくということが、非常に重要だと思う。

フォワードガイダンス政策と絡んで、物価見通しを次回会合の展望レポートで発表する訳だが、これが非常に重要になってくる。本行の中心的な

見通しが果たしてどういう姿になってくるかが、今後の政策の持続期間をマーケットに周知させるための重要なコミュニケーションツールになってくると思う。この辺りは、次回会合までに果たしてどのような数字を出していくのか。純粹な経済予想として出すという考え方が一つあり、もう一つは、コミュニケーションツールとして数字を出していくという考え方もある。そこのところは私なりによく考えたい。

私は、1月の会合で2%の物価安定目標に反対した。この2%の意味合いだが、これをどの程度リジッドに捉えるかというところも、私は当時、非常にリジッドに捉えていたが、また世の中の雰囲気はちょっと変わってきたと思う。例えば、一昨日だったか、国会答弁で安倍首相が2%±1%で安定すれば良いという趣旨のことをおっしゃっている。±1%で安定すれば良いとすると、下限は1%ということだから、状況が随分変わってくる。そういう点で、2%を2年でということところも、今の段階で非常にリジッドに捉える必要はないのではないかと思ひ、私自身も呑み込もうかなと思っている。

石田委員

佐藤委員のお話で、内部での議論と外のコミュニケーションを分けて、外のコミュニケーションはしっかりやらなければならないということだったが、そのとおりだと思う。ただ、出発時点では、われわれは2年間でやり遂げるということを出発するというところだと思ふ。

それから、マネタリーベース200兆円、270兆円という数字については、国内で色々な方が本行を批判しているが、この位の数字であれば2%にいくと皆さん思われていると思う。一方で、浜田先生も1.5%でも景気が良ければいいんだとおっしゃっているということなので、そちらの方向に向かって2%にいくということになれば、ある程度が目途がつく訳で、そういうことからすると2014年度までマネタリーベースを270兆円まで増やしていき2015年度に入るとするのは、ある意味で、このやり方がおかしいということだと思ふ。そういう意味からすると、先程言ったように、1

年経ったところでよくみて、それからまたやっていくというところで、よく中締めをして、その中で本音の議論をしていけば良いと思う。ただその時に外にどのように言うかは、よく考えていくということだと思う。

黒田議長

それでは、今回の金融緩和措置については、2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する、その際に、何人かの委員が言われたように、上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うという意見が多かったと思う。

それでは一連の論点について、意見が概ね収斂したので、後程採決をしたいと思う。執行部は、金融市場調節方針や基本要領の改正案、対外公表文の作成など採決に向けた準備を進めてもらいたい。

宮尾委員

追加点な論点だが手短に申し上げたい。ここでも議論があったが、本政策のリスクやコストに関し、日本銀行が抱えるリスク量が大きく拡大するが、異例の措置でそういうことになるが、引き続き財務の健全性については、われわれとしてしっかり確保していくという姿勢を内外に十分示すことが重要だと思う。また、市場への影響という面でも色々なリスクが考えられ、市場の期待なり思惑が過度に振れることが考えられる。このため、これまで以上に入念に経済・物価情勢、市場動向のリスク要因を点検していかなければならないという点を、改めて申し上げたい。あと付利金利を維持するという点に関しても、私自身も、これはしっかり維持することが重要だと思う。

白井委員

先程佐藤委員もおっしゃっていたが、展望レポートの見通しとこの2年が一致すれば良いが、記者からもそういう質問がくると思う。そこが次の課題だと思う。

黒田議長

それでは、ここで5分間コーヒープレイクをとり、12時37分に再開する。

(12時32分中断、12時37分再開)

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。最初に、内閣府の甘利明経済財政政策担当大臣お願いする。

甘利経済財政政策担当大臣

この度、就任された黒田新総裁、岩田新副総裁、中曽新副総裁におかれましては、デフレ脱却に向けた確固たる決意とこれまでの多様なご経験、ご業績を活かしてリーダーシップを発揮し、内外の期待に応えて頂きたいと思う。

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

物価の動向を総合してみると、緩やかなデフレ状況が続いている。ただし、最近では、家計の先行きの物価予想の上昇が続いており、また、企業の先行きの業況判断が改善に向かっている。

さらに、春闘の結果、報酬を引き上げた企業も多くみられ、所得の増加を伴う経済成長に向けた動きもみられる。

政府は、先月26日に、経済財政諮問会議において「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の進捗状況を確認した。補正予算成立から約1か月でほぼ全ての事業が着手され、40件を超える事業で既に契約も済み、実際に事業が動き始めている。まさに大胆な金融政策、機動的な財政政策、民

