

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年2月13日（14:00～16:33）

2月14日（9:00～12:34）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（13日）
山口俊一 財務副大臣（14日）
内閣府 松山健士 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	中曾 宏（13日）
理事	早川英男
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	鎌田康一郎
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	福永憲高
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画役	今久保圭
企画局企画役	須合智広

I. 開会

(14時00分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に金融経済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に1月21、22日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

それでは、金融経済情勢に関する執行部報告に入りたいと思う。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】についてご説明を申し上げます。はじめに概況であるが、国際金融資本市場ではスペイン、イタリアの政局不透明感の高まりを背景に欧州を中心にやや神経質な動きもみられるが、総じてみれば、米国の債務上限問題の先送りやECBの3年物LTROの期限前返済の予想比上振れがグローバルなセンチメント改善をサポートする姿

となっている。こうしたもとで、海外では米国長期金利がこれまでのレンジの上抜けを窺う展開となっている点が特徴的であった。この間、わが国では政策運営を巡る思惑が根強い中、為替市場で円が下落基調を続け、本邦株価が水準を切り上げている一方、JGB市場では短・中期ゾーンの金利低下圧力が強まっている。

まず図表2-2(2)であるが、ユーロ資金市場では1月末から期限前返済可能となったECBの3年物LTROの初回返済額が市場予想を大きく上回ったことを契機に、ユーロLIBORがOISの上昇を伴って上昇した。加えて、ここには掲載していないが、OISのフォワード・レート・カーブも期先を含めて上方シフトし、過剰流動性の減少が予想より早いペースで進むことに伴って、EONIAが徐々に上昇していく可能性を織り込む姿となった。もっとも、こうした動きは、ECB総裁が2月の政策理事会後の会見で、第2回3年物LTROの期限前返済を勘案しても金融政策は緩和的であると述べたことなどを受けて、大きく巻き戻されている。このように、3年物LTROの期限前返済の予想比上振れを受けて欧州金融機関の資金繰りについての安心感が強まるもとで、ドル資金市場では、米国MMFによるフランス系銀行への無担保資金放出の積極化などもあって、(1)のドルLIBORが長めのタームを中心に低下している。図表2-3(1)、(2)のドル転コストをみても落ち着いて推移している。

図表2-4(2)の米国長期金利であるが、債務上限問題の先送りや3年物LTROの期前返済予想比上振れなどを背景にセンチメント改善の動きが続くもとで、堅調な米国株価も材料に2.0%前後まで上昇している。米国経済の緩やかな回復が意識され、良好な経済指標に反応しやすい地合いとなるもとで、これまでレンジの上限として意識されてきた2.0%を上抜けする可能性を指摘する声が多く聞かれている。ただし、目先はこうしたレンジシフトの可能性を窺いつつも、歳出自動削減を巡る不透明感が残る中、2.0%台にのせる場面ではリアルマネー勢の押し目買いが強まることなどから、方向感が出にくいとみる先が多いようである。ドイツの長期金利であるが、3年物LTRO返済額の予想比上振れや堅調な欧州経済指

標などが上昇要因となった一方、スペイン、イタリアの長期金利が両国の政局不透明感の高まりを受けて上昇したことやECBが慎重な景気認識を示したことなどが低下要因となり、期間を通じてみれば概ね横ばい圏内の動きとなっている。

図表2-4(1)のわが国の長期金利であるが、10年債利回りは概ね横ばい圏内での推移となっており、米国長期金利や本邦株価が上昇する中にもあっても緩和期待が根強いもとで、投資家の需要の底堅さが窺える。市場では、米国長期金利の上昇や円安・株高が金利上昇要因として意識されている一方、緩和期待を受けた需給タイト化が合わせて意識される中、当面は方向感の乏しい展開を見込む声が多く聞かれている。この間のイールドカーブの動きを図表2-5で確認すると、緩和効果が意識されやすい短・中期ゾーンでは金利低下圧力がかかりやすい姿となっており、5年債利回りが既往ボトムを更新したほか、2年債利回りも0.03%と2002年9月以来の水準に低下する場面がみられている。一方、超長期ゾーンでは来年度の国債発行計画が市場予想に沿った内容と受け止められ、需給悪化懸念は後退したものの、米国長期金利の上昇などを受けて幾分強含む姿となっている。

図表2-6(2)の短国発行レートであるが、基金短国買入ペースの加速を受けた短国需給のタイト化が意識される中、追加緩和の前倒し観測の高まりが、付利金利引き下げへの警戒感を強めたこともあり、小幅に低下しており、全てのタームで0.1%からの下方乖離幅が拡大している。図表2-8(2)のCP発行金利であるが、一部の電機で高めの水準になっているが、総じてみれば低位で安定的に推移している。

続いて図表2-9(2)、(3)は米欧の社債市場である。流通スプレッドは米国では概ね横ばい圏内で推移している一方、欧州では10~12月期の企業決算が不冴えであったことやスペイン、イタリアの政局不透明感の高まりを受けて、幾分、拡大している。なお、3年物LTROの期限前返済が予想比上振れし、返済した銀行の数も借入先の過半にのぼる結果となったが、返済原資については、元々予備的需要から借り入れた優良行では手許

資金、その他の先ではこれまでの資産圧縮等によりそれぞれ確保したとみられており、ここにきて欧州社債発行市場に大きな影響が及んでいるとの声は特に聞かれていない。(1)の国内社債市場であるが、業況不芳先のうち、電力や電機を中心に円安・株高や政策期待が維持されるもとでスプレッドが幾分縮小する動きがみられている。この間公表された業況不芳先の12月期決算をみると、電機では収益の改善が好感されスプレッド縮小要因となった一方、その他は概ね市場予想の範囲内と受け止められ、スプレッドへの影響は限定的となっている。

図表2-11は株価である。(2)は米国であるが、債務上限問題の先送りを受けて当面の不透明感が後退するもとで、10~12月期の米国企業決算が市場予想比上振れたことに加え、経済指標が総じて堅調であったことを背景に幅広いセクターで堅調に推移している。こうした中で、ダウ平均は既往最高値に迫る1万4,000ドル台を回復する場面もみられている。目先は歳出自動削減を巡る不透明感が意識されているものの、緩やかな景気回復を受けた収益期待を前提に堅調な地合いを見込む声が多く聞かれている。この間、(3)の欧州株価は企業決算が不冴えであることや、スペイン、イタリアの政局不透明感が高まったことなどから下落している。

図表2-11(1)のわが国株価は、前回会合直後には利益確定の円買いなどを受けた為替円高方向の動きを背景に幾分軟調に推移する場面がみられたが、その後はわが国における政策運営への期待が持続するもとで、為替円安方向の動きを受けて上昇している。昨年11月以降、海外短期筋を中心に見直し買いの動きが続く中、水準的にはさすがに割安感も薄れたとの声が多く聞かれているが、こうした相場の強さを眺め、年金等海外長期筋の買いに加え、長期投資を行う個人投資家の関心の高まりも指摘されてきており、今後業績見通しの改善を確認しながら、底堅い相場展開を見込む向きが多くなっている。図表2-13の東証REIT指数をご覧頂くと、相次ぐ上場、公募増資案件をこなしながら、大きめに上昇している。海外投資家や個人投資家による投信経由の資金流入の強さが指摘されている。海外投資家については、日本株の見直しに合わせてJ-REITのウエイ

トを高めているとの声や、海外主要国のREIT対比での割安感等がモメンタムを支えているとの声が聞かれている。また個人投資家については、引き続き低金利環境下で安定した利回り商品としてREITを選好する動きがみられている。市場ではオフィス市況の改善期待等を背景にした緩やかな上昇を展望する向きが多かっただけに、急ピッチの価格上昇に警戒感が強まっているほか、バリュエーション面からみても、さらに上値を迫る余地は乏しいとの声が多く聞かれている。一方、需給面からは投信や外国人の資金流入が非常に強く、短期的には需給主導で一段と上昇圧力がかかる可能性が高いとの見方も多く聞かれている。このようにREITについては高値警戒感が強いものの、目先の価格調整リスクは小さいとの見方が支配的になっている。

図表 2-14 (2) の名目実効為替レートをみると、センチメントが改善基調を辿る中で円は下落基調にある。図表 2-16 (1) はクロス円相場であるが、これをみても、幅広い通貨に対して円が下落する円独歩安の展開が確認できる。もう一度、図表 2-14 に戻って頂き、(1) でドル/円相場をみると、前回会合直後には一旦円高方向に振れて 88 円台をつけたが、その後は根強い緩和期待に加え、米国長期金利の上昇やわが国貿易収支の赤字基調の継続なども円売り材料視される形で円安基調が続いている。この間、ユーロ/ドル相場は経済指標の予想比上振れや 3 年物LTROの返済額予想比上振れなどを受けて上昇している。もっとも足許にかけては、ECB 総裁発言が、慎重な景気認識とともにユーロ高への警戒感を示唆したと受け止められたこともあって、上昇幅が縮小している。図表 2-15 (2) のドル/円のリスク・リバーサルをみると、1 か月物でドルコール超が続いているほか、ここには示していないが、1 年物といった長めのタームでも一頃に比べ、大きめのドルコール超幅が維持されており、持続的な円安期待が強い様子が窺われる。

ここで図表 1-1、図表 1-2 をご覧頂きたい。当座預金残高は前回会合以降、38~44 兆円で推移しており、業態別の当座預金残高をみると、昨年秋以降、超過準備の保有に前向きな姿勢に傾きつつあった都銀の当座預

金残高が減少しているのが特徴である。これは付利金利の引き下げがリスク要因として意識されるもとの、金利低下の際にキャピタルゲインが得られる短期国債、あるいは残存期間の短い国債の保有を増やす一方、超過準備を抑制するスタンスに転じていることによるものである。このように都銀が超過準備保有を減らしている分、実際の資金余剰感は見かけの当座預金残高以上に強いものとなっている。図表 1-2 の下段の短期金利の推移をご覧頂くと、潤沢な資金供給のもとで無担保コールレートは、調達訓練などのケースを除き 0.07%台または 0.08%台で推移した。この間、レポレートは、本行が基金短期国債買入れをペースアップするもとの証券会社の在庫ファイナンス負担が減少していることから 0.10%が中心となっており、日によっては 0.10%を下回る水準での出合いもみられている。

図表 1-3 で最近のオペ結果をご覧頂きたい。固定金利オペであるが、タームを 3 か月、2 か月と順次短縮したが、札割れが常態化しており、足許のオペ残高は 21.8 兆円まで減少している。背景としては、付利下げ観測に加え、そもそも資金余剰感が非常に強いことが指摘できる。また基金短期国債買入れがペースアップするにつれて証券会社の在庫ファイナンス負担が減少し、固定金利オペに対する需要が一層低下するという悪循環が生じている。先週後半以降は 1 か月までタームを短期化してオファーしており、3 回連続で札割れを回避しているが、短いタームのオペで残高を維持するためには、多額の資金供給を高い頻度で実施することが必要になっていく。次に、基金短期国債買入れであるが、固定金利オペの残高減少を補う狙いもあって、6 月末の残高目標 19.5 兆円を幾分前倒しで達成すべく買入ペースを加速している。足許の残高は 12.5 兆円となっている。こうしたもとの 2 月 5 日のオファー分ではこれまで比較的安定的であった落札レートが大幅に低下した。先行きの残高目標を実現するためには月 10 兆円近いペースでの買入れが必要となるため、前回会合以降のペースは特に大きいとは言えない訳であるが、本行のオペが市場レートの行き過ぎた低下を煽ることがないように、足許ではオファー金額を減少させ、若干のスピード調整を行っているところである。国債買入れについては、6 月

末の残高目標 34 兆円の達成に向けて月 1.9 兆円程度のペースで実施しているところである。もっとも、先週半ば以降は、追加緩和を巡る思惑などから、2 年新発債で 0.025% の出合いがみられるほか、残存 1~3 年ゾーンその他の銘柄は 0.035% となるなど過熱感が強まっており、オペのオファーを見送っている。長期国債の買入れは、対象となる新発債のフローが 2 年債に限られているため、短期国債買入れに比べて落札レートが低下しやすい傾向があり、先行き一段のレート低下は避けられないものと思われる。社債等買入れであるが、これは本日、オファーを行っているところである。CP 等買入れは、市場における発行状況等を踏まえながら、3,000 億円ないし 4,000 億円で月 3 回のペースで実施している。これまでのところ、応札は順調で短期国債とは異なり、レート面でも概ね横ばい圏内となっている。J-REIT については 2 回買入れを行った。

以上の結果、2 月 12 日時点での資産買入等基金の残高は 66.5 兆円となっている。これは前回会合時点の 65.0 兆円対比では増加しているが、昨年末 67.1 兆円との対比ではほぼ横ばいとなっている。最後に米ドル資金供給オペであるが、実質的な応札ゼロが続いている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

三つある。一つは図表 2-13 の株の主体別売買動向において、個人は売り越しが多いが、信用のところはずっと買い越しになっている。これはよく言われる 1 月からの証拠金の規制緩和の影響が大きいのか。また、それ以外のリスクテイクも出ているのか。

二点目は、先程、東証 REIT 指数はずっと上昇しており、その背景が外国の投資家や個人投資家が増えているということであるが、それは空室率が低下したり賃貸料が上がっているということからくるものなのか、それとも不動産全体で少し回復期待があるのか。もしそうであるとするなら

ば、不動産の株の方はどのような動きになっているのか。

最後に日本銀行のオペであるが、先程レポレートが低下しているということだが、ファイナンスコストが下がっているといっても0.1%に近い訳である。一方で短期国債の1~3年の方の落札レートが下がっていると逆鞘になると思うが、証券会社はその間どのような行動をしているのか、教えてほしい。

青木金融市場局長

最初に図表2-13の主体別売買であるが、基本的に個人は株が上がる時には売っていくということなのでこういう動きをする訳である。信用買いのところは、規制緩和で、証拠金を反対売買で解放してもらった時に、今までは決済日だったのがその解放日に次の取引の約定ができるようになった。この繰り上げの影響がここに効いているという理解で宜しいかと思う。

二番目のREITの外国人、個人の買いが増えているというところであるが、確かに不動産市況は良くなっており、オフィス需要が緩やかに上昇している。過熱感というよりは正常化のプロセスという感じだと思うが、そういう中で株価がやや大きく上がっているが、今後の財政出動やそういったことを頭に置いて不動産の株も上昇している。ただ、ここでREITが上がっているのは勿論そういう背景もある訳であるが、市況が上がって良くなっていることと当然関係があり、配当利回りが相当高いということもある。確か4.3%位あると思う。株などに比べると倍位の利回りがあるということで、個人が集まってくる。個人は為替リスクのない配当商品ということでここに集まってくる。それから外国人は、日本株が上がっていく中でREITについてもウェイトを高めていきたいという動きがある。その両方で個人、外人の買いが強まっている。

白井委員

個人はいつから増えているか。

青木金融市場局長

いつからというのはよく分からないが、最近は両者が両輪になっているという感じであると思う。

それから証券会社であるが、基本的に短期国債を買ってそれを銀行に嵌め込んでいくということであるが、今短期国債の発行レートも 0.07%台まで下がり、日本銀行のオペもこの先どうなるか分からないが、今は同じようなレートになっている。従って、何かもの凄い逆鞘になっているということではない。証券会社が何をやっているかについて言うと、昔よりも日本銀行が大量に短期国債を買うようになったために証券会社の短期国債の在庫のレベルがぐっと下がっており、在庫ファイナンスの必要が小さくなったということが起こっている。これがポイントになっていて、従って固定オペも要らない訳であるが、極端に在庫が減った瞬間には資金が要らないということになるので、レポレートが 0.1%から少し割り込んで 0.09%台になるということが起こるという状態になっている。

佐藤委員

基金買入れの最近の運営状況についてお伺いしたい。短期国債の買入れ、国債の買入れに関して、マーケットが過熱しているということもあってオファーを若干減らしたり、あるいはオファーを見送ったりして、スピード調整しているという説明であったが、なかなか難しいのは、年末 101 兆円にコミットしているので、こちらとしては足元をみられやすい訳であり、兎角買値を吊り上げられやすいと思う。そういう中で、今後 101 兆円を達成していくに当たって、一段の買入金利の低下を不可避とみるのか、場合によってはマイナス金利での買入れもやむなしとみるのか、その辺りはどうか。

青木金融市場局長

短期国債と長期国債に分けてみると、金利低下のリスク、可能性が高い

のは、1～3年の長期国債の方だと思う。短期国債の方は長期国債に比べるとオペを続けていった場合でも——続け方にもよるが——、二つを比べた時には短期国債の方が下がりにくい状態になっていると思う。長期国債では1～3年ゾーンを買っている訳だが、そこでの新発は2年債だけであり、新発が出た時に日本銀行は買いやすいという意味ではこの2年債がポイントになるが、この発行量は月に2.7兆円しかない。一方、短期国債の方は3か月物、6か月物、1年物とあるが、基本的には3か月物が入ってくる訳で、その3か月物の発行が週に5.7兆円あるという意味では、新発が降ってくる量が短期国債の方が多いため、短期国債の方の金利の低下が小さい、長期国債の方が大きいということが起こっていると思う。基本的には、今やっている長期国債買入れの方は月1.9兆円ペースで買っている訳であるが、2年債の発行額が2.7兆円なので2/3以上買う形になっている。一方、短期国債の方は発行が5.7兆円であるが、仮に週に1.5兆円を2回、計3兆円買ったとしても、5.7兆円の約半分ということになるので、そういう意味では短期国債の方が金利低下の力が弱いということになると思う。

門間理事

大掴みに言うと、今二つのことが起きている。青木金融市場局長から説明があったが、とにかく基金を積み上げてきて資金がじゃぶじゃぶであるという点が第一点である。二点目は、この1、2か月の変化として、付利金利引き下げ期待がかなり強まっているということである。当たり前であるが、付利下げ期待が強まると先々の中短期金利は低下する。これは市場の合理的な行動であるのである程度仕方がない。そのうえに、0.1%の固定金利オペは、特に長いところも入らないということになってくる。そうすると、いずれ固定金利もある程度短期国債等に振り替えていかざるを得なくなってくるということも、マーケットはみている訳である。益々、短中期ゾーンの需給は引締まってくるということが、これから半年、1年起こってくる訳である。そういう中で、付利下げ期待をどうしていくのかは政策

マターであるが、今後のボードのご議論次第というところもある。そのうえで、その状況がなかなか払拭し切れないとすると、ある程度金利が下がっていくことは必定だと思う。その場合、どこまで下がるかについては、完璧な答えはないが、付利下げ期待とは言っても付利をマイナスにするという期待が生まれている訳ではないので、付利がゼロというところが一応アンカーになり得る。究極のアンカーは銀行券ゼロというのがある。そのうえで、佐藤委員から、日本銀行が足元をみられているという話もあったが、同時に応札してくる方も、競争はそれなりにある訳であるので、足元をみるとは言っても、どんな高値でも掴ませてやろうという戦略が常に成功する訳ではない。一定程度の競争はあるので、その意味では多少のマイナスは覚悟する必要があるかもしれないが、大きなマイナスが恒常化するという心配までする必要はないと思っている。ただ、繰り返しになるが、今のレベルからさらに金利が全般に下がっていくというところについては、言ってみればどんどん積み上げていくという政策の効果そのものであるので、これだけ思い切った緩和をご決定頂きながら、効果を出すなというのもなかなか難しい注文である。なるべくマーケットに歪みが生じないように、一気に金利が変わるといようなことにならないような工夫はしていくが、方向感として金利が下がっていくということは、ある程度念頭に置いて頂くことは必要であると考えている。

佐藤委員

私は、今のマーケットの状況は資産買入等基金の効果が、まさに量としての効果が金利に表れているというように理解している。そういう意味では、こういったマーケットの反応が出てくるということは、ある意味、自然なことであると思っている。その一方で、付利を0.1%としていて——これはまた明日の議論になるかもしれないが——、今のような金利水準で国債を買い入れるということになると日本銀行は逆鞘になっている訳であるし、これがマイナス金利で買い入れるということになると、今も金融機関に利益供与しているような形になっている訳であるがそれが

益々鮮明になっていく、要は、シニョリッジを一部金融機関に供与しているといったような形になっているので、何をやっているのかよく分からないという話にもなる。そういう意味で、マイナス金利になることについては、一時的にはやむを得ないだろうし、実際近々なるのではないかと思うが、それを日本銀行としてどの辺りまで許容していくのかということは、今後少し議論していく必要があるのではないかと思った。

門間理事

その辺は状況をみながら現場の情勢は逐一お伝えしていくので、そういうことの中で心証を形成して行って頂ければと思う。

木内委員

三点ある。一つは、LTROの前倒し返済が思ったより多かったということであるが、主に周縁国、特にスペインで多かったと思う。例えばスペインやイタリアは、そのお金で国債を買って、それを担保にECBからお金を借りるというようなことをしていたと言われているので、前倒し償還しているということは国債をかなり売っているということか。債券市場が比較的安定してきたので、売ることも可能な状態になってきたということの良いのかどうかということをお聞きしたい。

二つ目は日本の金利について、図表2-5のイールドカーブであるが、10~20年のカーブが結構スティープになっている。特に昨年後半、年末近くから、例えば10年債と20年債のスプレッド、あるいは5年債と20年債のスプレッドがかなり開く形になっていると思う。この背景は何か。つまり、インフレ期待が例えば10年までよりも10~20年までの方が上がっているということなのか、あるいは財政の悪化懸念がむしろ比較的長いところで起こっているということか——それも少し考えにくい——、あるいは比較的短い長期金利は付利の引き下げやオペの拡充、年限の延長など需給面で下がっている一方、20年などは対象にならないというオペレーションと関連した需給の影響なのか。それともそれとは全く

別の外国人が 20 年債を売っているというような需給なのか、あるいはその辺りはあまり意味がないのかというのをお聞かせ頂きたい。

三点目は先程のオペレーションの話で、都銀の当座預金を持つインセンティブが落ちているということだが、これは付利引き下げ観測によるところが大きいと思うが、果たしてその観測がもしなくなった時に元に戻るのか。構造的には、当座預金をしっかり持ってくれるということに揺らぎがないのかどうかという点を、教えて頂きたい。

青木金融市場局長

最初の LTRO のところは国別の内訳というのは、はっきりよく分からないので何とも言いようがない。ただし仮定して考えてみれば、それだけ返せる余裕が出てきているという意味では改善していると思う。内訳がよく分からないので、それ以上お話しすることができない。

二番目のイールドカーブのスティープ化のところであるが、先程おっしゃった中では、三つ目の考え方ではないかと思う。イールドカーブは短い方が緩和で下がって、長い方は、株高やアメリカの金利高をそのまま素直に反映して上がった——最近は少し落ち着いているが——ということなので、そういう力が働いて 10 年がちょうどその両側に引っ張られているという格好になっていると思う。従って 5 年、20 年のところでいくと、下がるのと上がるので大きく開く。10 年は変わらない中で 20 年は上がっているというメカニズムが働いているという理解で良いのではないかと思う。おっしゃった言葉を使うと、短いところについては付利下げが効いてきて、長い方は米国の金利が効いているというような理解ではないかと思う。

三番目の仮に金利低下観測がなくなった時にどうかという点は、よく分からないところはあるが、多分その段階では相当の当座預金残高が積み上がっていると思う。従って、資金繰り的にはもの凄くじゃぶじゃぶの状態になっていると思う。そういう中で当座預金をもっと持ちたいというインセンティブが前と同じようにあるかということ、そこはやはり弱まっている

はずだと思ふ。従つて今都銀が先程おっしゃつたような行動を取つてゐるのは、勿論付利下げ観測もある訳であるが、一方で非常に緩和が進んでゐるということもあるのだらうと思ふ。従つて、当座預金のレベルがこれから高まる結果、恐らく当座預金を追加的にもっと持ちたいという需要は段々弱まらっていくということが起こるのではないかと思ふ。

門間理事

若干補足させて頂くと、まず二点目のイールドカーブについては、この間株価は3割位上がつており、そういう株式市場のムードに比べると定性的にはまさに長いところが少し上がつて短いところが下がつてゐるということであるが、長いところの上がり方が極めて軽微であるという印象を持つ。むしろ短いところはそれなりに下がつてゐるので、どちらかと言うとこれはブル・スティーブに近い格好ではないかと思ふ。

それから当座預金については、正直言つて誰が最終的に幾ら持つのかというところまで明確にピクチャーが描ける訳ではないが、90兆円、100兆円と当座預金が増えていく訳であるので、必ず誰かが嫌でも持つ訳である。従つて、誰がどのように持つのかは別として、金利低下圧力は相当かかつてくるだらう。それが明確な一つのボトムラインであると思ふ。

白川議長

他にないか。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

ないようであれば、海外経済情勢に移りたいと思ふ。

外山国際局長

海外経済、国際金融の現状評価について、資料-3(参考計表)【追加】に沿つてご説明する。まず図表1の製造業の生産PMIをみると、欧米、

アジア、いずれの地域にあってもレベルの差はあれ、持ち直しに向けた動きが次第に広がりを見せ始めている。受注は上向き、受注在庫バランスが改善しつつある。

図表 2-1 の米国経済であるが、(1)の昨年第 4 四半期の GDP は前期比 -0.1% と 2009 年第 2 四半期以来のマイナス成長となった。もっとも、これは政府支出と在庫投資が大きく下押ししたことによるものであり、個人消費や設備投資、住宅投資といった民間需要は、むしろしっかりした数字となっている。また、その後公表された 12 月の純輸出のマイナス幅が B E A の想定よりも小さかったため、この分で第 4 四半期の GDP は 0.8% 程度上方改訂される見込みとなっている。設備投資の増加は、昨年末で打ち切りの可能性があった加速度償却制度を利用しようとする駆け込みによるところもあり、図表 2-2 (6) の非国防資本財の受注増加分についてもシェールガス関連とみられる発電機や鉱山機械の寄与が高いことを考え併せると、なお基調として明確に回復しつつあるとまでは判断しにくい情勢である。また、11 月から 12 月にかけて可処分所得が大きく増加したが、配当課税強化前に企業が特別配当を集中的に実施したことによるものであり、今後は反動減が見込まれている。年明け後の動きについては、なお利用可能なデータに乏しいが、図表 2-1 (2) の 1 月の自動車販売は年率 1,555 万台と高水準を維持したほか、(5) 非農業部門雇用者数も 1 月に 15.7 万人の増加となり、昨年 11 月、12 月分の計数の大幅上方改訂と合わせ、しっかりした数字となった。もっとも、図表 2-2 (1)、(2) の消費者コンフィデンスは将来指数を中心に低下しており、給与税減税打ち切りの影響が特に低所得者層の消費に与える影響については、なお予断を許さない状況だと考えている。

次に欧州経済であるが、幾つかの指標で、低水準ながら落ち込みに歯止めがかかる兆しがみてとれる。図表 3 (3) のドイツ投資財受注、(5) の輸出受注 PMI、(6) の製造業コンフィデンスのほか、消費者コンフィデンスについても D I は僅かながらマイナス幅が縮小している。ただし、(4) の銀行の貸出基準はさらに厳格化しており、当面、財政、金融から

のサポートは期待できず、全体としては緩やかな後退局面の域を出ている訳ではない。さらに、昨日のECOFINでも議論されたように、このところのユーロ安修正もあり、輸出起点の景気回復シナリオが実現するかは依然として不確実性が高い情勢である。図表 4-1 の周縁国の国債利回りは概ね落ち着いており、(3)、(4) の証券投資、図表 4-2 (4) の金融債発行額、(5) の預金も戻りつつある。ただし、スペインにおけるラホイ首相の収賄疑惑、イタリアにおけるベルルスコーニ元首相が率いる中道右派の支持率上昇といった政治リスクが報道されるたびに、センチメントが振れる状況であることに変わりはない。

図表 5 の新興国経済である。新しい指標がさほど出ていないので、東アジアと新興国経済を統合している。(2) ~ (4) では、中国、韓国、台湾ともに輸出受注PMI が概ね頭をもたげつつあるほか、春節のずれもあり割り引いてみる必要はあるが、1月の輸出も総じて増加した。

