

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年7月10日（13:59～16:45）

7月11日（8:59～11:42）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省 浅川雅嗣 大臣官房総括審議官  
内閣府 梅溪健児 内閣府審議官（10日）  
山際大志郎 内閣府大臣政務官（11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
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	川本卓司

## I. 開会

(13 時 59 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は中間評価を含めた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、6 月 10、11 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。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

金融調節、金融・為替市場動向について、本日お配りした「金融調節の運営実績」および「最近の金融・為替市場の動向」参考計表【追加】をもとに説明させて頂く。前回会合以降の市場は海外要因がドミナントであった。すなわち、グローバルな市場は米国の資産買入縮小、いわゆる tapering、

それから中国の金融政策運営といった海外の経済大国の金融政策を巡る見方に大きく左右される展開となった。こうした中で、総じてみれば、米国の長期金利がかなり大幅に上昇し、ドル高も進む一方で、tapering による資本フローの逆流への連想もあって、新興国の株式や通貨が下落する展開をたどった。

まず、図表 1 の金融調節であるが、金融市場局では引き続き、マネタリーベースを年間約 60～70 兆円のペースで増加させる方針のもとで調節を進めている。この間、6 月中は、バーナンキ議長の記者会見や中国の短期金利急上昇など金利上昇圧力に繋がりやすいイベントが重なる中、執行部の裁量の範囲内で弾力的なスケジュール運営のもと、若干多めの国債買入れを行った。例えば、6 月 20 日の日銀当預残高をみて頂ければお分かりのとおり、1 年の中でも特に日銀当預残高が増えやすい資金余剰月であったこともあり、マネタリーベースは 7 月 9 日時点で 171 兆円とかなり大幅に増加している。

図表 3 の短期金利は、限界的な動きではあるが、国庫短期証券の利回りが示すように、6 月中旬までは本行の付利水準である 0.1% をやや下回って推移することが多かったが、足もとは 0.1% に近づいている。前回会合で木内委員からご確認があったとおり、6 月は資金余剰月で日銀当預が増えやすいので、市場に無理のない範囲で短期国債買入れのペースを若干落とすかたちで調整した。この結果、それまでに比べると市場参加者の短期国債の在庫がやや重めとなり、一旦下がっていた短期金利が、6 月に入ってから 0.1% に戻ってくるという動きになっている。なお、7 月以降は再び資金不足月に入っているため、短期国債買入れのペースも元に戻している。

図表 4 の主要国の長期金利であるが、前回会合以降のグローバルな市場は、6 月 19 日のバーナンキ議長の記者会見および翌 20 日の中国における短期金利の急上昇という海外の両経済大国の金融政策を巡る観測を主な背景として、かなり大きな動きをたどった。とりわけ、米国の長期金利が総じてみればかなり大幅な上昇をみたこと、ドル高が進んだこと、その一方で新興国の株価と為替が全般に下落したことが特徴である。この間、本

邦の債券市場は世界的にみてもかなり落ち着いた動きであると言えるように思える。まず、バーナンキ議長の記者会見で、F e dの景気見通しが強気と受け止められ、先行き雇用市場とリンクしたかたちで tapering の具体的なスケジュールに言及したことが市場で注目された。この間の米国の経済指標が総じて好調であったこともあり、市場では本年後半の資産買入圧縮、いわゆる tapering の開始を織り込む展開となっている。また、翌20日には中国の短期金利が急騰し一時13%を超えるということもあり、米国を中心に各国で市場金利が、かなり急激に上昇する展開になった。もともと、このような市場の展開の中で、直後から各国の中銀当局者が揃って緩和方向での口先介入を行うということも特徴的な動きであり、こうしたもとでグローバルなマーケットは足もとでは沈静化の動きがみられている。

まず米国の当局者は、tapering を始めても緩和的な金融環境が続くとか、金利の引き上げは先であるといったことを口先で強調する。欧州は欧州で、米欧の経済実態は違うということを強調したうえで、例えば、ドラギECB総裁、カーニーBOE総裁が先行きの緩和継続に関するフォワードガイダンスないしその検討を表明し、米国の tapering の影響をミニマイズする、あるいはデカップルするといった方向で金融緩和は続けるとの情報発信を行った。この間、中国も市場に十分な流動性を供給していることを強調するという展開であった。これを受けて、各国の長期金利上昇には一旦歯止めがかかり、株価がやや反発する展開となった。その後7月5日に公表された雇用統計が市場予想をかなり上回る好調な数字であったことで、9月の tapering 開始——市場では Septapering と呼ばれている——を相当織り込む展開となっている。図表4をみて頂くとお分かりのとおり、米国の長期金利は一旦2.7%台まで上昇し、足もとは2.6%台に少し戻すという展開である。結局、今の世界経済の中では米国の堅調さが強く意識され、その中で米国の長期金利高、株価の反発、ドル高という展開であり、他の国々は、現時点では米国とは経済実態が違うということを強調し、緩和的な政策スタンスを強調するという展開である。欧州では、

実体経済の弱さに加えポルトガルなどの周縁国問題の残存、中国では、景気減速懸念に加えシャドーバンク問題の金融システム情勢を巡る不透明感などが重石として意識されている展開である。こうした中で、欧州でも、米国につれて長期金利の水準がそれなりに切り上がっている展開である。

この間、日本の長期金利は5月中旬に上昇した後、概ね0.8～0.9%の間で横ばいであり、最近では、世界では珍しく横ばいのマーケットであるとみられている。基本的に現段階では、2年で2%のインフレ目標達成にはなお懐疑的な参加者が多い中であって、日米の金融政策の方向性の違いが強く意識されている展開ではないかと思う。この間、長期金利はこうした展開であるので、本行のオペ運営に対する市場参加者の批判は最近ではほとんど聞かれなくなった。この結果、日米および日欧の金利差がかなり大幅に拡大したことも特徴である。日米金利差は5月中旬まで1%強であるが、足もとでは2%に近づくレベルまで拡大している。このような金利差の拡大も後程申し上げる円安・ドル高の1つの背景となっている。

次に図表5の株価をご覧頂くと、(2)のエマージング諸国の株価が示しているとおおり、tapering 観測を背景に新興国の株価が広範に下落傾向をたどった。こうした中であって、本邦株価は、6月下旬以降再び反発に転じている。これは、本邦株価は5月22日以降6月中旬にかけて他国よりも先に一旦調整を経ていたこと、その後の米国の好調な経済指標、日本においても経済指標の改善、円安・ドル高などが背景となっているように思われる。欧州については、まだ景気が弱いことが認識され、新興国については tapering の影響が意識される中で、今の状況では米国に次いで日本の足もとの実体経済指標のパフォーマンスが相対的に良好であるということが、市場に強く意識されやすい展開であったと思う。この間、米国については、6月19日のバーナンキ議長の記者会見後は金利上昇と株価の下落が進む展開であったが、足もとはやや少し変わってきており、むしろ経済の改善の方が意識され、金利の上昇と株価の回復がともに進む展開となっている。

図表6(1)および図表7(1)の為替レートをご覧頂くと、ドルが円、

ユーロ、新興国通貨等他国通貨全般に対して上昇している。この背景としては、これまで申し上げたことと同じであるが、米国の実体経済指標が良好であること、F e d の tapering 観測、新興国向け資金フローの巻き戻しなどが背景になっていると思う。図表 7 をご覧頂くと、この間、ドルはほとんどの通貨に対して上昇している。特に、政情不安のブラジル、資源国でありかつ中国との経済関係も強いオーストラリアといったところの通貨が売られやすい展開になっている。

続いて金融調節であるが、図表 11 をご覧頂きたい。前回会合で申し上げたとおり、6 月以降の国債の買入方針については、5 月会合での議論を踏まえ、より弾力性を高める方向での見直しを行っている。図表 11 で 5 月と 6 月を比べると、新しい方針ではオペの頻度を増やし、オペの回数や 1 回当たりの金額に「程度」という言葉を付けて調整の余地を持たせている。これは、市場が「日銀は月前半にもう弾を 4 発打っているから、残りは 2 発しかない」といったような計算、見方をするのを避けるという趣旨である。

こうしたもとの、6 月中は、今申し上げたバーナンキ議長の記者会見や中国の金利上昇など、本邦長期金利にとっても上昇圧力となりやすい海外発の要因が幾つかあった。こうした中で金融市場局としては、私どもに頂いている裁量の範囲内で弾力的なオペ運営を行ってきた。この結果、図表 11 の 6 月買入実績が示すとおり、6 月中の国債買入額は 8 兆円を若干超える水準で着地している。

この間の経緯を若干敷衍したい。図表 12 の 5 年物から 10 年物のオペをご覧頂くと、6 月 19 日、20 日と 2 日連続でこのゾーンのオペを実施している。6 月 19 日のバーナンキ議長記者会見前後は日本の長期金利にも上昇圧力がかかりやすい地合いにあり、特に、6 月 20 日のオペでは倍率 3.52 倍とこのゾーンのオペとしては高めの倍率になった。また、6 月中は 13 日、17 日にオペを打っているが、この実行日は国債の振替停止期間中に当たっており、私どもが買入れできる銘柄は約半分位しかなかったが、当時は金利上昇圧力がかかりやすい地合いにあったので、敢えて買入れを実施した

ところである。こうした対応が積み重なり、6月の買入額は先程申し上げたように8兆円超とやや多めとなった。勿論、今後の国債買入れについては基本的には年間約50兆円という買入方針に沿いながら、市場情勢を踏まえ必要に応じて執行部に与えられた裁量の範囲内で対応していきたいと考えている。また、応札倍率については、引き続き1~5年ゾーンの応札倍率の高さが目立っているが、6月に入ってから落札額に占める都銀のウエイトが若干低下している。都銀のポートフォリオ売却ニーズは、このところ取り敢えずは少し一段落しているようにも窺われるところである。

以上のように、前回会合以降は海外要因がグローバル市場に大きな影響を与える展開となった。この中で各国の中央銀行は、現在世界経済の中でとりわけ良好さが目立つ米国経済と自らの経済状況の違いを強調する、さらにはフォワードガイダンスなどのかたちで自分のところの緩和スタンスを強調する動き——市場参加者の言葉を借りれば、米国の tapering とのデカップリングを試みる動き——もみられた。また米国自身も、tapering を始めても金利引き上げは先であると、tapering と金利見通しのデカップリングを図る動きもみられた。こうした中であって、本邦のマーケットは、株価は本日少し下がっているが、足もとでは急速に反発しており、為替も総じてみれば再び円安・ドル高方向になっているが、そのわりには長期金利は横ばい傾向であり、マーケットから見ると現在のグローバルな動きをよく凌いでいる市場とみられているように思う。この点は、株安と通貨安が同時進行した新興国や資源国、景気が弱い中でも長期金利の水準が少し上がってしまった欧州と比べても、やや対照的な姿となっているが、こうした姿が今後どの程度続くのか、またこれが変わるとすればどのようなことがきっかけとなるのかなどについて、今後とも市場の動向をモニターしていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

それではご質問があればどうぞ。

## 木内委員

2つある。1つは金融調節についてである。6月は余剰月のため固定金利オペを絞る動きをみせたが、4月に量的・質的金融緩和を導入し操作目標をマネタリーベースにした時に、市場では一時的に混乱があったと思う。従来の短期金利が目標ではなくマネタリーベースが目標となり、かつての量的緩和であれば、当座預金を日々安定させるようなオペレーションで、その結果として季節的な要因で短期金利が振れることは受け入れるということであった。今回はそうではなく、マネタリーベースを日々安定させるような運用ではなく、その結果として短期金利は比較的安定するということが浸透したと思う。一方で、6月から7月にかけては、そうはいつでもマネタリーベースの動きを均すような調節をしたが、これは市場で十分理解されていたのか。妙な憶測や誤解などはなく、本行としては、量的緩和のような厳格なオペレーションではないが、マネタリーベースの変動をそのまま放置する訳ではないという中間的な緩い方針であるということが市場に認知されたのか。7月になって固定金利オペが増えても、別の意図で実施しているというような誤解は市場にはないのか。

2点目は社債市場である。5月、6月は世界的にみると債券市場、特に社債市場、ハイイールド債は大混乱であったと言えると思う。それと比べると日本の社債は驚くほど無風で、金利スプレッドもあまり開かず、社債の発行などはむしろ足もと増えてきている。このように日本だけ非常に特殊な状況だが、これは一体どこから来ているのか。元々日本の社債市場は小さく、グローバルな裁定が働かない特殊な市場であるといった構造問題が一番の理由なのか。あるいは日本の経済状況が良いので、金融市場が世界的に動揺したとしても、クレジットスプレッドが開きクレジットリスクが高まるような状況ではなかったという足もとの日本経済の良さを反映したのか。あるいは国債の金利自体が欧米やエマージングの一部のように上昇しなかった——例えば、国債利回りが大幅に上昇すれば、景気に悪影響があるが、そういった観測からクレジットリスクも高まるということも



あり得ると思うが、そういうこともなかった——ことが背景か。つまり国債市場が非常に安定していたことが社債市場の安定の背景であったということか。色々考えられ1つに特定できないのかもしれないが、良い意味で日本だけ非常に異質な感じがしたので、その背景について考えていることがあれば教えて頂きたい。

### 山岡金融市場局長

1点目については、市場参加者の側にある程度共通の認識があったと思う。マーケットのレポートなどをみても、資金余剰月、資金不足月に合わせて若干の調整をするのではないかと、実施するとすれば共通担保オペ、短期国債買入れであろうといったような報道があったので、われわれからはそういった説明は全くしていないが、ある程度共通の理解があったと思う。マーケットの側でも、共通担保オペと短期国債買入れについては、0.1%の付利がアンカーになっており、金利が下がり過ぎたり上がり過ぎたりすると、都銀が当座預金を取り崩して運用に充てる、あるいは調達をするかたちで調整しているので、0.1%からそう大きくは離れず、ここの調節に関して言えば、マーケットにも比較的影響を与えないということかと思う。一方で、資金余剰月、資金不足月に合わせて国債の買入れを動かすことはしない、つまりそうすると年金の払いや税揚げなどに合わせて国債の買入額が変わるということになるが、そういうことはしないのだろうということに関しても、共通の理解があると思う。今回のスモーキングに関しては、そういった意図についてある程度共通の理解はあったのではないかと考えている。

2つ目の社債市場については、木内委員から既にお答えをほとんど頂いてしまったように思うが、1つは、わが国のマーケットの特殊性、すなわち発行についても投資家についても相当限定的であるということ、それから現在の日本の状況、すなわち現在世界経済の中で米国は好調だが、一方で新興国は tapering 観測があり、欧州はまだ厳しい中で、日本は実体経済の改善がマーケットに明確に意識されつつある。また、信用リスクとい

う意味では、新興国はインフラ上、例えば破産法制などから来る不安感が常にあり、欧州は欧州で周縁国問題はカントリーシーリングの関係で信用リスクにも跳ねるといふ要因があるので、何かあると信用リスクが意識されやすい。これに対して現在の日本のマーケットでは、景気そのものに関する見方もあるが、信用リスクに関しては相当程度抑制された状況が続いていると思う。それから、国債マーケット自体が安定しているということもあったかもしれない。もう1つは、幾つか厳しい発行体はあるが、日本のマーケットの中では、厳しい発行体は賭けに出ず、あまり長めの調達をしない。今信用リスクが意識されている幾つかの主体は、短めの調達を行なっており長いところで勝負をかけるというようなことはせず、マーケットを崩さないようにしているという意図も感じるところである。

#### 白井委員

大きく分けて3つある。最初に、図表4で日米の金利差が拡大しているが、ドル/円レートのボラティリティも拡大しているので、今のところ円キャリートレードは少ないと思う。先程、日米金利差で円安・ドル高が起きているという話があったが、マクロ系ファンドのいわゆる日本株買いと円ショートの商品が、以前一度撤退したがまた復活してきているのか、そのようなチャネルなのかどうかということが、もし分かれば教えて頂きたい。

2つ目であるが、図表11の国債の買入れオペで、ここでは1年から5年が一緒になっているが、詳細をみると5年と10年がほぼ拮抗した金額であるので、10年と5年辺りが相当持ち込まれたように思う。6月の段階では、ポジションを落としたいメガバンクが相当持ち込んだようであるが、それが一巡し証券会社が相当持ち込んだと聞いている。その理由として2つ仮説が考えられる。1つは、市場で買い手がいなかったのかもしれない。2つ目は、イールドカーブがスティープ化して、前日からの利回り較差であるので、日本銀行に持ち込んだ方が有利だから持ち込んだのか。どのような背景で証券会社が持ち込んだのか、分かれば教えて頂きたい。

最後の質問は図表 10 (2) でいわゆる流動性の proxy である値幅・出来高比率が改善してきているが、これは、出来高が変わらない中で値幅が縮小してきているのか。もしそうであれば、前回まで指摘されていたいわゆる板が薄い状況は、改善してきているのか。

#### 山岡金融市場局長

1 点目のマクロ系ファンドの問題は、どれがマクロ系の取引かを把握するのは難しいので結局周辺情報になるが、マクロ系ファンドは、一頃に比べ、株価と為替を規定するドミナントな要因ではなくなりつつあるような気がする。傍証としては、例えば 10 分単位で株価と為替の動きをトレースすると、マクロ系ファンドが中心であった時は 10 分単位で日本の株価とドル/円レートが一致していたが、最近その傾向がやや薄れてきている。マクロ系ファンドは、その時々で相関が強いものにベットしていく。その関係が崩れてくると、今度は市場で別の相関を探す。今回のイベントを経て、日本株とドル/円レートの関係がこれまでのように盤石ではなくなったので、別のものへのベットを始めているということではないかと思う。こうした中で、日米の金利差については、白井委員が示唆されたとおり、今の段階でまだ円キャリーということではないが、これだけ円安が拡大してくると、投資家の行動も少しは変わるのではないかといったマーケットのパーセプションが底流に少し出てきているということで、システム系ファンドとそうしたマクロの見方とのウェイトが少し変わりつつあるという印象を持っている。

オペに関しては、白井委員がおっしゃるとおりであり、最近の特徴としては、足もとでは、10 年物の落札分の平均残存期間が 9 年を超えており、同様に 1 年から 5 年でも平均残存期間が 4 年を超えているところが多い。これは、率直に申し上げて新発債を持ってくるケースが非常に増えているということである。取引としてはある程度ロールダウンを取ってから持ち込む方が儲かると考えられていたが、最近の傾向としては、日本銀行のオペが入札日の翌日に来ることを予想する向きが非常に多くなっている中

で、証券会社にとってみれば在庫負担を懸念しなければならない度合いが減っているということはあるかもしれない。逆に言えば、それは前日の入札を堅調にしているということかもしれない。つまり、入札する時、証券会社としては、顧客から委託を受ける分もあるが、自分の判断でこれ位ならはめ込めようと思って国債入札に来る訳だが、この時に、もしはめ込めなければ日本銀行に持って行けると思うと、在庫負担を気にせずに入札できる。その分入札が堅調になり、結局はめ込めなかった新発債を持って来ているという傾向があると感じている。

#### 白井委員

新発債が持ち込まれることが多いということは、市場で出回るものが少なく、このことがS L F、国債補完供給制度の利用が増えている背景であるとの理解か。

#### 山岡金融市場局長

現在のところ、市場の特定の銘柄がスクイズされる結果、S L Fに来ているというケースはあまりない。原因となっているのは、顧客のオペレーションミスやトラブルなどが多く、スクイズされた銘柄が来ているということではない。ただ、今後買入れをどんどん増やしていくので、状況はみていきたいと思う。現在では、スクイズされたことが直接のきっかけになって私どもの窓口に駆け込むという動きが増えているということではない。

次に、値幅・出来高比率であるが、ご指摘のとおり値幅が小さくなっている。こうした中で板の薄さは、若干戻りつつあるようであり、板も少しずつ厚くなる傾向が足もとのデータからはみられている。ただ、量的・質的金融緩和導入前の段階まで戻っているという状況ではない。

#### 中曽副総裁

図表 4 で米国の長期金利が非常に上がっている。米国当局も F e d も、

急上昇は避けたいと思っているはずであるが、にもかかわらず金融市場局のように長期金利を上手くコントロールできていないのはなぜか。彼らも相当頻度高くオペレーションに入っているはずであるのに、なぜコントロールできていないのか。

2点目は、図表9の日本のイールドカーブの直近の変化で、真ん中の辺りの6~7年ゾーンが膨らんでいるのはなぜか。

3点目は、資金余剰期で確かに都銀などの当預が急ピッチで積み上がっているようにも見えるが、余剰期にもかかわらず図表13の共通担保オペの応札倍率が極めて高いのはなぜか。

#### 山岡金融市場局長

3番目の共通担保オペの質問に関しては、6月中は共通担保オペのペース調整をした。マーケットからすると、それまでの共通担保オペは頻繁にきており、「日本銀行は、これを押し付けたくて仕方ないのだろう」と、いつでも取れるオファーという認識であった。資金余剰月の6月に関しては、共通担保オペの頻度を少し減らしたが、そうするとマーケットの側で若干のオペの希少価値が出てきて、今資金を取っておかないといつオペが来るか分からないという認識が出てきて、そのため倍率が結構上がり、札割れが回避された。この間、共通担保オペを間引くとオペの倍率が上がるという関係は比較的明確であった。ただ、先程の木内委員の質問と関連するが、資金不足月の7月に入り共通担保オペを増やすと、早速倍率が下がっている。その意味で、前回のオペはぎりぎりという状況であり、これからはまた札割れが増えていくのではないかと思う。

1点目のF e dであるが、これは率直に言って原因はよく分からない。われわれが本当に上手くコントロールできているかもよく分からない。私の印象では、日米のオペ云々というよりは、世界の中央銀行の中で金融緩和に関して量で勝負をする人は少なくなっており、tapering やL T R Oの期限前返済といったかたちで、量に関して言えばむしろ縮小の方向であり、そうした中で各国中銀はフォワードガイダンスの方向に移っている。

そうした中で、色々なところでソロスチャート的な考え方をする人がおり、量の効果をみている市場参加者が一定割合いるような印象がある。まず、そうしたかたちで日米の金融政策の方向性の違いが、多少意識されやすい状況であるということかと思う。それからもう1つは、元々の発想の違いなのかもしれないが、私の個人的な印象としては、米国は、何かアクションを起こし、状況を変え、別の均衡にいく時に、ボラティリティが高まるのは当たり前であって、市場にまず消化させ、市場に学習をさせるという考え方を強く持っていると思う。そして、市場が学んでいく過程で均衡点を見出していき、そうすると自ずと安定していく、それが望ましい道であるというような考えを持っていると思う。今回の米国のこれだけの長期金利上昇に関しても、F e d の側にも予想外の部分はあったと思うし、それなりの口先介入も行っているが、少なくとも米国のマーケット参加者から批判が出たということはなく、F e d の側としてもある程度は予測していたと思う。日本ほど paternalistic な対応——良い言葉が見つからないが——を取ろうとは考えていなかったのではないか。そういう考え方の違いもあるように思う。私の印象としては、量で勝負している日本銀行と実際に tapering している米国との方向性の大きな違いと、市場調節を巡る発想の違いがあるのではないかと思う。

一番難しいのがイールドカーブの質問である。イールドカーブのこの部分の膨らみについては、色々な説があり、率直に言ってよく分からない部分もある。日本銀行のオペレーションの中で、私どもが指標金利的な5年や10年を非常に気にしている——実際には利回り較差方式で買っている——ので、そのようなことはないが——ということで、そういったところに下方圧力がかかりやすいということを行っている方もいる。また、それ以外に、流動性や先物との決済の問題など色々なことをおっしゃる方もいるが、これに関しては率直に申し上げて今のところ原因はよく分からない。