間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」の二本目の矢が快調に軌道に乗りつつある。

緊急経済対策の効果を一日も早く発現させるため、契約を締結し実際に事業を進めていく段階への到達率を高めていくことが重要である。今後とも各府省を督励するなど一層の努力をしていく。

また、この度、T P P（環太平洋パートナーシップ協定）に向けた交渉に参加する決断をした。T P Pへの交渉参加は成長戦略の大きな柱となるものであり、わが国が世界経済の成長を取り込むうえで重要である。私は、T P P担当の大臣として交渉力を駆使し、国益に適う最善の道を追求していく。

なお、1月22日の政府・日本銀行の共同声明にあるとおり、政府は、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進していく。

日本銀行には、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するように日本銀行において大胆な金融緩和を強く期待する。目標の達成に向けた道筋をしっかりと描き、経済財政諮問会議等の場で説明責任を果たして頂きたいと思っている。

また、政府と日本銀行は、金融政策決定会合や経済財政諮問会議をはじめ、あらゆる機会を活用して、連携を強化していくことが重要であると考えている。日本銀行が新たな体制のもとで、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大いに貢献することを期待している。以上である。

黒田議長

次に、財務省の山口俊一副大臣お願いします。

山口財務副大臣

長きに亘るデフレから脱却することは、現下の日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて、日本銀行の金融政策の果たす

べき役割は極めて大きいと考えている。先般取りまとめた「共同声明」にあるとおり、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを目指して、大胆な金融緩和を推進して頂くことが何よりも重要である。

こうした中で、今般、高い能力と見識に加え、強い決意をお持ちの新執行部が発足したことは、政府としても、大変心強く感じている。2%の物価安定目標の早期実現に向け、黒田総裁をはじめとする新執行部が強力なリーダーシップを発揮して頂けるものと期待しているところである。

わが国景気は、一部に弱さが残るものの、持ち直しの動きがみられ、先行きについても、輸出環境の改善などを背景に、次第に景気回復へ向かうことが期待される。また、最近では、景気回復の期待等を背景に、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とともに、民間投資の喚起や雇用・所得の拡大を通じて、確かな経済の再生に繋げていく必要がある。

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をしっかりと進めていくこととしている。まずは、先般3月29日に、平成25年度税制改正法案が成立した。引き続き、平成25年度予算の成立に向け、全力で取り組んでいく。さらに、経済構造の変革を図る観点から、年央を目途に大胆な規制・制度改革を含む野心的な成長戦略を取りまとめることとしている。

また、「大胆な金融政策」を推進するに当たり、財政に対する信認を確固たるものとするのが重要である。そのため、財政健全化目標を実現すべく、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、全力で取り組むこととしている。

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、デフレ不況からの脱却に向けた「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、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喫緊の課題であるが、物価上昇率は依然としてゼロ%近

傍にとどまっております、目標達成に向けた道筋は未だ描けていない状況である。

こうした状況のもと、新執行部での最初の会合である今回会合で、先程来様々なご議論がなされ、「量的・質的金融緩和」が提案されたことは、2%の物価安定目標の早期実現に向け、新体制として大きな第一歩を踏み出されたものであり、政府として大いに歓迎する。また、ご議論の中で若干あったが、財務基盤の健全性の確保のあり方についても、日本銀行のお考えもよく伺っていききたいと私共は考えている。

いずれにしても、日本銀行におかれては、今後とも、市場の状況等も見極めつつ、物価安定目標の実現に向け、積極・果断な金融政策運営を行うとともに、目標達成に向けた道筋についての説明責任を内外に対してきちんと果たして頂くようお願いする。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「長期国債買入れの拡大および年限長期化」に関する議案、「ETFおよびJ-REITの買入れの拡大」に関する議案、「量的・質的金融緩和」の継続に関する議案、量的・質的金融緩和の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する議案、そして対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

提出したい。

内田企画局長

それでは6つの議案についてご説明させて頂く。まず、最初が金融市場調節方針の決定に関する件である。「案件。1. 金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更すること。2. 金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。3. 対外公表文は別途決定すること」、これが一つ目である。

二つ目の議案、「長期国債買入れの拡大および年限長期化」に関する件。案件。1. 長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと。2. 長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長すること」。以下省略させて頂く。

三つ目が、「ETFおよびJ-REITの買入れの拡大」に関する件。「案件。1. ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと」。

