

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年5月21日（14:00～16:26）

5月22日（9:00～12:02）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（21日）
山口俊一 財務副大臣（22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	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	川本卓司

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、4 月 26 日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

それでは、金融経済情勢について執行部から報告をしてもらう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

最初に、金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

金融調節、マーケット動向について、「金融調節の運営実績」および「最近の金融・為替市場の動向」参考計表【追加】に沿ってご説明する。

まず、図表 2 のマネタリーベース・当座預金残高をご覧頂きたい。金融調節については、図表 2 (1) に示しているとおおり、マネタリーベースを年間約 60 兆円～70 兆円のペースで増加させる調節方針のもとで着実に供

給額を積み増す調節を行っている。マネタリーベースは足許 150 兆円台で推移している。この間、長期国債の本行保有額は 100 兆円を超え、足許 102 兆円台に達している。そのうえで、この間の市場動向を簡単にご説明申し上げる。図表 3 の短期金利であるが、潤沢な資金供給のもと引き続き 0.1% 近傍という極めて低い水準で安定的に推移している。次に、図表 4 の各国の長期金利であるが、5 月中旬以降、米国、欧州、日本の先進各国でかなり速いテンポで揃って上昇傾向を辿っている。この背景としては、米国の雇用指標など幾つかの好調な経済指標の発表を受け、米国を中心に経済見通しが上振れ、米国のバーナンキ議長等によって資産買入政策からの早期エグジットを巡る発言が行われたことが材料視されている。米国の長期金利は、昨日は 1.965% と 3 月 14 日以来の 2% 台を窺う水準となっている。この間、欧州でも、ギリシャなど周縁国の危機モードが後退したこと、ドイツの経済指標の予想比上振れといったことを背景に、投資家のリスクアペタイトが好転するという動きがみられている。独 DAX も 8,455 と史上最高値を更新している。

このような状況のもと、図表 4 (2) の主要国の株価も、長期金利の上昇に先行する形で上昇傾向を辿ってきている。米国株価は、先週末 5 月 17 日に 15,354 ドルとこちらも史上最高値を更新し、昨日は小幅反落している。独 DAX は史上最高値更新である。本邦株価は、景況感の好転に加え円安進行もあり、各国と比べても足許相当速いテンポで上昇している。昨日の日経平均は 15,360 円と再び年初来高値を更新しており、リーマン・ショック前の 2007 年 12 月以来の高値となっている。本日は小幅の下落となっている。

次に図表 5 の為替レートは、足許ではかなりのテンポでドル高・円安の動きが進んでいる。ドルは、対エマージング通貨も含めほとんどの通貨に対して上昇傾向を辿ってきている。この中で円の対ドルレートは、5 月 9 日のニューヨーク市場で 1 ドル 100 円の水準を突破し、先週金曜日 17 日のニューヨーク市場では一旦 103 円台まで円安が進んだ。これはリーマン・ショック直後の 2008 年 10 月以来の水準である。もっとも、その後は

本邦政府要人の発言などを受けて若干戻しており、本日は 102 円台の半ばで推移している。

図表 6 で足許の本邦長期金利の動きをやや詳しくご説明する。5 月中旬以降の長期金利の上昇は、世界的な経済見通しの好転、投資家のリスクアペタイトの回復、このもとでの世界的な金利上昇や株高といったことを背景としており、わが国については、これに円安の進行も加わったという姿であると整理できる。私が市場をみている印象でも、1 ドル 100 円超えの影響は相当大きかったと思う。5 月 9 日にニューヨークで 1 ドル 100 円を突破し、翌 5 月 10 日から、それまで 0.6%前後で推移していた本邦の 10 年物長期金利の上昇傾向は顕著になった。これは、1 ドル 100 円を超えたことを契機に、限られた期間での物価目標の達成は難しいだろうと大多数の市場参加者が考えていたそれまでの状況から、物価目標に信認を持ち始める市場参加者がやや増えてきたという状況を反映しているように思う。もともと、現状では、短期間での 2%達成はなかなか難しいと考える市場参加者の方がなお多いという状況であると思う。このような動向を背景として、10 年物の長期金利は、5 月 10 日以降やや急ピッチで上昇し、5 月 15 日には一旦 0.9%を超える展開となった。その後はやや落ち着きを取り戻す形で足許では 0.8%台で推移している。本日は少し上昇しているが、これは後程申し上げる。図表 6 で長期金利の動向を年限別にみると、5 月中旬は 5 年前後のゾーンでの上昇幅が大きくなっていた。これに比べると短期および 20 年超といった超長期のゾーンでは、上昇幅が相対的に小さかった。図表 7 のイールドカーブをご覧頂くと、2 年未満のところでは本邦の潤沢な資金供給のもとで金利は比較的しっかりとアンカーされているという状況かと思う。一方で 20 年超については、年金や生保などの主要投資家は、名目金利の絶対水準に注目し、これがある程度の水準に達すれば買いたいという形で需要はある程度あるという状況かと思う。先程申し上げた為替の 1 ドル 100 円突破に関連して、日本の生保がさすがにこの状況で外債のオープン投資を増やすのではないかという見方が一部海外で出てきたと報じられているが、われわれのミクロ情報などからみる限り

では、生保がここに来てオープンの外債投資を特に増やすといった積極的な動きはみられていない。引き続き国内債を利回り重視で買っていく投資スタンスが主流となっているように思う。この間、特に5月中旬であるが、2年から5年といった中期ゾーンの金利は、数年といったタイムスパンで見ると、本行の物価目標達成の実現可能性に最も左右されやすいゾーンかと思うが、同時にこれらのゾーンの主要な投資家は銀行であり、とりわけ量的・質的金融緩和の導入直後は本行の物価目標達成に相当懐疑的であった銀行が、長期金利の上昇開始を踏まえ、自分の抱える債券ポートの金利リスクが増えてしまい、これを減らさなくてはならないということで、5月、とりわけ13日週前半には債券ポートのリスク量を減らすために債券売却を急ぐ動きがみられた。このような動きは、特に5月中旬には、中期ゾーンの金利上昇を加速した面があった。このような中、金融市場局としては、指示された調節方針に沿いつつ、授權された範囲において、とりわけ中期ゾーンの金利の過剰なボラティリティを抑えるといったことに配慮する形で調節を行ったところである。

続いて、図表9の国債買入オペの応札倍率をみると、期間1年～5年のところのオペは、応札倍率が大体3、4倍～6倍とかなり高めになっている。このように、本行の期間1年～5年のオペについては、市場参加者——特に銀行であるが——の側に、このゾーンの国債を売りたいという要望が相応に強かったということかと思う。これに対してわれわれの側でも、市場参加者のニーズを把握しながら肌理細かく応える観点から、このゾーンを時に1年～3年、3年～5年に割るといった形で市場参加者のニーズを満たすようにオペを行ってきた。この間、5年を超える期間が長めのオペについては、応札倍率は概ね2倍であり、本行オペへの売り圧力はさほど強くない姿になっている。このようなオペの動向は、先程申し上げた特に5月中旬における都銀などを中心とする中期ゾーンの売り圧力の強さと整合的であるように思う。

さらに図表10をご覧頂くと、5月10日以降の金利上昇傾向を踏まえて、国庫短期証券は5月10日に2兆円、5月14日に1.5兆円とややペースを

上げて買い進んだ。振り返ると、債券市場の地合いが最も悪かったのは5月15日かと思う。これは5月16日に5年債の入札を控えていた中で、15日朝方から銀行勢による在庫処分売りが目立っており、10年債金利は一気に0.9%を超える動きになっていた。この中で短期ゾーンについてもボラティリティが高まる兆しがみられ、表の共通担保資金供給オペの12Mというところであるが、5月15日には1年物という長期の固定金利供給オペを午後に入って実施した。その後、翌日の5年債入札は比較的堅調な結果となり、その後の10年債金利は0.8%でやや落ち着きを取り戻して推移してきた。もっとも、本日は40年債の入札があり、事前の市場予想が1.92%で、年金、生保といった安定筋の安定的な買いがあるのではないかとみられていたが、倍率は2.63倍、レートは1.955%と若干高めであり、これを受けて本日はやや長めのところが少し上がる形になっている。市場では、中期ゾーンの都銀の狼狽的な売りはみられなくなっているが、一方で、物価目標、景気情勢と長めの金利との整合性、ファンダメンタルズを問うていく形での動きが少し強まっているという気がする。

市場では、引き続き米国の金融政策の動向が注目点となっている。新興国の経済指標は必ずしも足許好調とは言えない中であって、現在先進各国で採られている超金融緩和からエグジットするのが一番早いのは恐らく米国であろうが、では米国の資産買入れの減額はいつかというところに注目が集まっている。もう一つの注目点としては、世界的なリスクアペタイトの回復——最近の流行りの言葉で言うと、リスクオフからリスクオンへ——の流れの中で、各種リスク資産への需要がやや強まる流れになると思う。この中で、例えば米国において典型的なリスク資産である米国の株式については、良い指標の方が注目されて買われ、悪い指標の方が出てもあまり売られないという傾向がやや足許強まっているように思う。また世界的にみても、例えば、ギリシャなど欧州周縁国の国債利回りが低下している。こういったところの国債が search for yield で買われる一方で、典型的なリスクヘッジ資産である金の価格が相当大幅に低下するなどといった動きがみられている。これは世界的なリスク選好の変化といった大

きな流れで捉えることができるのではないかと思っている。このような市場の動きについては、今後ともその背景にある市場参加者のリスクアペタイトの動向も踏まえ、注意深くみていきたいと考えている。私からの説明は以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

2つ質問したい。一つ目は、貸出増加支援資金供給が来月から始まるが、これがオペや金利動向にどのような影響を与えるのかという質問である。固定金利オペは札割れが続いているが、貸出支援オペと期間が違うので影響はないのか、それとも固定金利オペも1か月という短いところが中心であると思うが、そこもより入らなくなるようなことが起きるのかどうか。3年まで固定金利で貸出を増やす訳だが、付利引き下げ観測がなくなり、実際1～3月の貸出が増えているので、当初みていたよりも申請は増えそうな感じで、当初よりも期待できると思うが、3年まで固定で出すことによって国債のイールドカーブ全体に安定化効果をもたらすものなのかどうか。オペと金利への影響をどのように考えれば良いのか。

二つ目は についてである。足許では、
 するような動きがあるが、 は非常に安定しているという印象がある。それが国債市場、債券市場の安定化効果をもたらしていると思う。例えば、 などと比べて、 のほうがリスク許容度が高そうに見えるのはなぜか、どのような考え方が背景にあるのか、今後とも債券市場全体の重石になってくれるという効果を に期待できるのか。

山岡金融市場局長

一点目の3年物の貸出増加支援資金供給は、入札結果などは現段階で金

発動されたのだと思う。スワップやオプションなどのヘッジ手段もあると思うが、聞いている話では、今回は国債先物が多かったようである。2003年のV a Rショックや2005年、2008年位にも金利が上昇した局面があったと思うが、確か私の記憶では、2003年の時はスワップを使ったヘッジが多かったと聞いている。今回は先物が非常に多く、スワップ・スプレッドをみるとあまり変化がないので使われているようにみえない。そこには何か特記すべきストーリーがあるのか。何かあれば教えて頂きたい。

もう一点は、S L F、国債補完供給制度の条件を緩和した訳であるが、今のところ、あまり使われていないように見える。今回のボラティリティ上昇などで、今後はどのような局面で使われる可能性があるのかということについて、もし考えがあれば教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

