

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年10月3日（14:00～16:36）

10月4日（9:00～11:44）

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（3日）

古川禎久 財務副大臣（4日）

内閣府 梅溪健児 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	野村 充（4日 9:00～9:25）
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司（4日 9:00～9:25）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎（4日 9:00～9:25）

I. 開会

(14時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、そして議事要旨（9月4、5日開催分）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

最初に、金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした「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、資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明させていただきます。まず、前回会合以降のグローバル金融市場であるが、何と云ってもFedの tapering の見送りが最大のニュースであった。また、エマー

ジング諸国への懸念が9月前半にやや後退し、その後 tapering 見送りというイベントを経て、現在の市場の関心は、専ら米国の債務上限問題に向かっている。

まず、図表1の金融調節をご覧頂きたいと思う。金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約60~70兆円のペースで増加させる方針のもと調節を行っている。9月末のマネタリーベースは186兆円となった。日銀当座預金は、9月26日に一旦100兆円を突破した後、9月末には97兆円となっている。

図表3の短期金利をご覧頂きたい。本行の大量の資金供給のもと、無担コール、GCレポレート、短期国債利回りなど各種の短期金利は前回会合以降、中間期末要因もあり、本行の付利水準である0.1%を一段と下回って推移する傾向が強まっている。国庫短期証券の利回りをみて頂くと、本行の大量買入れに加え、9月期末に向けていわゆるキャッシュ潰しと呼ばれる、一部行による日銀当座預金を抑えたいという動機に基づく短期国債需要も加わり、9月26日の短期国債金利は0.03%を割り込む水準へと大きく低下した。その後も、短期国債金利はかなりの低水準で推移を続けている。また、このように低下した短期国債の金利とGCレポの裁定、あるいは証券会社の短期国債在庫の減少に伴うファンディングニーズの低下を受けて、GCレポ金利も下がりやすくなっている。今後、中間期末要因の剥落後の短期市場がどうなってくるのか、引き続きみていきたいと思う。

図表4の主要国の長期金利をご覧頂くと、前回会合以降の最大のイベントは、やはり9月のFOMCでのFedの tapering 見送りであった。市場の多数が9月の tapering 開始を見込んでいた中、米国の10年債金利は前回会合では概ね3%前後まで上昇していたが、次期FRB議長の有力候補とみられていたサマーズ氏が辞退表明をしたことなどをを受けて、米国の金利は低下傾向をたどっていた。その後、9月18日のFOMCでの tapering 見送りで米国長期金利は急激に低下している。現在は米国の債務上限問題に市場の関心が移っており、この問題を巡る不確実性、不透明感を背景に米国金利は引き続き軟調に推移しており、足もとでは2.6%台

で推移している。このような米国の金利の低下を受け、欧州の金利も低下傾向をたどっており、本邦金利も低下傾向である。本邦金利は、現在では0.7%を下回る水準で推移している。この間、消費税の8%への引き上げ決定自体は市場で既に織り込み済みで、発表日の市場への影響はほとんどみられなかった。

図表5はFOMC当日の市場の動きである。9月の tapering 見送りに際して、米国の市場の反応はいずれも明確かつ急激であった。金利は低下、株価は上昇、為替はドル安であった。因みに、その後、米国の株価は債務上限問題に伴う不透明感、それから tapering 見送りを眺め、「もしかしたら、Fedは、市場よりも米国経済を慎重にみているのではないか」といった見方が広がり、軟調に推移している。他方、金利低下、ドル安の傾向は基調としては続いている。図表6のFF金先は、9月のFOMCの tapering 見送りを受けて、市場による利上げの予想時期も再び大きく後ろ倒しになっている。5月21日、いわゆる tapering を巡る情報発信の開始前に近いところまで、予想される利上げ時期が押し戻された印象がある。このように、いくら当局が tapering と利上げは別であると言っても、市場はこれらをリンクしたものとして捉えやすいということかと思う。9月の tapering 見送りについて、市場では、目先は緩和スタンス継続に安堵する一方で、Fedの政策は分かりにくくなったとか、不確実性がむしろ増えたかたちで先送りされたという感想を述べる先が多かったように思う。すなわち、市場参加者の多くは、5月22日以降の一連のFedの情報発信を、Fedは雇用統計に注目させ9月の tapering を織り込ませようとしているのではないかと捉えて、Fedとの相互理解がある程度進んだと思いでいた部分があったように思う。こうした中での9月の tapering 見送りにより、市場では、対話が振り出しに戻ってしまったといった感想を漏らす先もあった。とりわけ9月のFOMC後の記者会見や公表文中で、債務の上限問題や、雇用指標の改善が生産性上昇に支えられなければならないなど、かなり幅広い言及がなされたということで、一旦狭められた焦点をまた広げられてしまい、今度は何をみれば良いのかというような

感想が多いように思う。図表 6 (2) が示すとおり、現在マーケットでは、12 月の F O M C での tapering 開始を見込む先が多くなっている。ただ、9 月の F O M C 前のような確信に近いものではなく、10 月は記者会見もなく、債務上限問題にしても経済指標にしても 9 月から判断を明確に進める材料は得にくいだろうから、敢えて何月かと問われれば 12 月だろうか、といった程度のものが多いと思う。市場が tapering の開始について感じる不確実性はむしろ高まっていると思う。実際、予測できないという回答がかなり多くなっている。

この間、エマージング諸国については、7 月、8 月にみられたようなファンダメンタルズに脆弱性を抱える新興国の通貨が売られるといった動きは、9 月に入って一段落している。その後、図表 6 (3) が示すとおり、9 月の F O M C で tapering が見送られる中で、インド、ブラジル、インドネシアといった国々では、利上げなどの政策対応を採っている。このように F e d の tapering 見送りは、一部新興国に必要な対応を採る時間的猶予を与えているという面もあったように思う。

次に、図表 7 の株価をご覧頂きたい。F O M C の tapering 見送りに伴い、米国株価は緩和継続期待から一旦上昇したが、その後はやや弱めの推移をたどっている。同様に、各国の株価も、tapering 見送り以降は、どちらかと言えば、やや弱めの動きをたどっている。米国株価が軟調な背景としては、市場の関心が債務上限問題に移っており、この問題の迷走が不確実性として捉えられている。tapering 見送りを捉えて、F e d の経済の見方がやや弱気なのではないかといった見方もあると思う。なお、債務上限問題については、株価にはそれなりにネガティブな影響を及ぼしているようにみられるが、米国の長期国債のリスクプレミアムにはあまりはねている様子はみられない。この問題について、市場では、連邦政府機関の閉鎖などは比較的短時間に終わり、米国債の元利払いにまで影響することはないだろうといった見方が、今の段階では一般的であるということかと思う。

図表 7 (2) の新興国の株価は夏場にかけて下落した後、9 月上旬に概ね

反発している。また、tapering 見送り時に一段の反発をみた国が多くなっている。もっとも、その後、株価は再び軟調に推移しており、引き続きファンダメンタルズに注目した選別的な動きには注意が必要だと思う。現在、市場の関心は、米国の債務上限問題に向かっているが、関心が再び tapering に向かうまでの間に、夏場に売り込まれたような新興国が必要な政策対応を行えるかどうか、それを通じて信認を確保していけるかが、1つのポイントかと思う。

図表9の主要国の為替レートをご覧頂きたい。先進国の為替レートをみると、9月FOMCにおける tapering 見送り以降、総じてドル安方向の動きとなっている。とりわけ、ユーロの対ドルでの上昇が目立っており、現在は1ユーロ=1.36ドル前後で推移している。このような状況下、市場では、最近のECB当局者の緩和寄りの発言については、ユーロエリアの競争力確保という観点から過度のユーロ高を牽制したいのではないかとみる向きが多いようである。

続いて図表15の金融調節である。金融市場局では、9月中も国債買入れを7兆円強のペースで行っており、9月末までの買入国債の平均年限は7.3年となっている。こうしたオペの状況を若干詳しくご説明すると、9月については、中間期末を控えキャッシュ潰しといったニーズも加わり、月末にかけて特にTB金利などの各種短期金利が目立った低下を示した。とりわけ、短期国債については、相当品薄感が広がった。こうしたことを踏まえて、金融市場局では、中間期末を控えた短期金融市場の不要な混乱を避けるといった観点から、短期国債買入オペについては回数の微調整を行う一方で、年末のマネタリーベースの目標値達成に万全を期すために、現在まで比較的安定して買入れができていた期間1~5年ゾーンの国債買入れについて、9月20日分から1回当たりの買入額を500億円増加させ合計6,500億円としている。このようなオペの微調整については、市場でも概ね冷静に受け止められていると思う。

図表16は短期オペの動向である。現在の量的・質的金融緩和のもとで短期金融市場の資金余剰感は極めて強くなっており、共通担保オペは一貫

して札割れとなっており、短期国債の買入れも応札倍率が相当低くなり、落札レートも低下しやすくなっている。さらに、社債買入オペは札割れ、CP買入オペの平均落札レートは一貫して0.1%を下回るという状況であり、緩和感が極めて強くなっている。金融市場局としては、中間期末要因剥落後の市場の動向を注意深く見極めながら、その時々的情勢に応じ、裁量の範囲内で、必要に応じ弾力的に対応していきたいと考えている。

先行きの市場動向については、tapering 見送りは、幾つかの新興国に政策対応と信認回復に時間的猶予を与えたというプラス面はあったように思うが、基本的には不確実性を先送りした面もあろうかと思う。現在、市場の関心が米国の債務上限問題に集中しているが、市場のメインシナリオは必ずしもこの問題の長期化ということではないように思う。逆に言えば、この問題がさらにこじれば、そのこと自体が市場にとってさらなるリスクとなる可能性があると思う。また、こういった債務上限問題から市場の目が離れば、その時は再び tapering の時期やテンポに関心が戻っていく可能性もあろうかと思う。その時には、例えば、新興国の中できちんと政策対応をしたのはどこか、といったようなかたちで、夏場のように、tapering に関する対話の中で焦点が当たった論点に再び市場の関心が戻っていくこともあろうかと思う。こうしたファクターを注視しながら、引き続き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

質問があればどうぞ。

木内委員

当座預金についてだが、この先順調にちゃんと積み上げられていくのかどうか、多少心配している。説明にもあったが、9月末の金利、特に短期国債等は大分下がり、銀行のキャッシュ潰しを反映している面があり、季節的な要素が強いという説明であったと思う。10月に入り見極めるにはまだ早いのもかもしれないが、あまり状況は変わっていないという感じがあ

る。数日経てば少し変わるかもしれないが、当初は、10月に入れば期初の益出しのようなものが出て銀行が国債を売って、金利水準が短期も長期もやや上がってくるのではないかと見込まれていたが、どうもそうはなっていないように見える。季節性だと思っていたが実はそうではなく、銀行が従来よりも当座預金積み上げに慎重になってしまっているというような心配はないのか、お聞きしたい。

それに関連して、今は金利水準も低く貸出も伸びない中で、当座預金の積み上げに対しては株主からのプレッシャーもあって銀行が慎重になってしまう面がある一方、今後、貸出が増えて銀行のバランスシートが拡大していき当座預金あまり目立たなくなってくれば、そのような批判も浴びなくなるので、当座預金の積み上げはより簡単になっていくのではないかという見方もあると思う。ただ、今の日本銀行のオペレーションを前提にすると、銀行のバランスシートの増え方が当座預金の増加ペースに追いつくことはないと思うので、そういう意味では、銀行のバランスシートの中での当座預金の比率はさらに上昇する可能性が高いことから考えると、バランスシートが増える中でも当座預金の積み上げにはより慎重になってしまうというリスクが、先々出てくるのではないか。あるいは、景気が良くなり、貸出が増えて、金利も上がってくると、当座預金を大量に持つことへの機会損失——0.1%の利益しかない——から、銀行独自の判断としても当座預金を抑えるインセンティブが出てこないかどうか。これからもちゃんと積み上げられていくのかどうか、引き続き少し心配しているが、如何か。

山岡金融市場局長

当座預金積み上げのフィージビリティについては、木内委員ご指摘のとおり、構造的に緩和感が極めて強まっていることによる要因と中間期末の要因が重なっているが、現段階では、どちらがどれ程大きいかを見極めるのは難しく、見極めるには暫く時間がかかるかと思う。例えば、本日のFB入札では、入札金利が0.0558%程度と0.05%台まで戻り、9月26日

の状況に比べれば戻っているが、それにしても低水準であることは間違いない。当預積み上げのフィージビリティについては、私どもとしては、現段階で物理的に年末のマネタリーベースの達成がこれによって極めて難しくなるというところまでの印象を持っている訳ではない。日本銀行は、金融資産と当座預金を交換するかたちで当座預金を積み上げている訳であるが、箱が細かく分かれていればいるほど難しい。例えば、白色と黄色とオレンジ色のテニスボールがあって、白は何個、黄色は何個、オレンジ色は何個といったようなかたちで分けて買うとそれだけ難しくなる。その中で買い進めていけばいくほど、ある色の箱の中では需給が引き締めやすくなり、それがレートにはねやすくなっていく。もう1つの背景としては、12月末のバランスシートの姿をみせているので、マーケット参加者は、12月末が近づけば近づくほど、日本銀行がどのような行動を取ってくるかを予測しやすくなる面がある。そういったことも色々なレートにはねやすくなっていく面もあるかと思う。ただ、私どもとして、例えば、オレンジ色のテニスボールを80個買わなければならないのに箱の中には元々60個しかなかった、というようなことでは買えないが、そのような状況だとは思っていない。ただ、こういった政策を続けていき、年末も近づいてくると、色々な意味で需給の要因がレート、プライスにはねやすくなっていくといったことを、注意深く観察していかなければならないと考えている。

木内委員

景気が良くなって、貸出が増えれば、もっと当座預金を持っても株主の理解は得られるだろうと思うが、先程後半の方で申し上げた考え方であれば必ずしもそうではない。当座預金が積み上がらないとは思わないが、銀行の方が慎重になれば、その分金利が下がりやすくなってしまい、そうすると銀行が当座預金の積み上げに段々慎重になる中でオペの金利は下がってくる。一方で、経済状況が良くなっていくというように、やや股裂きみたいな感じになって、どこかで非常に不安定な動きに繋がってくるこ

とはないだろうかということを心配している。

山岡金融市場局長

銀行のキャッシュ潰しは、ポートフォリオバランスと裏表の関係にある。われわれは、金融資産と当座預金を一旦交換するが、銀行が当座預金をポートフォリオに振り向けることを期待している訳である。必死に当座預金を潰そうとするのは、必ずしもネガティブに判断することではないかもしれない。そこで短期のアセットしかないとなると0.1%を下回るもので運用せざるを得ないことになるが、銀行としてはそれ以外に何かないかと必死に他のものを探していき、海外もあるかもしれないし貸出もあるかもしれない、ということになると思う。基本的には、ポートフォリオバランスを狙って当座預金を増やしていることからすると、ある意味不可避で仕方がない、やむを得ないことなのではないかと感じている。

白井委員

2点ある。1点目は貸出支援のところでも聞こうと思ったことだが、貸出支援基金の貸出額が思ったより多くないが、今おっしゃったようにマネタリーベースを年末まで示しているが、仮に貸出支援基金が12月にかけてそれほど増えない場合、恐らく、今残差とみなしている短期国債と固定金利オペで調整することになると思う。私の理解では、昨年末から今年末にかけて短期国債の残高を増やしていくことになっており、貸出支援基金が思ったほど増えないと余計に短期国債の方に負担がかかると思うが、そこは大丈夫なのか。今の時点での見通しを伺いたい。

2点目は、図表1の銀行券の伸びについてである。今年1月から銀行券の伸びが前年比3%以上と格段に増えている。しかもこのところ数か月はもっと増えている。非金融機関と金融機関に分けると、非金融機関の伸び率は同じなので家計などのタンス預金ではなく、金融機関の現金保有が増えているようである。ここ数か月急激に増えているが、その理由として何かあれば教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

1点目の貸出支援基金であるが、これが入ってくれば短期オペの負担が減って助かることは間違いないが、われわれは調節上これに大きく依存して計画を立てている訳ではない。基本的に相当慎重な見通しを立てたうえで、それでも達成できると考えている。短期国債オペは、確かにレートは相当落ちてきているが、極端な話、短期国債そのものはマーケットに存在するので、レートに糸目をつけなければ買えない訳ではないかもしれない。9月に回数を調整したのは、期末に向けて急激な変動は避け、価格の変動を大きくするかたちで買い進むことを避けるという趣旨であり、基本的にはそこは慎重にみている。

銀行券については、白井委員がおっしゃるとおりであり、私どもも内部で分析しているがなかなか合理的な説明ができないでいる。確かにおっしゃるとおり銀行券の伸び率はトレンドとして上昇しており、しかも上昇したものが戻ってこない傾向がある。どこかで歴史的な伸び率ないしGDP比率に戻るのではないかと考えて分析しているが、1回上がった伸び率が戻ってこない傾向がある。これについてはまだ合理的な説明を見出せていない。

森本委員

年末の話にも絡んで図表16の固定金利オペだが、9月18日頃からロールの関係もあって3か月物を打ってきたと思う。10月1日は4か月物を打って応札倍率は0.5倍位に戻っている。連続して打っていて9月末は0.2倍位まで下がっていたが、私自身、もう少し変化をつけても良いのではないかと思っていた。4か月物にしたのは年末越えあるいは色々な思惑があるのか。この辺りはどのようなことを考えているのか。固定金利オペは、ベースに1年物の残高が10兆円位あるということである程度確保されていると思うが、今後について少し心配な面もあるので、4か月物にした趣旨などを聞きたい。

山岡金融市場局長

基本的にはマーケット参加者のニーズを事前にある程度聴取し汲み上げたいうえで、オペを実施している。基本的なニーズは、まずロールオーバーであり、ロールオーバーでどのようなタームの資金にニーズがあるのかを事前に聴取したうえで、そのニーズに極力応えていくかたちでオペを打っているというのが最初の部分の答えである。それから応札倍率については、オファー額 8,000 億円というのは決められており、私どもとしても今の地合いで 8,000 億円というのは……。

森本委員

オファー額の方は良いが、月数でもう少し変化もあるのではないかと。8,000 億円は仕方ないとも思うが、ずっと 3 か月物を打ち続けていたがここにきて 4 か月物を打つなど少しバリエーションをつけている。市場のニーズももう少し色々あるのではないかと思ったということであり、8,000 億円について言っている訳ではない。

山岡金融市場局長

期間についても工夫の余地はあるのかもしれない。基本的には、前日までにマーケットから聴取したロールオーバーされるであろう金融機関の方々から、どのようなニーズが強いかを汲み上げて実施している。勿論、森本委員がおっしゃるように、もしかしたら汲み上げ切れていないニーズがあるのかもしれない。

森本委員

年末越えであれば 3 か月で良かったのに、4 か月にしたのは何か考えがあるのか。応札倍率が 0.5 倍位まで上がっているのに、色々やれば上がるというようなことはないのか。

雨宮理事

短期の資金需給はもう 180%充足されているので、年末だから一杯需要があるということではない。この時も事前にミクロの調査をしたら、ロールオーバーのニーズで長そうなものが偶然あったので、長いのを実施してみたら札が入ったということである。勿論ニーズに応じて肌理細かくできるところはするが、長めにすれば札が一杯入るということではないと思う。ただ、そのうえでニーズは肌理細かく把握し、できるだけ札が入るように実施していきたいと思うが、期間で工夫をする世界はもう超えているような気がする。

森本委員

3 か月を打ち続けており、それがみえ過ぎているので、1 か月とか6 か月とか変化をつけてみてはどうだろうかと思った。

雨宮理事

それも踏まえて工夫はするが、それが起死回生の一発となるというような期待はあまりしないで頂きたい。

森本委員

それは良く分かるが、少し変化がみえたような気がしたので、質問した。いずれにしても、この辺の動向が気になるので、オペについては色々マーケットの状況をみながらお願いしたい。

宮尾委員

私も、短期国債買入オペについて追加で教えて頂きたい。今月は3回買入れを実施し、マーケットは全体的にタイトであり、今後状況をみながら調整されていくと思うが、マーケットがタイトなままであれば、年末の当座預金を積み上げるという目標だけであれば、買入オペの回数をもっと減らして、一方で長国でもう少し調整すれば、十分対応可能なのではないか

と思う。もし、マーケットでかなりタイトな状況が続くのであれば、短期国債の買入オペの回数をもっと減らすことも技術的にあり得るシナリオではないかと思っているが、どうか。

山岡金融市場局長

現時点での感触としては、現在執行部に授権された範囲内で、取り敢えず、達成は可能なのではないかと考えている。

宮尾委員

そうであるが、例えば回数を1回にしてもそれは授権の範囲内なのではないか。

雨宮理事

基本的には、弾力的なオペについて授権して頂いていると思っているが、一方で年間の長期国債の買入ペースは決定会合で決まっている。「程度」の中で読める範囲での弾力性は当然あると思っているし、年末の国債の残高は140兆円であるが、それが138兆円か144兆円か分からないが、その位の弾力性は頂いていると理解している。今それをはるかに超えなければ調節ができないというようなことにはなっていないので、今宮尾委員ご指摘のようなフレキシビリティを念頭に置いて調節を実施させて頂いているつもりである。ただ一般論としては、資金需給がどんどん緩和していけば、年末の残高は達成できると思うが、オペの札は入りにくくなり厳しくなるだろうと思う。

佐藤委員

同じく短期国債オペに関して、ここもとの応札倍率は少し低下気味になっており、例えば、9月13日は1.13倍で、2兆円から1.5兆円に減らしてこういう応札倍率なので、仮に2兆円のままであれば割れていただろうということは容易に推察できる。一方で、札割れを回避しつつ当座預金

を積み上げていかなければならないが、先程の説明にもあったように、これを無理にやろうとするとどうしても金利に皺寄せがいくと思う。足もと期末要因が剥げて金利は若干戻ってきているが、さらにこの先積み上げていく過程でより需給がタイトになっていくと、それが金利に反映されていく。包括緩和の末期の今年初め頃の議論にもあったが、われわれとしては、期末あるいは年末のバランスシートの姿をみせているので、ショートポジションが丸見えになっているようなものである。要は、足元をみられやすい。結局のところ、それが金利に反映されていき、マイナス金利での買入れを余儀なくされるといったことも起こり得ると思う。若干先走った議論ではあると思うが、マイナス金利での買入れの可能性はあると考えているのか。

山岡金融市場局長

現段階では何とも言いようがない。まず、中間期末要因がどの程度あるかを見極める必要があるし、年末に向かうにつれて需給がどんどんタイト化していくと思うが、マイナスでの買入れを余儀なくされるかどうかは、短期国債については色々な投資家が存在し、非常に固定的な保有を志向する投資家もいるので、マイナスで売ってくる投資家がどれ位いるのかは、相当不確実性は高いと思う。このため、この段階では何とも申し上げようがない。ただ、年末にかけて買えば買うほどレートが締まりやすくなるのはそのとおりだと思う。

雨宮理事

重要なポイントなので補足させて頂きたい。確認であるが、先程来、量を出す政策の結果、「金利に皺が寄る」という議論があったが、元々、量を増やすということは、量そのものに効果があるというよりは様々な短期・長期の金利、あるいは資産価格のプレミアムに影響を及ぼすということなので、量を出すことによって各種の金利に影響を及ぼすと考えたと、皺が寄って困ったことが起こっているということではない。とにかく、マ