雨宮理事

山岡金融市場局長が最後に申し上げた流動性や先物との関係で、あり得

る仮説としては、この間はボラティリティが高まった期間であるが、7年物でボラティリティが一番高まっており、これは先物対象銘柄であるので、結局あらゆる残存期間のヘッジを先物1つで勝負せざるを得ないので、そのボラティリティがここで高まりやすい構造がある可能性があるように思える。既にマーケット参加者からもそのような声が上がっているために、取引所で超長期物の先物上場を再開する動きがある。引き続き検討を進めるが、日本の市場整備的な観点から1つの課題であるという意識は持っている。

#### 佐藤委員

米国の長期金利の大幅な上昇については、日本と同じようなことが起こったのではないかと思う。すなわち、市場の流動性が大幅に低下した、具体的には、例えばレギュレーションの問題から大手の業者がポジションを取りにくくなってきたところに売りが嵩み、結果的に値が飛びやすくなったということではないかと想像しているが、その辺りで何か感想があればお願いします。

もう一点、国債補完供給に関して先程少し話が出たが、図表13で国債補完供給の実績をみると、7月に入って既に3回なので、少しペースアップしているという感じがある。銘柄をみると、従来、補完供給は変国や物国などの発行量の少ないいわゆる色モノに限られていたと思うが、最近では、10年のカレント物のようなものが多く入ってきているが、一体何が起きているのか。その辺りの背景を教えてください。

#### 山岡金融市場局長

1番目の流動性の低下と規制要因であるが、規制との関係は私どもとしてもあまり具体的な話は掴んでいない。勿論米国も、今は regulatory tsunami といわれるほど規制が議論されているが、米国の規制は、どちらかと言うとソブリンを買えという方向の規制が多く、その規制が流動性の低下に結びついているかどうかに関しては、われわれとしては確たる証拠

を持っていない。

補完供給であるが、佐藤委員がおっしゃったところは私どもとしても若干気になったところであり、申し込みに来た方々にヒアリングをかけている。ヒアリングによれば、おっしゃるようにカレントに近い銘柄も持ち込んでいるが、オペレーション上のトラブルやシステム上の問題などが起点となっており、「この銘柄がない」というようなストレートなことではなかったと思う。ただ、佐藤委員がおっしゃるとおり、確かに昔のように明らかに希少性の高い銘柄、特別な銘柄が持ち込まれたような状況でもないので、引き続き注意深くみていきたいと考えている。

#### 雨宮理事

S L F が若干増えているが、最近フェイルがまた増えており、われわれのオペが需給を通じてマーケットの玉を少なくしているということが確実に段々効いてきているはずであり、ひょっとしてオペが効いて長期金利が海外と比べ極めて安定しているという現象と対の現象ではないかという仮説を持っている。ただ、山岡金融市場局長が申し上げたとおおり、一つ一つをみると必ずしもスクイズされた銘柄ではなく、比較的外銀が持っているものが多い。この間、ボラティリティが高まった分、比較的外国人の売り買いが多く、カレント物を取り扱い、その結果事務ミスで持ち込まれたものが多いということもあるので、今のところ、本行のオペで玉を取っていった結果、金利も下がるが流動性がスクイズされているというところまではトレースできていないというのが実情である。ここはもう少し状況をみながら判断していきたいと思っている。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

#### 黒田議長

次に、海外経済情勢についてご説明をお願いします。



外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1（1）のグローバル生産PMIは、6月51.4%ポイントと引き続き50を僅かに上回る数字で推移している。ただ、国別には異同があり、ドイツを除き欧州各国が軒並み改善している一方、中国、韓国等アジア諸国は改善・悪化の分岐点を割り込んでいる。また、グローバル輸出受注PMIは、48.5と50を割り込む水準まで低下したが、これは、米国、中国、ドイツといった主要貿易国での落ち込みを受けたものであり、グローバルな貿易活動の持ち直しがもたついていることを示している。

米国経済であるが、米国の第1四半期成長率は、前期比年率+1.8%へと大きく下方改訂された。サービス消費の下方改訂が主因であるが、それでも個人消費は底堅く、全体の伸び率と同じ1.8%の寄与となっている。国防関連支出が削減されていることなどから、鉱工業生産はハードデータのある5月までは足踏みを続けている。もっとも、6月のISM指数の製造業はPMIと齟齬があるものの、輸出受注を含め受注が持ち直すことでやや大きめに上昇しており、これが今後ハードデータでも裏打ちされるかどうか注目される。実質個人消費は、気候要因を均してみれば堅調に推移している。中でも、自動車については、月々の振れはあるが高水準の売れ行きが続いている。消費者コンフィデンスは、コンファレンスボード指数、ミシガン大学指数ともに金融危機以降、最も高いレベルにまで改善している。6月の非農業部門雇用者が、サービス業を中心に19.5万人増加するなど、雇用が着実に改善してきていることや、株価が高値圏で推移し、住宅価格が着実に回復してきていることの効果が、年初からの減税打ち切りないし縮減の影響を大きく上回っている。こうした内需堅調を背景に、輸入がこのところしっかり伸びてきている。住宅セクターの指標も改善傾向をたどっている。長期金利の上昇につれ、モーゲージ金利がやや上昇したことで、リファイナンス申請件数が明確に切り下がってきているが、新規ローン申請件数への影響は現時点ではみられない。過去の金利上昇局面

では、2、3 四半期のラグを持って住宅着工への影響が観察されていたため、今後の推移を注視していきたいと思う。なお、オートローン金利は、現時点で低水準で横ばいとなっている。また、C P I はエネルギー価格の下落幅縮小を主因に、前年比+1.4%の上昇となった。コアでは+1.7%の上昇と前月と同じ伸び率となった。

欧州経済であるが、ユーロ圏の第 1 四半期の成長率は前期比年率-1.1%と幾分下方改訂された。しかし、製造業生産PMIは、ドイツを除き圏内主要国で改善傾向にある。財政緊縮の負荷が幾分薄らぎつつあることや輸出が底入れしていることが、下支えしているものとみられる。また、消費者コンフィデンスもレベルは低いものの、周縁国も含め、概ね改善してきている。また、個人消費にも下げ止まりの兆しがみられる。もともと、失業率はなお緩やかな上昇をたどっている。こうした中、7月4日、ECBはそれまでの方針を改め、「低金利は長期間に亘ることが予想される」というように、ソフトなかたちではあるがフォワードガイダンスを初めて採用した。周縁国の状況であるが、対独スプレッドをみると、ポルトガル、ギリシャ、キプロスで拡大した。ポルトガルでは、7月1日にガスパール財務相が辞任すると、その後任人事を巡り、連立与党である民衆党の党首であるポルタス外相が辞任を表明した。結局、財政緊縮政策に批判的なポルタス氏を経済政策調整担当の副首相に任命することで、コエリョ政権は連立政権を何とか維持したが、今後、財政緊縮政策の見直しに向けた動きが出てくることになるのか、トロイカがこれにどのように応じるのかなど、不確実な要素が強まったとも言える。また、ギリシャでは、サマラス政権が公務員削減目標の達成に向け、国営放送の閉鎖を決めたことに対して、民主左派が反発し連立を離脱したことから、政権基盤が弱体化した。もっとも、7月8日、ユーログループが公務員削減等での改革進捗の遅れを指摘しつつも、30億ユーロの拠出を決めたことから、少なくとも、ドイツ総選挙がある時期までは資金繰り懸念はなくなった。このように、欧州情勢は一頃に比べ落ち着いてはいるが、周縁国では長引く緊縮財政や景気の後退を背景に、雇用を含めた社会不安は大きく、政治情勢も不安定

になりがちである。リスクが下方に厚いことには変わりはない。

中国経済については、主要な経済指標が15日に出る予定であり、ほとんど更新されていない。更新されたもののうち、製造業PMIは国家统计局ベースで50.1%ポイント、HSBC/Marketベースで48.2%ポイントと低下した。サンプル数は少ないが、華南地域の輸出企業のウェイトが高いHSBC/Marketベースで、米国、欧州向けを中心に新規受注が44.9へと大きく低下しており、外需の弱さが目立っている。本日発表された6月の輸出は、前年比-3.1%にまで落ち込んだ。こうした中、端午節前の上昇が一旦落ち着いていたかにみえた銀行間取引金利が、6月20日に大きく跳ね上がった。人民銀行は、24日、流動性は全般的に合理的な水準にあるとして、商業銀行の流動性管理の改善を求める書簡を公表したが、長期金利が高止まり、株価が急落するや否や、25日になると、流動性を提供し短期的な変動の抑制や金融市場の安定維持にあたるとのメッセージを公表し、金利安定に向けて舵を切った。しかしながら、市場は、このエピソードについて、やや誇張された報道も相俟って、中国当局が、社会融資総量の拡大が生産的な経済活動に向けられず、不動産価格の上昇や潜在的なインフレ圧力を招き、ひいては金融セクターの安定性にとって脅威にもなりかねないことに対し深刻な懸念を有し、これに真剣に対処する構えであるとの警告を出したものと受け止めたため、金利情勢如何にかかわらず、特に、シャドバンキングセクターの健全性についての関心が大きく高まったままとされている。今後、6月以降、顕著にみられている起債の減少や、一部で取り沙汰されている株式制銀行による手形、信託受益権の買現先の縮小の動きといった影響のほか、自粛的な反応も含め、シャドバンキングセクターに対する資金の流入が大きく縮小することになるのか、実体経済にも影響をもたらすことになるのか、注視していきたいと思う。中国の経済運営における成長重視から質重視への転換は、アジア地区経済にも投影している。韓国、台湾、タイでは、輸出が一進一退の域を出ず、年明け以降の生産は、緩やかではあるが減少している。韓国における自動車製造業のストなど特殊要因もあるが、中国経済が消費主

導経済への移行を模索する中、諸外国からの輸入を誘発する度合いが低下してきていることや、円安で対日輸出が一部減少していることなどが背景にあるものとみられる。

国際金融市場であるが、6月19日のFOMC後、近い将来資産買入れが縮減されるとの見通しが強まり、長期金利が大きく上昇した。また、株式、REIT、ハイイールド債の相場は下落した。このうち長期金利については、市場の反応は過剰であるとのFed高官の発言が相次いだことで、一旦は調整幅が縮小したが、6月の雇用統計が市場の予想を上回ったことから、再び上昇に転じた。こうした市場環境にあって、新興国株式、先進国・新興国債券から資金が大きく流出したほか、新興国の通貨が大きく売られている。株価ではブラジル、中国、フィリピン、タイ、通貨ではブラジル、オーストラリア、インドの下落が目立つ。新興国からの資金流出は、中国金融市場の混乱で中国への依存度合の高い国を中心に成長率見通しが切り下げられるといったことも意識され、これが拍車をかけたともみられる。金利水準や新興国の金融市場は、時間をかけながら落ち着きどころを探っていくとみられるが、暫くはボラティリティの高い展開が予想される。

以上、世界経済は緩やかな持ち直しに向かっているとのメインシナリオは維持しているが、特に新興国・資源国の成長について、下方リスクが厚くなってきている。第1に、Fedの資産買入れ縮減示唆が市場のボラティリティを増大させたこと、第2に、資本フローの変化も手伝って、一部新興国で金融引締めを余儀なくされていること、さらに第3に、銀行間金利の急上昇をきっかけに、中国経済の先行きに対する楽観的な見方が大きく後退したことなどが背景である。昨日発表されたIMFの世界経済見通しでも、世界経済の見通しを2013年は0.2%切り下げ+3.1%へ、2014年も0.2%切り下げ+3.8%とした。ロシア、中国、ブラジル、メキシコなど新興国の成長率を大きめに下方改訂したほか、2013年の世界貿易の伸び率見通しを0.5%引き下げ+3.1%へ落としたのも目立つところである。ポルトガル、ギリシャにみられる財政緊縮策疲れ、ブラジルでの所得

格差を背景とした異議申し立ての動きなど、財政再建や構造改善への道程が政治的、社会的に平坦ではないことを示唆する事象が起きていることも懸念される場所である。以上である。

黒田議長

海外経済情勢についての説明に関して、ご質問があればどうぞ。

木内委員

3つある。既に答えて頂いているかもしれないが、1つは足もとの金融市場の動揺の影響である。非常にコーシャスなトーンで説明され、私もそのように思っているが、数字に落とした場合、果たしてどの程度の影響がグローバルにあり得るのか、下方リスクが高まったというだけで良いのか、それともファイナンス面からの悪影響がこれから新興国を中心に出てきて、その結果として、従来みていた年後半の世界経済の見通しを変える必要が出てきたほどのインパクトなのか、ということをお聞かせ頂きたい。金融市場は、足もとで少しは落ち着いてきた感じがするが、例えば、新興国の社債、ハイイールド債の利回りが上昇して下がっていない、通貨が大幅に下がった国もあるが戻していない、株価が下がって戻っていないというように、安定はしたが改善もしていない。このように、この1か月強位の間のイベントで新興国にそれなりにマイナスの影響が出てくるのではないかと。難しいとは思いますが、数字のイメージとか、先行きの経済のシナリオを変えるほどのものなのかどうかという点をお聞きしたい。それからアメリカについても、若干コーシャスではあるが、それほど大きな影響が出ないというようなニュアンスだったと思う。モーゲージの借換え指数は下がっているが、新規の借入れは、振れはあるが大きくは下がっていないということである。ただ、足もとの米国が財政のマイナスの影響をはねつけて意外と堅調であるということは、この2年ばかりの大幅な金利の低下の影響もあるように思う。特に、2011年から2012年にかけて、世界的にテールリスク、欧州リスクが高まった時に金利が大幅に下がり、そのテールリ

スクが後退する中でも非常に低い水準が維持されてきたが、これには金融政策の影響もあるかもしれない。住宅や自動車では、大幅な長期金利低下の恩恵を得ていたのではないかと思う。そこに短期間で 1%上がったが、それなりの影響が新興国だけではなくアメリカにも出てくるリスクはあるのではないか。失速させるほどのインパクトはなくても、数字となって表われる程度の影響は今後出てくるのではないかと思っているが、如何か。

2点目は、中国のシャドーバンキングについてである。リーマン・ショックのように世界の金融市場に波及するという類の話ではないし、中国の金融市場は閉じた世界だと思うので、基本的には中国のマクロ経済をどれだけ悪くするリスクがあるかというところだと思う。将来的に非常に大きく悪化するリスクがあるので、傷が深くなならないうちに早めに対処しようということで、それは非常に良いことだと思うが、そのようなファインチューニングが上手くできるのかどうか。つまり、クレジットを絞ったら思いの外色々なプロジェクトが滞ってしまう、あるいはデフォルトが増えてしまい景気を悪くしてしまう、というようなことがないのか。さらに言うと、その場合の最終的な損失の負担者が誰かよく分からない。理財商品を買っている個人なのか、銀行なのか、あるいは最終的に政府が面倒をみるのかといったところがよく分からないので、大きな混乱が起こる要素はある。大きな問題にならないうち早めに手を打とうということであるが、そういうチューニングが上手くいかないリスクがあるような気がする。それからもう1つは、そういうかたちでシャドーバンキングを抑えていくことによって、良い資金の借り手まで排除されてしまう。金利を規制しているとか、銀行の資金が国有企業に回りやすいという構造的な問題が背景にあってシャドーバンキングが広がっているというところがあるので、そういうルートでしかリスクマネーにアクセスできない民間企業もいるとすると、そういう良い企業のファンディングを阻害してしまうというのは、中長期的にみて、果たして中国経済にプラスなのだろうか。抜本的な解決をすれば良いのであろうが、例えば、国有企業の改革などが近い将来にできるとは思えないので、中途半端な対策が事態をむしろ悪化させてしまう

ということはないだろうかという点である。

最後はアジアについてである。IT部門ではやや改善の兆しがみえてきているとは言え、アジアの製造業はまだ少し弱いという感じが残っている。中国の減速と、円安によって日本が浮かび上がっていることの反面で落ちてしまっているという競争力の問題があると思う。円安が進みそうということが起こったということであるが、足もとでは為替の動きが複雑になってきている。円は対ドルで一旦円高になりまた少し円安に戻っている。アジア通貨に対してはそれほど大きくは変わっていないと思うが、一部の国の通貨が大幅に下がっているので、逆に円に対して通貨安になっている国もある。ドルに対しては、概して大幅に下がっている。こういう複雑な動きになってきているので、足もとの通貨の動きまで踏まえた場合のアジアの競争力あるいは製造業の活動についての環境変化が、この1~2か月であつたと言えるのかどうかという点を、教えて頂きたい。

#### 外山国際局長

まず、金融市場の影響であるが、エマージング諸国では債券、株から資金が大きく逃げることが起こったということだろうと思う。search for yieldの中で少しでも金利の高い商品を求めて、リスクがあることを承知で動いていた資金が、取り敢えずリスクの今後の方向性が変わってしまうかもしれないということで、リスク量を落としたといったようなことが起こったということだろうと思う。ただ、今のところまでのインパクトは、アジア危機のように経済活動自体が止まってしまうとか、金融セクターにおける流動性が枯渇してしまうといったことが起こっている訳ではなく、教訓を積み備えもある中でマネージャブルなところに収まっていると思う。ただ昨日、IMFがエマージングの見通しを下げたように、新興国・資源国の成長力が鈍っているという見方は広範に共有されてきているのではないかと思う。ただ、われわれは比較的慎重にみてきていたので、他の主体がわれわれの見通しに近づいてきたということだと理解しており、今のところメインシナリオを見直すということではなく、これまでも

みていたことであるが、下方リスクの確率が少し高まったということだと思っている。勿論、今後の展開によっては、シナリオ自体が上にも下にも振れることはあり得ると思う。米国における金利上昇の影響については、住宅ローンは申し上げたとおりであるし、オートローンその他の消費者クレジットは比較的短く——オートローンで5年の固定——、販促ということもあると思うが金利は上がっていない。従って、そういうところが支えになるということだろうと思う。金利が上昇してきたことには色々要因があるとは思いますが、基本的には経済の体温が上がってきていることの裏返しだろうと思うが、もしそうであれば、金利が上昇することは自然な流れで、それをきちんとこなしていくだけの基礎も段々と揃っていくということではないかと思う。ただ、特に住宅ローンへの影響等が出るとしてもこれからになるので、今後しっかりとみていきたいと思う。

次に、シャドバンキングについてであるが、中国とのビジネスが大きい外国の企業の株が売られるといったようなリンケージはあるが、木内委員がおっしゃったように、基本的には中国に閉じた世界だろうと思う。今後どのように対処されていくかについては、今の時点で、海外からは見通せない幾つかの変数があるのだろうと思っている。シャドバンキングの貸付先である不動産、融資平台、製造業といったところの焦げ付きあるいは潜在的な不良債権がどの程度あるのか、それに対して政府はどのように対応していくのか、特に、融資平台の損失が発生した場合に地方政府あるいは中央政府がその損失を被っていくことになるのかどうか、理財商品の損失について、銀行自身が銀行のバランスシートでないと言いつつもレピュテーションリスクということで負担していくのか、そういうことで銀行セクターが不良化する資産を大きく抱えるようになった場合に政府がどういう対応をするのか、今後の金利動向、成長率も不良債権をどの程度増やすかにかかってくるので、それぞれの変数がどのように展開していくかによって、大きな結果をもたらすのか、あるいはきちんと政府がコントロールできる問題にとどまるのかが決まってくると思う。民間の中国ウォッチャー、特に中国以外からみている人は、少し厳しくなってきてい



るというような感じであり、年後半には世界経済の回復とともに緩やかに回復するというのが普通のシナリオではあるが、一部に、回復はなかなか見込めないのではないか、精々フラット位ではないかといったような見方や、仕上がりの成長率も7%程度にとどまるかもしれないといったような見方もじわっと出てきている。われわれは、まだそこまで下げる必要はないと思っている。

それからアジアであるが、今日の中国の輸出入統計にもあったように、なかなか貿易が動いていない。その背景には、製造業が調整局面にあるということがあるのだろうと思う。これまでも申し上げてきたが、一番大きいのは、中国が部品製造を内製化しているということもあるが、中国の景気自体が思ったほど伸びてこないところに、期待に基づいて作り込み過ぎてしまったものを調整しなければならないという動きが色々なところでみられている。円安については、一時、特に韓国と台湾からその影響が出ているといったような話もあったが、韓国ウォン自体もかなり対ドルで安くなってきており、かつ対日輸出は確かに少し落ちているが、その他の地域向けの輸出でそれほど影響を受けている訳ではないといったことから、一頃と比べれば、円安を問題視するというのではなくてきているように思う。台湾についても、日本企業と提携して色々なサプライチェーンを回している企業が多いこともあり、円安は日本からのパーツを安く仕入れられるということでプラスでもある。また、日本が最終的に景気が持ち直してくるということであれば、プラスにみているといったような見方が強いということだろうと思う。従って、円安そのものがアジア全体の製造業に対して大きくのしかかっているかということ、あまりそういうことではないと思う。むしろ、需要要因、とりわけ中国の弱さ、ヨーロッパの弱さが大きくのしかかっていることが、一番大きな要因だと思う。

#### 木内委員

中国の輸出については、今日出た数字は弱く、PMIも輸出受注を中心に非常に弱い。これは、中国の内需が弱いから他のアジア諸国の景気も弱

くなり、その結果として、中国のアジア向けの輸出も弱いというような流れなのか。それとも、中国以外のアジア地域も別の弱くなるような要因があるのか。

外山国際局長

新興国については、それぞれ構造的な問題を抱えており、対外的な要因で成長率が下がってくると、そのような構造的な問題が表に出て、さらに問題に拍車をかけることが起きやすい構造にある。そういったものが相乗的に作用して、一部の国ではまだまだ元気だが、じわじわと成長率を押し下げてきているような動きもあるのだろうと思う。中国の今日の統計に基づくと、中国の先進国からの輸入は比較的順調に増えてきつつあるが、新興国からの輸入はどちらかというところ下がってきている。そうであれば、中国が新興国からの輸入を減少させていることが、特に、アジア地域の輸出に効いてきているということではないかと思う。

白井委員

3つある。今の質問と重なるが、図表 2-2 の米国経済であるが、(4)で住宅価格は上がり始めている、(5)では住宅着工も増えている、ここにはないが、恐らく販売も増えているという中で、(6)の新規の住宅ローンは横ばいで、借換えは一巡、一服の感がある。これをどのように理解するかということであるが、若い方々が新しく家庭を形成し住宅を買うケースで、クレジットスコアも厳しくアクセスができない中で、住宅価格が上がり販売が増えているということは、もしかしたら、投資家が中心になっている可能性がある。例えば、投資目的で住宅を買うようなケースが多いのではないかと思っているが、その辺はどのようにみているのか。どのようなかたちで価格が上昇したり販売や着工が増えているのか、分かれば教えて頂きたい。

2つ目は、中国についてであるが、銀行間市場が一時タイト化し、今は大分良くなっているという話であるが、この背景に、社会融資総量のマ

チュリティギャップがあり、短期の返済が必要で銀行間市場から資金調達したということがあったと思う。今、図表 6 (5) でみると社会融資総量の伸びが一応収まっているので、少し抑制されているような気がする。それでも、一部の銀行は資金がかなり不足しているということを耳にする。オンバランスだと思うが、大体 4~5%位の利回りで金融商品を販売している銀行が増えていると聞いている。4~5%と言え、1年物の預金金利が3%なので、それよりずっと高い。これがオンバランスで行われているそうであるが、そこには、何か新しいリスクがあり得るのか。