どちらも大変難しいご質問だが、まず二番目のS L F、国債補完供給制度については、おっしゃるとおり、今の段階では使用実績は少ない。実際に本当にモノがないという状況であれば、それなりに使われると思う。個人的な感想も含めてだが、例えば、量的・質的金融緩和政策導入直後によくマーケットで言われた「日銀が大量に買ってしまうので、特定銘柄の流動性を喰いつぶしてしまい、流動性がなくなる」という点については、実際はそこまで単純ではなく、モノがないというよりは価格発見機能が損なわれた、マーケットでどのようなプライスが付くのかということマーケットの人が分からなかったということがあると思う。そのため、S L Fは安易に頼るとそれなりにペナルティ、品貸料が付くということもあるが、これに頼らなければならないほど特定銘柄のモノがないということではないという気がする。実際に問題になっているのは、どのようなプライスを市場が求めているのか自分ではよく分からないというマイクロとマクロの乖離のようなことが、4月初めに起こったことではないかという気がする。逆に言えば、本当に特定銘柄の流動性をスクイーズするような状況に

なったら使われるかもしれないが、そういう状況は、相当極端な状況を想定せざるを得ないという気がする。

雨宮理事

最初の点だが、白井委員がおっしゃったとおり、今回の局面については、先物の下げが全体の下げを引っ張ったということではないと思う。先物と直物の差は実はそれほど動いていない。それでは、売りがどのように起きたかというところ、メガバンクは本行オペを使って売った。日本銀行の国債オペにもっぱら入れてきた人は、今までは業者、証券会社を中心であったが、今回はメガがほとんど落としてきて、メガの売り圧力を日本銀行のオペが上手く捌き取ったというところがある。それから、報道等では地銀が売ったとよく書いてあるが、彼らは一方で買っておりネットで圧縮している訳ではない。この間一番ポジションを軽くしたのは、実は証券会社、業者である。彼らは先物でヘッジしたというよりは、現物を外しにかかったということであり、全体としてサーキットブレーカーはそこから発動された訳であり、先物から誘導したということではなかったのではないかという感じを持っている。

佐藤委員

先程の質問に関連して、市場の流動性についてだが、足許の金利上昇は国債市場で流動性が低下したためであるといったような報道、メディアの説明がよくある。ただ、一方で、昨日公表された日本証券業協会の投資家別の国債売買動向をみると、先月のグロスの売買高は実は大幅に増えている。証券会社何社かに話を聞く機会があり、「商売はどうか」と聞いてみたら、「オーダーフロー自体は非常に増えている。儲かるかどうかは別だが、ビジネスとしては増えている」という話であり、統計上もそのようになっている。仮に国債市場での売買高が国債の流動性を示しているということであれば、流動性は細っていないということになると思うが、金融市場局では、流動性をどのように計測し、どのようにみているのか。

山岡金融市場局長

佐藤委員のご指摘に共感するところが大きい。ご指摘のようなマーケットの動きであり、実際に価格が分からないということが4月の売りの本質であって、例えば、取引が細って相手方が見つからないというような状況ではなかったと思っている。流動性を何で判断するかは非常に難しい質問だが、公式見解としては、様々な指標を総合的にみていくほかはないということかと思う。その中で、私共が日頃みていて比較的信頼できるものは、ビッド・アスク・スプレッド、あるいは出来高に比した値動きの幅である。ビッドとアスクが離れている時は価格を発見するのが非常に難しく、そういう状況では価格発見にコストがかかるという状況と言える。それを一番端的に示すのはそういう指標ではないかと考える。

佐藤委員

昨日今日の局面でも、例えば10年物のオファーとビッドのスプレッドは1bp程度で、特にワイド化しているという感じではなさそうである。

山岡金融市場局長

そういう感じではないと思う。4月にみられたような状況とは少し違っているという気はする。4月は価格発見のコストが本当に少し高くなったような状況であったが、そういった意味での流動性に対する今の懸念は、4月とは大分様相が違っているような気がする。

白井委員

そうは言うものの、売買高は確かに減っていないが、大手銀行の売買は控えめであったと思う。全体の売買高がそれほど変わらないということは、大手銀行に代替する他のプレイヤーがいたということか。

山岡金融市場局長

元々大手銀行がそれほど買っていた訳ではないということかと思う。確かに、大手銀行は現在、日本銀行のオペを利用して売っているが、大手銀行は基本的にはバイ・アンド・ホールドの戦略が中心であったので、大手銀行の動向が売買高を大きく動かしているということではないという気がする。大手銀行は自分で債券ポートを持っているので、自分の売買によって自分の債券ポートを傷めつけるようなことはしたくなく、勿論益出しすることはあるが、買ったらなるべく持っていたいし、売る時にはなるべくマーケット全体に影響を与えないように売りたい、従って売るのであれば日本銀行に売りたいというのが大手銀行の気持ちである。従って、大手銀行は売買高に大きな影響を与える存在ではないと思う。

宮尾委員

長期金利の動向について質問したい。市場での先行きの金利観のところ、われわれの物価安定目標の達成可能性について、達成可能であるという見方が少しずつ増えてきているが、大勢はまだなかなかそうっておらず、ばらついているという説明だったと思うが、今後こうしたばらついた状況が、どの位の期間をかけて収斂していくとみておけば良いのか。それと関連し、マーケットがみている時間軸、ゼロ金利解除の時期あるいは利上げ時期に関し、O I S やユーロ円金先でみると短期化している。例えば、ユーロ円金先であれば2016年下旬であったものが2015年末位になってきている。O I S であれば2年位早まっている。そうした動きと、まだ市場参加者の大勢が信じていないということが、整合的ではないような気がするが、その辺はどのように理解すれば良いのか。

山岡金融市場局長

米国でその議論が出てきているのは確かだと思う。実際、米国での5月の動きをみると、地区連銀総裁の発言と米国の量的緩和の解除時期が長期金利の動向に影響を与えたが、わが国の場合はまだそういう議論はないの

ではないか。市場参加者も、今のQQEは別として、ゼロ金利の解除時期を展望して、それが売り買いの材料になっているという段階には至っていないような気がする。マーケットの人と話をしても、そこを問う人はあまりいない気がする。むしろ彼らの関心は、金利のパスと物価のパスがどのような関係で動いていくのかという目先の動きに向いている状況であり、日本に関しては、今は、ゼロ金利解除を展望した議論がなされている段階ではないと思う。

宮尾委員

OISやユーロ円金先のマーケットが薄いので、情報としてあまりリライアブルではないということか。本当にわれわれの見通しが信じられるのであれば、2年後か3年後にかけて出口を展望し、そうすると当然その時の政策金利がどのようなパスで上がっていくのか、という話が念頭にあって、それが3年物や5年物の中期ゾーンの金利形成に影響してくるだろうと思う。今回の政策導入前の3月下旬と5月半ばで比べると、明らかに時間軸が短期化している。

石田委員

それはイールドカーブが立ってきたので、逆算すれば、そのように出てくるということではないか。3月前は足許のところが付利廃止で0.1%を切っていた。それが足許0.1%になったら、その先はその上をいくので技術的にも上がってしまったということではないか。

宮尾委員

引き上げるというよりは、25bp上がるということである。

石田委員

逆算するとそのようにならないとおかしいということではないか。マーケット自体は変わる訳なので、マーケットの人が現実に引き上げを予想し

ているからそうなったというよりは、たまたま今はそのようにみえるということではないか。

宮尾委員

そういう解釈もできると思う。

雨宮理事

今のO I Sをそのまま翻訳すると、おっしゃったとおり、まず2015年から2016年にかけて25bp上がって、2017年は横ばい、次に2018年に再度上がるという非常に不思議な織り込み方になっている。山岡金融市場局長から申し上げたとおり、大勢の市場参加者がO I Sで先行きの金利観でベットしながら金利形成しているというよりは、非常に薄いマーケットになっているので、他のイールドカーブと整合的にO I Sが形成されているということを議論するのはまだ少し早いような気がする。

宮尾委員

ユーロ円先物もそうか。

雨宮理事

そうである。非常に不思議なイールドカーブになっている。ただ、2016年だったものが2015年になったということは、多少全体の雰囲気を反映しているかもしれない。

木内委員

おっしゃったとおり、O I Sなどでみると2年強になっているが、これが本当に市場における出口の見方を反映しているかどうかというと、そこまでの信頼性はないと思う。重要なのは、短期化しているということよりも、相当ボラタイルになっているということであると思う。足許またボラタイルになっている一つの理由に、米国での時間軸が短期化し、日本の時

間軸——計算上の時間軸かもしれないが——が、米国の時間軸の影響を非常に受ける傾向があるということがある。実は、2003年のV a Rショック時にも同じようなことが起こった。そういう意味で、時間軸が非常に不安定な環境のもとでは、米国の金融政策についての見方で日本の金利が動きやすくなるということがあり、大きなリスクである。あと、「2年で出口」が市場でしっかり期待形成されている訳ではないかもしれないが、「2年で出口」と「2年で2%の物価上昇率」は違う。市場のインプリシットな期待としては、2%には到達しないが景気も上がってきているのでどこかで出口がある、ということはあると思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済、国際金融の現状評価について資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明申し上げます。図表1の製造業PMIであるが、4月のグローバル製造業の生産PMIは51.3%ポイントと前月の52.0%ポイントを幾分下回った。これは、先進国、新興国を問わず、財政面からの下押しもあり需要が伸び悩む中で、在庫がやや積み上がり発注が抑えられたため、輸出受注の持ち直しが一服したためとみられる。これにより、米国、ユーロ圏、中国、表にはないがオーストラリア等を中心に、受注在庫バランスがやや悪化した。ただし、全体としては50を上回るレベルを保っており、緩やかな持ち直し傾向は維持している。

次に米国経済である。図表2-1（1）の米国の第1四半期実質GDPは前期比年率2.5%の増加となった。個人消費、住宅投資等内需がしっかりした伸びとなったほか、前期の反動もあって在庫投資の寄与が大きくなったことが主因である。もっとも、政府支出は前期に続き大幅な減少となった。歳出自動削減を見越し、昨年第4四半期以降、国防支出が大幅に減少

している。このことは(2)にあるように、製造業受注統計によっても確認されている。(3)のISM景況感指数は、製造業、非製造業ともに50%ポイントを上回るレベルではあるが、2か月連続で低下した。非製造業は、ビジネスアクティビティ、雇用等内訳項目がおしなべて低下したが、製造業では在庫が大きく低下した一方で、新規受注、生産は上昇している。第1四半期にはっきりと拡大した(4)の生産は、4月に前月比-0.5%となり力強さに欠けている。(5)の3月の実質輸出は、食料品等を中心に-0.9%となったが、第1四半期を通してみると、西半球やアジア向けを中心に+0.7%と僅かながら増加に転じた。(6)の非国防資本財(除く航空機ベース)の受注は、緩やかな増加が続いている。このように、米国の企業セクターの活動に関する指標は、なおまだ模様であるが、全体としては、緩やかな持ち直しは維持されている。一方、図表2-2で家計セクターをご覧頂くと、(1)の消費者コンフィデンスは、給与税減税の打ち切りや歳出自動削減による下押しの力と、雇用環境の改善や住宅価格、株価の回復による上押しの力が拮抗してきたが、足許ではやや改善している。

(2)の4月の名目小売売上高(除く自動車、ガソリン、建築資材)は前月比+0.5%としっかりとした増加を続けているほか、(3)の4月の自動車販売も年率1,522万台と高水準となった。(4)の4月の非農業部門雇用者数は16.5万人の増加となったほか、2月、3月の増加幅も大幅上方改訂がなされ、過去2年間みられたような、春先から夏場にかけて雇用者数の伸びが低下するのではないかとの懸念を払拭した。米国経済は今後、会計年度末の9月に向けて、歳出自動削減の影響が拡大していく蓋然性が高いものの、家計セクターを中心に底堅い回復パスを辿っていくものと見込まれる。

次に欧州である。図表3(1)のユーロ圏の第1四半期実質GDPは、前期比年率0.9%の減少となり、6四半期連続のマイナス成長となった。国別にみても、ドイツが僅かなプラスとなった以外は主要国でおしなべてマイナスとなり、特にイタリア、スペインは7四半期連続のマイナス成長となった。(2)の欧州委員会の実質GDP見通しも下方改訂されている。