国際金融市場であるが、全体としてリスクオンの流れに拍車がかかっており、全般に信用買いによるものも含め、株価、長期金利、穀物を除く商品市況が上昇している。図表 6-1 (5) の米国社債の対国債スプレッドをみると低格付け社債のスプレッドが大きく低下している。また、図表 6-2 (3) の新興国株式へのファンド資金フローが大きく増加するなど、限界的な分野でのリスクテイクの動きが継続しているという状況である。

以上をまとめると、世界経済は米国におけるフィスカルクリフの回避や欧州におけるユーロ瓦解リスクの後退、それに伴う市場でのリスク回避姿勢の後退などをきっかけとして、少しずつ持ち直しに向けた力が作動し始めている。ただし、米国、欧州ともに財政政策が一定程度緊縮に向かう中、米国で自動歳出削減や債務上限に関し決着が付いていないこと、給与税減税撤廃等フィスカルスロープの消費に与える影響に関する懸念が払拭しきれていないこと、欧州でイタリアやスペインの政治プロセスにおける改革モメンタムが話題に上りやすいことなど、不確実性は根強く残存しており、持ち直しの力強さや持続性についてはなお見定めがたい状況である。また、新興国でも、金融危機への対応として追加された地方も含む財政支

出拡大や消費者向け信用促進といった政策が、地方を含む財政セクターや金融・家計セクター等に大きな負荷をかけ、場合によっては過剰設備問題や不動産バブルをもたらすに至ったことから、大がかりな刺激策には及び腰の状況である。中国、インド、ブラジル等多くの新興国では、民営化、労働市場の自由化、税制改革、補助金廃止、規制緩和等メニューはそれぞれ異なるものの、構造改革により企業活動の自由度を高め、生産性を引き上げて競争力を向上させることが、中長期的に安定的な成長を確保するために不可欠と認識されている。しかし、多くの場合、実現には政治的困難がつきまとい、また奏功したとしても効果が示現するには相応の時間を要するものとみられている。従って、新興国は全体として、先進国対比で相対的に高い成長を続ける見込みながら、世界経済を力強く牽引する役割を期待しにくい状況だとみている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

米国経済の設備投資であるが、図表 2-2 (6) で受注が跳ねているのがシェールガス関連の受注だということで、基調的な判断はまだ難しいというご説明であったと思うが、一方でシェールガスあるいはシェール革命は、ある程度これから持続的に出てくることも期待される訳であり、そういう意味では、そういうものも巻き込みながらしっかりと立ち上がっていく可能性もあるのではないかとみているが、その辺はどのように考えたら良いのか。

あと一点は、同じく米国の図表 2-2 (1) の消費者コンフィデンスだが、この場でも何度か議論になった日次の指数が非常に高くなり、通常のみシガン大学指数、コンファレンスボード指数との乖離が非常に鮮明になっている。ここはどのように理解したら良いのか。

外山国際局長

シェールガス関連の設備投資が、例えば化学やその他の設備投資を巻き込みながら立ち上がっていく可能性があるのではないかという点は、おっしゃるとおりだと思う。シェールガス関連で発電機や鉱山用機械ということをお願いしたが、発電機については、アメリカで電力供給の半分を占めている石炭のプラントがどんどん老朽化しており、これを畳む一方でガスのプラントを立ち上げようという動きが、数年前から起こってきているということである。シェールガスの掘削についても、このところ急増しており、こうした設備投資が大きく出てきているということである。これは循環的な景気の回復あるいは生産の上昇に伴って出てくるものとは多少性質が違うので、おっしゃるように、それがさらにエネルギーあるいは原材料の元を変えるという形で設備投資を誘発する可能性はあると思うが、私共がここで景気循環のフェーズとして確認したいようなタイプの設備投資の立ち上がりはまだ出ていないと申し上げている。

消費者コンフィデンスのラスムッセン指数であるが、以前は月次のデータとそれほど変わりはないが、ここにきて大きな乖離が生じているので色々探ってはいるが、私共として明確な回答を持っている訳ではない。ただ、このラスムッセン指数は、実は広告、市場動向調査をするような会社が毎日毎日決まったところに電話で取材をし、色々なサーベイを行う前振れとして景気はどうかというようなことを聞いて調査をしているとも聞いているので、そういうサーベイの性質上、今の局面で必ずしも財政のリスク等が意識されない可能性もあるのではないかと考えている。ただ、まだ定かなことはよく分からない。

西村副総裁

シェールガスであるが、確かオイルに関しての税制が変わって、前倒し、駆け込みがあったということを知っている。

外山国際局長

そういうことも加速させているということだろうと思う。

西村副総裁

シェールガスの場合は、環境問題があり——名前は忘れたが、特にオレゴンのセネターが強硬に反対している——、そこら辺のところで、シェールガスの動きに対して何だかキャップがかかるというようなことはあまり考えなくて良いのか。よく分からないところがあるので、お聞きしたい。

外山国際局長

これまでのシェールガスの開発は、政府はほとんど介入しない形で自発的に民間主導で進められてきたということだろうと思う。それが最近になって再生利用可能エネルギーがなかなか難しいということもあり、おっしゃるように、税制の改正等でもって政府としてもある程度促進していこうということだったと思う。環境問題については、フラッキングという技術は、水平掘削において水を大量に使うことでシェール層からの掘削を可能にした訳であるが、水を全て回収しきれない訳ではないので、千メートル以上の深い地中ということではあるが、環境汚染がもたらされるのではないかと懸念が前々からあり、環境保護団体等がさかんに反対運動を繰り広げているということもある。これまでの対応は、州ごとにシェールガスの採掘を許可する、許可しないということで分かれている。例えば、層としては重なっているが、ペンシルバニア州では掘削は解禁されている一方、ニューヨーク州では全く許されていない。そういう州ごとの定めでもってこれまで一定程度歯止めがかかっているということがあった。この環境問題については、どれだけの環境負荷をもたらすのか正確には分かっていないところもあるので、経験を積んである程度明らかになってきたところで、州あるいは連邦による統一的な対応が図られる可能性はあろうと思うが、これまでのところは、民間主導の開発プラス一定の州の規制ということである。

白井委員

図表 2-1 で米国のデータをみると、住宅着工件数も上昇してきており価格も緩やかに上昇しているが、一方で住宅ローンの方はほとんどが借換えで、月次データで見ると新規の住宅ローンはほとんどフラットだと思う。借換えが増えていた背景は、金利が下がっていたということもあると思うが、HARP 2.0 という政府による借換え支援策があったと思う。最近HARPの適用件数が相当減ってきているので、そろそろそういう形の借換えが頭打ちになってきているように見える。そうすると、これからは借換えではなくて、新規の住宅ローンが増えていかないと、今プラスの動きが出ている着工、住宅価格、住宅市況にどのような影響があるのか、もし分かれば知りたい。月次データだと、新規の住宅ローンはほとんど増えていないが、週次でみると、本当に足許であるが急上昇しているの、それがこれから続くのかどうかというところを、もし分かれば教えて頂きたい。

もう一点は、ポルトガルについてである。図表 4-2 (5) でポルトガルの民間預金が、足許少し戻ったかもしれないが相当減ってきていたように見える。一方で、(6) のオペ利用残高をみるとフラットにみえる。もう一つ、ここにはないが、貸出金利のデータをみると、ポルトガルの貸出金利は下がっている。この三つのデータからみると、それはあまり大きな問題ではないのか、大きく減っている預金を金融債の発行で賄っているのか。この預金の減少が大きな問題ではないのかどうかといった辺を、教えて頂きたい。

外山国際局長

ご指摘のHARPについては、2.0バージョンに改定されて若干使いやすくなり、それが今年の12月をもって終了するということになると思うが、元々、HARPは2.0に改定されて多少使いやすくなったといっても色々な制限が付いており、これまできちんと債務を返済していた人がある程度のローン・トゥー・バリュー・レシオの条件をクリアして初めて使え

るというものであった。これでは政府の姿勢が弱いと各方面からの批判に晒されている位、なかなか効果が出なかったというのが多分実相だろうと思う。HAR P 2.0 になって、条件緩和で多少使い勝手が良くなりはしたが、例えば、モーゲージ・インシュアランスがレンダーによって供給されているような物件は、ファニー・メイもフレディ・マックも引き取らないということになっており、HAR P 2.0 でも使えないということになっている。従って、HAR P そのものがそもそもここまで十分な支援を行ってきたかということ、なかなかそうも言えないのではないかと思う。従って、これは打ち切りになったとしても、多少影響は出るとは思うが、それほどドラステックな影響は出ることはないのではないかと思う。それよりも、リファイナンスの動きが止まるとすれば、金利が多少なりとも上昇してくる可能性があるので、そういったところで機をみるに敏な人達がこれまでに既に借り換えを済ませているということだろうと思うので、止まってくるということだと思う。ただ、さは然りながら、おっしゃるように今後新規の着工が出ていかないと住宅市場全体として盛り上がっていかないと、住宅金融そのものが回復していかないとすることはそのとおりだろうと思う。今後、足許みられているような住宅価格の上昇や住宅着工の多少の持ち直しといったところが、こういった動きに繋がってくるかどうかというのは、十分注視していきたいと思う。

最後のポルトガルの件であるが、手許に金融債等の個別のデータを持っている訳ではないが、民間預金残高が他の周縁国と比べても大きく減少していたというのは、この間構造改革を随分進めてきたことにより経済のパイが縮小してきたことによるということであろうと思う。むしろ私共としては、昨年の後半位からようやくそれに歯止めがかかってきて、ヨーロッパ全体の安心感の醸成とともに、ポルトガルについてもようやく良い方向を向き始めたということだろうと考えていたところである。

森本委員

ユーロエリアについては、リスク回避姿勢が後退し、当面、イタリアや

スペインの政治情勢位が気になるところであるというお話であった。そこでスペインだが、10～12月のGDPは3%近くのマイナス、小売売上も6%近いマイナス、失業率も悪くなっている、不良債権処理も全然進んでいないようである、地方政府の問題も抱えている、財政もあまり改善していきそうもない。その辺についてのリスクは、心配しても仕方がないが、地雷のようで怖いような感じもしないでもない。あまり心配しなくても良いということか。

外山国際局長

スペインについては、非常に深刻な情勢であるのはおっしゃるとおりだと思う。失業率が26%の経済というのは、私共には想像することしかできないような非常に困難な情勢だと思う。問題は、こういった経済的な困窮が政治的、社会的な大きな困難に繋がっていくことがないかどうかということなのだろうと思う。取り敢えず良いニュースとしては、リファイナンスが順便にできたといったようなこともあるが、マーケットがヨーロッパ全体の改善の動きの中でスペインについてもスプレッドを低下させるとか、CDSのプレミアムを低下させるといったように、財政のリファイナンスをしやすくしてくれているということだろうと思う。それから、ESMやECBのOMTその他のバックストップ的な装置も色々用意されたということであるので、そういった装置のもとにマーケットが見方をさらに厳しくしないということであれば、大変厳しい状況であり予断を許さないという中であっても、少なくとも近い将来にこれが暴発するといったリスクは、それほどはないのではないかとみられていると思う。

森本委員

ESMに駆け込むこともできるので、というような感じか。

外山国際局長

最後は駆け込めるということである。勿論、政治的になかなか駆け込み

たくはないということだとは思いますが、バックストップとしてそれが許されているということが安心感を生んでいると思っている。

木内委員

二つあるが、一つは米国の労働力率と失業率の関係である。過去数年は、労働力率が大幅に下がる中で、失業率が景気の回復のペースよりもかなり下がってきたということだと思いが、ただ、労働力率自体はこの1年位はほぼ横ばいになってきている。職探しを諦める人が出てきたとか、高齢化要因とかで下がってきたが、なぜこの1年ばかりは下げ止まってしまったのか。今後それがイレギュラーな動きをすることによって、失業率が景気と少し乖離するような形で今後動く可能性がないか。金融政策の出口と絡んで、失業率への注目度が非常に高まっているが——ある意味変動が激しい数値にコミットするのはどうかと思うが——、そういう意味で市場の攪乱要因にもなりやすいような気がする。その労働力率、失業率、景気の三点をどのようにみているかというのが一つである。

二つ目は中国であるが、足許の状況というよりは構造改革という点で、金融分野のように改革が比較的進みやすい部分はあると言われているが、一方で、土地の所有、戸籍の問題、国有企業の改革など所有が絡むところはかなり難しい。特に国有企業には経済の色々な意味での非効率がかかなり蓄積しているように思うが、今のところ、国有企業改革という話はあまり聞かない。政権が変わってそちらの方に多少なりとも取り組むことによって、やや長い目でみた中国のパフォーマンス、展望が良くなるというような良いニュースが出てくるポジティブ・サプライズはあるとお考えか。

外山国際局長

米国の労働参加率と失業率の関係で、これまでの動きは委員がおっしゃったようなことだろうと思う。ただ、労働参加率は危機後急速に下がってきたということがあるが、これにはデモグラフィの要因が効いているということと、1980年代以降一貫して低下してきているという動き

もある。ニューヨーク連銀の分析によれば、ここにきて大きく下がっているのは女性の労働参加率であり、これは恐らく家計の中での主たる稼ぎ手——勿論、家計によってどちらが主かということは違うが——である夫は何としてでも仕事を続けるが、なかなか条件に合う仕事が見つかりにくくなってきた時に、どちらかという二次的な稼ぎ手であることが多い女性の働き手が働き口を諦めるという傾向が、この危機の後に強まったからではないかと言われている。もしそうだとすると、昨年の後半位から少しずつ労働市場全体が改善してきている中であって、条件に合わない仕事であればやらないといったような人達が、条件に合うような仕事を見付けやすくなってきている可能性があり、そうだとすると、デモグラフィの要因等はあるが、これまでのようなペースでは少なくとも参加率の低下が続かなくなってくる可能性はあると思う。金融政策との関係では、FOMCで失業率で6.5%という threshold を設けたが、バーナンキ議長も記者会見等で繰り返し述べているように、これはあくまでも threshold であり、それでもって機械的に政策を変更するものではないということと、ご指摘のような参加率の問題もあるので、労働市場を判断する時に失業率だけではなく、色々な指標を総合的に勘案して判断していくということも言っている。失業率という特定の数値だけで金融政策が決まってくるということではないのであろうと思う。

中国の構造改革については、おっしゃるように構造改革の色々なメニューがあり、金融分野あるいは市場化といったような手を付けやすい分野から、国有企業改革のように政治的な既得権益が結びつき手を付けにくい分野まであって、これが新政権のもとでどの程度のペースで出てくるかということについては、中国国内でも色々な見方があると思う。ただ一般的には、新政権はこれまでの江沢民あるいは胡錦濤よりは政治的基盤が強い形でスタートしている。改革に対する期待が非常に大きいということになっている。ただ、そういう期待を表明する人の中にあっても、手を付けやすいところは進むが、国有企業についてはなかなか難しいだろうというようなことを言う人が多いようである。

木内委員

汚職を取り締まったり所得格差を縮めるというようなポーズ的な政策はあるように思う一方、人々が本当に不満に思っている特権層といったところにはなかなか手が付かないのではないか。今みているところでは、そういうレベルのような気がする。だとすると、先程言ったように、国有企業は収益性でみてもかなり劣っているので、その改革が進まないと生産性上昇率もなかなか上がりにくい、そこは政治体制にメスを入れないで果たしてできるのかと考えると、あまり楽観的にはなれない。

外山国際局長

それはまさに新政権がどれだけのリーダーシップを発揮していくことができるかということである。最も大きな問題は、政治的に力を持っている既得権益の打破ということであるので、そこが進むかどうかはこれからみていかなければならないところだろうと思う。予断は許さないというご指摘はそのとおりだと思う。

白川議長

先程の森本委員の質問と重なるが、金融市場をみていると、欧州でもアメリカでも中国でも、テールリスクが全体に小さくなってきており、それが株式、債券、為替のプライシングに出てきている。一方で、先程のスペインもそうであるが、ファンダメンタルズでみるとそこまで改善していない。テールリスクの解消で整合的に説明できるのかもしれないが、グローバルな金融市場のプライシングをみていて特にこの辺が気になるというようなどころはあるか。先程、新興国に対する資金の流入などへの言及があったが、外山国際局長からみてどの辺が気になると言えば気になるという感じか、評価を教えてください。

外山国際局長

足許、色々な分野で騰勢が強まっているのは確かであるが、レベル的にはリーマン・ショック前のバブルであったかもしれないようなリスクテイクの域までにはまだ達していないと思う。ただ、資金の流れの変化ということで言うと、図表6-1(5)で先程申し上げた米国社債の低格付け物への資金流入、それからアジア地域、特に一部の経常収支が恒常的に赤字である国まで含めて資金が大きく入ってきているといった辺りに多少の危うさを感じるところがある。先週、Fedのスタイン理事がセントルイス連銀のカンファレンスでの講演で、米国社債など米国のクレジット物については、レベル的にはあまり心配はしていないが、昨年の後半以降、ジャンクボンドの発行量が非常に増えているといったようなこととか、あるいはPIKと言われる緩い条件での発行が増えているといったようなことに危惧を表明している。ただ一方で、リーマン・ショック前にみられたような、短期で資金調達をしてそういったものを買うといったような行動は今のところみられておらず、むしろ落ち着いたままであるということも言っている。ただ、当時はみられなかったが、ETFのような物がこういったハイイールド物等を買っているような動きが最近が目立っているということなので、もしそうだとすれば、これが最終投資家によって解約されれば、売り浴びせのような動きを加速する可能性もあるのではないかとといったようなことも言っている。総合すると、彼は一部行き過ぎがあるかもしれないが、ただ今のところはシステミックな問題をもたらすようなものではないだろうというような結論だったということを紹介しておく。

白川議長

他にないか。なければ、5分程度休憩する。

(15時14分中断、15時20分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

事前にお配りしている資料－4（参考計表）を中心に、マインドと物価については本日お配りした追加資料も使ってご説明する。

図表 1 の実質GDPは、10～12月の計数が明朝公表されるので、その時に改めてご説明させて頂く。現時点で持っているイメージをお伝えしておくとして、7～9月は前期比－0.9%であったが、10～12月については、若干のマイナスの可能性もあると思うが、前期比ゼロ%近傍と思っている。元々、想定は小幅のマイナスであったので、若干強めで着地しそうな感じである。7～9月は大きなマイナスであったが、これには一時的な要因と思われるものが影響している。一つは消費における夏場の電気代の節約や残暑による秋物衣料品の不振、もう一つは輸入における環境税導入前の燃料調達の駆け込みがあったので、10～12月はその反動でプラスに出やすいという面があると思う。このため、7～9月、10～12月とも実勢の評価は双方とも割り引く必要があると思うが、7～9月に比べて、10～12月のマイナス幅は少し縮小してきたと評価しておくべきだろうと思う。

図表 1（3）の景気動向指数であるが、12月まで出ているが、9か月振りの前月比の上昇となった。3月がピークで、取り敢えず11月がボトムになっている。景気動向指数については、6月半ばに鉱工業生産指数の基準改定が行われ、2010年基準になる。当然、動向指数も変わり得る訳であるが、仮に今回景気基準日付が付いたとしても、ミニ後退局面に終わる可能性が高まってきていると思う。

続いて、輸出入についてご説明する。図表 5 の通関の輸出の方を中心にご説明するが、10月まで前月比で大きく落ち込んだ後、11月は微増、12月は－0.4%と小幅減少となった。下げ止まりは確認できていないが、減少ペースは緩やかになってきたと思う。国際収支は12月の数字が入って

いないので口頭で申し上げるが、経常収支は 0.10 兆円の黒字、貿易サービス収支は 11 月 -0.87 兆円の後 -0.98 兆円、貿易収支は -0.72 兆円と、経常黒字の縮小、あるいは貿易収支赤字の拡大となっている。通関をみると、実質貿易収支については、12 月は 11 月より少し改善し、横ばい位ということなので、そういう意味で、貿易赤字が拡大した背景は価格の問題ということになってくるが、円安に伴う J カーブ効果ということも影響しているのであろうと思う。当面、こうした要因が名目収支を押し下げる可能性には注意が必要かと思っている。図表 7 で実質輸出の財別をご説明したい。まず、自動車関連は 3 か月連続のプラスとなっており、持ち直しつつあるとみられる。主な背景は二つあり、一つは米国での販売が堅調、もう一つは日中関係悪化の影響が和らいできたということだと思う。次に情報関連は、10 月、11 月と増えていたが、12 月は減少している。これは先月も少し指摘したが、iPhone5 の販売伸び悩みが影響していると思うので、この影響は極く目先は残るのではないかと思う。ただ、日本メーカーから聞くと、他の携帯、例えば中国産、韓国産向けの部品受注が増え始めたといった情報もあり、全体としてスマートフォンの売れ行きが悪いという訳ではないと思うので、情報関連は多少の振れを伴いつつも基本的には大底ということかと思う。これが財別の主な特徴であるが、こういう動きも踏まえて今後の輸出について申し上げると、下げ止まりから持ち直しに転じていくのではないかと考えており、その可能性は少しずつ高まっていると思っている。三つほど理由を申し上げたい。第一に、日中関係悪化の影響が和らいでいるということである。1 月の中国における自動車販売をみると、前年比で 2 割位増加している。春節の時期は昨年が 1 月下旬、今年は 2 月 10 日ということであるので、これによって押し上げられているという点に注意が必要だと思うが、夏以前の水準にまだ到達していないがその方向に近づきつつあると考えて良いと思う。第二に、先程外山国際局長からも報告があったが、海外経済に持ち直しに向けた動きが出ており、グローバルな設備投資の抑制にも歯止めがかかる兆しもみられ始めているということである。この点に関して、図表 10 (4) の資本財の輸出と機械

受注の外需を並べたものであるが、まだはっきりと持ち直したかどうかは分からないが、どうやら下げ止まりの動きが出てきたかなという感じがする。この点は先月も申し上げたが、企業からは半導体製造装置、建設機械といったところの下げ止まりを指摘する声が聞かれるところである。第三に、これも先月指摘し始めたものであるが、図表 11 (1) にあるように、円安がかなり進んできているということである。これに伴って価格競争力の改善効果などが期待できるということである。企業からの声としては、先月時点では一部素材などのスポット的な引合いがあると申し上げたが、そこから1か月位経ち、自動車などでも春以降の輸出計画を幾分上積みする動きが聞かれている。また、輸出という訳ではないが、素材で安値輸入品の減少という動きを指摘する声もあり、日本メーカーにとってプラスの影響が徐々に広がりつつあるように思われる。

次に国内に移りたい。まず、今日お配りした資料-4 (参考計表) 【追加】でマインドを確認しておきたい。図表 16 は企業マインドであるが、＜参考＞の景気ウォッチャー調査がさらにはっきりと改善している。企業自身が答えるそれ以外のサーベイについては、先月時点では一部で下げ止まりかなという位の感じであったが、その後は製造業、非製造業を問わず改善の動きが出始めている。引き続き期待先行の面もあるとは思いますが、収益、受注面でも持ち直しの兆しが現れ始めているのかなと思う。一方で、円安のマイナスの影響がないのかということであるが、今のところ非製造業についても、株高、景気回復期待が支えとなって、円安のマイナスの影響はさほど聞かれていないということである。ただ、極く一部、例えば中小運輸で、ガソリンが上がっているので値上げが進まなければ収益的にかなり厳しいという声が、われわれのヒアリングの中でちらほら出てきているという部分はある。消費者コンフィデンスもご説明しておきたいと思うが、図表 25 の景気ウォッチャーの家計関連もはっきりと改善している。昨日発表され私自身も驚いたが、消費者態度指数が足許急回復した形になっている。まだ単月なので、もう少しみないと分からないと思うが、消費者自身に向こう半年間どう思うかということ聞いたものであるが、期待先行

だと思うがそれなりに期待が高まっているということである。中身を見ても、雇用環境が改善するということをはじめ全ての項目で改善し、収入の増え方も改善し始めている。多分に期待先行だと思うが、他の調査の動向も注意深くみていきたいと思っている。

次に、企業収益について一言申し上げたいと思う。資料-4（参考計表）の図表 15（2）の野村証券調べでは、1月までしかないのでそれ以降の動きということであるが、今10~12月の決算が出てきている。ここには計表はないが、今のところ全体としてみれば、2012年度の決算は大きな修正はないという状況である。これは、自動車などで円安から上方修正する先も相応にみられるが、同時に10~12月までの海外需要の下振れをここにきて決算に反映させる先があるということだと思うし、電力などは収益を下方修正している。従って、この野村証券調べの感じと、2012年度の感じはあまり変わらない——これよりは少し良くなっているかもしれないが——ということである。ただ今後については、円安の影響を受けやすい製造業大企業を中心に、増益に転じていくとみて良いと思っている。同時に原材料価格の上昇が、非製造業あるいは中小企業にどのように影響していくかということについても、当然ながら注意してみていく必要があると思う。

このもとで設備投資であるが、図表 17 の表をご覧頂きたい。一致指標である資本財総供給は、12月が+8.3%と比較的高い伸びで、除く輸送機械で前月比+9.9%と伸びている。これには大型案件の集中などが影響していると思うので、もう少しデータの蓄積を待つ必要があると思う。ただ、先行指標の機械受注、建築着工床面積をみても、これまで非製造業がしっかりしているということは申し上げていたが、その傾向は持続している。製造業についても、機械受注が前月比で11月、12月とそれぞれ+3.9%、+2.8%と少し増え始めている。1~3月の見通しも製造業は-0.1%とほぼ横ばいなので、どうやら下げ止まりの兆しが出始めている可能性があると思う。元々、製造業についても、維持・補修関係を中心に案件は多く、海外需要に関する不確実性が低下すれば先送りされていた投資も再開さ

れる可能性があるということを指摘していた訳である。今なお、基本的には海外生産シフトの流れもあるので、下方リスクへの目配りは必要だと思うが、場合によっては、思っているよりも早く持ち直す可能性も一応念頭に置いておきたいと思っている。

続いて消費である。図表 23、24 は販売統計であるが、(2) の乗用車販売の最近の動きで、改善がはっきりしてきているということを指摘しておきたいと思う。10 月をボトムに持ち直してきており、1 月はやや出来過ぎだとは思いますが、補助金切れ前の水準まで概ね回復している。メーカーでは、クラウンなどの新車投入効果が予想以上に出ているということであるし、一部であるが、中小企業などの購買意欲も予想以上にしっかりしているといった見方も出ている。それ以外の個人消費の販売統計も、多少の振れはあるが、底堅い姿に大きな変化はない。これからの消費動向としては、当面の動きとしては、所得面はなお弱めに作用すると思っているが、乗用車販売が持ち直しているほか、先程述べた消費マインドの改善も下支えに働き得るということまで踏まえると、底堅く推移するとみて良いかと思う。

次に図表 28 で生産についてご説明したいと思う。まず、公表系列で数字を申し上げると、前月比では 11 月に -1.4% と一旦減少した後、12 月は $+2.5\%$ と再び増加している。四半期でみると、7~9 月が -4.2% の後 10~12 月は -1.9% とマイナス幅が縮小している。ただ、リーマン・ショックの影響で季節調整が歪んでいるので、調整ベースの数字も申し上げると、11 月が -1.7% の後 12 月が $+0.7\%$ 、四半期では 7~9 月が -3.3% の後 10~12 月が -2.7% となっており、マイナス幅は少し縮小している。月次で見ると、10 月は調整ベースでも $+1.7\%$ となるので、どうやら下げ止まり感が出てきたということである。予測指数について、公表ベースで 1 月 $+2.6\%$ 、2 月 $+2.3\%$ となっているが、これも季節調整の関係で割り引いてみる必要があると思うが、生産が下げ止まっていく、あるいは持ち直していくということを示唆する動きかなと思う。在庫についても 11 月、12 月とそれぞれ -1.2% 、 -1.1% と減っているし、さらに内外需要の動向も併せてみると、生産は下げ止まりつつあり、今後次第に持ち直しに転じて