最後は、tapering のアジアへの影響である。アジアの主要国の 10 年物の国債利回りをみると、ここ 1 か月位で利回りが最も上昇したところはインドネシアである。世間ではインドやブラジルのことが言われるが、インドは 0.4%位でありそれほど上昇していないが、インドネシアは 2%上昇している。インフレが若干上昇したとしても、明らかに金利上昇の方が大きいので、実質金利が相当上がったはずである。経常収支が赤字だからと言われるが、インドの経常収支赤字の方が大きいし、為替の下落率はインドの方がずっと大きい。どちらの国もエネルギーの補助金を減らして、インフレ圧力がある中で、インドネシアだけは突出している気がする。私なりに思うのは、その背景は、他の国が金融緩和しているところに、確かインドネシアだけ金利を上げた。その影響なのか、あるいはインドネシアは主要東南アジア諸国の中で外国人の保有が 33%位と高いがその関係なのか。対ドルペッグしている香港と比べてもインドネシアの上昇が大きい、何かもし分かれば教えて頂きたい。

#### 外山国際局長

まず、アメリカの住宅ローンであるが、モーゲージに関する米銀の審査基準は緩んでいないので、特に所得の低い層、あるいは若年層がアクセスしようとしてもなかなか難しいと思う。勿論、ある程度しっかりした職業に就いて安定的な所得を期待できる人にはローンは出ると思うので、そういった人達がベースにいると思うが、足もとで取引件数が増えてきている

のは、業者の動きと賃貸住宅の建設だろうと思う。家賃が上がってきていたので賃貸住宅を建てる動きや、先高観、値頃観を見越してある程度ファイナンスのつくような人達——投資家とも言えるかもしれないが——が物件を買っているということだろうと思う。先高観ということであれば、腰折れすることはないかもしれないが、ファイナンスが段々厳しくなってくると、その手の取引は低下してくることもあろうかと思う。

中国について、オンバランスとおっしゃったが、預金であれば基本的には預金金利規制があるので、それを上回るような金利は付けられない。理財商品と言われているものの一部で、明示的あるいは黙示的に保証しているようなものがある。当局は黙示的な保証については問題視しており、できるだけやめさせるような方向で規制をかけていると理解しているが、ループホールをみつけて販売している一部の資金繰りが苦しい銀行があるということではないか。

白井委員

オンバランスとオフバランスと両方あるのか。

外山国際局長

そういうことだろうと思う。個々の銀行の状況によっても違うが、本当に流動性をそういうかたちでしか取れないということであれば、普通はあまり良いサインではないと思う。ただ、大規模あるいは中堅以上の銀行でそういったことが行われているとは理解していない。

次に、tapering の影響に関しインドネシアの件であるが、私もインドネシアはアジアでは一番脆弱ではないかと思っている。投資家は、tapering の話が出る前からアジアで弱いところがあるとすればインドネシアだと言っていた。基本的にインドネシアは資源国で、コモディティ価格の下落とともに経常収支の赤字幅が拡大してきている。インドネシアの場合、インドやフィリピンと違い、海外からの安定した remittance はなく、経常赤字を安定的に埋めるような術がある訳ではなく、中南米と同じ

ように対外的なバランスが資源価格に大きく左右されてしまうという弱さを持っていると思う。また、ガソリンの補助金を大きく改めガソリン価格が44%上昇し、物価に対する影響も極めて大きいので、インドネシア中銀はインフレターゲットの上限を暫くは上げるというような操作も行った。そういった環境でもあるので、特に、海外の投資家がインドネシアの債券を大きく売ってきたということではないかと思う。

#### 森本委員

中国のシャドーバンキングについては、これから融資平台等への影響をみていきたいということだが、昨年9月に1兆元のインフラ投資を認可したものの、元々資金調達が厳しいのでなかなか着工できないというようなことが色々言われていたが、こういう状況になってくると、前体制下に行われたことだから一度白紙に戻すという位に捉えた方が良いのか。何か聞いているのであればお伺いしたい。

もう1つは、ヨーロッパにおける金融から実体経済への影響の点で、来年7月からの実施は遅れるかもしれないが、銀行監督一元化の手続きが進んでいる。それを踏まえて、来年の第1四半期に資産査定やストレステストを再度実施するということだが、以前自己資本比率9%の時にデレバレッジが実体経済に与える影響を色々心配した経緯がある。ヨーロッパは年後半から回復するという見方となっているが、金融面から実体経済への影響はあまり心配しなくて良いのか。その辺の感触を伺いたい。

#### 外山国際局長

昨年1兆元のことと言われ、それはやがて出てくるだろうとみているが、今回のことでシャドーバンキングに一定の牽制が入ったとはいえ、資金的には、かなりの手当が第1四半期までになされているので、ここがネックになって出てこないということではない。今遅れているのは、本当に効率的なプロジェクトなのかどうかについての中央政府の審査がかなり厳しくなっているためではないかと思う。つい先頃までは、そうは言っても、

昨年前半に大きく落ち込んでいたのが、昨年後半から伸び率が少し上がってきて、前年比ベースでは 20%位で等速できている、昨年の落ち込みを前提としても、少しずつ上がってきていたが、これから少し水準を切り上げてインフラ投資が出てくる、と言っている人が多かったのが、足もとでは、あまりもう期待できないかもしれないといったような声がより多く聞かれるようになってきたということではないかと思う。この辺は、われわれで予想するというのも難しいので、情勢をしっかりとみていきたいと思う。

欧州の金融監督の一元化については、本日にも S R M の素案が発表されるかもしれないところまでできているが、おっしゃったように、事前に資産査定やストレステストを E C B が行うことが発表されている。ヨーロッパの当局あるいは中央銀行に聞けば、「大丈夫だ」と言うが、金融危機が起こって以降、アメリカとヨーロッパの金融セクターに対する見方を大きく二分したのは、アメリカはしっかり膿を出したとマーケットから認識された一方、ヨーロッパではまだ表に出ていないものが多いのではないかと、さじ加減が甘いのではないかと盛んに言われて、その疑心を今でも引きずってきていると思う。もし、一部の銀行がこれによって資本をかなり投下しなければならぬくらいの結果が出てくるのであれば、むしろ反転のきっかけとしての手続きが進むとのポジティブな評価もできるのではないかと思う。

#### 門間理事

その場合に、資本を入れる仕組みが十分できているかどうかというところが、最後に問題になる。できていないのではないかという懸念があるので、それが無い状況のもとで、アセットクオリティーをちゃんとみることができるとかという疑念もある。最終的な資本を入れる仕組みまでクレディブルなものができるかどうかポイントであって、そこについての懸念がある以上、おっしゃったリスクは消えないと思うので、そこは頭に置いておく必要はあると思う。

石田委員

資料-3の「海外経済・国際金融の現状評価」の冒頭に、世界経済は「全体としては徐々に持ち直しに向かっている」とある。従来はわれわれもそのように考えていたが、6月以降の色々なことを考えると、そのようにすんなりと言えるのかという疑問が出てきており、少し引っかかる感じがする。

外山国際局長

木内委員のご質問への答えでも申し上げたように、下方リスクが少し厚くなっていると思っているが、メインシナリオとしては、アメリカにおける財政緊縮の影響が段々低下していくことが見通されており、アジアの製造業で一部少し動いてきたといった動きもあるので、そういったことから緩やかに持ち直していくといったメインシナリオ自体は、現段階では見直さなくても良いと判断した。

宮尾委員

今の話とも関連するが、ユーロ圏経済についてのリスク評価は、基本的には下方に厚いということだと思うが、一方で、域外への輸出は底入れし、消費者のコンフィデンスも低い水準ながらじわっと上がってきている、製造業のPMI、サービス業のPMIも50割れであるが改善してきているので、それだけをみると、私は、ユーロ圏経済のリスクは下方に厚いながらも少しは改善しているとみられなくもないと思っている。その辺についてはどのようにみているか。

外山国際局長

おっしゃるとおりであり、大きな意味で今が底ではないかという感じが出てきていると思う。これといって反転するきっかけがあった訳ではないが、ソブリン債務危機が発生してから随分長い年月を経て、色々調整が進

んできたということと、財政政策について少し見直しが進み市場もそれを容認するかたちになってきていることが、心理的に肩の荷を少し下ろしたということではないかと思う。

#### 中曾副総裁

アップサイドとして米国をどうみるかという点で、輸入が結構強いという感じがする。おっしゃるように、財政の坂が段々剥落していくと米国経済は結構強いという気もするが、輸入の背景、評価をどのようにみているか、お伺いしたい。

#### 外山国際局長

特にヨーロッパと日本からの自動車の輸入が増えている。ピックアップやSUVなどの大型車が売れているので、米国の3大メーカーの業績自体好転している。マーケット全体が拡大している中であって、特に、自動車の輸入が先進国から増えてきているということは、日本にとっては非常に助けになることではないかと思う。

#### 佐藤委員

新興国からの資金流出の動きであるが、図表8-2をみると、株式については取り敢えず止まっており、債券についても流出の勢いが和らいできていると思う。この動きは、今後のFedの tapering 等の動きで如何ようにも変わり得ると思うが、取り敢えず小休止状態に入っているところの先行きをどのようにみておけば良いのか、少し気になっている。新興国の各国のファンダメンタルズをみていると、通貨安・株安が進んでいるところは、やはりファンダメンタルズが弱く、経常収支が赤字で、外貨準備が潤沢でない中で為替介入を実施しており、そういったことが高じていくと、例えば、債務危機や通貨危機、あるいはそれに類するような状況になり得ることも十分考えられるので、個人的には警戒感を持ってみている。古い話であるが、例えば、アメリカが1994年に金融引締めを実施したそ



の後に、メキシコで通貨危機が起こったということもあるので、少し警戒感を持ってみている。そういった資金流出の動きの今後の展開をどのようにみるかというところであるが、仮に、何かテールリスクが示顕するとすれば、それが果たしてどういった国や地域で起こるのか。ブラジル、インドは話としてはよく出てくるが、先程インドネシアという話もあった。ファンダメンタルズをみると、トルコも危なそうに見える。そういったところで、仮にそういったことが起こった場合に、それがどのようなコンテジョンを起こし、世界経済にどのような影響を及ぼし得るのか。何かイメージがあれば教えてもらいたい。

#### 外山国際局長

株、債券の資金流出の動きは一服していると思うが、tapering が示唆されたことに対して、一部の投資家が非常に速やかに動き売却したということだろうと思う。こういった流れが続くのかどうかについては、そもそもなぜ米国で長期金利が上がったのかを、どのように理解するかにも関わる。つまり、ボラティリティが今後も暫く引きずるような展開になっていくのか、そうだとすれば色々なイベントのたびに、一方向ではないかもしれないがじわじわと資金が抜けていくという展開になりかねないとみている。ただ、アジア危機、あるいは先程おっしゃったメキシコ危機のようなレベルにまで新興国が追い込まれるかどうかについては、そこまでの距離はまだかなりあるのではないかと思う。色々な経験を踏まえて、かつてと比べれば、短期債務の比率を減らしたり、外準を積み上げてきたり、地域間のスワップ協定等を整備したりといったようなことがあるので、以前と比べれば強靱性を増しているということで良いのではないかと思う。ただ、国によっては、おっしゃるようにより脆弱な国もあり、特に資源に依存せざるを得ない新興国の一部——オーストラリアやカナダといった先進国は心配することはないと思うが——が特に懸念されるところだろうと思う。アジアで言えば、インドネシアということだろうと思うし、中南米は概してそういう国が多い。これまで経常収支赤字を資源に対するF

D Iでファイナンスしてきたが、そういった動きの見直しが大規模に起こってくると——FDIなので投下された資金が逃げていくということではないかもしれないが——、ファイナンスがつきにくくなっていくことだろうと思う。問題は、色々な国で財政・金融政策の対応余地が非常に狭くなってきていることだと思う。為替の問題もあるので、インドネシアやブラジルのように、経済状況が悪くてもインフレを懸念して利上げせざるを得ないといったところもある。インドでは、利下げをしているが貸出金利の低下には全く繋がらない。これは、積年の色々なプロジェクトに対する融資案件が潜在的に不良化しているため銀行セクターが貸出金利を下げようとしなないからである。結局、従前からの繰り返しになるが、構造改革をしっかりとやってきたところから抜けていくということであろうし、現在一部にみられているように、そういったことが社会的、政治的に難しくなってきた結果を出せない国については、佐藤委員の表現を借りると、テールリスク的なことが顕在化する蓋然性が高まっていくということではないかと思う。ただ、目先、個別の国が追い込まれてどこが心配だということではないと思っている。

黒田議長

他にご質問がなければ、ここで5分間のコーヒーストップを取りたいと思う。

(15時36分中断、15時41分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

黒田議長

決定会合を再開する。それでは、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）【追加】に沿ってご説明する。6月短観が出ているので、図表1で業況判断をみると、製造業、非製造業ともに全般に改善している。ここにはないが、全産業全規模でみると、6月は-2%ポイントと3月対比6ポイント改善し、2007年12月以来の高水準となった。先行きもさらに改善する見通しとなっている。業種別の特徴を2点申し上げておくと、第1点は、3月時点ではコスト高が先行し悪化していた業種——中小の製造業や運輸——でも好転するなど、改善に広がりが見られている。第2に、図表1の(1)製造業と(2)非製造業を比べると、過去の水準との比較では、製造業に比べて非製造業は相対的に良好である。これは海外経済がややもたついている一方、内需が堅調であることを反映したものと理解している。

図表2(3)の景気動向指数(CI)をご覧頂くと、一致指数は5月まで入っているが、さらに改善しており、内閣府では、一致指数の動きを基に、機械的な方法であるが上方への局面変化と判断している。これは、既に谷を過ぎて拡張局面に入った可能性が高いことを意味している。在庫率、新規求人などで構成されている先行指数は、大きく改善しており、一致指数も少し遅れて当面回復を続けるとみて良いだろうと思う。

図表4の公共投資関連であるが、一致指数である公共工事出来高金額は、4月まで出ており、4月の1~3月対比は+0.7%と引き続き公共工事は増えている。先行指数の公共工事請負金額は、4~5月の1~3月対比は+27.1%、前年比もたまたま+27.1%と大幅に増加している。このことは、7~9月にかけて緊急経済対策による工事進捗が本格化していくことを示唆していると思っている。

図表6の輸出入であるが、通関の実質輸出は、5月に前月比-0.5%と若干低下したが、4~5月では1~3月対比+2.8%と、1~3月の前期比+1.5%に比べても伸び率が高まっている。一方、輸入については-1.3%と、若干振れはあるが円安の影響で素材などが入ってきていないということもあり、横ばい圏内位の動きになっている。輸出が増えて輸入が減ると

ということで、4、5月の実質貿易収支、いわゆる外需はプラスになっている。図表8で輸出の地域別についてご説明する。2013年4～5月の1～3月対比は、米国が+6.4%としっかり増加している。これは、自動車市場に代表される米国経済の堅調さと円安の効果によるものだと思う。一方、EUは引き続きマイナス、東アジアはここにきてプラスに転じているが、中国向けについては、日中関係悪化の影響の減衰から自動車が増加に転じた。NIEsは、電子部品がiPhoneショックの減衰から底打ちしつつある。また、半導体製造装置も、台湾、韓国メーカーが投資を再開したことで伸びているようである。ただ、最近ASEANで弱い状況が続いており多少気になるところである。この辺りを踏まえて輸出の先行きについて申し上げておくと、先月も申し上げたが、第1に米国での自動車販売の堅調さ、第2に為替円安の影響、第3に日中関係悪化の影響やiPhoneショックといった一時的なマイナス要因の減衰から、当面緩やかに増加していくとみて良いと思っている。ただ、先程から議論があったが、日本の輸出ウエイトが高い中国経済のもたつきが今後も続けば、輸出が一旦増加したあと再び鈍化する可能性には、引き続き注意が必要と思っている。

次に国内である。図表15の短観の経常利益であるが、大企業・中小企業、製造業・非製造業でみても、2013年度の経常利益水準はいずれも改善あるいは高水準持続が見込まれている。このうち、(1)の製造業・大企業については、改善したとは言ってもリーマン・ショック前に比べると低水準だが、当時に比べた海外需要の弱さを反映したものと思うが、一方で、前提となる為替レートはまだ91円程度なので、今後、上振れの余地も大きいと思っている。

図表16の企業マインドは、短観ではなく月次の調査を示しているが、これらをもみても、当然振れはあるが概ね改善傾向とみて良いのではないかと思う。その中で、企業マインドではないが、景気ウォッチャー調査をみると、企業の調査に比べると株高を反映してかなり早めに上がり、足もと、6月調査では少し下がっている。これも6月の株価反落を反映したものだと思う。水準はまだ50を超えており、景気ウォッチャー調査の過

去平均は大体 40 代前半～半ば位なので、まだまだ高い水準にあり、現時点で何か心配する必要があるとは思っていない。

設備投資については、図表 18 の機械投資の一致指数である資本財総供給は、1～3 月に続いて 4～5 月も増加している。今回から鉱工業指数統計が 2010 年基準に変わったが、この資本財総供給はまだ 2005 年基準であり、恐らく来月位から変わるのではないかと思う。両者を比較すると、出荷では 2010 年基準と 2005 年基準で、2010 年基準の方が少し弱いので、2010 年基準になった場合、資本財総供給がここまで強いということはないと思う。そうは言っても、底を打ってきた、底が固まってきたとみて頂いて良いかと思う。

一方で、図表 19 の設備投資先行指標であるが、(1) 機械受注は 4 月まで入っているが、これも底が固まってきたという感じで、(2) 建築着工床面積は、以前からであるが、非製造業を中心に増加傾向が続いている。図表 20 がもう少し先までの設備投資を短観の 6 月計画でみたものだが、いずれのセクターもしっかりしている。(1)、(2) が製造業で、これまで少し先送りされていたが、中小企業を含めて先送りしていた投資の再開の動きが出てきたと思っている。以上を踏まえると、設備投資については、企業収益の改善などを受けて足もと下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられると、前月より判断を進めても良いのではないかと思っている。

図表 22 の個人消費で、(3) の GDP と同じ作成方法で作られた消費包括指数——われわれが試算しているもの——、そして消費総合指数——内閣府が作っているもの——は 5 月まで数字が出ているが、1～3 月が相当強く、4～5 月は少し反動が出ると思っていたところ、今のところ引き続きしっかり伸びており、われわれが一頃思ったより少し強めにきていると思う。6 月をみてみないと分からないが、消費はかなりしっかりしていると思う。図表 23、図表 24 で販売統計をご覧頂くと、図表 23 (1) の小売業販売額は 1～3 月に続き 4～5 月がさらに増えている。図表 24 (1) は小売店販売で 5 月まで入っているが、5 月に増えた後、われわれが業界から聞いているところでは、6 月も高水準横ばい、ないしは若干増えている。

株価反落の影響が心配されたが、今のところマイナスの影響ははっきり出ている訳ではないようである。ただ、所得がはっきり伸びている訳ではないので、スーパーの方は相対的に弱めとなっている。(2)のサービス消費は、外食がここに来てしっかり増加しているほか、旅行についても、ヒアリングによれば、夏場の旅行の予約は国内を中心にかなりしっかりと聞いている。

図表 25 のコンフィデンスであるが、先程、午後 2 時に消費者態度指数が出たので 6 月の数字を申し上げると、季調済系列で 6 月は 5 月に比べて 1.4 ポイント下がった。5 月が 1.2 ポイント上がっていたので、同程度だけ下がって 4 月位の水準になった。中身をみても、いずれも少し下がっている。株価の反落が大きかったなのでその辺りが反映されたのではないかと、景気ウォッチャーと同じような理由ではないかと思っている。先行きの個人消費については、コンフィデンスにも一時的に影響していた株価が落ち着きを取り戻していることと、雇用環境といったよりファンダメンタルズな部分の改善が明確になりつつあることからみて、消費は当面底堅く推移するとみて良いと思っている。

図表 26 の住宅であるが、5 月の新設住宅着工戸数は 102.7 万戸と、2008 年 10 月の 105 万戸以来の 100 万戸台乗せとなった。元々、ペントアップ需要が旺盛である、消費税率引き上げ前の駆け込みないしは物件、金利の先高観から、持ち直しが明確化していると思っている。当面、こうした傾向は続くと思っている。

図表 28 の第 3 次産業活動指数だが、今朝 5 月分が出たのでご報告しておく。前月比で +1.2%、4~5 月の 1~3 月対比が +0.7% と伸び率を高めている。中身をみると、証券会社、小売、飲食、宿泊、土木・建築サービス、運輸といったように幅広い分野での活動が高まっていることが確認される。図表 29 の鉱工業生産であるが、今回 2010 年基準に改定され、リーマン・ショック後の季節調整方法も変更され一頃に比べて歪みが小さくなっていると思われるので、基本的に公表ベースで判断していきたいと思っている。公表ベースを図表 29 の月次でみると、持ち直しがはっきり

してきていると思う。6月以降の予測指数も、振れを均してみれば緩やかな増加傾向とみて良いと思う。四半期でも、次第に伸び率を高めている。われわれのマイクロヒアリングでも4~6月、7~9月と前期比2%前後の増加が続く見通しとなっている。業種的にも、当然自動車が強いが、一般機械などを含めて業種の広がりがみられる感じがする。

次に雇用だが、図表34(1)で失業率は低下傾向、有効求人倍率は改善傾向が続いており、(3)の所定外労働時間は製造業を含め上昇傾向にあり、いずれも改善傾向にある。図表36の所得面については、(1)の雇用者数は、労働力調査では伸びがさらに高まっている。これは振れが大きい統計であるが、改善が数か月続いているので景気の持ち直しを反映している可能性が高いとみている。(2)の賃金は、直近は3月~5月であるが、均してみると、まだ小幅のマイナスではあるがマイナス幅は小さくなっている。月次でみると、4月、5月は前年比でゼロまで改善してきている。この動きを反映して(3)の雇用者所得、すなわち雇用者数×賃金の前年比は、まだゼロ近傍であるが、一頃に比べて少し改善しプラスになってきている。賃金については、所定外が既にプラスになってきているが、夏のボーナスがどうなるかどうかを6月の特別給与で確認していきたいと思う。また、所定内についても、4月、5月辺りに非製造業で下げ止まりの動きがみられているので、この辺りも先行き労働需給の改善などに伴ってどうなっていくか、しっかりみていきたいと思っている。

最後に物価であるが、今朝、図表41の国内企業物価が出て、前年比は+1.2%まで改善している。3か月前対比は、一頃に比べるとプラス幅が縮小してきた。これは石油製品や非鉄といった為替・海外市況連動型が小幅マイナスに転じてきている一方で、電力が5月に値上げということもあるが、さらに燃料費調整での値上げもあり、上昇幅が高まっている。先行きについては、多少鈍化していくと思うが、電力料金は引き続き上昇すると思うし、食料品などの価格転嫁の動きも6月、7月辺りから出てくると言われているので、小幅のプラスで推移するとみて良いと思う。海外の為替に直接連動するところは収まってきているが、コスト高を転嫁するよう