もともと、ドイツの設備投資、輸出、生産関連指標には好転の兆しがみられ、個人消費もコンフィデンスの悪化に歯止めがかかり、下げ止まりないし持ち直しを模索する兆しがみられ始めている。この間、9月に総選挙を控えたドイツは、財政緊縮策を見直す構えにはないが、スペイン、フランス、オランダが財政収支目標の達成時期の先送りを承認するよう欧州委員会に求めているほか、イタリアのレッタ首相も財政緊縮策を一部見直す旨を表明しているなど、成長確保と財政再建とのバランスを見直す動きが広がってきている。今のところ、マーケットがこうした動きを好感しているが、格付機関の反応によっては、落ち着いてきていたこれらの国々の調達コストが再び上昇する可能性もある。図表 4-2 の欧州の金融セクターについては、市場の見方が好転して資金調達が順便になりつつあるが、貸出基準の緩和には慎重で、E C Bは特に中小企業向け金融の逼迫を打開するため、A B Sの機能を促進する方策について、他の欧州機関と協議していくことを決定した。

図表 5 の中国経済は、緩慢な持ち直しペースに弾みがつく兆しは窺われていない。過剰設備品目の鉄鋼については、政権交代を機に地方のインフラ投資への期待が高まり、生産を拡大し在庫を積み上げたものの、想定していたようには需要が増加せず、価格も軟調に推移したことから、足許では生産調整を余儀なくされている。輸出についても、香港向け輸出が

この分を割り引いてみる必要はあるものの、年末以降顕著な伸びがみられていたものが、3月、4月は反動減となっている。一方、小売売上高は高額品消費等に質素儉約令の影響を受けつつも、概ね堅調さを維持している。内需の底堅さは輸入の回復が徐々にはっきりしていることにも裏打ちされている。なお、昨年秋以降減少テンポが加速していた日本からの輸入も、3月、4月と2か月連続で増加している。図表 6 の韓国・台湾経済は、個人消費が低迷しているほか、第1四半期に盛り返しつつあるかにみえた輸出が足許では減少している。このうち韓国では、7日に17.3兆ウォンの追加補正予算案が承認されたほか、9日に韓国銀行が円安の影響にも言及しつつ0.25%の利下げに踏み切ったところで

ある。

このように、実体経済はなお弾みがつく展開とはなっていないが、国際金融市場では、前回決定会合以降、米国の雇用統計が持ち直したことに加え、イタリアでの政権発足、ECBの利下げが好感され、リスク回避姿勢が大きく後退している。特に、FOMCが早めにバランスシート政策を見直すのではないかとの思惑から、長期金利が連動する形で欧米ともに上昇している。また、低格付け物を中心として社債の対国債スプレッドが縮小したほか、ハイイールド債ファンドへの資金フローも持ち直している。また、新興国債券ファンドへの資金フローも再び増加している。一方、株式ファンドの資金フローをみると、増加しているのは先進国の株式であり、新興国の株式市場へのフローは少なくともネットベースでは極く僅かにとどまっている。商品市況は、中国の需要見通しが弱気化した影響から、軟調な動きが続いている。こうした中、一部の鉱山会社では、新規設備投資を見直す動きもみられている。このように、リスクオンの流れの中でも投資家は選別的な投資姿勢を維持していると考えている。私からは以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

前回会合以降、私が一番驚いたのは、アジア経済の弱さ、特に製造業の弱さであるが、製造業だけではなく参考図表3-2でみると2013年1QのGDPが全体的に弱い。台湾、シンガポール、マレーシア、タイでマイナスになっているのは少し驚きである。輸出が足許弱くなっており、昨年秋以降持ち直してきたが、二番底のようにみえる。この背景は何か。工業製品関連の商品市況が下がっているのは、生産過剰、在庫過剰を反映している面があるように思うが、そうした生産・在庫調整に追い込まれているきっかけは、何かあるのか。また、それが持続してしま

うことがあるのかどうか。これに関連し、通貨高の影響が輸出の弱さに反映されている可能性もあるのではないかと。本行の緩和もあり円は大分弱くなってきているので、アジアの他の国と比べると、足許の日本の景気や輸出環境はもっと良いような感じがする。やはり通貨の調整によって、日本の競争力がある程度高まっている——タイミングとして少し早いという気もするが——可能性もあるのかどうか、一点目である。

二点目は、世界全体のポリシーミックスについてである。足許では緊縮財政をやや緩める動きが少しずつ出てきているが、先進国の国債市場は一種のバブルではないかと思う。つまり金利水準が非常に低いということである。これは、欧州の債務問題がリスクとしては大分下がったにもかかわらず、リスク回避傾向のもとで下がってきた欧州の中核国の金利があまり上がっていないことにも現れている。一つの理由は、景気が減速する中でも一様に緊縮財政がとられてきたということと、英米日では国債を大量に買うという非伝統的な政策が採られてきた結果、例えば、テールリスクが緩和されてリスク回避傾向が弱まっても金利が上がらず、その結果として、search for yieldやyield huntの状態がずっと続いているということは、大きなインバランスなのではないかと思う。もし、足許で財政の緊縮度合いを少し弱めることが起こるのであれば——欧州ではそういう議論が出ており、米国でも財政赤字が急速に減っているので今後そういう議論が出てくるかもしれない——、その結果として、例えば金融政策、金融緩和への皺寄せが少し弱くなっていくということであれば、今申し上げたような深刻なインバランス、すなわち将来的には資金の巻き戻しが起こって金融市場や経済を混乱させかねないインバランスが、さらに増えないように事前に調整するような動きに繋がっていく可能性もあるのではないかと。私は、今のポリシーミックスを少しアジャストメントしようという動きは評価できるのではないかと考えている。感想になってしまったが、そのようなポリシーミックスの変化をどのように評価されているか、教えて頂きたい。

外山国際局長

アジアについては、幾つかの要因があると思うが、年明け以降、中国の持ち直しが思ったほどではないというところが一番大きいと思う。政権交代で、地方のインフラ需要が出てくるのではないかとということで、素材関係を中心として作り込みが行われた。しかし蓋を開けてみるとそうでもなかった。消費についても、高額品を中心として儉約令の影響が出ており、一旦軽い調整に入っているということではないかと思う。ただ、二番底になるかどうかは、今後、中国のインフラ投資が第2四半期以降出てくるかどうか、かなりかかっていると思う。社会融資総量は伸びており、特に社債や信託といった長めの資金調達もなされているので、必ず遅れてインフラ投資に結び付いてくるとみている人と、そこはそうでもなく過去の元利払いに充てられているものが調達されていると言う人で、微妙に見方が分かれている。両方とも真実を含んでいるところがあるとすれば、ある程度インフラ投資が第2四半期以降盛り返してきて、それにつれてモノも少し動いてくるとみている。そうだとすると、二番底ということではなく、今のところは見込み違いによるソフトパッチ的な動きが現れているということではないかと、取り敢えず判断しているところである。

木内委員

中国の新政権の都市化政策が、投資を急拡大させるというメッセージで、間違っって伝わってきている。実際はそれだけではなく、人々の所得を増やすのが主眼だと思う。

外山国際局長

中国の当局者自身も、構造改革を進めていかなければ将来はないということで、これまでのようなハコモノやインフラを中心とした投資から、人々の民政を安定させるような方向へ経済を切り替えるということではあるが、ただ、去年の秋以降、既に承認済みのインフラ投資案件がかなり溜まっており、そういったパイプラインをこなしていくだけでもある程度

は出てくるだろうと思う。より成長に有効で効率的な投資に振り向けつつ、ある程度成長力を維持していくという、両睨みでバランスをとろうというのが現在の中国の戦略だと思う。それが実現すれば、第2四半期以降はある程度は出てくる。ただ、昔の4兆元の時のように無駄も含めた盛大なハコモノ作りが行われている訳ではないので、そういったことで誤解があった経済主体がいれば、今調整を余儀なくされているということかと思う。

木内委員

中国の輸入が比較的しっかりしているという話もあった

。

外山国際局長

特に台湾からの輸入が

。

木内委員

そうすると、先程の他のアジアの国が弱いのは、中国が原因だということである
と
考えた方が良いのか。

外山国際局長

ただアジアの他の国でも、輸出受注の見通しなどはPMIベースで好転しているというサインもあるので、このまま突っ込んでいくということでは必ずしもないと思っている。

木内委員

通貨の影響はあまりないのか。

外山国際局長

通貨の影響については、アネクも含めてまだ聞かれていない。昨日のタイのGDPが市場予想より少し弱く、特に輸出が弱かったため、通貨高が言われているが、むしろ足許はドルは高くなり他の通貨は全面安の展開で、特に東南アジアについては、日本と競合する製品が多くないので、円安の影響が足許で出ているとは判断していない。

ポリシーミックスについては、確かに財政の緊縮度合いを緩めなければならないということではあるが、これは、成長を犠牲にするほど財政を緊縮してしまえば、却って税収を落ち込ませ財政再建も覚束なくなってしまうという動機が一番大きいのではないかと思う。従って、ポリシーミックスで財政を拡大させるというよりも、あまりにこれまで締め過ぎた部分を少し修正するといったトーンでみておくことが適切ではないか。そうだとすると、財政政策が多少緩んだところで、欧州経済の全体の苦境がそれで救われるということではなく、金融政策に対するプレッシャーがこれで減るということは、近い将来はなかなか見通しがたいのではないかと思う。おっしゃったようなポリシーミックスの変化によって、様々な金融セクター等への影響が好転するというストーリーは、今のところ見通すことはできないと考えている。さは然りながら、木内委員のおっしゃった search for yield、インバランス等の話であるが、足許では、中国の中長期的な成長期待の低下といったようなこともあり、QE2の時にみられたようなコモディティや新興国全般への資金の流入が起こっている訳ではなく、セレクトティブに資金が動いているといった感じだろうと思う。今のところ、局所的にはなくはないと思うが、大規模なコレクションを心配しなければならぬようなインバランスが積み上がっているということではないと思っている。

白井委員

図表 2-2 (2) で米国の小売売上高の週次データで見ると、社会保障税増税以降の伸び率が、プラスではあるがやはり落ちてきている。米国のあ

る調査研究で、社会保障税減税の時にどこに配分したかという研究があるが、それによると過去の減税局面よりも支出に配分するという答えが多かった。その時の結論が、今回の社会保障税を減税した時の出し方が lump sum ではなく、源泉徴収で今までの差引額を少なくする形にしたことで、恒常所得の上昇のような感じになったそうである。そのため過去の減税局面よりも消費が多くなったという調査結果がある。その調査で、今度は増税になった時にどうするのかと聞くと、ほとんどが消費支出を減らすという答えであった。小売売上高が今も+0.5%で高いとは言うものの影響しているともみえるので、その辺の考えを伺いたいということが第一点である。

もう一つは、今米国でインフレ率が急速に低下してきていることが話題になっている。それだけではなく、コアPCEのデフレーター伸び率は1.1%、コアCPIが1.7%であるから、この乖離が過去の局面でも相当開いている。これが色々議論されており、特に、FedはPCEでみるので、相当インフレ率が落ちているようにみえる。ある研究では、統計上の誤差といったものではなく、かなりリアルだというデータが出ている。色々な説明を集めると、今私が聞いている乖離の背景についての説明は、三つある。一つは、ガソリンのウェイトが違っていると聞いている。PCEの方がガソリンのウェイトが高いのかもしれない。二つ目は、医療支出に関し、企業と政府の負担分がPCEには入っているが、CPIには入っていないそうである。恐らく何らかの理由でその下げが大きかった。三つ目は、金融セクターと言われているが、それはよく分からない。この乖離は何か、一時的な理由なら良いが、どんどん乖離が開いており一時的な感じにはみえないが、乖離の背景が分かれば教えて頂きたい。