ンデートを頂いている量を出す、ただしマーケットに破壊的にならない——期末で不安定な時に火に油を注ぐようなことはしない——範囲内で弾力的に実施している。私は、一般論としては、マイナスの札がつくことも可能性としては排除できないと思う。実際にヨーロッパでも起きているのであり得ると思うが、基本的な政策の作りとしてはそのように理解している。

石田委員

今のような量的緩和を前提にすればそういうことだろうが、元々この数字は、前執行部の時に 2013 年度末までの数字ができていて、その時の執行部の説明は、十分買えるということであった。それを前提に決まったことであって、今そのように言われても困ってしまう。

雨宮理事

十分買えるということの意味であるが……。

石田委員

マーケットの残高などから、そのような説明を受けている。

雨宮理事

マーケットの残高と需給で決まっていくので、自然に買えるということの定義によるかもしれないが、供給を増やしていけば金利は下がるということ的前提に自然に買えるということだと思ふし、量を増やす政策の直接の効果は、その裏側にはそのような緩和効果があるということだと考えている。ただし、何度も言うが、マーケットを破壊しながら買っていくことはできないので、先程宮尾委員からあったように、長期債も含めたフレキシビリティは活かしながら、ということだと思ふ。「皺が寄る」というように今追求している政策の中で困ったことが起こっているということではないと思ふ。

石田委員

今追求している政策ではそうかもしれない。今追求している政策の中では固定金利オペと短期国債は隠れたかたちになっているので、そういう説明は分かりにくい。それを最初に決めた時であれば、「皺が寄る」という議論はあったと思う。

雨宮理事

「皺が寄る」という議論はその時もしていないと思う。

石田委員

確か、私の記憶では、ボリュームに対して無理なく買えるということであった。

雨宮理事

「無理なく」の定義によるかもしれないが、金利が一定で買うということとはあり得ない。

石田委員

それはそうである。

雨宮理事

ボリュームを追求するというのは、マーケットの金利、価格形成等に影響を及ぼしながら買うということであり、そのこと自身が政策効果であると整理することは可能であると思う。

石田委員

その時の説明はそうではなかった。

雨宮理事

そう説明申し上げたと思う。

佐藤委員

その時の雨宮理事の説明は、「綺麗に買うことはできないだろう」ということであつと記憶している。

石田委員

今の感じは、「綺麗に買えない」という程度のものではないということ
が心配なのではないか。若干 distort されても良い。

雨宮理事

それは「綺麗に買う」ということの方にもよる。

中曾副総裁

自分が金融市場局長をやっていた時もそうであるが、期末はバランスシートドレッシングへの需要が結構あると思う。一時的に当座預金からレポへ放出したり短期国債を持つという感じがそれなりに強い要素としてあつたのではないかと思うので、この先は、もう少し様子を見る必要があるのではないかと思う。まだ10月の3日なので、もう少しマーケットの様子や地合いをみたくて、オペのやり方について考えていったらどうかと思う。

長期金利についてであるが、図表4で米国の長期金利は軟調で、米国サイドの見方として、その背景に政府閉鎖、債務上限の問題は比較的短期に解消される見方があるという説明だったが、米国の議会の状況や色々な情報を見てみると、それほど簡単に解消できるような問題なのかという気がする。その場合、マーケットの反応は、株や為替には既に出てきているという気がするが、長期金利の動きはむしろ逆のような気がする。格下げやデフォルトが連想された場合は、むしろ逆に動いてくる。その場合、円や

日本株は既に動きが出ているが、日本の長期金利にはどのような影響があると考えたら良いのか。プレミアム上昇の部分がスピルオーバーしてくるとみるのか、あるいはフライト・トゥ・クオリティ的なニーズからJGBに対しては買い圧力が強まってくるのか。仮定の話ではあるが、どのように頭の整理をしておけばよいのか。また、日本の市場はどのように読んでいるのか。

山岡金融市場局長

最初の米国の債務上限問題がなぜ株・為替にははねて、債券にははねていないのかという部分であるが、マチュリティ別にみるとはねているところがない訳ではない。1か月物のTB金利にははねている。つまり、マーケットの見方では、要するに10月17日直後に償還を迎えるようなTBでは何か悪いことに巻き込まれるかもしれないというテールリスクがあり、1か月物のTB市場のイールドは10月1日以降急上昇している。これに対して3か月物よりも長い債券のイールドは影響を受けていない。これを素直に解釈すれば、10月17日以降何かちょっとした混乱が起こって巻き込まれる債券はあるかもしれないのでそこにはリスクプレミアムを乗せよう、ただ所詮チキンゲームだから先は多分ないだろう、というのが市場の見方だと思う。そのうえで、これが長期化し、実際に債券のプレミアムにはねてくる場合はどうかということについては、日本はやや隔絶された部分もあるので日本にとっては少し特別な要素があるかと思うが、世界の安全資産にとっては、リスクプレミアムが乗る要因ではないかと思う。各国では、債務上限問題は単なる不確実性要因、景気の下押し要因として債券の利回りが下がっている。一方で、仮に米国の安全資産にリスクプレミアムが乗ってくるとなれば、米国国債は世界の安全資産の基準金利なので、ここにプレミアムが乗ってくるとなると、各国のソブリンについてもリスクプレミアムが乗ってくる要因になると考える人が多いのではないかと思う。ただ、米国でもそういう段階には至っていない。ましてや各国については、現段階では金利の低下要因と読んでいるのではないかと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず、図表1の製造業PMIであるが、グローバル製造業の生産PMIは、9月53.1と2011年5月以来の水準まで改善した。トルコ、韓国、台湾、インドネシア、インド等新興国での引き上げが目立ち、新興国は全体としても50を僅かに上回るレベルまで改善した。

図表2の米国経済であるが、(1)の第2四半期の実質成長率の第3次推計値は、前期比年率+2.5%と第2次推計値から不変であった。内訳も大きな変化はない。企業部門については、(3)のISM指数、(5)の設備投資に関するサーベイ等ソフトデータは改善してきているが、(4)の生産、(6)の非国防資本財受注等のハードデータは、なお上向きの動きがはっきりと表れる情勢にはない。一方、家計セクターの支出は、天候要因等の振れを除けば安定的に増加基調で推移している。図表2-2(1)の9月の実質個人消費は、季調済前期比で+0.2%の伸びとなった。(2)の自動車販売は8月に年率1,639万台まで増加した。9月は業界ベースの統計しかないが、これをみると年率1,521万台と反落した。ただこれは、レーバー・デーセールが一部8月にずれ込んだことが主因とされている。長期金利の上昇にもかかわらず、固定オートローン金利、5年物の固定でも2%台で安定的に推移していることも販売を支えている。住宅部門をみると、(3)のケース・シラー住宅価格は7月にさらに上昇し、前年比での伸び率は+12.3%と2006年3月以来の伸びとなった。調査対象20大都市のうち価格が下落したのは、今月はミネアポリスとクリーブランドの2都市に減少した。(5)の住宅着工戸数は8月に89.1万戸とやや盛り返している。ただし、特に集合住宅において、着工許可件数との乖離がやや大きくなって

いる。(4)の8月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が16.9万人の増加にとどまったほか、6~7月分についても合わせて7.4万人の下方修正となるなど、改善ペースがやや鈍っている。失業率は7.3%まで低下したが、労働参加率が0.2%ポイント低下したことによるところが大きい。なお、政府機関の閉鎖前には、明日公表されることとなっていた9月の非農業部門雇用者数について、市場では、公表されるとすれば18万人の増加を予想している。なお、9月17日、18日のFOMCでは、広く予想されていた買入縮小を見送った。その際、考慮事由の1つとして言及されていた財政協議であるが、暫定予算案の通過を医療保険制度改革法の執行停止と絡めようとする共和党と、これに反発する民主党との対立が期限までに解消できず、連邦政府は新年度開始日である10月1日に政府機関の一部閉鎖に追い込まれた。さらに、連邦の債務上限に関し、10月17日には異例措置による対応余地が尽きることが見込まれており、上限引き上げが決議できなければ、国債利払いも含め連邦政府の支出が滞る可能性がある。

次に欧州経済であるが、全体として底入れしている。図表4(1)の9月複合PMI生産指数は52.1まで改善したが、特に製造業の輸出受注指数の改善が目立つ。(2)の9月時点でのECBスタッフによる2013年実質成長率見通しも、長らく下方修正が常となっていたが、今回に関しては-0.4%と6月時点に比べ0.2%ポイント上方改訂された。(3)の消費者コンフィデンスの改善に伴い小売売上数量も僅かながら増加に転じているが、(4)の失業率が8月は12.0%と僅かに下がったものの、水準としてはかなり高いことに加え、消費性向が高止まり家計債務の調整も進捗していないことからすれば、今後家計支出の回復に弾みがついていく展開は予想しづらいところである。一方、(5)の輸出、(6)の生産については、PMIとソフトデータの改善に比べハードデータの改善が遅れているが、7月の季調済計数については、季節要素が前年対比でかなり高くなっており、実態は公表計数ほどには悪い訳ではないものとみられる。図表5のユーロ圏各国の国債利回りであるが、9月22日のドイツの総選挙が与党陣営であるキリスト教民主同盟・社会同盟の圧勝に終わり、周縁国に対し

厳しい注文を付けつつも支援は継続していくとの政策の方向性は保たれるとの見方から、全体としては落ち着いている。ただし、イタリアについては、VAT引き上げに反対している自由国民党ないしフォルツァ・イタリア——「頑張れイタリア」——の閣僚5名が辞意を表明した。根底には、ベルルスコーニ元首相の上院議員資格剥奪の是非を巡る闘争があり、連立の枠組みに一部亀裂が入る事態となった。このため、国債利回りも一時切り上がる局面もみられたが、レッタ政権が昨日、圧倒的多数で信任されたことから、足もとでは落ち着いて推移している。

図表6の中国経済であるが、7月以降の経済活動の好転がさらに明確になってきている。(1)の工業生産の前年比伸び率が逐月で高まってきているほか、電力消費が8月前年比13.7%増、貨物輸送量も8月7.4%増と、主要指標がおしなべて産業活動の持ち直しを示している。(2)の固定資産投資も公共部門を中心に前年比伸び率がさらに上昇しており、8月は+21.4%となった。今後も、鉄道やLTE基地局の建設の増加が見込まれているほか、環境、上下水道、住宅等、民生部門への投資も拡大していくものとみられる。(5)の8月の輸出は、前年比+7.2%と欧米向けを中心に、幅広い品目で持ち直しの動きがみられている。また、輸出向け受注PMIも、9月はHSBC/Markitベース、国家統計局ベース、いずれも50.7と50を上回った。金融面でも6、7月と減少してきた社会融資総量増加額が8月は銀行引受手形、委託貸出を中心に増加に転じた。インターバンク市場では人民銀行が積極的に流動性を供給していることもあり、6月末にかけてみられたような市場金利の上昇は観察されておらず、概ね安定的に推移している。このように、内外需ともに一頃みられた後退懸念が薄らいでいる中で、第3四半期から第4四半期にかけての実質成長率はやや持ち直し、通年でも7.5%程度に着地するとの見方が増えてきている。中国経済の安定度が増す中、中国経済ウォッチャーの関心は11月の三中全会に向けられており、薄熙来裁判等政治闘争を経て現指導部がどの程度の構造改革を打ち出せるかに関心が集まっている。

NIEs・ASEANは、図表7(1)の韓国、台湾の生産・輸出はこ

のところ一進一退の動きが続いていたが、直近月の計数でみると、韓国では8月の生産が季調済前月比1.8%増と顕著な伸びとなったほか、(3)にあるように、韓国、台湾とも9月のPMIが改善するなど、中国の生産の伸び拡大や米国の輸入持ち直しなどもあり、持ち直しに向けた動きもみられつつある。一方、これまで内需主導で成長を遂げてきたASEANについては、(4)にあるように、特にインドネシア、タイ、マレーシアで消費者コンフィデンスが低下しており、補助金打ち切りの反動もあり、(5)の自動車販売台数も減少している。

最後になるが、国際金融市場では、FOMCの緩和縮小が見送られたことで長期金利が低下、株価が上昇したが、その後、暫定予算案を巡る対立で政府機関閉鎖の蓋然性が高まった週明け以降には、リスク回避の動きが強まり株価は下落した。新興国についても、FOMC以降、それまでのポジションを一部巻き戻す動きが出て、通貨や株が買われる展開となった。通貨ではインド、ブラジル、株ではロシア、トルコ等が大きめに買い戻されている。その後、米国の財政問題の余波を受けて足もとでは多少下落しているが、小幅のままにとどまっている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

中国は意外と持ち直してきている。在庫調整が一巡しているとか、輸出環境が良くなっているということもあるが、構造調整の手が一時的に緩められ、景気配慮にシフトした政策が採られ、インフラ投資が伸びているということがあると思う。一方で、消費が弱いということからすると、本来、中国政府が目指している構造改革の方向には必ずしも向かっていないということを見ると、景気配慮の姿勢がいつまでも続けられるのだろうかという気がしている。どこかでまた成長の質重視、構造改革の方に軸足をシフトしていくのではないかと思っているが、タイミングとしては、11

月の三中全会、12月の中央経済工作会議辺りが1つの転換点、すなわち政策がまた構造改革の方に向かうきっかけになるという見方があると思う。例えば、金融政策でいうと、住宅価格が足もとまだ非常に強く上昇しているので三中全会で引締めの方角をもう一度出してくるとか、政府部門の債務の調査が行われているが、それが11月の三中全会辺りまでに大体まとまり、例えば、融資平台の改革のようなことをこのタイミングでやってくる、あるいは12月の中央経済工作会議で来年の成長率の見通しを下げ、政策をやや引締め、構造改革に取り組み、来年は7.5%よりも少し低い成長率を容認するというように、政策的には11月、12月辺りが比較的大きな転換点になりやすいようにも思うが、そのような考えについてはどうか。

外山国際局長

私も、三中全会でどのような構造改革のメニューが打ち出されるかについて、大いに注目したいと思っている。ここまでインフラ投資等を多少再開させたといったような動きもあったが、三中全会に向けて政治的な基盤を固めていきたい、地方政府の不満をできるだけ宥めておきたいといった動機もあったと思うので、そういったところを無事に乗り切れるということになれば、少しスローダウンしていく可能性もあるかもしれない。ただ、今回のインフラ投資等については、前回会合でも申し上げたが、大きな意味でのリバランスといった構造改革の方角にできるだけ沿うようなものが選ばれているということである。先程申し上げたように、住宅や上下水道等の民生部門の投資も行われていくので、こうしたことが都市環境の整備等を通じて消費社会の土台を作っていくということであれば、長い目でみてリバランスに資するという見方もできると思う。ただ、そうは言っても、伝統的な鉄道建設等に比べると生産誘発係数等は恐らく低いと思うので、そういったものも見据えながら構造改革と成長維持のどのようなバランスが良いのかといったことについて、三中全会等が終わった後もこまめに運営していくことになるのではないかと、今のところはみている。

白井委員

アジアと南米を比べた時に、今回アジアでは、若干問題のある国が幾つかあっても、全体的にはファンダメンタルズはかなり強い気がする。にもかかわらず、債券市場に関しては、南米よりもアジアの方が打撃が大きかったと思う。金利上昇もボラティリティ拡大もアジアの方が大きかったと思う。それをどのように考えるかであるが、今私が考えているのは、資本流入がある時に、アジアではかつて銀行依存であったが、この間クロスボーダーが証券投資に変わってきた中で、海外から証券市場への流入の歴史が南米よりも浅いために、もしかしたら知識が十分ないということがあったのかもしれないし、大量にアジア全体に流入していたのが識別されたと考えるべきなのかと思っている。なぜならば、CDSプレミアムは、南米よりもアジアの方の上昇が大きいためである。私自身はそのように考えているが、この辺りはどのようにみているのか。

2つ目は、韓国についてである。今回、韓国はほとんど打撃を受けなかったが、韓国と言えば、2008年にリーマン・ショックの影響を受けて中央銀行からドルを借りた位大変な影響があったにもかかわらず、今回はほとんどなかった。考えられるのは、この間、韓国は2つのマクロプルーデンス規制を実施しているということである。1つは、外銀の支店を中心にデリバティブの想定元本に上限を付けたということと、もう1つはノンコアの対外債務に関し規制を強化したことである。これが影響したとしか考えられないが、その結果、短期債務が減ったのかもしれない。裏を返せば、マクロプルーデンス政策がかなり効くという証明になるのではないかと考えているが、この辺りの考えを伺いたい。

最後は、香港についてである。アメリカが tapering する時に1番影響を受ける国は、普通はドルペッグしている国かトレードのリンケージが非常に強い国であるが、そうすると、香港が思い浮かぶが、香港も打撃が非常に小さかった。香港は住宅バブル的などころがあり、信用の伸びも大きく、オーバーヒート的などころがあったにもかかわらず、ほとんど影響を

受けなかった。これをどのように考えるかであるが、私が考えているのは、中国が立ち直ってきたことが影響しているのではないかということである。香港は微妙で、ファンダメンタルズの良い面もあるが、インフレでクレジットも伸びており、ドルペッグで資本流出入の規制が1番ない国で、影響がありそうにもかかわらずなかったのは中国の持ち直しの影響なのか、それとも他に理由があるのか。考えを聞かせて頂きたい。

外山国際局長

アジアと中南米ということであるが、1点目は、委員も示唆されていたように、今回、アジアではかなり大きなポジションが積み上げられていたことがあり、その角度も急だったために、taperingが行われるのではないかと示唆が出たところで、ポジション調整の動きが出やすかったということがあると思う。ファンダメンタルズとしては、必ずしもアジアの方が悪いという訳ではないのに、マーケットのポジションの積み上がりが相場に影響を与えたということだろうと思う。2点目は、特にブラジルがそうであるが、対外的なポジションはともかくとして、国債はほとんどがドメスティックな居住者が保有しているため、為替や株はともかく、債券は元々比較的安定しやすい構造になっている——ある意味、日本と似ている——ということかもしれない。それに比べてアジアでは、国によっても違いはあるが、外国人の保有比率が高まってきていることが作用したのだろうと思う。

韓国については、ご指摘のマクロプルーデンス規制について、国際会議など韓国の代表がそういうことを言って、こういうことをやってきたことが良かった、国際社会としてもそういうことを認めるべきだ、というようなことを言っている。勿論、それが効いていることは否定できないと思うが、新興国全体への資金流入、あるいは新興国からの流出動向をみると、かなり選別的な展開になっている。韓国については、韓国自身からすれば経済はよろよろしているということかもしれないが、特に、経常収支と表面的な外貨準備の額はかなりしっかりしているので、外国人にとっては、

現状程度の選別的に調整をするといった局面では比較的買われやすい、あるいは維持されやすい銘柄だろう——勿論、全般的な売りショックとなると韓国も売られる展開になると思うが——と思う。

白井委員

外銀による短期債務はかなり減ったのか。

外山国際局長

減っている。韓国全体の債務構成をみると、短期債務は着実に減っており、アジア危機の時に比べると、大分改善したと思う。

香港については、小国なので必ずしも一般的な議論がそのまま通用することではないかもしれないが、1番大きいのは、中国の要因だろうと思う。香港は中国のプロキシとして取引される性格があるので、中国が大崩れすればまた違っただろうとは思いますが、何とか踏みとどまって明るさもみえてきていたので売られる対象にはならなかったと思う。それから、当局に聞けば、マクロプルーデンス規制を採っていたこともあると思うだろうと思う。

黒田議長

他にご質問がなければ、ここで5分間のコーヒーブレイクをとりたいと思う。

(15時02分中断、15時07分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

黒田議長

決定会合を再開する。次に国内経済情勢について説明をお願いします。

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。図表1は短観の業況判断である。9月短観でみた業況判断は、製造業・非製造業、大企業・中小企業ともに引き続き改善し、水準についても中小企業・製造業を除きリーマン・ショック後のピークを更新した。企業マインドが業種の広がりやを伴いつつ改善を続けていることを確認できる内容であった。

図表2で4～6月期の2次QEが出ているので簡単にご説明すると、法人季報を反映し設備投資がプラスに転じたことを主因に、1次QEから上方修正され前期比年率+3.8%と2四半期連続で年率4%程度の成長が実現した。

図表4の公共投資は、公共工事出来高については7月まで統計が入り引き続き増加している。一方、先行指標の公共工事請負金額は、4～6月が相当増加しており、7～8月は4～6月対比で小幅マイナスと増勢が一服した。このため、先行きについては、伸びを鈍化させつつ当面増加傾向を続けると思うが、来年前半にかけても、今回政府が打ち出した経済対策が実現していけば、中身に公共投資があるようなので、高水準を維持するということが良いと思う。

続いて輸出入であるが、図表8の実質輸出の地域別、財別をみると、実質輸出計は7月が前月比-4.9%とかなり減少したのが気になっていたが、8月が+6.4%とそれ以上の増加となった。四半期でも、4～6月が+3.6%と伸びを高めた後、6、7、8月が横ばい位であり均してみれば増加傾向ということで良いのではないかと思う。地域別には比較的ばらついており、米国は第2四半期に相当高い伸びとなった後、第3四半期も横ばいであったので、しっかりしているという評価で良いと思う。EUについては、ずっと減少していたがここにきて漸く持ち直しの動きがみられ始めており、若干明るい動きである。中国は、去年は日中関係悪化の影響で相当減っていたが、足もと持ち直しの動きがみられる。日中関係の和らぎだけではなく、スマートフォン関連の部品だと思いが情報関連の増加も加わってきているようである。一方、ASEANはずっと弱い足もとさら

に弱い。また、その他地域については、基本的には円安の影響で増えていると判断しているが、どうもここ3か月弱い動きになっており、新興国の景気減速の影響が出ている可能性もあると思われる。輸出の先行きについては、先程、外山国際局長からも説明があったが、グローバルPMIが改善している、あるいは円安の影響から、緩やかに増加していくとの見方を維持することで良いと思う。ただ、幾つかの新興国において景気が減速している、あるいは先般の短観における海外需給の改善のもたつきというところも踏まえると、輸出の増加ペースは、一頃想定していたよりも緩やかなものにとどまる可能性が高いと思っている。

続いて、図表 15 の短観の企業収益であるが、2013 年度の経常利益は、円安効果が大きい大企業製造業を中心に増益が見込まれており、6 月対比でも総じて上方修正されている。ただ、(2) の製造業中小企業については、大企業に比べるとやや鈍く、コスト上昇の影響がやや強めに出ている可能性があると思われる。

そのもとでの設備投資であるが、図表 17 の一致指数である資本財総供給の 8 月が本日の 13 時半に出たが、全体で 7 月+5.8%の後、8 月+0.9%であった。この結果、7~8 月の 4~6 月対比は+2.6%——資料では+2.1%とあるが——となった。月々あるいは四半期で振れはあるが、徐々にしつかりしつつあるという感じである。先行指標の機械受注は、4~6 月の前期比+6.8%の後、7 月の 4~6 月対比が+1.4%と、出遅れていた製造業についても 2 四半期連続でプラスとなっているので、ようやく製造業に持ち直しの動きが出てきたのではないかと思う。建築着工床面積は、4~6 月、7~9 月と少し弱いですが、図表 19 (2) にあるように四半期でも振れの大きい統計であり、均してみれば増加傾向が維持されていると判断している。