な動きが少しずつ出ているということかと思う。図表 43 の消費者物価は、全国除く生鮮食品の前年比が、5 月に昨年 10 月以来のゼロ%まで改善している。主な要因は 2 つあり、1 つは公共料金であるが、これは電力料金を中心に上昇幅を拡大した。もう 1 つは財であるが、これは仕入価格上昇のコスト転嫁が——耐久財も多少そういう面があるかもしれない——みられ始めたということかと思う。6 月以降どうなるかであるが、図表 46 の東京の消費者物価をご覧頂くと、6 月の東京は+0.2%と 5 月に比べて上昇率を 0.1%高めた。主に公共料金であるが、大阪や京都など近畿主要都市も公表されているが、そこでは 5 月に比べて 0.2~0.4%位高まっている。こういった動きや、石油製品や電力の全国への寄与などを総合的に勘案すると、6 月は恐らく 0.2~0.3%位のプラスに転じると考えている。

以上をまとめると、実体経済は、内需への底堅さに輸出の持ち直しも加わり活動水準が着実に高まってきており、その中で出遅れ気味であった設備投資についても、企業所得から支出への前向きな循環が働き始めたと思われる。こうした点も踏まえると、景気は緩やかに回復しつつあると、判断を進めることで良いと思っている。今後は緩やかに回復し、年度後半は消費税率引き上げ前の駆け込みもあって高めの成長になるとみて良いと思っている。消費者物価は、当面エネルギー関連の上昇を主因に前年比プラス幅を拡大させていく見込みである。年度後半には、その面からの上昇は次第にピークアウトする一方で、需給改善を反映した動き、さらに傷害保険料の引き上げも予想されるので、次第に 1%に近づいていくと考えている。これらを 4 月の展望レポートのシナリオと比べると、全体としてみれば、概ね想定どおりに推移しており、先行きもほぼ想定範囲内で推移していくとみて良いと考えている。内容的には、海外経済は当時より少し弱めに推移しているのではないかと思う。その影響で原油価格が少し弱く、当面の物価には多少マイナスに効く可能性があると思う一方で、消費中心に国内需要は強めに推移しており、外需の下振れをある程度相殺すると考えている。ただ、海外経済の下振れリスクについては、先程議論があったように注意が必要だと思っている。以上である。



黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

図表 36 (1) の雇用者数で、増えているのは圧倒的にパートである。15～64 歳の生産年齢人口は減っているが、日本全体では労働力人口は増えている。その背景は、65 歳以上の方が労働力化しており、そこが相当——40 万人位——増えている。15～64 歳のところでは、男性は減り女性は増えているが、全体としては、女性の社会進出が男性の減少を相殺するほどにはなっていないので、65 歳以上の高齢者が労働者数として増えていることが主因のようである。そういう方々が、パートやいわゆる非正規のかたちで就業している可能性が大きいと思っている。そうなると、このシフト効果が、トータルでみた日本全体の賃金が伸びていかないことの背景にあると思っている。確かに時間当たりに換算したパートの賃金は増えているが、元々非常に低いレベルなので、そういうかたちの就業が増えても消費にはなかなか結びつかないのではないかという感じもする。そのようないわゆるシフト効果は結構大きいと思うが、その辺はどのようにみているのか。

もう 1 つは、今の C P I の説明はよく分かったが、確認したいのは、耐久消費財の動きである。5 月の全国では下げ止まりの方向にあったが、6 月の東京はマイナス幅がむしろ拡大しているということであった。報道では、これまではどちらかと言うと量販店がディスカウント競争をやめる方向にある、高品質の商品へ移っているという話もあったが、一方で、そうではなく、例えばより大きなテレビを買うようになっただけで、価格競争そのものが減った訳ではないという声も聞く。耐久財の価格について、何か情報があれば教えて欲しい。

## 前田調査統計局長

まず、耐久財の話であるが、おっしゃるとおり、東京をみると5月に良くなったあとで6月に下がっているが、元々5月がこれほど上がるのかという位上がっていたので、恐らく反動が出るだろうと思っていたので、特段驚くような動きではない。価格競争についても、価格競争がなくなる訳はなく、引き続きかなり根強いと思っている。ただ、例えばテレビでは、大きいものにシフトということもあるが、CPIで取っているような32型については、価格を下げてもあまり売れないという感じになっているので、方向としてみれば、これまでのようにどんどん下げるといった感じではないと思っている。そして、ここ数年、耐久財だけではなく非耐久財もそうであるが、輸入比率が相当上がってきており、この点、円安でこれまでに以上にコスト高になっているので、それを何とか転嫁したいという気持ちが多くメーカーであるようだ。当然、値上げが全部のまれるとは思わないが、多少そういう動きが出てくるのではないかと現時点では想定している。勿論、ここは不確実であるので、引き続き注意してみたいと思う。

次に賃金の話であるが、おっしゃるとおり、今、労働参加が増えているのは65歳以上と女性である。これは主にパートで吸収されていると思うので、平均的な賃金という点では、表面上はなかなか上がりにくい可能性があると思う。ただ、消費という観点からは、それによって雇用も増えていけば所得全体は増えていくので、平均的な賃金が伸びないからといって、それが消費にマイナスとは考えてはいない。賃金についても、失業率が4.1%でもうすぐ3%台に入っていくが、既にパートなどでみられているように、建設だけではなく小売、外食等でも人が採りにくいということを言い始めているので、賃金は少しずつ上がっていき、平均としてはっきり上がるかどうか分からないが、パートの賃金が上がり、正社員についてもここから景気の回復が持続すれば、来年春をみてみないと分からないが、多少なりとも正社員の賃金も上がっていく可能性を念頭に置いておいても良いと思っている。いずれにせよ、ここは不確実性は高いと思う。

## 佐藤委員

2点ある。1つは設備投資に関して、図表20の短観ベースの設備投資で、大企業製造業の2013年度の6月計画で+6.7%、修正率+3.2%であるが、平年と比べて突出して強いという訳ではないと思う。わりと強いという評価になっていると思うが、2011年、2012年度と比べても弱いし、普通のパターンでいくと9月短観、12月短観はここからそれほど変わらないと思うので、普通のパターンをたどるのであれば、この後、来年の3月、6月と時間を経るにつれて段々下方修正されていき、出来上がりは恐らく前年比で横ばいに近い状況になりそうにもみえる。私はそれほど強くみえないが、強いと判断される理由をお聞かせ願いたい。

2点目は消費である。図表22(3)の消費包括指数は、4~5月平均の前期比でみると随分と強いが、家計調査とかなりイメージが違う。元々私には家計調査のイメージがあり、4~6月期のGDPベースの個人消費は、前期比で精々横ばい位と思っていたが、これだとかなり良さそうである。この違いは何からきているのか。

## 前田調査統計局長

まず1点目の設備投資であるが、私は、設備投資が強いと申し上げたつもりはない。計画はそれなりにしっかりしていると申し上げたが、今年度は設備投資がそれほど高い伸びになるとは思っていない。それでは、何が前向きに評価すべきことかということであるが、これまでは輸出が弱い、生産が弱いということで、製造業では設備投資が相当先送りされてきた。それでわれわれは、設備投資は弱含みとか弱めという表現をしてきたが、需要の中で最も遅れていた部分で、ここにきてようやく、下げ止まりから持ち直しに向かう動きがみられてきたという意味で評価している。短観の投資計画自体も、それをサポートするものだとして理解している。2011年度、2012年度は相当下方修正されたが、2011年度は震災の影響で、2012年度は海外要因で途中から相当先送りされたと思う。

個人消費であるが、おっしゃるとおり、私も、家計調査が弱いので消費が弱いのではないかと思っていたが、5月の家計調査が出たところで、家計調査全てがGDPに反映される訳ではないが、GDPに用いられるものを精査すると、それなりにしっかりしていたということに尽きる。家計調査だけではなく、消費状況調査では、耐久財が家具、家電辺りで強かった。家計調査の中でも、消費が強いということかどうかわからないが冠婚葬祭の支出が増えているなど、そういうもので意外と強かった。さらに申し上げますと、株式の売買が4月、5月と相当増えたが、株式取引高が個人消費に反映される。どういうことかと言うと、株の取引には手数料も絡むので、個人消費の一部としてカウントされる。これがサービスの伸びのうちの半分位を占めており、こういったところもGDPベースの個人消費の押し上げに寄与している。6月は反落するとは思いますが、取り敢えず4~5月はそういう結果になっている。

佐藤委員

株式売買の委託手数料が消費としてカウントされるということか。

前田調査統計局長

推計の仕方としては、株式取引高と株価をかけたかたちで推計しているが、考え方としてはそのような手数料は個人消費であるという考え方である。疑問に思われる部分もあると思うが、そのように作られているということである。

黒田議長

株式売買サービスを購入している、ということか。

前田調査統計局長

これが全て個人の取引かと言うと、多分そうではないので、そこはやや個人消費を押し上げ過ぎている感じがしないではないが、作り方としては

そのようである。

#### 木内委員

漠然とした質問だが、景気の水準と景気回復のポテンシャルについてである。例えば、短観の製造業の製品需給判断D I、あるいは需給ギャップ、景気動向指数のC Iなどでみると、今の景気の水準感は2003年位の感じがする。それでは2003年はどのような年だったかと言うと、2004年、2005年、2006年とこれから景気が盛り上がっていく入り口位で、この類推からすると、日本経済はあと何年も非常に強いポテンシャルが発揮され、景気も良くなり、物価も上がるというイメージも確かにある。ただ一方で、景気の底からどの位経ったかという点では、厳密には去年は非常に短い景気後退と判定されてしまうかもしれないが、大局的にみると2009年初辺りを底に、途中震災や去年の欧州問題などをクリアしながら徐々に戻ってきたということだと思う。そう考えると、景気は既に4年半位経っている。いざなぎ景気でも5年弱ということを見ると、景気の長さでは既に相当きているという感じもする。この辺を加味した場合、どの位のポテンシャルがあるのだろうか。景気の持続性や景気のサイクルが景気の水準に左右されるとすると、まだ天井も低いし、成長の余地は十分あるという見方にもなると思う。あるいは、例えば、製造業では在庫循環が非常に小さくなってきているので、かつてアメリカで議論されたように、在庫循環がなくなってきた安定した景気が長く続くという期待——実際はそうでなかったと思うが——からすると、まだまだのりしろのある経済だというような感じがする一方、今申し上げた景気循環の長さでは相当きているという見方もある。過去、景気循環が何で起こったかと言うと、景気の水準もあり、色々なイベントで景気が後退したということもある。あるいはアメリカなどでは金融政策のサイクル——日本はあまり当てはまらないと思うが——で、景気が落ちると金融緩和が実施され、それによっていずれ色々な歪みが起こって、最終的には引締めて落ちていくということもある。景気循環には、水準だけではなく色々な要素もあるということを加味すると、

既に景気は4年半位順調に戻り、景気の水準も上がってきていると単純に考えて良いのか。これについては、日本国内というよりもグローバルな経済、グローバルな景気循環をどのように考えるかという一般論になってしまうかもしれない。話を戻すと、景気の水準に着目するとまだまだという気もするが、回復からの期間に着目すると、既にいざなぎ景気が近づいてきているのもっと注意した方が良いというような気がする。個人的にはやや慎重にみているが、お考えがあれば教えて頂きたい。

#### 前田調査統計局長

先程2003年とおっしゃったが、ギャップや短観の色々な数字をみると、2003年末から2004年位の水準かと思う。2009年初が景気のボトムであったので、それからするとかなり経っているが、リーマン・ショックで相当落ち込んだところを出発点とすれば、相当時間が経ったのは事実であるが、あまりにも低いところからの出発であった。だから、4年経ったがようやくそこそこの数字になってきた程度だと思っている。そういう意味で、私自身、水準論に近い考えを持っている。これから景気のリcoveryが多分続くであろうと申し上げたが、これには金融緩和効果など色々あるが、それを除くと、1つには、景気自体は上ってきたが、設備投資は過去4年間ほとんど増えていなかった。中期的には、設備投資循環が景気のリcoveryを決めるキーになると思うが、それがこれからまだ増える余地があると思っている。もう1つは、不確実性は非常に高いが、海外経済自体がリーマン・ショック後、多少持ち直した時期もあったが、足もとまで含めてまだもたつき気味であり、どちらかと言うと、これから回復していくとみて良いのではないかと思っている。この2点からみれば、景気は、今後何年間か分からないが、暫くは回復基調をたどると考えて良いのではないかと考えている。

#### 石田委員

輸出・生産がなかなか出てこずに非常に気を揉んでおり、このところやっと出てきて強い手応えも出てきたと思うが、設備投資については、D

I や予想では出ているが、しっかりとしたものが出していない。確かに下げ止まりから持ち直しの動きはあるが、今回、「回復」とまで言うのは少し早いのではないかという気がする。4～6月の数字をみてからでも、遅くないという気がする。今は、一部の4～5月の数字である。確かに短観は強いが短観はD Iである。殊に図表29(1)の鉱工業生産をみると、2012年の今頃に比べるとはつきりと低いところでちょろちょろしている。非製造業の方が非常に強く主力は消費だということなのだろうが、もう少し何とかならないかという気がする。

前田調査統計局長

過去に「回復」という言葉を使っていた時を振り返ると――過去と言ってもこの枠組みで景気判断しているのは1998年からなので15年もないが――、おっしゃるとおり、輸出が強く、生産が戻り、設備投資が増えるということがあった。その時は、消費はまだ弱く、設備投資にある程度火が付きそうなところで「回復」という言葉を使い始めていた。言い訳めいたことを申し上げると、今回は「回復しつつある」であって、「回復している」とまでは断言していないところがミソである。過去15年と比べた時の違いは、内需が強く、公共投資、政府支出もあるが、個人消費が色々な要因もあり先に出てきて、最後残っていた設備投資も、どうやら所得から支出というメカニズムが緩やかながらも働き始めたのではないかと思う。

石田委員

そこが始まれば安心である。今まで先に他のものが出てしまったので、ここが回らないと腰砕けになるので心配している。そのところが、もう少しという感じである。

前田調査統計局長

ここはわれわれも心配していたが、一応色々な指標をみる限り、今増え

ているとまでは断言できないが、どうやら増える方向に向かいつつあるという感じがあり、それとの合わせ技で「回復しつつある」ということにしているが、この辺りは色々なご意見があるところかと思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは次に、金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)【追加】をご覧ください。図表1の家計・企業のインフレ予想は、(1)で生活意識に関するアンケート調査が出ている。中央値は、今後5年間の予想インフレ率では、前回は2.0%、今回は2.5%となっている。今後1年間の予想インフレ率は、3.0%で変わっていないが、前回改善していたことが背景だと思う。他のインフレ予想の指標は、この半年位で改善しているので、前々回と合わせて12月、3月、6月と半年位でみると、いずれの年限も上昇している。同じことを質的質問——「上がる」、「下がる」のシェアから割り出したもの——をみても、前々回をボトムに半年間改善方向にある。因みに、これについては(注)2.に書いてあるとおり、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するようお願いしているものである。(2)の消費動向調査は、先程前田調査統計局長からもあったとおり、今日14時に出たものであるが、数字だけ申し上げると、「上昇する」との割合が前回80.4%、今回81.9%ということで、あまり変わらないが若干改善した。それに伴い、加重平均の1年後の予想インフレ率は2.52%から2.55%と若干の改善で、引き続き改善方向にある。(3)の企業のインフレ予想は、短観の先行きDIから作ったインフレ予想であるが、他と変わらないが、前回、前々回との比較、半年前との比較で上昇傾向には変わりないと思う。

図表2のエコノミストのインフレ予想は前回会合でご説明しているので省略し、図表3の市場のインフレ予想は、大体の指標が横ばいのような



感じになっており、改善が一服である。(1)のQSSをみて頂くと、改善してきたがここへきてほぼ横ばいである。(3)のBEIは、株の動きに形が似ているが、ピークが5月15日で1.96%と2%程度まで行き、その後ずっと下がってきて、ボトムが6月28日で1.21%まで下がった。その後、昨日は1.36%と若干戻している。因みに、前回会合時は1.43%であったので、前回会合と今回はほぼ変わらず、四捨五入で1.4%という水準にある。以上がインフレ予想である。

図表8の金利については、新聞等で貸出金利が上がっているという記事が出ているが、長プラは、昨日の公表で本日からまた5bp上がり、4か月連続で、1.15%から1.35%まで20bp上がったことになる。ただ、そのことが実際の貸出金利に影響しているかということ、貸出約定平均金利——全ての貸出を捉えた悉皆統計——の新規の除く交付税特会向けの総合をみて頂くと、1.015%と引き続きボトム圏である。6月に住宅ローンの10年物が20bp位上がっているのでこの影響がどのように出るかであるが、たまたまちょうど同じ時期に3年物の当初固定0.6%という商品をメガバンクが3行とも出しているので、その両方の影響が大体相殺するような感じになり、それほど影響しないと思っている。そういう意味で、色々と報道はされているが、実際の統計上は今のところ上昇するという感じは出ない。先行き注意は必要だが、ボトム圏内にある。引き続き貸出競争は厳しいと聞いている。CP、社債は、CP発行レートは0.12%~0.13%で変わっていない。社債発行レートは0.60%から0.67%へと若干上がっているが、これは電力債等の発行があったことの影響である。

次に、図表12のボリュームであるが、ボリュームは増加傾向が続いている。民間部門総資金調達は、+0.6%から+0.7%へとまた0.1%ポイント改善している。6月の寄与度はどこも5月と同じになっているが、細かく言うと、銀行・信金等の貸出と社債で細かい寄与が立っている。銀行計は、+2.1%から+2.2%と若干伸びを高めている。CP・社債計も+1.1%と伸びを高めている。特に、社債が+2.7%と前年比高い伸びになっている。6月は国内公募社債で1兆円を超える発行があった。4~6月の月平均

9,500 億は、リーマン・ショック後のピークである。今月若干動きがあるのは、これまで出てこなかったエクイティ調達が入り出し、6 月が 1,474 億円となっている。流通関係等が出ており、7 月も食品関係の上場等があるので、引き続き高い数字になりそうであり、まだ 1、2 か月の話なので確定的なことは申し上げられないが、エクイティ関係も少しは出始めている可能性がある。図表 14 (2) の企業規模別をみて頂くと、中小企業が +0.2% と漸くプラスになったが、これは 2007 年 8 月以来であり、中小企業向けも含めて貸出がプラスになっていることは 1 つのニュースかと思う。

最後に図表 21 のマネー関連である。マネタリーベース平残の前年比は 6 月 36% 増、末残では 34% 増、金額にして 173 兆円である。今後は、資金需給の関係で 170 兆円強でほぼ横ばいであるが、前年比は 3 割から 4 割の間となる。最後にマネースtock であるが、こちらも貸出とともに伸びており、6 月の M2 は 3.8% 増である。これは 1997 年 7 月の 4.0% 増以来の伸びになっており、ボリューム関係もここへきて伸びてきている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 15 の CP・社債発行残高であるが、過去、CP も社債も増えている局面、CP が増えて社債が減っている局面、CP が減って社債が増えている局面、CP も社債も減っている局面の 4 パターンある。これは、企業の資金ニーズが長期性の資金か短期性の資金かでこのような違いが出てくる可能性があり、長期金利の先高観がある時は社債で資金を先に調達するというように、CP・社債市場のそれぞれの発行環境でこのような 4 パターンが生まれると思う。足もとは、社債は非常に増えている一方で CP は減っている。しかし、CP の発行環境が悪いという感じではないことか

らすると、このパターンは一体何を意味しているのか。私は、金利先高観が大きいのではないかと思うが、それだけにとどまらず、企業の資金ニーズが、例えば短期の運転資金から投資資金にシフトしていることを表しているというような見方ができるのか。

内田企画局長

図表 15 で、C P がここへきてマイナスになっているが、昨年が結構なプラスになっていたことの裏が出ている面がある。昨年は電力や大手電機が、社債発行が難しい中でC P を発行していたので、その裏ということかと思う。C P の発行環境については、ここへきてむしろ好転していると思っている。例えば、短観の発行環境D I は、24 から 29 の「楽である」超に改善し、実際のレートをみてもかなり落ち着いている。電機関係も発行できるようになってきている——勿論一部できない企業もあるが——ので、C P の発行環境に特に問題なく、ここは昨年の裏という面が大きいと思う。社債についても、電力債が、先程の図表 12 の 1 兆円強の中で電力債が 2,000 億円位出ているので電力債が発行できるようになってきていること、今の電機の関係では、ある企業では、個人向け社債の発行を行ったというニュースもあるので、そういう意味では、両者とも発行環境は良くなってきていると思う。昨年の裏という要因がなくなればプラス傾向になってくると思っている。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

それでは、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

本日お配りした「金融経済月報「概要」の前月との比較」に沿ってご説明する。景気の現状判断は、「わが国の景気は、緩やかに回復しつつある」と、前月の「持ち直している」から判断を幾分前に進めている。今月は、

輸出、設備投資、住宅投資、生産の表現をそれぞれ少しずつ前に進めている。輸出については、前月の「持ち直しつつある」から今月は「持ち直している」、設備投資は、前月の「全体としても下げ止まりつつある」から、当月は「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。住宅投資に関しては、前月の「持ち直し傾向にある」から、今月は「持ち直しが明確になっている」としている。なお、6月短観を踏まえて「企業の業況感は改善している」という一文を加えている。そのうえで鉱工業生産は、前月の「持ち直している」から、今月は「緩やかに増加している」としている。

続いて、実体経済の先行きである。最初の一文については、今月の現状判断を踏まえたうえで、全体をやや簡潔に短くするかたちで、当月の表現は「国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられる」としている。輸出の先行きについても、こうした表現に合わせて、「海外経済の持ち直しなどを背景に、緩やかに増加していく」としている。住宅、企業収益、鉱工業生産の先行きの表現を少し変更しているが、これは現状判断を変更したことへの対応である。

物価面であるが、国内企業物価の現状については、前月までは「為替相場の動きを反映して上昇している」としていたが、本日の6月速報の公表値も踏まえて、「国際商品市況や為替相場の動きを背景に、上昇幅が縮小している」としている。国内企業物価の先行きは、前月までは「当面、上昇を続ける」としていたが、今月は「当面、緩やかに上昇する」としている。消費者物価（除く生鮮食品）は、前月は「前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている」としていたが、当月は「足もとではゼロ%となっている」という表現にしている。消費者物価の先行きについては、前月は「次第にプラスに転じていく」だったが、この「次第に」を取って当月は「プラスに転じていく」としている。

正木企画局政策企画課長

金融面は、総括的な表現については、「わが国の金融環境は、緩和した

状態にある」という判断を維持している。各項目についても、評価そのものは据え置いたうえで、主として計数面の変化を反映した修正を行っている。具体的に申し上げますと、マネタリーベースについては、前年比の伸び率が5月の31.6%から6月は36.0%に高まったことを受けて、前月の「3割程度の伸び」を当月は「3割台半ばの伸び」に変更している。

資金調達コスト等については、特に大きな変更はない。貸出については、銀行貸出の前年比伸び率が5月+2.1%の後、6月+2.2%となったことを受けて、「2%程度のプラスで推移」という表現を維持している。その後変化したところでは、CP・社債の発行残高の前年比が、5月0.0%の後、6月は+1.1%になったことを受けて、前月の「概ね前年並みとなっている」を、当月は「前年比は、プラスとなっている」に変更している。

マネースtock統計は、先程説明があったように、5月分が+3.4%から+3.5%に上方修正されるとともに、6月分は+3.8%に伸びを高めたことを受けて、「3%前半の伸び」から「3%台後半の伸び」に変更している。

最後の金融市況面であるが、前回決定会合時の6月11日の水準を改めて申し上げますと、日経平均は13,318円、ドル/円相場は98円18銭、10年債の利回りは0.870%であった。本日の市況をみると、日経平均が14,416円と1,000円強の上昇となっている。ドル/円相場は100円台半ばでこちらも2円強の円安となっている。一方で、長期金利は0.85%台と、こちらは概ね同じ水準である。このため、「円の対ドル相場は下落している一方、株価は上昇している」ということであり、長期金利については「前月と概ね同じ水準となっている」という表現を維持している。