最後に、図表3(4)でドイツの投資財受注が増えたということであるが、日本の資本財の輸出もEU向けに今年第1四半期は久しぶりにプラスに転じている。欧州はわが国にとって資本財の非常に重要な輸出先であるので、そこがプラスに転じたということは日本にとって良いことであるが、どこが買っているのかと思っていたら、(4)が出てきた。ドイツで少

し経済活動が出てきている中で日本からの資本財の輸入が増えているというような解釈で良いか。

外山国際局長

まず米国の消費であるが、米国の場合、2週間に一度給料が振り込まれる、あるいはチェックでもらうということだろうと思うが、自分でIRSに払うのとは違って、そこに埋まっており目立ちにくいので、慣性の法則的なものが働き消費支出を堅調に引っ張ってきているということだろうと思う。ただ、まだ1月に実際の引き上げが始まって5か月経過しようとしているところなので、効果が出尽くすのはまだ暫くみてみないと分からないところもある。社会保障税あるいは給与税減税のみならず、ブッシュ減税の打ち切り、自動削減など色々なものが作用してこの間の消費を作っていると思うので、暫く経過したところでまとめて分析を加えてみたいと思っている。ただ、おっしゃるように全く無視して良いというものではなく、じわじわと効いてくるだろうと思っている。

PCEとCPIは、おっしゃるとおり足許乖離しているが、われわれが調べているところでは、3点のうち一つが金融セクターというのはおっしゃるとおりで、これはATMの使用料が最近引き上げられていることについて、CPIではカバーされているがPCEではカバーされていないということが一つあると思う。それから、運賃で、航空機燃料が入っているかどうかでも差が出ている。三点目は家賃であるが、これが一番大きい。家賃のウェイトはCPIの方が大きいですが、家賃がコンスタントに上昇している影響がCPIで大きく出ており、全体としての上昇率も高止まりしているということだと認識している。

白井委員

運賃のウェイトは、どちらの方が大きいのか。

外山国際局長

航空機燃料がC P Iの方に入っている。C P Iの航空運賃等がそれによって上昇しているということである。

白井委員

乖離はどのようにみているのか。

外山国際局長

時折乖離が開くことがあり、2010～2011年にかけてもかなり乖離していたが、その時は逆にP C Eの方が高かった。今申し上げたような色々な特殊要因があるし、特に、全体の計数が下がってきていることにも表われているように、昨年から今年にかけては、特にガソリン等燃料費の坂が大きい。従って、コアということで燃料そのものは取り除いているが、色々なところに隠れて入っている部分が大きく出やすいので、そういったものが一巡すれば、乖離自体はある程度縮まってくるのではないかとみている。

それからドイツについては、前回もご説明したように、年明け以降から立ち直ってくるかと思ったのがやや期待を裏切っているというのが足許の情勢である。さは然りながら、国内の自動車販売等が少しずつ持ち直してきているのがみて取れる。それから、ここは一貫してということかもしれないが、先々の期待を示す受注指数等は好転しているので、その辺をみながら生産の先行きに期待する動きがドイツの製造業の一部で出てきているとみている。ただ、ドイツの国内投資財受注が好転してきているのは1か月、2か月位の話なので、単月の振れという可能性もあり、暫く様子を見たいと思う。

森本委員

中国では、第2四半期位からインフラ投資が期待できるというような話であったが、地方政府では資金調達が心配されている。融資プラットフォームのリスク管理について指導文書が出たとか出る予定だという話を聞くが、そういつ

たことはインフラ投資に影響を与えてくるのか、あるいはあまり心配する必要はないのか。企業の方からは、認可されても資金調達のネックから着工されないインフラ案件もあるというような話を聞く。

外山国際局長

先程申し上げたように、中国の社会融資総量自体は、1月と3月に大幅に伸びており、4月の数字もまあまあであった。年明け以降、債券発行や信託での調達はかなり進んできている。おっしゃるように融資平台、シャドバンキング、理財商品といったものに対する規制強化の文書等が中央政府から出されたということがあるが、それに抵触しない範囲内で調達はかなり順便にできているということではないかと思っている。問題は、調達した資金を実際に使っていくかどうかであるが、色々な思惑等でやや停滞していたものが動いてくれば、第2四半期辺りから少しずつ上向いていくのではないかと判断しているところである。

中曽副総裁

今後の米国の金融政策をみていくポイントの一つが失業率であるが、図表2-2(4)でみても失業率はわりと確実に下がってきているようにみえるが、この先どのようにみておいたら良いか。これまでもずっと言われてきたことであるが、労働参加率との関係でこの先どのように推移していくかについて、国際局としてはどのようにみているか。

外山国際局長

難しくて見通しがたいところであるが、これまでの失業率の着実な低下の背景には、労働参加率が大きく減少してきているということがある。労働参加率の減少の一部は、デモグラフィックな要因で説明がつく。リーマン・ショックから5年が経ち、長期失業してしまった人は就職するのを諦めて労働市場から退出してしまっているということがあり、それが未来永劫続くということであれば、参加率はそのまま低下する一方になるが、景

気が少し良くなり家計の二次的な働き手である人々が——以前、ニューヨーク連銀の調査に基づいてお話ししたが——、求めていた条件に合う仕事があるかもしれないといったことで労働市場に再び参加してくるということがあるとすると、労働参加率の低下自体にはどこかで歯止めがかかってくる。そうだとすると、失業率の低下は、これまでのようなペースではいかなくなってくる可能性もある。これまでのペースで20万人位ずつ雇用者数が増加してくれば、来年の前半位には失業率6.5%も展望できるということになるのであろうが、労働参加率というもう一つのパラメータがどうなるかにも大きく依存する。中間を取る訳ではないが、労働参加率がやや戻ってくる可能性があるとするれば、その部分は失業率に対しては慎重にみておいた方が良いと思う。

佐藤委員

前回会合以降のサプライズということで木内委員からアジアの話があったが、もう一つは物価である。米国の物価の話は先程出たが、欧州の方も下振れてきている。米国のコアは先程ご説明があったとおりであるが、ユーロエリアのコアも4月が1.1%、3月は1.6%であるので、一気に0.5ポイント下がっている。ここにきて米欧でディスインフレ的な動きがやや目立ってきていると思う。米欧だけではなく、中国、インドといった新興国でも、エネルギー価格や食料品などコモディティ関係だと思うが、物価がやや下振れる動きになってきている。米欧と同じ理由で必ずしも一括りにはできないと思うが、少し気になるのは、こういった物価の緩やかな伸び率の低下傾向で、その結果として、例えば、米国ではブルーチップのコンセンサスフォーキャストでCPIの予想が段々下がってきている。2013年のCPI予想は、ほぼ一貫して2%前後であったが、直近5月には1.7%と下がってきている。どうも足許のインフレ率の低下をバックワードルッキングにみて、それを反映して先行きの期待インフレ率も下がってきているようにもみえる。この辺りのディスインフレ傾向について、これが一過性のものなのか、持続性のあるものなのか、あるいは要因としてどうい

ことが考えられるかといったところについて、見解があればお伺いしたい。

外山国際局長

大変重い問題だと思うが、ユーロエリアについては要因がはっきりしており、イースターの月ずれによってパッケージツアーの料金が4月に大幅に下がった。通常4月にあるイースターが3月に入り、3月に料金が上がったものが4月に反落したということである。これでかなりの説明がつく。さは然りながら、ご指摘のように米国、それから中国、インド、韓国など、ブラジル以外の多くのところで物価が下がっていると思う。それによって利下げの余地が出てきてむしろ助かっている国も多く、トルコ、韓国、インド、オーストラリアといった国々では、景気を眺めて利下げに踏み切った。巨視的にみると、幾つかの要因があると思う。特に欧州については、危機後、これだけGDPギャップが拡大し、特に周縁国のサービス価格を中心に下押し圧力がかなり強くなってきていることがあるのだろうと思う。日本と欧米では調整の仕方が違い、日本は賃金が伸縮自在であるが、欧米は労働力が切られるが賃金はなかなか下がらないので物価にもそれほど反映しないということがよく言われるが、周縁国を中心に賃金自体が下がってきている国々もあるし、スペインの27%というような失業率の水準になると、さすがに賃金自体もそうは下がらないということでもなくなってきていると思う。色々な形で、サービスを中心とした価格への下落圧力が大きく働いていると思う。従って、欧州については、成長が回復し、GDPギャップ、アウトプットギャップが縮まってくるまでは、デイスインフレの圧力はそれなりに働いてくるということかと思う。

もう一つは、コモディティ価格が金属製品を中心に大きく下がってきているということもあると思う。中国がここ10年間飲み込み続けたペースで鉱石を買ってくれるだろうという見通しのもとに、色々なところが供給力を増強してきたが、その見込みがどうも違っていたということで、供給と需要のギャップが開きつつあり、コモディティ価格に下押し圧力がかかっている。そういったものの二次製品も含めて、価格が下落している

ということではないかと思う。インドはC P I があまり信頼できないのでW P I を用いているが、ここでも金属を中心とした工業製品が大きく価格を下げている。従って、インフラ投資等とともに中国が再び少しでもコモディティを飲み込み始めて価格が戻ってくれば、やがては落ち着いてくるということになるかもしれないが、中長期的に中国の成長率自体が低下しているかざるを得ないということであるとすれば、コモディティ価格には中長期的に下落圧力がかかり続ける可能性もみておかなければならない。その場合は、特に、資源国を中心として大きな皺寄せが生じる可能性もあるとみておかなければならないと思う。

佐藤委員

欧州については分かったが、米国と欧州のディスインフレ的傾向の根っこは、違うとみておくべきか。

外山国際局長

米国も欧州と同じように、足許のディスインフレ、P C EあるいはC P I の低下は、幾つかの要因で説明できなくはない。

佐藤委員

例えば家賃か。

外山国際局長

家賃のほか、2009年、2010年にパキスタン、インドの異常気象でコットン価格が非常に上昇し、それが反落した効果で、今衣料品の価格が全体で0.2%位の寄与度で米国のC P I に効いてきている。例えば、そういうものである程度説明できるが、それにしても、極くなだらかに上昇率が低下してきているということなので、そこはグローバルにみたコモディティ価格や中国の過剰生産・過剰設備といったことが、じわりと効いているというようにマクロ的に説明することもできるのではないかと思う。

佐藤委員

先行きのインフレ期待への悪影響みたいなものは、考えておく必要があるか。

外山国際局長

足許に引きずられるところもあるとは思いますが、問題はこれが持続するかどうかだと思う。この傾向が暫く続くと、今までアンカーとされてきた数字もじわりと下がってくる可能性はある。ただ、今のところは、特に米国についてはそこまで心配しなければならないほどのことが起こっているとはみていない。ヨーロッパについては少し心配があるが、米国は、今のところは、振れの範囲内ということではないかと思っている。

黒田議長

それではここで、5分間のコーヒースタイルをとりたい。

(15時19分中断、15時24分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

黒田議長

それでは再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

資料-4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の実質GDPであるが、1～3月の1次QEが公表になり、前期比+0.9%、年率+3.5%と高めの伸びとなった。季節調整替えによってそれ以前も改訂され、10～12月が従来の前期比ゼロから+0.3%、年率+1%となったので、2期連続のプラスとなった。内訳の寄与度をみて頂くと、純輸出はこれまでマイナスを続けてきていたがプラスに転じた。国内需要は、寄与度のプラス幅

が拡大しているが、個人消費を中心にプラス幅が拡大している。この間、企業設備についても、なおマイナスであるがマイナス幅がかなり縮小してきている。前期比+0.9%という数字については、個人消費の推計のベースとなる家計調査——振れが大きい統計として有名である——の1~3月が少し強過ぎたということがあるので、少し割り引いてみておいた方がよいと思っている。以上がGDPである。

図表4の公共投資については、(2)の公共工事請負金額は公共工事の先行指標であるが、1~3月にかけて、特に3月にかけて減少し、4月に大幅に増加した。前回申し上げたとおり、減少は一時的なものであった。4月の増加は、案件の集中により出来過ぎだと思うが、前政権下での予備費に基づく対策に加えて、緊急経済対策の執行も出始めたものではないかと考えている。