図表 20 の短観の設備投資計画であるが、大企業については製造業、非製造業とも、元々この時期は横ばい位であるが、前回 6 月にかなり上方修正されしつかりした計画が維持されていると判断している。中小企業については、過去の平均よりもしつかりしたペースで増えてきているので、短観の収益改善、マインド改善が設備投資に結びついていることが改めて確

認された。

次に個人消費だが、図表 22 (3) の GDP に則して作った消費包括指数、消費総合指数が 7 月まで出ているが、足もとは 4~6 月対比で若干マイナス、横ばい圏内である。ただ、年前半の 1~3 月、4~6 月はかなりのピッチで増加してきているので、高水準が維持されている、底堅いという評価で良いと思っている。小売統計について図表 23、24 をご覧頂くと、小売業販売額は、4~6 月に増えた後 7~8 月は反動減と全般に増勢が一服している。ただ、自動車など耐久消費財をみると、8 月以降再び増加している感じである。百貨店はセールの前倒し等で 7 月は一旦落ちたが、8 月は再びリバウンドし、9 月もヒアリングしている限りでは堅調と聞いている。スーパーについても、一頃弱かったがこのところ均してみれば下げ止まりの感じも出てきている。このように、サービス消費まで全部含めて底堅いということで良いと思っている。消費の当面の動きについては、資産効果あるいはマインド改善で増加してきており、目先、所得はそれなりに増えると思うが、物価上昇に何とか追いつく程度なので、駆け込みを除く基調としては、どんどん増えていくということでもないと思う。ただ、雇用・所得環境全般に改善方向にあるので、底堅い展開とみて良いと思っている。

図表 26 の住宅であるが、先行指標である新設住宅着工戸数は、4~6 月に跳ね上がり 7~8 月もかなり高い水準が続いている。これは先行指数であるので、実際の工事については、4~6 月の GDP では横ばいだったが、7~9 月は GDP ベースで増えることはほぼ確実と思っている。マンション販売も、ここにきて駆け込みも出ていると思うが、8 月に一段と増加している。最近、消費関連の家電量販店あるいは百貨店からは、住宅購入の建て替えに伴う白物家電や家具が売れていると聞いており、目先、住宅関連が景気の下支えに何がしか寄与すると考えて良いと思っている。

次に生産であるが、図表 29 をご覧頂くと、月々の振れはあるが均してみれば緩やかに増加してきていると思う。9 月、10 月の予測指数がかなり跳ね上がっているが、これは本系列に予測指数を繋いでいるが、実は結構違う動きをしており、予測系列は 8 月がかなり落ちて 9 月にその反動が出

るということなので、ここまでは増えず、緩やかな増加程度に考えて頂ければと思う。

図表 30 (2) の日本の製造業 PMI については、9 月まで出ており高めの水準を維持している。企業ヒアリングでも、年内は前期比+2%前後の増加予想であるので、緩やかな増加が当面続くということで良いと思う。業種別に一言補足しておくとして、これまでは、自動車が引っ張る姿であったが、企業から聞く限り、今後は設備投資関連、スマートフォン関連、あるいはパソコンについても X P のサポート切れが来年春にあり、それに伴って企業から少し更新需要が出ているということで、電子部品関連がしっかりしていくとみている。

続いて雇用であるが、図表 34 の有効求人倍率は着実に上昇が続いており、失業率は 8 月に少し跳ね上がったが、2 か月ごとのサンプル替えて、6 月、7 月が強いサンプルで失業率が下がり、8 月はその反動ということかと思う。サンプル要因による振れを除いて均してみれば、失業率は低下傾向ということで良いと思う。図表 35 で短観の雇用の過不足感を示しているが、(2) の非製造業は「不足」超幅を拡大しており、ここからみても、労働需給はタイト化の方向にあることが分かると思う。

図表 33 の雇用者数であるが、労働力調査の雇用者数は 8 月前年比+0.9%、毎月勤労統計の常用労働者数は前年比+0.8%と、雇用者数はしっかりと伸びており、所得の押し上げに寄与している。一方で、少し気になるのが賃金であり、名目賃金は、7 月が前年比-0.1%の後、8 月が-0.6%とゼロ近傍ではあるが、7、8 月と少し弱い動きとなっている。所定外については順調に増加している。特別給与は 8 月-9.4%であるが、確報で上振れることがほぼ確実である。今のところ、夏季賞与を 7、8 月でまとめてみれば 1%以上の増加で、ボーナスも増え始めたという評価で良いと思う。問題は所定内であり、どうやら 4~6 月に比べて 7~8 月がマイナス幅を少し拡大してしまった。中身をみると、教育や医療関係が弱いので、地方公務員の給与引き下げが 7 月位から始まっていることが何がしか影響している可能性があるかとみている。同時に、29 人以下の事業所で

は半年ごとにサンプル替えが行われるので、それも何がしか影響しているのではないかと思う。その1つの証左として、パートの時給が4~6月の前年比+0.8%から7~8月+0.3%と伸び率が低下している。パートについては、われわれのマイクロヒアリング、あるいは民間の統計をみる限り、ここにきて上がっているという情報が多いので、そういうところからみてもサンプル要因が効いていると思っている。いずれにせよ賃金の評価は難しいが、多面的にみるために1つの試みとして今月から追加的な資料を用意している。傾向的な動きをみた方が良いと思うが、図表36(3)の所定内給与の寄与度分解であるが、一人当たりはずっとマイナスであるが、1番効いているのがパート労働者の比率が上がっているというところであり、労働需要の増加に短時間パートで対応していることの影響が大きいとみている。(2)にパートの時間当たり賃金があるが、均してみれば少しずつ伸び率が高まっている。8月も入っているが、6~8月で均してそれほど弱い数字ではない。パートの賃金はじりじり上がっており、一般の一人当たり名目賃金はボーナスまで含めたものであるが、一頃ゼロ近傍であったところがプラスになってきている。パートの要因を薄めさせるため(1)に時間当たり賃金を示しているが、増加してきていると思う。雇用、賃金については、評価としては改善に向かいつつあるということで良いと思っている。ただ、現時点では、特に賃金においては、まだ改善の動きが明確になっているという訳ではないことも事実である。元々、賃金の改善には時間がかかるということだと思う。今後は、経済活動、企業収益の回復がはっきりするにつれて、賞与やパートの時給、そしてその後に一般労働者の所定内の順で、次第に改善が明確になっていく姿を基本シナリオとしつつ、その展開については注意深くみていきたい。

最後に、物価についてご説明する。図表41は、物価の背景にある需給の動きを短観で確認したものであるが、(1)の製商品・サービス需給判断DIは、製造業、非製造業ともに、大企業、中小企業ともに着実に改善してきている。(2)の短観加重平均DIもそういう傾向を示しているが、(3)の販売価格判断DIについては、内需堅調の影響を受けやすい非製造業を

中心に改善を続けており、非製造業については前回のピークに近づきつつある。業種別にみても、小売だけでなく個人向けサービス、宿泊・飲食辺りも改善してきている。CPIについては、図表 46 で除く生鮮食品でみて、8 月は+0.8%と若干切り上げた。確かに、まだエネルギー関連が押し上げに寄与しているが、当月は食料工業製品のマイナス寄与もかなり縮小してきている。除く食料・エネルギーについては、8 月は見た目は変わらないが若干改善しており、傾向的にも-0.9%をボトムにほぼゼロ近傍まで改善してきている。図表 47 の上昇・下落品目比率をみても、このところははっきりと改善しており、コスト転嫁などの動きはじわりと広がっていると思う。東京の動きなども踏まえると、9 月は一旦+0.7%程度とプラス幅を縮小する可能性はあるが、年度後半には再びプラス幅を拡大していくと考えている。

以上を踏まえて簡単にまとめると、当月も前向きの循環メカニズムが改めて確認されており、物価も改善傾向にあるため、景気、物価の双方において、現状、先行きとも前月の判断を維持することで良いと思う。先行きは、引き続き海外経済のもたつきに伴う下振れリスクに注意が必要と思っているが、今回の経済対策は内需の下支えを通じてそうした下振れリスクを何がしか軽減する方向に働くものと思っている。以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

白井委員

個人消費について伺いたい。図表 23 (1) をみると、反動減ということであるが、少し弱くなっている気がする。自動車は8 月は良くなっているが、全体的に消費が弱い感じがする。消費が底堅いことの理由として、①資産効果、②マインドを挙げられたと思うが、資産効果については、株はここのところ非常に上がるというような傾向ではないと思うし、非常に振れが大きいので、その辺どうかと思う。一方、地価は若干上がっているが、

昨日の生活意識に関するアンケート調査によると、なぜか、地価が下がるという見方が強くなっており、資産効果の影響が少し弱くなっているような気がする。それが第1点である。2点目の消費者マインドは、昨日の生活意識に関するアンケート調査もそうであるが、他の調査でもマインドは悪化している。この辺をどのように理解するのか。

最後に、雇用は良いと思うが、収入については、パートは時給でみるとプラス、一般労働者も一人当たりでプラスであるが、一方で、物価が上昇しているので、実質ではほとんど変わっていない。このように考えると、今は、消費は底堅くこれから駆け込み需要が強まるということで良いかもしれないが、何か懸念する点はないか。

前田調査統計局長

私は若干違うようにご説明したと思っている。年前半については、資産効果とマインド改善が相当消費を引っ張ったが、その部分については、足もと、水準的にはまだ残っていると思うが、一段の消費押し上げとはならず、場合によってはむしろ少し弱くなると思う。一方で、賃金統計は、サンプル要因などもあり弱くみえるが、労働需給等からみれば、雇用・所得環境は一頃よりははっきりと改善しているので、そこが消費を支えると思う。ただし、これまで消費を押し上げてきた要因がさらに押し上げるということはないので、先程も申し上げたように、これまでのようにどんどん増えるというよりも、底堅い位の状況が暫くは続くのではないかと考えている。年末位までを展望すると、確かに物価が上がって実質所得がそれほど増えないということではあるが、今の企業収益の状況からいけば、常識的に考えれば、冬のボーナスは夏よりもう少ししっかり増えてくるので、取り敢えず、消費について、底堅い展開をたどるという判断を特段今のところ変える必要はないと思っている。ただ、白井委員がおっしゃったように、物価だけがどんどん上がったり、あるいは今後の資産価格次第では弱くなるリスクもあると思うが、基本的にはそのように考えている。

佐藤委員

2点ある。1つは景気の全体の判断について、もう1つは賃金についてである。まず、景気の判断について、「緩やかに回復している」という前月の判断を維持することには全く違和感はないが、今後景気の判断をさらに進めていくに当たって、どのような状況になった時に、例えば「緩やかに回復している」の「緩やかに」というのが取れるのか。あるいは、そのまま需給ギャップが閉じていくと「拡大」という表現に変わっていくと思うが、「緩やかに」というのが取れないまま「拡大」という言葉に変わっていくのかどうか。「緩やかに」が取れる条件を教えてください。

次に、賃金について、図表36の所定内賃金の寄与度分解をみると、先程の調査統計局からの説明にもあったが、2007年以降、パート比率の上昇が所定内給与の上昇の妨げになっているように見える。仮に、こうした傾向が続くということであれば、今、政労使会議等色々あるが、一部の企業で一般労働者、すなわち正社員の所定内賃金が上がるとしても、全体としてみると、パート比率が増加しているためマクロでは所定内賃金が上がらないということにならないのかどうか。図表36(3)の所定内賃金の寄与度分解は、色々示唆に富む図表であると思った。雇用者の時給は確かにタイトになってきていると思うが、所定内給与の上昇が覚束ないということであれば、雇用者所得全体にも影響し得ると思うので、その辺りをどのようにみているか教えてください。パート比率の上昇による所定内賃金の抑制がそろそろ終盤にきているのかどうか。恐らくそうではないと思うが、この辺りは、物価の先行きを見通すうえでも非常に重要なポイントになると思うので、考えを聞かせてください。

前田調査統計局長

まず、第1点目については、先々経済指標がどのように動くか分からないのであまり確定的なことは申し上げられないが、過去「緩やかな回復」から「緩やかな」を取った局面があった。2003年末頃に「緩やかな回復」となり2004年6月に「緩やかな」が取れたことがあった。この時は半年

後位であったが、その時は幾つか上方修正されているが、基本的には設備投資がよりしっかりしてきて、前向きの循環がより確認された。また、この頃は雇用・所得が元々弱かったので、その改善がみえ始めたところで「緩やかな」が取れている。いわば前向きの循環メカニズムがみえてはきているが、まだ緩やかであり、非常にしっかりしているというものでもない。それがしっかりしていることが確認されたところで「緩やかな」が取れると整理している。今回、設備投資に少し出遅れ感があるので、設備投資がしっかりしてくることが必要だと、個人的には思っている。「緩やかな」のまま「拡大」にいくかどうかは分からない。まずは、前向きの循環がしっかりし、そこから需給ギャップが縮小していくということであるので、順番はあるという気はするが、現時点で確定的なことは言えない。

2番目の点はおっしゃるとおりで、われわれも所定内に着目しているが、一人当たり賃金が上がらない限り賃金が上がっていかないかと言うとそうでもない。こういうことも念頭に置いてみた方が良いということでお示しした。このパート比率については、ここ1年位、女性あるいは高齢者のパートが増えて、トレンドより少し強めに押し下げに効いている感じがある。ここまでマイナスに効くかどうか分からないが、何がしかマイナスに効いており、これからも何がしかマイナスに効くだろうと思う。プラスに出てくるかどうかはパートの時給がどれほど上がっていくか、あるいは一般労働者について今はほぼゼロであるが、例えば1%位上がってくれば全部合わせてもさすがにプラスになってくると思うので、その強さ次第ということになる。それが来春なのかももう少し後かは分からないが、全体としてみれば、所定内給与はいずれ表面上もプラスに出てくると思っている。

佐藤委員

先程の説明では、パートの時給はアネクドータルには上がっているということだったが、図表36(3)で見ると下がっている。

前田調査統計局長

これはパートの時間が短くなっているためであり、図表 36 (2) に、そこまで調整した時間当たりパート賃金がある。(3) の所定内給与は、時間当たりと言っても一人当たりであるので、(2) の時間当たりのパートでみれば上がっている。

佐藤委員

パートの賃金は、下方硬直性があるように見える。恐らく、下がるどころまで下がり、最低賃金に引っ掛かってきて、もう下がりようがないというようなことはないのか。

前田調査統計局長

そのようなことではないと思う。最低賃金に引っ掛かっている部分は非常に少ない。

佐藤委員

2008 年、2009 年は、一般労働者は大幅に下がっているがパートが下がっていないのが、不思議である。

前田調査統計局長

最低賃金に引っ掛かっている訳ではないが、元々それほど高くないので、あまり下がらないということかもしれない。

木下理事

循環的な需要サイドの議論もあるが、労働供給の形態がそれなりに硬直的であることを反映している面もあると考えた方が近いのではないか。正社員で働くこととパートで働くことは違う。

前田調査統計局長

そういうこともあるかもしれない。構造的に起きていることは、正社員の方が高く、パートが低いという中で、パートはどちらかと言うと正社員の方に向けて少し上がっていく、正社員が上がらない中で優秀なパートの賃金が上がっていくという感じがあるので、今おっしゃったようなことだと思う。

宮尾委員

賃金の関連で、図表 36 (1) の時間当たり名目賃金をみると、足もとは前年比+1%前後で、過去との対比では 2007、2008 年の景気が良かった時期とほとんど同じともみえる。何で評価するかについて議論はあるが、このような時間当たり名目賃金でみると、結構いい線をいっているという評価ができるのかどうか。このグラフは 2005 年からであるが、その辺の印象を聞かせて頂きたい。

2 点目は図表 41 の国内の需給環境であるが、それぞれ短観の製商品・サービス需給判断 D I、短観の加重平均の需給ギャップで、これも過去と比べると 2000 年代半ばの非常に景気が良かった時期と、(1) ではほとんど同じレベルまでいっているし、(2) の短観の稼働率ベースの需給ギャップではプラスに浮上している。GDP ベースの方はなかなか追いついていないが、短観の方だけでみると需給が均衡しているようにもみえる。GDP ベースの需給ギャップの推計も稼働率でしていると思うが、短観も稼働率だと思うが、過去 3~4 年はなぜこんなにギャップがあるのか。

前田調査統計局長

賃金の点であるが、おっしゃるとおり、時間当たり賃金でみると 8 月はそれほど強くないが、ここ 2~3 四半期プラスに浮上してきている。3 四半期連続プラスになっているので、プラスが定着している、そして 2008 年頃と変わらないのでそこそこ上がってきているということかもしれないが、逆の言い方をすると、前回景気が良かった時も賃金はあまり上から

なかったので、前回の 2007、2008 年に追いついたと言ってもまだまだである。展望レポートの中でも使っているグラフだが、例えば、C P I と時間当たり賃金の関係をみると、2%の C P I と整合的な時間当たり賃金は、非常に幅はあるが 2%を超えていかないとならないと思うが、今は 1%にも満たない位でまだまだ遠い。増えてきたこと自体は評価しつつ、まだまだ遠いということではないかと思う。

2 点目の図表 41 であるが、おっしゃるとおり短観でみると、短観加重平均 D I はプラスに転じてきた。乖離が出ている理由は、色々な技術的な理由があるが、短観の D I は 1 人 1 票であるので、短観がやや良く出過ぎている面がある。最近、非製造業の中小企業の業況が良かったり、時給が良かったり、価格判断 D I が前回のピーク並みになってきているが、この人達の数が非常に多い。雇用判断も中小企業の非製造業の不足感が強い。ここの影響が短観加重平均 D I に少し強く出過ぎている。1 人 1 票で 1 人の経済規模は小さいので、短観の D I は出来過ぎているのではないかと思う。われわれの推計している需給ギャップも本当にこれほど弱いのかというと、そこも色々な議論があると思うが、短観も少し出来過ぎていると思う。

宮尾委員

印象としては真ん中位というところか。

前田調査統計局長

われわれとしては、需給ギャップにそれなりの信頼を置いているので、これらの間の需給ギャップに近いところという感じである。

森本委員

物価についてお伺いしたい。上昇品目比率が上がってきているが、このうち、家賃は帰属家賃の関係もあり影響が大きく、全国ベースで上の方向に動くのは相当難しいと思うが、例えば、東証住宅価格指数などでは既存

マンションは6月、7月に結構上がってきている。図表48(3)をみると、2012年の秋頃から年末にかけて家賃の下落率が縮小しているが、東京の場合、地価やマンション価格が上がると、どの位のタイムラグで家賃が動いてくるとみておけば良いのか。全国ベースで動いていくのはなかなか難しいと思うが、結構物価に占める比率が高いので、どの位の時期から動意づいてくるのだろうか気になるところである。

前田調査統計局長

本当の家賃は——こういう言い方をすると、これが本当の家賃でないような言い方になってしまうが——分からない。民間が出しているアパートの家賃は足もと改善はしているが、それとこの家賃を並べてみると、必ずしも同じような動きにはなっていない。それから、改善するとしても、数か月というよりは年単位で遅れて改善するという感じであり、はっきりしたことは言えない。

森本委員

2012年の秋口頃から結構動いているが、どういう状況で動いたのか。

前田調査統計局長

詳しくは分からない。

森本委員

動く時は動くのだなと思った。

前田調査統計局長

家賃については、そのかなりの部分を帰属家賃で擬制しているが、ベースとなるものが木造一戸建ての貸家の家賃であり、非常にサンプルが小さいというようなこともある。

石田委員

東京ではどんどん古くなる。

前田調査統計局長

古いものは、普通は値段は下がっていくので、それが実勢かどうかは分からない。要するに、帰属家賃は、今、現に持ち家に住んでいる人達のもので、かなり古いものが多く、そういう意味で、どのような状況になると上がるのかは分からない。

森本委員

住宅価格等色々な要素が動いてきても、相当時間がかかるということか。

前田調査統計局長

長い目でみれば、景気が良くなり住宅が沢山建って民間アパートの家賃がはっきり上がるようになれば、消費者物価の家賃も上がってくるが、バブル期のようにどんどん住宅が建つという状況でもないので、時間がかかるということを念頭に置いておいた方が良いと思っている。

佐藤委員

これは、新規の家賃ではない。

前田調査統計局長

新規ではない。

佐藤委員

賃貸契約は普通2年程度なので、2年間は家賃が動かないので、そういうことも関係していると思う。

前田調査統計局長

民間が取っているのは新規だけではなく、動いたものについて取っている。動いたものはそれなりに人気があるものなので、こういう感じになっている。

木内委員

3点、質問がある。1つは輸出の動きだが、図表8(2)の財別で、第3四半期、すなわち7~8月平均の4~6月対比は、財別ごとはプラスだが全体はマイナスになっているので、それ以外の部分がマイナスかと思う。勿論、季節調整値なので積み上げても全体とは一致しないであろうが、ここには捕捉されていない他の部分でマイナスとなっていると思う。図表10でみると、東アジア向けの輸出で、7~8月のその他の部分が落ちて戻していないので、反動というよりは落ちたのだと思うが、何が押し下げに寄与したのか教えて頂きたい。

2つ目は、非住宅の建設の数字が弱い、図表19(2)の建築着工床面積で振れが大きいということだが、民間合計でみると2期連続マイナスとなっており、振れというよりは多少何か変化があるのではないか。前日も聞いたが、需要が弱いというよりは、種類は少し違うが公共投資や住宅にリソースを取られてしまって、ボトルネックのようなことが強まっているのではないか。そうだとすると、景気対策の効果を考える時に、来年は思ったようなタイミングでは出てこずにどんどん後ずれしてしまい、短期的な効果が削がれてしまうようなことにならないだろうか、というのが2点目である。

3点目は、物価の技術的な質問だが、10月は保険料が上がるという説明であったが、どの保険料がどの程度上がると見込んでおり、実際に10月はどのような動きになっており、その結果、10月のCPIはどの程度上がりそうか、ということを知りたい。

前田調査統計局長

いずれも大変難しいご質問である。3点目から申し上げますと、傷害保険料であり、大手の損保では10月から十数%上げるということを打ち出している。CPIへの寄与は、そのまま上がれば0.2%ポイントまではいかないが0.1%何がしかのプラスに寄与してくると思っている。少しやっかいなのは、今回は商品設計を変えて十数%上げるとなっており、品質が変わったところを総務省がどのように捉えるかのかが現時点では分からないので、最大十数%と考えている。

木内委員

自動車保険料の引き上げもニュースに出ている。

前田調査統計局長

それは別途ある。そういう意味で言うと、傷害保険料と自動車保険である。

木内委員

傷害保険は各社足並み揃えて上げるのか。

前田調査統計局長

大体そうである。われわれがホームページ等で掴んでいる限りでは、上げたと認識している。総務省が何を取っているかが分からない面もあるが、何がしかは上がると思う。おっしゃったように自動車保険も上がるが、これは0.1%までの寄与はなく若干押し上げという程度だったと思うが、出てみないと分からない。