黒田議長

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

(16時45分中断、11日8時59分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。冒頭に、情報管理について一言申し上げる。本日のある新聞の朝刊に、昨日の会合の様子を記したかのような記事が出ている。こうした記事が出ることは、決定会合への信認確保の観点から極めて重大な問題であり、深刻に受け止めている。本件については、後程、マスコミ関係者との接触に関して調査をお願いしたいと考えている。いずれにしても、この場の全ての皆さんに今一度、情報管理の徹底を確認したいと思う。

それでは本日の議事進行をご説明する。本日は、まず第1に中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、2番目に当面の金融政策運営に関する討議、3番目に政府出席者からのご発言、4番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に6月10、11日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。内閣府からは山際大志郎大臣政務官、財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。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、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付し説明をお願いする。

[事務局より資料を配付]

## 内田企画局長

計数について申し上げます。2013年度から2015年度までの政策委員の大勢見通しは、実質GDPの2013年度は+2.5%～+3.0%、中央値が+2.8%、4月見通し対比では、下限が0.1%上振れ、中央値が0.1%下振れている。2014年度は、+0.8%～+1.5%、中央値が+1.3%と、下限および中央値がそれぞれ下振れている。2015年度は+1.3%～+1.9%、中央値が+1.5%と、下限および中央値がそれぞれ下振れている。CPIは、2013年度から申し上げますと、+0.5%～+0.8%、中央値が+0.6%と、中央値および下限がそれぞれ0.1%ずつ動いている。2014年度は、消費税率引き上げの影響を除いたベースで申し上げますと、+0.7%～+1.6%、中央値+1.3%と、上限・下限は変わってないが中央値が0.1%下振れている。2015年度については、+0.9%～+2.2%、中央値が+1.9%で、前回4月と変わっていない。これまでのやり方では、GDPは、大体±0.2%～0.3%位までは「概ね見通しに沿った」とし、それを超えて±0.3%位になると、「下振れ」ないし「上振れ」としているので、今の計数を前提にすると、実質GDPについては「概ね見通しに沿って」となる。CPIについては、同じく±0.1%位で、上振れ・下振れを判断している。0.1%の範囲であれば、「概ね見通しに沿って」としているので、この数字であれば、「概ね見通しに沿って」ということになろうかと思う。以上である。

## 黒田議長

それでは、まず最初のラウンドでは、最近の金融経済情勢および中間評価について1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。木内委員から願います。

## 木内委員

6月短観など、足もとでの国内経済の一段の改善を示す指標の発表が増えているが、海外経済の先行きについては、逆に、前回会合以降下方リスクが高まったと考えている。米国の金融緩和策の修正観測に端を発した新

興市場の動揺と、当面の景気減速を容認しても信用拡大に歯止めをかけようとする中国当局の政策姿勢の2点は、世界経済に少なくとも一時的には抑制効果をもたらすと思う。この点は、今後数か月程度の間を確認されていくものと予想している。

米国の金融緩和策の修正観測が、資金の巻き戻しを通じて新興国経済に打撃を与える構図は、1994年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機に似ている。勿論、現在は危機と呼べるような状況ではないが、今回は資金の巻き戻しの影響を受ける地域が広いとみられるため、世界経済に与える影響は小さいとは言えないように思う。アジアをはじめ多くの新興国においては、株価下落、金利上昇、通貨下落による物価上昇などから、一時的にせよ景気が減速するとみている。また、米国での国債利回りの急速な上昇は金融機関に損失をもたらすほか、ハイイールド社債、不動産モーゲージ債の価格調整は、企業、家計の資金調達に支障をもたらす可能性がある。欧州企業の資金調達にも、多少なりとも悪影響が及ぶ可能性があると思う。

第2に、中国の新政権は、信用膨張に歯止めをかけ、また設備過剰の緩和を図るなど、金融、実体両面の不均衡是正を当面の景気に優先させる姿勢をより明確にし始めた。将来、世界経済の安定を脅かしかねないシャドーバンキング問題への早期の対処という観点からは、こうした姿勢の変化自体は望ましいと言えるが、少なくとも短期的には景気の下振れリスクを高めると思う。

以上の点を踏まえると、財政緊縮の影響を徐々に脱するアメリカ経済が牽引するかたちで、年後半に世界経済が順調に持ち直すといったシナリオの蓋然性は低下しており、本年末にかけて世界経済がなお力強さを欠く不安定な状況が続く可能性が高まってきているように思う。

日本経済は、6月短観でも確認されたように、輸出の緩やかな持ち直しや高額消費の堅調などに支えられて持ち直している。製造業で弱さが目立つアジア地域向けの輸出が意外に堅調であるが、これは円安効果によるところも小さくないと考えられる。アジア地域向け輸出は円建て契約比率が



相対的に高いため、素材関連などを中心に円安進行によって日本製品の競争力が速やかに向上したのではないかと思う。他方、高額消費の堅調は、狭義の資産効果のみならず、心理的な影響も含めた株高効果に後押しされてきた面が大きいと思う。この点から、円安・株高という外部環境が日本経済の最大の牽引役になってきたと思う。ただし、4月、5月の家計調査などは、年初の個人消費の大きな盛り上がりやや一服していることを示唆しており、自動車販売なども足もとは減速している。今後、円安・株高による景気の牽引力が徐々に低下する可能性があるともみているが、そこにアジア新興国を中心とする海外需要の鈍化が重なると、日本経済は向こう数か月間で増勢がやや鈍化することも予想される。その場合でも、財政出動の効果や消費増税前の駆け込み需要など一時的な要因を考慮すれば、当面成長率が大きく低下する可能性は低いと思う。しかし、本格的な景気回復の軌道がなかなかみえてこないまま、景気の大きな下振れ要因ともなり得る来年4月の消費増税を迎える可能性がある。

次に物価動向であるが、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比上昇率は、前年のエネルギー価格の下落や円安の効果で7月頃までは顕著に改善するものの、その後は既に述べた円安効果の一巡や成長鈍化などを受けて頭打ち傾向に転じる可能性が考えられる。円安による価格押し上げ効果は、現在輸入完成品を中心に生じていると思うが、他方で、輸入原材料の価格については、国際商品市況の低迷が円安効果を相殺しているため、円建てではほぼ横ばい状況にある。通常、輸入原材料価格の上昇は時間をかけて徐々に製品価格に転嫁されていく傾向があるが、今回はそれが起きにくいため、物価押し上げ効果も比較的早期に一巡する可能性がある。5月の家計調査では、電気代、ガス代、ガソリンなど自動車関係費の実質消費が前年比で顕著に落ち込んでいたが、これらは価格が大きく上昇している品目と重なる。このことから、足もとでの価格上昇率の高まりは需給改善よりも円安によるところが大きく、さらにそれが需要に多少なりとも悪影響を与えている側面があると思う。また持続的な物価上昇実現の鍵を握る所定内賃金については、5月毎勤統計でも前年比-0.2%と12か月連続で下落

が続いている。こうした点も踏まえると、足もとでの物価上昇率の高まりは、われわれが本来目指しているような、経済の改善と一体で進む持続的な物価上昇とは依然やや異なる姿にあるのではないかと思っている。

最後に、今回の展望レポート中間評価では、既に述べた世界経済の下振れリスクの高まりを反映して、私は、先行きの成長率、物価上昇率の見通しを小幅に下方修正した。なお、4月には、展望レポートの基本的見解で示された物価見通しが私自身の見通しに比べて非常に高いためその記述に反対したが、その考えは今も変わらない。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

全体の景気判断については、緩やかに回復しつつあるとしている執行部の見方に、特に違和感はない。

海外経済については、米国経済の回復の足取りが確かなものになりつつあるなど、全体として徐々に持ち直しに向かっている。先行きは、緩やかながらも回復に転じていくとみているが、新興国経済が伸び悩む中で、景気の回復テンポは総じて緩慢なものにとどまると見込んでいる。

地域別にみると、米国経済は、緩やかな回復が続いている。家計部門では、6月雇用統計でも確認されたように雇用・所得環境が着実に改善する中、資産価格の上昇もあって、個人消費や住宅投資などが引き続き堅調に推移している。企業部門では、歳出自動削減措置の影響もあり、企業マインドに慎重さが残る。当面は、財政の下押し圧力が抑制要因として働くが、家計支出が増加基調をたどれば、企業行動も徐々に前向きに転じていくと考えている。ただし、長期金利の動向やその住宅投資への影響等には注意が必要である。

次にユーロ圏経済は、緩やかな後退が続いている。もっとも、足もとでは輸出が持ち直しつつあるほか、企業や消費者のマインドにも低水準なが

ら改善がみられている。先行きは、財政再建目標の緩和など財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとで、マインドが改善し、輸出持ち直しを起点に景気の底入れを探っていくと思われる。

新興国・資源国経済をみると、中国経済は良好な雇用環境のもと堅調な内需を背景に安定した成長を続けているが、成長率は一頃より低めとなっている。中国当局は、短期金利上昇への対応にも表われたように、成長の質重視や格差是正への取組み方針を徹底する姿勢を明確にしている。このため、外需の弱さや在庫調整圧力が残るもとで、今後も抑制された成長ペースが続くとみられる。NIEs・ASEANでは、韓国、台湾の輸出などで弱めとなっているが、IT需要に回復の兆しがみられており、ASEANを中心とする底堅い個人消費が下支えするもとで、徐々に成長ペースが改善していくとみている。

この間、国際金融資本市場では、FOMC後の議長記者会見や強めの米雇用統計などを受けて、FRBの金融緩和の早期縮小観測が強まり、米欧で長期金利が上昇するとともに、新興国や資源国からの資金流出もみられている。こうした動きは、世界経済の回復に力強さがみられないもとで、実体経済の回復を妨げる可能性があるため、注視が必要である。そうした中、ECBでは市場の安定化等を念頭において、異例となるソフトなフォワードガイダンスを導入している。また、欧州債務問題を巡っては、加盟国の政治情勢にも注意を要する。

次に、わが国経済をみると、公共投資や個人消費などの内需が堅調に推移し、海外経済も徐々に持ち直しに向かうもとで、輸出が持ち直すとともに鉱工業生産は増加している。こうしたもと、6月短観では、円安効果が大きい製造業だけではなく、非製造業も含めて幅広い業種で業況感に改善がみられており、収益や設備投資等の事業計画も上方修正された。設備投資の修正率は、過去の景気回復期と比較しても若干強めとなるなど、それぞれの指標の水準感も相応に高く、前向きの循環がみられつつあることから、景気判断を「緩やかに回復しつつある」に上方修正することが適当だと思ふ。

先行きについては、輸出は、海外経済の持ち直しや円安などにより次第に回復していき、国内需要については、公共投資の増加傾向が続くほか、企業収益や雇用環境の改善を反映して、設備投資や個人消費、住宅投資も緩やかに増加していくとみられる。そうしたもとの、わが国経済は緩やかに回復していくと考えられる。こうした回復を持続させ、物価を上昇させていくためには、所得増加が鍵となる。現時点では、大企業の一部で夏季賞与の積み増しの動きもみられるものの、そうした動きが中小企業を含めた全体に波及し、賃金引き上げに繋がっていくか不透明な面もあり、注意してみていく必要がある。

次に物価であるが、消費者物価の前年比は、足もとゼロ%に浮上している。6月短観では仕入価格上昇を販売価格に転嫁する動きが出てきているほか、外食産業の一部では高価格商品を投入する動きもみられるなど、企業の価格設定行動にも変化の兆しが窺われるように思う。短観加重平均D Iも緩やかに改善しており、先行きは、マクロ的な需給バランスの改善や、中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇していくと考えている。

最後に中間評価である。実質GDPの成長率は、4月見通しに比べると、中国など海外経済の成長率下振れの影響などから見通し期間を通して若干下方修正となるが、大枠では見通しに沿って推移すると考えている。消費者物価（除く生鮮）は、2013年度は国際商品市況の下振れなどから幾分下方修正となるが、その後は、景気回復や中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映し、ほぼ前回見通しに沿った動きとなるとみている。また、経済・物価を巡るリスクについては、やや下方であるが上下にほぼバランスとみている。海外経済の動向と企業や家計の中長期的な成長期待や予想物価上昇率に関する不確実性への目配りが重要であり、海外経済に関しては、米国の金融緩和縮小を巡る思惑が金融市場や新興国経済に与える影響に加え、中国経済や欧州債務問題の動向に十分注意が必要だと考えている。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

金融経済状況に関しては、基本的に執行部の見解と同じである。2013年6月短観は、企業の業況判断が大きく改善し、2013年度の経常利益は前年比で20%台の増加と見込まれている。総需要の動きをみると、民間消費は、株高と外貨高の資産効果を主たる要因として、堅調に推移している。回復の遅れていた民間企業設備投資も、業況判断と企業収益の改善、実質金利の低下などにより、下げ止まりつつある。2013年6月の短観では、大企業を中心に2013年度の設備投資計画がかなり上方に修正された。輸出は米国向けを除くとなお弱さが残るが、今後、海外経済の持ち直しと実質実効為替相場の大幅な下落の効果により、増加基調をたどると予想している。

労働市場も求人倍率の上昇に示されているように、改善が顕著である。毎月勤労統計調査の2013年5月速報によると、一般労働者雇用は3月まで10か月連続で対前年同月比で減少し続けてきたが、4月以降5月までは下げ止まっている。一方、パートタイム労働者は増加し続けている。その結果、常用労働者数は安定的に増加し続けている。2013年5月の一人当たり現金給与総額は前月比で僅かに減少したが、前年同月比で見ると一般労働者が0.2%増、パートタイム労働者は0.6%増となり、全体では下げ止まった。現金給与総額の前年同月比が下げ止まる一方で、常用労働者数が増え続けているため、2013年4月と5月の雇用者所得の前年同月比は増加に転じている。一人当たり実質賃金の前年同月比も、2013年4月から5月にかけては増加に転じている。

一方、物価は足もとで下げ止まっている。生活意識に関するアンケート調査の6月調査によると、消費税率引き上げの影響を除いて、一年後の物価が上がると答えた人の割合は8割に達しており、家計の予想インフレ率も上昇していることが分かる。BEIでみた予想インフレ率は、5月下旬

からの1か月間の株安・円高の影響を受けて低下したが、7月初めから再び上昇傾向を示しており、今後その傾向は続くと予想される。こうした予想インフレ率の上昇は予想実質金利の低下をもたらし、ラグを伴いつつ需要の拡大をもたらすと考える。

また、銀行貸出が増加し続ける一方で、企業の社債と株式発行による資金調達も増加している。その結果、マネーストックの増加率も上昇傾向を示しており、6月のM2平残の前年同月比の伸び率は3%台後半まで上昇した。こうしたマネーストックの増加はラグを伴って実際のインフレ率を引き上げ、そのインフレ率の上昇は予想インフレ率を引き上げるという循環が働くと思う。

以上から、インフレ率は2%の目標に向かって上昇し始める一方で、内需と外需の増加が始まった初期段階にあると考える。一方、海外経済は、欧州経済の弱さや中国の成長鈍化、米国製造業の弱さなどが懸念され、下振れリスクはあるが、今後は住宅市場が安定し、消費が堅調な米国経済を中心に緩やかな回復が見込まれる。そうした中、5月後半以降に株安・円高が起きた。その主たる原因は、日本の株価上昇と円安がそれまでやや急激であったところに、米国F e dの量的緩和縮小観測が台頭したため、投資家のリスク回避が高まったからであり、日本経済のファンダメンタルズに関する期待が変化したためではなかったと考える。

以上から、日本経済の回復に向けたファンダメンタルズは今後一層改善し、量的・質的金融緩和のもとで、予想インフレ率が上昇する一方、予想実質金利が低下することによって、景気回復と2%に向けた緩やかな物価上昇が続くと予想する。従って、今後、日本の金融経済は4月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移すると考える。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

## 中曾副総裁

足もとの海外経済であるが、新興国・資源国の景気回復に翳りがみられるが、回復メカニズム自体は維持されており、全体としては徐々に持ち直しに向かっているという基本的な見方は、変えなくても良いのではないかと思う。つまり、先行きは、欧米の財政面からの下押し圧力が弱まって、企業マインドが改善していくにつれて、次第に持ち直していくとみている。

そのうえで、今後のポイントとして、国際資金フローの変化を通じて新興諸国経済にも影響を及ぼし得る米国の tapering を巡る動きについて触れておきたいと思う。6月19日のFOMCの記者会見で、バーナンキ議長は、tapering の時期やペースは今後の経済動向次第、つまり state-contingent であるということ、そして tapering が進んでもFF金利の引き上げの検討は遠い先であるということの説明し、Fedの政策反応関数への理解を深めようとしたのだらうと思う。その意味で、その後の長期金利の上昇や新興諸国における株、債券、通貨のトリプル安などの国際金融市場の混乱は、議長からすれば意外感もあつたのではないかと思う。ただ、その後、連銀幹部がフォローしたこともあって、tapering 観測が株価を落とすというような、いわゆるあべこべ相場はほぼ解消しており、Septapering という言葉に表れているように tapering の開始は9月であろうというのが大方の見方になっている模様である。それでもFedの意図は、依然、市場関係者には正しく理解されていないように思う。例えば、FOMCの後のFFの金利先物を見ると、政策金利の引き上げ時期がかなり前倒しになっている。直近のカーブを前提にしてみると、政策金利が仮に0.25%引き上げられたとしてFF金利が0.5%に達するのは、2015年3月頃になっている。巨額の超過準備が残るもとでは政策金利まで市場金利が上がらないという前提に立つと、今の0.1%程度のFF金利が、0.25%利上げに伴って0.35%に達するのは、2014年11月位になってしまう。これは、どうみてもFedの意図と整合的とは思えず、市場参加者がtapering と金利引き上げを明確に区別していない証左だと思っている。従って、今後実際に tapering を進めていく過程では、市場が改めて反応

をする可能性があることは留意しておく必要があると思う。tapering が議論され始めた背景には、勿論、米国経済の順調な回復があり、そのこと自体は新興国も含め世界経済にはプラスになるはずである。また、Fed は先行きの金融政策について、経済・物価情勢に応じて柔軟に運営する姿勢を示している。従って、tapering の影響を評価する際には、背後にある経済・物価情勢をバランスよくチェックしていくことが必要だと思う。

わが国経済については、国内需要が引き続き底堅く推移する中、円高修正などを背景に輸出が持ち直しており、経済活動の水準は緩やかに高まってきたとみている。足もとの景気回復にはマインド先行の面はあるが、少なくとも企業部門においては、所得から支出への前向きの循環メカニズムが次第に働き始めているとみている。こうした現在の経済活動は、短観あるいは需給ギャップの状況に照らしてみても、過去の回復局面に匹敵する水準に達している。そういうことを踏まえると、景気判断については、先月の「持ち直している」から「緩やかに回復しつつある」へと一歩進めることが適当であると思う。

物価面については、消費者物価の前年比上昇率は、5月の全国がゼロ%まで改善しており、6月はプラスに転じその後も次第にプラス幅を拡大していく可能性が高いと思う。この間、予想物価上昇率については、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断DIをはじめ、企業や家計、エコノミストに対する各種調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆していると思う。

最後に、4月の展望レポートでの見通しと比較すると、内需はやや強めながら、外需は海外経済の下振れからやや弱めとなっている。この点は、日本経済の先行きを考えるうえで、やや気掛かりではあるが、昨日の国際局の説明にあったように、海外経済の中では米国経済が堅調に推移しており、特に、われわれから見ると、米国の輸入が4~5月には前期比で+2.3%とかなり高めの伸びとなっている点は好材料であると思う。実際、日本から米国向けの輸出は、円高修正による後押しもあって、自動車を中心に増加している。今後も、米国向けの輸出が他地域向けをある程度補って外需



を支えていくとみている。内需については、企業部門において、収益の改善が設備投資に繋がるという前向きな循環メカニズムが働き始めており、経済の持続的な回復に寄与していくことが期待できると思う。これらを踏まえると、わが国経済は、実質GDP、消費者物価ともに、概ね4月の展望レポートの見通しに沿って推移し、消費者物価の前年比は、2014年度の終わり頃から2015年度中に、物価安定目標である2%程度に達する可能性が高いとみておいて良いように思う。以上である。

黒田議長

それでは白井委員お願いします。

白井委員

まず、FRBによる資産買入縮小観測を巡って、米国の国債市場でボラティリティが拡大しており世界市場にも影響を与えているが、わが国の国債市場は落ち着きつつあるほか、為替相場は前回会合比幾分ドル高・円安の方向となっている。

わが国経済については、経済対策、金融緩和、円安に支えられて改善を示す指標が増えている。企業マインドは改善しており、鉱工業生産と実質輸出は増加を続け、設備投資も持ち直しつつある。そのうえ、消費者マインドは足もと少し悪化しているが、雇用・所得環境の改善もあって、商業販売統計をみると大半の業態で売上高が前年比プラスに転じている。消費税率引上げによる駆け込み需要と金利先高観にも支えられて住宅投資も堅調である。先行きについては4月時点の評価をほぼ維持している。執行部の現状および先行きの判断については、これを支持する。

わが国の経済見通しに対するリスクについては、4月展望レポート対比でやや下方に傾いていると判断している。理由は3つある。第一に、6月にバーナンキ議長が示した資産買入縮小に関するフォワードガイダンスの解釈を巡って市場参加者の間で様々な見解があり、国債市場を不安定化する可能性があることである。足もとでは、6月雇用統計が市場予想対比

良好であったことを受けて、縮小時期の予想を今年9月に前倒しした市場関係者が多いようだが、今後の経済動向によっては予想がばらつく可能性がある。また、資産買入れの停止時期についても、失業率7%の閾値と来年半ばという時期が示唆されたが、労働参加率の改善を伴いながらその達成が可能なのか、今後、市場の見方が割れる可能性もある。加えて、FRBの景気・失業率の見通しが楽観的、あるいは金融政策の反応関数がインフレ率や失業率よりも過剰なリスクテイクの抑制に重点が移ったとの印象もあり、政策意図が分かりにくくなっている面もあるので、今後の市場動向を注視していく。

第2に、米国経済の見通しに関するリスクだが、FRBは6月のFOMC声明文で、下振れリスクの後退と判断したが、私自身は下振れリスクがむしろ高まっているとみている。その理由は、フィスカルドラッグの影響がこの先も限定的なのかまだ予断を許さないこと、FRBの資産買入縮小による新興諸国経済の減速が米国経済に跳ね返ってくるリスクを意識する必要があること、金利上昇局面において米国の株価や住宅価格が引き続き上昇を継続できるのか不確実性が高いことなどが考えられる。

第3に、中国経済に減速感があり、新興諸国の景気回復の足を引っ張る可能性があることである。過剰生産に悩む製造業では中小企業の低迷は顕著で、シャドバンクの資金供給が投機的な住宅投資や住宅価格上昇の一因であることから政府の抑制政策が景気を急速に冷え込ませるリスクもある。こうした動向がアジア諸国からの輸出低迷にも影響しており、加えてFRBの金融緩和縮小観測に伴う資本フローの反転もこれに追い打ちをかける恐れがある。

次に、物価動向であるが、5月CPIは前年比横ばいとなり6月以降はプラスに転じる見込みである。日銀短観でも販売価格DIが上昇している。しかし物価上昇の大半はエネルギー関連で、電力料金の値上げと円安が主因である。また、耐久財価格の下落幅も縮小しているが、6月東京都区部のCPIは再び下落しており、先行きは楽観できない。一部外食店が高品質・高価格の販売戦略に転じていることや、衣料品等の価格が上昇してい