いくと考えて良いと思っている。

内外需要との関係で、図表 30 の財別出荷をご説明したいと思う。図表 30 の建設財をご覧頂くと、このところ太陽電池モジュールを中心にしっかりしてきている。非耐久消費財も、医薬品等を中心に底堅く、内需関連が底堅いということが読み取れる。それから、耐久消費財あるいは生産財は、足許持ち直しているが、自動車関連の内外需要の持ち直し、そして生産財については情報関連が下げ止まってきていることを反映したものだと思う。資本財はひと月だけの動きかもしれないので、現時点では慎重にみておきたいと思う。

続いて雇用である。図表 32 の有効求人倍率は、ピークが 8 月の 0.83 倍であったので、それが一旦 0.80 倍まで下がったが、12 月は 0.82 倍と若干上昇している。季節的に 12 月は建設の求人が減るが、今年は増えているということで、季節調整値が多少強めに過剰に出過ぎている部分があるとは思いますが、労働需給にも下げ止まりの兆しが出始めたとみて良いと思っている。失業率は、11 月の 4.1%から 12 月は 4.2%と若干上がっているが概ね横ばい、失業率自体はずっと低下していたが、均してみると夏場以降横ばい位だと思う。元々遅行指標であることを考えると、これから多少上がる可能性も念頭に置いておいた方が良いかと思っている。賃金については、12 月はまだ速報段階であるが、名目賃金は-1.4%、特別給与が-2.5%と、冬季賞与が弱いことを反映して小幅のマイナスとなっている。ただ、この特別給与は大体みていたようなマイナスであって、特に驚くような大きいマイナスではない。また、所定外給与について、一頃に比べるとマイナス幅が縮小してきているので、これも経済活動の下げ止まりを反映したものかなと思っている。

最後に、物価について資料-4 (参考計表)【追加】に沿って簡単に説明したい。図表 36 をご覧頂きたい。本日今朝ほど出た国内企業物価であるが、1 月が前月比で+0.4%、3 か月前対比で+0.6%と、これまで 3 か月前対比横ばいであったが、緩やかに上昇してきている。この背景は、輸入物価をご覧頂くと、3 か月前比で+9.7%と 1 月は伸びをかなり高めてい

るので、この辺りが上昇して国内でも石油製品、化学、非鉄といった市況連動型が上がっており、これは為替の動きを反映したということである。これらは当面、上昇を続けるであろうと思う。市況関連以外、輸入品関連以外に大きな変化はないが、一言だけ申し上げると、鉄鋼について前月比で16か月振りに下げ止まり、電炉製品が極く足許の市況などをみても少し上がっている感じが出始めている。これには、大きく言って理由は二つある。一つは安値輸入品の流入が減ってきているということがある。これは、円安ということと、もう一つアジアの需給に少し改善の兆しが出てきたということがある。もう一つは、国内の建設需要の増加期待が出てきているということで、一部の卸売では手当を急ぐ動きもみえ始めているといった声が聞かれている。いつもは説明はしないが、図表36の輸出物価をご覧いただきたいが、2013年1月の前年比が+9.1%と1割位伸びている。前年比としては1998年以来の高い伸びで、やはり円安がこここのところ急速に進んでいるので、輸出価格が円ベースでは伸びてきており、これが輸出企業の収益に繋がり始めているということだと思う。次にCPIであるが、全国CPI除く生鮮食品の12月は-0.2%とゼロ近傍で、若干マイナス幅が拡大しているが、これは食料工業製品の弱さなどを反映したものである。東京の1月はマイナス幅が若干縮小しているのですが、恐らく全国も1月は-0.1%か-0.2%位とあまり変わらないと思う。2月以降については、前月ご説明したとおり、前年の裏が出る形でマイナス幅は少しずつ拡大していくとみているが、前月ご説明した時点に比べると、為替円安あるいは原油高が進んでいるので、3月、4月でも-0.5%までいかない可能性も出てきている。ただ、為替や市況は振れが大きいので、現時点では当面マイナス幅が拡大していくという見方を残しておいた方が良く思う。なお、為替円安のCPIへの影響であるが、一部食料品メーカーで値上げを図る動きも出てきているということであるが、小売り段階では、まだ浸透するには時間がかかると思っている。

最後にまとめさせて頂くが、以上を踏まえると、景気の展開については前月時点での想定に概ね沿っており、現状は下げ止まりつつあると判断す

ることが適当ではないかと思っている。その背景は、一つは日中関係悪化、エコカー補助金切れの影響といった一時的な下押し要因が減衰していること、二つ目に世界経済の不確実性が低下し、安定化の動きが出始めていることも下支えに作用し始めていると思う。また、三つ目として、マインド面、輸出受注などを中心に円安、株高のプラス効果も出始めている。大きく言ってこの三つかと思う。今後の展開としては、これまで申し上げていたとおり、内需が堅調に推移しているうちに外需が次第に持ち直すというシナリオの蓋然性が、さらに幾分高まっているのではないかと思う。消費者物価は、当面は振れを伴いつつもゼロ%近傍で推移し、現在の為替円安が持続するということであれば、年央頃からプラスに転じていく可能性は相応にあるのではないかと思っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

四点あるが、一点目は生産である。図表 31 の在庫循環の動きをみると、生産の予測指数などは非常に強く出ているが、在庫循環で言うとどうもはっきりせず、依然として在庫調整期の真ただ中にあるような感じがしている。この生産活動の動きと在庫循環の関係が、もしかして、かつてほど綺麗に出なくなっているのか、それとも在庫面からすると依然として抑制圧力があり、生産の数字は先程の説明のように季節調整の歪みもあり相当割り引かなくてはならないのか、というのが一つである。

二つ目は、これと関係するが、季節調整の歪みは一体いつなくなるのか。リーマン・ショックの歪みは今の経産省の季節調整のやり方によると、いつ頃薄れてくるのか。また、リーマン・ショックだけではないのか。例えば、閏年要因の調整の有無などで、本行と経産省の季節調整が違うという別の要素もあるのかどうか。

三点目は、企業マインドであるが、非製造業の方がなぜこれほどビビッ

ドに改善しているのか。円安の効果であれば製造業の方に出やすいと思うが、むしろ円安のデメリットも業種によっては大きく出やすい非製造業の方は悪化する可能性がある。例えば、金融や不動産など特定の業種の影響が大きく出ているのではないかと思うがどうか。

最後は、図表 36 の企業物価であるが、輸出の契約通貨ベースを注目してみていたが、円安を受けて、ドル建ての輸出価格を下げて競争力を高めるということであれば、契約通貨ベースの輸出物価は下がってくるはずだと思う。円安を受けて輸出企業の価格設定に影響が出てくるまでに、時間がかかるとは思うが、少なくとも 1 月の数字でみる限りは——単月なのでまだ何とも言えないが——、競争力を高めるような価格設定に変更しているようにはみえない。しかも、近年、契約通貨ベースの輸出価格は非常に安定しているので、今後もそうであれば、円安の効果は、競争力の向上よりは企業の収益に主に効いてきて、設備投資、あるいは株式市場を通じた経路で、消費の方に円安の効果が出やすいのではないかと思ったが、その辺は如何か。

前田調査統計局長

まず、最後の物価の点から申し上げたいが、輸出価格が契約通貨で前月比上昇しているが、1 月に上昇した理由は、本日出た数字をみる限り、為替というよりは鉄くずなど世界的に市況が上がっているものによるもので、為替の影響でどうこうということではないという感じであった。おっしゃるとおり、契約通貨といった場合、輸出については全てドル建てということではなく、円建ても結構ある。そうなると、実は円安になると、円建ての方を上げる動きもあり、円で上げて現地通貨では下がるため、これだけで判断するのは難しいと思う。ただここまで円安が進むと、ドル建ての価格は多少下がるのではないかと考えているので、そういう意味では価格競争力を高めて数量を伸ばしていくという行動が、じわじわ出ていくのではないかと思う。木内委員がおっしゃったように、過去数年、契約通貨が安定しているということであったが、考えられるのは、例えば円高に

なると、本来採算のためには現地通貨建てを上げなければならないが、世界経済も良くなく価格を上げられず、調整値上げができずに収益的に非常に厳しかったというように、円高が進んだ時に上げられなかったということが出ているのではないかと思う。ただ、詳しく分析していないので、これは私の感覚的な答えである。

三つ目の企業マインドであるが、おっしゃるとおり図表 16 にあるように、非製造業、特に大企業の非製造業は上がっている。手許に数字がないが、中身は建設や不動産などの住宅・公共工事関連がここにきて上がっているということだったと記憶している。あと小売り関連も、年末年始がまあまあだったので上がったということだったと思うので、円安のマイナスの影響を受けそうところが、逆に需要が良く上がっていた。ただ、これをもって、これからも非製造業が上がるというところまでは言えないと思う。

生産について、二点ご質問があったと思うが、季節調整の歪みがいつ直るかどうかは私からはお答えできないが、今回の 2010 年の基準改定をする際に私共からも、季節調整についてもう少し工夫ができないかというコメントはしている。経産省の方もその点は意識しながら、季節調整の期間をもう少し長く取れないかとか、リーマン・ショックのときの異常値処理をできないかということは検討されていると理解しているので、そこで調整がなされれば、2010 年基準で、これまでよりは大分なれた形が出てくるのではないかと期待しているが、あくまでも期待であってどのようになるかは分からない。そうなれば、われわれは調整ベースの数字を出さずに済むと思っており、そうなって欲しいと思う。

生産については、震災やタイの洪水など毎年色々なものがあって、前年比でみることが実態を表していない感じがあるので、図表 31 の前年比の出荷・在庫バランスがどこまで正しいかは、正直私も何とも言えないと思う。ただ、図表 31 (1) の在庫、出荷、在庫率をレベルで示したものをみても、在庫はまだ少し高めかなということであるので、どちらかというところ、需要対比で在庫調整のために生産を減少させるという局面ではないと思

うが、需要が上がっても生産が上がるタイミングは少し遅れるということは十分考えられると思う。1～3月は、われわれが企業から聞いている限り、業種によって大分差はあるが、全体としてみれば横ばいと聞いているので、内外需要、最終需要は少し上がってくるのではないかと思うが、企業は在庫抑制的なスタンスで、生産は横ばいということではないかと、現時点では理解している。

白井委員

労働市場について、本日のデータにはないと思うが、就職率と充足率でみると、就職率の方は上がる傾向がある。つまり求職していた人達が仕事に就ける比率が高くなっている。一方で、充足率、企業が求人を出してそれを埋められる比率の方が下がっている。そのようにみると、マクロ的には、日本の場合は、構造的な問題がアメリカなどと比べるとあまり大きくないのかなと思っており、失業率が全体に下がる傾向の中で、働きたい人は働けて就職率が上がっており、求人を出しても人はいないので充足率が下がっているという傾向を、構造的なところでどのように捉えるのか。私はそういう摩擦が少ないのかなと思っているが、もし何かお考えがあれば教えて頂きたい。それが第一点である。

次に、先程の輸出価格の話であるが、私の解釈は、基本的には輸出企業はマーケットシェアを維持したいため契約通貨建ての輸出価格はできるだけ一定にするので、どちらかと言うと円建ての輸出価格で調整されている気がする。そういう意味では、円安局面では輸出価格がフラットのもとで、契約通貨建ての輸出価格はそれほど変わらない中で、円建ての方をそれほど下押ししなくて済む、つまり下請けに対する価格下げ圧力が減るように見える。そういう好循環が働いているのではないかと解釈しているが、それで宜しいか。

もう一つは、建設であるが、景気ウォッチャー調査をみると、建設の求人が増えていると書いてあり、それだけではないと思うがそういうこともあって、雇用のポイントが非常にアップしている。求人と求職のところを

みると、建設産業は仕事を求める人がほとんどいない中で急激に求人が増えているので、相当過熱感が出てくると思う。これから政府の公共投資なども実際に始まると、相当過熱感が出てくるのではないかと思うが、既に求人が増えている中で過熱感が出てきているかどうか、分かれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

三つご質問を受けたが、一番目と三番目は関連すると思うのでまとめてお答えしたい。就職率というものが手許にはないが、日本の場合、摩擦的失業率、いわゆる構造的失業率がどのように動いてきたかという点、アメリカと比較している訳ではないのではっきり分からないが、リーマン・ショック以降、少し上がったということがある。ただ、それほど大きく上がっている訳ではなく、ここ1~2年は少し下がり気味ということである。もともと、極く足許は、建設関連、あるいは介護関係で需要が増えているというところで、必ずしも充足できていないという面があるので、多少じわじわと摩擦的な動きが出始めている可能性はあるのではないかと思う。

白井委員

それはミスマッチなのか、それとも人手不足なのか。

前田調査統計局長

基本的にミスマッチである。

白井委員

就職したい人達は就職できるようになって、就職率は上がっている。求職する人達が実際に仕事を得られた比率の方は上がっている。

前田調査統計局長

白井委員がおっしゃるように、失業率がトレンド的に下がっていき

るのでどちらかと言うと人手不足ではないかということであれば、そうかもしれない。しかし、失業率は下がってはいるがまだやや高めである。その中で建設に人が行かないということがあり、よく言われるのは、建設業で特に求められているのは、例えば建設機械を動かす技術を持っている人であるが、実はこの10年間位で建設労働者は全国で25%位減っている。そういう人達がいなくなっていることは、人手不足とも言えるがどちらかと言うとミスマッチかなという感じがするし、この動きはより激しくなっている感じがある。それでは賃金はどうなのかということで、建設業者になぜ賃金が上がらないか——限界的には上がっているが——をこれまで聞いてきたが、二つあって、一つは、他の企業にはまっている、囲い込まれているので上げて出ても出ないという話がある。もう一つは、数年前に請け負った受注はかなり安値で受けているので、賃金が上がると赤字になってしまうというような話があった。これはラグの問題だと思うが、最近になって、そうは言っても賃金を上げるという話がちらほら聞かれ始めているので、そういう情報をベースにすると、かなりタイトになってきたのではないかと思う。十分な答えになってないかもしれないが、それが労働についての答えである。

それから輸出価格については、先程も申し上げたと思うが、円高になる局面、円安になる局面、海外経済が非常に弱い局面、海外経済が少し上がっていく局面で少し違うのではないかと思う。日本企業としては、円安になる局面では、価格を据え置いて収益、マージンで儲けていく方法と、数量を伸ばす方法があると思う。それぞれの企業によって違うと思うが、例えば、国内の稼働状況などをみれば、製造業の稼働率はまだ低いのでどちらかと言うと数量も伸ばしたいということなので、ここまで円安が進めば、その両方の組み合わせで、現地価格を円安になった分全部を下げる訳ではないが、多少は現地価格を下げて数量も伸ばしながら収益、マージンを稼ぐという方向になっていくのではないかと考えているが、これは今後データをみながら判断していきたいと思う。

石田委員

先程の物価の説明では、3月、4月に去年の裏が出て下がってくるが、円安もあって、われわれが想定したよりも少し軽めになるのではないかと
いうことか。

前田調査統計局長

その可能性が出てきている。

石田委員

-0.5%にいくかいかないか位ということか。

前田調査統計局長

先月時点の為替を前提にすると、-0.5%ないしはそれ以上にいく可能性もあつたが、この1か月の状況を踏まえると、-0.4%位でとどまる可能性も出てきていると思うが、そこは分からない。

石田委員

今までわれわれの「ゼロ近傍」というのは、-0.3%という話があるので、-0.4%というのはやはり…。

前田調査統計局長

はっきりした決まりはない。過去は-0.3%が最大であったということであるが、その後、マイナスがしっかり縮小していくかどうかという方向性も両方併せながら考えていくということだと思う。ただ、いくら縮小していくと言っても、-0.5%位までいったら「ゼロ近傍」とは言えないというように、個人的には思うが。

石田委員

それから、先程、「年央」にはプラスに行くかもしれないということ

あったが、「年央」というのは、暦年の6月か年度の9月か、どちらのことを言っているのか。

前田調査統計局長

暦年である。

石田委員

暦年というと、6月以降か。

前田調査統計局長

6月である。

石田委員

結構なことである。

前田調査統計局長

ただ、これは全て為替レートが影響するので。

石田委員

それから円建て輸出について、昔の考えでは、船舶以外のところで多いのが、親会社が為替リスクを子会社に付け回して、単体決算を守ろうという会社が多かった。今もそれが続いているとすると、円のプライスが簡単にリプライスできる。ただ、私の知識が古いかもしれないので、時間のある時にその辺の状況を一回調べておいて頂きたい。

前田調査統計局長

了解した。以前と比べてどうなっているかは分からないが、企業によっては、今もやっている。

石田委員

今もかなりやっていると思う。東南アジアなどに進出している企業が多いと思う。

前田調査統計局長

かなりかどうかは分からないが、実は、当月も一部の品目でそういう動きがあり、現地子会社との間で価格調整をして、円建てが少し上がったというのもあった。

石田委員

そうなると結構円建てベースで上がってくる可能性がある。

前田調査統計局長

それはそうであるが、ただ、ドルで契約しているところは単に円換算すれば上がってしまう。

石田委員

ただ、ドルで契約している時の議論は、ドル建てを下げていくかどうかという議論になる。

前田調査統計局長

契約通貨建の中でも上がるということか。

石田委員

そうである。

前田調査統計局長

それはあると思う。円とドルが両方あるので、円の部分は契約通貨建てで上がり、ドルの部分は契約通貨建てで下がる。これはどちらが勝つのか

という議論をこの直前までしていたところである。片方だけを考えて必ずこうだというようには考えない方が良いと思う。

佐藤委員

消費者コンフィデンスについて、先程もサプライズという説明があったが、確かに非常に強いと思う。その一方で、少し違和感があると思うのは、調査統計局のマイクロヒアリングをみると、基本的に消費の地合いに変化はないように見受けられ、どちらかというともまだ低調な感じである。これは消費者マインドの改善が実際の消費行動にまだ結び付いていないということなのか。また、2月以降はこうしたマインドの変化が小売りデータにも顕著に表れてくるのかどうかについての見通しはどうか。

もう一点は、輸出についてであるが、先程 Jカーブ効果が収支尻に表れているのではないかという説明があり、確かにそうだと思う。Jカーブ効果では、円安は、当初は輸入物価の上昇を通じて収支尻を悪化させる訳であるが、次第に輸出数量の増加、あるいは輸入数量の抑制を通じて、収支尻の好転に繋がっていくということだと思うが、これは、足許の円安がどの程度続くのかにもよると思う。海外生産比率の上昇という趨勢的な動きを勘案すると、先行き、輸出はかつての円安局面ほどは伸びない可能性があるかと思っているが、どうか。もう一つは輸入であるが、原油等を始めとする国際商品市況が足許若干強含みであるので、こういった影響を勘案すると、収支尻のところ、Jカーブ効果がかつてより深く長く出てくる可能性があるのではないかと思うが、どうか。

前田調査統計局長

消費行動については、消費者コンフィデンスとわれわれがみているヒアリングの結果が少し乖離しているのではないかということであるが、そのとおりである。消費者コンフィデンスには私も驚いたが、小売りから聞く消費の状況がどんな感じかという、特にスーパーなど、所得があまり高くないという言い過ぎかもしれないが、相対的にそういうところはそれ

ほど良くなく、どちらかと言うとまだ価格競争が厳しい。だから、ここに来てさらに値下げすると言っているような先もある。こういうことからすると、売上げはまだ良くないのであろうと聞こえている。ただ、われわれが聞いている中では、本当かどうか分からないが、百貨店などからは、年明け以降高額品が売れ始めているような気がするという声もあり、もしかしたら、株価上昇の影響が何か出てきているのかもしれないと思う。この消費者コンフィデンスは、確か 2004 年 6 月から月次が始まったと思うが、実は月次としては最大の上がり方である。消費者コンフィデンスについては、回帰分析すると株価との関係もそれなりにある。ただ、今回の上がり方は、株価の上がり方以上に上がっており、最初は間違いではないかと思ったほどだが、他の指標もみながら本当かどうかみていく必要があると思う。

輸出入については、Jカーブ効果は一部分だけであるので、それ以外がどうなるかによって、当然、効果は変わってくる。別の理由で輸出が伸びれば、みたくは黒字は拡大する。Jカーブ効果自身が大きくなるとすると、一つは輸入の規模が大きくなっているの、そういう意味で、大きく出やすいということがある。ただ一方で、経常収支までみると、所得収支が外貨建てが多いので、そこは円安の効果がプラスに出たりするので、昔に比べてどうかというのは厳密にみてみないと分からないと思う。もう少し根本的な問題として、輸出が本当に増えるのか、輸入価格がどうなるのかということ次第だと思うが、まず国際商品市況については、確かに上昇しているが今のところ強含みという程度で、どんどん上がっている感じはないと思う。輸出については、当然、海外生産シフトの動きがこれからも続いていくとわれわれも思っているが、日本の最近の輸出減少には世界的な投資抑制も結構効いているので、その辺りが変わってくれば意外と増えてくるかもしれない。あるいは日中関係悪化の影響も出ていると思うので、この辺りは当然ながらこれからプラスに出てくるということであるので、従来に比べて輸出の伸びが弱いかどうかということまでは、向こう 1~2 四半期みても決め付けきれないかなとも思う。ただ、この 1~3 月について

は、場合によっては、おっしゃるようなJカーブ効果が出て、経常収支がさらに縮小するという事は十分あり得ると思っている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

白川議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

金融環境について、資料-5(参考計表)【追加】に沿ってご説明する。まず、家計・企業のインフレ予想であるが、図表1に消費動向調査が出ているが、これまでずっと下がってきていたが、若干ピックアップした感じになっている。単月の動きであり上がり方としてそれほど大きい訳ではないので、いわゆる期待が変わっているということかどうかは分からないが、単月の読みとしては、取り敢えずの要素としては生鮮食品が上がっていること、ガソリンも高止まっていることの影響ではないかと思う。後程申し上げるエコノミストの予想等も踏まえてみていきたいと思う。次に図表2のエコノミストのインフレ予想であるが、こちらはわりと大きな動きがあったと思う。図表2(1)のESPフォーキャストでみて頂くと、足許のところはあまり変わっていないが、2014年の第2四半期のところから、1月調査と2月調査でかなり開きがあるということがみて取れると思う。1月調査ではむしろ少し下がり気味で考えていたものが、2月調査では多少上振れている。それに伴い、(2)の2013年度、2014年度の見通しをみて頂くと、1月調査に比べて0.1%ポイント程度であるが切り上がった形になっている。小数第2位まで書いてあるが、1月調査で2013年度が0.11%であったのが0.17%に、2014年度については消費税込みで2.34%であったのが2.45%とやや切り上がった感じになっている。同じように図表3の債券市場の参加者のアンケートであるQSSをみて頂くと、ここへきてここ2、3か月の傾向であったが上がってきている。ただ、1年先から2年後の平均はこの段階で0.92%、1%弱になっているが、よくよく

考えてみると、この1年先から2年後というのは2014年度にほぼ対応していく訳で2%位でないとおかしいが、まだまだ消費税が上がるということについての読み込みは十分ではないということになる。消費税が上がることの読み込みと、実際にいわゆるインフレ期待の上昇の両方が混ざっている可能性があるので、統計の読み方としては注意してみていく必要があると思う。なお、今回、QSSで普段やらない特別調査を実施しており、2%に達する時期はいつかという調査をやっている。結果だけ口頭で申し上げると、2013年度中という人が1%、2014年度中という人が1%、2015年度中という人が13%、2016年度以降という人が72%、その他が13%である。その他の回答は記述方式で回答しているが、達成できないという回答が比較的多いということである。債券市場の参加者は、引き続き物価は上がりにくいとみているということだろうと思う。インプライド・フォワード・レートについては、大きな動きはなく若干戻している感じであるが横ばい圏内である。

図表4以降は、政策金利水準と実体経済であるが、新しい数字としては12月のCPIが入っただけで形が変わっている訳ではない。図表4、図表5をみて頂くと、例えば図表4でトレンド成長率が+0.5%であるのに対し、実質コールレート（除く生鮮）が+0.2%ということであるので中立的は若干緩和気味ということである。生産関数アプローチについてもほぼ同じ状況である。テイラー・ルールであるが、今まで目標インフレ率1%で出していたが、前回の決定を受けて、目標インフレ率2%の場合を図表6-2に掲載している。当然のことであるが、標準的なテイラー・ルールで計算するので、目標インフレ率を2%にするとテイラー・ルールの金利は0.5%切り下がる形になる。例えば、HPフィルターによると、図表6-1のテイラー・ルール（除く生鮮食品）のところは+0.1%であるが、図表6-2のテイラー・ルール（除く生鮮食品）は-0.4%ということになる。同じことを生産関数アプローチで推計したものを数字だけ申し上げますと、図表7-1の目標インフレ率1%の場合のテイラー・ルール（除く生鮮食品）は-1.4%、一方、図表7-2の目標インフレ率2%の場合は-1.9%

である。計算であるので当然のことであるが、2%を目標にするということであれば、最後のところは引締め気味という結論が出たということである。

図表 8 からは企業金融周りである。まず、資金調達コストについては大きな違いはなく、引き続き低水準にある。例えば、貸出約定平均金利の新規のうち除く交付税特会向けをみて頂くと、12 月が 1.082%と 11 月の 1.128%から若干の低下ということである。CP、社債であるが、CPの発行レートについては 0.13%の後 0.14%と、0.14%になったり 0.13%になったりと大きな違いはないということだろうと思う。社債発行レート（AA格）は、0.42%の後 0.34%と若干下がっている。ただ、状況に大きな変化があるということではないようであり、AA格の社債の発行レートが下がった理由は、たまたま AA の中では条件の良い私鉄の発行が幾つかあったことなどによるものと言われている。問題になっている業況不芳業種、業況不芳先であるが、引き続きスプレッドは高水準、あるいは発行できないところは発行できていないということであるが、その中ではスプレッドが若干縮小する方向であるので、少しは改善方向にあるということだろうと思う。グッドニュースとしては、11 月以降電力債の発行がとまっており公募ができない状況になっていたが、北海道電力が起債をしたということである。さらに悪化しているという状況ではないが、引き続き業況不芳先についてはスプレッドの高い状態が続いているということで、社債市場、CP市場の状況に大きな変化はないと思っている。

図表 14 はボリュームである。こちらは徐々に良くなっている感じがある。ボリュームが出てきている感じがあり、民間部門総資金調達をみて頂くと、12 月の 0.2%の後、2013 年 1 月は 0.4%である。これは四捨五入の関係で 0.2%ポイント動いているが、実際に動いているのは銀行・信金・外銀計のところで 0.6%ポイントから 0.7%ポイントと若干プラス幅が拡大したことが主因で、後はほとんど動いていない。その銀行であるが、民間銀行貸出残高は 12 月 1.4%の後、13 年 1 月は 1.5%とプラス幅が拡大している。これまでと同じような傾向であるが、M&A関連、あるいはこ

の月に関して言うと J-REIT に対する貸付等が入っているということのようである。今後も M&A 関連の案件がまだあるようであり、電力等の貸出も引き続き出ていくというように聞かれているので、この増加傾向は続くだろうと思っている。CP、社債のところはこれまでどおりである。CP が若干小幅のマイナス、社債が若干小幅のプラスということで全体ではほぼゼロ近傍ということで変わりはない。フローは、国内公募社債の 2013 年 1 月は 3,260 億円ということであるが、1 月は昨年も 2,000 億位であったので発行が比較的少ない月であるので、3,000 億強というのは平均並みという感じであろうと思う。BBB 格も若干出ているが、昨年並みであるので特に変わった状況ではないということである。エクイティは引き続き低調ということで変わらない。図表 16 の企業向け貸出の内訳であるが、今申し上げた電力向けであるとか M&A 関連は大企業向けが多いので、企業規模別では大企業が伸びている。それから資金使途別では、運転資金、設備投資ともプラスになっているが、ここへきて運転資金向けの伸びが高まっている。それから業種別、四半期別では、12 月が出て、製造業が 1 回マイナスに沈んでいたが、これがまたプラスに復活している。プラスに復活した理由は、個別の業種で言うと輸送用機械であるので、生産が回復してくる中での動きであるというように思う。全般に貸出についてはプラス方向というのが少し定着してきたという感じがある。勿論貸出であるので単月で大きく動くという話ではないが、トレンドとしてはわりとはっきりしてきたという感じがある。