2番目の設備投資関連のご質問については、非製造業の設備計画等をみたりヒアリングしている限り、例えば、物流センターやオフィスビル、店舗等を含めて計画はかなりしっかりしており、増えていくという認識である。4~6月、7~9月と建築着工床面積は若干減っているが、どうも単価

の高いものが建てられているようであり、予定額という統計をみると、高水準横ばい位の感じである。そう申し上げたうえで、ボトルネックが生じているのではないかということについては、このところそういう声は少しずつ出ている。例えば、着工しても工事がなかなか進まないの、着工時期を少し遅らせるといった話もじわじわ出ている。公共事業も住宅も増えている、そしてこういうところも増えているというところで、何がしか供給制約が出てきており、それ自体は減る理由にはならないが、どんどんと増加するということにはならない可能性が何がしか出てきていると思う。設備投資については、機械投資が漸く出てきているので、それほど問題はないとは思いますが、若干気になる場所である。経済対策の効果が阻害されるのではないかという点については、その可能性もなくはないが、公共事業については、来年春以降、今の予算ではかなり落ちてきて、住宅についても反動減が一時的に出ると思われるので、そういう意味では、それを埋める位の効果は何がしかあるのではないかと考えている。

最初の輸出についてのご質問は、私も調べてみたが答えはなかなか出なかった。これら以外のものが何がしか入っていたとしか言いようがないが、その他のものがあまりにも雑多なもので分からないので、「その他」にしわ寄せさせているというところがある。何か分かれば別途ご説明したいと思う。

木内委員

船は資本財に入っているのか。

前田調査統計局長

船は資本財である。

石田委員

これは、実質化する際の計数が違うのではないか。

前田調査統計局長

それも違う。

石田委員

だから足しても合わない。

前田調査統計局長

元々そうである。実質輸出計を出す時の分割の仕方と財別を出す時の分割の仕方は違っており、財別についてはかなり細かく分割して実質化しているのです、そういう部分もある。

石田委員

それにしても困る。判断できなくなる。

亀田調査統計局経済調査課長

「その他」は前期の反動が出ているということと、仕向け別では「その他の地域」ということしか分からないので、「その他」の「その他」のようなところは分かりにくい。

石田委員

「その他」の「その他」がみつからないというよりは、元々合わないというように考えた方が良くはないか。それがたまたま大きく出てしまったということではないか。

前田調査統計局長

そういうことである。

木内委員

東アジア向けの「その他」が結構大きい。

前田調査統計局長

基本的には残差にしているのですが、季調や実質化の誤差のしわが寄っているということだと思います。

4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

それでは次に、金融環境、「貸出増加を支援するための資金供給」について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5「金融環境の現状評価」参考計表【追加】をご覧ください。図表1は、家計・企業のインフレ予想である。今回、(1)の生活意識に関するアンケート調査が出ているが、「現在の実感インフレ率」が大きく上がっている。中央値で前回1.0%であったものが、今回は2.5%と切り上がっている。実感としてそういう感じなのだろうと思う。このことは質的質問からの推計値——「上がる」、「下がる」の回答シェアから推計したもの——の「現在の実感インフレ率」をみて頂いても、マイナスからプラスへと変わっていった。一方で、「今後1年間の予想インフレ率」、「今後5年間の予想インフレ率」の中央値はほとんど変わっておらず、「上がる」、「下がる」の回答から推計したインフレ率は、前回少し上がり、その後横ばいという感じである。なお、この資料にはないが、生活意識に関するアンケート調査で物価の見方の根拠、すなわち何をみて判断しているかを聞いているが、最も多かった回答は、予想どおり、頻繁に購入する食料品とガソリンである。個人の物価観に影響するのは、やはり食料品とガソリンということだろうと思う。一方で、為替動向といったマクロ的な指標とか、マクロ的と言って良いかどうか分からないがマスコミの報道といったものも3割位あり、それなりに効いていると思う。因みに、日本銀行の金融政策という答えは、実感のところで5.6%、先行き5年先のところで

14.8%と、個人に聞いているわりにはそれなりに出ているという印象を受ける回答であった。(2)の消費動向調査では、今までどおりの展開になっており、7月、8月と上昇幅が拡大している。(3)の企業のインフレ予想は、短観からの推計で3か月先ということになるが、製造業の販売価格D Iおよび仕入価格D Iの「上がる」、「下がる」から作ったものをみて頂くと、前々回の3月頃——ちょうど円安が進んでいた時期である——に一度上がって、その後、横ばいか若干上がっている。そういう意味では、この1年間、昨年暮れ頃から少しずつ上がってきて、足もとは横ばい圏内だと思う。

図表2は、エコノミストのインフレ予想であるESPフォーキャストである。9月調査で2013年度のインフレ予想にまた足もと修正がかかり、0.52%とついに0.5%まできた。昨年2月は0.17%であったのでかなり切り上がってきている。一方で、2014年、2015年度についてはそれぞれ2.75%、1.03%であるので、行ったり来たりはあるがあまり変わっておらず、引き続きエコノミストの修正は足もと中心、今年度中心である。図表3(1)のQSSでは急に高くなっているが、これには特殊要因がある。これまで消費税率引き上げの影響を含むか含まないかをはっきりさせずに調査が行われていたが、9月調査からは含むベースで回答して欲しいと明記しており、この坂はその部分を表していると思うので、今月はデータとしては使えないと思う。(3)のBEIは、また上がってきており、前回合時点が1.28%であったが、昨日時点で1.69%と1.7%位まで上がってきている。まだピークまでは行っていないが、少し戻ってきている。今回から(2)にインフレーション・スワップ・レートを載せている。5年先5年、5年物、2年物とあるが、大きな形はBEIと似ているとご理解頂ければと思う。

図表7のテイラー・ルールであるが、多分3か月位前に、テイラー・ルールはいずれゼロに近いところに戻ってくると思うと申し上げたが、第3四半期が出て、コアCPI、総合除く生鮮でみると、-0.4になる。CPIが7、8月は0.7%、0.8%と出ているし、需給ギャップも-1.5%位まで

きているので、それをもとに計算すると、テイラー・ルールはゼロ近傍まで戻ってきているということである。

次に企業金融であるが、まず図表 8 の金利である。貸出約定平均金利の 8 月が、新規の総合、除く交付税特会向けをみて頂くと 1.008% という数字が出ている。前月 7 月の 1.044 からやや低下している。低下の主因は、新規の長期が 0.909% と既往ボトムとなったことである。長期は引き続き新規のベースで下がり続けているので、貸出金利全般として、下がっているという傾向で間違いはないと思う。C P 発行レートは 0.12% で変わっていない。社債発行レートも 0.45% から 0.43% とほぼ変わっていない。話題としては、今朝出た短観の C P 発行環境も改善しており、「楽である」超が前回の 29 から今回 34 と、発行環境としては改善方向にあるという理解で宜しいかと思う。コスト面では緩和度合いがさらに強まっているというイメージである。

図表 12 はボリュームである。全ての調達を含んでいる民間部門総資金調達の前年比は、+0.9% から +1.0% とプラス幅を拡大させている。寄与として立っているのは銀行・信金・外銀計で、+1.1% から +1.2% へ拡大させている。民間銀行貸出残高の銀行計は、7 月、8 月は +2.3% で変わっていない。信金がプラスになってきていることや四捨五入の関係でそうなっているので、銀行貸出が 2% 強で伸びており全体でみても 1% 位になってきているということで、大きな傾向は変わっていない。エクイティファイナンスおよび社債は、国内公募社債の 9 月は 4,123 億円で、例年 9 月は 5,000~6,000 億円位出ているので、少し少なめであった。この結果、7~9 月は 5,016 億円であった。例年 7~9 月は大体 5,000 億円位であるので、平年並みである。4~6 月が 9,500 億円と非常に大きかったことを考えると上出来かと思う。下期にかけてどうなるかみていきたいと思う。話題としては、最近、商社等を中心に 10 年を超える年限の長いものが出ているというのが 1 つの特徴かと思う。転換社債と株式調達は、それぞれ 900 億円、3,214 億円と、やや特殊な要因も入っているが、引き続きエクイティ関係の調達は出ている。株価自体は 1~3 月、4~6 月とずっと上がった

ていたもののなかなか出てこなかったが、7～9月頃から出てきているという流れであろうと思う。

アベイラビリティは図表17である。短観の貸出態度判断DIが11から12へと1ポイント改善、資金繰りDIについても6から7へと改善、そのほか中小企業関係もほぼ同じような状況である。図表19は企業倒産であるが、8月の倒産件数は819件である。これは1991年9月以来最低の件数であり、倒産は引き続き落ち着いている。

最後にマネーであるが、図表21のマネタリーベースは、9月の平残ベースは前年比+46.1%となっている。これから年末にかけて40%から50%の間の前年比で伸びていくと思う。先程、白井委員から金融機関保有現金のお話があったが、金融機関保有現金は、3%～4%の高い伸びとなっているが、昨年がマイナスであったことが効いていると思う。金融機関保有現金は、例えば震災の時は10%を超える伸びで、特殊要因がある時には結構振れるので、大きな特殊要因があるということでは多分ないと思うが、何かあったら後程ご説明する。ただ、全体の金融機関保有現金が8兆円なので、これが現金全体の流れを作るという感じはなく、山岡金融市場局長からお答えしたように、一般のところの現金の流通が、やや謎である位強い状況が続いている。これについては引き続き調べていきたいと思う。マネーストックは、先程申し上げたように、全体の資金調達があまり変わっていないので、M2も7月+3.7%から8月+3.7%と高い伸びで変わっていない。

続いて、資料-7の「貸出増加を支援するための資金供給」についてである。1. に前回報告以降における新規貸付の概要があるが、今回の金額は8,812億円で、前回の3兆1,519億円に比べると非常に小さい数字である。これは季節性によるものであり、マクロの貸出をみると、むしろこの4～6月は減る月に当たっており、実際マクロの貸出は8,000億円減っている。プラスのところだけ足し上げたので8,000億円のプラスになったと理解して頂ければと思う。従って、これは予定どおりである。

2. は大手行、地域金融機関別で、大手行が6,142億円、地域金融機関

等が 2,670 億円で、引き続き大手行中心になっている。3. は貸付期間別であるが、予想どおりであるが、最も有利な 3 年がほとんどで、8,418 億円となっている。この結果、前回と合わせて合計で 4 兆円になっている。この後、7～9 月は 4～6 月に比べるとプラスになる傾向があり、10～12 月にかけてもプラスになっていくので、今回が 1 番少ないと思われる。従って、この後はもう少し増加すると思っている。因みに、利用率でみると、今のところ 6 割強である。全額使うとすれば、もっと大きな金額が使われるはずであるが、これだけ資金が余っているので必要ないというところが多いということである。内訳としては、大手行は 98% とほぼ 100% 使っているが、その他の金融機関が 2 割台で、このような数字になっている。貸出の伸び率自体が当初予定していたよりも高いので、その効果と利用率が低いことの効果のどちらが勝つか、この後のテーマだと思うが、先程、山岡金融市場局長から説明があったとおり、マクロ的な資金需給に大きく影響するほどの誤差が出ることはないと思っている。以上である。

黒田議長

何かご質問があればお願いします。

中曾副総裁

インフレ期待について、図表 2 の (2) と (4) をどのように整合的に理解すれば良いのか。(2) では先程説明があったように、2014 年度も 2015 年度もあまり動いていない一方、(4) の長期予想は、特に 7 年度後から 11 年度後は、消費税の影響は入っていないと思われるが、半年間で結構かけ上がっている。この辺りはどのように理解すればよいのか。

内田企画局長

図表 2 (4) の長期予想は、全体的に上がってきている傾向が 12 月、6 月と 2 回続いているので、方向としては上がってきているということだろうと思う。2014 年度、2015 年度の見通しと長期の見通しを作る時に、全

部を整合的に作っているというよりは、それぞれ別の考え方で、手許のところは手許で作り、長いところはある程度置きに近いもので、言ってみれば収束する点を考えながら作るというようなことが行われているようである。そういう意味では、どちらを信用するというのではなく、傾向として、全体的に上がってきているがそれぞれは別の考え方で作られている感じであるというのが実感に近い。

佐藤委員

2点質問がある。1つはインフレ予想、もう1つは貸出支援基金に関してである。まず、図表3のQSSであるが、今回から消費税率引き上げを織り込むかたちに設問が変えられたということであるが、質問というよりは感想に近いが、それにしても織り込み方がずいぶん小さく、果してどの程度真面目に答えているのかという気がする。

もう1つの貸出支援基金であるが、全体の利用率6割で大手がほぼ100%、地域金融機関が2割台という説明だったが、地域金融機関の利用率が低いことの背景は何か。

内田企画局長

最初の点については全く同じ感想を持っている。他の指標もそうであるが、例えば、今後1年間の平均が、上がってきたとはいえ0.87%と1%に届いていない。来年度を考えると、今が年度のちょうど真ん中辺りということを見ると、今後1年間の平均は、来年の4月からの消費税率引き上げ分の半分が乗り消費税の2%の半分の1%は稼げてしまうので、どう考えても低過ぎると思う。そういう意味で、「真面目に」という言い方が良いかどうかは分からないが、色々な意味で整合的ではない数字が集計されている可能性はあると思う。先程の説明のとおり、方向としてはこうだということには使えるが、これで水準を言っていくのはなかなか難しいと思う。

2つ目のご質問については、ある程度予想されていたことでもあるが、

大手行は、3年については金利面での有利性があるので取りに来ようという感じが強いが、地域金融機関はロットも大きくないので、実際に彼ら自身今お金が欲しい訳ではなく、お金が余っているから使わないという答えが圧倒的に多い。そういう意味では、今後この傾向が大きく変わっていく可能性はあまりないと思っている。資金を取っても使い道がないということに尽きる。

佐藤委員

都銀の場合だと3年のライアビリティを固定で持つこと自体にALM的な観点からそれなりの意義があると思うが、地銀はそういったALMを意識した業務運営をしていないということか。

内田企画局長

やっていないということもあるし、そこまでそういう意識を持っていないということが1つと、意識があるとしても金額的にそれほど大きい訳でもないので無理に取り組むこともないのではないかと思う。預貸率やバランスシートなど気にすべき要素が他にもあるので、ここでさらに資金を取って無駄な資金を抱えてどう使うのかというところに、彼らとして答えがない。普通に考えれば、資金を取って3年物を買ってしまえばそれで固定できるという考えもできると思うが、そこまで僅かな収益を稼ぎにっていないという感じだと思う。大手行はそこはシビアで、明らかに得なものでは当然取るということだと思う。

木内委員

インフレ予想について2点ある。1点目はESPフォーキャストの長期予想、もう1点はBEIである。確認だが、ESPフォーキャストの長期予想は、「2年度後から6年度後」、「7年度後から11年度後」という聞き方で回答を得ているのか。

内田企画局長

確かこういう聞き方ではなかったと思う。正確な聞き方を後程お答えする。

木内委員

7年度後から11年度後までの平均ではないのか。

内田企画局長

11年度後までの平均である。

木内委員

直観的に回答数は非常に少ないのではないかと思う。年度の方は秋頃まで推計して、予想しているのだと思うが、長期の見通しの方はかなりいい加減ではないかと思う。

内田企画局長

確か回答率は低かったと思う。

木内委員

「あれば答えてください」という聞き方か。

内田企画局長

そうである。

木内委員

BEIが足もと上がってきているが、他の調査で長めのインフレ期待が上がっているのはあまりないように思う。今回新たに入っているインフレーション・スワップ・レートもそうはなっていないのに、なぜBEIだけ上がっているのか。従来は株価と連動しているところがあるが、足もと

株価が下がる中でB E Iが上がっているのも、少し違和感がある。また、来週、新発が出るが、サーベイをみるとそこでのB E Iの予想が1%となっている。5年と10年の違いはあるが、それと比べると1.7%というのもちょっと違和感がある。技術的あるいは需給面で足もと振れているのではないかという感じがするが、何か分かれば教えて欲しい。

内田企画局長

株価に似ているというのは全くそのとおりで、前回9月との比較で少し上がってきているのは多少そのような意識があると思う。インフレーション・スワップ・レートとの比較は、おっしゃるとおりで、5年物で合うはずだが、インフレーション・スワップ・レートは、5年物で前回1.245%、今回も1.245%と横ばいであったので、やはり需給要因のようなものが効いている可能性はあると思う。具体的に、こういうことが効いているという話は聞こえてきておらず、消費税が決まったのでそのことが効いているという推論はあるが、そういった具体的な声は聞こえてこない。

木内委員

それはインフレーション・スワップ・レートでも同じなのか。

内田企画局長

同じである。インフレーション・スワップ・レートの方も、ある種の裁定が行われるのであれば同じように動くはずだが、そうはなっていない。B E Iおよび今回お示ししたインフレーション・スワップ・レートは、全体をみながら、かつある程度均してみていかないと、使いづらい指標であるという感じがしている。何か分かればお知らせするが、恐らくこれといった要因はないという答えだと思う。

白井委員

貸出支援基金についての確認だが、年末までは昨年末と比べて大体10

兆円位のプランであり、現在は4兆円であるので、後1回で6兆円ということか。

内田企画局長

1回で6兆円はいかないと思う。

白井委員

先程、第2回目はほぼ予想どおりということだが、そうすると10兆円を計画した時と同じとすると何か合わない感じがするが、どうか。

内田企画局長

需給に大きく影響するほどではないということだと思うが、次回6兆円までいくかということそれは難しいと思う。季節性の坂で言えば、一番大きいのは10～12月から1～3月にかけて、つまり前回であるので、前回に比べれば次回の方が条件としては悪い。従って、増えるとは思いますが、前々回が3兆円であったことを考えると、6兆円増えるのはちょっと考えづらい。あの時のバランスシートの前提は、成長基盤オペと合わせてということなので、計算上は5兆円ちょっといけば良いが、そこまでいくということではないと思う。ただ、資金需給に影響する数兆円というオーダーではないだろうと思う。そのうえで、前提として何がずれてきているのかということ、利用率が低いということである。元々、15兆円と計算した前提は、決定して頂いた昨年10月時点でアベイラブルであった8月の前年比のプラスを全部足し上げると大体15兆円であったということである。それに比べるとプラスの材料としては、12か月ではなく15か月ベースにしているというプラスと、貸出の伸び率が当時より今の方が高いというプラスの要素がある一方で、今の計算では基本的に100%使うことが前提になっているがそれが6割であるというマイナス要素があり、そのどちらが勝つかということで、15兆円にいくかいかないかという議論になってくる。今の段階では15兆円にいくかどうかは分からないが、少なくとも全然合わない

ということにはならないであろう、資金需給に影響するような意味で大きな誤算になることはないだろうと思っている。

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

今月の金融経済月報の概要について、前月との比較表を用いてご説明する。「金融経済月報「概要」の前月との比較」の「差し替え」の方の資料をご覧ください。

冒頭の景気表現については、今月は前月から変えていない。次の段落では3点変えている。まず設備投資だが、前月の「持ち直しつつある」から、今月は「持ち直している」と若干だが表現を進めている。先程、前田調査統計局長の説明のとおり、設備投資が2次QEでプラスとなったことを確認できた後も、個別の設備投資関連指標、9月の短観を踏まえても、出遅れていた製造業も含めて、設備投資が方向としては上を向いていることを確認できていることを踏まえたものである。次に住宅投資に関しては、前月は「持ち直しが明確になっている」としていたが、今月は「増加している」としている。こちらも、このところ着工ベースでは水準が切り上がった状態が続いているので、進捗ベース、GDPベースでも7~9月はプラスになっていることがほぼ確実であることから、こうした表現の変更を行った。それから、同じ段落の最後に9月短観の結果を踏まえて、「企業の業況感は、改善を続けている」という一文を挿入している。なお前回6月短観の結果は、7月の月報に反映させたが、その時の表現は「企業の業況感は改善している」であり、その改善が続いているということである。

実体経済の先行きに関しては、変更点は1か所だけで、先程の住宅投資の現状の判断を変えたことに合わせて、今月は公共投資と合わせるかたちで、先行きの「公共投資や住宅投資は増加傾向を続けるとみられる」とい

う表現にしている。物価面の変更はない。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括的な判断については「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。その次のパラグラフで、マネタリーベースは、前年比の伸び率が8月の+42.0%から9月は+46.1%まで高まったことを受けて、「4割台前半の伸び」から「4割台半ばの伸び」に変更している。企業金融の動向は、変更はしていない。銀行貸出とマネーストックは、いずれも9月分の計数がまだ公表されていない。ただ、貸出については、7月、8月ともに平残伸び率が前年比+2.3%であったので、「2%台前半のプラス」で宜しいかと思う。また、発行市場の環境や企業の資金繰り等についても、特段の変化はない。短観の資金繰り判断D Iも改善を続けている。従って、全体として前回の表現をそのまま維持している。

市況については、順番に申し上げると、短期市場のターム物金利は、主として短国レートとT I B O Rをみながら書いているが、T I B O Rが全く変化してない一方で、短国レートは需給のタイト化を受けて低下しているので、ここでは「ターム物金利はやや弱含んでいる」という表現に改めている。その他の市況については、前回決定会合終了時の9月5日は、日経平均株価は14,061円、ドル/円レートは99円71銭、10年債利回りは0.770%であった。慣例として、株価は±500円、ドル/円は±2円、長期金利は±0.1%を变化の目安としているので、「円の対ドル相場は上昇」——すなわち円高——、「長期金利は低下」、「株価は前月と概ね同じ水準」としているが、明日までの状況を踏まえて、適宜の修正を行いたいと考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

木内委員

現状判断で「緩やかに」という点の議論をされていた時に、「回復」は需給ギャップをイメージした水準感であり、GDPギャップが回復しているということだったと思うが、その前の「緩やかに」というのは、先程の説明では、定性的なステージ感のようなもので、例えば設備投資が出てくるかどうかというような説明をされていたと思う。普通に日本語で考えると、「緩やかに」というのはペースの問題なので、一般の常識では、成長率のペースが緩やかなのか急速なのかという感じがするが、そうではなく、ここは定性的なステージ感で使うということだ。そうすると、今年前半の成長率は年率4%台で、消費税の駆け込み需要を除くともう一度そこまで戻るのは難しいと思う。そういう経済状況で「緩やかに」と使い、今後成長率は少し下がると思うが、それでもステージ感が進めばどこかのタイミングでは「緩やかに」は取っていくということだ。良いのか。

亀田調査統計局経済調査課長

必ずしもステージ感ということだけにスティックして決めてきた訳ではなく、ある種の総合判断ではあるが、GDP統計自体が短期的な振れを伴うこともあり、表層上の数字ではない底流の中身についても重要視し、景気の循環メカニズムを考えて、何らかのかたちでしっかりしてきたところで「緩やかに」を取る、そうと決めた訳ではないが、仮にそういう順序があれば、そういうことだ。そう思う。そういう意味では、ある種の数字に表れるような定量感だけで判断してきた訳ではないということは事実である。先程過去の経緯の紹介があったが、前回の局面ではまさに内的な、自律的な循環メカニズム、前向きなメカニズムがもう少しはっきりしてきたところで「緩やかに」を取ったという経緯があるので、今回も1つの考え方としてそういうことは十分に考えられるということだ。と思う。

黒田議長

それでは、本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開したいと思う。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、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。

(16時36分中断、4日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、議事要旨(9月4、5日開催分)の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは古川禎久副大臣、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。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. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決