ることが注目されるが、全体としては賃金が伸び悩む中で、景気やインフレ予想の改善に基づく販売価格の引き上げはまだ限定的だと思われる。従って、物価の見通しは4月時点の判断を変えていない。

物価の見通しに対するリスクについては、円安や原油価格の上昇により上振れる可能性がある一方で、景気回復に対する物価の感応度が鈍く、想定よりも下振れするリスクも引き続き意識している。確かに家計のインフレ予想は上昇しているが、物価上昇を望まない消費者が多く、販売価格の持続的な上昇の見通しについては不確実性が高いとみている。また、消費税率の引き上げによる物価上昇分を加えると、来年のインフレ率は2%の物価安定目標を大きく上回ることになるので、それが実現するためにも短期インフレ予想に十分織り込まれていくのか注視している。以上である。

黒田議長

それでは宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。海外経済の全体観であるが、海外経済は、米国の回復の安定感が増す一方で、中国の成長が想定したほどには高まらないなど、区々の動きをみせる中、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとみている。まず欧州経済は、緩やかな景気後退が続いているという見方に変わりはないが、一部には改善の兆しも窺われるとみている。周縁国を中心に内需の低迷は続き、リスクは引き続き下方に厚いが、一方で、米国、中国向けなど域外輸出が底入れし、企業、家計のマインド悪化にも歯止めがかかるなど、改善の兆しも確認できる。また、ECBは、先般、将来の低金利にコミットするソフトなフォワードガイダンス政策を導入した。これは、今後の意図せざる金利上昇や金融市場の不安定化を未然に抑制し、またユーロ安にも寄与するため、景気下振れリスクの何がしかの抑制に繋がるとみている。

次に、米国経済であるが、堅調な民需を背景に緩やかな回復を続けてお

り、底堅さを増してきているとみている。企業部門は、製造業中心になお緩慢な動きが続いているが、雇用はサービス業を中心に着実な改善傾向を示し、可処分所得や貯蓄率もしっかりと改善する中で、個人消費、自動車販売、住宅投資などが堅調さを増している。総じて、自律回復のメカニズムは強まってきていると窺われる。なお、6月19日のFOMC後の記者会見で、資産買入縮小へ向けた発言がタカ派的と受け止められ、金融市場は大きく反応し、長期金利は上昇、株価は下落した。また、新興国市場では、一時、債券、株、通貨のトリプル安となるなど、その影響はグローバルに波及した。その後、マーケットは落ち着きを取り戻しているが、今後の動向には予断を持つことなく注意していきたいと思う。もっとも、そう申し上げたうえで、Fedの資産買入の縮小は、米国経済の回復の力強さが確認されて初めて実施されるものであるから、その結果として起こる米国金利の上昇やドル高が秩序立ったかたちで徐々に現れるのであれば、世界経済にとっても、また、これまでもしかすると過度の資本流入を受けていた一部の新興国にとっても、歓迎すべきものと考えられる。また、これから金融緩和の出口局面に入る訳であるが、今後、異例の低金利を継続することによる緩和効果が一段と強まる可能性も念頭に置いておいた方が良いでしょう。

次に、アジア新興国経済、中国経済であるが、堅調な内需を背景に、低位ながらも安定した成長を続けている。政府が経済の質を重視し、バランスの取れた成長を志向することが明らかとなる中で、私自身の成長見通しを若干引き下げた。今後、地方のインフラ投資がどこまで実行されるのか、また信用バブル抑制の取組みをどこまで強化するのかなどがポイントとなるが、いずれにせよ、7%台の安定した成長は維持されるとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、中国経済の減速の影響を受けつつ、全体としては持ち直しに向かうという基調判断に変化はない。足もと、輸出の弱さや金融市場の不安定な動きなど、一部の国では下振れリスクの高まりが懸念されるが、一方で、例えば、台湾のITセクターでは下期に着実な回復が見込まれている。同地域では、元々内需が底堅く、今後、中国、

米国が堅調に持ち直していくことを考慮すると、全体的な持ち直し基調は維持されるとみている。

続いて、わが国経済である。前回会合以降の各種経済指標、短観などの結果から、わが国経済はメインシナリオに沿った改善を続けているという見方で良いと思う。具体的に確認すると、まず第1に、海外経済の持ち直しや為替円安の影響もあり、自動車関連財や米国、アジア向けなどを中心に輸出が持ち直している。第2に、企業の景況感は幅広く好転し、企業収益も上振れる中で、今年度の事業計画や設備投資計画は積極的な内容となっている。第3に、個人消費も、反動減が顕在化せず高水準を維持している。第4に、以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加し、先行きも伸びが幾分高まる見通しである。第5に、労働需給は引き続きタイトで、夏のボーナスなど賃金動向にも良い兆しがみられ始めている。そして最後に、消費者物価（除く生鮮食品）についても、想定どおりの改善を示している。以上のように、実体経済では、生産、所得、支出の回復メカニズムが働き始めており、景気の現状評価については、前回から一歩進めて、「緩やかに回復しつつある」とみて良いと考える。

最後に、展望レポートの中間評価を申し上げる。以上の現状認識を踏まえて点検した結果、4月展望で示された中心シナリオは、引き続き維持できるものとする。具体的な修正点としては、中国経済の下振れに起因する海外経済の減速と各種商品市況の弱さをメインシナリオに織り込んだ。その結果、GDP見通しについては、2013年度、2014年度にかけて若干引き下げ、物価見通しについては、2013年度の値を僅かに引き下げた。しかし、基本的な景気・物価の回復メカニズム、2%物価安定目標達成へ向けた道筋、ステップなどには変更はない。リスクバランスについては、GDP見通しについて、今回、海外経済を下振れさせたため、リスクは上下概ねバランスしているとみている。一方、物価見通しについては、予想インフレ率、中長期のトレンドインフレの立ち上がりが遅れるリスクを考慮して、リスクは下方に厚いとみている。以上である。

黒田議長

それでは石田委員をお願いします。

石田委員

わが国景気の現状については、先般の短観やこのところ発表されてきた諸指標をみると、4月展望レポートの大勢見通しのシナリオに沿ったものとなっていると判断している。また、先行きについても、堅調な内需や価格競争力の回復に伴う輸出・生産の増加から緩やかな回復経路に復していくという見方は、展望レポート作成時と大きく変わらない。

しかし、海外経済については、「徐々に持ち直しに向かっている」という執行部の先月と同様の表現は違和感のあるところである。これにより、GDPの見通し数字は下方に微修正をしている。米国については、景気回復が大いに期待されるが、欧州や中国、新興資源国については、弱さこそ目立つものの持ち直しの動きは認められなくなっているとみている。現に、先月末の調査統計局の世界経済の成長見通しをみても、2013年見通しは2012年実績と同じ3.6%へ下方修正されている。さらに、今後、米国のQEの tapering がこれまで新興国へ流入した大量の資金のアンワインドをもたらす影響や、6月のインターバンク市場の混乱にみられるような中国の変調が、同国並びに対中輸出に依存するアジア諸国や資源国経済への波及を考えると、海外経済の現状、先行きに不透明さが増してきているように思う。従来のように、海外経済の持ち直しを所与のものとしてみることにやや無理が生じてきているのではないかと感じている。

今回、執行部では、景気の現状について「回復」という表現を使うこととしているが、今申し上げた海外の状況に加え、改善を示す国内の諸指標も短観を筆頭にDIや計画値が多く、生産、輸出、設備投資等については、改善のモメンタムは確認できるものの、水準は依然として前年同期を下回っている。また、地方あるいは中小企業の一部には、景気回復の兆しがみえないという声も種々あるところである。こうしたことを踏まえると、敢えてこの段階で「回復しつつある」という言葉を使わなくても良いので

はないかと思う。設備投資が持ち直すなど回復の明確な兆しを待ってから変更しても、特にマイナスが生じることはないと考えている。少なくとも次回まで待ったら如何かと思う。

次に、物価であるが、基本的に展望レポートの見通しから変化はない。先行きについては、円安に伴う値上げの動きや値下げへのブレーキがテレビや白物家電などの耐久消費財を含めて、どこまで広がっていくかという点に注目している。先般の短観では、販売価格判断D I の下落超幅が縮小、あるいは上昇超に転化する見通しとなっていたが、足もとは、アネクドータルな情報も含め流通の各段階で値上げの動きが徐々に増えてきているように感じている。もっとも、もう少し長い目でみた場合、物価目標の実現、ひいては日本経済の持続的成長のためには、賃金の上昇を伴う物価上昇に繋げていくことが不可欠である。本年度をみると、今後非正規の賃金の上昇が見込まれること、時間外手当の前年比が着実にプラスとなっていくこと、また冬のボーナスがかなりの増加となることが予想されることから、少なくとも本年度の物価上昇分については賃金上昇により相応にカバーされると考えている。

ポイントとなるのは、2014 年度から予定されている消費税率の引き上げによる物価上昇に賃金の上昇が伴っていけるのか、端的に言えばベアが復活するのかという点である。これが実現すれば、15 年近く続いた物価・賃金のデフレ意識が変わる起点となる可能性があり、フィリップス曲線の上方へのシフトも起こり得ると考えている。そういう状況となれば、物価目標の達成に向けて大きなエポックとなると考えている。本行としても、金融緩和を通じて実体経済や企業収益の改善を後押しし、賃金上昇の実現に向けた環境を来年に向けて整えていくことが極めて大切だと考えている。以上である。

黒田議長

それでは佐藤委員お願いします。

## 佐藤委員

内外経済の現状評価と見通しについては、執行部案どおりで良いと思う。景気動向指数の一致指数からは、昨年のもニ景気後退が11月に終わり、12月以降、既に半年以上回復局面にあることが示唆され、国内経済の現状評価を「緩やかに回復しつつある」と半歩進めることについて違和感はない。また、展望レポートの中間評価であるが、一昨日公表のIMFの世界経済見通しにもあるように、主に新興国の成長鈍化から世界経済の見通しがやや鈍化しているが、4月展望レポートの見通しに概ね沿うかたちで、この3か月弱推移していると判断する。ただし、先行きについてはこの限りではなく、やや慎重にみており、私自身の見通しは小幅引き下げている。そのうえで問題意識として持っている点を3点挙げたい。

第1は、世界経済見通しの頑健性についてである。すなわち、海外経済の現状は、緊縮財政のもとでも頑健性を保つ米国、財政緊縮見直しの動きにつれて企業・家計マインドが持ち直しつつある欧州がプラス材料である反面、このところの中国の持ち直しの勢いの鈍さや米国FRBの出口政策の展開を契機とした新興市場国からの資金流出といったマイナス材料もある。成長の質を重視する中国当局の姿勢は長期的には世界経済の安定に寄与すると考えられるが、政府、中国人民銀行が、規制・窓口指導を通じた資金配分から市場を通じた資金配分に移行する中で、先般の短期金融市場における金利急騰に示されるように、中短期的には金利の大幅な変動や金融不均衡の蓄積の反動といったかたちで経済に想定以上のストレスがかかる可能性がある。新興市場国からの資金流出についても、1994年の米国の引締め後にメキシコで通貨危機が発生したという経緯もあることから、中南米やアジアなど、資金流出に見舞われた国で調達面のストレスが生じ、経常赤字等マクロ指標の悪化も手伝って、古典的な通貨・債務危機ないしはそれに近いことが生じないかどうか、やや警戒感を持って見守っている。もっとも、以上はテールリスクであり、メインシナリオとしては、FRBが経済指標をベースに市場と入念に対話を重ねていく中で、足もと市場にかかっているストレスは世界経済の緩やかな回復とともに



次第に吸収されていくとみている。

第2は、国内経済の見通しの頑健性についてである。すなわち、先行きの日本経済は家計マインドの改善や資産効果で個人消費や住宅投資をはじめ民間内需が底堅く推移する中、公共投資が景気を押し上げ、さらに輸出・生産の持ち直しで製造業を起点とした生産・所得・消費の好循環が再始動することが期待される。出遅れていた設備投資も一致指標をみる限り、先の4~6月期から持ち直しに転じた可能性がある。もっとも、短観6月調査にみる設備投資計画は、大企業製造業は前年度比+6.7%増と2桁増には届かず、3月調査からの修正率も+3.2%と平年並みにとどまった。2000年代前半から半ばにかけての回復局面で同修正率が+8%程度あったこととの対比でみると、足もとの修正率はモメンタムに欠けており、連結ベースで旺盛な企業の設備投資意欲が国内に向かうかどうかと言えば、現実には企業の目は引き続き海外を向いているように思われる。このように、国内の設備投資が盛り上がりや欠く場合には、先行き消費税率引上げ等によるフィスカルドラッグが見込まれる中で家計部門と公的需要で国内経済を持続的に支え切れるかどうかは引き続き不確実性が残ると思う。

第3は、物価見通しの頑健性についてである。すなわち、消費者物価コアの前年比はエネルギー価格上昇の影響等を映じて6月には前年比プラスに転じることが見込まれる。目先は食料品や一部サービス価格の値上げもあり、夏場にかけては同+0.5%前後と比較的はっきりとしたプラスが見込まれる。もっとも、年度後半以降は足もと前年比で物価を押し上げているエネルギー価格要因等が剥落することを主因に物価は伸び悩む可能性がある。雇用情勢は改善しても家計の所得環境に顕著な改善がみられない、すなわち家計の予算制約が不変の場合、一般に、ある財・サービス価格の値上げは、実質所得の低下による数量効果の減少を通じて、他の財・サービス価格の下押し要因となる。家計・企業や市場参加者のインフレ期待を示す指標に上昇を示唆するものが見受けられる点は確かに本行の物価見通しへの追い風だが、インフレ期待の醸成に重要なのは賃金、とりわけ所定内賃金である。所定内の動きは景気に遅行するため、現実の物価に

フィードバックされるには、なお相応の時間を要すると思われる。足もとデフインフレ傾向を強めつつある海外経済の動向も気がかりである。米国では、ブルーチップによる消費者物価コアのコンセンサス予想は、直近7月は+1.5%まで下がってきた。海外経済のデフインフレ傾向の中で日本の物価が日本独自の要因で上昇するかどうかに引き続き注目している。

なお、前回展望レポートの物価に関する記述について、私は修正の議案を提出した。理由は、私自身の見通しが政策委員の見通しの中央値からかけ離れていたことだが、この考えは今も変わらない。以上である。

#### 黒田議長

それでは、ただ今の委員方のご意見を私なりにまとめたいと思う。前回会合以降の経済・物価情勢と中間評価についてご意見を伺ったが、まず最初に、海外経済については、現状、全体として徐々に持ち直しに向かっていると考えられるが、先行きについては、債務問題の今後の展開等欧州がどのように改善していくのか、新興国・資源国経済、とりわけ中国の経済が今後どのようになっていくのか、米国経済の回復ペースはさらに明らかになりつつあるが、一方でFRBの金融政策は国際金融資本市場にどのような影響を及ぼすのかなど、不確実性はかなり大きいと考えられる。ただ、基本的な方向性としては、全体として次第に持ち直していくという見方が多かったと思う。

次に、わが国経済については、国内需要が引き続き底堅く推移する中で、輸出の持ち直しも加わり、経済活動の水準が緩やかに高まっていると考えられる。こうしたもとの、企業部門において、所得から支出への前向きの循環メカニズムが次第に働き始めていると見込まれることから、景気の判断を、先月の「持ち直している」から「緩やかに回復しつつある」へと前進させることが適当ではないかとのご意見が多かったように思う。先行きについても、国内需要の底堅さと、緩やかであるとしても海外経済が徐々に持ち直していくことを背景に、緩やかに回復していくという見方で概ね

一致していたと思う。

物価面では、足もとではゼロ%となっているが、先行きはプラスに転じていくという意見、見通しで概ね一致していたと思う。予想物価上昇率については、マーケットの指標などで上昇が一服しているものもあるが、6月短観の販売価格判断を含めて企業・家計、エコノミストに対する各種調査なども踏まえると、全体としては上昇を示唆していると考える。

そこで中間評価については、4月の展望レポートで示した見通しと比較すると、内需はやや強め、外需はやや弱めと、内外需のバランスは若干変化しているが、実質GDP成長率、消費者物価ともに概ね見通しに沿って推移するという見方が大勢であったように思う。すなわち、大方の委員の意見は、全体として潜在成長率を上回る成長が続く中で、消費者物価の前年比は、需給バランスの改善や予想物価上昇率の高まりなどを反映して徐々に上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いというものであったと思う。ただ、佐藤委員と木内委員は、物価の見通しについて、4月展望レポート時と同様に、より慎重な見方を示されていた。中間評価は、展望レポートで示した標準シナリオに対して上振れまたは下振れが生じていないかどうかを点検する性格のものであるが、元々展望レポートの物価見通しに幅があることについては、誤解が生じないように記者会見等では留意して発言したいと思っている。この幅については、先程配付された政策委員の大勢見通しをみても、展望レポートの時と同様にかなりの幅が上下にある点は十分留意していきたいと思っている。

追加的なご意見、論点があればお願いします。

#### 宮尾委員

世界経済の見方について、見通し全体を下げたうえで、委員によっては、さらにリスクは下方に厚い、下方に拡大したという見方をされていた方もいたと思う。私自身は、見通し全般を下げてもバランス自体はそれ程変わっていないという感じだが、その辺はどのように考えるのか。見通しを下げ

てさらに不確実性が下方にあるということなのか、それとも見通しを下げたのでリスクバランスはそれほど変わっていないということか。

石田委員

私は少し悲観論を言ったが、どちらかというところ、足もとは弱いですが、IMFの数字もそうだが来年度は相当良くなると思う。今のところが「持ち直している」というのが、ちょっと実感に合わないというだけである。

黒田議長

それでは、ここで10分程度コーヒーストップとする。

(9時55分中断、10時03分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

木内委員

米国での金融緩和策修正の観測が引き起こしたグローバルな金融市場の動揺は、非伝統的政策が持つ副作用の一端を再認識させるものになったと思う。本行も、これを他山の石とし、ここから教訓を得る必要があると考えている。本行も含め世界の中央銀行にとって3つの重要な教訓が得られたのではないかと考えている。第1に、非伝統的な緩和策は国際資金フローに大きな影響を与え、当該国のみならず海外で金融面での不均衡を形成する可能性があること、第2に、積極的な非伝統的緩和策を時限措置ではなくオープンエンド型、期限を定めない措置と位置付けることによって、不均衡形成が助長される可能性があること、第3に、資産買取策と金利政

策のそれぞれの役割を明らかにしたうえで、正常化プロセスについての考え方を従前より金融市場に対して丁寧に説明しておくことが重要であること、の3点である。

これら3点について、それぞれ本行の政策に即して考えてみたい。第1の国際的な影響については、今後本行が政策運営を進める中で従来以上に強く配慮する必要があると思う。現時点では、量的・質的金融緩和の実施をきっかけに、資金が大量に国内から海外に流出している様子はみられない。しかし、今後、米国で金利水準が徐々に切り上がっていけば、相対的に低金利かつボラティリティの低い日本の市場で資金を調達して海外に投資する動きが強まる可能性がある。その結果、国際資金フローや海外の金融市場が攪乱されたり不均衡が形成されたりすれば、本行の金融政策にも将来大きな制約を与えることになりかねない。

第2の点については、本行が量的・質的金融緩和を2%の物価安定という高い目標を達成するための手段と位置付けていることにより、緩和策が非常に長期化すると観測が高まりやすいことが、内外の不均衡の形成を助長しやすい側面があるように思う。

さらに、第3の点に関しては、米国では資産買入策は経済・物価のモメンタムを高めその方向性に影響を与える手段と位置付けられている一方、金利政策は、経済・物価を望ましい水準へと誘導していく手段と位置付けられているのではないかと理解している。今回はこうした位置付けに関して、FRBと市場との間のコミュニケーションが必ずしも上手くいかなかったことで、市場の動揺が増幅された面があるように思う。私自身は、本行の量的・質的金融緩和策、そしてゼロ金利政策についても、それぞれ米国と同様な手段と位置付け、将来それを市場に伝えていくのが良いのではないかと考えている。そのうえで、資産買入策は、新規の買入れを停止してから保有残高を正常化させ緩和状態を解消させるまでに相当の時間を要することを踏まえ、フォワードルッキングな政策姿勢を強く心掛けることが重要だと思っている。

私は4月以降、2%の物価安定の目標を中長期的に目指すこと、量的・

質的金融緩和を2年間程度の集中対応措置と位置付けその後柔軟に見直すことを提案してきた。これは、2%の物価安定の目標達成のために相応の副作用を併せ持つ量的・質的金融緩和策が、その点に関する十分な検討がなされることなく、いわば自動延長され、長期化してしまうことに歯止めをかけるとともに、フォワードルッキングな政策姿勢を担保するという意図がある。こうした考え方は、先に申し上げた3つの教訓に照らしても、正当化されるものではないかと考えている。

最後になるが、債券市場は足もとで安定を取り戻しており、これを本行の積極的な国債購入策の効果と捉える向きも少なくないように思う。実際のところは、国内物価、米国の金利、株式、為替などの今後の動向次第で、この先再び不安定化する可能性は十分に残されていると考えている。それでも、一時的にせよ金利が安定を取り戻したことは、経済への影響や政策効果の発現などの観点からは望ましい動きと考えているが、他方で2つの点になお留意が必要ではないかと思う。第1は、米国の国債市場との対比で日本の国債市場の安定感が際立つ状況になると、既に述べたように、日本で資金を調達して海外市場などに投資する動きが強まり、金融面での不均衡が高まっていくリスク、可能性が考えられる。第2は、本行が国債を大量に買えば金利が安定するといった期待が強まると、それが例えば、財政健全化に取り組む政府の姿勢やそれを支持する国民の意識を多少なりとも後退させてしまうことがないか、という点である。

仮に、第2の問題が生じる中で、さらに本行が追加的な国債購入の増額に踏み切ることがあれば、金融市場では財政ファイナンス観測が浮上し、金利が大きく上昇してしまう可能性も考えられるところである。こうした点を踏まえると、本行の政策が資金供給を含めて様々な面でのラストリゾートとして機能する可能性は保持しつつも、この先、例えば、金融市場の要請に促されるようなかたちでの追加緩和措置の実施については相当慎重に考えるべきであり、さらに追加緩和期待を高めないように情報発信上も留意、工夫する必要があると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境であるが、緩和した状態が続いている。まず、マネタリーベースは、国債買入れの進捗に加えて6月は季節的な資金余剰要因もあって当預残高が大きく増加し、目標とする年間の増加ペースに見合った動きとなっている。この間、企業の資金調達コストは低水準で推移し、銀行貸出残高は運転資金や企業買収関連を中心に前年比+2.2%とプラス幅を幾分拡大して推移している。CP・社債についても、総じて良好な発行環境が続いており、社債で大型の起債案件があったことなどで、発行残高は前年比プラスとなっている。また、エクイティファイナンスも例年を上回る水準となっている。この間、マネーストック——M2——の前年比は+3.8%と過去最高の4%近くの水準にまで高まっている。