図表 20 はアベイラビリティである。まずローン・サーベイが出ているが、企業の資金需要については、大企業向けが +6 から +6 と変わらず、中小企業向けは -0 から +0 とこれもほぼ変わらずということであるので、引き続き増加方向ということで、資金需要はプラス方向にあると銀行側も判断しているようである。一方で、銀行の貸出態度は、大企業向け、中小企業向けともプラス超のままである。大企業が +10 から +8、中小企業が +15 から +13 ということでほぼ変わらずである。引き続き銀行の貸出運営スタンスは積極化方向にある。因みに、今回も慎重化、あるいはやや慎重

重化という回答はなかったもので、銀行は貸したいと思っているということである。企業からみてどうかということは、新しい数字が幾つか入っている。貸出態度判断D Iの中小企業（日本公庫）の2013年1月は31.5%ポイントと若干悪化であるがあまり変わらず、それから小企業（日本公庫）の10～12月は-12.5%ポイントと若干の改善であるが大きく変わっている訳ではないということだと思う。資金繰りD Iは、中小企業（日本公庫）が0.9%ポイントで若干の改善、中小企業（商工中金）が-3.9%ポイントでこれも若干の改善、一方、小企業（日本公庫）が-27.1でこれは若干の悪化である。若干のぎくしゃくはあるが、大きな流れとしてはこれまでと変わっていないという判断で良いかと思う。続いて図表23の倒産である。倒産については、件数が934件、負債総額2,246億円である。引き続き1,000件を下回る状況であり、落ち着いている。

最後に、図表25のマネタリーベースとマネーストックである。マネタリーベースについては、1月が前年比+10.9%である。日本銀行券発行高が+3.2%と3%を上回っている。日銀当座預金は+31.2%と30%を上回っている。銀行券について+3%を上回るのは久しぶりで震災以来であるが、これには多少曜日要因の可能性もある。というのは去年は年末の休みが比較的長く取れたということもあるので、年末にわりと高めの現金を持っていき、その後年初の現金の戻りが遅かったという要素もある。ただ、引き続き3%に近いところで銀行券が伸びているということは事実であり、マネタリーベースとの関係で言えば、銀行券の需要は引き続き強いという感じがある。最後にマネーストックであるが、M2でみて頂くと、12月+2.6%の後、2013年1月が+2.7%と0.1だけであるが改善している。先程の民間資金需要の増加を反映して、ここへきて2%台の半ばから後半というところが定着してきているということであり、徐々にではあるがボリューム面でも良い方の動きになりつつあるという感じを持っている。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

ないようであれば、月報に移りたい。

鎌田調査統計局経済調査課長

本日お配りしている比較表を用いて、月報の概要についてご説明申し上げたいと思う。まず実体経済の現状だが、総論については、前月の「弱めに推移している」という表現から、今月は「下げ止まりつつある」と上方改訂している。各論だが、海外経済について、前月の「減速した状態が続いている」という表現から、今月は「減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている」と上方改訂している。これを受けて、輸出は前月の「減少している」という表現は維持しつつも、今月は「そのペースは緩やかになってきている」と上方改訂している。次に個人消費だが、乗用車購入について、前月の「反動減の影響も減衰している」という表現から、今月は「反動減の影響も剥落している」としている。次に鉱工業生産だが、前月は輸出とまとめて「減少している」としていたが、今月は単独で「下げ止まりつつある」と上方改訂している。

次に実体経済の先行きだが、総論については変更はない。先行きの各論だが、輸出について、前月は「当面減少幅を縮小したあと」持ち直しに転じていくとしていたが、今月は「下げ止まりから」持ち直しに転じていくと、前月から判断を一步進めている。設備投資について、前月の「引き続き弱めに推移する」という表現から、今月は「弱さが残る」と、若干ではあるが上方改訂している。鉱工業生産は、前月の「下げ止まりから持ち直しに転じていく」という表現から、今月は「次第に持ち直していく」と、前月から判断を一步進めている。

続いて物価だが、まず現状は、国内企業物価は、前月の「概ね横ばいと

なっている」という表現から、今回は「為替相場の動きを反映して緩やかに上昇している」と、前月の想定に沿った形で上方改訂している。先行きの国内企業物価だが、前月の「為替相場の動きを反映して強含んでいく」という表現から、今回は「上昇を続ける」と上方改訂している。消費者物価については、現状、先行きともに前月から変更はない。

神山企画局政策企画課長

金融について、まず金融市況だが、今月も「前月と比べ、株価は上昇している一方、円の対ドル相場は下落している。長期金利は前月と概ね同じ水準となっている」としている。その下だが、下線を二か所引いているが、いずれも計数の実績を踏まえた変更である。まず銀行貸出残高の前年比について、「プラス幅が幾分拡大している」としている。前月は「プラスで推移している」としていた。また、マネーストックの前年比について、「2%台後半のプラス」としている。前月は「2%台のプラス」としていた。以上である。

白川議長

ご質問ないか。

それでは、明日は午前9時に再開する。前回の決定会合後に、前回の決定会合初日の議論の様子が一部メディアで報道されるということがあった。これは決定会合に対する信認を非常に大きく損なうものであり、議長として大変遺憾に思っている。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、厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上である。

(16時33分中断、14日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行であるが、最初に金融経

済情勢に関する討議、二番目に当面の金融政策運営に関する討議、三番目に政府出席者からのご発言、四番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に1月21、22日開催の決定会合の議事要旨の承認である。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは山口俊一財務副大臣、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

それでは最初に金融経済情勢に関する討議を行う。委員による意見表明に先立って、執行部に、本日公表された2012年10～12月期のGDP1次速報について簡単に説明をお願いします。

前田調査統計局長

席上にお配りしてある公表資料、「2-1. 四半期別の実質成長率」と書いた1枚紙に沿って、ごく簡単に計数をご説明させて頂きたいと思う。10～12月期の実質GDPの前期比は-0.1%、年率で-0.4%とほぼ横ばい、若干のマイナス成長ということであったので、昨日お話ししたイメージに沿ったものということである。-0.1%を国内需要、外需別にみると、国内需要の寄与度が+0.1%、一方で財貨・サービスの純輸出というところが-0.2%となっている。従って、国内需要は底堅い、外需は7～9月期に比べるとマイナス寄与は縮小しているがなおマイナスというイメージである。国内需要の方は、中身をみていくと、7～9月期が-0.3%であったがこれがプラスに転じた最大の理由は、個人消費が7～9月期の-0.5%から+0.4%——寄与度は+0.3%——とプラスに転じたことである。民間住

宅は、前期比+3.5%、寄与度で+0.1%と増加を続けている。設備投資は、10～12月期も-2.6%、寄与度で-0.3%となお減少が続いていたということになる。在庫については、在庫調整が進み始めているので、寄与は-0.2%ということであって、このこと自体が国内需要の伸びを少し低めにしているということになる。公的需要については、引き続きプラス寄与となっている。

4～6月期、7～9月期がそれぞれ-0.2%、-1.0%であるので、3期連続のマイナス成長という形になっているが、4～6月期、7～9月期は前回から少し下方修正されている。これは元々原計数が若干下方修正されているということと、季節調整が変わったことによるものかと思う。この結果、ここには書いていないが、2012年暦年で+1.9%の実質成長率になった。2011年は震災の影響で-0.6%と凹み、その反動もあって2012年はやや高めの成長になったということである。この+1.9%自体は、私共が1月時点でみていた数字にほぼ近い数字で着地したということである。取り敢えず数字だけであるが、私からは以上である。

白川議長

今の説明に関して、質問はあるか。

山口副総裁

1～3月期が10～12月期対比横ばいとする、2012年度はどのような数字になるのか。

前田調査統計局長

今のところそういう情報が手許にない。恐らく横ばいでいった場合には1%前後、1%弱位ではないかと思うが、厳密な数字はない。

白川議長

他にないか。

それでは、最近の金融経済情勢についての議論に入りたいと思う。お一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の発言の順番は木内委員、森本委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員、西村副総裁、石田委員、佐藤委員で願います。それでは木内委員から願います。

木内委員

前回会合以降、世界の金融市場は一段と落ち着きを取り戻しており、楽観ムードが強まっているように見える。その背景には、米国で年初に財政の崖が回避されたことなどによるテールリスクの後退、主要国での金融緩和策の推進、景気情勢改善への期待の高まりなどがあると思う。しかし、実体経済は改善方向にはあるものの、その動きは引き続き緩慢である。この点から、金融市場の楽観ムードはやや期待先行の感があるとみている。実体経済の回復力が弱い背景には、主要諸外国の多くで、バランスシート調整など信用バブルの後遺症が依然強く残っていること、高水準の需給ギャップが続く中で、企業・家計の中長期の成長期待、所得・収益期待が既に低下してしまった可能性があること、財政緊縮が引き続き進められていることのほか、長期に亘る金融緩和の継続でその限界的な効果が逡減していると思われることなどが考えられる。

米国経済は改善傾向にあるが、引き続き加速感はない。一時的な要因が大きいとはいえ、昨年10～12月期の成長率がリセッション期以外では1977年以来のマイナスとなったことも、経済の基調の弱さを象徴しているように思う。長期金利の低下に牽引され、住宅及び自動車販売は引き続き堅調だが、足許で長期金利が上昇していることの悪影響が懸念され、先行きの持続性にはやや注意が必要である。雇用情勢が比較的安定していることなどを踏まえると、個人消費が失速するリスクはかなり小さいと思うが、雇用者数の増加ペースは昨年秋以降むしろ鈍化するなど、雇用環境の改善も緩やかなものにとどまっている。財政の崖の回避を受けて、1月のミシガン大学消費者信頼感指数は、急落した昨年12月の水準を上回る水準まで回復はしたが、減税失効による所得環境の悪化など、いわゆる財政

の坂の悪影響などから引き続きそれ以前の水準を大きく下回っている。今後、財政の坂の悪影響は徐々に薄れ、年後半には成長率が上向き蓋然性は高いとみているが、その局面で、米国経済の本当の回復力が試されるということだと思う。私は、企業の中期的な成長期待、家計の中期的な所得増加期待はリーマン・ショック後の長引く経済の低迷の中で既に低下してしまった可能性が高く、雇用・所得拡大を伴う強い景気回復軌道には容易には戻らないのではないかと考えている。

中国経済も、改善傾向を辿っているが、引き続き加速感を欠いた状態が続いていると思う。政府発表の1月製造業PMI指数は、民間発表のPMIとずれが生じているなど幅を持って解釈する必要があるとは思いますが、事前予想を下回り、50.4と前月から0.2ポイント低下したことが注目される。特に輸出の受注指数が大きく低下し、外需の弱さを示唆している。実質の成長率は1~3月期には前年比8%を超える可能性が高いとみているが、その後も、加速感はあまり強まらなないとみている。リーマン・ショック後の積極財政政策が多く課題を残したことの反省から、前政権末において財政出動策が慎重に進められ、現在の政権下でもその姿勢が維持されていることに加えて、インフレ率の上昇、前政権が抑制を図ってきた主要都市での住宅価格の反転上昇、信託などシャドバンキングの拡張の3点を警戒し、政府が早晩、財政面での緩和姿勢を後退させる可能性があるともみている。金融面でも、中国人民銀行は、先週発表した四半期金融政策報告で、インフレ抑制を最優先課題に挙げる意向を示している。また1月の銀行貸出が拡大したことを受けて、当局は大手銀行に貸出抑制を指導した模様である。急拡大するシャドバンキングによる信用供与は、銀行が貸出を控える信用リスクの高い分野に、高いリターンを求める個人の資金が流入している構図であり、いずれは大きな社会問題へと発展するリスクを孕んでいる。警戒感を強める政府が銀行の貸出抑制とともに、今後シャドバンキングによる信用供与の抑制に動けば、クレジット・クランチの状況が生じる可能性も含め、インフラ投資、不動産投資などを抑制し、中国経済に下押し圧力になると思う。さらに、中国は、生産年齢人口が近年

中にも減少に転じるといわれる中、生産性向上の鍵を握る国営企業の改革に新政権が明確に取り組む姿勢はみえない。企業収益は民間セクターで昨年前年比 20%増加したが、国営企業の収益は 5.1%下落し、13 年振りの低水準となっており、これは国営企業の非効率性を反映していると思う。このことは、中長期的な中国の潜在成長率を下押しする要因ともなりうるもので、今後とも状況の展開に注意をする必要があると思っている。

国内経済については、持ち直しの兆候が確認され始めている。12 月の鉱工業生産指数は前月比+2.5%増加、予測指数も 1 月、2 月と連続して増加となり、生産の持ち直しが示唆された。景気動向指数も昨年 11 月を底に持ち直した可能性を示唆している。これは景気が短期間の景気後退局面から回復局面に入った可能性を示唆していると思う。年明け後は iPhone5 の販売不振を受けて液晶パネルなど一部の関連部材で生産抑制の動きがあるとみられるが、生産全体の持ち直し傾向を妨げるほどの影響はないと思われる。ただし、本格的な景気回復のドライバーになると期待されている輸出については、依然明確な改善はみられない。12 月の実質輸出は、前月比-0.4%と前月の同+0.2%から再び小幅減少に転じた。10~12 月期の実質輸出は前期比-5.4%、1~3 月期へのゲタは-0.2%であり、下げ止まりの兆しは確かにみられるが、増加に転じるとはなお言えない状況である。このように輸出環境に不安が残り、本格回復への道筋がみえてきたとはまだ言えないが、少なくとも表面的には、国内経済は今後順調な回復傾向を示すものと思う。4~6 月期は補正予算の影響によって景気は浮揚される可能性は高いし、円安・株高の影響も今後徐々に現れてくると思う。年後半には来年 4 月の消費税引き上げ前の駆け込み需要が住宅、耐久消費財に表れる可能性は高く、成長率は数字としては着実に高まっていくと考えられる。ただしその場合、輸出の回復が力強さを欠く中で内需が堅調に推移すれば、昨年が続いて貿易赤字が予想以上に拡大するリスクがある。それが為替市場で円安傾向を強める可能性があるとともに、国内の資金余剰の後退を受けて、長期金利に上昇圧力がかかるリスクなどがあり、経済、財政、金融システムの 3 つの安定を損ない得る懸念材料と

して注意しておきたいと思う。

最後に物価動向だが、消費者物価（除く生鮮食品）の緩やかな低下基調には変化はみられない。またその基調を大きく左右すると考えられる賃金も、同じく緩やかな低下傾向を辿っている。12月の毎月勤労統計で現金給与総額は前年比－1.4%と4か月連続の下落となり、さらに前月の－0.8%から下落幅を拡大させた。これは冬季ボーナスの減少によるところが大きい。所定内給与をみても前年比－0.2%と7か月連続の下落であり、下落幅は前月の－0.1%から拡大している。確報段階ではさらに下方修正されるとみられる。足許の円安と原油価格の上昇により、春にかけて見込まれる消費者物価（除く生鮮食品）の下落幅の拡大の程度は、従来見込みよりもやや縮小する可能性はある。しかし他方で、小売業での値下げ傾向はさらに広がりを見せており、本行の物価安定の目標の導入や、円安・株高などが企業の価格設定行動に大きな影響を与えた証拠は今のところみられない。以上である。

白川議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

海外経済に持ち直しへ向けた動きがみられるも、わが国の景気は、下げ止まりつつあるとの執行部の見方に違和感はない。

まず、海外情勢であるが、国際金融資本市場では、ECBの3年物LTROの繰り上げ返済が市場の想定を上回るペースで進み、金融機関の流動性懸念も大きく後退するなど、引き続き市場のリスク回避姿勢の後退が続いている。ただ、スペインやイタリアの政局など様々な不確実性も残されており、先行きの市場動向には引き続き十分な注意が必要である。こうしたもとの海外経済は減速した状態が続いているが、米国や中国の改善の足取りが少しずつしっかりしたものになりつつあるなど、全体としては明るい動きがみられている。

地域別にみると、欧州実体経済については、周縁国を中心とした実体経済を巡る負の相乗作用が続いており、当面は緩やかな後退が続くと考えられる。もっとも、金融資本市場の緊張感が和らぐもとで、ドイツなどコア国の企業マインドには改善の動きも窺われている。先行きは、域外経済の持ち直しに伴って、コア国を中心に輸出を起点として徐々に後退局面を脱していくものとみている。

次に米国経済については、10～12月期のGDPがマイナスとなったが、政府支出等の一時的な下押し要因によるものであり、緩和的な金融環境が下支えするもとで、緩やかな改善が続いている。家計部門では、給与税減税失効の影響などからマインド面に弱さがみられるが、雇用環境が緩やかながら持続的に改善しており、自動車販売が好調を維持するなど、個人消費は底堅く推移している。また、住宅関連も、低水準ながら持ち直しの動きが続いている。企業部門では、企業マインドが改善するもとで、設備投資の減速にも歯止めがかかりつつある。先行き、歳出の自動削減の問題など財政面の不確実性がなお残されているが、全体としては緩やかな回復が続くとみられる。

新興国・資源国経済をみると、中国では持ち直しの動きがみられる。インフラ投資や小売売上高が増加傾向にあり、内需が全体として底堅く推移しているほか、輸出入も足許の春節の影響を考慮しても安定化しつつあるとみている。先行き、成長ペースが徐々に高まっていくと考えるが、政府の質と効率を重視した政策運営スタンスなどを踏まえると、そのペースは緩やかなものになると見込まれる。NIEs・ASEAN経済についても、徐々に成長ペースを取り戻していくとみている。

こうした中、わが国経済は、輸出の減少ペースが緩やかになっていることや、内需が底堅く推移するもとでエコカー補助金の終了に伴う反動減の影響が剥落してきていることなどから、全体として下げ止まりつつある。輸出は、自動車関連で米国向けが増加しており、中国向けも減少に歯止めがかかりつつある。個人消費関連では、新車投入効果もあって、1月の新車登録台数がエコカー補助金終了直前の水準を回復している。また、サー

ビス消費についても、旅行取扱額が持ち直しつつあるほか、外食産業売上高についても高めの水準を維持している。この間、公共投資や住宅投資は増加を続けている。設備投資については、製造業を中心に弱めの動きとなっているが、機械受注（船舶・電力を除く民需）には下げ止まりの兆しがみられている。こうしたもとで、内需は全体として底堅さを維持している。そうした内外需のもとで、鉱工業生産は、12月に前月比プラスとなっており、予測指数も併せてみれば、全体として下げ止まりつつあると考えられる。

当面の経済の動きについては、海外経済がまだはっきりと改善とはいえないことなどから、横ばい圏内になるとみられる。先行きについては、各種経済対策が国内需要を下支えするほか、海外経済が減速から脱していくにつれて輸出や鉱工業生産が持ち直しに転じ、設備投資や個人消費にも波及していくとみられる。企業部門では、為替円安効果による収益や企業マインドの改善が窺われているほか、家計部門でも、1月の消費者態度指数が現行統計で最大の上昇幅を示し、2007年10月以来の水準となるなど、株高等を背景に消費者マインドが改善しており、先行きの景気を下支えしていくものとみられる。こうしたもとで、わが国経済は、年央にかけて緩やかな回復経路に復していくとみている。リスク要因としては、欧州債務問題等にかかる不確実性が残るほか、米国については歳出の自動削減の帰趨や社会保障税減税の打ち切りによる影響などを注視していく必要がある。また、今後の日中関係の動向にも十分な注意が必要である。一方、米国においては、いわゆるシェール革命が経済各面にプラスの影響を与えることが期待される。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、前年のエネルギー価格やテレビ等の品目入れ替えに伴う耐久消費財の動きの反動からマイナス圏で推移した後、再びゼロ%近傍での動きとみられる。ただ、足許の円安でガソリン価格などは上昇しているが、スーパーの値下げ競争の影響などから食料工業製品が引き続き弱めに推移するなどしており、輸入物価上昇分の価格転嫁が進捗していくのかという点は注意が必

要である。もっとも、やや長い目でみれば、円安が価格の押上げに寄与するほか、景気回復に伴う需給ギャップの改善等により、消費者物価（除く生鮮食品）は徐々にプラスに転じていくものとみている。以上である。

白川議長

それでは白井委員お願いします。

白井委員

わが国経済については、足許では鉱工業生産が増加に転じ、機械受注も下げ止まりつつあり、企業の景況感も製造業及び中小企業を含めて幾分改善している。しかし輸出は伸び悩んでおり、経常収支は11月から2か月連続して赤字となっている。労働市場については製造業の新規求人数は減少が続いているが、全産業の常用雇用者数はパート、一般労働者ともに増えており、有効求人倍率も改善していることから比較的堅調である。雇用の改善傾向と株価上昇が冬のボーナスの対前年比減少の影響を相殺していることで、個人消費は底堅さを維持している。先行きについても中国での日本製品の不買運動が収束の兆しがあり、現在の円高修正が持続するとの想定のもとで、最大消費基地である米国で景気回復傾向が続いていけば、今年度後半以降はよりしっかりとした外需の回復が期待できると思う。国内については政府の景気対策と復興需要や住宅投資の拡大もあって内需は比較的堅調に推移していくと判断している。以上より、景気の現状が「下げ止まりつつある」という執行部の判断に異論はない。

もっとも、わが国経済の先行きについては、海外経済を中心に不確実性は依然として高く、わが国経済の回復タイミングを後ずれさせるリスクを意識している。まず欧州関連リスクについては、ドイツでは1月に入り企業景況感の改善がみられるが、ユーロ圏全体としては景気後退の長期化が懸念される。特に懸念されるのがスペインの動向である。その理由は、直近の住宅価格が対前年比で15%減少と域内最大の下げ幅となっており、しかも不動産価格・賃貸料比率と不動産価格・収入比率のいずれも長期平

均を大きく上回っていることから、今後も住宅価格が下がる余地があるからである。これにより、景気後退の長期化や失業率の高まりとともに、銀行システムへの懸念が再発する可能性もある。ちなみに、スペインの次に住宅価格の下げ幅が拡大しているオランダでは、今月初めに不動産価格下落による財務基盤の悪化に直面した国内第 4 位の銀行が政府によって国有化されている。以上の点を踏まえると、ECB の 3 年物 LTRO の期限前償還が先月末実施された際に、中小を含むスペイン系銀行の返済が多数を占めたが、そのことが銀行の資金調達環境が改善したという前向きの動きなのか、それとも市場の懸念を払拭するためのデモンストレーションなのか見極めていく必要があるように思う。また、ラホイ首相への不正献金疑惑に対する国民の反発もあり、状況によっては財政再建、経済改革が遅れて国債利回りが一段と上昇する場合、ECB が昨年 9 月に導入した OMT s への申請を余儀なくされる可能性もあり、今後の経済・政治動向には注目している。また、スペインほどの懸念はないものの、今月下旬に予定されるイタリア総選挙の行方も重要で、選挙の結果とその後の政権運営次第では財政再建、経済改革への信認が揺らぎかねず、金融市場の不安定要因となり得るとみている。

米国経済関連のリスクについては、2013 年の社会保障税の減税措置の失効と富裕層に対する各種増税への影響がどの程度消費に影響するのか現段階ではまだ明確ではないことを指摘しておきたい。一般的に現在の米国のように GDP ギャップがマイナス 5% 前後と大きい国で、かつゼロ金利制約に直面している国では、財政乗数が平常時より大きくなると結論づける研究論文が複数発表されていることから、特に 3 月 1 日から自動的に歳出削減が実現した場合に過度な財政引締めとなって米国の景気回復のタイミングを後ずれさせる懸念がある。

中国関連リスクとしては、中・西部を中心にインフラ投資拡大による高度成長が続いているが、非効率的な投資に回ってしまうと地方政府債務の一段の拡大と金融システム不安が高まることが懸念される。地方政府が中央政府に業績をアピールするために 2012 年も実際の GDP を合計 10% 以

上も上乘せして申告しているとの指摘も聞かれており、地方政府が税収の多くを土地譲渡金に依存する状況も続いていることから、健全な経済成長の実現のためにも地方政府のガバナンスの改善が急務だと思う。一方、沿海部では賃金上昇、外需低迷、過剰生産能力の削減が進まないために低成長で推移しており、雇用や所得が上昇していても内需主導の成長路線はまだ軌道に乗っていない。国家統計局によれば15～59歳の労働年齢人口が昨年から減少に転じていることもあり、労働集約的産業から付加価値の高い産業への転換や内需拡大への対応が必要である。

次に、わが国の物価の動向についてだが、コアCPIが今年2月から5月にかけて段階的に前年比マイナス幅を拡大していくことが予想される。これは、昨年2月のTVの銘柄変更、昨年5月頃までの原油価格の高騰といった要因の反動が出てくることによるものだが、その後は当面ゼロ%近傍で推移するとみている。

なお、前回会合では2%の物価安定目標を掲げたが、金融政策については次のラウンドで申し上げるとして、実体面については、物価上昇には需要拡大による雇用の増加とそれに基づく賃金の上昇などが必要である。労働市場をみると、2000年代初めから製造業と一般事務職で新規求職者数が新規求人数を大きく上回り、人余りの状態が趨勢的に続いている。特に製造業部門の男性労働者は、同業種での再就職を求めることが多いために就職先がみつからずに雇用回復が遅れる原因となっている。雇用の改善にはこうした労働者の人手不足産業への円滑なシフト、あるいは製造業分野でのスキルアップが課題になるかと思う。その一方で、医療・介護分野では景気動向と関係なく雇用者数が増え続けており、恒常的に新規求人数が新規求職者数を大きく上回る人手不足の状態が続いている。この分野では、人手不足を女性の労働参加の拡大と主に低賃金の非正規雇用で埋め合わせているとみられ、その結果、女性の雇用者数自体が全産業合計で既に世界金融危機以前の水準を上回っている。同時に、パート労働者の有効求人倍率と賃金は上昇傾向が続いていることから、現在の労働需給のタイト感が続いていけば、その状況はパート以外の一般労働者の賃金にも緩や

かに波及していく可能性がある。また国全体の賃金を引き上げていくには、賃金が上昇しても企業が十分な利益を確保できるような企業体質への転換が急がれ、その点、業績の良い企業に対する政府の賃金引き上げ要請は、企業の発想転換を促す意味でも適切だと思う。それと同時に、人手不足の医療・介護分野では規制緩和を含め、十分な利益を確保できる企業数を増やしていく努力も重要だと感じている。他国のケースとして、1998年から生産年齢人口が減少しているドイツと来年から減少が見込まれるスイスをみると、ドイツでは賃金の伸び率と物価上昇率が大きく乖離せずに推移しており、スイスでは賃金の伸び率が物価上昇率を上回ることが多いようである。しかし、両国ともに潜在成長率がわが国よりも高く、多額の貿易黒字と比較的高い企業利益を維持している。単純比較は難しい面もあるが、名目賃金が10年以上も伸び悩むわが国と、伸びているこれらの国では、実質賃金に大きな差がなかったとしても、国民の勤労意欲や将来への希望といった心理的な影響は異なると思う。ドイツやスイスでは企業の新陳代謝が大きく、高い付加価値を持つ製造業またはサービス業へ恒常的に産業転換する努力をしてきたと指摘されていることから、わが国が学べることは多いと感じている。他国の事例を含め、賃金、物価、競争力、インフレ期待の関係についてのさらなる分析が必要だと思うし、私自身もさらに考察を深めていきたいと思っている。以上である。

白川議長

それでは山口副総裁お願いする。

山口副総裁

昨日の執行部の説明は、前回会合以降、わが国経済は下げ止まりつつあり、先行きについても、持ち直しに転じていく蓋然性が高まっているということであったが、この点、大筋において違和感はない。ただ、私の感覚としては——感覚論になるが——、もう少し強気である。海外経済については、1～3月期のうちにも、景気の回復がしっかりとみえてくる可能性