(資料-8)

黒田議長

最初の議題の「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件である。資料-8の「担保掛け目等の年次レビュー結果および電子記録債権の適格担保化について」を執行部から説明してもらい、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。

野村企画局審議役

資料－8 に沿って、「担保掛け目等の年次レビュー結果および電子記録債権の適格担保化について」のご説明を申し上げます。

1 頁目は、担保掛け目のレビューについてであるが、本件は「1. 概要」に記載のとおり、本行の適格担保等について、年に1度の定例レビューの結果を踏まえて、掛け目の見直しを行おうとするものである。「2. 担保掛け目等の設定の手法」は、今回特段変更を要する事情がないので、手法は従来からのものを踏襲し、昨年度までと同様である。具体的に若干整理してご説明申し上げます。まず、国債、社債など市場価格を把握できる資産については、①のとおり、掛け目を時価に対する比率として設定させて頂いている。具体的には最近5年間の価格データを用いて、想定保有期間内の担保割れの頻度を確認し、結果としてこれが1%程度になるように掛け目を設定させて頂いている。もっとも、一部に十分な時価データが得られない担保種類・残存期間が出てくるが、その部分については、③に記載のとおり、一定のスプレッドを同一の残存期間の国債の掛け目から差し引くかたちで掛け目を補充していく。そして最後に④であるが、できあがった掛け目の一覧表を眺めて、全体の整合性を確保する観点から調整を行う。具体的には、例えば、残存期間が短いものは長いものに比べて一般に時価変動が小さい、また、信用力が高い国債は、地方債や社債に比べて一般に時価変動が小さいといった点に着目し、掛け目の大きさの順序がこうした理屈どおりにきちんと並んでいるかをチェックし、逆転しているものについては仕上がりの掛け目の水準を順序性に従って、調整している。次に、手形、証書貸付債権など市場価格を把握できない資産については、額面に対する比率として掛け目を設定させて頂いている。過去5年間の金利のデータあるいはリスクプレミアムの状況に基づいてシミュレーションを行い、先行き1年間における担保割れの頻度が1%以下となるように掛け目の水準を設定するという考え方で臨んでいる。

今回の掛け目の検証に当たっては、リーマン・ショック直前の2008年8月から本年7月までの5年間の時価、金利、スプレッド等を利用して、

現行掛け目の適切性を検証している。また、いわゆるクロスボーダー担保として受け入れている適格外国債券については、価格を円貨換算のうえで検証する。従って、現行の掛け目が現地通貨建ての市場価格の変動率および為替リスクの双方をカバーするのに十分であるかを検証するかたちとなっている。今回の検証の過程で、幾つかの担保種類、期間については、十分な時価情報が存在しないため検証が行えないことが判明した。これらについては、検証の結果から合理的な掛け目が設定できないので、先程申し上げたとおり国債の掛け目から一定のスプレッドを差し引く方法などにより補充するという考え方で臨んでいる。

次に、こうした検証結果等を踏まえたかたちでの具体的な担保掛け目等の改定案についてご説明する。4頁目は今回の改定案の表である。今回の検証結果等を踏まえて、掛け目の引き下げが適当という結果になった部分には濃いシャドー、引き上げが適当という結果になった部分に薄いシャドーを付している。一見して、多くの債券で、残存期間10～20年、30年超のゾーンで掛け目が引き下がり、逆に5～10年のゾーンにおいて掛け目が引き上がる方向にあることがみて取れると思う。これは、3頁目の下に参考として国債利回りの推移のグラフがあるが、今回観察期間から外れた2007年8月から2008年7月末の期間は10年以下の短期ゾーンの金利変動が比較的激しかったのに対して、新たに観察期間に入った昨年8月から本年7月末までは、超長期の金利変動が相対的に大きかったことを反映したものである。

次に4頁の表に戻って、不動産投資法人債についてであるが、検証のベースとなった市場環境の変化に加えて、10～30年のゾーンについては、検証対象となった適格銘柄が若干変更になったことに伴うテクニカルな要因もあって、5～10年、10～20年、20～30年各ゾーンの掛け目について、いずれも引き上げが適切という結果になった。最後に物価連動国債について申し上げる。物価連動国債については、リーマン・ショック直後の2008年10月から新規の発行が停止されているので、今回は5～10年のゾーンを除いて、十分な価格データが取得できなかった。従って、今回の全ゾー

ンに亘る掛け目の引き下げは、同ゾーンにおける国債掛け目との乖離幅の拡大から、他のゾーンの掛け目を補充する際に差し引くべきスプレッドが拡大したことによるものである。もっとも、物価連動国債の市場連動性は他の国債対比低めとみられることを踏まえると、今回の掛け目引き下げの結論自体は座りの良いものと理解している。なお、物価連動国債については、今月から元本償還にフロアーのついた新たな商品性で発行が再開されることになっているが、5頁の1番上に書いてあるとおり、新しい物価連動国債についても、当面は旧物価連動国債にかかる掛け目を適用することとし、今後定例の掛け目見直しの時点でその適切性を検証していくことにしたいと思う。

続いて、5頁目の「ロ．証書貸付債権・手形等」の掛け目の改定案である。これらについては市場価格が取れないので、冒頭でご説明したとおり、モデルによるシミュレーションを行い、先行き1年間の担保割れ確率が1%以下になるように掛け目を見直している。結果は6頁目の表のとおりである。シャドーの意味合いは債券の場合と同様で、今回は掛け目を引き下げる濃いシャドーのみが点在するという結果になっている。このように幾つかのゾーンで掛け目の引き下げ方向の見直しとなったのは、証書貸付債権・手形等については額面に対する掛け目なので、シミュレーションの対象として設定する債券のクーポンのレート——残存期間を同じくする国債の利回りやスワップレートを基に設定している——が金利の低下により下がると、理論価格の絶対水準が下がることになる。従って、そうすると適用する掛け目が深くなるという関係にあることを反映したものである。なお、3年以上のゾーンは掛け目引き下げが-5%と引き下げが大きくなるが、これはモデルによるシミュレーション結果を採用している関係上、保守的に、残存期間3年超のゾーンについては5%刻みの切り捨てという考え方で設定をしていることによるものである。

続いて7頁目からは、国債の現先オペのマージン調整担保等の掛け目である。これらについても適格担保と同様、バックテストでレビューしているが、違いが1つある。適格担保は時価を週次、すなわち毎週金曜日に時

価を取得し 4 営業日後に適用するという考え方で値洗いをしている一方で、国債現先オペについては毎日値洗いをを行い、しかも即日適用しているため、以前から想定保有期間を 5 営業日と短く設定し、掛け目の刻み幅も 0.1%刻みと細かく設定している。7 頁目のイ. ①の表であるが、現先オペの担保の時価変動により、本行のオペ先に対する純与信が発生した場合に、オペ先から受け入れるマージン調整担保の掛け目ということである。見直しの基本的な方向性や掛け目変更の理由は共通担保の場合と同様であるので、説明は割愛させて頂く。次に、7 頁目の②の表は、①とは逆にオペ先から本行に対して純与信が発生した際に、オペ先の請求に応じて、本行がマージン調整担保を差し入れる場合の掛け目である。こちらについては、従来から①のヘアカット分の絶対値を 100%に上乘せするようなかたちで設定している。すなわち見直しの結果は、先程ご説明した①と同幅で上げ下げ逆方向という関係である。

次に 8 頁目のロ. であるが、現先取引をスタートする時の国債の売買価格を算出するための時価売買価格比率の見直しである。この比率は、マージン調整担保の掛け目の逆数として算出しており、イ. の部分が決まると自動的に決まる性格のものであるので、説明は省略させて頂く。9~12 頁は現行の掛け目、今回改正前の現行の掛け目を一覧表にしたものである。

本件については、本日ご決定を頂ければ、実務面の準備を進めて、今月末までには新たな掛け目を設定したいと考えている。掛け目見直しの内容は以上であるが、ちなみに今回の掛け目見直しの全体のインパクトであるが、8 月末時点で差し入れられている担保の担保価額がどれだけ変化するかを、仮に試算してみると、171 億円ばかりの増加となった。同時期に差し入れられていた担保価額の総額はちょうど 100 兆円なので、見直しの効果はほぼニュートラルと申し上げて宜しいかと思う。

続いて 13 頁目、電子記録債権の適格担保化の提案についても、一括ご説明させて頂く。まず「1. 背景と考え方」であるが、「電子記録債権は、債権の発生や帰属が電子的な記録により定まる新たな金銭債権」である。2007 年に成立した電子記録債権法に基づいて、2009 年からメガバンク 3

行がそれぞれ自前の電子記録債権機関を設立し、その後本年2月に全銀協が母体となって業界横断的な電子債権記録機関として「でんさいネット」を立ち上げている。現時点で取扱残高が公表されているものだけを足し合わせても、取扱残高は既に1兆円超に上るなど、順調にその規模を拡大している。13頁目にあるとおり、電子記録債権については、日本銀行が適格担保として受け入れることとしても、担保権その他の権利行使に特段の支障は認められない。また法律的には、日本銀行が電子記録債権を担保に貸付けなどを行い得ることについては、電子記録債権法の制定当時に、前もって日本銀行法上の手当は行われているので、特に法改正等は必要ない。こうしたことを踏まえると、既に本行の適格担保とされている手形や証書貸付債権の種類に対応する電子記録債権を適格担保とすることは、金融調節の一層の円滑化に資する。また、債権の存在がブックエントリーのかたちで明確化され、また法律上、人的抗弁切断の効果等が得られる電子記録債権の普及は譲渡手続きの簡素化、取引の安全性向上に繋がるということで、企業金融の一層の円滑化にも資するものではないかと考える。従って、本行が適格担保化することで、何がしかその普及に弾みがつくという効果も期待できるとすれば、その点も含めて望ましいものと考えられる。

次に13頁の「2.「適格担保取扱基本要領」の一部改正等」であるが、仮に電子記録債権を適格担保化するとすれば、現行の適格担保取扱基本要領等を一部改正することが考えられる。具体的には14頁の表のとおりであって、それぞれ企業を債務者とするもの、不動産投資法人を債務者とするもの、政府を債務者とするもの、地方公共団体を債務者とするもの、それぞれについて適格化の要件を規定していくことが考えられる。その際の考え方としては、実際の電子記録債権に、手形に類する機能を有するものとそれ以外のもの——例えばシンジケートローンや電子記録債権化したもの——があることを踏まえると、前者については現行の手形と同様の要件、後者については証書貸付債権と同様の要件を課すことが考えられる。

また14頁に記載のとおりであるが、担保差し入れのニーズ、取扱い電子記録債権の換価処分容易性、実務面の対応可能性等を踏まえて、本行

が適格と定める記録機関を認定し、そのうえで、同機関に記録されている債権のみを適格化するということが考えられる。15 頁記載のとおり、電子記録債権を適格化した折には、これらについても新たに担保の掛け目を設定することが必要になる。その際には、先にご説明した掛け目のレビューの結果に従って、債務者の種類ごとに、手形類似のものについては手形同様の掛け目、それ以外のものについては証書貸付債権と同様の掛け目を設定することが適切だと思っている。

15 頁に記載のとおり、被災地企業等債務にかかる担保についても、現在その信用力要件等を一部緩和する措置を講じているが、仮に、被災地の企業、地方公共団体等を債務者とする電子記録債権が発生した場合に、それについても同様の措置を講じることが考えられる。具体的な要件、掛け目については、16、17 頁にある別紙記載のとおりである。

最後に 15 頁の「3. 今後の取り扱い」であるが、本日ご決定を頂ければ、実務面の準備を鋭意進めていくが、その際、それぞれ事務の態様が異なる複数の電子記録債権機関を相手にして、実務企画面の詰めの作業、相手方との交渉が必要になる。また日本銀行の本支店、金融機関において、全く新たな事務が発生し、研修、説明会などを開催する必要があるので、実際に電子記録債権を担保として受け入れ始めるのは少し時間がかかる。来年 2 月位になるという見込みである。準備期間として、やや長めの時間を頂戴できれば幸いである。

18 頁以降は付議文である。長文につき読み上げは省略させて頂く。付議文の構成だけご説明させて頂くと、18 頁記書きの 1. および 4. は、適格担保の掛け目の見直しと電子記録債権の適格担保化を定める改正案である。2. は国債現先オペ、3. は国債補完供給の時価売買価格比率、マージン調整担保の掛け目の見直しを定める改正案、最後に 5. は日本銀行業務方法書に電子記録債権の適格担保化を落とし込む趣旨の改正案である。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

宮尾委員

先程ご説明があったように、今回の改定で全体のインパクトはほとんどない、ニュートラルだということだが、それに関連してイメージを教えてください。頂ければと思うが、われわれが受け入れている担保は、大きく分けると国債と市場性のない手形等があると思うが、ほとんどが短期国債だとみて良いのか。

野村企画局審議役

担保として受け入れているものは、国債が大部分である。担保価格で言うと、9月末時点で先程申し上げたように全体で99兆とほぼ100兆で、そのうち国債が60兆円ほど占めており、その他債券を含めて約70兆円ある。政府向けの証書貸付債権で大きな金額で入っているものが25兆円ほどあり証書貸付債権全体で30兆円、合わせて100兆というイメージである。

宮尾委員

電子記録債権が導入されると、そちらの方の差し入れも増えることが期待されるのか。

野村企画局審議役

電子記録債権については、どちらかと言うと、既に適格担保化をしている手形、証書貸付債権が徐々にシフトしてくるという代替的なものなので、徐々にそういうものが減って電子記録債権が入ってくるという流れになると考えている。

黒田議長

他にご質問はないか。なければ、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ます。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず、中曾副総裁からお願いします。

中曾副総裁

トップバッターなので少し包括的にコメントしたい。まず、国際金融市場であるが、F e d の tapering を巡る観測あるいは米国議会での財政協議を材料に、リスクオンとリスクオフが行き来する展開であったと思う。tapering については第2ラウンドでお話ししたい。

海外経済であるが、米国経済については、家計部門では個人消費や住宅投資が改善基調をたどり、企業部門も9月のISM製造業景況指数が56.2と2年半振りの水準に達するなど改善している。従って、全体としては「財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に、緩やかな回復基調が続いている」という判断で良いと思う。先行きも、財政面からの下押し圧力が弱まる中で、回復基調をたどる可能性が高いとみている。

欧州経済については、個人消費が下げ止まったほか、域外輸出は底入れしている。こうした中、PMIは製造業、サービス業ともに2011年6月以来の水準になるなど、欧州経済は全体として底入れしているとみている。先行きについては、次第に持ち直しに転じていくとみている。

中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長を続けている。9月のHSBCの製造業PMIは2か月連続で50を上回っており、足もとの工業生産も上向いている。資源国・新興国の景気持ち直しの動きが弱まっているのが少し気になるころではあるが、以上のような他地域での前向きな動きを踏まえると、海外経済全体としては、「徐々に持ち直しに向かっている」という評価で良いと思う。

ただ、先行きについては、色々な不確実性に直面しているとみている。足もと、最も大きな不確実性は、米国における財政協議の帰趨とと思っている。暫定予算で合意できず政府機関の閉鎖に至っているが、市場では、こうした異常事態は短期間で終息するとの見方もあるようだが、米国議会の混迷状態を目の当たりにすると、私には、市場はややウィッシュフル・シンキングに偏り過ぎているように思える。実際、償還間近の米国債利回りが上昇しているとの報告が昨日あったが、これなどは不気味な兆候だと思

う。仮に、債務上限引き上げ問題が早期に解決できないと、米国債格下げといった事態も招きかねない。そうすると、米国債のプレミアムの上昇が他国の国債市場に伝播し、長期金利の上昇、株価の下落、あるいは質への逃避による外為市場の混乱などを惹起し、世界経済に大きな影響を与える可能性もあると思う。ただ一方で、この財政問題が早期に解決すれば、米国が抱える当面の不確実性が除去されるため、これまで以上に景気回復に弾みがつく可能性もある。このように、米国の財政協議については、とにかく早期に決着をつけることが、わが国を含めて世界経済にとって極めて重要だと思う。

次に、わが国の経済であるが、前回会合で、企業、家計の両部門で所得から支出へと前向きの循環メカニズムが次第にしっかり働いてきていることを確認したうえで、「緩やかに回復している」へと景気判断を前進させたところであるが、前回会合以降も前向きな循環を確認できていると思う。すなわち、まず企業部門をみると、9月短観では、全般に業況感が明確に改善している。また、収益が上方修正される中で、設備投資をしっかりと増加させる計画となっており、収益の改善が前向きな支出活動に繋がっていることが確認できたと思う。家計部門をみると、労働需給が緩やかに改善するもとの、夏季賞与が3年振りの増加となるなど、雇用者所得にも持ち直しの動きがみられている。8月の完全失業率が前月から0.3%ポイント上昇したのが気になるころではあるが、失業者数は減少し、有効求人倍率も改善している。また、9月短観の雇用人員判断DIが、製造業、非製造業、あるいは大企業、中小企業にかかわらず改善したことを踏まえると、労働需給改善の動きに広がりが出てきていると言えるのではないかと考えている。こうしたもとの、個人消費は月々の振れはあるが、引き続き底堅く推移しているとみている。住宅投資も増加しており、所得から支出への前向きな動きが働いていると言って良いと思う。以上を踏まえると、景気の総合判断は、前回と同様であるが「緩やかに回復している」とするのが適当だと思う。

先行きについては、こうした好循環が続くもとの、緩やかな回復を続け

ていくと思う。そう申し上げたうえで、持続的な回復が続いていくためには、現在の内需、非製造業中心の回復が、外需や製造業に広がりを持っていくことが重要だと思う。この点、為替円安の追い風が吹いているにもかかわらず、輸出や生産の回復がやや力強さを欠いている点は確かに気にかかる。9月短観でも、海外での需給判断は回復の足取りが相対的に重くなっていた。鉱工業生産予測指数は、今後、海外経済の持ち直し、あるいは設備投資の増加から上昇していく姿になっているが、実際にそうなるかという点は、展望レポートでも重要な論点になると思うので、注意深くみていきたいと思う。

最後に物価であるが、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は、6月にプラスに転じた後、8月は+0.8%とプラス幅が拡大している。刈り込み平均、あるいは上昇・下落品目比率も改善しており、コストプッシュによる上昇だけではなく、幅広い品目で改善しているとみて良いのではないかと思う。先行きも、需給バランスが改善していく中で、前年比プラス幅は次第に拡大していくとみている。また、予想物価上昇率をみても、BEIが再び1.6%台まで上昇しているほか、各種サーベイの結果などからみて、全体として上昇していると思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の状況を展望すると、わが国経済は緩やかな回復を続けている。前回会合では、輸出と鉱工業生産の立ち直りの弱さについて懸念を申し上げた。その後の指標によれば外需の弱さは残るが、8月の実質輸出は前月比プラスに転じている。また、鉱工業生産は2か月振りに前月比減産となったが、9月、10月は改善が見込まれ、9月の製造業PMIも改善している。設備投資については、7月の資本財総供給や製造業の機械受注が前月比改善しており全体としては持ち直しているが、8月の輸送機械を

除く資本財出荷は下落に転じており、9月短観でも大企業製造業の今年度設備投資計画の伸び率が過去2年間と比べて低めで推移している点は多少懸念している。消費については、8月の実質消費水準指数が下落しているが、一方で、8月の商業販売額や消費財出荷は堅調な動きを示しており、ミックスな結果となっている。現時点では、政府の景気対策や金融緩和に支えられて公共投資や住宅投資等の内需が全体を牽引しているが、物流、通信機器、コンビニ等を中心に自律的な民需の改善も徐々にみられている。

先行きについては、来年4月の消費税率引き上げ前までは駆け込み需要もあって比較的高い経済成長率が続き、引き上げ後も緩やかな回復が維持されるとみているので、執行部の現状および先行き判断で良いと判断している。

しかし、景気のリスクバランスについては、依然として下方に傾いているとみている。その理由は、海外経済とFRBの資産買入額縮小を巡る不確実性が高いと思われるからである。まず、第1のリスク要因である海外経済だが、欧州への輸出が大きく増えることは見込まれない中、最近ではASEAN向け輸出の弱さが顕在化している。これは、資本流出によって一部の国が社債発行や株式発行等による資金調達難に陥ったことが影響していると思われる。FRBの資産買入額縮小観測をきっかけに、海外投資家が各国のファンダメンタルズに基づき改めてリプライシングをした結果、ファンダメンタルズが弱いASEANと比較的健全なNIEsの間で、株価、為替相場、長期金利等の動向や外貨準備の増減で差別化の動きが生じている。ただし、アジアで発行される債券は自国通貨建てが全体の9割を占めており、通貨ミスマッチが限定的なため、通貨危機に発展する可能性は低いとみている。とはいえ、財政・構造改革や金融引締めの実施によって投資家の信認を取り戻すには暫くかかる可能性があるため、この間、ASEANや南アジアの経済成長が減速し、わが国の輸出を予想以上に減速させるリスクがある。

第2のリスク要因として、米国の資産買入額縮小プロセスが米国の経済や金融市場を通じてわが国経済に影響を及ぼす可能性が懸念される。とり

わけ、足もとの米国金利の低下は、タームプレミアムの低下によって生じており、再び急速な金利上昇を招く可能性がある。また、次のラウンドで話すが、FRBと市場参加者との間に認識のずれが生じる可能性や市場の見方が変わる可能性もあり、市場で予想外の動きが生じるリスクを意識している。米国経済が、緩やかに回復しつつも住宅、労働市場の関連指標が強固でないことから、スムーズに資産買入額縮小を開始し、終了へ向かえるのか今後の動向を注視している。

次に、物価の動向だが、主因はエネルギー価格の上昇であるが、消費者物価は8月まで3か月連続で上昇している。物価の上昇率は年末にかけて1%に近づいていくとみている。また、9月短観では企業の販売価格判断DIが改善しており、仕入価格判断DIとの差であるマージンをみても、以前のコモディティ価格上昇時期と比べてやや改善している点は、企業による価格転嫁あるいは賃金引き上げが相対的に実施しやすくなる可能性を示唆している。とはいえ、家計マインドが悪化している中で、企業による価格転嫁が進むのかについては不確実性が高いとみている。また、中長期インフレ予想の上昇ペースが、このところ緩慢な点も少し懸念している。また、9月の日銀の生活意識に関するアンケート調査では、調査時点がオリンピック招致の成功が報道される前ということがあるのかもしれないが、地価見通しDIやわが国の経済成長力DIが6月調査結果から悪化している点も注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず海外経済から申し上げる。前回会合からの変化点として、3点指摘したい。まず第1点は、先月懸念された一部の新興国の下振れリスクは、市場の落ち着きなどに伴いやや後退してきたこと、第2点は、中国の景気持ち直しの安定感が増してきており、グローバルな製造業景況感も改善し

てきていること、第3点は、米国経済について堅調な回復基調は変わらないものの、Fedによる緩和縮小の見送りや財政協議の行き詰まりなど、追加的な下振れリスク要因がやや意識され始めたこと、以上3点かと思う。全体観は、昨日の執行部説明で良いと思う。