続いて輸出入である。前回は通関輸出についてご説明したので、本日は今後の輸出の持ち直しを示唆する情報を三つ申し上げたい。一つ目は、ここには書いていないが4月の上中旬の輸出の統計が出ており、前年比が+5.3%と3月の+1.1%から伸びを高めている。上中旬の数字であるので結果的にそのとおりにならないことも多いが、そうした振れを勘案しても、どうやら4月は前期比でプラスになりそうだという感触を持っている。これが第一点である。二点目は、図表10(4)の機械受注の外需が1~3月にかけて2四半期連続の増加となっている。4~6月の見通しは再び減少となっており少し気になるが、機械受注の先行きの見通しについては過去3期の達成率の平均で出しており、この過去3期は景気が良くなかったので達成率が低かったということがある。因みに、過去の平均並みの達成率を適用すれば、4~6月も8%位増えるということなので、このまま4~6月の外需の見通しが下がるという訳ではないと思っている。企業からは、少し持ち直し方向ではないかと聞いている。これが第二点である。三点目は、われわれが作っている輸出物価指数をみると、4月から自動車中心に外貨建ての輸出価格を引き下げる動きが出てきている。企業では、円安で調整値下げをしているとは対外的には言っていないが、統計をみる限り、

どうやら数量拡大を狙った価格設定を行い始めているのではないかと考えている。こういうことを踏まえると、輸出は円安にも支えられ、今後持ち直していく可能性が高いのではないかと考えている。ただ、先程国際局のところでも議論があったが、海外経済、とりわけわが国の輸出ウエイトの高い中国経済がもたつき気味なので、輸出の回復ペースが極く緩慢なものにとどまる可能性には引き続き注意が必要であると思う。

次に国内経済である。図表 14 の企業マインドの月次の数字であるが、いずれでみても、企業マインドの改善傾向が明確になってきたという感じがする。ここには計数は載っていないが、先月から決算発表が相次いでおり、大体 9 割強位まで終わっていると思うが、取り敢えずの集計結果を口頭で申し上げると、2013 年度は製造業で 3 割強位の増益、全産業で 2 割強の増益予想となっている。為替の想定は大体 90 円～95 円なので、現在の水準が維持されれば、製造業を中心にもう少し上振れてくる可能性も高い。そうすると、設備投資にもプラスの効果が働くと思う。

その設備投資であるが、機械投資の一致指数である図表 15 の資本財総供給は、月次の振れはあるが、1～3 月の前期比が+1.9%であり、下げ止まってきたという感じがする。先行指標についてみると、建築着工床面積は以前からも増えていたが、1～3 月も引き続き前期比+4.9%と、非製造業の増加傾向を中心に建築は増えている。気になっていた機械受注は、今回季調替もあったのでこれまでと少し姿が変わっているが、3 月は前月比+14.2%と大幅に増加した。これは恐らく、年度下期に設備投資が先送りされていたが、それが年度末に集中して出たのではないかと理解している。これにより、1～3 月は前期比-0.0%とほぼ下げ止まりとなった。4～6 月の見通しについては、-1.5%と再び小幅減少となっているが、先程外需のところでも申し上げたとおり、達成率を調整すると 4%程度のプラスとなる。勿論、そのとおりになるかどうか分からないが、企業からのヒアリングも含めると、設備投資の判断は、従来の弱めから下げ止まりつつある位に修正することが適当ではないかと考えている。設備投資の先行きについては、今後持ち直してくると思っているが、なお大企業製造業は何がし

か慎重さが残っている感じがあるので、増加のペースについてはなお不確実性があると思っている。

続いて個人消費であるが、図表 20 (1) の家計調査の消費水準指数が 1～3 月に爆発し、これが GDP の押し上げにも効いている。これには統計の振れが影響していると思うが、中身を細かくみると、資産を保有しているとみられる 50 歳以上において、教養・娯楽、外食、自動車などが伸びているので、増えていること自体までは間違いという訳ではないと思う。それ以外の指標については、耐久消費財、自動車、あるいは図表 21 の全国百貨店売上高など、いずれも全体的に堅調であると思う。この中で、図表 21 の全国スーパー売上高は相対的には出遅れ感がある。所得がまだ弱いということが影響していると思う。百貨店についても、4 月は少し寒かったために春物が売れなかったということもあるので、一旦伸び悩むような局面があるかもしれないが、全体としては、しっかりしてきているということだと思う。その背景は、図表 22 にあるように消費者マインドが引き続き改善しているということである。消費者態度指数については、統計の取り方が少し変わったので断絶があるが、調整すれば改善傾向が続いている。基本的には株高が背景だと思うが、後程ご説明するように、労働需給も少しずつ改善している感じもあるので、その辺りも影響しているのではないかと思っている。以上を踏まえると、個人消費は足許底堅さを増している。株価上昇が続いていることなどを踏まえると、当面そうした傾向が続く。ただ、所得がついてくるかどうか、年度後半にかけてのポイントだと思っている。

住宅については、図表 24 (2) の首都圏、近畿のマンション販売動向は 4 月まで出ているが、マンション販売は着実に増加してきている。レベル的にも 2007 年位まで増えてきている。こうなってくると、(1) の着工も増えてくると思って良いと思う。ヒアリングベースでは、消費税引き上げ前の駆け込みということもあるが、物件や金利の先高観も影響しているといった指摘も増えてきている。

鉱工業生産を図表 25 で説明したい。1～3 月の生産は、公表ベースの前

期比で+2.2%となった。われわれの季節調整の歪みを直した調整ベースでは+0.2%とほぼ下げ止まった。4月、5月の予測指数を踏まえて4~6月の予測指数について申し上げると、公表ベースで1~3月+2.2%の後+1.3%、調整ベースで+0.2%の後+3.0%となる。企業からのヒアリングでも、4~6月は調整ベースで前期比2%位は増えるのではないかという感触を得ている。図表27(1)は予測指数がどのように修正されてきたかを示したもので、下に行くとは下方修正、上に行くとは上方修正であるが、どうやら下方修正が止まってきた感じがある。(2)は今回から載せている日本の製造業のPMIであるが、これをみて頂くと、生産の動きと似通った動きをしている。PMIは4月まで、生産は3月まで出ているが、4月までをみる限り、PMIもプラスになってきている。図表29(1)の出荷・在庫をご覧頂くと、出荷が持ち直しつつある中で、生産がそこまで増えていないので在庫が減ってきており、在庫の調整圧力が低下し、生産が伸びやすい環境になってきたと思う。以上を総合すると、4~6月以降、生産が持ち直していく可能性が高まってきていると思う。ただ、そのペースについては、輸出、設備投資に左右されるので、なお予断を許さないということかと思う。

図表30で雇用について簡単に申し上げたい。労働需給を示す有効求人倍率は、3月が0.86倍と引き続き幾分改善している。有効求人倍率は景気の一致指数と言われるが、景気に遅行すると言われる失業率は、3月が4.1%と横ばいの範囲内ではあるが、少し下がる兆しが出てきている。このように、労働需給は改善の動きが少しずつはっきりし始めたと思っている。ただ一方で、賃金は、毎月勤労統計の名目賃金は、3月前年比-0.9%と引き続き弱めである。賃金のマイナスは、パート比率の傾向的な上昇、あるいは1月以降サンプル替えで少し賃金が弱めに出ていることも影響していると思われるが、いずれにしても、現段階で賃金の上昇の兆しはまだ確認されていない。賃金については、今後景気が良くなれば労働時間が増えてくるので一人当たりの賃金が増えてくるとか、企業によっては今夏のボーナスを増やす企業も出てくると思うが、その動きはまだ限定的だろ

うと思う。地方公務員の賃下げもあるということなので、年度前半は目立った上昇は難しいと思う。年度後半に、労働需給が引締まりに向かう中で、企業業績の回復につれて、どの程度賃金が上がってくるかというところだろうと思う。

最後に物価だが、図表 33 の物価関連指標をご覧頂きたい。前回の会合から特に明らかになったのは、国内企業物価が、3 か月前対比で 4 月が +0.9% と上昇傾向に大きな変化はないということかと思う。これは円安が背景である。今回申し上げたいところは、輸出物価である。円ベースで見ると、前月比で 3 月 +0.8%、4 月 +0.7% と上昇しているが、契約通貨ベース——これは主にドルということになるが——では、3 月の -0.2% に続いて 4 月 -1.2% と大きめのマイナスとなっている。産業別には自動車、産業機械、電機・エレクトロニクス関係で少し調整値下げが始まったと思っている。C P I は前回ご説明したとおりで、全国の 3 月が -0.5% とマイナス幅を拡大したが、東京の動きも踏まえると、4 月は恐らく -0.5% か -0.4% 位ではないかと思っている。その後、5 月にはマイナス幅は明確に縮小し、6 月以降プラスに転じていくのではないかと思っている。ただ、当面プラスに転じていく主因はエネルギーだと思っており、これが C P I の寄与としては 3 月、4 月で大体 0.1~0.2% であるが、6~7 月には 0.7~0.8% 位まで拡大する。また、食料品がマイナス幅を少し縮小していくという感じではないかと思っている。

最後にまとめると、以上を踏まえて、実体経済については主に株高の効果から消費が底堅さを増しており、これまで景気を下押ししてきた輸出、設備投資についても、主に円安の効果から下げ止まってきているので、景気全体は持ち直しつつあると判断している。これは、4 月の展望レポートに沿った動きであり、今後の回復シナリオの蓋然性も高まりつつあるとみている。ただ、所得面には弱さが残る点、あるいは輸出、設備の回復ペースにも不確実性がある点などには、なお注意が必要かと思う。消費者物価については、前年比でみて、年央頃から次第にプラスに転じ、年度後半には傷害保険料の引き上げ、需給バランス面の改善の効果も加わって、C P

I 全体として 1%の方向に近づいていくのであろうと思っている。ただ、これについても色々な面での不確実性がある。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

2点質問がある。一つ目は図表 14 の企業マインドで、景況ウォッチャー調査の景気の現状判断D I の水準が、他のサーベイと比べていつも非常に高いと思っている。例えば、経営者に聞くのとそうでないとか、何かバイアスがあるのか。また、別々の調査なので単純比較はできないかもしれないが、図表 (1) ~ (4) でみると、商工中金のところで、意外と非製造業・中小企業の改善、水準の高さが目につく。足許、円安・株高あるいは輸出の底打ちが起点になって経済が戻ってくるという期待が高まるとすると、本来は大企業・製造業が一番景況感が戻っていても良さそうなものだが、むしろ一番弱そうな非製造業・中小企業の方が足許の水準並びに戻りも強くみえる。この辺のマインド統計のばらつきは、どのように理解すれば良いのか。

二つ目は図表 29 (2) の在庫循環であるが、在庫循環でみてもそろそろ底打ちから回復へということがみえるが、過去の在庫循環と比べると小さいという感じがする。例えば、2000 年代初頭の I T バブル後の調整、あるいはリーマン・ショック後の調整との比較になるので、そのような非常に大きなショックがあった時の調整と比べれば、足許の調整は小さくて当然だということかもしれないが、それ以外に何か構造的に在庫循環が小さくなるような要因があるのか。過去の製造業の在庫循環は I T 部門が主導しやすかったと思うが、例えば、半導体などで委託生産比率が高まり在庫過剰が起りにくくなっていると言われた時期もあったが、I T 電子部品を中心に在庫循環を小さくするような何らかの構造変化があるのか。それとも単に外的ショックの度合いが違うというだけの話なのか、教えて頂き