があると思っている。そのもとで、国内経済についても、最近の円安や株高の効果まで踏まえれば、年央までには持ち直しの動きがはっきりしてくるのではないかと思っている。

そう申し上げたうえで、まず、海外経済であるが、グローバルPMIがはっきりと改善を示すなど、これまでみられていた貿易取引の弱さやそれを背景とした製造業の弱さにも歯止めがかかりつつあるようにみえる。米国経済であるが、財政の崖をとにもかくにも回避した後、ISM指数などの企業マインドが改善している。新車販売台数が高水準を維持するなど、個人消費は好調を継続している。住宅市場の改善もさらに明確になってきているということだろうと思う。また中国経済は、個人消費や固定資産投資が良い動きを示しているほか、輸出も振れを伴いながらも安定化の兆しを示している。

わが国の経済は、下げ止まりを示す材料が増えてきていると思っている。輸出は引き続き減少しているが、自動車関連が堅調な北米販売などを背景に増加に復していることもあり、そのペースは緩やかになってきている。個人消費は、冬季のボーナスが弱めとなる中でも、底堅さを維持している。エコカー補助金の終了に伴う反動減の影響がみられていた乗用車購入についても、新車の投入効果もあって、持ち直しを示している。こうした内外の需要を反映して、生産も下げ止まりつつあるとみている。円安・株高の効果は金融環境や、コンフィデンス指標に表れてきている。そう申し上げたうえで、多少気になる点があるので、国際金融資本市場、海外経済、国内経済、物価の順に簡単に述べたいと思う。

まず国際金融資本市場であるが、現在、投資家のリスク回避姿勢が後退してきている中で、新興国の株式や債券に投資を行うファンドへの資金流入がみられている。こうした資金の流れは、かつての円キャリー取引がそうであったように、新興国への資金流入が続く間は、こうした国々の為替の増価圧力となって、これが投資収益率を高めるので、さらなる資金の流入に繋がるというメカニズムが働く訳である。ただ、ひとたびフローが逆流、逆回転を始めると、全てのメカニズムが逆の方向に作用し、不安定性

が強まるという特徴もある。こういったことも頭に置きながら、今後の動きについては注意深くみていく必要があると思っている。これが一点目である。

次に、海外経済であるが、欧州からなお目が離せないと思っている。欧州経済については、慢性的な景気後退に歯止めがかかっていないということだろうと思う。金融の引締めも続いている。そうした中で緊縮財政を続けていかなければならないという苦しい状況にある。イタリアの総選挙が今月下旬に予定されているが、国民の改革疲れから財政健全化に向けた取組みを巻き戻すような政治情勢になってしまうと、国際金融資本市場における投資家心理が再び逆方向に変化する可能性もあるため、引き続き注意が怠れないと思っている。

三点目が国内経済であるが、企業の設備投資の動きについて、一言述べておきたいと思う。資本財総供給や機械受注については、企業の設備投資の下げ止まりを示唆しているようにもみえる。ただ、これらはいずれも振れの大きい統計であり、単月の動きで判断しにくいということもある。加えて、機械受注をみると、船舶・電力を除く民需ベースでは、精々横ばい圏内の動きにとどまっている。民間企業の設備投資が増加基調に復してきたと言うには、まだ材料不足ではないかと思っている。この点、国内経済の先行きをみるうえでは注意が必要である。

最後に、物価面であるが、マーケットや民間エコノミストの先行きの物価見通しは引き続き慎重である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率が2%に達する具体的な時期を見通せていないということだろうと思う。一方、われわれとしては、前回会合において、2%の物価安定の目標を掲げた訳である。そうである以上、これを具体的に実現していく道筋を語っていく必要があるというようにも思っている。今後、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、日本経済は緩やかな回復経路に復していくだろうということである。従って需給ギャップの改善も予想されるし、それに伴って現実の物価上昇率も徐々に高まっていくと見込まれる。経済が持続的に改善していけば、家計や企業の成長期待が高まり、物

値上昇率をその面からさらに高めることに繋がっていくと考えられる。まずは、われわれが中央銀行として強力な金融緩和を推進していくことが前提となる。そのうえで、幅広い主体の取組みによる成長力の強化が進展し、企業や家計による緩和的な金融環境の活用が進んでいけば——この緩和的な金融環境の活用が大事である——、われわれが進める金融緩和の効果は一層強まっていくと思う。こうしたメカニズムが働くもとの、2%の消費者物価上昇率が視野に入ってくることを丁寧に説明していく必要があると考えている。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観であるが、海外経済、国内経済とも昨日の執行部報告の評価で違和感はない。すなわち、海外経済は、米国、中国を中心に持ち直しに向けた動きがみられ始めており、そうした状況を受け、国内経済においても、輸出・生産、企業マインド、設備投資などで改善に向かう動きがみられ始めている。わが国の景気は、全体として下げ止まりつつあるという認識で良いと思う。それでは、以下、海外経済から簡単に順に申し上げる。

まず欧州経済であるが、緩やかな後退が続いている。もともと、米国、中国の景気持ち直しに牽引される形で、企業の景況感は、低水準ながら底を打って上昇し始めたほか、ドイツの設備投資が回復の兆しをみせ始めるなど、企業部門ではさらなる悪化は避けられている。市場環境においても、3年物LTROの早期返済額が市場予想を上回り流動性懸念が後退するなど、総じて落ち着いている。こうした状況のもとで、当面の下振れリスクとしては、今月下旬のイタリア総選挙など政治関連のリスクがあり、引き続き注意が必要と認識している。

次に米国経済であるが、底堅さを増しつつ緩やかな回復を続けている。

家計部門は、雇用環境の着実な改善を背景に、小売売上、住宅着工・販売あるいは自動車販売など緩やかに増加するなど、引き続き底堅く推移している。企業部門に関しても、足許市場予想を上回る収益を挙げる中で、設備投資も回復し始め、生産や輸出も上向きつつあるほか、一頃弱かった製造業のマインドも徐々に改善しつつある。この間、市場環境も株高・金利上昇が継続するなど、引き続き安定している。当面の下振れリスクとしては、給与税減税の打ち切りによる個人支出への影響、歳出の自動削減問題など財政面からの抑制要因が存在する。一方で、やや長い目で見た上振れ方向としては、シェールガス・オイル革命などを背景に、企業部門、輸出・生産、設備投資などのさらなる改善の可能性もあり得るかと思う。こういったものが顕在化すれば、世界経済の一段の改善にも寄与することになり、今後の情勢を注視していきたいと思う。

アジア・新興国経済であるが、中国経済は、堅調な内需を背景に全体として持ち直してきている。輸出、輸入が持ち直してきているほか、企業マインドも、製造業PMIが4か月連続で50を上回るなど、改善基調にある。また株価の上昇も継続している。NIEs・ASEAN諸国についても、中国、米国の持ち直しに伴い、輸出・生産に安定化の兆しがみられるかと思う。以上、海外経済である。

次にわが国経済についてであるが、先程申し上げたように、景気は全体として下げ止まりつつあるという認識かと思う。以下、前回会合以降の特徴点を三点申し上げる。一点目は、海外経済の持ち直しの動きを反映して、輸出・生産の減少が下げ止まりつつあることである。二点目は、設備投資について、製造業はなお弱めの動きながら、全体として改善に向かう動きがみられることである。具体的には、資本財総供給が2か月連続、機械受注は3か月連続で前月比伸び率がプラスであるということが確認されている。三番目は、円安・株高方向への動きが継続していることもあり、企業マインドが改善していることである。

なお、輸出・生産が明確に立ち上がってくる時期に関しては、マイクロヒアリング等に基づけば、今年の4~6月期になると予想している。また、

製造業の設備投資についても、期待を込めて、ほぼ同じタイミングか若干遅れて立ち上がる可能性が高いとみている。また、足許の円安傾向が実体経済に及ぼす影響については、上述の企業マインドの改善のほか、輸出企業の収益上振れと、それに伴う下請け企業の値下げ圧力の緩和、また競合する安値輸入品の減少に伴う国内製造業の生産持ち直しなども考えられ、全体としてみれば経済にプラスに作用するとみている。

一方、この間、雇用・所得環境は、引き続き厳しい状況が続いている。有効求人倍率や新規求人動向、所定外労働時間に底打ち感がみられるものの、あくまでも非製造業主導であり、製造業の明確な改善はまだ確認されていない。名目賃金や雇用者所得は、冬季賞与の減少を映じて低下している。一方で、直近の消費者態度指数をみると、雇用環境も含めて大幅な改善が示されている。今後、マインド改善が実体を伴う形で持続していくのかどうか、引き続き注視していきたいと思う。

最後に物価動向であるが、前月から基調判断に変化はなく、CPIは横ばい圏内の動きが続いている。もっとも、昨年景気回復の弱さが物価の下押し圧力となるもとで、先行き数か月間は、前年のテレビやエアコン価格の上昇、原油価格の上昇の裏が出るという物価下落要因と、円安傾向の影響による物価上昇要因が今後拮抗していくとみられ、その結果、CPIは全体として短期的には下振れる可能性が高いとみている。引き続き十分な注意をしていきたいと思う。以上である。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

前回会合以降、中国に関してポジティブな動きが続き、関連して為替で行き過ぎた水準からの是正が進み、それに押される形で国内景気にセンチメント主導ながらポジティブな動きがみられているようになった。月報表現に違和感はない。以下では議論に集中するために、まず中国に簡単に言

及し、残りは現在焦点となっている米国について現状とリスクを指摘したいと思う。その後、わが国の実物経済については割愛し、最後に物価について、アイテム別に述べたいと思う。

まず中国であるが、景気回復を示す指標が足許多くなっているが、回復は特に都市化方針に乗った地方政府のインフラ投資と価格再高騰を予想した不動産投資の回復によっているように思われる。公表された名目消費は底堅いが、これは何が起こってもいつも底堅いので、どこまで景気変動の実態を表しているのか分からないところがある。従って、中国政府の言うように、成長が消費主導に移っているという判断はなかなかしにくいと思う。前回申し上げたように、今次回復も構造問題先送り型回復であり、その持続性には疑問があると考えている。どこかの時点でボトルネック型インフレが起き、ストップ・アンド・ゴー政策でトレンド成長率が低下する可能性は高いと思われるが、それがいつか分からないところが難しいところだと思っている。この点、木内委員と大体同じような意見である。

次に米国だが、このところ楽観論というか、金融政策の転換点が早まるという見方が広まっているが、現在の米国経済は、四つの低位安定から説明できると思う。まず第一に、年率実質GDP成長率は過去のトレンドである3%台から目立って低下し、過去3年間は2%を少し超える程度で低位安定している。それから第二に、GDP成長率と失業率変化の関係を示すオークンの法則が、リーマン・ショック後、明確に下方シフトし低位安定している。この新しいオークンの法則に従うと失業率が変化しないGDP成長率という意味での潜在成長率は約1.6%になるので、現在の2%程度の低いGDP成長率でも失業率は緩やかに下がる形になる。第三に、サービス部門の賃金フィリップスカーブが1970年代以降シフトダウンを続けた後、低位安定しているようにみえることである。それから第四に、労働生産性の上昇率が過去のトレンドの1%台前半から大きく低下し、昨年は0.6%にとどまった。この関係を用いて基調となる物価上昇率を推計すると、まず現在の失業率の水準が7.9%であるので、それに対応するサービス部門の賃金上昇率は大体2.2%位になる。基調となる物価上昇率は、

ここから労働生産性の上昇率 0.6%を引いたものなので 1.6%となるが、実は、基調インフレを示すPCEデフレーターの上昇率の月平均は現在ちょうど 1.6%である。従って、大体以上の四つの低位安定で上手く説明できるのではないかと考える。現在、この四つの低位安定が今後も続くというのが支配的な見方であるようだ。そうすると、昨年 の月平均が 15 万人雇用増加であるが、これが今年も来年も続くとなると、人口増加要因勘案後の失業率低下幅は大体均して年 0.7%ポイント位になる。すると、FEDの利上げに関する失業率閾値の 6.5%に近くまで達するのは大体 2014 年終わりということになり、その前に資産買入れは出口を考えなければならなくなる。しかも、現在英国で起きているように、労働生産性上昇率がさらに低下するということが起こると、この出口はさらに早まる。需要回復が労働生産性上昇率の低い建設部門でみられていることを考えると、労働生産性の上昇率が下がるということはそれほど荒唐無稽ではない。この場合、失業率の低下は早く、賃金の上昇が進み、加えて労働生産性上昇率低下から賃金上昇の物価へのインパクトはさらに大きくなる。従って、インフレ率が予想以上に上昇するという形になる。加えて、シェールガス等の将来の米国経済への楽観論が浸透すれば設備投資が出てくる。そうすると、GDP成長率が上方にシフトするが、こういったことが起こると、失業率の低下、インフレ率上昇の実現時期はさらに早まる。そういったことを考え併せると、金融政策の転換も早まるというような市場の予想が出ているのだと思う。

こう整理すると、注意が必要なのは、現在の米国の楽観論——報道などではかなりの楽観論が出ている——は、実は力強い需要の伸びを予想しているものではないということである。つまり、数量が大きく伸びるという話ではない。ただ、GDP成長率は低水準だが失業率が低下するので米国の金融政策が出口を意識する形にならざるを得ず、これがデフレ脱却を目指す日本の金融政策との向きがちょうど逆になっているということが重要である。これが現在の為替の行き過ぎた動きの修正プロセスの一環となり、それが経由地は問わず最終需要地が米国である日本の輸出需要に良い

影響を及ぼすと考えられている訳である。つまり、米国経済の回復は、日本経済にそこそこの数量効果とかなりの価格効果が期待できるということである。ただし、この予想には二つの大きなリスクがある。第一に、失業率大幅低下の予想は実は労働生産性が長期トレンドに戻ると考えると消えてしまうということである。2%程度のGDP成長率で労働生産性上昇率が1.5%だとすると、労働投入は0.5%程度しか増加しない。従って、失業率の大幅な低下には相当な時間がかかることになる。そうすると、賃金上昇もあまり期待できない。さらに、労働生産性上昇率による下方圧力が物価に加わり、インフレ率は低下し、そのためFedの出口は大きく後ずれする。第二は、労働参加率の上昇リスクである。今回の景気後退は特に低所得層に大きな打撃を与え、低所得の高年齢層の労働参加率を上昇させているが、以上の議論ではその影響を考えずに労働参加率は一定と仮定しての話である。もし、高年齢層の労働参加率の上昇が続くとすると、失業率の低下とインフレ率の上昇がさらに遅くなり、Fedの出口もさらに遅くなる。従って、比較的早くFedが出口を考えなければならなくなるという現在の見方は修正を迫られることになる。このように、現在吹いている日本にとっての順風は、かなりの部分は米国の状況に依存しているが、これが意外と簡単に逆転される可能性もあることには、注意しなければならないと思っている。さらにもう一点、雇用は遅行指数であるので、足許の比較的強い雇用は昨年第3四半期の高成長を反映しているとも考えられるが、第4四半期が弱かったということを見ると、それが今後の統計に出てきて、先程から問題になっている sequester やペイロール・タックスの影響といったものと絡むと、年央にかけてこういったリスクの表面化に市場が気づき、再び悲観に振れるという可能性は小さくないと考えている。この点は注意しなければならないと思っている。

最後に、日本の物価について述べたいと思う。中間評価時に比べて為替レートが大きく変化しかつ持続性がみられるうえに、国際商品市況も国際経済の緩慢な回復の中で締め気味で推移しているとみられる。とすると、物価上昇率見通しは私の中間評価の数字と比べて上振れて推移しそうで

ある。そのため、先程から議論になっている2月から3、4月にかけての前年の特殊事情の裏から生じてくるとされた深いマイナスは、結局は結構浅く、また来年、再来年度の物価見通しも上振れる可能性が高まっている。ここで重要なのは、さらにその先2%が見通せるまでの道筋であるが、これは賃金上昇率が今後どのように動くかにかかっていると思う。日本の賃金フィリップスカーブを米国のそれと比較すると、米国では失業率の変動に沿って賃金上昇率が変化しながら、ちょうどラチェットのように次第にシフトダウンしていくという形をとっているのに対し、日本では、ほぼ同じ失業率で賃金上昇率が上下に移動することが多く、長期的に失業率増加、賃金上昇率下落の右下方向にシフトダウンしているということが分かる。これは、短期的に雇用を確保するように賃金の調整がなされているということ、しかし、長期的にはそれでは十分でなく結局は雇用の調整がなされたということを示していると思う。過去十数年、日本企業の非価格競争力が低下したという状況のもとで、こうした賃金決定や同じ種類の納入価格決定メカニズムが、実は円高とデフレの相互作用に重要な役割を果たしたと考えられる。つまり、低コストの新興国との厳しい競争に晒された日本の輸出企業は、雇用や下請け企業との取引を守る代償に、賃金や納入価格の引き下げといったコストカットを求め、それを労働者や下請けが応じた形になっている。この賃金低下、納入価格低下の動きは、実は非製造業にも及び、さらには入札システムを通じて実は公的部門にも波及したということになる。そして、非製造業部門の競争が激しいということから考えて、これが最終的には日本全体の物価水準の下落をもたらしたと考えられる。これがPPPの非常に強いメカニズム——これは長期のメカニズムであるが——を通じて為替の長期的な円高に繋がり、この当初のコストカット分を帳消ししてしまうという形になったと思われる。そのため、再びコストカットのサイクルが始まり、デフレと傾向的な円高が最終的に続くということが起こったと考えられる。この間、コスト削減に精力が集中されてしまい、新しい付加価値をもたらすイノベーション、そしてそれを体現する新規・更新投資がなされず、国内需要減に拍車がかかる形になったが、

私は、このメカニズムにかなりの変化が生じているのではないかと思っている。第一に、既に何度か申し上げた点であるが、新興国のコストが上昇している。加えて、円高修正で輸出製造業での著しいコストカット圧力は弱まっていると考えられる。第二に、某流通企業の賃上げの動きなど、非製造業等へのおしなべての賃金下げの波及は止まる可能性がある。実は、この点で政府側の働きかけは極めて重要なメッセージだと考えている。たとえば良くないかもしれないが、米国で 1970 年代にインフレ対策として考えられた所得政策のちょうど逆の形の逆所得政策とも言えるものである。これが、マーケットの自然な動きと上手く重なれば、かなり大きな影響をもたらすと考えられる。こうした動きが広がれば、1%から 2%への動きは賃金の上昇を伴い、重要な広がりを伴う形で可能ではないかと考えており、これについて色々情報発信する必要があるのではないかと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

まずわが国経済の現状であるが、内需が全体として底堅く推移しているもとの、これまでの景気下押しの起点となっていた輸出の減少ペースは緩やかとなり、鉱工業生産にも下げ止まりの動きが窺える。現状評価としては、昨日の執行部説明のとおり、下げ止まりつつあるという評価に一步進めることで良いと思う。

最近、各国の製造業 PMI がはっきりと改善の方向に向かってきている。また、米国、中国、韓国、台湾では、輸出受注 PMI が分岐点である 50 を上回ってきており、幅広い地域で貿易活動が持ち直しつつあることが示唆されている。この点は、米国大手運送会社 UPS も取扱貨物からみて世界貿易の回復を認めている。足許 1 月では米国は堅調であり、欧州も昨年よりずっと安定しており、アジア発の貨物は昨年 4 四半期は 10% 台半

ばの増加となったそうである。

わが国においても、これまでの景気下押しの起点となった輸出の減少スピードは緩やかになってきている。しかしながら、これは米国向けの自動車によるところが大きく、資本財・部品等についてはまだ減少が続いているなど、足許はまだ弱い状態が続いている。わが国の輸出商品構成にもよるのであろうが、回復の足取りが世界の動きに比べてやや遅いことは懸念されるところである。わが国の一部製造業の商品競争力の低下、あるいは海外進出企業の部品等の現地調達の進展等が、これまでの海外景気に対する輸出の弾力性を低下させているのではないかという疑念を有するところである。この点は、円相場に対する輸出の弾力性についても同じ心配があるところである。こうした懸念はあるものの、昨年来円高是正が急速に進展しており、今後、輸出の増加、生産の回復がどの程度出てくるのか注視していきたいと考えている。

また、株価の回復も顕著となっているが、これが今後消費、設備投資にどの程度プラスとなっていくのかについても強い関心を持ってみているところである。持ち直しつつある世界経済を背景に、円高是正と株価回復という強力なドライビング・フォースが揃ったところで、足許、企業あるいは消費者のマインドにも前向きな兆しが出てきている。ここしばらくは、わが国経済をエスケープ・ベロシティに向けて加速していくための非常に大切な時期であると考えている。米国における財政を巡る種々の問題に決着がつき、米国経済の成長スピードが増してくれば、世界経済の回復への動きもさらに力強いものになると思う。このような状況下、わが国の企業、消費者のマインドの改善もさらに進展すると考える。現在、何よりもこのような一連の動き、モメンタムが腰折れしないよう最大限の注意を払って行くことが肝要な時期であると考えている。

わが国経済・物価の先行きについては前回会合での見解を変えていないが、今後の展開によってはアップサイドに振れる可能性もあるものと思っている。なお、景気全体としては明るい兆しがみえつつある訳であるが、賃金・所得環境にはまだそういう動きが出てきていない。現在、企業収益

の増大を賃金に反映させるべきだとの主張が出てきているが、賃金上昇期待に繋がるような議論は結構なことだと思う。景気の回復、企業収益の増大が賃金、所得の上昇へ繋がらなければ、個人消費の力強い成長は望めない。インフレ目標と関連のあることなので、折にふれてその必要性に言及していきたいと考えている。

物価については、ここしばらくやや大きなマイナスの数字が出てくるということになっており、今まで言われていたよりも少し小さいとは言え、例えば、 -0.4% という数字が出ると、一般的には 2% の物価上昇が頭にあるもとでは、出た時に反応がネガティブになりかねない。この点については、十分な注意を要するものと思う。以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

最後であるので手短にしたいと思う。海外経済の現状と先行き判断については執行部見解どおりで良いと思う。足許は、各種のマインド指標や市場センチメントが楽観に振れ過ぎているという思いはない訳ではないが、詳細については、これまで7名の委員方が述べられたことと重複するので省略する。

国内経済についても、現状は「下げ止まりつつある」、先行きは「当面横ばい圏内の後、緩やかな回復経路に復していく」という執行部判断で良いと思う。2013～2014年度を通じてみても、前回示した展望レポートの中間評価に概ね沿う形で、とりわけ2013年度は財政刺激策と消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり、やや高めの成長となる姿が想定される。無論、内外経済の先行きについてはそれぞれリスク要因を孕む訳であるが、詳細については割愛する。

消費者物価の現状、先行きについても、目先数か月のタームでは執行部の判断に違和感はない。ここもとのプラス要因として、足許の為替円安や

株高など、資産市場の変化が資産効果等を通じて需給ギャップに影響し、物価に好影響が及ぶことを期待している。ただし、先にも述べた実体経済の一時的な浮揚だけでは本行が掲げた2%の物価安定の目標達成には全く不十分であり、成長力底上げのために政府とともに息の長い取組みが必要であるということに変わりはないと思う。前回会合で申し述べたことを若干修正、補足すると、日本経済において過去20数年間で消費者物価上昇率で2%を達成した時期は長くなかった訳であるし、それらは総じて日本経済が厳しい状況に直面した時期であった。このように、過去20年余りの間にほとんど実現しなかった高いインフレ率を物価の安定と整合的な物価上昇率と定義して目指すということは、率直に申し上げて本行の政策努力の範囲を超えていると思う。その点、政府が主要経済団体に対して賃上げ要請を行ったということは、賛否は別にして、私がかねてから物価の持続的な回復のためには雇用者所得の賃金の回復が重要と申し上げてきたこととの関連で興味深いと思う。ただし、物価の回復に必要な賃金の回復は、何よりもまず経済のパイの拡大に伴う企業収益の拡大に基づくべきであり、収益回復の裏付けのない賃上げは、内部留保の蓄積、ひいては株主価値を損ない、次に経済に下方ショックが生じた際の企業の対応余力に問題を生じさせる可能性があると思う。それから、企業の分配政策に政府が関与するというのは、コーポレート・ガバナンス上からもやや問題含みであるというようにも思われる。ともあれ、政府が、賃上げに向けて税制面でのインセンティブの付与に加えて、企業の分配政策に直接言及するようになったということで、デフレ脱却との関連で足許賃金にスポットライトを当ててきているということは、注目すべき変化であると思うので、私としても物価の先行きをみるうえで、今後の企業側の対応、あるいは政府の対応を注視していきたいと思う。以上である。

白川議長

景気の現状、あるいは先行きの見通しであるが、皆さんの報告を聞きながら——私自身もそうであるが——、前回1月の中間評価時の線に概ね

沿っている、あるいは気分的に少し明るい感じの見通しもあったという感じであるが、概ね想定に沿った動きであると思う。わが国の景気は、結論的に言うと、下げ止まりつつあるということで皆さんの評価は一致していたと思う。

昨日、前田調査統計局長からも説明があったが、日中関係、エコカー補助金といった一時的な要因が減衰ないしは剥落しているというのが第一の要因であるし、第二の要因としては世界経済の不確実性が低下する、ないしは安定化の動きということであったと思う。それから三番目に円安・株高を背景としたマインドの改善が、企業、家計の両方においてみられるということであったように思う。先行きについては、当面は横ばい圏内となった後、国内需要が各種経済対策の効果もあって、底堅く推移し、一方海外経済が減速した状態から次第に脱出してくるにつれて緩やかな回復経路に復していくというのが結論的な見方であったと思う。

皆さんの報告を聞きながら、私自身の問題意識とも重なるが、二点ばかり申し上げたい。一つは国際金融資本市場の動きをどのように評価するかということである。多くの方が報告されたように、足許グローバル金融市場において、為替、債券、株式あるいは新興国系の資金フローいずれについてもポジティブな動きが出てきていると思う。一番大きい要因は、グローバル投資家のリスク回避姿勢が後退してきているということ、そしてその背後にはテールリスクが後退しているということがあると思う。地域別にみると、欧州ではバックストップの整備ということであるし、米国では財政の崖が回避されたということ、中国も一時期懸念されたハードランディングというものはなくなってきたということで、いずれもテールリスクを小さくする方向に働いている。これはポジティブな動きであるが、ただ一方で実体経済、あるいはその実体経済を最終的に既定する様々な構造的な取組みの進捗状況との比較で見ると、金融市場の動きがやや先行しているように見えなくもないということである。欧州の構造問題ひとつを取っても解決には長い道のりがかかるし、当面はスペイン、イタリアの政治情勢の行方ということもある。そういうことも考えた場合に、実態に比

べて金融市場が多少先行し過ぎている面が懸念されなくもないということである。そういうもとで起きている日本の円安・株高は日本経済についてのマインドを明るくしており、これはこれで大事にしないとならない訳であるが、出発点がそういうグローバル投資家のリスク回避姿勢の後退というところであるので、万が一、この条件が変わった場合には当然巻き戻しも起こり得る。そのことはリスクとしては意識しておく必要があるということであったように思う。

二つ目は物価に関してである。ほとんどの方が言及されたが、前回会合でわれわれは2%の物価目標を決めて公表した訳であるが、その後、3週間ばかりの間の議論を聞きながら感じたこと、あるいはわれわれ自身、もっと世の中に情報発信していく必要があること、あるいは経済財政諮問会議も含めて世の中全体としてもっと議論を深めていった方が良いという幾つかの論点が浮かび上がってきたように思う。改めて前回われわれは何を発表したのかと言うと、幅広い主体の競争力・成長力強化に向けた取組みが進展するという認識に立ったうえで、2%の物価目標を掲げた訳である。色々な論点があり関連するが、二つ挙げてみたいと思う。一つはデフレ脱却とは何なのか、どういうことなのかということと、二つ目は物価上昇の道筋をどのように描いていくのかということである。後半の物価上昇の道筋という点でいくと、過去の実績からすると2%はなかなか現実的ではないのではないかという議論もあった。これをどうやって実現していくのかということ、われわれとして示していく必要がある訳であるが、経済財政諮問会議で伊藤元重議員がおっしゃった言葉が私自身の感覚に非常に近い。すなわち、デフレは物価や賃金などデフレに直接関わる現象だけでなく、より深くにある雇用、投資、産業活力など経済全体の動きに注目する必要があるとおっしゃっており、まさにそういうことであると思う。この問題を考えていくうえで本日多くの委員が触れられたが、賃金の上昇と物価目標の関係をわれわれ自身はどのように考えているのか、そしてどのような情報発信をしていくべきなのだろうかということ、改めて考えさせられた。CPIの構成品目のうち、約2/3はサービスで労働集