個別にみると、まず欧州経済は、底を打ち持ち直しへ向かっているということなので、詳細は割愛する。次に、米国経済は、引き続き堅調な回復を続けている。家計部門の力強さは、8月の個人消費、小売売上、自動車販売、住宅着工など幅広い指標で確認できる。住宅価格の上昇も続いており、住宅ローン残高が持ち家価格を上回るというネガティブエクイティの比率も着実に低下してきている。他方で企業部門では、設備投資や生産などでまだ回復ペースに弾みにつかない状態で、雇用者数も7~8月の増加テンポがやや鈍化した。加えて、財政協議の行き詰まりなど追加的な不確実性要因も懸念される。そう申し上げたうえで、一方で、企業の景況感に関しては、製造業、非製造業、ISMとも高水準の改善が一応続いている。以上を踏まえると、米国経済の回復の基調は引き続きしっかりしていると言えるかと思うが、そのもとで追加的な下振れリスク要因に留意すべき状況と考えている。この間、9月のFOMCでFRBによる資産買入縮小、taperingは見送られた。買入縮小が当初の見通しどおりに年内に実施されるかどうか、今後の景気回復の強さやスピード感を判断するうえで試金石となるため、引き続き注視していきたいと考えている。最近のFRB幹部の発言の中には、難航する財政協議が及ぼす下振れリスクや、労働生産性上昇率の一時的な弱さに関するコメントも聞かれるため、注意が必要と認識している。

アジア新興国であるが、中国経済は景気持ち直しの安定感が増してきており、この動きは当面続くとみている。次にNIEs・ASEAN諸国であるが、国によりばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かっており、冒頭申し上げたように、一部新興国で先月懸念された景気減速がアジア域内に広がるリスクについては、金融資本市場の落ち着きや政策対応もあって、後退してきているとみている。ただし、金融環境のタイト化や

構造問題などによる重石については、引き続き注視していきたいと思う。

続いてわが国経済であるが、引き続き緩やかに回復しているということかと思う。内需からみると、公共投資、住宅投資は増加、個人消費はマインドの改善に一服感はみられるものの総じて堅調、設備投資は資本財総供給、機械受注等で持ち直しが確認された。また、外需に関しても、実質輸出は前月一旦減少して懸念されたが、8月はプラスに転じて持ち直し傾向が確認された。こうした内外需の動向を受けて、鉱工業生産も緩やかに増加している。この間、雇用・所得環境も改善の動きが続いている。これまで出遅れていた製造業の新規求人にも明確な伸びが確認されたほか、有効求人倍率もさらに上昇、失業率は8月はやや上昇したが、これは労働参加率の高まりによるもので引き続き改善傾向にあるとみている。所得環境は、雇用者所得の持ち直しが続いているという状況である。

こうした実体経済の動きは、先日公表された9月の短観でも確認された。景況感は大企業、中小企業とも大幅に改善、収益計画、設備投資計画等もしっかりしている。雇用判断も、製造業、非製造業ともタイト化し、全体で-5と明確な「不足」超となった。生産設備の判断も「過剰」幅が縮小して+3となり、両者の加重平均から算出される需給ギャップはプラス浮上した。物価に関しては、消費者物価指数で前年比+0.8%と、見通しに沿った動きかと思う。

このように、わが国経済は、非製造業の回復が主導するかたちで、7月の中間評価の見通しに沿って、着実に改善を続けているとみているが、リスクとしては、次に述べるように製造業の下振れリスクと非製造業の上振れの可能性の両方を意識しておく必要があると思う。すなわち、製造業については、海外経済の回復が想定より後ずれする、あるいは製造業の海外生産や海外設備投資、あるいは部品の現地調達といった動きが想定以上に強まって、輸出や国内設備投資が想定どおりには増えないリスクがある。一方で、非製造業については、高齢化や外国人観光客の増加などに呼応したサービスなど需要の掘り起こしがさらに進むことで、非製造業の生産性や設備投資を想定以上に高める可能性もある。いずれにせよ、こうした製

造業と非製造業の綱引きがどのように展開していくのか、よく注視していきたいと思う。

もうすでに時間を超過しているので、消費税率の引き上げの個人消費に与える影響について、極く簡単に申し上げる。私自身この点については、駆け込み需要と反動減の大きさなど不確実性は当然あるが、雇用・所得の改善期待が今後も維持されるか、またそれを通じて一時的な所得減少の影響を家計が平準化できるかどうかのポイントと認識している。この点については、後程の一般討議のところでもう少し敷衍させて頂ければと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の景気については、今週発表された9月短観は全般にしっかりした内容であったと思う。そのほか、このところ発表された主な経済指標をみると、8月の実質輸出は前月の落ち込みを上回るプラス幅となったほか、生産の8月速報は幾分弱めであったが、9月以降は持ち直しが見込まれている。雇用・所得環境についても、賃金の改善は遅れているが、有効求人倍率が上昇を続け、短観の雇用人員判断DIも「不足」超幅が拡大するなど、労働需給は改善傾向にある。これら諸指標を踏まえると、「緩やかに回復している」という現状判断を維持することで良いと思う。また、景気の先行きについても、「緩やかな回復を続けていく」というこれまでの見方に変化はない。

今般、消費税率を来年4月から8%に引き上げることが決まり、併せて5兆円規模の補正予算などの経済対策が打ち出されている。今後は、増税後の経済状況が焦点となってくるが、今回の決定に至る過程で消費増税にかかるネガティブな影響への言及が多くなされたことにより、消費者マインドの悪化を招き、これが自己実現的に景気下押し圧力を強めていく恐れ

があるとみている。

この観点からも、これまで言われてきた賃金の上昇を実現させていくことが、実体面からもマインド面からも一層重要になってくると思う。賃金は、景気が拡大し、労働需給が改善することによって上がってくると言われているが、わが国では、非正規雇用についてははともかく、いわゆる正社員については、労働需給面から給与水準が上がっていく仕組みは現状ない。米国の企業では、社員がより良い処遇、キャリアを求めて異動するという前提のもとで、雇用者側に社員をキープするためにベース給与の引き上げを考えるという動機があるが、わが国の場合は、基本的に社員流出の惧れがほとんどない。これまで長く物価が上がらなかったことや主要産業・企業でリストラが続いたことから、ベース給与を上げていくインセンティブがない。精々、企業業績を特別給与に反映させるという考えになっている。今後、デフレ脱却に向かうとすれば、単に給与が業績に応じて増減するというのではなく、全体として上がっていくという認識が広く浸透していかないと、物価上昇のもとで消費を維持し、経済成長へ繋げていくことは困難であろうと思う。経済が成長し、労働需給が引締まり、やがて賃金が上昇していくという考え方は、物価上昇のもとで名目賃金が上がらなければ、先に消費が腰折れし景気の失速を招く惧れがあり、現実には成り立たないのではないかと思う。現在、政府において、ベースアップを中心とする賃金引き上げについて種々の取組みがなされているが、以上の観点からの的を射たものであり、然るべき成果が上がることを強く期待しているところである。

海外経済の動向、米国財政問題等については、皆様のご意見と基本的に同様であるので、省略する。私からは以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

国内、海外経済の現状と先行きについては、概ね執行部見解どおりで良いと思う。そのうえで、この1か月間に公表された経済指標等を受け、思うところを数点述べたいと思う。

まず国内経済についてだが、第1に、堅調な内需との比較で輸出は引き続き精彩を欠いており、結果的に生産に力強さがみられない状況にある。実質輸出は、技術的な要因から実勢以上に下振れたとみられる7月の落ち込みを8月に取り戻したものの、7～8月を均してみれば実勢は精々前期比横ばいから微減といったところである。鉱工業生産は、8月の小幅減産の後、9～10月に比較的大幅な増産が見込まれているが、製造工業生産予測調査にみる8月の実績は、前月比-3.5%と比較的大幅な減産であり、9月の予測指数の前月比+5.2%という数字の評価もそうした落ち込みの後の反動と捉えれば、7～9月期の増産ペースも引き続き緩やかとみるべきであろう。こうした輸出、生産の緩慢な回復は、海外経済の状況に加え、製造業の競争力低下などを映じている面もあると思われる。製造業のモメンタムの鈍さは先行きの回復モメンタムの制約要因となり得ると思う。

第2に、設備投資は4～6月期の法人企業統計やGDP2次速報値に示されたように持ち直しているとはいえ、製造業の国内設備投資は、過去の回復局面との比較で引き続き精彩を欠いていると思う。短観9月調査にみる大企業の設備投資計画も予想の範囲内ではあるが6月計画からほぼ横ばいであった。昨年来の円高修正を受け、製造業が目先再び国内投資に目を向けることを期待したいが、企業側としては、円安基調定着により確信が持てるようになるまで、国内投資は手控える傾向にあるとみられ、本格回復にはなお時間を要するのではないかとの感触を持っている。

第3に、個人消費についてであるが、足もと7～9月期は前2四半期の好調さの反動もあり、前期比微減となる公算が高いと思う。雇用・所得環境の改善見通しを前提とした先行きに関する執行部の報告は、若干楽観的な印象を受けた。確かに雇用環境は緩やかに改善しているが、所得環境については、夏季賞与による6～7月の一時的な上振れの後、このところ所

定内賃金の前年比マイナスが続いていることもあり、8月の現金給与総額は前年比マイナスに戻っている。所定内賃金については、足もとの好調な企業業績を映じた雇用環境の改善、賃上げ実現に向けた政府のイニシアティブ、来年4月の消費税率引き上げという3つの追い風が吹いており、来年の春闘交渉を期待感を込めて見守っているが、いずれにせよそれまでの間は賞与による押し上げ以外に賃金に目立った上昇は見込めない訳である。その間、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が消費の下支えとなることは期待できるが、所得の改善を伴った消費の改善とは必ずしも言えないのではないかと思う。

海外経済については、懸念された新興国・資源国のトリプル安が足もと一服していることに加え、中国経済がこのところ安定化の兆しを示していることが安心材料となっていると思う。もっとも、先行き新興国・資源国の景気減速が先進国に及ぼす影響には注意を要すると思う。

米国経済については、家計のバランスシート調整や財政面からの逆風が次第に弱まる中で、住宅部門の復調に支えられて、先行き緩やかな回復基調が続くとみている。連邦政府のシャットダウンは政治ゲームであり、深刻な事態に発展する公算は低いと期待したいと思う。一方、F e dの出口戦略を巡る一連の出来事は、市場との対話に混乱をもたらし、政策の予測可能性を損なったという点で先行き金融市場にさらなる混乱をもたらす可能性もあるかと思う。雇用の改善ペースやデイスインフレ傾向の中で、やや強引に出口を市場に織り込ませようとしたF e dの情報発信にそもそも問題があった面もあるかと思うが、大本となるデイスインフレ傾向は夏場よりは小幅改善したとはいえ、根本的な変化はない。こうしたデイスインフレ傾向は、世界経済、金融政策の先行きを考えるうえで色々と示唆に富むと思う。

最後に、国内物価情勢については、為替やエネルギー関連要因の寄与に加え、幅広い財・サービスにおいて価格の上昇が確認されてきており、今年度の消費者物価は7月の政策委員の見通しの中央値である0.6%程度で着地する可能性が高まってきたかと思う。ただし、今年度の物価の伸びを

来年度、再来年度に直線的にあてはめるとするのは、まだやや無理があると思う。物価のパスは為替とエネルギー価格次第で振れが大きいですが、仮にこれらを横ばいと置けば、前年比での押し上げ幅は目先減衰する。調査統計局が見込む傷害保険料等による10月以降の物価押し上げも、品質調整後のベースでどの程度インパクトがあるのか不確実性がある。所得の伸びが限られる中での物価上昇ということであれば部分均衡的であり、他の物価下落で相殺される可能性もある。さらに、先に挙げた世界的なディスインフレ傾向に特段改善の兆しがみられない中で、日本の物価が国内独自の要因で伸び率を高めていくかどうか、引き続き注目している。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

海外経済については、米国経済の下振れリスクに最も注目している。財政問題では、政府閉鎖が長期化し、さらに政府債務上限問題への対応が難航すれば、景気がやや微妙な局面にあるだけに、企業、消費者のセンチメント悪化や金融市場の不安定化を通じて、経済に予想外の悪影響を与える可能性がある。また、国内外で米国政府や議会への不信感が強まれば、やや長い目でみても、経済、金融市場の安定にとって損失となり得る。

次に、9月のFOMCでは、大方の予想に反して資産買入規模の縮小が見送られた。その理由としては、長期金利の上昇が家計部門に悪影響を与え始めたことが、住宅、小売、消費者マインドなどの指標で確認されたことや、新興国の金融市場の動揺が、今後、輸出の減少を通じて米国経済を下押しすることへの懸念もあったとみられる。長期金利上昇および新興国の金融市場の動揺は、FRBが金融緩和政策の正常化に向けた情報発信を始めたことがきっかけで生じた。市場の反応が想定以上に大きく、その分経済の下方リスクが高まったことで、金融緩和政策の正常化のスケジュールが当初想定していたよりも後ずれし始めたのではないかと考えられる。

このことは、金融緩和策が国内外で金融面の不均衡を形成するために、正常化の過程に入ると金融市場の動揺が生じやすく、それが正常化の障害になってしまうという、非伝統的政策が抱える運営上の難しさを改めて示したように思う。正常化が後ずれする結果として、不均衡の蓄積がさらに進み、将来的に経済に大きな変動がもたらされる潜在的なリスクが高まった可能性にも留意したいと思う。

F R Bによる資産買入縮小見送りは、新興国の金融市場の安定回復に寄与しているように見受けられる。しかし、金融市場の不安定化をきっかけに構造問題が浮き彫りとなった多くの新興国では、経済の調整はむしろこれから本格化する可能性が考えられる。バブル後の日本や近年の欧米諸国のように、新興国全体の傾向として、リーマン・ショック後に積み上がった過剰な民間債務の削減、いわゆるディレバレッジが経済活動を抑制する傾向が長引く可能性が考えられる。また当面については、通貨安による物価上昇や長期金利の上昇、株価の下落、一部の国が通貨防衛のため実施している金融引締めの影響などが、これから表面化してくると思う。

国内経済の現状と当面の見通しについては、3つの特徴を挙げたいと思う。第1に、10月短観でも確認されたように、企業の景況感は順調に改善する一方、家計の景況感については各種サーベイが改善幅の縮小を明確に示している。これは、消費主導型という異例の国内経済回復のパターンが、従来型の企業主導型へと転じつつあることを示唆していると思う。第2に、消費から設備投資、雇用など景気の回復は緩やかに広がりを見せている一方、景気のパラダイムは低下方向にあるとみている。今年前半の年率4%程度の成長ペースと比べると、7～9月期および10～12月期の成長率は大きく低下すると予想している。第3に、先行きの景気情勢については、今まで以上に輸出への依存度を高めていくと思うが、既にみた海外経済の状況などを踏まえると、輸出が国内景気を強く牽引することは当面期待しにくいように思う。

最後に国内の物価動向だが、急速な円安進行を背景とした基調的な消費者物価の上昇ペースの加速が今年5月、6月頃に山を越えたという見方は、

前回から変わっていない。前回同様に、基調的かつ限界的な物価動向をチェックするために食料、エネルギーを除く全国消費者物価指数の季節調整済 3 か月前比年率を計算すると、最新 8 月分では+0.8%と 7 月の+0.4%からやや上昇したが、それでも 5 月の+1.6%の半分程度である。他方、東京都区部の指数で同様の計算をすると、最新 9 月分では-1.2%と大幅下落となっており、6 月の+0.8%から 3 か月連続での低下と、物価の変調振りが明らかになっている。加えて、一般的には最も注目される生鮮食品を除く全国消費者物価指数の前年比については、東京都区部の数値を参考にすると、今月末発表の 9 月分では 6 か月振りに悪化する可能性が高く、今後の物価上昇に対する金融市場や人々の期待が変化するきっかけになることも考えられる。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

まず、海外経済だが、中国以外の新興国で成長テンポがやや鈍化しているが、米中経済が緩やかながらも改善するもとの、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの執行部の見方に違和感はない。

地域別にみると、米国経済は、民需が堅調に推移するもとの緩やかな回復基調が続いている。家計部門では、雇用面で足もとやや緩やかながらも改善が続いているほか、可処分所得も徐々に増加しており、自動車販売など個人消費が引き続き堅調に推移している。住宅関連ではやや頭打ち感が窺われているが、家計の住宅購入姿勢は強く、在庫水準も低いことから、金利動向が落ち着きをみせれば、再び増加基調に復していくと考えている。この間、企業部門については、マインド面が全体として改善基調にあり、生産や設備投資は緩やかながらも持ち直しに向かっている。先行き、企業行動も徐々に前向きに転じ、経済全体の回復基調を強めていくと考えているが、約 18 年振りに政府機関の閉鎖に至るなど財政問題に関する不透明

感が高まっており、特に債務上限問題への懸念は大きく、その帰趨が実体経済や金融資本市場に及ぼす影響には、当然ながら十分な注意が必要である。

欧州経済は、全体として底入れし企業や消費者のマインドの改善は続いているが、ハードデータははっきり改善する地合いとはなっていない。先行きは、輸出の持ち直しを起点に次第に持ち直しに転じていくと思われるが、周縁国を中心に財政、金融、実体経済の負の連鎖は引き続き強く、経済の下振れリスクやドイツ総選挙後に先送りされた課題の解決、そして政治情勢に伴うリスクには引き続き注意が必要である。

中国経済は、内需が堅調に推移するもと安定成長が続いている。個人消費が堅調に推移していることに加え、政府による鉄道や公営住宅、環境への投資促進等の景気下支え策もあって固定資産投資は高めの伸びを続け、工業生産も増加している。電力消費や貨物輸送量の推移もそうした動きと整合的であり、外需が持ち直すもと政府目標程度の成長が続いている。構造改革への取組みの影響など不確実性も残るが、今後も現状程度の安定した成長が続くとみている。

他の新興国は国、地域ごとに区々だが、構造的な課題に直面する中で総じて金融資本環境がタイト化しており、NIEs・ASEANを含めて成長ペースがやや鈍化している。先行き、金融資本市場が落ち着くことを前提にすれば、先進国経済の持ち直しにつれて改善が見込まれるものの、そのテンポは極く緩やかになるとみられる。

こうしたもとでわが国経済についてみると、緩やかな回復が続いており、今回の短観でもこの点がしっかり確認された。短観では、全規模・全産業合計の業況判断が2007年12月以来のプラスとなるなど、中小企業も含めて業種の広がりを伴って改善している。事業計画については、設備投資がやや力強さを欠くものの前向きの動きは維持されており、売上、収益は総じて上方修正された。また、雇用人員判断DIや価格判断DIも改善傾向が続いている。この間、内外需要をみると、輸出は、7月に一旦減少した後、8月はプラスに転じており、中国以外の新興国向けの動向には注意が

必要だが、持ち直し傾向に変わりないとみられる。国内需要についてみると、設備投資は、資本財総供給が増加を続けており、機械受注等の動きも併せてみれば持ち直していると言える。先行きも投資減税等の実施が期待され、企業行動を後押しするものと思う。公共投資や住宅投資は増加しており、個人消費についても底堅く推移している。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産も月々の振れを伴いつつも緩やかに増加しており、先行きも増加が見込まれている。雇用・所得環境をみると、失業率は労働力人口の増加によりやや上昇したが、求人倍率は0.95倍と引き続き上昇しており、労働需給の改善は続いている。所得面でも、夏季賞与が含まれる6～8月の特別給与が前年比改善し、一人当たり名目賃金はパート比率上昇の影響はあるものの下げ止まり傾向がみえつつある。先行きは、企業業績の回復が明確となり、雇用環境の改善につれて、雇用者所得は持ち直しが次第に明確になっていくと考えられる。円安・株高で始まった前向きの循環が自律的なものとなるためには、設備投資とともに雇用者所得の増加が不可欠であり、今後も、所定内賃金への波及度合いも含めてしっかりと確認していく必要がある。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、足もとプラス幅を拡大しているが、前年の反動によるエネルギー価格の伸び率縮小から、目先は一旦伸びが鈍化するとみられる。もっとも、一部消費行動や販売価格判断D Iに表われたように、企業の価格設定行動には変化がみられつつあり、食料工業製品など幅広い品目で上昇傾向が当面続くと思われるほか、10月からは傷害保険料の引き上げの影響等もあり、再びプラス幅を拡大していくとみられる。先行きは、景気回復に伴う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も反映して上昇し、中間評価の見通しに沿った動きになっていくとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず海外経済であるが、幾つかの下押しリスクはあると思うが、基本的な方向としては、次第に回復するとみている。米国は、資産買入縮小観測から住宅金利が上昇し、住宅市場の一部に弱い指標がみられたが、9月のFOMCで資産買入縮小が延期され、金利は低下傾向にあり落ち着きを取り戻している。さらに、社会保障税減税打ち切りの影響が薄れて、家計の可処分所得は緩やかに上昇している。これらを考慮すると、今後、住宅投資は再び堅調に推移していくと考えられる。実質可処分所得が増加し雇用環境も改善しているので、消費も堅調に推移するとみている。設備投資も緩やかに回復している。以上から、米国経済は今後も堅調な民需に支えられて、緩やかな回復が続くと予想しているが、債務上限問題など財政の不確実性に伴う下押しリスクには注意する必要がある。

ユーロ圏は、2013年第2四半期に、漸くこれまでのマイナス成長からプラス成長に転じ、底入れしたと思う。財政面からの下押し圧力が弱まり、企業と家計のマインドも改善しているので、今後の緩やかな回復が見込まれる。

中国経済は、政府が景気下支え策を実施した結果、第3四半期以降回復している。2013年の成長率は、一応目標値の7.5%程度に着地すると予想されるが、暫くの間は政府のインフラ投資主導の成長に頼ることになると予想されるため、7.5%程度の成長を維持できるかについては、注意深くみていく必要がある。

一方、中国を除く新興国や資源国の回復は遅れている。インドやインドネシアなどの経常赤字と財政赤字の双子の赤字およびその他の構造問題を抱える新興国では、米国の資産買入れの延期により、金融資本市場と外国為替市場は落ち着きを取り戻しているが、米国の資産買入縮小は時間の問題であるので、再びこれらの国の金融資本市場と外国為替市場が混乱する可能性はあると思う。しかし、中長期的に考えると、これらの国の通貨の下落は必ずしも悪いことだけではなく、輸出の増加をもたらし、経常赤字の縮小と経済回復を助けると考えている。

以上、米国の財政の問題や、インドやインドネシアなどにおける為替市場や資本市場の混乱とそれを原因とする成長の鈍化、ユーロ圏周縁国の政府債務問題による金融危機の再発、中国の成長鈍化などの下押しリスクは数々あるが、米国の財政問題がそれほど長引かなければ、世界経済は基本的方向としては徐々に持ち直していくと考えている。

国内経済は、緩やかに回復している。9月短観で、製造業大企業の業況判断D I が+12 に上昇するなど、企業の業況判断は大きく改善した。内需のうち最も出遅れていた設備投資も、4～6月期には前期比1.3%のプラスに転じ、設備投資の先行指標である機械受注も4～6月期以降はしっかりしている。懸念されるのは7月の輸出が大きく減少したことであるが、生産活動などの指標から判断して、7月の落ち込みは一時的であると考えていた。実際に、8月は前月比+1.3%と持ち直している。輸出は、実質実効為替相場と海外経済の動向に大きく左右されるが、実質実効為替相場は大きく低下しているし、私は今後さらに低下すると予想している。そうすると、今後、米国、ユーロ圏、中国を中心として世界経済が持ち直すにつれて、日本の輸出増加のペースはこれから速まるとみている。なお、2014年度からの消費税増税には景気下押しリスクはあるが、5兆円規模の経済対策によりそのリスクは低下したと考えている。