たい。

前田調査統計局長

まず、マインドのところから申し上げますと、景気ウォッチャーは答えている人が違うということだと思っている。今回マインドが一番改善したのが家計である。理由ははっきり分からないが、家計のマインドが過去にないほど急激に良くなっている。一番慎重なのが大企業との感じを持っている。なぜかというのはなかなか難しいが、景気ウォッチャーは、その中間位の人達であり、タクシーの運転手さんを含め、企業の経営者というよりも現実に現場で働いていらっしゃる方と理解している。そのため、慎重な企業よりは少し明るいという感じだと思う。これが第一点の一つ目であり、第一点の二つ目の非製造業の中小企業がなぜ良いかということは、今起きていることからすると少しパズリングな面もある。非製造業の中小企業では、運輸などでは良くなく、ガソリンがかなり上がっているので厳しいという答えが多い。今一番良くなっているのは、消費と建設——住宅や公共投資——である。言ってみれば、輸出が持ち直す前に内需が先に持ち直してしまったという感じである。そういった消費・サービス関連——旅行も含めて——、あるいは建設関連——数としては非製造業の中小企業に意外と多い——が多いので、全部合わせれば非製造業の中小企業が意外と良いということだと思う。これには株高、財政支出の効果が効いていると思う。

二つ目の在庫循環の図表 29 のところであるが、木内委員がおっしゃった 2 つの要因が効いていると思う。構造的に、30 年前、40 年前は、製造業だけでなく流通も含めて、在庫循環が景気循環をかなり決めていた面があるが、これはここ数年というよりもかなり長期トレンドとして在庫の変動が実体経済全体に及ぼす影響は少しずつ小さくなっていると思うので、ここ 1~2 年で変わった話ではなく長期のトレンドの話だと理解している。もう一つは、今回の景気は、リーマン・ショックで落ち込んだ後、取り敢えず順調に戻り始めていたが、その後、2011 年 3 月に地震があり、2011 年秋にはタイの洪水があり、昨年秋からは中国の問題がありというように、

短期的に色々な事件が起きた結果、前年比でみた場合、あるいは在庫循環という大きな動きでみた場合、なかなかはっきりしない動きになっているということがある。短期的には後者の要因の方が大きいのではないかと思うが、それでみても、先程もご指摘があったように、どうやら在庫循環の底に来つつあるのではないかとみている。

白井委員

GDPギャップのマイナスがかなり大きいですが、その背景を製造業と非製造業でみると、製造業が主因のようにみえる。製造業は確かに鉱工業生産にしてもPMIにしても多少良くなってきており、雇用は確か超過労働時間がプラスに出ていると思う。そこは良いと思うが、私が気になっているのは稼働率の低さである。リーマン・ショック前が出来過ぎなのかもしれないが、いずれにしても稼働率は相当低い。製造業は超過労働時間は確かに増えているが、求人者数も雇用者数も減少が続いているところを見ると、なかなか厳しそうな感じがする。稼働率がかなり低いということになると、設備投資もそれほど積極的にはなりにくいという気がする。法人季報で設備投資と減価償却費を比較してみると、少しは良くなっている気がする。例えば、2010年、2011年の時は設備投資が減価償却費以下であったので、ストックが減っているという状況であったが、確か2012年位からは少なくとも減価償却費を超える設備投資になっているので少しは良くなっているが、全体的に製造業が弱いという感じがする。これから、円安と今はかなり弱い外需が今年の後半位から出てくることによって、稼働率の低さが戻っていくほどの勢いになるのかどうか。つまり、アウトプットギャップが製造業を主因とした場合、それは結構早く縮小していくのか。この辺については、どのようにみているのか。

前田調査統計局長

アウトプットギャップを製造業、非製造業に分けていないのではっきりは分からないが、基本的に製造業だけで戻ってくるというよりも、内需が

しっかりしてきて非製造業分野でもさらに改善していくということだろうと思う。

白井委員

内需関連、非製造業のGDPギャップはゼロにかなり近い。

前田調査統計局長

非製造業のGDPギャップは、計算していないので分からない。

白井委員

調査統計局から頂いているデータで、capacity utilization は製造業と非製造業に分けられる。明らかに非製造業の方はかなりゼロに近くなっており、製造業とは差がある。

前田調査統計局長

おっしゃるとおりであるが、われわれはヒトとキャピタルに分けて稼働率を出しており、キャピタルの方は製造業、非製造業に分けられるが、ヒトについては製造業、非製造業に分けられないので、そういう意味でそこは難しいということを申し上げた。仮に、製造業、非製造業に分けることができたとした場合、短観でみるように、非製造業ではヒトについても「不足」超になってきているので、多分おっしゃるようなことだろうと思う。仮に、非製造業需給ギャップというものが作れるとした場合、これが少しずつこれから過熱の方向に向かっていく、だからこそ賃金が少しずつ上がっていくのであろうと思っけると同時に、製造業についても何がしかマイナスの需給ギャップは改善に向かうだろうと思っっている。その両者の差が急速に縮まるかどうかは、特段作っていないので分からないが、イメージとしては、急速に縮まると言うより今申し上げたようなイメージだと思う。なぜ製造業の稼働率が低いかというと、輸出が弱く生産が弱いからだが、加えて以前製造していた古い製品に対する設備が余っている。こ

これは恐らくこれからそれほど埋まらないと思う。リストラや統合等で設備が徐々に廃棄され、その中で新しいものための設備が作られていくということが本当に起きれば、一番望ましい姿ではないかと思う。単に円安というだけで、昔作っていたものがどんどん出るという訳ではないと思うので、そのような構造調整的な動きが本当に起きていくかどうか、重要ではないかと思っている。

宮尾委員

機械受注の先行き見通しのところで、達成率を過去3期ではなく過去平均並みで計算すればしっかりした数字が出てくるという説明であった。こういう説明は今回初めて聞いたかもしれないが、このような見方をよくするのか。

前田調査統計局長

その計算自体は間違っていないが、一つ言えることは、景気が悪い時は達成率が下振れる傾向があり、景気が良くなってくれば達成率は良くなっていく。その平均したものが平均達成率である。この4~6月に平均達成率に到達するかどうかは分からないが、方向性としてみれば、景気は少しずつ良くなっており、達成率自体は過去の3期平均でみたよりも少し良くなる可能性は念頭に置いておいても良いのではないか。4~6月の見通し自体はよく分からず、機械受注はいつも裏切られるので結局もっと弱くなるかもしれないが、過去の経験則や理屈からいくと、そういうことであると申し上げた。

石田委員

その達成率はどのように計算するのか。

前田調査統計局長

達成率の作られ方だが、まずメーカーが、例えば、この4~6月は100

の受注があると届け——これは、每期每期必ず届ける——、現実には 95 だったり 90 だったりする。4～6 月の見通しとして内閣府に 100 という報告があったとしても、過去 3 期の達成率が 90%だとすると、内閣府は 4～6 月の見通しは 90 であると計算するという加工統計である。これが本当に 100 になれば、ここで作られている 4～6 月の見通しよりは 10%上振れるということになる。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5 (参考計表) に沿ってご説明する。図表 1 の家計・企業のインフレ予想では、新しい指標が出ているのは (2) の消費動向調査の 4 月である。(注) のところに書いているが、調査方法が今回から変わり、前月と今月は郵送調査になっている。それまでは訪問調査であったので断絶がある点、ご注意頂ければと思う。その断絶を調整するため 3 月も 1 回調査しているのでその違いで申し上げる。数字を申し上げると、3 月 2.14%に対し 4 月が 2.47%と 0.33%ポイント上がっている。1 年後の予想インフレ率と聞いており、今回 4 月が初めて入ってきているので、家計が正しく問いを理解しているとする、初めて消費税が入ってくるので、ここで 2%ジャンプしないとおかしい。そういうことは起きずに 0.33%ポイントしか上がっていない。このような質問方法になったのは最近のことで、前 2 回の消費税の時は聞き方が違っているので、前 2 回の時の織り込み方はちょっと分からないが、その時のものをみても直前になると織り込み始めるといった感じがあり、今後みていく時に消費税の織り込みのところ若干みにくい——個人に対するアンケートであるのでやむを得ないが——といったところがあると思う。数字としては、今申し上げたように今月 0.3 位上がったということである。図表 2 (2) の E S P フォーキャスト調査

では、5月が2013年度0.32%、2014年度2.61%となっている。これは消費税込みであるので消費税を引くと0.6%である。われわれの見通しが中央値でそれぞれ0.7、1.4であるのでかなり乖離がある。現状では9人の見通しの一番下よりもさらに下にある。

図表3の市場のインフレ予想であるが、(1)のQSS債券月次調査をみて頂くと、段々上がってきているという感じがみえると思う。こちらの方で一番はっきり表れているのは、1年先から2年後までの1年間の平均値であるが、これが1.09%から1.23%と上がってきている。これも同じ問題があり、1年先から2年後までの1年間の平均値であるので、もし消費税を織り込んでいるのであればこのような水準のはずはないが、これについてはQuickの聞き方に問題があり、消費税を外すかどうかを明確に言っていないので色々な答えが混ざってこのような結果になっている可能性が高いと思う。そういう意味で少し見難くなっているが、傾向としては上がってきていると思う。(2)のインプライド・フォワード・レートは上がっているが、これは長期金利が上がっているのも当然のことであると思う。

(3)のBEIについては、流動性の問題があるので解釈が難しいところがあるが、数字で申し上げると今回最長物と5年物が一緒に1.95%という数字になる。1.95をどのように評価するかであるが、これは5年物であるので、5年間の間には予定どおりであれば消費税が5%上がりそのうちの転嫁分が2/3、0.7位だと仮定すると、フルに織り込まれていると仮定しても1.2位の数字を5年間の平均で置いているという計算になる。これは他のアンケートに比べると若干強い。例えば、明確に消費税を除くという指定をしているアンケートが図表2(4)のESPフォーキャストの長期予想であるが、2年度後から6年度後は0.7%である。従って、エコノミストの予想は5年位であれば0.7%という予想であるがBEIでみると1.2%と、若干ここに乖離がある。色々申し上げたが、消費税の織り込みを含めてやや読みにくいところはあるが、数字としては全般に上がっているということである。以上がインフレ予想である。

続いて、図表4以降の短期金利と実体経済である。変わったところだけ

申し上げると、第1四半期のGDPと3月のCPIが入っているので(1)のところで数字が入っている。トレンド成長率は0.6%、実質コールレートは、コールレートが0.1、CPIコアが-0.3なので0.4%となり、0.6と0.4であるのでほぼ変わらない。足許のCPIで作った実質コールレートは0.4になるが、今申し上げたようなインフレ予想を前提にする、あるいは少なくともプラスになってきていると考えるのであれば、ここはもう少し差があって今の金融緩和の度合いは強いということになるろうかと思う。1年後を数字として出すのは難しいが、足許の金融緩和の度合いは強いというのは間違いないと思う。図表6はあまり新しい数字にはなっていないが、数字だけ申し上げると、(1)のテイラー・ルールによると、第1四半期のところが-2.1%ということであるので、この観点から言えば、まだ需給ギャップが大きい、CPIの足許が低いということを前提にするとテイラー・ルールで計算される金利は-2%位で、こちらからみれば引締めの結論はこれまでと変わらない。以上がインフレ期待、政策金利関係である。

図表8以降で金利、ボリューム、アベイラビリティの順に申し上げる。まず、図表8の金利については新しいデータがほとんど入っていない。変わっているのは長期プライムレートであるが、注で書いてあるが、長プラは5月10日に改定され今1.25%になっている。3月末1.15の後、4月10日に1.20になり、5月10日に1.25になったということである。この水準は、2012年7~9月に1.25という数字があり、昨年7月から11月にかけてこのような水準であった。今の長プラの水準はその程度と頂ければと思う。3月は貸出約定平均金利が出るのが遅いので、貸出約定平均金利の新しい数字はない。CPは、4月がまとまったが、前回会合で申し上げたこととほとんど変わっておらず、落ち着いている。社債発行レートは、2月0.49、3月0.26、4月0.54と凸凹しているが、これは電力債の発行の有無に伴う振れであり、ほとんど大きな動きはなかった。問題は5月に入ってどうかということであるが、5月14日までに4銘柄が発行されており、平均的な発行レートは0.53である。4月0.54の後、5月の中