約的なものが多く、C P I と賃金は密接な関係がある訳である。因果関係はともかくとして密接な関係がある。賃金が先行して上昇するケースでは企業収益は圧迫され、長い目でみた経済の成長が阻害される可能性がある。逆に物価だけが先行して上昇すると家計の支出・所得が圧迫され、これもまた持続的成長が阻害される。結局は常識的な話であるが、バランスの取れた成長が必要であるということで、まさにデフレ克服の意味を浮き彫りにしていると思う。つまり景気が良くなって、その結果収益や賃金が増えていき、そうした経済の改善の中で物価が上がっていくということを意味している。そういう意味で、いみじくもこの賃金・物価の論争はまさにバランスの取れた経済の回復が必要である、そのもとで物価が上がっていくという極く常識的なことを、改めて示しているように私には感じられている。

先行きの物価上昇の道筋については、今われわれ自身が描いている姿は、海外経済の回復を背景とした国内経済の緩やかな回復から需給ギャップが徐々に縮まっていき、2014年度は+0.9%となっている。その先、2%に向けた道筋ということになってくるが、競争力、成長力強化に向けた様々な主体による取組みが進展していくことをわれわれは想定している訳である。想定はしているが、実際に進むかどうかは分からない。われわれとしては、想定し、また大いに期待しているということであるし、政府も共同声明でこれについては取組みをコミットされている訳である。現実には物価上昇率が上がってくると予想物価上昇率も上がってくるということであるし、そのもとで日本銀行は強力な金融緩和を続けていくということ、明確に約束をしている。そうすると同じ金融緩和であっても実質的な緩和効果はさらに強まってくる。金融緩和自体を強化していく訳であるので、さらに強まっていくということでそうしたプラスのメカニズム、好循環、相乗作用が働いていくことを期待しているということである。勿論、こういうメカニズムが実際に働くかどうかは、これはこれとして丹念にみていく必要があると思っている。いずれにせよ、その物価が上がっていくという道筋をしっかりと説明していく必要があると感じた。

取り敢えず、私の意見集約はそういうことである。議論をした方が良いと思うのは、一つは、今申し上げた賃金・物価について、先程の意見表明で特におっしゃらなかった方も含めて賃金・物価について追加的な議論がもしあれば願います。もう一つは、前回2%の物価目標を発表して、それが現在どのような影響を経済に与えているのか——取り敢えずまだ3週間であるので、まだそれを語るには時期尚早ではあるが——という点で、皆さんがお感じになっていることがあればお聞きしたい。勿論これ以外の論点もあると思うが、如何か。今日は多くの委員が賃金の話がされたが、大事なポイントの一つであると思う。

西村副総裁

先程の佐藤委員の話に関連するが、政府がなされたことは一見すると一種の jawboning である。これが効果を有するのは二つあって、一つは実態がすくみ状態にあって、みんなが上げれば自分も上げた方が良く考えているにもかかわらず、誰も上げないので自分も上げない、誰も上げないので価格が下がってまた元に戻ってしまう、というような状況がある時に、政府がある種のフレームを作ることは、非常に意味があることだと思う。同じようなことをしようとしたのは、1970年代の米国の所得政策である。簡単に説明すると、ニクソン大統領の時にインフレ率が高騰し——その時のFRB議長はアーサー・バーンズだったと思うが——、賃金と物価を凍結しようとしたが、これは大失敗に終わった。ガルブレイスの本によれば、米国で物価統制が比較的成功的なのは、実は戦時期である。日本では失敗したが、なぜ米国で成功したかということ、市場に逆らう形ではなく市場に合う形でやったからである。つまり、先程言ったような、経済学の言葉でいえば、coordination failure、三すくみの状態になっているときに、それなりの影響を与え、すくみを解消するということが重要になる。デフレと為替円高の罨というのは、よく考えてみれば、coordination failure そのものである。みんながコストをカットするから自分もする、そうすると最終的に円高によって効果を失わせてしまう。それをどこかで止めるこ

とは極めて重要であり、アナウンスメントとしての政策が極めて重要な意味を持つと思う。そういう意味で、ここが佐藤委員と考え方が違うところであるが、過去にあまり拘ることには、私自身としては若干抵抗がある。過去と現在は違うということを書いていかなければならないと思う。実際に過去に起こったことは、コストカッティングの中で、短期的ではあるが円安になっていった。しかも、あの時は人為的に円安にした訳だが、それが問題であって、今回は人為的ではなく、つまり介入なしで自然な形で円安になっているという意味で、暫く前とは違った性質を持っていると考えている。

木内委員

生産性の上昇に関し、賃金と物価上昇の道筋の両方に関連して少しだけ申し上げたい。企業はなかなか賃金を上げにくいと思う。政府から要請されたり、本行が2%の物価上昇目標を掲げたり、世間的にも賃上げが要請されているといっても、企業はもっと中長期で考えるものであるので、一時金は上げるかもしれないが、固定給の部分は今の状況では上げにくいだろう。したがって、当たり前の話だが、パイを取り合うのではなく、生産性の上昇、潜在成長率の上昇でパイが広がっていくというのがみえてこない、企業としては本格的な賃上げには向かいにくい。現状、そのような環境かという、そこまでは行っていないと思う。

もう一つは物価上昇への道筋だが、本行ではこれまでは物価の上昇を需給ギャップで説明してきた面が強かったと思う。需給ギャップがプラスに転じ、プラスの幅をどんどんと広げていくという想定自体にはかなり無理があり、供給制約に突きあたりながら賃金、物価が一時的に上がることもあるかもしれないが、これは長い目でみた経済の安定ではない。こういうことからすると、今後の物価上昇への道筋についての情報発信としては、需給ギャップだけではなく、生産性の上昇という成長力強化のところの説明をより強化していかないと、かなり不自然な説明になってしまうのではないかと思う。

西村副総裁

重要なことは、物価だけ、需給ギャップだけということではなく、物価の長期的な予想である。そこに色々なものが込められており、需給ギャップだけではないということは確認しておきたい。

石田委員

生産性が上昇しその分配が給料に行って、賃金が上がり、所得も増えるというのは綺麗な話だが、実際に雇用のシステムがどうなっているのかを考えると、正社員の給料を上げるというのは、後年度負担など色々なものがあるので、普通の大企業では難しいと思う。今までの労働政策は、どちらかというと雇用形態が中心であった。正社員を雇用したくないから非正規を雇用し、非正規を雇用すると今度は非正規の人たちを守るためにどのような制限をつけるのかというように、経済原理ではなく、制限という形であった。本来は賃金体系をどのようにするといった方が大事で、非正規の人たちを同一雇用・同一賃金にするという法律を作ってしまうと、サービス産業は外に出て行かないので給料は上がる。給料が上がると、それでも使わないとならないので生産性を上げざるを得なくなる。それによって、全体的に所得が上がれば需要が増えて、使われなかった人も使われる、というように逆の流れにならないと変えるのは難しいと、個人的には思っている。ただ、審議委員として主張するような範疇ではないので、今まで黙っていた。

白井委員

全く同意見だ。今までも折りに触れ申し上げているように、欧州の場合、正規と非正規の賃金は日本ほどの格差はないため、労働問題を議論する場合、解雇がしにくいといった話が多いが、賃金に大きな差があるという話は聞かない。日本の問題は、正規と非正規の賃金を含む差にあると思う。西村副総裁もおっしゃったように、円高時に競争力を維持するために、非

価格競争力がなくなっている中で、一つは下請けへの圧力を強め、もう一つは 2000 年代に非正規を多く使って賃金を抑制してきたということがある。2000 年代の半ばに、円安の時でもコモディティー価格は高く、結局輸入価格は非常に高く、下請けに対してコスト引き下げ要請をするという非常に苦しい状況があった。ここは西村副総裁の意見と似ているのだが、発想の転換をしていく必要があると申し上げたのはそういうことである。何かあった時に非正規を使って賃金を抑制するやり方は、規制もそういう方向に変わりそうなので、徐々に減っていくのではないかと思う。賃金をどんどん下げないという中で、企業はどのようなビジネスモデルを作って利益を上げていくかという発想に転換していく。それができない企業は苦しいかもしれないが、結局、長い目でみれば、そういう自然な流れで産業が変わっていけば、日本の競争力はついて行くと思っている。

宮尾委員

業績の良い企業に対して賃金、給料の増額を考えてもらうという政府の賃金政策については、基本認識として、そのように介入する政策が是か非かという論点はあるが、その背景を考えると、リーマン・ショック以降、欧州危機、震災、米国の財政の崖と、企業部門全体が非常に大きな不確実性に晒されてきたため、日本企業は守りを固め過ぎ、それが設備投資にも表れ、雇用は維持するが賃金は下げるという形に表れてきた。そういうことが必要な状況であったと思われるが、今回の各種の措置は守りに過度に集中しすぎた面を、外部環境が良くなってきたタイミングで、ほぐして前向きなマインドに転換するという一つの呼び水、きっかけの役割を果たし得るのではないか。新しいわれわれの物価安定の目標もそうだが、世界経済が好転し、テールリスクが減退してきているなかで、これまで守りに入っていた企業部門も本当は前向きな設備投資をやりたいのだが慎重な面があり、雇用や賃金もできるだけ抑えて企業内部のキャッシュを貯め込むというように、守りが強過ぎ、マインドが非常に後ろ向きになっているところを、われわれの物価目標や政府の色々な働きかけと様々な成長力強

化で、そこを崩し、前向きに転換していく効果が期待できる環境にあるのではないかと考える。そういう中での賃金上昇の要請が良い循環に繋がるということが、われわれの物価安定目標の道筋を示していくうえでも重要なメカニズムだと思っている。

佐藤委員

賃金政策に関し、これまで日本の賃金がなぜ抑制されてきたかについては、一つには行き過ぎた労使協調、すなわち労働組合が経営に対し過度に配慮する姿勢をこれまで続けてきたことがあると思う。例えば、今期の自動車業界の賃上げ要請にしても高々1%であり、非常にモデストな状況である。これには、労働側が日本的な雇用慣行を守ることを重視してきたことがあると思う。また、最近の例では、2000年代半ばに世界経済がオーバーヒートしていた時期に製造業は軒並み最高益を更新し続けていたが、結局、賃上げらしい賃上げはほとんどなされず、労働分配率は大きく低下した。このとき何が起こっていたかという点、トヨタが賃上げに対し非常にモデストなスタンスをとり、それが一つの規範になってしまった。あのときは、「トヨタショック」といわれていた。そういった行き過ぎた労使協調路線があり、これを打ち破るブレイクスルーとして、今回の政府のアクションは、賛否は別にして、非常に興味深いものだと思う。ただ、先程の木内委員の話にもあったが、基本給を上げるのは非常に難しいと思うし、無理矢理基本給を上げるということになると、必ずその代償があると思う。すなわち、ある程度解雇が増え、雇用が悪化するということを経済界が容認せざるを得ない。あるいは、そういう賃上げは、解雇をより容易にするような法制上の整備とセットでなされていくという可能性がある。そういう意味で、政府のアクションはブレイクスルーという点で興味深いとは思いますが、フリーランチはない、ということだと思う。

森本委員

石田委員から、賃金を上げるという企業の意思決定は非常に難しいもの

だという話があったが、企業で生きてきた者として、私もそのように思う。ただ過去に 2%を超える物価は、資産バブルがはじけた 90 年を過ぎた辺りから 93、94 年頃で、需給ギャップも改善し、バブルの後で賃金も上がっていた時であり、まさに全体がそういうことでないと物価の 2%という力強さは出てこないと思う。いずれにせよ、企業が賃金を上げていくということは非常に厳しいと思うが、こういう円安・株高のもと、収益が改善していくと、当然ながら企業は雇用者を大事にしているので、雇用者にも還元していこうという意味はあり、ボーナスなどではそういう動きは出てくると思う。また、これから女性の労働参加などで条件整備が図られていくと思うので、家計所得が総合的に底上げされていく中で、全体がバランスよく改善していくことを期待している。

山口副総裁

企業の生産性が上昇しその結果として賃金が増えるというところが正道だと思うが、ここ 10 年位の企業行動を振り返ってみると、設備投資に慎重、雇用を増やすことにも慎重、賃金を増やすことにも慎重と、あらゆる面で慎重さが目立つ企業行動であった。これには、一つは 80 年代のバブルの処理の過程でリスクを避けることが自社を守るための最善の策だという思い込みがかなり浸透してしまったということがあると思う。そのうえ、最近ではリーマン・ショックが相当大きなショックとして加わったため、企業行動がさらに慎重な方向に傾いているということもある。従って、ただ賃金を上げろと言っていても無理はあると思うが、何かのきっかけを与える努力、背中を多少とも押してやる努力は色々な面で必要かもしれない。それは規制緩和かもしれないし、税制改革、貿易自由化かもしれない。こういったものと一体となる形で、賃金や雇用のあり様について見直しの余地はないのかという問いかけを企業に行っていくとすれば、それは一つの合理的なやり方だ。賃金だけを取り上げ、どんどん上げろと言っていても、最終的には、賃金の上昇か雇用のカットかという二者択一を迫るだけの話になってしまう。全体としては、その辺りのバランス

が重要だと思う。

白川議長

この点について粗方の議論ができたが、賃金の問題をこういう文脈で議論するのは、デフレから脱却していくうえでも有用な議論であり、改めてわれわれ自身がどのような姿を実現しようとしているかを深く考えていく材料を提供していると思う。企業に対しひたすら賃金を上げろと言っても、企業経営者は企業を守っていくという動機があり、今でもそのために一生懸命やっている訳である。ただ単に説教をして事が動くほど簡単ではない。あくまでも一つのきっかけという話だと思う。東証の上場企業の43%が実質無借金で企業全体の手許流動性が益々増えている。増えたキャッシュの使い道は、論理的には、国内で投資するか、海外で投資するか、賃金を増やすか、株主に返すか、の4つしかない。ただ単にキャッシュで積み上げていくという事態は望ましくないと思う。勿論、日本のバブル崩壊、直近ではリーマン・ショックがあり、いざという場合に流動性が大事だということは貴重な教訓だが、企業が考える最適な流動性水準を超える部分は、この4つのどれかで世の中に帰って行くものだと思う。企業経営者は当然合理的な行動を採るはずだが、もしそうでないとすると、例えば、なぜ投資を行わないかと考えると、規制や税制といった外部環境か、企業経営自身を規定するインセンティブ、ガバナンスの問題だと思う。政府が強力に規制緩和を進めていくことに大いに期待をしているが、ガバナンスは地味なテーマではあるが、多くの場合、「本質は細部に宿る」ということでガバナンスの問題も大きいと思う。先程も白井委員の話に出ていたが、ドイツと日本の比較という面でも、ドイツは2000年代前半にガバナンス面での大きな改革を行っている。企業倒産を含め経済の新陳代謝を良くしていくための色々な仕組みを変えていった訳だが、私自身、規制緩和だけではなく、ガバナンスの改革との両方が必要であって、その上でなおかつ残るある種の社会的なノルムがあって、それについては今回の政府の働きかけは一定の有用性はあると感じている。

ただ、賃金や労働慣行自体は日本銀行のマンデートではなく、非常にセンシティブな 이슈でもあるので、日本銀行としてどのように情報発信していくか、どのようにものを言っていくのが良いかは難しいが、中央銀行として適切な情報発信の必要はあると感じている。

他にないか。それでは、ここで休憩を取って、10時45分に再開する。

(10時34分中断、10時45分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

白川議長

それでは議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等についてお一人5分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは木内委員から願います。

木内委員

わが国の金融情勢は、本行による強力な金融緩和策推進の効果などから、極めて緩和的な状態が続いている。一方、国内経済には依然弱さが残っているものの、持ち直しの兆候が確認され始めている。こうした環境下では、前回決定会合で決定した2%の「物価安定の目標」導入や2014年からの無制限の資産買取り策の効果を見極めることが何より重要だと思う。そのため、今回は実質ゼロ金利とする金融市場調節方針を維持し、資産買取りなどの追加の緩和措置を見送るのが適当と考える。

前回決定会合では、2%の「物価安定の目標」導入を決定した。その達成は決して容易でないということを踏まえると、これは非常に重い決定であったと改めて思う。ただし、政府、日銀、企業そして国民が一丸となって日本経済を再生していくための共通の一種のスローガンとしての役割を果たすということは期待できるのではないかと思っている。

前回決定会合後の金融市場の動きを振り返ると、円安・株高での推移と

なった。これは様々な要因による訳であるが、本行の決定が金融市場の期待形成に一部影響を与えた可能性もあると考える。こうした期待が後退してしまうことがないように、今後の情報発信や政策運営では注意を払う必要があると思う。ある情報通信会社が債券市場関係者等を対象に行ったサーベイによれば、債券市場関係者の多くは、2%の物価上昇率達成は「極めて困難」と回答し、達成可能とした関係者も「向う2~3年は困難」としている。それを説明するコメントでは「金融政策だけでは達成できない」、あるいは「消費者の購買力低下や金利上昇などを生じさせてしまう」など、達成に向けた障害が大きいことが多く指摘されている。この調査結果は、2%の「物価安定の目標」の達成可能性に対する金融市場の懸念を反映していると言えるが、これが今後目標実現に向けた本行の姿勢に対する疑念へと転化してしまうことが心配である。そうなれば政策効果自体が減じられてしまう可能性があるためである。こうした事態を回避するためには、今後も2%の「物価安定の目標」実現に向けた本行の姿勢を強くアピールする観点から、足許の景気並びに金融市場の動きに必ずしも左右されない形で、必要に応じて追加の緩和措置の実施をすることを検討すべきと考える。

今後の政策運営に際しては、政府との連携強化と、政策効果により配慮した資産買取りの2点を大きな軸に検討していくのが適切ではないかと私自身は考えている。第一の点については、政府との協調、連携強化が、今後より効果的な緩和措置実施の余地を広げるのではないかと考えている。第二の点については、資産買取り策では、単に残高を積み上げることに注力するのではなく、包括緩和が本来目指している市場価格への影響を通じた政策効果の発現といういわば原点に立ち返った運営が重要であり、それには外部から理解を得るための情報発信も重要だと考える。これはいわば量から質への転換である。以下では、こうした問題意識をやや詳しく申し上げる。

共同声明で謳われたように、本行と政府が物価安定のもとでの持続的な経済成長の達成に向けて強く連携するもとで、実効性の高い政策を実現し

ていくためには、積極的な対話を通じて、金融政策運営に関する本行の考えを政府あるいは国民にさらに深く理解してもらうことが前提になると考えている。特に重要なのは、本行は「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を事実上の最終目標としている点、金融政策が物価に与える影響については、期待を下支えするという経路も然ることながら、需要に働きかけ需給ギャップの改善を促す経路を引き続き重視している点、中長期のインフレ率のトレンドは生産性上昇率、潜在成長率といった供給側の要因、いわば成長力によって決まる部分も大きいと考えている点などである。ただし、前回申し上げたが、こうした認識の共有はまだ十分ではなく、強い連携のためには今後も政府との対話をしっかりと続け、それを通じて国民の理解を得ていくことが重要であると思う。さらに、本行と政府がそれぞれの役割を果たすことを確認することにとどまることなく、具体的な協調策へと結び付けていく努力が重要であると感じている。ここでいう政策連携が、財政ファイナンスを意味するものでないことは改めて言うまでもないことであると思う。財政ファイナンスがいわば禁じ手であるだけでなく、その実施への疑念が金融市場に生じることさえ、厳に避けなければならない。仮に、そうした事態となれば、財政政策への信認が大きく揺らぎ、財政危機が生じ、それが金融危機へと容易に結びつき、経済活動に甚大な打撃を与える可能性が生じる。その場合、国民の生活の質は今よりも格段に悪化してしまうということを認識しておかなければならない。

他方、政府が共同声明の中で財政規律を重視する姿勢を明確にされたこと、また2015年度までにプライマリーバランスを半減させ、2020年度までに黒字化するという財政健全化目標を閣議決定されたことで、こうした財政ファイナンスという懸念が金融市場に浮上する、あるいは高まるリスクはその分減じられたと思う。補正予算を通じた財政出動と中期的な財政健全化との整合性などに関し、政府による追加的な情報発信の努力がなされ、こうした政府の姿勢が金融市場に一段と浸透していけば、本行が、財政ファイナンス懸念を高めることなく、国債の買取りを拡大する余地が広

がり、それが2%の物価目標達成を助けることに貢献すると思う。さらに、第二の点に関わるが、こうした懸念が市場に生じるリスクが低下すれば、償還期限のより長い長期国債、例えば5年までの国債を基金で買い入れる余地も広がると考える。この措置を通じて長めの金利低下を促すことで、経済や株式市場に好影響をもたらすことが可能になると考えている。これは資産買取りを円滑に実施することを目的にするのではなく、イールドカーブに影響を与えて、政策効果を高める観点から検討すべきであると考えている。

また、同様の二つの観点から検討に値するのがリスク資産の買入拡大である。リスク資産の買入増額には、本行のバランスシートが毀損されることが大きな潜在的コストとして挙げられるが、事前に政府がその損失を補償するといった取極めをしておくといったことで、政府との協調のもとでリスク資産を買い増す余地を拡大できるのではないかと考えている。以上である。

白川議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、長短金利が極めて低い水準で推移するなど、引き続き緩和した状態となっている。短期国債レートは、基金の短期国債買入ペースの加速を受けて需給がタイトとなる中、付利金利引き下げに対するマーケットの警戒感もあって低下し、0.1%を下回って推移している。債券市場では、5年債利回りが既往ボトムを更新し、2年債利回りも約10年振りの水準まで低下する局面がみられるなど、短中期ゾーンを中心に低下圧力が一段と強まっている。こうしたもと、企業の資金調達コストは低水準で推移している。金融機関の貸出態度も改善した状態となっており、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に引き続き緩やかな回復傾向にある。

次に、為替市場では、ドル／円は本邦貿易赤字や本行の金融緩和に対する思惑、堅調な米経済指標などから円安傾向が続いている。またユーロ／円では、市場のリスク回避姿勢が後退する中で、3年物LTROの期限前返済額が市場予想を大きく上回ったことなどをを受けてユーロ高で推移している。株価については、円安の動きが好感され上昇している。こうした動きは、企業収益やマインド面でプラスに作用しているが、スペインやイタリアの政局不安が金融資本市場に影響を与えることが懸念されるほか、米国の歳出自動削減を巡る交渉などの不確実性も残っており、これらを注意深くみていく必要がある。

以上の金融面の動向や前段で議論した経済情勢を踏まえた金融政策運営であるが、次回までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当であると思う。また、本行は2%の「物価安定の目標」のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指している。本行では、この目標の実現に向けて、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進していくこととしており、併せて、金融機関による成長基盤強化の取組みと貸出の増加を支援している。こうした総合的な取組みを着実に実行するとともに、金融経済環境を点検しながら適時適切に対応していくことが重要であると思う。

こうしたもと、足許の基金の運営状況をみると、本年は50兆円を上回る資金供給が予想されるなど、本行の潤沢な資金供給が続くもとで資金余剰感の強い状況が続いている。こうした中、短期国債の買入れレートは需給タイト化により0.1%からの下方乖離幅が拡大しているほか、固定金利オペでは札割れが多くなっている。固定金利オペの札割れの背景には、市場の付利金利引き下げへの見方が払拭されていないもとで、固定金利での長めの資金調達を行うことに対する慎重姿勢がみられることや、短期国債買入れの進捗がレポ市場への調達シフトを促し、結果的に固定金利オペの需要を減らしていることがあるとみられる。根雪的な資金需要に対応するために、金融機関には固定金利オペに対する一定のニーズはありとみられ

るが、これらの環境を前提とすると固定金利オペの残高を維持していくことはなかなか容易ではないものと思う。

また、しばらく先ではあるが、6月頃に予定している貸出増加支援による資金供給の実施も、基金の固定金利オペへの需要を下押しする要因になるとみられる。しかし、本行としては、強力な金融緩和を進めるうえで、本年6月末と12月末の極めて高水準な基金の残高を約束しており、これを達成することで金融政策への信認を確保していくことが非常に重要であると思う。前回決定会合以降のオペにおいても、短期国債のオファー額を増減させることなどを通じて資金需給をコントロールしながら1か月物など短めのオファーをすることにより、足許は何とか札割れを回避している。今後も、運営面において、市場の資金需給を注視しつつ、こうした様々な工夫を通じて基金の残高を達成する取組みを全力で継続していくことが大事だと思っている。以上である。

白川議長

それでは白井委員お願いする。

白井委員

2012年半ば以降、欧州のテールリスクの低下、米国の財政の崖の回避、世界経済の安定化の兆しを受けて、世界の投資家のリスクテイク姿勢が積極化しており、実際、対外証券投資は、わが国向けを含めて債券から株式へと振り替わる動きがみられている。日本国内でも引き続きREIT市場では東証REIT指数が上昇基調にあるうえに、株式市場では外国投資家のほか個人投資家の取引も活性化しており、金融緩和がある程度のリスクテイクに繋がっており、望ましい動きと言える。国内では株高と円高修正が一段と進んでおり、CP・社債市場も一部の業績が芳しくない発行先を除けば比較的安定して推移している。

現行の金融緩和政策では、12月の決定会合において2013年について資産買入等の基金の10兆円の増額により合計36兆円の積み上げを決定した

ことに続き、1月の決定会合では持続可能な「物価安定の目標」として2%を掲げたうえで、2014年以降は「期限を定めない資産買入れ方式」を導入し、当分の間、毎月13兆円程度の金融資産買入れを行うことを決定した。その結果、2014年の基金残高は10兆円増えた後、それ以降は残高維持される見込みである。また、実質的なゼロ金利政策と金融資産買入措置はそれぞれ必要と判断される時点まで継続されるので、従来のコミットメントの仕方を踏まえれば、実質ゼロ金利政策は資産買入措置よりも長く維持されるとの考え方が自然な解釈だと思っている。なお、時間軸表現については2%を目指してコミットメントを強めたという意味で、従来よりも金融緩和姿勢が強化されたと捉えている。私自身は2%が望ましいインフレ率と思っているので、その実現に向けて最善を尽くしていきたいと考えている。

そのうえで、一つ懸念される点は、先程も指摘したようにCPIが2月から5月にかけて段階的にマイナス幅を拡大することが予想されている点である。この点については、前月、今月の公表文や金融経済月報でも明記しているが、日本銀行のデフレ脱却に向けた姿勢にブレがない点について誤解のないように十分な説明を継続していく必要があるように思う。なお、足許の金融調節の状況をみると、基金買入れについては、付利金利の引き下げ期待が根強いもとで、固定金利オペが長めのものも中心に札割れになる一方、短期国債買入れオペの金利が急低下する状況が生じており、場合によっては、今後の基金積み上げに影響が出かねない状況となっている。については、今後の積み上げが難しくなる部分については、短期国債あるいは長期国債の買入れへの振替えを検討していくのも良いのではないかと考えている。

次に、足許では景気が下げ止まりつつあるものの、景気回復に向けた下振れリスクが依然として大きい点を考慮すると、近い将来に一段の金融緩和を検討していく必要があるかもしれないと考えている。当面考えられる手段としては、①資産買入等基金による長期国債の買入年限の延長に基づく増額、②付利金利の引き下げまたは撤廃、③リスク性資産の買入増額の

三点が論点になるように思っている。この三点について予め私の見解を申し上げておきたいと思う。

まず、一つ目の長期国債買入れの年限の延長に基づく増額についてであるが、これまでも幾度か指摘してきたが、残存期間5年へ延長するのが良いと考えている。これまで基金による国債買入れについて残存期間を1～3年としてきたのは、企業の銀行借入れが3年程度であるということが根拠となっていたが、企業がもう少し先、具体的には5年先辺りまで経営計画での見通しを立てていることが、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」や2014年開始予定の日銀短観の「企業物価見通し」予備調査でも明らかである。従って、より直接的に長めの国債利回りの低下を促すことにより、先行きの金利見通しについて一段と安心感を与え、設備投資などを多少なりとも刺激する効果が期待される。