次に金融資本市場をみると、短期金利は、いずれのタームも0.1%を小幅に下回る水準で安定して推移している。長期金利は、FRBの資産買入れの早期縮小観測の強まりから米国長期金利が上昇したことに連動して幾分上昇する場面もみられたが、本行の金融緩和姿勢が意識されるもとの、前回会合時から概ね横ばいで推移している。そうしたもと、長期金利のボラティリティは、米国で上昇している一方、わが国では高水準ながらも低下しつつある。この間、株価は、国際金融市場でのリスクオフの動きもあって、一旦大きく下落したが、その後は、米国の堅調な経済指標や円安の進行などから上昇に転じ、前回会合時を上回って推移している。そうしたもと為替市場では、極く足もとでは再び円高となっているものの、期間を通してみれば円安となっている。今後も、米国経済指標や米国金融政策の帰趨、中国の景気見通しや欧州情勢を巡る思惑等により国際金融資本市場の変動が大きくなる可能性があるため、わが国の市場や実体経済への影響について十分な注意が必要である。

以上の金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回ま

での金融市場調節と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、量的・質的金融緩和を着実に実行していくことを通じて、2%の物価安定の目標の実現に繋げていくことが重要だと思う。その際には、上下双方向のリスク要因を点検しながら、適時適切に調整を行うことも必要である。

足もとの動きをみると、金融環境で少し触れたが、量的・質的金融緩和で意図した効果が現れつつあり、金融資本市場に前向きの動きがみられている。地銀を含め銀行貸出も徐々にプラス幅の拡大傾向がみられ、マネーストックもここへきて高めの伸びとなっている。また、長期金利については、前回会合以降、米国の金融緩和の縮小に対する警戒感などからグローバルに上昇し、例えば、米国10年物国債の利回りは50bp程度上昇しているが、そうした中でも、わが国では0.8%台でほぼ横ばいとなっている。この間、予想物価上昇率については、物価連動国債の利益確定売りの影響でBEIは一頃の水準より低下しているが、家計やエコノミストに対する調査など全体として上昇を示唆する指標がみられている。先行きも、本行による国債買入れが進むにつれて、リスクプレミアムに対する低下圧力は累積的に強まり、また、当預残高が一段と積み上がっていく中で、ポートフォリオバランスの動きも相応に広がっていくと考えている。

そうした政策効果を最大限発揮していくためには、引き続き市場のボラティリティを抑えていくことが肝要である。前回会合以降、国際金融資本市場の変動が大きくなるもとでも、わが国の長期金利が安定している背景には、買入れの進行とともにオペ運営の柔軟化の効果があると考えている。今回、国債利払い日前の振替停止期間中や、米国長期金利が大幅に上昇した翌営業日において、買入オペを機動的に行ったことは、利回り上昇の抑制に繋がっている。引き続き国際金融資本市場の動きもにらみながら、適切な対応をとっていくことが重要だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。



岩田副総裁

初めに、2%のインフレ目標を2年程度の期間で達成し実体経済を改善するためには、予想実質金利が低位で安定することが必要であることを強調しておきたいと思う。デフレ予想、すなわちマイナスのインフレ予想が続く限り、名目金利は低い水準で安定する。しかし、そのように名目金利が低い水準で安定していても、名目金利からマイナスの予想インフレ率を差し引いた予想実質金利は高止まりしてしまう。これが15年のデフレが続いた主たる原因だったと思う。予想実質金利の高止まりは、円高・株安をもたらし、それらを通じて総需要に下押し圧力がかかるために、デフレからの脱却は不可能になる。

予想実質金利が低下するルートには幾つかあるが、ここでは2つのケースを挙げたいと思う。第1は、予想インフレ率が変わらずに、名目金利が低下するルートである。米国の2011年半ば以降、tapering観測が台頭したこの5月末まではこの第1のルートによって実質金利が低下することが観察されている。米国でこのルートが観察されるのは、米国では2011年半ば以降、予想インフレ率が2%近辺で安定的にアンカーされているからである。この場合には、予想インフレ率はそのままで名目金利が低下して実質金利が下がる傾向がみられる。それに対して、日本では次のルートが働くと思う。すなわち、予想インフレ率が上昇する一方で、名目金利の上昇が予想インフレ率の上昇以下にとどまるルートである。これは、日本では、本行が2%のインフレの実現に向けて金融緩和を続けることにコミットしているのに対して、予想インフレ率が未だ2%に達せず2%に向けて上昇している過程にあるために、まだ予想インフレ率が2%でアンカーされていないからである。この場合には、予想インフレ率が2%に向けて上がっていく一方で、名目金利はそれほどは上がらないというルートを通じて、実質金利が低下する効果が続くと思われる。基本的な方向としては、この効果は、本行の量的・質的金融緩和以降働いていると思う。

具体的にそのことを4月4日以降の過程で振り返っておきたい。まず、

4月4日から5月22日までは、BEIでみて予想インフレ率が急上昇した。一方で、名目金利の上昇は予想インフレ率の上昇を下回るという状況で、第2のルートを通じて予想実質金利はかなり大きく低下し、この間、マイナスで推移してきた。予想実質金利のマイナスへの大幅な低下が、この間の円安・株高の基本的な要因だったと私は考えている。しかし、5月23日から6月下旬までは、主として、米国Fedの資産買入縮小観測が台頭したために、円高と日本の株価の大幅低下が生じた。その影響を予想インフレ率も受け、予想インフレ率は急低下した。この間、名目金利は、予想インフレ率の低下と本行の大量の買いオペにより安定化した。その結果、名目金利は安定している一方で予想インフレ率が低下したために、予想実質金利は5月23日以前よりも上昇を続けた。しかし、6月中旬以降は、米国Fedの資産買入縮小のスケジュールに対する市場の理解が進んだためと思われるが、円安・株高の動きが復活しその傾向が明確になるにつれて、今度は予想インフレ率も再び上昇に転じた。その結果、6月下旬以降は、再び、第2のルートを通じて予想実質金利の低下が始まったと考えられる。

以上のように、予想インフレ率と予想実質金利は海外要因の影響をどうしても受ける。しかし、本行が2%インフレ目標の達成にコミットして、量的・質的金融緩和を継続する限り、中長期的には、第2のルート、すなわち予想インフレ率が上昇する一方で名目金利が予想インフレ率以下にとどまるというルートを通じて、予想実質金利の低位安定が続き、それによって総需要が刺激され、デフレからの脱却を可能にすると考えられる。

以上から、私たちの政策はこの第2のルートを通じて、デフレからの脱却とインフレ率の2%達成を目指すものであり、金融政策はこれまでとおりで良いと考える。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いする。

## 中曾副総裁

金融環境については、引き続き「緩和した状態にある」と評価している。6月短観の企業からみた金融機関の貸出態度、資金繰り判断は、中小企業を中心に改善をしている。こうしたもとで、銀行貸出の前年比は2%台の伸びを続けており、中小企業向けの貸出も前年比プラスに転じてきている。4~6月の社債発行額は約2.9兆円とリーマン・ショック以降のピークを記録した。また、エクイティファイナンスでも動きが出てきているという報告が昨日あった。こうした資金調達動向を背景に、6月のマネーストックは前年比+3.8%と、これも2000年以降で最も高い伸びとなった。以上からみて、金融機関、企業双方の行動が、少しずつ前向きに変わっているとみている。以下では、量的・質的金融緩和政策の効果を維持するうえで恐らくポイントとなる国債金利と為替相場の見方について、若干触れておきたいと思う。

まず、国債市場では、一頃、長期金利のボラティリティが上昇する局面もみられたが、本行が市場動向を踏まえて弾力的なオペ運営を行うことで、かなりの程度落ち着いてきているように思う。特に、6月以降、Fedのtaperingの観測を巡って、米国はもとよりグローバルに長期金利が大きく上昇したが、日本ではほぼ横ばい圏内の動きにとどまっていることは、特筆すべきことであると思う。ここ数か月といった単位でみると、实体经济、金融市場で前向きな動きが広がり、海外金利も上昇していることから、日本の長期金利にはかなりの上昇圧力がかかっているはずであるが、本行の巨額の国債買入れは、リスクプレミアムの圧縮を通じてこれを抑制できていると思う。また、最初のラウンドでも述べたとおり、あるいは岩田副総裁からもあったように、人々の予想物価上昇率が高まっていることから、実質金利は低下方向に向かっていると思う。従って、量的・質的金融緩和の効果は、これまでのところ金利面ではしっかりと効いてきている。しかも、この政策効果は、本行が国債の買入れをさらに進めるにつれて強まっていくとみている。こうした政策効果を維持するうえでは、財政運営に対する信認が維持されることが決定的に重要であると思っている。そうした

観点から、中長期的な財政再建の道筋を明確にし、その実現に向けた財政構造改革を着実に進めていくことが必須であることを改めて強調しておきたいと思う。

次に、為替相場についてである。為替相場はもとより量的・質的金融緩和の政策効果の結果として生じているものであって、それ自体が目的ではないが、為替の安定は、企業部門の収益改善から設備投資の増加という好循環に向けたモメンタムを維持するうえでの起点となっているとみている。円相場については、この先日米の金融政策の方向性の違いが明確になっていくとみられることから、恐らく緩やかな円安が進むというのが中心的なシナリオであると思う。しかし、例えば、米国景気の回復が思いのほか遅く、9月の tapering 開始というシナリオが崩れるような場合には、ドル・ロングポジションが巻き戻されるリスクがあるとみている。実際、このところ色々な指標をみているが、ドル/円のリスクリバーサルなどをみると、スポット市場での円安基調にもかかわらず、1年のようなわりと長いタームのものまでドルプット超となっており、市場にはやはりドル安・円高方向への相応の警戒感があることを示している。いずれにしても、為替相場はなお不安定要素を抱えており、落ち着いたとは言い切れない状況であるとみている。

金融政策運営面であるが、これまで述べてきたように、量的・質的金融緩和のもとで、実体経済に前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転していると思う。また、金融市場においても、その効果が時とともに着実に浸透してきているように思う。政策効果のさらなる浸透を図る観点から、当面の金融市場調節方針は「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針のもとで、前回会合で決めたとおり国債をはじめとする各資産を買い入れていくことで良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

金融環境は引き続き緩和状態にある。社債・C P の発行や I P O も順調であるし、貸出残高も緩やかに増えている。金融市場調節方針も現状維持で良いと判断している。

本日は、国債市場の動向について私の見解を申し上げる。まず、わが国の国債市場は6月に入って安定しつつあるが、これは日銀のオペの弾力的な運用のほか、投資家の投資目線が次第に定まってきた影響もあると思う。しかし、国債市場の値幅・出来高比率をみると、改善はみられるものの流動性はまだ低い状態にあることから、流動性プレミアムが金利に上乘せされている可能性がある。また、今後はわが国の金利の押し上げ要因が次第に増えていく可能性にも注意が必要である。すなわち、米国金利が上昇局面に入っている中で、①6月以降、わが国のC P I がプラスへ転換することをきっかけに中長期のインフレ期待が急速に高まる可能性があること、②わが国の株価が再び上昇トレンドに入れば国債からのリバランスが起きる可能性があること、③仮に、消費税率引き上げが先送りされ財政規律に対する懸念が強まれば、リスクプレミアムが上昇する惧れがあることなどが考えられる。日本銀行は、少なくとも来年末まで毎月7兆円強のペースで国債買入れを継続することを表明しており、その間は国債金利への下押し圧力がかかると予想されるが、様々な押し上げ要因との綱引き状態が強まって、再びボラティリティが高まる可能性を意識している。

さらに、今後は、イールドカーブが比較的早くスティープ化していく可能性も否定できない。その理由は、3つある。第1に、金融機関の中には国債について、ボラティリティの拡大に加え、将来的な金利上昇が予想される中で、リスクが高まったとの認識を強め、実際、国債保有の短期化を図る先が増えていることにある。第2に、日本銀行では国債買入期間を「2年間」としていることから、2015年以降の長期金利上昇を見込む見方を助長する可能性がある。第3に、2年で2%を意識する投資家も多く、生活意識に関するアンケート調査によると成長期待も幾分高まっているこ

とから、名目長期金利がインフレ期待を上回って上昇し、その結果、実質金利が上昇する可能性を否定できないことにある。さらに、日本銀行では、国債買入れのストック効果だけでなくフロー効果も強調しており、毎月7兆円の国債買入れを継続していく中で次第に国債利回りの下押し圧力が高まっていくとの説明をしているが、逆に言えば7兆円の買入額を減額または停止を表明した途端に逆のフロー効果が働いて利回りが急速に上昇する可能性もあると思う。

そうした中で、2015年以降の金融政策については、日本銀行は必要に応じて質的・量的金融緩和の継続にコミットしているものの、フォワードガイダンスとしてさらなる工夫の余地があるかもしれないと考えている。私自身の現時点での物価見通しは、2015年度末に2%が見通せるかどうかというものである。この見通しでは、2015年度以降も金融緩和が残高維持を含めて何らかのかたちで継続することが当然のことながら前提となる。重要な点は、こうした議論は、金融緩和の出口戦略では全くなく、2%を安定的に持続するための金融緩和の継続の議論であることである。同時に、長期金利の安定的な推移を促すための措置としての意味合いもある。そうした観点から、フォワードガイダンスにはFRBのように出口に向けた精緻化や修正に関する議論もあるが、今、私が申し上げている金融緩和の継続についてのフォワードガイダンスとは区別すべきだと思う。この点、海外中銀の事例をみると、FRBによる資産買入れの縮小観測による影響を受けて金利のボラティリティと利回りが上昇した欧州において、金利の安定化を目指してECBが7月4日に政策金利の将来経路についてソフトなフォワードガイダンスを導入したこと、同日にイングランド銀行が公表文において政策金利の将来見通しが市場予想よりも低水準に推移する可能性を示唆し、8月までに詳細なフォワードガイダンスを発表すると伝えられている。こうした一連の動きは金融緩和の継続に関するガイダンスとして注目している。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境については、企業の資金調達環境は、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」との評価で良いと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向であるが、前回会合時と比べて為替はほぼ同水準か若干の円安水準、株価は株高で推移しているとみている。なお、この間の金融市場の動きは、米国実体経済の回復とそれに関連付けられたF e dの資産買入縮小に対する思惑などにより、非常に振れの大きい状態が続いており、米国の動向が本邦金融市場ならびに実体経済あるいは世界経済等に与える影響には引き続き注視が必要と認識している。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。金融政策判断としては、わが国経済は全体としてメインシナリオに沿って推移しており、金融市場調節方針としては現状維持、また資産買入れについても大規模な国債買入れやリスク性資産の買入れなど、従来の買入方針を継続することが適切と考える。

そう申し上げたうえで、政策に関わる論点として、2点議論したい。まず、長期金利のボラティリティに関して最近の動きを整理する。次に、導入から3か月が経過した量的・質的金融緩和の今現在の暫定的な評価を述べ、とりわけポートフォリオリバランスに関して敷衍したい。

長期金利のボラティリティについては、前回会合以降、米国長期金利が上昇する中でも、例えば、10年物金利は0.8%台後半、5年物金利は0.3%台前半と非常に安定的に推移している。長期金利が安定してきたことの背景は幾つか考えられるが、まず第1に、本行が買いオペの頻度を上げたことによって安心感が広がり、売り急ぎにブレーキがかかったということ、第2に、大手行による国債売却も一服してきたということ、第3に、証券会社の仲介取引も安定してきて在庫を売り急がなくなってきたというこ

と等が考えられる。以上の動きを全体として眺めると、本行による効果的な大量買入れが、潜在的な金利上昇圧力を抑制し、金利のコントロールが上手くいっているように窺われる。一方で、日中の値動きを示す値幅・出来高比率等をみると、やや低下してきたものの高い水準で推移しており、その面での流動性は依然低くタームプレミアムが高い状態が続いていることが示唆される。市場の金利観が、今はこの水準にあるものの、現行の金利水準でたまたま安定しているという可能性も排除できないと考えており、何かのきっかけで市場が大きな水準調整を始めるリスクを常に意識しておく必要があり、今後も市場参加者との対話を継続するなど、細心の注意を払って市場動向を把握していく必要があると考えている。

次に、量的・質的金融緩和政策の暫定的な評価であるが、われわれの政策のもと、これまでのところ、実体経済と金融市場において前向きな動きが広がってきており、企業や家計など様々なレベルで、マインドや期待の好転が観察される。企業のマインド好転は、短観などに顕著に表れている。また家計レベルでは、例えば、先般の生活意識に関するアンケート調査などをみると、景況感の改善、成長率の上昇期待、インフレ期待、地価の上昇期待などが報告されている。すなわち、先行きの実体経済の改善が見通されるもとの、インフレ期待が徐々に立ち上がってきており、バランス良く景気・物価が改善していく姿を家計部門もみていることがみて取れる。またそれを映じて、株高・円安の基調も継続しているように窺われる。

今申し上げたことに関連して、波及ルートの1つであるポートフォリオリバランスについても整理しておきたい。狭い意味では、本行による国債買入れによって、金利に低下圧力がかかり、国債から株式、不動産、貸出、外国資産など他の資産や投資機会に需要がシフトすることで資産のリバランスが起こるという現象、効果である。これは、日本においては、主に国内金融機関が国債を大量に保有するため、まずは金融機関によるリバランスが期待される。その一方で、金融機関には、各種の規制やリスク管理の要請があり、今申し上げた狭義のリバランスには、相応の時間や調整コストがかかることが考えられる。そういう意味で時間をかけて、リバラン



スの発現を期待すべきである。

また、より広い意味でのポートフォリオリバランスも考えられる。すなわち、本行の思い切った緩和措置のもと、先程申し上げたようにインフレ期待や成長期待が高まり、家計や企業、内外の投資家など幅広い主体がリスクテイクを活発化させるというリバランスである。人々がより優良な投資機会を発掘し、そこに資金を振り向ける動きは、過度なリスクテイクではなく、あくまでも生産的なリスクテイクである。そういったリスクテイク行動全般や、それに付随する資産価格の上昇を、「広い意味でのポートフォリオリバランス効果」と仮に呼ぶとすれば、そのような前向きな動きが今後さらに本格化していく——私自身は、既に一部で現れ始めているとみている——ことが期待される。

なお、いま申し上げたリバランス効果に対して、一部には「それは期待先行であり、実力が伴わないバブルである」という論評を耳にすることがある。しかし、この点に関しては、現在の日本経済で、先行き堅調な回復が見通されており、それが実現していくのであれば、現在の期待は実力が伴うものになると考える。そう申し上げたうえで、その回復がより確かなものになるためにも、政府による規制制度改革、成長力・競争力強化などの取り組みが着実に進むことを強く期待する。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境であるが、引き続き極めて緩和的な状況にあるとみている。また、金融市場の動向をみると、長期金利については前回会合以来、比較的落ち着いた動きとなっているほか、為替や株価については5～6月にかけての調整局面を脱しつつあるようにみられる。

このところFedのQEの tapering を巡る市場の動揺があったが、結局のところ、市場は、今後、米国で良好な雇用・経済状況が続けば tapering

は始まるという認識で固まったということだと思ふ。そのため、これから強めの数字、弱めの数字が出るたびに米国長期金利や為替が大きく動く可能性がある。米国長期金利が大きく上昇すれば、わが国の長期金利にも強い上押し圧力がかかるが、わが国の景気が力強い回復過程に入る前に金利が上昇していくことは回避する必要がある。今後、米国長期金利に連動して長期金利に上昇圧力が生じる際は、月間のオペ予定にとらわれず、柔軟かつ機動的に、適切な年限、金額の買入オペを追加的に打っていくことで、市場に対し、外的要因による急変動を抑制するという本行の意思を示していく必要があると考える。

金融政策については、量的・質的金融緩和の導入から3か月が経過したが、マネタリーベースの拡大ペースは順調であると評価している。今後も毎月7兆円強の長期国債を継続的に買い入れてマネーを市場に供給していくことから、ストックの積み上げとともに緩和の効果は次第に強まっていくとみている。この間、マーケットでは、5月下旬以降の為替や株価の調整局面などを捉えて今回の緩和策の成否を評価したり、追加策を求める声が上がったりした。そもそも、量的・質的金融緩和の効果は、ある程度の時間をかけてみていく必要がある。市場で色々言われているポートフォリオバランス効果についても、マーケットは短期的な視点で動きがちであるが、銀行や保険会社が国債を1兆円売って、その代わりに株やオープン外債を1兆円買うというようなりバランスはない。時間の経過とともに、それぞれの経済主体において徐々に進展していくものだと思う。この点は折に触れて説明していく必要があると考える。

最近の動きをみると、銀行貸出は、大手行の貸出姿勢が積極化しており、残高年増も月を追って増えてきている。また、6月のマネーストックの速報をみると、広義流動性が2007年7月以来、5年11か月振りの高い伸びとなっており、特に、今年度入り後は、金銭の信託や投資信託の伸びが加速している。M2、M3とも2003年に本統計が開始されて以来の伸び率であり、マネーストック統計の前身のマネーサプライ統計まで遡れば、1999年以来の伸びとのことである。経済主体におけるリバランスの動きは緒に

就いたばかりとはいえ、これまでの緩和効果がじわじわと染み出し始めてきているものとみている。

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

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。各種政策効果から金融環境の緩和度合いは強まっており、先行きもこうした前向きな努力を強力に後押しし続ける必要がある。

国内の名目長期金利は、4月の量的・質的金融緩和後にボラティリティを伴い上昇したが、6月以降は、FRBの出口政策を巡る思惑から海外の長期金利が大幅な上昇に見舞われる中でも、本行による買入れの効果から各種プレミアムが圧縮され安定的に推移している。海外との対比で国内金利の安定がここもと際立っていることから、政策変更直後の金利上昇時にみられた本行政策に対する批判も足もと収まってきている。また、家計・企業や市場参加者のインフレ予想は、消費税率引き上げの蓋然性の高まりによる影響を識別することは引き続き困難であるものの、上昇を示唆するものがみられることから、実質長期金利はマイナス圏にあるかどうかはともかく、本年初との比較で幾分下落している可能性がある。

こうした金利環境を受けた企業・家計の資金調達行動に目を転じると、4月の政策変更後のボラティリティの高まりの中で、社債市場では企業が発行を見合わせる動きが広がるかと思いきや、蓋を開けてみれば、4～6月期は償還やCPからの乗り換えもあり、発行額はリーマン・ショック後のピークをつけた。裏返せば、ボラティリティの高い中でも投資家の需要も相応にあったということである。また、銀行貸出は、約定平均金利が低下傾向をたどる中で大企業向けを主因に緩やかにプラス幅を拡大してお

り、設備投資資金も伸びを高めてきている。一方、住宅ローンの伸びは足もとと特段高まっていないが、従来は変動金利型のシェアが圧倒的に高かったが、足もとは固定型が増えてきている。こうした中、M3 は 2003 年の統計開始以来、また広義流動性は 2007 年 7 月以来の高い伸びとなっている。

4 月の政策変更直後は金利上昇による経済への悪影響に言及する論調がみられたが、結局こうした懸念は杞憂であったということであろう。要は、企業も家計も調達環境を先読みしながらデフレ脱却後を見据えて調達に取り組み始めているということであるし、経済に回復への動きがみられる中で、企業も家計も足もとは調達の好機と捉えているのではないかと思う。先行きはこのように緩和した状態にある金融環境をフル活用し、企業・家計の調達がさらに活発化することが期待される。

政策面ではこのところ長期金利が落ち着いてきたこともあり、政策の微調整が必要な状況ではないと認識している。前回会合で長期金利の安定化策を見送った直後の市場の反応はネガティブであったが、足もとの金融市場には再び前向きな動きがみられ、市場の催促に安易に迎合しない「ぶれない日銀」というイメージチェンジにある程度成功したように思う。このことは、今後の量的・質的金融緩和の展開に重要な意義を持つと考えている。