以上を踏まえて、今後の日本の経済を展望すると、量的・質的金融緩和による緩和的な金融環境に支えられて、堅調な消費に加えて、今後は設備投資と輸出の増加ペースが速まる段階に入ると予想しており、緩やかな回復が今後も続くと考えている。

こうした最終需要の増加により需給ギャップが縮小するにつれて、消費者物価上昇率も次第に高まりつつあり、それにつれて、予想インフレ率も上昇している。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、今後さらなる需給ギャップの縮小、生産と労働需給のタイト化、フィリップス曲線の上方シフトなどの結果として、賃金と消費者物価の緩やかな上昇をもたらすという基本的なシナリオは維持されると考えている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、米国で緩やかな回復基調が続いており、欧州も全体として底入れし、中国も堅調な内需を背景に安定した成長を続けているということで、全体としては、徐々に持ち直しあるいは回復に向かっているという意見が多く聞かれたと思う。国際金融市場については、F e d の tapering を巡る思惑あるいはその見送り、米国の財政協議の難航などを背景に、やや神経質な展開となっているようであり、注意が必要ということであったと思う。先行きの海外経済については、基本的な方向性としては、次第に持ち直していくという見方で一致していたと思う。もっとも、先程申し上げたように、また多くの委員が指摘されていたように、米国における財政協議の帰趨、特にシャットダウン等が長引いた場合の懸念、あるいはF e d の先行きの金融政策運営に関する不確実性、欧州の債務問題の今後の展開、さらには新興国・資源国経済の動向といった不確実性は依然として大きいという意見が多く聞かれたと思う。

わが国経済については、最近出た短観では、企業部門でマインド、収益の改善から設備投資へ繋がる動きが改めて確認でき、家計部門でも雇用者所得に持ち直しの動きがみられる中で、個人消費は底堅く推移し住宅投資も増加している。全体として、収益、所得から支出へという前向きの動きが働いており、景気の総括判断としては、先月評価したとおおり、「わが国の景気は、緩やかに回復している」と評価することが適当ということまで一致していたと思う。また先行きのわが国経済についても、前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかな回復を続けていくという意見が多かったように思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比が+0.8%まで拡大してきており、今後、若干の振れを伴いながらも次第にプラス幅を拡大していくという見方が多かったと思う。予想物価上昇率については、短観の価格判断D I の改善、B E I の再上昇等を勘案すると、全体して上昇してい

るとみられるという意見があったと思う。

そこで、さらに追加的なご意見を頂きたいと思うが、委員方も指摘されていたが、3つほど論点、ポイントがあるのではないかと思った。第1が、今回の景気回復は内需が基点で非製造業中心であるが、景気が持続的に回復していくためには、内需だけでなく外需にも、また非製造業だけでなく製造業にも広がっていくことが望ましい訳である。足もとの短観や機械受注をみると、製造業の業況判断や設備投資には回復の動きがみられるが、何人かの委員が指摘されたように、輸出や生産の回復テンポがなかなか上昇してこないという面もある。今後の回復の動きが、内需から外需にも広がる、非製造業から製造業にも広がるとみて良いかどうか。みて良いと思うがそのテンポはどうなのか、リスクはどうなのかという点である。

それとの関連で第2点は、これもほとんどの委員が指摘されたが、海外経済を巡る不確実性とわが国の輸出との関係である。海外経済については、多くの方が下方リスクを指摘された。欧州、新興国、その他のリスクを指摘されたが、特に最近の米国における財政協議の帰趨と影響、それから Fed の tapering の時期——前回の FOMC では tapering が始まらなかったが、いずれ始まるとしていつ始まるか——についての不確実性なども高まってきている。標準的なシナリオとしては、海外経済は次第に持ち直し、わが国の輸出は緩やかに増加していくという考えで良いのではないかと思うが、この辺りについては、海外経済との関連で輸出について、どのようにみていったら良いかというのが1つのポイントかと思う。

3点目は、物価の現状判断と先行きについて、これも多くの方が指摘されていたように、除く生鮮食品の消費者物価の前年比が8月に+0.8%まで上昇し、除く食料・エネルギーでもマイナス幅が縮小しており、幅広い品目で改善の動きが出ていることが指摘できると思う。今後、この先もプラス幅を拡大し、持続的に上昇していくためには、賃金の上昇が鍵になるのではないかということ、多くの方が指摘されていた。労働需給がタイトになってきているということは、短観を含めほとんどの統計指標でみられるが、所定内賃金がなかなか上がらないなど、名目賃金の動向を注目し

ていかなければならないと思う。この辺り、労働需給がタイトになれば、当然、名目賃金が上がっていくのは、ある意味で当然であるが、そうした中で所定内賃金がどのようになっていくかは、1つのポイントであると思った。

なお、消費税率引き上げとその影響については、大体同じご意見であったと思うが、駆け込みとその反動はあるが、全体として日本経済が緩やかながらも回復していくという見通しは、基本的には変わらないと思う。一部年末にかけて確定していく必要があるものもあるようだが、5兆円の経済対策は駆け込みの反動やその他に対応するものだと思う。この辺りも今後さらに議論になる可能性があると思う。

ご意見等あればどうぞ。

宮尾委員

消費税の影響について、先程お話しできなかった点を補足したい。メインシナリオは、黒田議長がおっしゃったとおり、緩やかな回復とのシナリオは維持できると思うが、要は、消費増税の下振れリスクをどの程度懸念すべきか、あるいはその下振れリスクはどのようなかたちで抑制され得るかという点だと思う。その観点からは、今後、雇用・所得の改善期待がどのように維持されるのかという点と、一時的に所得が減少することになるが、その影響を家計が平準化できるのかどうか、ポイントになると考えている。

この点、若干敷衍すると、家計部門は全体で相応に貯蓄を有している状況下で、ここ数年、労働生産性上昇率が比較的高い伸びを示している。私は、8月会合で、労働生産性上昇率が長い目でみた日本経済の成長力、あるいは恒常的な所得を示す指標として使えるのではないかと申し上げた。労働生産性上昇率の基調は、前年比で0.9%と1%弱であるが、震災後は1.4%となっている。震災後の1.4%の内訳は、製造業は0.6%とやや下振れているが、非製造業は1.9%としっかり伸びている。これがずっと続くというように楽観的にはなれないかもしれないが、足もとの米国とは対照

的であり、日本の足もとの労働生産性上昇率は比較的しっかりしており、これが維持される可能性があるのではないかという点が1点目である。

2点目は、有効求人倍率等雇用環境が改善するもとの、家計の借入制約が弱まる可能性がある。家計は、安定的な所得がなければ借入ができないが、有効求人倍率等雇用環境が改善し借入制約にバインドされている家計の割合が低下する可能性も、仮説としてはあり得る。3点目は、5兆円規模の経済対策により低所得者層への影響が緩和される可能性がある。

こういった可能性を念頭におくと、全体として恒常的な所得の改善期待とそれを通じた消費を平準化する力が維持されるのではないか。そうすると、個人消費については、当然下振れリスクはあるが、そのリスクは何がしか抑制される可能性もあると考えている。

白井委員

宮尾委員の指摘は良い指摘だと思うが、労働生産性については、しっかりデータをみていかないとならないと思う。というのは、リーマン・ショック前の日本の場合、すなわち2000年代の製造業が好調な頃は、製造業の生産性が非常に上昇し、ユニット・レーバ・コストは下がっていた。しかし最近では、製造業の力が弱くなってきており、キャパシティーが相当あり、utilizationがかなり低いので、そのような状況は望めなくなっている。日本はサービス産業にどんどんシフトしており、今雇用が増えているところ、雇用吸収力があるところは医療・福祉であるが、ここは生産性が低く、賃金が上がらないところである。この分野ではパートを雇って雇用は増えているが、賃金を上げるのは非常に難しい。しかもサービス価格は粘着性が非常に高く、ここ10年近く上げたところが多い。そのようなところで価格を上げていくことは大変である。震災後に生産性が上昇したというのはそのとおりかも知れないが、一般的に言われていることは、日本の場合は、非製造業の生産性がアメリカと比べてもあまりにも低いために、高齢化が進んでいく中でそこをどのように引き上げるかが課題であるということである。データに関しては私自身も確認していき

いと思う。

結論としては、確かに非製造業の雇用がパートを中心に増えており、その多くが医療・福祉であるとする、その生産性は低いので、何とかしてここを上げていかないと、賃金が上がり物価が上がっていくことへのハードルは高いのではないかと思う。生活意識に関するアンケート調査によれば、収入が1年前と比べて「減った」という回答も、1年後も「減る」との回答も増えている。また、日本経済の成長力について「より高い成長が見込める」との回答が減り、「より低い成長しか見込めない」との回答が増加していることからすると、家計のマインド、収入観が少し悪化しているのは事実である。非正規雇用が増えている中で、消費税が家計に与える影響を1997年と比較するのは難しいというのが個人的な印象である。

黒田議長

追加的な意見がなければ、ここで10分程度のコーヒブレイクを取りたい。

(10時24分中断、10時34分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

中曾副総裁

金融環境は引き続き緩和した状態にあるという評価で良いと思う。すなわち、資金調達金利面をみると、貸出金利は既往ボトム水準で推移しており、CPや社債の発行金利も総じて低い水準で推移するなど、資金調達コストは、全体として引き続き極めて低くなっている。また、量の面でも、

銀行貸出は前年比2%前半の伸びを続けているほか、CP・社債発行市場の環境は極めて良好な状況が続いており、発行残高は前年を上回って推移している。

昨日執行部から報告があった2回目の「貸出増加を支援するための資金供給」については、9,000億円弱と1回目の3.2兆円からはかなり減少したかたちになっているが、今回の貸出は4~6月の貸出残高が対象で季節的に貸出が減少する時期であったこと、あるいは銀行貸出自体は前年比2%台前半の伸びが順調に続いていることから、今後の利用については再び増加すると期待して良いのではないかと思う。

以下では、Fedによるガイダンスや tapering について述べたいと思う。結局、9月のFOMCでは tapering が見送られたが、会合前には tapering の9月開始をかなり市場は織り込んでいた——市場からすれば刷り込まれていた——ので、Fedに肩透かしを喰ったかたちとなったと言える。そこで、どうしてこうしたコミュニケーションギャップが生じたのか、5月下旬にバーナンキ議長が tapering の可能性に言及してからの動きを振り返ってみると、その特徴はおおよそ以下のように整理できると思う。第1に、Fedの政策は今後の経済指標の動向によって決まる、つまり state-contingent と言いながらも、今年後半に tapering を開始し、来年半に買入れを終了するというようにカレンダーにも言及していた。また、買入終了時期の状況について、失業率7%という具体的な数値も示していた。ただ、これらの要素への言及はその後なくなり、現在は事実上撤回されたように見える。第2に、そうしたもとで失業率は、労働参加率の低下などの要因で、9月時点で7.3%と予想以上に早く低下しており、買入終了時の目安7%に接近したため、市場では tapering だけではなく、早期の利上げ観測が強まりやすい状況にあったのではないかと思う。実際、新興諸国市場からの資金還流はこの時点で引き起こされていたと思う。第3に、Fedの自業自得的な面があるが、tapering 開始の思惑から長期金利が上昇し、つれてモーゲージ金利も上昇し意図せざる金融環境のタイト化を招いてしまったという点である。第4に、この間、バーナンキ議長が

7月以降発信の機会がない中で、その他のFOMCメンバーは tapering などに関して実に様々な発言を行っていた。この結果、市場には、例えば、シュタイン理事が言うような金融不均衡の蓄積度合いが1つの重要な決定要素になるという見方も出ていたと思う。そして、第5に、ステートメントなどから類推すると、Fedは財政協議の予想以上の難航という新しい事態に配慮せざるを得なくなったと思われる。

以上の経緯を経て、Fedは市場の織り込みを反故にするかたちで tapering を見送ったが、その結果、市場ではFedの政策の予測可能性は低下したと受け止めているようであり、今後、このコミュニケーションギャップを埋めるのはかなり難儀するように見える。

この間のFedの経験から得られる教訓は3つある。第1に、このガイダンスによって政策反応関数をより具体的、あるいはよりバインディング、拘束的に示すほど、その時点での不確実性は除去され、その限りにおいては効果が増すが、その後には生じる新たな経済・金融環境へ対応する政策の柔軟性を制約してしまうという不整合ないしトレードオフに直面するという点である。第2は、コミュニケーションの相手方となる市場参加者は極めて多様であるということである。すなわち、Fedは、多くの市場参加者はFedの意図を理解していると思っていたのかもしれないが、実際には、市場の情報消化能力の分散は大きかったと思う。言い換えれば、Fedの経験は、中央値、メディアンに位置する市場参加者に明確なコミュニケーションを行っても、テールに位置する参加者の反応に大きく左右されてしまうという問題を提起しているように思う。第3には、失業率というような加工統計を金融政策の threshold に用いるのはかなり難しい面があるということである。米国の失業率は解釈がそもそも難しい。つまり仮説次第で見方はずいぶん異なると思う。例えば、労働参加率がトレンドに戻る、あるいは現在0%そこそこの低い労働生産性の伸びが過去の平均水準に向け回帰するという循環論的な見立てに立てば、失業率は、今後、これまでのようには一本調子には下がらないと考えられる。一方、労働参加率の低下や生産性の伸びの低さが何らかの構造的な要因に依拠すると

すると、失業率は今後も低下を続けることになる。さらに問題を複雑化しているのは、例えばオバマ・ケアが導入されると、雇用主に保険提供義務が課されない週労働時間 29 時間以内のいわゆる twenty-niners と呼ばれるパートタイマーの雇用が増えるかたちで、雇用情勢に影響を与える可能性がある。このように、米国失業率は、現下の情勢では、循環要因、構造的要因に加え、制度的要因という複合的な要素の帰結として決まるので、経済へのインプリケーションを読み取るのが極めて難しく、容易ではないと思う。米国の場合、デュアルマンドートなのでやむを得ないという面があるにせよ、失業率のような特定の实体经济に関する加工指標を金融政策の threshold として金融政策の枠組みに組み込んだことは、コミュニケーションを一層難しくする面があるように思う。いずれにしても、Fedの今回の経験は、われわれの今後の市場との対話のあり方を考える上でも大変示唆に富むと思う。

最後に、当面の金融政策運営であるが、量的・質的金融緩和は着実に効果を発揮しており、实体经济は緩やかに回復している。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、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降も、わが国の金融環境は緩和的な状態が続いている。金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。なお、先週まで米国出張において、FOMCメンバー、FRB執行部、有識者、IMF、市場参加者等と率直な議論をする機会を得たので、本日は、米国の金融政策について総括しつつ私の意見を申し上げたいと思う。一部は中曽副総裁の内容と重なるところがある。

まず、9月18日の資産買入額縮小の見送り決定については、軟調な8

月雇用統計、シリア軍事介入懸念の後退、サマーズ氏による議長候補の辞退表明もあって米国長期金利が既に低下傾向にあり、投資家のポジション調整が進んでいたため、市場への影響は限定的だったようだ。しかし、9月開始を予想していた市場にはサプライズとなり、FOMCの対話戦略について批判が集中した。この問題を私なりに総括すると、中銀側は、データを重視して資産買入額縮小時期を判断すると市場にリマインドしてガイダンスへの信認を高めたと認識したのに対して、市場では、中銀が5月以降、9月頃の開始予想を植えつけ、しかもその予想を修正するような大きく下振れるデータがない中で何のシグナルも送らずに見送り決定をしたとして、不信感を高める結果となったと言える。

この背景として、2点指摘する。第1に、中銀側と市場の間で重視する指標にズレがあったことである。6月の記者会見でバーナンキ議長は、買入額縮小の条件として、①労働市場改善の継続、②先行き数四半期に成長率が上昇すること、③インフレが2%に向けて次第に戻っていくことを指摘し、今後入手するデータがこれらの見通しに沿っている場合に縮小を開始し、さらに失業率が7%近くまで低下すると見込まれる2014年半ばに買入れを終了すると説明した。今回、中銀側はこの①～③の見通しに自信が持てないために見送る決定をした訳だが、市場の方では失業率7%の数値に注目していたため、足もとの失業率が7.3%まで回復したことを受けて9月開始予想を固めたようである。この点について、失業率の回復が必ずしも①～③の条件を裏付けるような好ましい要因によって生じていない可能性がある中で、予想以上に早いペースで低下している点を示唆すべきだったとの批判も聞かれる。

第2に、ストックビューを重視する中銀側とフロービューを維持する市場との間の認識のズレが大きかったことである。理論的にも、過去の経験からもストックビューが正しいと主張する中銀側は、100億ドル程度の買入額の減少がもたらす金利上昇への影響はさほど大きくないとみていた。しかし、実際には予想以上の金利上昇が起きた結果、労働・住宅市場への影響が急速に懸念された。この点、中銀は予想外の金利上昇が景気回復の

懸念材料となっていることを予め市場に示唆すべきだったとの見解を耳にしている。からもこうした声を聞いている。今後もデータの見方で認識のズレが生じる可能性を否定できず、それを改善すべく、例えば、事前に議長等が何らかの明確なシグナルを送ることが考えられるが、合議制の下では、シグナルで示唆した通りのコンセンサスが得られないと別のサプライズを煽るリスクもある。また、市場参加者の見方やそのばらつきがどう変化するのも定かでないため、今後の市場動向についてはかなり不確実性が高いとみている。

以上の点をもとに、わが国にも関連づけて3点指摘したい。第1に、日銀が金融緩和の継続について明確なガイダンスを示したつもりでいても、市場参加者は別の情報に注目し別の解釈をする可能性があるということである。その場合、市場の予想にかかわらず自らのガイダンスに即して判断をするのか、市場に合わせるのか、あるいは市場に対して事前に何らかのサインを出すのか、難しい判断を迫られると思う。

第2に、前例のない多額の資産買入れを実施している以上、出口に近づくにつれて市場はより明確なガイダンスを当然要求すると思われるが、かといって明確にしようと詳細な情報を与えても受け手の解釈がまちまちになる可能性もあり、透明性と柔軟性のバランスは大きな課題だと感じている。

第3に、わが国では現在、量的・質的金融緩和によってストック効果とフロー効果の両面からタームプレミアムの低下をもたらしている。見方を変えれば、2015年以降に仮に資産買入れを減額または停止すると判断する場合には、米国と同様にフロー効果による金利上昇が生じるほか、市場がその動きを予想して前もって金利に織り込まれる可能性があるかと思う。

今後こうした市場とのコミュニケーションにかかる課題を念頭において、私自身も金融政策についてさらに検討を進めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境に関しては、企業の資金調達環境面で、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」という評価で良いと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融市場動向であるが、長期金利は全般に落ち着いて0.6%台で推移している。これには本行による国債買入れとともに、海外長期金利の低下基調も影響しているように窺われる。もっとも、何かのきっかけで市場が水準調整を始めて変動が大きくなるリスクについては、引き続き意識しておくべきと認識している。一方、為替および株式市場の動向であるが、前回会合時と比べて為替は若干の円高・ドル安、株価はほぼ前回並みということかと思う。

続いて、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、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、政策に関する論点を2点だけ指摘したい。1点は、量的・質的金融緩和6か月での現時点での認識であるが、まず長期金利への量的・質的金融緩和の期待される効果として、長期金利への低下圧力、為替レート、株価など資産価格への働きかけ、家計を中心にポストデフレ期を見据えたポートフォリオバランスなどで、効果が発揮されてきているとみている。また、期待の面についても、短期のインフレ期待は上昇しているほか、景気回復が持続するという期待に関しても基調的には支えられている、あるいは維持されているように窺われる。そういったことが全体として、わが国経済で足もとみられている景気回復とデフレ脱却の動きを支えており、所期の効果がこれまでのところ発揮されているとみて

いる。今後、景気回復が続くにつれて金融緩和効果が強まることが期待されるが、その点も含め、次回展望レポートにおいて経済・物価見通しをしっかりと点検したいと思う。

2番目の論点は、コミュニケーション政策に関してである。F e dの政策から何を学ぶかということであるが、今般のF e dの tapering、資産買入縮小の先送りにより、コミュニケーション政策の課題が改めて浮き彫りになったと思う。すなわち、F e dは具体的な開始時期や参照する経済指標にまで言及したが、その意図は政策反応の予測可能性を高め、スムーズに正常化の第1歩を踏み出したいということが狙いであったと思うが、結局その意図に反して、マーケットは過剰に反応し、金融環境は急激に悪化した。そこから得られる重要な教訓は、将来の政策に関する情報発信においては、どの程度透明性を高めるべきかという点が重要で、その点、細心の注意が必要である。これは、われわれも常にこれまで意識してきたことだが、今回改めて認識したことかと思う。なお tapering をめぐるF e dのコミュニケーション政策であるが、市場では様々な受け止めやコメントが聞かれるが、現時点で評価を下すのは時期尚早かと思う。財政協議でかなり不確実性が高まったものの、可能性としては、当初の見通しどおり年内に tapering が開始され、市場がそれを消化し、正常化へ向けた第1歩を踏み出す可能性も一応残されているということを付言したいと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境については、緩和した状態にあるとの見方は前回から変わらない。金融市場の動向については、海外の状況は、シリア情勢を巡る不透明感が後退するなかで、イタリアの政治的混乱が現地の金融市場にさほどの影響を与えないなど、ユーロ市場も落ち着いてきており、全体と

して米国の金融政策や財政協議の影響を大きく受ける展開となっている。

この間、日本の長期金利は、引き続き本行の強力な金融緩和が進展するもとの、米国長期金利の大幅低下の影響も受けて、イールドカーブ全般に亘って低下基調にある。10年物で0.7%台から0.6%台へ低下し、短めの金利もGCレポレート、短国レートが0.1%をはっきりと下回って推移している。短国のレートが付利水準を下回することは、担保玉としての使い勝手の良さや非付利先の存在等からあり得ることだが、短国については6月末で預金取扱機関が残高の3割も保有していることから、付利水準との間に一定の裁定が本来は働くはずなので、付利との乖離がそれほど大きくなることはない筈のものである。足もとの低下は、9月末要因などもあり一時的なものともみられるが、今後固定金利オペの残高低下を短国オペで補うというような状況も想定すると、オペの札の入り方によってはマイナス金利が発生する惧れがある。以前、マイナス金利について、オペといえども市場で現実についている金利であり市場実勢だから問題ないという議論もあったが、一時のドイツのように市場需給によりマイナス金利になるということと、オペの際のみマイナス金利が出ることでは、やはり相違があり違和感のあるところである。杞憂かもしれないが、何らかの工夫を要するものと考えている。