四つ目が、「量的・質的金融緩和」の継続に関する件である。「案件。「量的・質的金融緩和」の継続に関し、以下のとおり公表すること。「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。以上」である。

次に、規程についてはサブスタンスのあるところの内容だけ、表紙に沿ってご説明する。最初の1.～4. は今回基金を廃止する結果として、CP、社債、REIT、ETFそれぞれの買入れの根拠がなくなるので、それについて、同じ内容の新しい規程を作ることだけであり、中身は変わっていない。5. だけサブスタンスがあるが、17頁をご覧頂きたい。先程、白井委員からご指摘のあったカレント物の扱いについてのところである。現状、輪番の方の規程では、カレント物2銘柄を買い入れられない

ことにしているが、この規程を廃止するということである。ここはサブスタンスがある内容である。6.、7.、8. については、選定に関する規程である。今は1年毎の取引先選定になっているが、これを随時選定が可能なようにするという対応である。9. と10. については、基金を廃止するという趣旨のものである。最後に11.、12. であるが、11. は以上を前提にして業務方法書の改正、12. については、REIT、ETFについては変更の認可が必要になるので、正確に申し上げると認可が取れた時点から、ETF、REITの買入れが変わるということである。その認可の申請書である。中身は先程の1兆円と300億円を年間買入れるという内容になっている。

最後に公表文案であるが、重複するところは省略しながら読ませて頂く。タイトルは、「量的・質的金融緩和」の導入について」とさせて頂いている。「1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の決定を行った。(1)「量的・質的金融緩和」の導入。日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う」とし、全体の「量的・質的金融緩和」の主な内容を記述している。それから「①マネタリーベース・コントロールの採用」ということで、こちらは最初の議案として読み上げさせて頂いた内容である。脚注だけ加わっているが、脚注の1は「この方針のもとで、マネタリーベース(2012年末実績138兆円)は、2013年末200兆円、2014年末270兆円となる見込み」ということで、270兆円は138兆円のほぼ倍なので、2倍になる計算になる。ここで別紙をご覧頂くと、4頁目の数字をご確認頂きたい。一番上にマネタリーベースが書いており、12年末実績138兆円の後、13年末200兆円、14年末270兆円。それから長期国債は、12年末実績89兆円の後、13年末は50兆円増えて140兆円、14年末は190兆円という数字になっている。ETFについては、12年末実績1.5兆円の後、

13年末は1兆円増えて2.5兆円、14年末はさらに1兆円増えて3.5兆円。

J-REITは、12年末実績0.11兆円の後、300億円ずつ増え13年末0.14兆円、14年末0.17兆円と増えていくということで、先程のご決定に沿ったものになっている。

次に、「②長期国債買入れの拡大と年限長期化」だが、中身は今読み上げさせて頂いたとおりである。脚注だけご覧頂きたい。脚注の2は「毎月の長期国債のグロスの買入れ額は7兆円強となる見込み」である。7兆円程度だが、実際に計算すると、年によって、償還によって違うが、7.2～7.4兆円位になる計算なので「7兆円強」としている。それから「3年弱」というところに脚注の3をつけ、今の基金、いわゆる輪番を合わせた平均が今3年弱であるという注である。それから脚注の4が先程来議論があるところだが、7年としてあるが、幅を持ってというご指示だったので、「長期国債買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6～8年程度と、幅をもってみる必要がある」と、幅をもたせる記述を入れている。それから「③ETF、J-REITの買入れの拡大」については、先程読み上げさせて頂いたものと同じである。脚注の5をご覧頂くと、「CP等、社債等については、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する」と、現状の計画どおりにしている。それから「CP等、社債等、ETFおよびJ-REITの銘柄別の買入れ限度については、従来通りとする」と、念のため記述している。続いて「④「量的・質的金融緩和」の継続」だが、今読み上げさせて頂いた内容のままである。以下、(2)と(3)を読み上げさせて頂く。「(2)

「量的・質的金融緩和」に伴う対応。①資産買入等の基金の廃止。資産買入等の基金は廃止する。「金融調節上の必要から行う国債買入れ」は、既存の残高を含め、上記の長期国債の買入れに吸収する。②銀行券ルールの一時的適用停止。上記の長期国債の買入れは、金融政策目的で行うものであり、財政ファイナンスではない。また、政府は、1月の「共同声明」において、「日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進す