二つ目の付利金利の引き下げまたは撤廃については、超短期ゾーンの金利引き下げによってイールドカーブを押し下げる金融緩和効果が期待できるので、私自身は将来的に取り得る選択肢の一つとして考えている。しかし、短期、中期金利の下げ幅は最高でも0.1%程度であり貸出金利への影響は極く僅かであるし、その他の長所、短所についても検討する必要があることから、現時点では長期国債の年限延長の方が有力な手段であると考えている。

三つ目のリスク性資産の買入増額については、有力な選択肢ではあるが、問題は資産価格の下落局面では日本銀行のバランスシートに多額の評価損をもたらし、国庫納付金が激減あるいはゼロとなる可能性にある。さらに自己資本の毀損が進み、政府による増資支援を受ける場合には、金融政策の独立性の問題が生じかねないとの外部の見解も耳にする。IMFはベストプラクティスとして、中央銀行は財政基盤の健全さを維持すべきであり、中央銀行がリスク性資産などの買入れによってどの程度リスクを取り得るかについて政府と協議し、場合によっては事前に損失分担ルールで合意しておくことが重要だと指摘している。因みに、イングランド銀行では、子会社を通じて国債等の資産買入れをしてきたが、買入れに伴う損失は財

務省が負担することが取極められており、その影響もあってか国債などの買入残高は世界金融危機前の10倍を超える規模に拡大している。政府とこのような取極めをしない場合には、通年ベースでの赤字決算や一時的に債務超過に陥る可能性を容認するのかなどを含めて、われわれも議論を深めていく必要があるように思う。その際、VaRに基づくリスク量を算出し、それと自己資本との兼ね合いで日本銀行のリスク性資産の買入余力を決定する従来のやり方についても、再検討が必要だと感じている。

以上の三つの案の他に、大局的な視点から日本銀行の資金供給オペを展望した場合、以前にも指摘したが、資産買入等基金といわゆる輪番オペとの統合を考えたほうが良いと考えている。その理由は三点ある。第一に、フローの平均残存期間は輪番オペが約4年、基金が2年であるので、基金でより長期の国債を買い入れるようになると、両者の区別がつきにくくなるという問題があるからである。第二に、輪番オペは中央銀行の長期的債務である銀行券の見合いとして長期国債を買い入れるオペであるが、現在では名目GDPの伸びをはるかに超えて銀行券発行残高が増えており、それは金融緩和政策による銀行券保有の機会費用の低下等に起因しているように見受けられる。つまり、銀行券が長期債務あるいは成長通貨であるという論拠は成り立ちにくくなっているように思える。事実、日本銀行と同様なアプローチを採ってきた米国や英国の中央銀行は、金融緩和を実施中の現在はそうした区別を取り止めている。第三に、輪番オペも基金による買入れも期限を定めないフローの買い方であるし、国債買入れによって長期金利を下押しする金融緩和効果がある点では共通しているので、統合した方が国民には分かりやすいと思う。ただし、統合に向けては幾つかの技術的な課題があるので、可能であれば執行部に検討して頂ければと思っている。また、重要な問題は銀行券ルールを取扱いであるが、基金による長期国債買入れを合わせれば銀行券発行残高対比で110%を超えている。従って、政府による中期財政健全化の方針に基づいて、このルールの変更または撤廃をするのか、あるいは金融緩和実施の間は一時的に大幅に超えることを容認して緩和解除後に徐々に引き下げるとのスタンスを明確に

するのかなど、ルールのあり方について再検討していく必要があると思っている。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

金融環境については、昨日の執行部からの説明に違和感はない。引き続き、緩和した状態にあると考えている。ただ、私はこの点少し踏み込んだ印象を持っている。このところ金利に一段と低下圧力がかかっているということであるし、加えて株価も上昇している。為替も円安方向で推移しているので、広い意味での金融環境はさらに緩和的になっていると認識している。こうした金融環境については、先般の金融緩和を含め、日本銀行の金融緩和の効果が浸透してきている面が大きいと考えている。ただし、最近の金利の動きは、物価の先行きに対する市場の見方が慎重であることを反映している面があり、手放しには喜べないところもあるように思っている。また、金利が歴史的な低水準となっていることを踏まえると、先行きの金利反転リスクにも注意が怠れないと思う。この点、そうしたリスクをしっかりと抑制していくうえでは、財政規律に対する信認を維持していくことが重要であると思っている。

この間、企業が直面する資金調達コストは、歴史的な低水準で推移している。資金のアベイラビリティ一面でも、ローン・サーベイにおいて、引き続き金融機関の積極的な貸出姿勢が確認されたほか、企業からみた金融機関の貸出態度も緩和的な状態が続いている。こうした緩和的な金融環境のもとで、運転資金や企業買収関連を中心に、資金需要の増加がみられているという状況である。

次に当面の金融政策運営について述べたいと思う。前回の決定会合では、

金融緩和を思い切って前進させるために、新たな金融政策運営の枠組みを導入した。その一つが、「物価安定の目標」の導入であり、もう一つが、そのための手段として「期限を定めない資産買入れ方式」と新たなコミットメントの枠組みを採用したということである。そのうえで、2014年の初めから月額13兆円程度の金融資産の買入れをオープンエンドで行うという実弾を撃つ決定も行った訳である。今後については、この新たな枠組みのもとで、経済・物価の情勢を点検しながら、金融緩和の効果、波及を見極めていくことになる訳である。そして、今回、経済・物価の情勢を点検すると、やや明るさを強めながら、基本的に前回会合時の見通しに沿った展開になっており、金融市場調節方針及び資産買入額については、現状維持が自然な判断ではないかと思っている。

最後に、固定金利オペの札割れについて述べておきたいと思う。既に委員方からご指摘のあったとおりであるが、最近の札割れの背景としては、金融緩和の程度が強まる中で、金融機関の資金需要が十分充足され、日本銀行の資金供給に依存する必要性が低下している面がある。こうしたもとで、現状においては、固定金利オペの資金供給期間を柔軟に見直すなどして、資産買入等の基金の着実な積み上げを行っているところである。ただ、今後の状況によっては、短期国債オペへの振替えなどの措置を講じる必要もあるかもしれないと思っている。次回の決定会合に向けての課題として考えておきたいと思っている。以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

金融環境に関しては、昨日の執行部報告で私も違和感ないので、早速であるが、金融政策運営に関する意見を申し上げる。

前回会合では、展望レポートの中間評価を行うとともに、新しい「物価安定の目標」を機関決定し、さらに「期限を定めない資産買入れ方式」を

導入して、思い切って金融緩和を前進させた。この追加緩和も織り込んで、先行きの経済・物価見通しについて、例えば 2014 年度では GDP 成長率 +0.8%、CPI インフレ率 +0.9% との政策委員の中心シナリオを示した訳であり、今後、この見通しをしっかりと踏まえつつ、わが国経済が物価安定のもとでの持続的成長に復していくよう、状況をしっかりと点検していく必要がある。

そう申し上げたうえで、前回会合で私自身は、資産買入れの措置に加えて、一段と強力な金融緩和を推進するために、実質的なゼロ金利政策について、別途、継続期間を設けることが適当と判断し議案を提出したが、その考えに現在も変わりはない。すなわち、「消費者物価上昇率 2% の実現を目指し、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策を継続する」ということが重要だと考えている。その背景としては、前回も申し上げたが、まず第一に、実質的なゼロ金利政策は、将来の短期金利の予想に働きかけるオーソドックスな緩和強化策であり、第二に、2% 達成を見通せるまで継続するとのガイダンスを示すことで、目標実現に向けて一段と強い意思を示して、人々のインフレ予想に対してもより強く働きかけることが期待できるという点である。そのうえで、重複して恐縮だが、提案したい内容について改めてお示しすると、「消費者物価上昇率 2% を目指し、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策を継続する。それにより、資産買入れ等の措置とあわせて、一段と強力な金融緩和を推進していく。ただし、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうか確認していく」ということである。そして、この内容を、仮に今回の対外公表文に盛り込むとすると、「日本銀行は、新しい物価安定の目標の実現を目指し、①実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、②金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する」という表現になろうかと思う。この内容を含んだ対外公表文を議案として後程提出したいと考えている。

以下では、前回議論になった論点の中で、二点申し上げる。第一点は、将来の予想インフレ率や潜在成長率などの動向に関する不確実性の問題、第二点は、資産買入れの継続期間との対比の問題について、若干補足してコメントしたい。まず、最初の不確実性に関しては、先々、予想インフレ率や潜在成長率に関して不確実性があることはそのとおりであり、私自身も強く認識しているが、その場合にまず下振れリスクが顕在化する場合には、さらなる追加緩和という対応になると思われる。従って、ここで懸念される不確実性とは、主として上振れリスクが顕在化して、ゼロ金利の継続期間が長過ぎる、あるいはビハインド・ザ・カーブとなるリスクと考えられる。具体的には、インフレ率のオーバーシュート、本格的な信用拡大を伴う資産価格バブルといった問題が考えられるが、それらは適切に対処可能であると考えている。すなわち、インフレ率のオーバーシュートについては、例えば足許のインフレ率が1%台半ばを超えて立ち上がってくるという状況になれば、恐らくその時点において、近い将来の2%達成の見通しと照らし合わせながら、適切な判断が可能であると理解している。さらに言えば、インフレ率を2%を軸に安定させるためには、多少のオーバーシュートのリスクも許容するという判断もあろうかと思う。また、資産価格バブルについては、かつての日本のバブル期のように、潜在成長率が3%を超えて上昇し、貸出の大幅増加を伴って資産価格あるいは不動産価格も大幅に上昇するといった状況が生じれば問題だが、現状そうした事態は想定しがたいと思う。いずれにしても、金融政策の枠組みとして、「金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的成長を確保する観点から、問題が生じていないか確認していく」としていることから、仮に上記のような上振れリスクが顕在化した時にも、適切な政策判断ができるかと理解している。

次に、二つ目の論点である資産買入れの継続期間との対比についてであるが、改めて整理して考えると、今後の資産買入れに取り組むフェーズは、大きく分けて、残高を積み増す時期、残高を維持する時期、残高を減らす時期の3つあると思う。そして、ゼロ金利政策との関係では、少なくとも、

残高を積み増す間は強力な金融緩和が必要な時期であるから、ゼロ金利政策も据え置かれるのが自然である。逆に言うと、ゼロ金利を解除する可能性が出てくるのは、例えばF e dの現在の計画と同様であるが、残高の積み増し期間が終了して以降と考えられる。以上のことをまとめると、ゼロ金利政策の継続期間は資産買入れの残高積み増し期間よりも長くなると私自身は考えている。因みに、それ以降の残高を維持する、あるいは減らす期間では、フローでの買入れを同じペースで継続している、ペースを落として継続している、フローでの買入れを終了している、資産を売却しているといった色々な状況が考えられるが、それらのもとで、リスク要因など状況次第では、ゼロ金利を解除する可能性も相応にあり得るとみている。以上、政策について申し上げた。

最後になるが、次回までの金融市場調節方針については、現状維持が適当と考える。

白川議長

西村副総裁お願いします。

西村副総裁

国内金融市場については、月報概要の評価に違和感はない。情勢判断についても今までの委員方とほとんど同じなので、単刀直入に政策判断を申し上げる。

金融経済情勢で言及したように、足許国際金融市場ではリスク回避姿勢がかなり後退し、海外経済にもプラスの動きがみえ始めている。円高修正も続き、株式市場は回復している。さらに企業や家計のセンチメントも大きめの回復を示している。これに対して、実体経済のハードデータは漸く回復の兆しがあるが、依然として脆弱な状態は続いていると考えている。加えて、現在の市場の動きは、今後の日本の金融・財政政策、日本以外の主要国での金融・財政政策の方向性の違いに注目した思惑先行の展開になっていると思う。第1ラウンドで申し上げたように、海外経済から吹い

ている日本にとっての順風は必ずしも確かなものではなく、このところの経験から考えると、大きく下振れる不確実性が解消された訳ではないと考えている。金融政策についても、日本、他の主要国の方向性についての思惑が急激に変わる可能性についても十分に注意が必要である。

そこで金融政策であるが、基本的な考え方は前回会合と変わっていない。もう一度確認すると、第一に、資産買入等の基金については、期限を定めない無制限の資産買入方式を、来年初からではなく直ちに導入する、第二に、いわゆるコミットメントは2%を目指すという明確に具体的な形にするということである。つまり展望レポートおよび中間評価時点の物価見通しについて、現在の今年度、来年度、再来年度に加えて、その次の年度を加え、政策委員の物価見通しの中央値が再来年度に当面の目途の1%を超え、さらにその次の年度に2%までの中間点である1.5%を超えるまで、実質ゼロ金利のもとでの無制限買入れにコミットするのが望ましいと考えている。しかし、前回と同様、政策委員会の一致したメッセージを出すことは今回も重要と考えているので、多数意見に従いたい。次回までの金融市場調節方針も、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%で推移するように促すという現状維持が適当であると考えている。

最後に、資産買入等の基金の中で固定金利オペの札割れについて、今までも議論があったが、これは金融政策の方向性についての思惑が相当大的な影響を与えていると思う。そのため、当座預金残高から特にキャピタルゲイン狙いの短国や残存期間の短い長国へのシフトが生じていることが大きいように思う。こうした思惑が今後どのように変わっていくのかということについては、劇的に変わる可能性もあるので、必ずしも読み切ることはできないように思う。従って当面は応札状況を見守りながら、必要に応じて工夫していくという形で、次回もう一度検討し直すというのが望ましいのではないかと考えている。以上である。

白川議長

石田委員お願いします。

石田委員

私からは、基金のオペについて絞って申し上げます。現状、基金での国債買入れ、特に長国分について困難が生じてきている。銀行の投資部門等が、付利撤廃等の思惑からキャピタルゲインを狙いバイ・アンド・ホールドの意向が強く、入札に大きな困難が伴うとの判断である。既に2年物新発は0.03%まで下がってきているので、ここまで下がると、一般論で言えば、この先付利撤廃があってもキャピタルゲインが然程出る水準ではないと思う。問題は、この様な状況下でも本行が多額の買入れを実施すると、本行の買入レートが実勢を大きく下回り、場合によってはマイナス金利となる恐れがあるということである。この間の事情は、今後固定金利オペの未達分を負担するであろう短国の入札についても予想されることである。私は、現在の基金の規模からして、残高が積み上がっていけばいずれ3年までのレートはゼロ%に限りなく近づかざるを得ないと考えているが、現状、本行の買入れにより短国にせよ長国にせよ、マイナス金利の取引が出ることは回避できるのではないかと考えている。現在の買入れの仕組みは、恣意性の排除、透明性の確保等の観点からオファー時に買入れの対象に加えて買入金額を明らかにしている。現状、巨額の買入れが若干の日を置いて連続的に執行されるという状況では、応札者は入札金額を複数口に分割して入札レートを高いものから順次低いところまで設定して応札して行くことができる。こちらは発表した金額まで買い入れる必要があるから、実勢レートより明らかに低いレートでも金額の範囲内であれば買い入れることになる。また、応札者の方は低すぎて落札できなかった分については日を置かずまた入札があるので、そこでもう一度前回の下限レートを参考にしつつ応札すれば良いということになる。元来、入札者がオペを裁定の手段とし、ある程度の利益を上げることを企図することは、入札のインセンティブとして当然のことであり、それ自体問題ではないと思うが、テールが長くなり落札下限レートが低下することが、さらに次の落札下限レートの低下につながることであり、そういうことは買入れの安定性を損ない

好ましいことではない。私としてはそのように考えている。対応策としては、入札に当たり一定の最低買入金額を、例えば今までの1/3なり1/4なりの最低買入金額を示し、応札レートをもて最終買入額を設定する方式を採るべきであると思う。そして実勢レートからあまりかけ離れたレートははねることとし、応分のレートでの応札であれば多額であってもそれを受入れることとし、入札状況に応じて買入額を変動させていく必要があると思う。これを暫く続ければ、特にディーラーアカウントについて落札できなければレポレートとの間でネガティブキャリーの日が続くことになり、あまりにも足元をみた応札は牽制されるのではないか。また銀行ポートについては、元々ある程度合理的なものであるから、適切なマージンが落ちる程度の均衡点を見付けていくことが可能かと思う。

入札下限金利については、現状、本行がマイナス金利に応じなければ、他にマイナス金利で買う者はいない。これは付利が撤廃された場合でも同様だと思う。本行がマイナス金利に応じないということが明確に理解されれば、入札側はそれを前提に新発の応札レートを考えざるを得ないと思う。勿論、入札下限金利をゼロ%としなければならないということではない。十分なコミュニケーションを通じて適当な水準を探り、入札の安定を図っていきたいと思う。特に短国については、ディーラーアカウントも多いため、レポレートの水準との兼ね合いもあり、本行と金利で綱引きするよりは、鞘は小さくても回転を効かせて新発買入れ・オペ入札を繰り返す方が得だと思うはずである。ただし、この方法を実行し、入札が安定するまでには若干の時間がかかる。この間、基金残高の積み上げのスピードがある程度落ちる恐れがある。しかし、市場で適切な価格での取引が行われることを確保することを優先すべきだと思うし、基金のためにもまず安定した入札体制を確立することが先決だと思う。積み上げが遅れることについては、タイミングをみて市場への説明をよく行うことが大切だと思う。なお、現在、長国の方が問題が大きい訳だが、今後、固定金利オペを短国買入に振替えていくこととなると思うので、短国買入についても同様の対応を実施していくべきだと思う。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、無担保コール（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するように促すという方針を維持することが適当であると考えている。私からは以上である。

白川議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合において、私は、物価安定の目標を2%とすることに反対票を投じた。2%の物価安定目標が持続可能な物価の安定と整合的と判断される物価上昇率を大きく上回るという考え方は、今も変わらない。一方で、2%の目標は既に日本銀行の機関決定であり、政府と共同声明も取り交わしている。この点を踏まえ、今後は2%の目標を所与として政策決定に貢献することが一委員として適当であると考えているので、以下では2%の物価安定目標をすべての前提として今後の政策のあり方について申し述べる。

最初に、金融環境について申し上げる。今般、本行が新たに掲げた2%の物価安定目標を前提に標準的なテイラー・ルールを適用すると、見方にもよるが、これまで1%の「物価安定の目途」のもとで概ね中立的であった金融の緩和度合いがやや後退し、足許はやや引締め的との評価もあり得ると思う。その点、量的な側面あるいは金利水準や信用スプレッド、さらには資金のアベイラビリティ等からみた金融環境は、確かに執行部報告どおり「緩和した状態」と言えるかもしれないが、新たな2%の物価安定の目標のもとで、これまでと同様の観点から単純に金融環境を「緩和的」として良いかどうかはやや疑問なしとしない。ただし、以上は問題提起でありコンセンサスには従うつもりである。

足許の金融環境が、テイラー・ルールの見地から仮に十分に緩和的でないとするれば、それを中立的ないしは緩和的な状態に持つていくための方策は、四点あると思う。一点目に潜在成長率を高めること、二点目に需給ギャップを回復させること、三点目に現実のインフレ率を引き上げること、

四点目に政策金利をさらに引き下げることである。四点目の政策金利の引き下げを除き、いずれも短期的には本行だけの努力では難しい。また、四点目の政策金利は非負制約があり、引き下げ余地は限定的である。とはいえ、目先はややテクニカルな要因もあり消費者物価の前年比下落率拡大が見込まれ、テイラー・ルールでみた緩和度合いは一段と後退、あるいは引締め度合いが拡大することとなる。こうしたことから、先般導入した「期限を定めない資産買入れ方式」に加え、先行きも成長率や期待インフレ率のテコ入れのため、金融緩和の強化に向けた不断の創意と工夫が必要と思われる。

一方で、私は足許マーケットで形成されている金利水準に注目している。中短期ゾーンの市場金利は、このところの本行による超過準備への付利金利水準引き下げの観測などを映じて 2 年ゾーン中心に低下が目立っている。こうした動きは、付利金利引き下げ実現の場合のキャピタルゲイン狙いの買いで弾みがついた感があり、スペキュレーションが先行し過ぎている面が大きいと思われる。しかし、先行き資産買入等の基金を年末 101 兆円という未曾有の規模に積み上げ、さらに 2014 年に 10 兆円程度上積みする過程では、現在の枠組みで基金残高の積み上げを目指す限り、いずれ近いうちに本行の買入れが短期市場や国債市場における価格形成に一段の歪みをもたらすということは避けがたいとも考える。別の言い方をすれば、101 兆円超の資産積み上げの過程で市場金利の一段の低下を招くことはある意味自然な流れであり、それがまさに資産買入れによる金利を通じた緩和効果の発現であるとも言える。その点、私としては、目先資産買入れを進めていく過程で、市場金利に追加的に加わる低下圧力やそれが為替レートに間接的に及ぼす影響を注視している。ただし、こうした買入れを進めていく過程で、買入金利が目先マイナスとなる可能性も高まっているように見受けられる。仮にマイナスとなる場合、それが一過性のものとなるか、あるいは持続的なものなのかが重要である。というのも、マイナス金利での買入れが定着した場合、果たしてそれが真に金融緩和の強化となり得るのかどうかはやや疑問だからである。仮に、本行の買入れにおいてマイナ

ス金利が定着し、国債もオーバーパー発行といった事態となれば、マイナス金利が市中金利に浸透することとなる訳だが、その場合は例えばMR Fのような元本保証型の金融商品が成り立たなくなるなど、短期市場への影響は大きく、またその広がりについては予見できないリスクが内在しているように思われる。逆にマイナス金利が一過性のものであれば、短期市場への影響をあまり懸念する必要はないと思われる。

本行のP/Lへの影響も考慮すべきポイントである。本行は超過準備への付利金利を0.1%とする一方で、オペ先金融機関から国債を0.1%以下の金利で買い入れており、既にこの金利差分の収益、すなわち国庫納付金の一部が金融機関に移転していると言える状況にあるが、さらに仮にマイナス金利で国債を買い入れるということになれば、本行の利益を削って金融機関への所得移転を促すという構図が益々鮮明となる。本行は既に101兆円超の基金積み上げにコミットしており、その場合には超過準備の規模も現在の30兆円程度から80~90兆円規模に膨らむと見込まれるが、このように超過準備が拡大する中で逆鞘状態が定着すると、本行の利益——広義の通貨発行益——が枯渇して、自己資本を毀損し得る点にも留意が必要である。

このように考えると、マイナス金利での資産買入れが真に金融緩和の強化につながるのかどうか、また、さらなる金融機関への所得移転が適当なのかどうか、あるいは本行の財務の健全性の観点から問題がないか、といった観点から包括的に考える必要があると思う。仮にマイナス金利の定着を避けることが望ましいとの判断に立てば、例えば中長期国債の買入れで2~3年ゾーンの買入れを減らすとともに5年程度に年限を延長するといった方策を講じる必要があるかもしれない。あるいは、資産買入等の基金の枠組み自体を見直すこと、例えば基金買入れと国債買入れオペとの統合といった大枠としての方向性の変更を模索する必要があるかもしれない。この点、中長期国債の買入年限の延長や輪番オペとの統合については、これまでの私の考えでは、長めのゾーンの金利が過度に低下することで年金基金などを含めた広義の金融システムにストレスがかかるほか、銀行の

収益基盤を損なうことで貸出意欲にも影響する可能性があり、私はこうした方策が真に金融緩和の強化に繋がるかどうかという観点から、その効果についてはこれまでやや懐疑的であった。ただし、マイナス金利状態が広範に浸透することを防ぐ観点からは、こうした方策が先行き有効となるかもしれないとも考え始めている。ただ、私自身、論点が多過ぎてまだ頭の中を整理しきれていないこと、それから問題の発端である付利金利の引き下げ期待もどの程度持続性があるのか不確かであることから、本件は現時点では問題提起にとどめておきたい。

本行当座預金に対する付利金利の引き下げについて付言すると、以前の議論にもあったように、この問題は無担コール翌日物の誘導水準とセットで考えるべきであると思う。市場では現状 10bp の付利水準を 5bps 引き下げ、あるいはゼロとするとの期待が強いようである。仮に、市場の期待どおり本行がこれを 5bp に引き下げた場合、市場は次にゼロ%に引き下げることを予想するであろうから、結局、5bp は短期的な通過点にしかならない可能性があると思う。そうすると、以前の議論にもあったように、付利ゼロのもとでは今後の基金積み上げの不確実性が高まるほか、付利を撤廃した後、仮に経済の下方リスクが顕在化した時には、本行の追加的な政策オプションが限定されるというデメリットも考えられる。ということで、私自身は現状、付利下げのメリットについてやや懐疑的だが、そのプロ・コンについては引き続き考えてみたい。

最後にフォワード・ガイダンス政策について申し述べる。本行は実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置を、それぞれ必要とされる時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進することとしている。しかし、「それぞれ必要と判断される時点まで」という本行の主観的判断に依存するフォワード・ガイダンスは、金融政策の透明性の確保という観点からは問題含みである。適切なガイダンスの設定方法は各委員の物価観にもよると思われる。現状では各々の考え方に少なからず開きがあるようだが、前回会合ではこの部分の検討が率直に言って時間切れとなった感もある。今後委員の間で最大公約数的な一致点を見出していく努力が必要と

考える。私としては、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入等の措置のガイダンスを明確に区別し、目先は取り敢えず現実的な線として消費者物価上昇率 1%の達成に全力を注いで資産買入れを行い、その先は 2%が視野に入るまで緩和的な金融環境を維持する——実質的なゼロ金利政策維持とは、敢えて言わないが——といった 2 段階戦略が適當ではないかと考えている。以上である。

白川議長

皆さんの意見陳述が終わったが、まず金融市場調節方針については、私も含めて全員現状維持である。それから多くの方が、固定金利オペの札割れにどのように対応していくかについて問題意識を表明された。この点については、短期国債オペへの振替えや、先程石田委員の方からはオペの運営方式についての意見開陳もあったが、そうしたことも含めて、どのような対応があり得るかということ、これからまた議論をしていく必要があると思う。何人かの委員は 3 月の決定会合で議論をする必要があるのではないかという話もされたが、今回についてはそういう問題意識を持ちながら議論をしていきたいと思う。それから三つ目は、政策に関連した情報発信として、消費者物価の前年比がこの後一時的にどの程度のマイナス幅になるか分からないが、 -0.4% やその前後になるかもしれないとすると、日本銀行自身のデフレ脱却に対する姿勢との関係で誤解が生じやすく、これについてこれまでも勿論説明しているが、注意深く情報発信していく必要があるという指摘があった。それから先々の金融緩和の運営の方式について何人かの委員から問題意識の提起があった。宮尾委員からは、2%が見通せるまで実質的なゼロ金利を続けていくという趣旨の提案もあった。いずれにせよ、大方の意見は今回の会合で何か追加的な金融緩和措置をとった方が良いということではなかったと思うが、金融緩和の進め方については色々な問題意識があるということが提起されたので、これからも議論を深めていく必要があると思った。

以上が意見陳述を聞いての要約である。前回会合で 2%の物価目標を発

表した後、記者会見、講演、経済財政諮問会議、国会など色々な場で説明し、海外の中央銀行に対しても説明を行った。色々な場で色々なご意見を頂戴し、そうしたことを踏まえながらこれからもしっかりと政策運営をやっていく必要があると思うが、改めてその政策運営について、前回の会合で何を決めたのかということをもう一回振り返ってみたいと思う。

まず、物価目標であるが、幅広い主体によって競争力・成長力強化に向けた取組みが進展するという認識に立って、そのうえで2%の物価目標を設定したということである。先程佐藤委員の方からは、前回2%の物価目標については反対票を投じたが、機関決定である以上今回以降は2%の物価目標に沿って政策運営に貢献していきたいという趣旨の発言があった。いずれにせよ、2%の物価目標は共同声明に書かれているとおおり、競争力・成長力強化の取組みが進展するという認識に立っているということであり、是非そうした取組みが進んでいくことを期待しているということが第一点目である。