次に、このところ市場では、各種材料出尽くしにより外国勢の日本市場への関心が後退してきており、為替を含め各種リスク資産の価格上昇に期待ができなくなっているという声が聞かれる。わが国市場の主要なプレイヤーが外国勢であるというのも変な話であり、わが国の投資主体がデフレ脱却に向けて市場を動かす原動力となる時期が来ていると思う。また、これこそが本行の政策の狙いの1つである。投資主体としては、リスク負担能力からして金融仲介機関に多くを期待するのは無理があり、個人、企業、年金等が本格的に主体となってくることが必要である。これら主体の動きは、これまでも徐々に進展してきているとみているが、今後、個人向け少額投資非課税制度の導入や年金の運用方針見直しが期待されることから、時間はかかるものの着実に進展していくものと見込んでいる。また、その

ようなわが国サイドの動きが明確になれば、外国勢のわが国市場への関心が高まる筋合いにある。

このような動きをしっかりと支えていくために、これまでの強力な緩和政策を継続していくことが適当であると考え。次回会合までの金融市場調節方針および資産の買入方針については、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

金融市場調節方針および資産買入方針については、現状維持が適当と考える。そのうえで、最近の金融市場、海外中銀動向および国内政治情勢を踏まえ金融政策運営について3点コメントしたい。

第1は、足もとの資産買入れ、とりわけ短国買入れの持続可能性についてである。短期国債利回りは9月に入って下げ足を速め、0.03%前後まで低下の後、中間期末明けの10月入り後の戻りは鈍いと思う。利回り低下の背景として、執行部報告では中間決算期末前の銀行勢によるキャッシュ潰しの動きが挙げられていた。果たして短国利回りの低下がこうした季節要因による一時的なものかどうかについては、このところ本行の短国買入れにおける応札倍率が低下気味となっていることもあり、本行による買入れの持続可能性の観点から関心を持って見守っている。やや先走った見方ではあるが、買入れを継続し、マネタリーベース目標の達成を確実なものとするためには、包括金融緩和の末期に議論に挙げたようなマイナス金利での買入れの是非、あるいは中長期国債と短期国債の買入れのアロケーションの見直しといったことも、将来的に議論にはなり得るかとも思う。こうした議論は、仮に、2年を超えて量的・質的金融緩和の枠組みを継続する場合、自分としては現時点で2年を超えてこの枠組みを継続すべきと必ずしも考えている訳ではないが、そうしたことが物理的に果たして可能

かどうかという話にも繋がり得るかと思う。

第2は、9月のFOMCでの tapering 見送りに示された、非伝統的金融政策からの出口戦略の際の市場との対話の困難さについてである。Fed の場合は、既に何人かの委員方から指摘があったように、出口のための地均しに対し予想以上に金融市場が強く反応し、金融環境がタイトになった結果、tapering を見送るといえば自縄自縛に陥った面もあるが、本源的には、雇用や物価といったマクロの経済環境が tapering を正当化するほど良好でなかったということに尽きると思う。その点、この種の出口政策は、経済指標に市場が反応して市場が自然に織り込む、いわば市場が出口に連れて行ってくれるのをじっくりと待つというのが理想である。ただし、Fed の場合には金融不均衡の蓄積の懸念や異例の金融緩和に否定的な政治情勢ということも、tapering に向けた早めの地均しに影響したようである。この辺りの経緯は、局面が全く異なるとはいえ、わが国の金融政策にとっても有益な示唆、教訓があると思う。もう一言踏み込めば、2%の物価上昇率を安定的に実現するという本行のコミットメントを、今のところ市場は字義どおりに捉えている可能性が高いのに対して、2%の物価目標はフレキシブルな枠組みであるというのが政策委員会の中では比較的コンセンサスに近い見方だと、私は理解している。こうした中で、今は2%がまだ遠いので、われわれが敢えて市場との認識ギャップを埋めに行く必要は全くないが、将来的にはそうしたことが必要になる局面も起こり得ると思う。その時には、われわれも今のFed と似たような困難に直面する可能性があると思う。

第3は、消費税率引き上げと金融政策運営の関係についてである。この点に関しては、まず、消費税率引き上げ決断によって示された政府の財政健全化に向けたコミットメントを高く評価したいと思う。そのうえで、政策運営との関係については、黒田総裁が会見等の場で繰り返し表明されていることに強く同意する。すなわち、先の展望レポートの中間評価で示された政策委員の見通しの中央値は、消費税率が法律に書かれているスケジュール通りに引き上げられることを既に織り込んでいる。その点、来年

4～6 月期、7～9 月期にかけて見込まれる駆け込み需要の反動が想定範囲内であれば、われわれは動じる必要はない。問題は、フィスカルドラッグの影響が予想外に長引いた場合で、その場合には、われわれも何らかの追加策を考慮する必要があるかもしれない。しかし、重要なことは、消費税率引き上げによる実体経済への影響が一時的な需要のスイングに過ぎないということであれば、それに対して preemptive に行動する必要はないということであろう。この点は、初めに大胆な政策変更を打ち上げて期待の抜本的な改善を図り、後は wait and see のスタンスでじっくり効果を見守るという量的・質的金融緩和の趣旨と整合的と考えるし、そのような趣旨は次第に市場に浸透してきていると認識している。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国金融政策について皆さんコメントされているが、私は前段で言及したので、ここでは国内の問題について 2 点申し上げたい。1 点目は中長期の期待インフレ率と物価安定目標、2 点目は金融市場における財政リスクと情報発信に関してである。

第 1 の点だが、消費者物価コア指数の前年比上昇率が、量的・質的金融緩和実施から 2 年で 2% 程度まで達するかどうかという点に、金融市場は注目しがちである。しかし、当然のことであるが、われわれが目標に据えているのは、物価指標そのものではなく、持続的な物価の安定という概念である。これは中長期の経済の安定と整合的であるから、それが達成されている状態では、企業、家計、金融市場の中長期の期待インフレ率も 2% 程度になっていると考えられる。しかし、消費者物価の上昇率は、足もとで顕著に高まったが、それにもかかわらず向こう 5 年、10 年といった中長期の期待インフレ率は簡単には上昇しないものであるというのが、量的・質的金融緩和実施から半年経過した現時点での私の実感である。足も

とまでの物価上昇がコストプッシュの性格が強いことがその一因と考えられる。ただ今後、GDPギャップや労働需給が改善し、基本給の上昇も伴うかたちで基調的な物価上昇率が高まると、中長期の期待インフレ率はもっと上昇すると考えられる。しかし、それでも2%程度にまで達することは容易ではない。ましてや、それを2年間で達成することには大きな困難が伴うと思う。さらに、GDPギャップがプラス幅をもっと大きく拡大させて行くという将来の過程においては、恐らく物価上昇率も高まると思うが、しかしそういった状態は、経済が実力以上の成長をしているいわば過熱状態とも言える。そういう状態は持続可能とは言えず、いずれ経済の安定も損なわれるといった観測が高まるため、やはり中長期の期待インフレ率はそれほど大きくは上昇しないのではないかと考えている。物価安定の目標達成の鍵を握る中長期の期待インフレ率は、経済、労働市場の需給関係よりも、労働生産性上昇率などサプライサイドの要因で決まる部分が多いと思う。量的・質的金融緩和が、政府の成長戦略や民間企業の努力などを引き出す呼び水となり、成長率が高まることを引き続き期待しているが、その効果が得られるまでには相応の時間がかかると思う。この点に配慮すると、従来から申し上げているように、2%の物価安定目標は、中長期でみた場合にのみ経済の実力と整合的になり得ると引き続き考えている。また、今後の成長力の変化、中長期の期待インフレ率の変化を踏まえて、将来的には妥当な物価水準をもう一度検討するのが良いのではないかと考えている。インフレーション・ターゲティング政策を成り立たせるためには、物価目標の水準が経済のファンダメンタルズと整合的であるとの認識が、企業、家計、金融市場にしっかりと共有されている必要があるためである。

第2に、金融市場における財政リスクについてだが、最近の消費税率引き上げの是非を巡る議論を通じて、財政健全化に取り組む政府の姿勢がやや後退しているのではないかと金融市場で意識されていないかどうかを注視している。一連の議論は、短期的な経済への影響という点に集中した感があるが、本来はもっと中長期的な経済の安定という観点を軸に論じら

れる性格のものではないかと考えている。ひとたび財政危機が生じれば、金融・経済は甚大な打撃を被る。一方で、財政再建を進めれば、資金フローの変化を通じて民間経済を活性化させるという側面もあり、このような点を踏まえると、財政健全化策は成長戦略の一環とも位置付けられるように思う。すなわち、財政健全化策と量的・質的金融緩和の関係は、前者が後者の副作用を減じるというだけではなく、両者が協調して経済を活性化し得るという前向きな補完関係にあるのではないかと考える。

ところで、財政リスクを推し量る際には、財政健全化に向けた政府の姿勢だけではなく、国民の意識も非常に重要だと思う。政府債務残高が拡大を続ける中でも市場が安定を維持している背景の1つには、国債の大半が国内の民間部門の資産として保有されているという事実があると思う。つまり、国民は歳出削減——公共サービスを減らすということ——、増税を受け入れることで、デフォルトによって保有する国債の価値が大きく減少することを避けるように、最終的には経済合理的に行動すると金融市場で暗に認識されていると思う。しかし、国民が将来の成長に過度に期待して、歳出削減や増税という痛みを甘受しなくても財政再建が可能だといった認識を強めてしまう場合には、金融市場は財政破綻のリスクを従来よりも意識し、市場が不安定化する可能性が出てくる。成長率が短期間で非常に強まるという期待が強まってくる場合には、こうした副作用が伴うといった点に留意しておく必要があると思う。こうした点も踏まえ、金融政策で時間を買いながら成長力を高めていくには相応の時間がかかるということも、国民に伝えていくことが重要ではないかと考えている。

最後に、当面の金融市場調節方針については、現状維持が妥当だと考える。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境だが、緩和した状態が続いている。まず、マネタリーベースは、前年比プラス幅は4割台半ばへ拡大している。この間、企業の資金調達コストは低水準で推移している。また、短観でも、中小企業を含め、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向にあるほか、資金繰りも改善していることが確認された。企業倒産件数も1991年9月以来の低水準となっている。資金需要面をみると、銀行貸出残高は2%台前半のプラスで推移し、CP・社債についても良好な発行環境が続いている。そうしたもとで、マネーストック、M2の前年比は、貸出の増加を背景に3%台後半の高い伸びとなっている。

次に金融資本市場をみると、短国利回りは、需給タイト感の高まりが意識される中、長めのゾーンも含めて0.1%弱の水準から足もと半減程度へと弱含んで推移している。長期金利については、本行の金融緩和姿勢が引き続き意識されるもとで、米国長期金利が9月FOMCでの資産買入縮小開始の見送りなどを受けて大幅に低下していることもあって、0.6%台で推移している。

この間、為替市場では、ドル/円は、FOMCの結果や米国の財政問題を巡る不透明感の高まり等から幾分円高方向への動きとなっている。株価は、こうした動きも受けて、前月と概ね同じ水準となっている。米国の財政問題を巡る混乱は米国の実体経済への影響にとどまらず、国際金融資本市場にも緊張を与えかねないだけに、今後の帰趨を注意深くみていく必要がある。

こうした動向を踏まえた次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、引き続き量的・質的金融緩和の着実な実行を通じて、早期にデフレ脱却につなげていくことが重要だと思う。

足もとの金融緩和効果を確認するうえで、予想物価上昇率をみると、短観の販売価格判断DIを含め企業や家計、エコノミストの予想のいずれも徐々に上昇しており、物価連動債のBEIもこのところ再び上昇に転じる

など、全体として上昇基調にある。この間、長期金利は0.6%台に低下していることから実質金利は低下傾向にあり、足もとの景気刺激効果は強まっているとみられる。今後もそうした効果を十分に発揮していくためには、目標に沿って資産買入れを進めていくことで、経済主体の期待への働きかけを続けるとともに実体経済の好循環を実現していく必要がある。この点、直近のバランスシートの状況を見ると、マネタリーベースは目標に沿った動きとなっているが、貸出支援基金が見通しをやや下回っているほか、固定金利オペも札割れが続いており、直近5回のオペの平均で0.3倍程度の応札状況となっている点が懸念される。短国の需給もタイト感が強まっている状況を勘案すると、2013年末のマネタリーベースの目標達成に向けた調整余地はある程度限られてくる。本年も残り3か月を切ったので、国際金融資本市場を含めた市場の動きも注視しつつ、やや早めかとも思うが、場合によっては、若干の長期国債の買入ペースの前倒しなども含めつつ、必要に応じて適切なオペ運営を行っていくことが重要だと思う。なお、本行の大規模な国債保有が、万が一にも財政ファイナンスと誤解されることのないよう、財政健全化への取組みの重要性と併せ、その目的について引き続きしっかり説明していくことが大事だと思う。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

量的・質的金融緩和から約半年経ったので、それを総括しながら考えてみたい。日本経済は、昨年4四半期から実質GDPでプラスとなり、前期比年率は1～3月期+4.1%、4～6月期+3.8%と大きく上昇している。量的・質的金融緩和は本年4月4日なので、既に昨年の終わりから回復が始まっているということは、量的・質的金融緩和の効果ではない訳である。それでは、どうしてこのように早い立ち上がりで景気が回復してきているかということ、それはアベノミクスが11月中旬以降に発表され、その効果

が非常に大きいと思う。この間、なぜ成長してきたかという、1つは財政支出が増加していることがある。もう1つは、駆け込み需要が消費を拡大させているということも考慮しなければならないと思う。アベノミクスが発表されてから株高と円安が始まっている。これは、4月4日の量的・質的金融緩和発表後始まったことではないが、株高・円安による資産効果が既に始まり、アベノミクスで消費者マインドも改善して消費の拡大がもう始まっている。なぜ株高や円安がアベノミクスの発表以来始まったかという、財政支出だけを拡大すると、普通のマンデル＝フレミングモデルで考えると、金利上昇圧力要因になって輸出が鈍化したり設備投資を抑制する効果があり、それ自体はそれほど大きな効果はないはずである。金利が低下し、株高・円安が起こっているのは、アベノミクス発表当時、既に今日の量的・質的金融緩和に相当するような政策を市場が期待していたことが、株価と為替レートに影響をもたらし、資産効果は既に昨年の終わりから今年の初めにかけて始まっていたということだと思う。

以上のように考えると、量的・質的金融緩和が4月4日から始まったという効果だけを考えると、実体経済に与える影響は、時間から考えてまだそれほど起こらなくてもおかしくない。つまり、金融緩和効果は、資産市場にまず影響を与えるが、その資産市場の変化が実体経済に影響を及ぼすまでにはかなりの時間がかかる。そのことを考えると、消費者物価が上がり出し、雇用者所得も増え始めているというような実体経済への影響は、本当はまだまだ起こらない段階であると思う。しかし、実際には、消費の増加など実体経済は、量的・質的金融緩和を始める前から変化している。ということは、昨年11月以降、既に市場が異次元の金融緩和を期待してその効果が現れ始めていたのではないか。そのように考えると、金融政策が実体経済に影響を及ぼすには時間がかかるにもかかわらず、なぜ既に実体経済が変化し始めているのかを説明できるのではないかと思う。そうすると、私は、金融政策の効果が実体経済に本格的に及ぶのは実はこれからだと考えているので、多くの委員と少し違う考えを持っている。従って、時間的な遅れを考えても、量的・質的金融緩和が、むしろ消費だけでなく

設備投資や輸出に影響を及ぼす段階に、いよいよ入ってくると考えている。そうした段階に入れば、賃金上昇を伴った消費者物価の上昇が段々視野に入ってくると思っている。「まだまだ賃金が上がらない」と言うよりも、そろそろそういう段階に入りつつあると考えた方がよい。量的・質的金融緩和でそれほど早く賃金上昇など実体経済に影響を及ぼすものではないので、むしろ従来から考えれば今回は早いと言える。早いのはアベノミクスの効果が昨年11月頃から現れ始めており、金融緩和がその頃から予想されていたので、その実体経済への影響は比較的早くなっていると思う。それに加えて駆け込み需要が加速しているということだと思う。そうすると、日本経済は今の金融緩和を続けていけば、段々その効果が実体経済に本格的に及ぶ段階に入ってくると考えて問題ないと思っている。

ただ、このシナリオに遅れが生ずる要因は、今日の株価やドル／円レートをみても分かるように、やはり米国の経済がどうなるか、財政問題などの解決が長引いて米国の回復が非常に遅れるということが、これから、われわれの金融政策の効果が本格化するという私のシナリオに遅れが生ずる原因になり得るのではないかと思う。ただこれは米国の問題であり、これを日本の金融政策でどうこうすることもできないので、金融政策はこれまでどおり進めていけば、設備投資や輸出面でも実体経済への本格的な影響が今までより強くなる——世界経済があまり悪くならない限りという条件はあるが——と思っているので、金融政策はこれまでどおりで良いと思っている。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については、前回の調節方針を維持することが適切という意見で一致していたと思う。先行きの金融政策運営についても、前回会合で決定した基本方針を維持することが適切という意見が多数であったと思う。

量的・質的金融緩和の効果については、その効果の出方については、委員方の意見の中にニュアンスの違いはあったと思うが、基本的に、引き続

き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、確実に強まっているというご意見が聞かれたと思う。日本銀行による巨額の国債買入れもあって、わが国の長期金利は低位で安定しており、こうしたもとの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考えられる。

この間、金融環境については、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。すなわち、貸出金利は既往ボトム圏で推移するなど企業の資金調達コストは低水準で推移している。また、CP・社債市場の発行環境は良好な状態が続いており、銀行貸出も前年比2%台前半の伸びで増加している。こうした緩和的な金融環境は、企業や家計の支出行動を強力に後押しするものと考えられる。

なお、何人かの委員から、足もと短期国債の金利が非常に低下し、0.05%と付利水準を下回っているが、短期国債買入オペの応札倍率も低下してきているということで、マネタリーベース積み上げに向けたオペ運営について問題の提起があった。この点は期末要因の影響もあったと思われるし、マネタリーベースの積み上げ自体もほぼ予定どおり進捗しているので、期明けの状況を含めて、今後の動きを注視していくということかと思う。これも何人かの委員が指摘されていたとおり、現在のマンドートのもとの、どうかたちでマネタリーベースを年間約60兆円～70兆円に相当するペースで増加するように市場調節を行うかについて、短期国債や長期国債なども含めて一定のフレキシビリティはあるということがリマインドされている。いずれにせよ、当面は今後の動向を注視していくということで良いと思う。

追加のご意見、論点はあるか。なければ、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の古川禎久副大臣から願います。

古川財務副大臣

まず、金融政策について、足もとの経済状況については、景気は緩やか

に回復しつつあり、物価の動向を総合してみると、デフレ状況ではなくなりつつあるなど、政府・日本銀行が一体となって取り組んできた経済政策の効果が着実に現れてきていると考えている。

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%の物価安定の目標を達成して頂くことを期待している。

政府の取組みについては、財政への信認を維持し、社会保障制度を持続可能なものとして次の世代に引き継いでいくことは、極めて重要な課題である。こうした観点から、日本経済に回復の兆しがみられることも踏まえ、政府としては、消費税率を平成26年4月1日に5%から8%へ引き上げることを確認した。

これに伴い、政府は、消費税率の引き上げによる反動減を緩和して景気の下振れリスクに対応するとともに、持続的な経済成長に繋げるための経済政策パッケージを策定した。具体的には、まず、先日決定した「成長戦略の当面の実行方針」に加え、設備投資減税や研究開発減税などを実施することとしている。また、「経済の好循環実現に向けた政労使会議」での議論や、所得拡大促進税制の拡充等を通じて、足もとの経済成長を賃金の上昇や雇用・消費の拡大に繋げる契機としていく。さらに、来年度4～6月期に見込まれる反動減を大きく上回る5兆円規模の経済対策を策定することとしている。この中では、低所得者等に対する給付措置に加え、競争力強化、高齢者・女性・若者向けの施策等に取り組むこととしており、今後、年末に向けて具体化していく。

政府としては、これらの施策を通じてデフレ脱却・経済再生と財政健全化の両立に向けた道筋を確かなものとしていく。以上である。

黒田議長

梅溪健児内閣府審議官をお願いします。

梅溪内閣府審議官

わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。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、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。消費者物価は、生鮮食品、石油製品およびその他特殊要因を除く総合の基調に底堅さがみられるが、デフレ脱却は道半ばである。

政府は、経済財政諮問会議等の場において、経済状況等を総合的に勘案するための検討を行ってきたが、10月1日に「消費税率及び地方消費税率の引き上げとそれに伴う対応について」を閣議決定し、平成26年4月1日に消費税率を5%から8%へ引き上げることとした。同時に、消費税率を引き上げても景気を腰折れさせることなく、内閣の最重要課題であるデフレ脱却と経済再生を実現しなければならない。このため、消費税率の引き上げによる反動減を緩和し景気の下振れリスクに対応するとともに、その後の経済の成長力の底上げと好循環の実現を図り、持続的な経済成長に繋げるため、「成長戦略の当面の実行方針」や新たな経済対策の策定などからなる経済政策パッケージを併せて決定したところである。

また、9月20日に、政府・経営者・労働者の3者と有識者による「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を立ち上げた。本会議では、企業収益の改善が賃金の上昇と雇用の拡大などを通じた経済の好循環を実現していくための課題と、それぞれが取り組むべき対応について共通認識を醸成することを目的としている。政府としては、企業による賃金引き上げの取組みを強力に促進するため、所得拡大促進税制を拡充するとともに、足もとの経済成長を賃金上昇に繋げることを前提に、復興特別法人税の1年前倒しでの廃止について検討する。その検討に当たっては、復興財源を確保すること等を踏まえたうえで、12月中に結論を得る。

さらに9月7日の国際オリンピック総会において、2020年のオリンピック・パラリンピックの開催都市に東京が選ばれた。東京オリンピック・パラリンピックは、長引くデフレ、縮み志向の経済を払拭する起爆剤となるものと考えている。本大会の成功に向けて、政府として必要な体制整備を

進めつつ、最大限支援していく。

わが国経済は、デフレ状況ではなくなりつつあるが、デフレ脱却は道半ばであり、物価の動向や海外景気の下振れによる景気下押しリスクについて、十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。木内委員どうぞ。

木内委員

対外公表文の6.の修文を提案する。文章については従来と同じである。考え方についても特に変更はない。先程の意見表明でコメントしたので、追加のコメントはない。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

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

続いて、対外公表文の議長案である。「2013 年 10 月 4 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、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は改善を続けている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。5. リス

ク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。

6. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

最後に木内委員案である。今の 6. のところだが、「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。

対外公表文案であるが、前月との変更点は 3. のみである。3. 全体評価は「緩やかに回復している」で変わっていない。それから海外経済についての記述も変わっていない。個別の項目で、設備投資、住宅投資について、月報で昨日ご説明したとおりの変更をしている。それから今回は短観月であるので、企業の業況感について記述を加えている。変更点は以上である。

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

[11時31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、これをもって指示する。事務局は公表準備を始めて頂きたい。次に、木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁
岩田副総裁
中曾副総裁
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

木内委員に関する注の部分を読み上げさせて頂く。「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」と前回と同じ記述としている。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文について今説明があったが、ご異議はないか。それでは最終案がまとまったので、対外公表文に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

[11時39分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針は全員一致で可決された。木内委員案は反対多数で否決された。

VII. 議事要旨（9月4、5日開催分）の承認

黒田議長

最後に、9月4、5日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、10月31日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は11時49分である。

黒田議長

解禁時刻が11時49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44分閉会)

以 上