る」としている。これらを踏まえ、いわゆる「銀行券ルール」を、「量的・質的金融緩和」の実施に際し、一時停止する」。脚注 6 は銀行券ルールの説明である。「③市場参加者との対話の強化。上記のような巨額の国債買入れと極めて大規模なマネタリーベースの供給を円滑に行うためには、取引先金融機関の積極的な応札など市場参加者の協力が欠かせない。市場参加者との間で、金融市場調節や市場取引全般に関し、これまで以上に密接な意見交換を行う場を設ける。また、差し当たり、市場の国債の流動性に支障が生じないように、国債補完供給制度（S L F）の要件を緩和する」。

（3）は全く違う話だが、昨日ご決定頂いた被災地オペである。「（3）被災地金融機関支援資金供給の延長。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および被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置を 1 年延長する」。

2. は経済情勢及び金融政策の考え方を 1 パラグラフずつ、短く書いている。読み上げさせて頂く。「2. わが国経済は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。先行きは、堅調な国内需要と海外経済の成長率の高まりを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は足もと小幅のマイナスとなっているが、予想物価上昇率の上昇を示唆する指標がみられる。また、ここ数か月、グローバルな投資家のリスク回避姿勢の後退や国内の政策期待によって、金融資本市場の状況は好転している。日本銀行は、1 月の「共同声明」において、「物価安定の目標」の早期実現を明確に約束した。今回決定した「量的・質的金融緩和」は、これを裏打ちする施策として、長めの金利や資産価格などを通じた波及ルートに加え、市場や経済主体の期待を抜本的に転換させる効果が期待できる。これらは、実体経済や金融市場に表れ始めた前向きな動きを後押しするとともに、高まりつつある予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15 年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

黒田議長

議案を提出される方は説明をお願いします。

木内委員

最後の対外公表文案の 1. (1)「量的・質的金融緩和」の導入のパラグラフにある「2年程度の期間を念頭に置いて」という文言と、2頁目の④「量的・質的金融緩和」の継続のパラグラフの2か所について反対する。理由については既に話したとおりである。①、②、③の具体的な政策については賛成するが、継続のパラグラフがこのとおり採決された場合には、市場の価格形成に与える影響などが心配なので、暫く見極めたいと思う。

岩田副総裁

「量的・質的金融緩和」の継続のところで、公表文の中に書いてあるので良いのかどうか分からないが、2%の「物価安定の目標」という時に、「消費者物価前年比上昇率2%」と書かなくて良いのか。

内田企画局長

一番最初、1頁目の1行目に書いてあるので、分かるのではないかと。

岩田副総裁

対外公表文ではなく、議案の方である。

内田企画局長

皆様のご了解があれば問題ない。了解をして頂ければ有難い。

[事務局より議案配付]

今お配りした木内委員案だが、(1)のところで「2%の「物価安定の目標」を」の後の「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除し、その後、「で

きるだけ早期に実現することを目指す。そのために、2年間程度を集中対応期間と位置づけて、「量的・質的金融緩和」を導入する」とし、「このため」を削除している。それから④のパラグラフを削除ということである。

黒田議長

それでは、執行部から一連の議案の説明があった。ご意見があれば、ご発言頂きたい。

佐藤委員

一つは非常に技術的なこと、もう一つは確認事項である。まず、技術的なことから言うと、公表文の脚注1のマネタリーベースの200兆円、270兆円というところだが、このようにピンポイントで言って良いのかどうか。「約」や「程度」といったアローワンスは必要ないのか。同じように後ろの別紙だが、これも見通しということだが、ピンポイントで言って良いのかどうかというところが一点。2頁の脚注5、CP、社債等もそうだが、数字に関して若干のアローワンスが必要ないのかというところである。

もう一つは確認事項だが、フォワードガイダンス政策のところだが、(1)④だが、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」という表現だが、私の理解では、これはフォーキャスト・ターゲティングであって、実績ベースで2%ということではないという理解である。2%が見通せるということが前提になってくると思うが、そういう理解で良いのかどうか。

内田企画局長

まず一点目だが、例えば、マネタリーベース・コントロールの決定頂く内容は、(1)①の方の内容になる。すなわち「年間約60～70兆円に相当するペース」ということを決めて頂くので、その結果として200兆円とか270兆円になる見込みということである。従って、ターゲットは200兆円ではなく、あくまでも60～70兆円増やすという方がターゲットになる。

ここに「約」を入れているのでそこはクリアできていると理解している。別紙も、「見通し」と書いているのはそういう趣旨である。あくまでフローの方が決めて頂く内容で、そこには「約」をつけている。一つ目はそういう理解である。