それから、これも共同声明に書かれたことであるが、金融政策運営に当たっては、まず日銀法に定められた理念に従って金融政策を行っていく。当然のことであるが、日本銀行法第二条に書かれているのは、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」ということである。つまりバランスの取れた持続的な成長を実現していくという理念のもとで、できるだけ早期に2%の物価目標を実現していきたいということである。金融政策の運営自体については、強力な金融緩和を行っていくが、2つの柱に基づいて点検を行っていく。2つの柱で経済・物価の見通しを考えると、景気については緩やかな回復経路に復していくというのがわれわれの標準的な見通しである。一方、物価については+0.9%の見通しということで、そういう意味では現在の強力な金融緩和政策を行っていくことが十分に正当化されるということである。

第2の柱という点では、様々なリスク要因があるということは前半のラウンドでも指摘があった。欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、あるいは新興国経済の持続的成長の円滑な移行の可能性、あるいは日中関

係の影響など日本経済を巡る不確実性は引き続き大きいと思う。そういうことからすると現在の強力な金融緩和政策を続けていくということが、この面でも正当化される。ただ一方で、これは今差し迫った問題ではないが、前回の共同声明にも書かれていることであるが、金融的な不均衡を含めて経済の持続的な成長を確保する観点から問題が生じていないかどうか、点検していく必要がある。過去もそうであるが、危機や金融的な不均衡は毎回違った形で現れてくる。われわれ自身がある意味で馴れ親しんでいるものについてはそれなりの用意がある。われわれ自身はバブルを経験し、ある世代以上はこういうことを経験、認識している訳であるが、問題は、本質は同じであっても現象が毎回違って現れてくるということだろうと思う。私自身、このところ国際会議に出て 関係者が「金融システムの安定について問題が生じていないかを入念に点検していく体制を整えており、資源投入をずいぶん増やしている」と言うのを聞いて、その発言に私は印象付けられた。日本の場合、潜在的に一番意識しなければならないのは、日本の金融機関が多額に保有している国債のリスクであると思っている。国債のリスクという場合には、信用リスクを議論することが多いが——勿論信用リスク自体も大きな問題であるが——、日本の場合、日本政府の信用リスクが直ちにということではなく、国債を持っているのは金融機関であり、金融機関の抱えている金利リスクや流動性リスク、特に金利リスクであるが、金融機関が多額の国債を保有することに伴うリスクがどのような形で顕在化していくのかということ、中央銀行として入念にみていかなければならないということであると思う。実際に問題が起きた時に中央銀行が対応できるということは、理屈のうえではそうであるが、しかしその時になって中央銀行はそれ以外に実はもう対応策がないという状況に追い込まれてしまうと、結局論理的にはその手段を持っていてもその手段をなかなか活用できないということになってくる訳である。だからこそ、金融的な不均衡については、これは十分注意深くみていく必要がある。今金融的な不均衡が問題になっておりそのため金融緩和が不適當であるという状況ではないと思うが、海外の中央銀行と同様、中央銀行と

して、この点検を引き続きやっていく必要があると思っている。いずれにせよ、第1の柱、第2の柱の二つの点検を行ったうえで強力な金融緩和を行っていくということは、適当であり必要なことであると私自身も判断をしている。

取り敢えず、皆さんの意見の集約と私自身がこの3週間感じたことを申し上げた。札割れの関係については、今回問題意識を提起されたうえで次回また議論していこうということで、特に追加的な議論はないかとも思うが、もし何かあればおっしゃって頂きたい。

佐藤委員

この問題は、政策発動というより、基金の積み上げの中での微調整だと思うので、淡々と判断していけば良いと思う。

石田委員

ただ、今長国オペを止めている。これをずっと止めていると、色々な思惑が出てくると思う。本来であれば、あまり変なレートが出ない形で再開するのが望ましいというのが私の考えである。そのために、どのような手続きが必要か分からないが、決められるのであれば、直ぐにでもやる方が良いと思う。金額を最初から言ってしまう今のままのやり方では、どのようなレートになるかコントロールできない。

白川議長

金融市場局担当理事は、石田委員からお話のあった点について、金融政策決定会合との関係で、どのようになるか説明して欲しい。

門間理事

基金の買入要領という観点からすると、買入日、買入金額、対象銘柄、その他必要な事項については、金融市場の情勢等を勘案して、買入れの都度決定することになっている。そのようなディテールについては、現場に

授権されている。そのうえで、先程、石田委員がおっしゃった、市場実勢から外れていると思われる金利が実現するのを防ぐという観点が重要であるという立場に立つと、買入れの下限金利について、一定のフロアを課すことが議論になってくる。そこは、昨年の決定会合でフロアを外すことを決定頂いた中で、われわれ執行部は、基本要領通り市場実勢を勘案しながら、期間の設定、買入対象、いつ実施するかも含めて最善を尽くしているところである。そのうえで、ある一定の金利が付くことをどうしても避けるべきであるということになると、そこは改めてフロアを設定するという議論をして頂くことになろうかと思う。

石田委員

フロアを設定しないで、金額を流動的にする手立ては、どのようにすると良いか。

門間理事

金額そのものは、毎回毎回の市場実勢を勘案しながら決めている。例えば、今回は8,000億円やるとやり過ぎかなとかというように。

石田委員

そうではなく、金額を市場に先に言うてしまうことがどうかと思っている。先に市場に言うてしまうから、問題が起こる。

門間理事

先程、石田委員がおっしゃったのは、実際に入ってきたレートをみなながら、金額を決めるということか。

石田委員

先に金額を言うてなければ、実際に入ってきたレートをみて、ここで止めるという判断をするだけである。少なくしたり、多くしたりするだけで

あって、それが執行部の判断の範囲内であれば、別に問題はないはずである。仮に、金融政策決定会合で決めなければならない事項があるのであれば、別問題であるが。

白川議長

石田委員の質問を即物的に言うと、金額を定めずにオペのオファーができるのか、ということである。

石田委員

あるいは、最低金額だけ言う。

白川議長

そのようなことが、決定会合との関係で、執行部の判断だけで可能か、という問いである。

門間理事

少なくとも、今の基本要領上は、完全にわれわれに授権されているので、金額はフレキシブルにできる。

石田委員

それではお任せしたい。

山口副総裁

一点だけ申し上げたい。市場で決まるレートと市場で本来あるべきレートを識別することは困難である。従って、仮にマーケットでマイナス金利が付くのであれば、基本的に、それを許容していくオペレーションしか、われわれにはないと思う。

石田委員

本行が買わなければ、マイナス金利は付かない。オペで買うから付くレートは、実勢金利ではないと思う。

山口副総裁

そのような識別は困難である。マーケットに対して、われわれが買うという動作をし、介入していく以上、その結果として発生した金利を受け入れていくことは、基本だと私は思う。

石田委員

ある程度の目途を付けて、金額を……。

山口副総裁

多分、それをやると、残高を維持することとの間で、矛盾が生じてくると思う。

石田委員

だから、先程、当初は残高が少し減ると申し上げた。

山口副総裁

ただし、それは、当初だけではないかもしれない。

石田委員

それは、やってみなければ分からない。というのは、投資家からみれば、ゼロ金利以下で運用しなくても良い訳である。

山口副総裁

本当に投資家がそう思うのであれば、投資家は応札しないという選択権を持っている。

石田委員

しかし、ゼロであれば、合理的に考えると、応札すべきである。期限の定めのあるものであるから。

山口副総裁

だから、ゼロであれば応札するが、マイナスが付くようであれば応札しないという形で現れるだけの話ではないか。

石田委員

マイナスであれば儲かるから、もっとやるはずであるが、私は、ゼロで十分だと思っている。

山口副総裁

そこは、ここで議論しても行き着くところがないので、一言申し上げておくと、われわれのオペレーションは一定の目的——例えば、残高を維持するとか、あるいは残高を増やすとか——を達成するために行っており、その結果として、オペレーション上出てきた金利については、基本的に受け入れていくのが従来のやり方である。

石田委員

それは従来のやり方である。

山口副総裁

従って、それを変えるということであれば、基本的な考え方を変えることになるので、ルールがどうかではなく、われわれがそのようなオペレーションを行なうのかどうかについて、ここで十分議論する必要があると思う。執行部に委ねて「どうぞご随意に」という話ではないと私は思う。

石田委員

だから、私は、どうしたら良いのかと聞いている。

白川議長

まず、技術的な意味で決定会合マターかどうかと言うと、決定会合マターではない。そのうえで、それを技術的な変更とみるか、もっと深い思想信条に属するとみるかは、皆さんの意見は分かれると思う。もし、思想信条、哲学に関するものであれば、ここで問題意識を言って頂くことが必要である。

石田委員

最後に、一言だけ申し上げる。本来であれば、非常に大きなマーケットの中に入っていき一部の金利を変えるというのがオペレーションであるが、今は非常時で、非常に大きなポジションを買っている。本来あり得ないポジションを買っている訳である。従って、足元をみられたり異常な取引の相手になるのは、相応しくないと私は思う。それだけ申し上げておく。

山口副総裁

もう一点だけ。私は、何が異常で何が異常でないかの判断は難しいという立場である。そこは、強くそう思う。

森本委員

執行部としては、今、3年までの債券の買入れを止めているが、われわれのコミットメントは6月末だから、ある程度じっくりみても良いということか。暫くはこのままという感じか。

門間理事

おっしゃるとおり、6月末が、対外的に明確にしている残高目標のタイミングである。今は、そこに向けて積み上げていく過程にある。今はまだ

2月であるので、タイミング、進捗ペースについては相当な自由度がある。流石にこの1~2週間は、2年債は少しフィーバーし過ぎではないかという感覚があるので、マーケットが頭を冷やす時間を置いて、その中でどのような展開がみえてくるかを確認し、次のステップを踏んでいきたいと、今は判断している。

佐藤委員

ただ、それをやると、後々の積み上げペースに影響してきて、積み上げがより厳しくなってくる。

門間理事

勿論、そうである。今はまだ2月なので、今の段階で1回、2回ストップすることが、6月末の残高の積み上げに致命的な影響を及ぼすとは判断していないということである。ただ、これからもずっとこのような状況が続くと、いずれ積み上げ自体に問題が生じてくるので、それにどのように対応するのかは、次回以降の議論になると思う。それが、先程来の議論だったと思う。

佐藤委員

石田委員がおっしゃっているのは、ゼロ%でフロアを設定するということだと思う。

石田委員

何も、フロアというように明示する必要はない。

佐藤委員

明示する必要はないが、事実上、ゼロが下限になるということだと思う。それをやると、やはり基金の積み上げペースに影響してくると思う。われわれが目指している年末101兆円の積み上げが非常に難しくなってくる

可能性がある。

石田委員

ただ、ゼロ%に应じないということになると、例えば、短国だと、入札して落札したものをずっと0.1%で転がしていくことになる。ディーラーは、そんなことはしない。必ず金は出てくる。全体の金の一部しか買っていない。それが低いレートになれば、持っている人達は損をする。時間もないようなので、この辺でやめる。私は言いたいことは言った。

白川議長

石田委員と山口副総裁の論点は、私自身はクリアに理解しているつもりである。今佐藤委員からも発言があったが、もし、この点について何かあれば言って頂きたい。

木内委員

付利引き下げに関するスペキュレーションで、色々な困難が起こっている面があるとすると、次回の会合まで待っても事態は変わらないのではないか。

門間理事

定性的には、そのような面はあると思うが、そうは言っても、マーケットであるから、一部のメガバンクが相当仕込んでいたりするので、いずれどこかで売らないとならないという判断も働くであろう。これからも発行入札があり、需給の関係もあるので、数週間もすればある程度状況は変わり得ると思う。そこを見極めていくということだと思っている。

白井委員

仮に、石田委員がおっしゃるような買い方に変えた場合、市場の受け止め方として、どのようなインパクトがあるか。

門間理事

結果的に、札を入れた人は分かる訳である。要は、ある一定の金利以下になると、札が入らないと認識すると思う。それをわれわれがメッセージとして発すべきかどうかは、結構大きな判断である。執行部に全て授權されていると言っても、山口副総裁がおっしゃったように、その判断は現場では非常に難しい。0.01%なら良いのか、マイナスになった瞬間に駄目なのかというように、その線引きが難しい。

白井委員

日銀がどこに線を引いているのかという思惑が働く。

門間理事

だから、私もこれは結構重たい意思決定だと思う。その全てを現場に授權されるとなると、現場はそれなりに頭を悩ますことになる。ここはもう少しよくご議論頂いたうえで、場合によっては下限金利についても決定が必要であれば決定して頂く方が、むしろ手続きとしてはすっきりする。

白川議長

札割れについては、今までも本当に深刻であると言ってきたし、そうこうしているうちに情勢が変わったこともあった。勿論、今回がこれまでと同じだと言っている訳ではなく、札割れが続くかもしれない。そういう意味で、ここで決定することのメリットとデメリットを考えたい。先程の皆さんのご意見を総合的に勘案すると、3月の会合でどのような対応策があるか議論することがオーバーオールに良いというのが私自身の感覚である。今日、このように皆さんに問題意識を言って頂いたので、そのことを踏まえて皆さんも是非考えて頂きたいし、執行部の方も実質的な議論ができるための材料を出して欲しい。

先程、宮尾委員から提案があり、論点的にはクリアな形でおっしゃって

頂いた。西村副総裁からも、最終的には大勢意見に従うということであるが、ご意見を伺った。そうしたご意見に対して、皆さんの方から追加的に何かあれば願います。特になければ、そういう問題意識をお互いに共有するというにしたい。

宮尾委員

問題意識を共有し合うということと同時に、後程また議案を提出したい。

白川議長

そこは私も認識している。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に財務省の山口俊一副大臣宜しく願います。

山口財務副大臣

政府の景気認識である。わが国経済は、弱い動きとなっているが、一部に下げ止まりの兆しもみられており、また、最近では、景気回復の期待を先取りする形で株価等も回復し始めている。今後とも為替市場の動向について引き続き注視をするとともに、こうした改善の兆しを、適切な政策対応によって景気回復に繋げていくことが重要である。

また、24年度の補正予算あるいは25年度予算であるが、こうしたことから、政府は大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」で、長引く円高・デフレ不況から脱却し、雇用や所得の拡大を目指すこととしている。

既に、その第一弾として、「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を取りまとめるとともに、この「緊急経済対策」に沿った平成24年度補正予算を決定し、国会に提出した。今日、衆議院で可決されるはずである。また、「15か月予算」の考え方のもと、補正予算と一体的なものとして平成25年度予算を編成した。平成25年度予算は、財政状況の悪化を防ぐため、予算の中身を見直して重点化し、公債発行額をできる限り抑制しつつ編成

している。これらの早期成立・執行により、政府として、日本経済再生に向けた切れ目のない政策対応に全力で取り組んでいく。

金融政策の運営についてであるが、「大胆な金融政策」については、ご承知のとおり、1月22日に、政府・日銀の共同声明を取りまとめた。

政府としても、共同声明にあるとおり、機動的な財政政策や成長力強化などの取組みをしっかりと進めていくこととしているが、日銀による「大胆な金融政策」は、民間の消費や投資の促進に必要な資金を供給するだけでなく、デフレ予想の払拭や為替市場を通じた効果も期待され、「三本の矢」の中でもとりわけ重要な課題と考えている。従って、共同声明に即して、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現して頂くことが重要である。そのため、政府としては、日本銀行において、責任を持って、大胆な金融緩和を推進して頂きたいと考えている。

しかしながら、物価上昇率は依然としてゼロ%近傍にとどまっている。また、前回の決定会合で示された見通しにおいても、物価上昇率は平成25年度+0.4%、平成26年度+0.9%とされており、目標達成に向けた道筋は未だ描けていない状況である。日本銀行におかれては、こうした状況を十分認識のうえ、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現できるよう、不退転の決意をもって、積極・果断な金融政策運営をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

次に、内閣府の松山健士内閣府審議官をお願いします。

松山内閣府審議官

まず景気認識であるが、わが国の景気は、弱い動きとなっているが、一部に下げ止まりの兆しもみられる。今朝公表された10～12月期のGDP速報（1次QE）では、実質成長率が前期比年率-0.4%と3四半期連続のマイナスとなったが、マイナス幅は縮小している。

今後については、当面弱さは残るものの、輸出環境の改善や日本銀行に

よる金融緩和、経済対策の効果などを背景に、再び景気回復へ向かうことが期待される。平成 25 年度政府経済見通しにおいては、平成 25 年度の実質成長率は+2.5%程度、名目成長率は+2.7%程度、また消費者物価上昇率は+0.5%程度になると見込んでいる。ただし、経済見通しのリスクとしては、欧州の政府債務問題等、海外経済を巡る不確実性、為替市場の動向、電力供給の制約等があることに留意する必要がある。

政府の取組みであるが、政府は、日本経済再生に向けて、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略という「三本の矢」により、雇用や所得の増加を伴う景気回復を目指している。先月 24、25 日に産業競争力会議と規制改革会議をそれぞれ立ち上げたが、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組みを具体化し、強力に推進していく。

また、財政運営に対する信認を確保する観点から、2015 年度までに国・地方のプライマリーバランス赤字の対 GDP 比を 2010 年度の水準から半減し、2020 年度までに黒字化するとの方針を掲げ、財政健全化目標の実現を目指す。

日本銀行への期待ということであるが、先月取りまとめられた政府・日本銀行の「共同声明」にあるように、2%の物価安定目標を、日本銀行において、できるだけ早期に実現して頂きたいと考えている。デフレにより実質金利の高止まり等が生じている現在のわが国のような状況においては、財政政策の民間経済への波及効果も、成長戦略による経済活性化効果も、限定的なものとなる恐れがある。この点で、日本銀行の取組みは極めて重要である。2%への道筋を念頭に置いた大胆な金融緩和を強く期待する。

また、先月 24 日の経済財政諮問会議の金融政策・物価等に関する集中審議において、安倍総理から「目標達成に向けた道筋をしっかりと描いて頂きたい」という発言があったところである。本日もご議論があったが、次回の諮問会議の集中審議では、総理のご発言を踏まえた対応をお願いしたいと思う。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

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

[事務局より議案配付]

それでは執行部は、宮尾委員提出の議案及び議長提出の二つの議案について、説明をお願いする。その後討議を行いたいと思う。

内田企画局長

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

続いて、議長案の対外公表文案である。「2013年2月14日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 海外経済は、減速した状態が続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている。国際金融資本市場については、今後の展開を引き続き注意していく必要があるが、投資家のリスク回避姿勢は後退してきている。3. わが国の景気は、下げ止まりつつある。輸出は、海外経済の状況などから、引き続き減少しているものの、そのペースは緩やかになってきている。設備投資は、非製造業に底堅さがみられるものの、全体として弱めとなっている。一方、公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直し傾向にある。個人消費は、底堅さを維持しており、乗用車購入におけ

る需要刺激策の一部終了に伴う反動減の影響も剥落している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は、下げ止まりつつある。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている。4. 先行きのわが国経済については、当面横ばい圏内となったあと、国内需要が各種経済対策の効果もあって底堅く推移し、海外経済が減速した状態から次第に脱していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動からマイナスとなったあと、再びゼロ%近傍で推移するとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開や米国経済の回復力、新興国・資源国経済の持続的成長経路への円滑な移行の可能性、日中関係の影響など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。6. 日本銀行は、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することを理念として金融政策を運営するとともに、金融システムの安定確保を図る責務を負っている。その際、物価は短期的には様々な要因から影響を受けることを踏まえ、持続可能な物価の安定の実現を目指している。日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%としている。日本銀行は、上記の物価安定の目標のもと、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置を、それぞれ必要と判断される時点まで継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく。以上」である。

最後に宮尾委員案である。今申し上げた公表文案の6. の最後のパラグラフについて、以下のとおり変更するということである。読み上げさせて頂くが、「日本銀行は、上記の物価安定の目標の実現を目指し、①実質的なゼロ金利政策についてはそれが見通せるようになるまで、②金融資産の買入れ等の措置については必要と判断される時点まで、それぞれ継続することを通じて、強力に金融緩和を推進する。併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく」ということである。

議長案の公表文案について、前回から修正しているところを中心に申し上げる。2. の海外経済であるが、前は、「海外経済は、減速した状態が続いている」としていたが、先程のご議論を踏まえて、この後に「続いているが、持ち直しに向けた動きもみられている」という表現を加えている。それから3. については昨日月報でご説明したとおりであるが、前は「弱めに推移している」だったが、「景気は、下げ止まりつつある」と変更している。以下、個別の項目については、輸出、個人消費、生産について、それぞれ上方修正をしている。4. の先行き、5. のリスク要因については前回と変わっていない。6. であるが、最初の3パラグラフは共同声明と同じである。ただし、2パラグラフ目のところだが、最後のところを、前回の「2%とする」を「2%としている」と現在形に変えている。それから最後のパラグラフであるが、こちらは前回のいわゆる時間軸、フォワード・ガイダンスの表現をそのまま書いている。最後に、「併せて、金融機関による成長基盤強化の取り組みおよび貸出の増加を支援していく」を付け加えている。説明は以上である。

白川議長

宮尾委員のご提案について、何かあったらおっしゃって頂きたい。

宮尾委員

提案理由について、一言だけ申し上げたい。前回導入した新しい「物価安定の目標」のもと、一段と強力な金融緩和を推進するため、実質的なゼ

口金利政策について別途継続期間を設けることが適当と考え、消費者物価上昇率2%が見通せるようになるまで継続するという議案を提出したということである。この点、可能であれば、記者会見等でコメント頂ければと思う。

白川議長

ご意見はあるか。

白井委員

基本的には議長案に賛成である。一つ一つの言葉が、非常に良く考えられており、その精神は尊重する。ただ、市場関係者、経営者、国民の目線という立場からみると、分かりにくいという声を少なからず聞いている。それらを整理して私なりに考えると、長いのもっと簡潔にメッセージを伝えるやり方があるのではないかという意見だと思う。そこで、これまでお伝えしてきたことだが、以下の三点につき今後検討頂ければと思っている。一つは、政策決定内容の伝え方だが、第1パラグラフでは金融市場調節方針を書いているが、同時に金融資産の買入れも併せて実施しているので、それも併せて発信するのが良いのではないかと思っている。二つ目は、第2パラグラフから第5パラグラフは政策決定の背景の説明だが、それについてももう少し簡素化の余地があるのではないかと思っている。例えば、第2パラグラフの海外経済のところだが、不確実性はあるもののテールリスクという点では減っている訳だから、第5パラグラフのリスク要因のところ、併せて書いても良いのではないかと思う。その方がすっきりすると思う。最後に、第6パラグラフの今後の政策運営のスタンスについてだが、1月に決めたことを踏襲し、変えることによって新たな憶測を生むということもあって、そのまま書いているという点もあると思うが、もう少しメッセージ性を強めることができないのかなと思う。キーフレーズを絞って、もう少しメッセージ性を簡潔にする余地があるのではないかと思っている。最後にまとめると、対外コミュニケーションの一環として、

こういう公表文についても見直す余地があるという問題意識を持っているので、今後も私自身さらに検討をしていきたいと思っている。

白川議長

他にご意見ないか。

佐藤委員

先程の発言の繰り返しになるが、フォワード・ガイダンス政策について、現状の議長案の「それぞれ必要と判断される時点まで継続すること」は、率直に申し上げて、透明性の確保という点からは問題含みなのかなと思っている。特に急ぐ話ではないと思うが、将来的な課題として、委員間で一致点を見出していくことが必要なのかなと思っている。ただ、宮尾委員の提案にも関わってくる点ではあるが、結局、各委員間の物価観、物価見通しの違いが結構大きいと思っており、宮尾委員がこういう提案を出される背景として、2%がわりと近未来的に達成できるのではないかという思いがあると思う。前から申し上げているとおり、私は、2%というのは、到底不可能とまでは申し上げないが非常に困難であるという立場——勿論達成に向けて全力で努力するが——であるので、2%が達成できるとしても非常に遠い将来かもしれない、あまりに遠い将来のことまでコミットするというのが、コミットメントの期間が長過ぎて逆に約束にならないと思う。これはあくまでも私の意見である。そういう点で、委員間で各自の物価観に応じてこういったコミットメント政策について、どうしても考え方に違いがあると思うが、現状でこれがベストだとは思わないので、ベターな案を見出していく努力が、今後必要なのではないかと考えている。

白川議長

他にご意見はあるか。

木内委員

物価観の違いと、あと資産買入れとゼロ金利についても考えが違うと思う。今までの話だと、金融政策の正常化の過程で資産買入れの方を先に後退させてということだが、それも自明ではないと思う。どちらの政策手段から先に正常化を始めるかについてもコンセンサスがないので、議論しなくてはならない。FRBのイメージはあるが、あれはアメリカの話で本行は違うと思う。

白川議長

他にないか。今出たご意見はご意見として聞き、今回のステートメントについては議長案として提出したいと思う。

敢えて感想を申し上げますと、最後の金融政策の第6パラグラフは前回と同じ文章を使っているが、これを簡素化する、あるいはメッセージ性を強めるということは、理屈の上では考えられる。ただ、かつて内容は全然変わっていないがメッセージの部分だけを変え、それがあらぬ誤解を招くということもあった。前回あれだけの決定をして、今回文章を変えると、その微細な変え方それ自体で、われわれ自身に何か変化があるのではないかと勘ぐられると考えると、今回は、前回と同じステートメントで出す方が良いと思うし、多くの方がこの案で良いということはそういうことだろうと思う。

白井委員

反対ではない。

白川議長

ステートメントについては、どの時点でもベストなものを追求していくということである。合議体で決定する以上、現在もそうだし過去もそうだが、委員間に違いはあるが、その中で政策委員会として意味のある情報を発信をしていく。それは、現在あるいは将来の経済の先行きの不確実性を

踏まえたうえで、ベストなコミュニケーションを行っているということである。そういう意味でわれわれ自身経験を積んでいくことによって、経済の先行きについてももう少し語れるようになった場合、それに応じた情報発信の仕方があるのだろうと思う。これは今後も議論していきたいと思う。

それでは、最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後、対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府からの出席者におかれては一時退席をお願いします。

[12時22分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

金融市場調節方針だが、採決の結果は、賛成9、全員一致である。

白川議長

門間理事と金融市場局長には、ここに定めた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示をする。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に、宮尾委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[宮尾委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：宮尾審議委員

反対：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

宮尾委員提出議案である。採決の結果は、賛成 1、反対 8、反対多数である。

白川議長

宮尾委員が提出された対外公表文に関する議案は、反対多数で否決された。

それでは金融市場調節方針及び宮尾委員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。なお、宮尾委員の提案につ

いては、公表文についてその反対の事実が記載される。記者会見では必要に応じて言及することとしたいと思う。

内田企画局長

それでは宮尾委員案に関する注だが、2頁目の下から2行目に「(注)」と付ける。中身を読み上げさせて頂くと、「宮尾委員より、実質的なゼロ金利政策については、物価安定の目標の実現が見通せるようになるまで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された」とし、賛成は宮尾委員、反対は残りの8人のお名前とさせて頂く。

白川議長

それでは、最終案がまとまった。対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

対外公表文の議長提出分である。採決の結果は、賛成9、全員一致である。

白川議長

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

[12時30分 政府からの出席者入室]

宮尾委員提出の議案については反対多数、他の議案については全員一致であった。

VI. 議事要旨（1月21、22日開催分）の承認

白川議長

最後に、1月21、22日開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付された議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

議事要旨の承認である。採決の結果は、賛成 9、全員一致である。

白川議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、19 日火曜日の 8 時 50 分に対外公表する予定である。

VII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、3 月 6、7 日に開催する予定である。前回の決定会合後に、議論の様子が一部メディアで報道されるということがあった。これについては、私自身議長として大変遺憾に思っている。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理を宜しくお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

解禁予定時刻は 12 時 39 分である。

白川議長

解禁時刻が 12 時 39 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解

禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 34 分閉会)

以 上