間ラップで 0.53 とほとんど変わっていない。ベースレートとして 5 年物を考えると 5bp 位上がっているが、スプレッドが同じ位縮小しているため、ほぼ変わらなかった。ただ、銘柄数が少ないのでどれだけ指標性があるかは分からない。取り敢えず今の段階で社債発行レートが大きく上がっているという展開ではないということのようである。以上が金利である。

続いて図表 12 のボリュームである。今の点を含めて 2 点ほど申し上げたい。まず、民間部門総資金調達の数字で 4 月が 0.7% とプラス幅をさらに拡大している。主因は銀行・信金・外銀計、すなわち貸出が 0.9 から 1.0 へと 0.1 増えた。もう一つは、社債が 0.0 から +0.1 へこれも 0.1 寄与が増加した。CP と若干行って来いではあるが、細かく言うと 0.1 位の寄与がある。従って、この 2 つで説明がつく。これについては、例えば、2012 年 10~12 月をみて頂くと、民間部門総資金調達は大体ゼロ、0.1 であったが、今は 0.7 まで増えてきている。その主因は貸出である。0.5 が 1.0 になっているので、貸出を主因に民間部門総資金調達はこの半年程度、増えてきているという関係にあると思う。貸出は、4 月が +2.1 と 3 月の +1.9 からさらに伸び幅を拡大している。主因は明確に都銀等であり、同じく 10~12 月と比べると -0.1 から +1.5 と増加している。地銀等はほとんど変わっていないので、都銀の貸出に対する姿勢が積極的になっていることが表れている。そういう意味で、昨年末から今年にかけて起きていることは、都銀を中心に貸出を増やし、その結果として民間部門総資金調達および貸出がプラスになってきているということだと思う。社債についても、4 月 1.6 となっており、プラスになった。社債の発行額は、9,600 億円と 1 兆円近い発行があった。発行した人達は、結果として金利が低い時に発行したことで、極めて正解だったということになる。この後は、先程申し上げたように、5 月 14 日までの段階で 4 銘柄、合計 1,250 億円発行されている。パイプラインに乗っているもののうち、一部取り消されているもの等を勘案すると全部合わせて 3,000 億円位であるので、5 月は少し少なくなると思う。例年であると 6,000 億円位いくので、5 月はそういう意味では発行は少し少なめである。新聞等を賑わせているが、一部に見送りと

いう動きが出ており、色々と聞いてみると、投資家の目線が定まらないので需要の集まりに自信を持ちづらく、証券会社の方から少し見送ってはどうか、様子を見てはどうかというような話があったようである。また、ある会社では、10月頃の社債の償還分を早めに出しておこうと思ったがボラティリティが高いので少し待っているというようなことである。いずれにせよ、発行できないために資金繰りに困るといったようなことではないようである。社債は、取り敢えず市場では若干様子見のような感じになっているところが5月は出ている。最後にJ-REITであるが、ずっと1,000億を超える大きな数字が出ていたが、4月は少し一服し317億円となった。5月も一服で今の段階で分かっている数字が68億円である。ただ、この後6月に1本1,700億円という過去最大のREITが発行される。実はそれが発表されたことも、今のJ-REITの市況を若干崩したと言われていた。J-REITについてはもう少し様子を見たいと思う。

図表14の民間銀行貸出であるが、業種別の四半期で新しい数字が出ているので申し上げる。これは四半期であるので12月、3月と出るが、製造業は12月+0.3が3月+2.4、非製造業は1.2で変わらずである。製造業の中身としては、やや特殊要因もあり、鉄鋼、また恐らく実勢だと言うが輸送機械で、生産増に対応したものと考えられる。そういう意味で、大企業を中心に大手行が貸出をしていることと整合的かと思う。

続いて図表17のアベイラビリティであるが、数字だけ申し上げると、貸出態度判断DIの中小企業（日本公庫）は4月34.6と前回3月とほぼ変わらない。同じ中小企業（日本公庫）の資金繰りDIは4月-2.1と行ったり来たりであるが、3月の1.2とそれほど変わっておらず、アベイラビリティについては変わっていない。図表19の倒産であるが、金融円滑化法が切れたが4月の倒産件数は899件と引き続き1,000件を切っている。因みに、円滑化法関連では4月は41件、3月が38件であったので若干増えている。件数としては段々増えてきている感じはある。41件は恐らく過去一番多いと思うが、その程度であるのでここで倒産の姿が大きく変わっているということではないようである。

最後に、マネーとマネタリーベースである。図表 21 のマネタリーベースでは 4 月が前年比+23.1%という数字になっている。5 月、6 月にかけて大体 3 割位でいくと思われる。マネーストックは、3 月 3.1 の後、4 月 3.3 ということであり、先程の貸出等を反映したものと考えられる。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 2 の E S P フォーキャストの 2014 年度の消費者物価の見通しは 2.61%であり 2%を引くと 0.61 という説明であったが、消費税率引き上げが全て転嫁されたときの理論値が 2 というのか。例えば、何とかセールなどもありそうなので、消費税の影響をやや低めにみているのかなという気がする。そうすると 2 まで上がらないということを前提に答えているとすると、消費税を除く分は 0.6 よりももう少し高いのかなという気がするが、そういうことで良いか。

内田企画局長

そこは色々な考え方があると思うが、それを含めて要するに実質値下げをしたのとほぼ同じことになるので、その部分は常識的に考えれば転嫁できなかった、従って、実勢として弱いというように考えるのかなと思う。最後は、機械的な計算で出すしかないのかなと思う。これは転嫁分、これは値下げ分と切り分けることはできないので、言ってみれば消費税として払った分がある以上、そこで転嫁できなかったとすれば、実質値下げであるということである。

木内委員

回答の段階で消費税 2%で回答するように言っているのか。

内田企画局長

そのようには言っていない。低くしか課税されないのであれば、そういうことはあり得ると思う。もし消費税の分を被ったとすれば、それは実質値下げと考えるべきだろうと思う。

佐藤委員

テクニカルな話であるが、広義流動性の増加の主因は投信と外債であるが、外債については、政策変更を受けて顕著に外債が増えているという話は聞かないし、統計上も増えていない。これは単純に為替の換算差でほとんどが説明できるのか。

内田企画局長

外債はほぼそうである。この4月までは確かそうだったと思う。むしろ投信の方は色々なものが入っていると思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

それでは次に、金融経済月報の概要についてお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報「概要」の前月との比較表で説明する。まず実体経済の現状であるが、冒頭、「わが国の景気は、持ち直しつつある」としている。前月の「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」から判断を一步前進させている。次の段落では、内訳として設備投資、個人消費、鉱工業生産の表現をそれぞれ前に進めている。設備投資においては、前月は「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」だったが、今回は「非製造業が引き続き底堅く推移するなか、全体としても下げ止まりつつある」としている。個人消費は、前月は「底堅さを

増しつつある」という表現だったが、当月は「底堅さを増している」としている。生産については「下げ止まっており」という前段部分は前月から変えていないが、その後の表現については、前月の「持ち直しに向かう動きもみられている」から、今月は「持ち直しに向かう動きが明確になりつつある」としている。

続いて先行きについては、前月は「各種経済対策の効果もあって」という表現をしていた部分について、当月は「金融緩和や各種経済対策の効果から」としている。こちらは4月の展望レポートと同じ表現である。次の段落であるが、設備投資について、前月は「当面一部に弱さが残るものの、その後は」としていた部分を、当月は現状判断を一步進めたためこれを削除し、代わりに「企業収益が改善に向かうなかで」という一節を挿入している。個人消費についても足許の表現を一步進めた関係で、先行きについて、今月は「引き続き底堅く推移する」という表現にしている。

続いて物価である。物価の現状については、消費者物価（除く生鮮食品）について、前年の動きの反動のところに、今月は「エネルギー関連や」という語句を挿入している。また前年比の表現については、前月は「小幅のマイナスとなっている」という表現だったが、当月はこの「小幅」を取って、「マイナスとなっている」としている。これは、先程前田調査統計局長からも説明があったとおり、石油製品の前年の反動から、足許の除く生鮮のマイナス幅が拡大したことに対応した変更である。ただし、消費者物価の先行きについては、こうした石油製品の反動の影響も剥落し、プラスになっていくことから、全体としても「マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていく」という先行きの表現を当月はしている。なお当月は物価の現状のところに、予想物価上昇率についての一文を挿入し、「予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる」としている。

神山企画局政策企画課長

金融については、今月は記述の順序を変えており、まずわが国の金融環境について「緩和した状態にある」という基調判断を記述した後、マネタ

リーベースについては、「日本銀行による資産買入れが進捗する中、大幅に増加しており、前年比は 2 割台前半の伸びとなっている」としている。その後、企業金融に関する記述を続けているが、今月は資金需要について「緩やかに増加している」と判断を引き上げている。前月までは「増加の動きがみられている」としていた。また計数の実績を踏まえて、CP・社債の発行残高の前年比については「プラスとなっている」、マネーストックの前年比は「3%台前半の伸びとなっている」としている。

最後に金融市況であるが、今月は、「ターム物金利は、幾分上昇した後、横ばい圏内の動きとなっている。長期金利および株価は、前月と比べ上昇している一方、円の対ドル相場は下落している」としている。以上である。

黒田議長

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

(16 時 26 分中断、22 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず本日の議事進行をご説明する。本日は、第一に金融経済情勢に関する討議、第二に当面の金融政策運営に関する討議、第三に政府出席者からの発言、第四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 4 月 26 日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは山口俊一副大臣、内閣府からは松山健士内閣府審議官である。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する。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、

この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

石田委員

内外経済の現状、先行きについて、昨日執行部より詳細な説明があったが、特に違和感はない。ただし、設備投資の先行きについては未だ増加していく確たる証左が得られておらず、若干心許ないところである。

前回会合時点では、米国や中国などの経済指標が、年初来の強めなものに比べて弱めのものが目立ってきており、ここ3年続いた年初好調の後の景気腰折れというパターンの再来を予想する向きが多かったが、米国では、予想を上回る4月雇用統計の発表後、このところ強めの指標が続き、株価も高値を更新するなど景況感は一転強気になってきている。また、欧州についても一部指標に回復を示すものが出てきており、最悪期を脱しつつあるとの見方が増加している。なお、ユーロ圏での緊縮財政修正の動きは、市場がネガティブに反応しない範囲にとどまる限り、足許では、景気下支えの要因となる可能性があるともみている。一方、中国、NIEs、インド等については、回復の勢いが今一つの状況が続いているが、ベースは改善の方向にあると思う。全体として、ここ3年続いた夏場にかけての景気減退が回避できる状況にあり、「海外経済の回復につれてわが国経済も次第に回復経路に復して行く」という展望レポートのシナリオの方向で進んでいると思う。

問題は世界経済の回復のペースだが、これは米国経済の回復の強さにかかっている。先般、2013 予算年度の財政赤字が6,420 億ドル、GDPの4%に縮小するとの見通しが出ている。これまで議会での財政赤字削減等を巡

る与野党対立が、米国経済の先行きに対する大きな不安定要因であったのだが、その争点としての重要性が大きく低下するものとみている。また、債務上限問題のインパクトも相対的に小さくなるはずで、米国経済の先行きへの大きな障害がかなり軽減されたと考えている。なお、これだけ財政赤字が縮小したということは、それだけフィスカルドラッグが大きく経済を下押しするとみるか、これだけ大きなフィスカルドラッグでもこの程度成長しているということは実勢がかなり強いとみるか、意見の分かれるところである。前期比でみていくと、フィスカルドラッグは小さくなっていくので、米国経済は今後次第に成長スピードを上げていくとみるのが自然だと思う。これは、欧州、新興国にも波及効果をもたらすので、わが国経済にとっても次第に大きなプラス効果を期待できるものとみている。