最後に、フォワードガイダンス政策について思うところを申し述べる。前回会合では、フォワードガイダンスを明確にすることで短期金利の将来のパスを明示し、それによって中長期金利の安定を図るべきという趣旨の議論があった。私の意見では、2 年で 2% のインフレ率を目指す現在の政策の枠組みのもとでは、教科書的なフォワードガイダンスはなかなか通用せず、われわれは今後の物価動向に応じて走りながら考えていくしかないと思う。なぜなら、仮に先行き 2% のインフレ率を見通せる状況となれば、中長期金利がそれとある程度整合的な水準に上昇することは、日本銀行の巨額の買入れをもってしても恐らく避けられない反面、仮に、インフレ率の改善が目覚ましく進展しないようであれば、中長期の金利水準は自然に

抑制されると思う。重要なことは、仮に2%のインフレ率が見通せる状況となった時に起こり得る中長期金利の跳ね上がりがある程度抑制できるかどうかだが、それは2年で2%とわれわれが宣言している手前、伝統的なフォワードガイダンス政策では対処不可能である。足もとは、ECBがフォワードガイダンス政策に乗り出し、BOEも新総裁のもとでフォワードガイダンス政策を導入するとの観測もみられる一方、本行の政策はそれらを超越した未踏の領域にあるので、われわれとしては先行きの経済・物価情勢を展望しつつ、手探りで対処していかざるを得ない考える。以上である。

黒田議長

それでは私から委員方のご意見をまとめたいと思う。まず、金融市場調節方針については、前回の方針を維持すること、すなわちマネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うことが適当ということで意見は一致していたと思う。また、国債等の買入れについても同様であったと思う。

先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、前回会合で決定した基本的な方針を維持することが適当とのことであつたと思う。すなわち、日本銀行は2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する、その際、当然のことながら経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を引き続き点検し、必要な調整を行うということである。

フォワードガイダンスについて、様々なご意見があつた。これは今後、十分議論していく必要があると思う。ただ、私自身は、佐藤委員が最後におっしゃったような考え方に非常に同感するところがあるが、これはまだこれからの議論であると思う。

量的・質的金融緩和の効果については、しっかりと働いており、企業・家計の支出行動を支える金融環境の緩和度合いは着実に高まっているというご意見が聞かれた。具体的には、日本銀行による巨額の国債買入れ、

それから弾力的なオペ運営もあったが、こうしたことは、景況感の改善、あるいは海外金利の上昇などに伴って生ずる長期金利の上昇圧力を強力に抑制しているということであると思う。こうしたもとで、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下方向にあるという意見が多かったと思う。この間、貸出金利は引き続き低水準で推移しており、銀行貸出残高も全体として前年比 2%程度のプラスで推移している。6 月短観でも確認されたとおり、企業からみた銀行の貸出態度、あるいは資金繰りなど企業の資金調達環境は改善を続けており、多くの方が、社債その他の発行も非常に大きく進んでおり、そのもとでマネーサプライも伸びを高めているということを指摘された。このような緩和的な金融環境は、国内民間需要を強力に後押しするとともに予想物価上昇率を高める方向にも作用するのではないかと考えられる。

以上の点について何か追加的なご意見、論点はあるか。

白井委員

量的緩和の海外への影響は確かにあるが、資本流入は成長があるところにはいつでもある。米国の tapering 観測で資金流出が起きているが、一方で日本ではリバランスを促すことで米国からの資金流出を補う面がある。このようにプラスの面もあるので、バランスを取って考える必要がある。アジアの場合、97 年、98 年のアジア危機と比較されるが、あの時とは大きな違いがあると思う。懸念はしているがかなり resilient になってきていると思うのは、自国通貨建ての債券市場が発達してきたということである。明らかに、この 10 年でアジアの債券市場は相当拡大したが、ほとんどが自国通貨建てである。極くわずかドル建てのハイイールド債があるが、外国通貨建ての債券市場の規模は半分に減っており、圧倒的に自国通貨であるので、アジア危機の時のようないわゆる銀行依存でマチュリティーのミスマッチと通貨のミスマッチは相当程度減っている。対外的に借入を行なっているアジアの企業は、通貨が安くなっても自国通貨建てであれば金利の上昇はあったとしても、アジア危機の時に比べて打撃はかな

り小さくなるので、ある意味では銀行依存から債券市場に多様化したこと  
によって、アジアはこの 10 年間で変わってきたと思っているので、バラ  
ンスを取ってみていく必要があると思った。

もう 1 点は、米国の tapering の一件で色々な教訓があると思うが、資  
産の買入縮小と政策金利の引き上げを分けるのは難しいと思った。F e d  
は、インフレ期待が長期的に 2% で安定しておりそれが続くという想定と、  
アナウンスメントした時にデュレーションリスクを吸収するようにス  
トック効果が出てくるかたちで、それほど長期金利が急速に上がると思  
っていなかったと思う。だが蓋を開けてみると、F e d が想像した以上  
に早く長期金利が上がりボラティリティも上がったというのが実態だと思  
う。その背景は、F e d はストック効果と言うが、市場はフローでみて  
いるので、資産買入れが毎月減っていく予想のもとでそれを織り込んで金  
利が直ぐに上昇したのだと思う。その結果、政策金利も引きずられて短期  
化する面もあったのではないかと思う。F e d の見通しが非常に楽観的で  
あったということもあったと思うが、短期金利の引き上げと資産買入れを  
分けるのは非常に難しいと思った。

最後に一言。フォワードガイダンスをこれから是非議論していきたいと思  
うが、2 年で 2% というのは、2 年を念頭において早期に実現するとい  
うのがわれわれのコミットメントであり、より重要なコミットメントは、  
2% を安定的に実現するということである。こういうところから考える  
フォワードガイダンスの工夫の余地はあると思っている。

#### 中曾副総裁

F e d の tapering の国際資金フローへの影響は、木内委員がおっ  
しゃったように、われわれにとっても非常にインプリケーションがある。  
白井委員からも指摘があったが、私自身も感想、疑問を持っている。1 つ  
は、F e d の tapering は、彼らの意図は別にして、結果的には市場があ  
る程度準備運動してしまったようなところがあると思っている。それにし  
ても、資産買入れと金利の部分に分けようとしている F e d の政策の意図

がなかなか伝わっていない。どちらかが動くともう一方も影響されて動いてしまうというところがある。2点目は、この間 tapering でグローバルにかなり大きな資金フローがあったが、アンwindされたと言われている資金は一体どこにあるのかがよくみえず、一体どこへ行ってしまったのかという気がする。3点目は、疑問ないし自問自答的なところだが、先進国はどこも非伝統的な政策を採っている訳だが、Fedが仮に tapering した時に、われわれを含めて他国は恐らくまだ緩和スタンスを維持しているというように、sequential にみると違う政策のサイクルにあるということが良いことなのか悪いことなのか、一面ではバッファー的に国際資金フローを安定化させる効果があるのかなという気もする。しかし見方を変えると、そういう状況の中でフォワードガイダンスを含めた政策を考えていかななくてはならないので、佐藤委員がおっしゃるように、走りながら考えていかざるを得なくなるような状況があると思った。

#### 木内委員

今回の議論ではフォワードガイダンスが1つの特徴であり、私もフォワードガイダンスという言葉は使わなかったが、米国の例になぞらえてそういうことを述べた。

もう1つは、金利についての言及が多く、それぞれ意見は異なっていたとは思いますが、どちらかというところ、金利は今非常に落ち着いているが、先行きはまだ変動のリスクがあるという意見——私もそうだが——のほうが多かったと思う。それについてやや感想めいたことであるが、中央銀行が国債を買うことによって金利が低位に安定するという期待が強く行き渡ると、比較的宜しくないことが起こるのではないかと思う。色々なひずみが起こりやすいとか財政の規律が緩みやすいというような弊害がある。金利が落ち着いてきたこと自体は非常に喜ばしいことではあるが、中央銀行が国債を買うことによってそれが永続するという期待があまりに広がると、今言ったようなマイナス面があると思う。長期国債を買うといった政策自体は、市場をある程度歪めることによって景気を良くしようという異



例の政策であり、市場がある程度歪むことは確かである。その効果を市場が余りに強く期待する、すなわちFRBが国債を買っているので金利は上がらないのではないかと期待し、それでは米国で資金をファンディングして色々なリスク資産に投資しよう、という動きが強まったと思う。長期国債を買うといった非伝統的な政策と財政緊縮の動き、さらに言うところリーマン・ショック後のマクロプルーデンス政策で国債保有を促すような規制の動きの3つが重なって、リスク資産に資金が動くということがあったのだろうと思う。これに対して、さらに中央銀行が買うので金利が上がらないという期待が、昨年の秋以降の半年で強まり、それが米国の長期金利上昇で裏切られたのが、5月、6月のグローバルな市場の大きな変動の1つの要因であったと思う。従って、依然として米国は国債を大量に買っているが、市場の期待が変わったり、政策の見方が変われば金利は短期間で1%も上がり得るものだと思う。イギリスなども大量に国債を買っているが、米国の金利上昇に連動するかたちで、金融政策については先行き変更がないにもかかわらず金利が上がってしまうということが起こりうる。国債買入れによる金利押し下げ効果はあるとは思っているが、もし、今後日本ですれに対して市場があまりにも過大な期待を強めていくと、今申し上げたようなリスクがあるので、注意したほうが良いと思う。感想めいたことであるが、以上である。

#### 白井委員

金利の低い水準が長く続くと思っているというよりも、長くは続かないと思っているから多くの銀行が国債を短期化しているのだと思う。今20年、30年はステディーに上がっており、上がっていくと思っているから機関投資家は国債を買っているところがある。いずれにせよ、来年末まで国債を買入れると言っているのです、そういう意味では長く続くという感じではないのかなという気もする。色々な見方があるとは思いますが。

岩田副総裁

インフレ期待が上がってきているので当然上がってくる。だからこそ、将来はイールドカーブがスティープ化してくる。だから、短期で資金調達して長期で貸すという銀行業が成り立つ。今まではそれが成り立たないから、国債を買ってきた訳である。これから銀行が正常な信用仲介機能を発揮できる土台が出来上がってくると考えたほうが良い。

それから、米国の tapering 観測で長期金利が跳ね上がり、米国の場合2%のインフレ予想がアンカーできっちりしているため、予想実質金利はかなり上がっている。名目金利がオーバーリアクションで上がっているかもしれないが、予想実質金利が上がっても米国経済が順調に行くかどうかだが、この予想実質金利に耐えられるだけ投資収益が上がるほど米国が強くなっている場合には、自然利子率自体が上がっているので、予想実質金利が上がっても構わない。米国が早すぎるスケジュールを発表するということは、民間よりも Fed が強すぎる見通しを持っているということであり、これは Fed が投資収益率がもっと上がっているとみているということである。ただ、市場がそうでないと思っていると誤差が生じてくるので、米国は正念場だと思う。この予想実質金利の高さに耐えられるほど米国の景気回復が強いのかどうかということに依存していると思う。

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を頂きたいと思う。まず、浅川雅嗣財務省大臣官房総括審議官からお願いします。

浅川財務省大臣官房総括審議官

長きに亘るデフレから脱却することは、現下の日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて、金融政策の果たす役割は極めて大きいと考えている。本日の「展望レポート」中間評価のご議論については、日本経済が、2%の物価安定目標の達成に向けて着実に前進していることを確認する内容と受け止めている。日本銀行におかれては、引き続

き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に 2%の物価安定目標を達成して頂くことを期待している。

本年 1 月 22 日に公表された「共同声明」は、デフレ脱却と持続的経済成長の実現に向けた政府と日本銀行の役割を明らかにしたものであり、政府としても、責任を持って、その役割を果たしていく決意である。

先般 6 月 14 日、民間の力を最大限に引き出す「日本再興戦略」や、経済再生と財政健全化の好循環等を目的とした「骨太方針」を閣議決定したところであり、これらを迅速かつ着実に実行に移していく所存である。この成長戦略の重要性に関しては、先程宮尾委員からも言及があったところである。

長期金利の乱高下はこのところみられていないが、国債市場の流動性が低下している中では小さなショックでもボラティリティが高まる惧れがある。

日本銀行におかれては、こうした状況下において、市場参加者の意見を踏まえ、国債の買入方法を見直すなど積極的な対応を取ってこられたものと承知している。引き続き、市場動向を踏まえた弾力的なオペ運営に努めるとともに、そうした姿勢をしっかりと内外に示して頂くようお願いしたいと思う。

先程、財政健全化の努力について、木内委員、白井委員、中曽副総裁から言及があったが、当然のことながら、政府としても、引き続き市場動向を注視するとともに、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することにならないよう、経済再生に向けた取組みと併せ、「骨太方針」を踏まえた、財政健全化目標を達成するための「中期財政計画」を年央を目途に策定するなど、財政健全化に全力を挙げて取り組んでいくこととしている。以上である。

黒田議長

それでは、山際大志郎内閣府大臣政務官お願いします。

山際内閣府大臣政務官

内閣府としての現状の景気認識であるが、わが国の景気は着実に持ち直していると考えている。先行きについては、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、企業収益の改善が家計所得や投資の増加に繋がり、景気回復へ向かうことが期待されている。

物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるものの、物価上昇を予想する家計や販売価格の上昇を予想する企業の割合が増加するなど、このところ一部に変化の兆しもみられる。

また、政府の取組みとして、6月13日の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。今回は、地方公共団体についても初めて調査を行った結果、民間企業との契約締結等が行われ実際に仕事が動き始める実施段階にある事業が、国・地方合わせて事業件数ベースで約81%となった。

さらに、翌日6月14日には「経済財政運営と改革の基本方針」、いわゆる「骨太方針」、そしていわゆる成長戦略である「日本再興戦略」および「規制改革実施計画」を閣議決定した。

「経済財政運営と改革の基本方針」では、経済再生と財政健全化の両立に向けた取組みのもとで、国・地方のプライマリーバランスについて、2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比の半減、そして2020年度までに黒字化、その後の債務残高の対GDP比の安定的な引き下げを目指す、との目標を掲げている。その実現に向け、社会保障、社会資本整備、地方財政といった主な歳出分野における重点化・効率化の考え方などを示している。来月には、これらを具体化した「中期財政計画」を策定するとともに、中長期の経済財政の展望を示しながら、財政健全化目標への道筋を明確化していく。

また、「日本再興戦略」に基づいて、民間活力を引き出し、新たな市場フロンティアを創出するための政策を準備が整ったものから迅速に実行に移し、日本経済を揺るぎない成長軌道に乗せていく。

さらに、「日本再興戦略」の推進に当たり阻害要因を除去するために、

エネルギー・環境、保育、健康・医療、雇用、創業等を5つの重点分野とした「規制改革実施計画」を着実に実施する。

なお、本日晒された展望レポートの中間評価の案に沿って、物価安定目標の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分ご説明頂きたいと思う。

最後に、一時みられた市場のボラティリティの高まりに対し、日本銀行におかれては、市場との対話を通じて、適切に対応されるなどご努力を頂いたと考えている。以上である。

#### V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局が委員方の見通しおよび分布を回収]

内田企画局長

9名の委員方とも変更なしである。

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案および見通し計数等も含めた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

議長案の 7. について、従来と同様の修正の議案を提出したいと思う。

黒田議長

執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

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

内田企画局長

それでは金融市場調節方針に関する議長案からご説明する。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

続いて、議長案の対外公表文を読み上げる。「2013 年 7 月 11 日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行う。② E T F および J - R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P 等、

社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。海外経済は、引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直している。設備投資は、企業収益が改善するなかで下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は改善している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、足もとではゼロ%となっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。4. 先行きのわが国経済については、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、プラスに転じていくとみられる。5. 4月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。6. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。7. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。参考1、参考2で、大勢見通しおよびリスク・バランス・チャートを掲げている。

木内委員案である。前回と同じであるので、7. のところだけ読み上げさせて頂く。「日本銀行は、中長期的に 2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を 2年間程度の集中対応

措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。以上」である。

議長案の対外公表文について若干説明させて頂く。1.、2. については前回6月と全く変えていない。3. については、「わが国の景気は、緩やかに回復しつつある」としている。海外経済については前回と同じ表現である。輸出、設備投資、住宅投資、鉱工業生産については、昨日月報でご説明したとおりの変更を加えている。さらに、その後、企業の業況感について付け加えている。消費者物価についても、月報と同様の表現である。4. の先行きについては「緩やかに回復していくと考えられる」とし、消費者物価の先行きについては、「次第にプラス」と言っていたが「次第に」を取っている。これも昨日月報でご説明したとおりである。5. については、0.1%ポイント程度の変更であったので、「成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って」という表現にさせて頂いている。6. については、新興国・資源国経済と米国を「新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペース」と書き分けている。7. は前回と同じである。以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。

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

[11時19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

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

次に、木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いするが、もしご議論があればどうぞ。

木内委員

それでは1つだけ。考え方は従来と変わらない。意見表明の時に若干追加の論点を申し上げたのは、今回の米国の金融緩和の修正期待に伴う金融市場の動揺から教訓を得たということである。これに照らしてみても、国債の買入れが長期化する、拡張していく、あるいはそういった期待が高まることに歯止めをかける観点からも、見直しが妥当ではないかと引き続き考えたということである。

## 宮尾委員

今の点も含めてであるが、先程木内委員がおっしゃった金融的不均衡がさらに高まるという点が、こういった非伝統的政策全般に含まれる大きなリスク要因であるということはそのとおりであるが、そう申し上げたうえで、われわれのコミットメントの「リスク要因を点検し」という中には、しっかりそれは織り込まれているというのが私の認識である。以前の包括緩和の時から、金融的な不均衡も含めリスク要因をしっかり点検するということは明確にしてきたので、その点についての認識は変わっていないと考えている。

## 木内委員

われわれとしてはそういう意識だということはそのとおりだと思うが、将来、公表文の文章に言質を取られるかたちになってしまうということをおそれている。今は文章には入っていないが、「2年間で」と「達成できるまで持続させる」の2つをいわば人質に取られるかたちで、やはり達成できていないではないかというように、われわれがそれなりにリスクが高いと判断してもそこに引っ張られてしまうリスクがあるので、文章上も変えておくことが、そのようなリスクの軽減につながるのではないかとというのが基本的な考え方である。

## 白井委員

例えば、木内委員案の「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこと」によって、金融緩和が長期化するという市場の期待が払拭されることになるかということ、そうとも言えないと思う。もう1つは、中央銀行の政策当局者として、追加緩和の期待を高めないような工夫は、正直もう少し考えても良いのかなと思う。われわれはまさに金融緩和を行っており、実績を伴って金融緩和を縮小するとか——今の米国がそれに近くなっているが——、停止するとかという話

になる訳であり、やはりそれは実績を伴って判断されると思うので、その実績なくして金融緩和をずっとやっていくという期待をやめさせたいというのは、金融緩和を行っている政策当局の考え方としては、正直言って腑に落ちないところがある。バーナンキ議長も他の中央銀行総裁も皆同じだと思う。木内委員がおっしゃったリスクは十分承知のうえで、どのような言い方をしているかという、「そのようなマイナス面もよく分かっているのだが、金融緩和を続けることが实体经济にプラスになるのであれば、それは必ずや世界経済にもプラスになるだろう。そういうプラスの効果がある限り金融緩和を選択する」というような言い方をしている。従って、金融緩和の効果が全くなくなった、もうマイナスの効果しかないということがはっきりするならそれでやめるしかないのだが、そうではなくプラスの効果がある限り行っていくものであり、そこに金融緩和が長期化することの期待を減らすという発想は、思いは分かるが、ちょっと腑に落ちないところがある。

#### 木内委員

私の意識としては、米国で、QE1、QE2 を実施した時は、一定の期間でやった。考え方としてはそれと同じで、どのような効果とどのようなリスクがあるか分からないので、レビューして次の策を採ろうという意味である。2年間でしっかり見直すということを入れないと、先程言ったような言質を取られるかたちで、十分議論されないまま政策に引っ張られてしまうというリスクがある。そのために見直すのだが、見直したうえで、継続もあり得るし、さらに拡張するというのも——私には抵抗はあるが——あり得るし、そこでやめるということもあり得る。色々な可能性があるという意味で、柔軟だと思っている。

もう1つは、コミットメントについては、佐藤委員もおっしゃったとおり、2年間で2%を掲げている以上、フォワードガイダンス的なものを出すことは難しいと思うので、私はこのように変えたうえで、資産買入とゼロ金利を区別するような情報発信ができるのではないかと思う。そうい

うことであれば、この2年で見直したうえでも低金利は変わらないということであるので、市場に対して2年で終わるというメッセージにはならない。今のままではそのような情報発信はできないが、見直せばそのような情報発信ができるのではないかと思う。

#### 白井委員

そこはちょっと考え方が違う。2%というのは安定的にということなので、まさにここに書いてあることが全部盛り込まれていて、違いがよく分からないというのが正直なところである。あと、米国は確かにQE1、QE2とやってきて、そこに見直し期間という捉え方もあるが、ダドリー総裁はそれがストップ・アンド・ゴーで間違っていたという言い方をしている。そこは色々な考え方があると思う。

#### 木内委員

量的・質的金融緩和は、われわれができる最大限のものとしてやったという意識が私にはある。追加策を前提に考えたものではなく、最大限の規模としてやったという意識があるので、それがなし崩し的にどんどん拡張されてしまうというのは、リスクが非常に高いということではないかと思う。

#### 佐藤委員

米国の例であるが、QE1、QE2、それからオペレーションツイストと、それぞれの始まった時期と終わった時期をみていくと、QE1が2008年11月から2010年6月、QE2は2010年11月から2011年6月、オペレーションツイストは2011年9月から2012年6月、全部6月に終わっている。QE3はどうかというと、昨年9月に宣言があって、何もしなければ恐らく6月に終わってしまうのではないかとマーケットは期待していたと思う。だからこそ、実際はオープンエンドで続けるつもりはなかったのだろうが、オープンエンドと宣言することで緩和効果を強めていったというこ

とだったと思う。われわれの戦略もまさにそうであって、敢えてオープンエンドとは言っていないが、終わりの時期を明示しないことで、取り敢えずは期待に訴えかけていこう、緩和効果を強めていこうということをやっている。毎月繰り返してになってしまうが、木内委員のおっしゃっている「2年間程度の集中対応措置と位置付け」というのは、事実上これは2年後の tapering ないしはエンドに言及しているということと同じであり、緩和効果を弱めてしまうと思う。カーブの分断も起こすと思う。そういう意味で、非常に難しいのだが、私は今の戦略が消極的ながら最善の選択と思っている。

木内委員

「2年間程度」と明示することで、tapering を完全に意味している訳ではないとはいえ、そのように受け止められるリスクはあると思う。その結果として、期待が多少弱められる可能性もあると思う。ただ、それを踏まえても、リスクとリターンのバランスを最大化することが重要であり、リターンの部分が多少小さくなるかもしれないがリスクを小さくすることに寄与するという意図である。

黒田議長

それでは採決をお願いします。

[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：木内委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

木内委員案についての注だが、前回と同じであるので、読み上げで対応させて頂きたい。7. の 1 段落目の最後に注を付けて、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで「量的・質的金融緩和」を 2 年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

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。対外公表文に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

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

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

それでは、対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。  
事務局は対外公表文の公表作業に取りかかって頂きたい。

それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[11時36分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針は全員一致で可決された。木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（6月10、11日開催分）の承認

黒田議長

最後に、6月10、11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します。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 17 日水曜日 8 時 50 分に  
対外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、8 月 7、8 日に開催する予定で  
ある。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者  
限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取



扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

解禁は11時47分の予定である。

黒田議長

解禁時刻が11時47分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11時42分閉会)

以 上