二つ目は、執行部としてということではないが、文章の書き方としては「必要な時点まで継続する」ということなので、物価安定目標の実現が、安定的、持続的に実現しなくてはならない訳なので、安定的、持続的に実現するうえで必要な時点まで継続することだから、実績がたまたま2%になっても続けることはあると思うし、逆に2%になる前に必要な時点があれば、その必要な時点までという判断になると思う。いずれにしても、そこは実績というよりは、その「必要な」というところで考えるということだと思う。

佐藤委員

その「実現」だが、一昨日の安倍首相の発言ではないが、ある程度のアローワンスがあると考えて良いのか。私は、そう呑み込まないと賛成できない。

石田委員

フレキシブル・インフレーション・ターゲットをやっているという理解は変わらない。

佐藤委員

そういう理解であれば賛成できる。

岩田副総裁

「目標の実現を目指し」だから、どうしても振れはある。どこのインフレ・ターゲットの国でも振れはある。

宮尾委員

幅を容認するからこそピンポイントだという理解である。

佐藤委員

そういう意味であれば、納得する。

黒田議長

公表文については、木内委員案の採決結果を受けて修正されるのか。

内田企画局長

木内委員の採決結果については、木内委員が提案された部分について注を付けて、そういう提案があったということを、この後修正させて頂く。

黒田議長

それでは案がまとまった。まず最初に、金融市場調節方針を採決する。その後、「長期国債買入れの拡大および年限長期化」に関する件、「ETFおよびJ-REITの買入れの拡大」に関する件、「量的・質的金融緩和」の継続に関する件、量的・質的金融緩和の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件の順に採決し、最後に木内委員案も含め、対外公表文について採決を行う。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。

[13時08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：黒田総裁

岩田副総裁
中曾副総裁
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

それでは、「長期国債買入れの拡大および年限長期化」に関する件にかか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：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

それでは、「ETFおよびJ-REITの買入れの拡大」に関する件にかかる採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

それでは、「量的・質的金融緩和」の継続に関する件にかか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：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

反対の理由は、先程おっしゃったとおりか。

木内委員

そうである。

黒田議長

次に、量的・質的金融緩和の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件にかかる採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することにする。それでは次に、木内委員案の対外公表文の採決を行いたいと思う。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員が提出された対外公表文に関する議案は反対多数で否決された。執行部は、金融市場調節方針及び「長期国債買入れの拡大および年限長期化」に関する件、「ETFおよびJ-REITの買入れの拡大」に関する件、「量的・質的金融緩和」の継続に関する件、木内委員案に関する記述とこれらの採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成し、配付して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは木内委員案の注を入れたものが最終的な公表文案になるが、ご説明する。(1)の2行目の「できるだけ早期に実現する」のところに(注1)と打っている。もう一か所、④「『量的・質的金融緩和』の継続」のところにも(注1)を打っている。関連するので、同じ注で一回で書かせて頂ければと思う。3頁の下のところだが、「木内委員より、①「2年程度の期間を念頭に置いて」を削除、②その次に「2年間程度を集中対応期間と位置づけて、『量的・質的金融緩和』を導入する」との一文を追加、③「『量的・質的金融緩和』の継続」の段落を削除するとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。通常より若干長いですが、本来なら注1、注2に分けて書くべきところ——この点は、木内委員にご了解頂きたいが——、一つにまとめた方が分かりやすいかと思うので、このようにさせて頂ければと思う。

黒田議長

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ので対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[13 時 30 分 政府からの出席者入室]

採決結果についてお伝えする。金融市場調節方針の決定については全員一致で支持された。それから「長期国債買入れの拡大および年限長期化」についても全員一致で決定された。「ETF および J-REIT の買入れの拡大」についても全員一致で支持された。「量的・質的金融緩和」の継続については、賛成 8、反対 1 で支持された。量的・質的金融緩和の導入に伴う関連基本要領の制定および廃止等に関する件については、全員一致で支持された。発表文について木内委員から提案があり、それは否決され、最終的な「量的・質的金融緩和」の導入については、木内委員の提案に関する注を含めて全員に支持された。

VII. 議事要旨（3 月 6、7 日開催分）の承認

黒田議長

それでは最後に、3 月 6、7 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付された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：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 9 日火曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4 月 26 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、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

解禁時刻は 13 時 40 分の予定である。

黒田議長

解禁時刻が 13 時 40 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お願いします。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。

(13 時 35 分閉会)

以 上