物価については、大きな流れはこれまでの見方と変わらない。円安の国内物価に与える影響について、現在注目していることを幾つか申し上げる。円安による原材料価格の上昇を背景に、小売段階への製品値上げを図る動きが食品業界を中心に増えているが、このような動きが他の業界に広がっていくのか、小売段階で売値への転嫁はどうなるのか、また、商品の値上げを発表している一部飲食・外食チェーンの今後の売上動向、さらには海外生産が進んでおりこれまで逆輸入してきた耐久消費財について、今後の卸・小売段階での対応等がどうなるのか、大変関心のあるところである。為替・海外市況連動型商品のほかに、以上のような商品の動向については、円安影響の最終販売物価への浸透は抵抗も強く、かなり時間もかかると思うが、今後、企業の価格設定行動全般へも影響を与える可能性があり、注目しているところである。いずれも確たることは言えない段階であるが、こうした値上げが単に原材料価格の転嫁にとどまる限り、われわれが本来望んでいる賃金上昇を伴う物価上昇には繋がらないものである点には一方で留意が必要である。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

海外経済の現状判断と先行きについては執行部見解どおり、前月の判断を維持するという事で良いと思う。注目点を3つ申し上げる。第一は、目先の下振れ要因として整理していた米国の財政を巡る政治情勢について、足許の財政収支が予想以上に改善し、債務上限問題も秋以降に後ずれの見込みとなったことである。こうした財政健全化への動きはフィスカルドラッグの問題と表裏一体ではあるものの、当面のテールリスク低下という点では好ましい動きというように思う。第二は、中国経済の持ち直しのモメンタムの鈍さである。 外需の実

勢が見極めにくいというえに、政府が過剰設備問題等の構造調整に注力して、例えば儉約令に象徴されるように闇雲に成長を求めない姿勢を示す中、中国経済が新興国、ひいては世界経済の加速にどの程度寄与するのかという点は、今後のリスク要因になりつつあると整理している。第三は、このところの世界的なディスインフレ傾向である。米国のコアCPI前年比は、3月の1.9%から4月は1.7%に、またユーロ圏は3月の1.6%から4月は1.1%に低下した。中国をはじめ新興国でもエネルギー・食料価格の影響から同様の傾向が見受けられる。原因としては、国際商品市況の低下や需給ギャップの縮小ペースの鈍化、欧州についてはギャップの拡大などが考えられるが、こうしたディスインフレ傾向が定着すると米欧経済が日本化し、期待インフレ率の低下から実際のインフレ率低下へというトラップにはまる可能性があり懸念している。実際、例えば米国では、昨日指摘したように、ブルーチップによる物価のコンセンサス予想が徐々に低下している。

国内景気の現状判断については、「持ち直しつつある」という執行部見解に概ね同意する。設備投資と鉱工業生産について、現時点で判断をさらに進めるのは若干前のめりの印象はあるが、執行部判断では設備投資については持ち直し「つつある」、鉱工業生産についても持ち直しに向かう動きが明確になり「つつある」ということで、一步前進というよりは、半歩

前進にとどめているという点は尊重したいと思う。

需要項目別には、賃金低迷のもとでも個人消費や住宅投資の底堅さが印象的である。ただし、これらは純粋にマインド改善や資産効果に起因するというよりも、複合的な要因が作用しているように見受けられる。例えば、販売好調と言われる高額品は円安等による価格先高観から、また住宅投資は消費税率引き上げ前の駆け込み的な動きが実際にあるようだし、高額マンションの販売好調の理由の一つとしては、相続税対策の可能性も指摘されている。これらについて、仮に需要の前倒し的な側面が強いようであれば、その持続性についてはやや慎重にみておく必要があるかと思われる。

最後に、物価動向について、足許から目先数か月は執行部見解に沿う動きになると思う。3月の全国消費者物価指数コアは前年同月比 -0.5% とマイナス幅が拡大したが、目先6~7月にかけては前年のエネルギー価格下落影響の裏が出るほか、家庭用電力料金の値上げも見込まれるので、前年比横ばいないしは若干のプラスになり、理由はともあれ、今年度上期を振り返ってみれば、4月の量的・質的金融緩和導入後に物価は比較的早いペースで改善したという評価になるかと思う。もっとも、2013年度で $+0.7\%$ という本行の中心的な見通し実現のためには、6月以降も前年比の伸び率が毎月平均で0.2ポイント程度改善する必要がある。資産市場を取り巻く最近の状況変化、あるいは各種ソフトデータにみられる期待インフレ率の変化は本行の物価見通し実現への追い風である一方、先に述べたように先進国及び多くの新興国でデフレーション傾向がみられる中で、果たして日本の物価が日本独自の要因で加速していくかどうかを注視している。以上である。

黒田議長

それでは木内委員お願いします。

木内委員

国際金融市場では株式市場を中心に楽観的なムードが高まっているが、

世界経済が依然力強さを欠いた状況にあることは変わらないと思う。米国が世界経済を今後も何とか支えてくれると期待しているが、その他の主要国、特に欧州、中国を中心とするアジアの経済状況をみると、足許で軽い二番底の懸念さえ感じられる。

世界の製造業PMIをみると、4月は50.5と昨年12月以来の低水準となった。年末から年初にかけて顕著に改善したPMIは、判断の分かれ目である50近辺で頭打ちとなっている。米国では住宅市場が改善を続け、欧州では政府債務問題に端を発した市場の混乱、動揺が収束しつつあるが、そうした構造問題の緩和、テールリスクの低下が経済環境の明確な好転には結びついていない。何を契機に世界経済が力強い回復軌道に復するのか、現状ではまだみえてこない。

こうした経済状況とは対照的に、主要国の株式市場は堅調に推移している。これは、足許の主要国で相次ぐ金融緩和策、追加緩和あるいは緩和継続への期待に強く支えられている面が強いと思う。そうした背景には、景気の下振れに加えて、インフレ率の想定以上の下振れがある点は見逃せない。その原因としては、商品市況の軟化という一時的要因に加えて、バブル後の構造調整の遅れに起因する高水準の需給ギャップの長期化、潜在成長率の低下、それを受けた賃金上昇率低下など構造問題を映じた面があると考えている。先進国では、金利低下余地が限られる中でインフレ率低下が実質短期金利の上昇を招き、金融緩和効果を減じてしまうことも懸念される。こうした点などを踏まえると、足許の株式市場の楽観ムードにはやや違和感を覚える。

さて、欧州では、周縁国を中心に、銀行の慎重な貸出態度が引き続き景気回復の障害になっていると考えられる。最新4月の調査で、ユーロ圏銀行の企業向け貸出態度は緩やかに改善したが、DIはなお厳格超の状況である。中でも中小企業向けは依然厳格、また家計向けは住宅ローンを中心にさらに厳格である。中小企業の資金繰り悪化が雇用悪化を招き、これが家計向けクレジットリスクの高まりに繋がるといった悪循環に陥っている面もあると思う。ユーロ圏の問題が、国債市場が介在した財政と銀行の

相乗的な悪化から、不動産市場が介在した家計と銀行の相乗的な悪化へと変容しているようにも感じる。

中国経済の下振れリスクについても懸念している。4月のPMIでも確認されたが、製造業では生産過剰から在庫調整の動きが再びみられる。生産・在庫過剰の傾向は、4月の生産者物価が前年比-2.6%と半年振りの低水準まで下落幅を拡大したことに表れている。在庫調整圧力が強い代表的な業種が鉄鋼業で、政府の都市化政策への期待から生産を拡大させ過ぎたということが背景にもあるようである。4~6月期に在庫調整の動きが広がれば、成長率が2四半期連続で低下する可能性もあり、その場合には二番底懸念が生じることも考えられる。他方、需要サイドでは消費の軟調さが目立つ。都市部の一人当たり可処分所得が1~3月期に前年比+9.3%と昨年の+14.0%から低下したことなどは、消費の下振れが政府の儉約令だけによるものではないことを示していると思う。

さらに、景気がやや下振れる中で、1~3月期の社会融資総量が前年比+58.3%と急拡大を続けていることは、それらが不動産投資などに向けられ資産バブルのリスクを高めている可能性や、借り換えなど後ろ向きの融資が拡大しており、その背景で不良債権問題が深刻化していることを反映している可能性なども考えられるところである。

円安・株高の強い追い風を受ける国内経済の状況は、こうした欧州、中国などと比べると格段に良好である。年率+3.5%に達した1~3月期の成長率は、日本経済が下げ止まりから持ち直し方向に歩み始めたことを示した。しかし海外経済の回復力がなかなか高まらない中、円安による企業収益改善と株高に支えられた期待先行型あるいは高額消費に偏った形での経済の持ち直しの持続性には、なお不安が残る。

輸出環境との連動性が強い製造業の生産は、引き続き緩やかな改善ペースにとどまっている。3月の鉱工業生産統計では、3か月連続で下落していた電子部品の生産が増加に転じたことは特徴的だが、予測指数をみると、4月以降は増勢は続かない形となっている。それだけでなく3月の生産増加に寄与した業種の多くは、4月に減産を予想するなど、先行きの生産動

向にはなお不安が残る。予測指数から推定すると、4～6月期の生産は1～3月期の前期比+2.2%から増加率を低下させる可能性が高い状況である。こうした4～6月期の増勢鈍化は、統計の歪みによるところは当然あると思うが、他方、アジアを中心とする海外の製造業の生産の動きとも整合的であることから、統計の歪みだけでは片づけられないようにも思う。

円安・株高及び個人の景況感の改善が、持続的な国内景気の回復に繋がるとのか、インフレ率の上昇に繋がっていくのかについて、その鍵を握るのは、引き続き雇用・所得情勢である。ただ、毎月の統計をみると、常用雇用者数は、3月に前年比+0.5%増となり、昨年末と比べるとやや増加ペースを低下させている。また、所定内給与は前年比-0.9%と下落幅を拡大させた。高額品消費に偏った個人消費が他の品目へと広がりを見せつつ、安定性、持続性を強め、他方で、基調的なインフレ率が上昇傾向を鮮明とするには、企業が所定内賃金を明確に引き上げることが必要条件と考えられるが、少なくとも3月までの経済指標からは、この点は確認できていない。さらに既に述べた主要国での基調的なインフレ率の低下傾向も、国内でのインフレ率上昇には障害になってくることが考えられる。以上である。

黒田議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

全体観だが、わが国経済は、輸出が下げ止まっており、内需も総じて底堅さを増しつつある。こうした動きを踏まえて、現状判断を「景気は、持ち直しつつある」とする執行部の評価に違和感はない。

まず、海外情勢であるが、国際金融資本市場では、イタリアの政治情勢の安定化や、欧州域内での緊縮路線の修正の動きが市場に好意的に受け止められていること、さらにECBによる追加的な金融緩和もあって、落ち着いた状態となっている。しかし、改革路線の後退などから市場の信認が揺らぐ場合には、緊張が再び高まりかねない状況に変わりなく、引き続き

十分な注意が必要である。こうしたもとで海外経済をみると、欧州経済の弱さが続くものの、中国経済は勢いを欠くとはいえ安定化に向かい、米国経済が底堅さを増しつつある中で、全体的に持ち直しに向かっている。地域別にみると、ユーロエリア経済は、輸出が幾分持ち直し、マインド面でも一段の悪化には歯止めがかかっているが、財政、金融との負の相乗作用の影響は大きく、周縁国を中心になお緩やかな後退を続けている。先行き、ドイツなど一部コア国の回復がはっきりとすれば、周縁国等にも徐々に波及していくと思われるが、持ち直しに向かうにはなお相応の時間を要するとみられる。

次に米国経済であるが、緩やかな回復基調を続けている。家計部門では、雇用情勢の改善や資産価格の上昇を背景に、個人消費が底堅く推移しており、住宅市場も着実に持ち直している。また企業部門でも、輸出や生産、設備投資の改善基調を維持している。先行きも、金融緩和の下支えや「シェール革命」の効果などから、緩やかな回復基調が続くとみているが、財政面の下押し圧力がかかるもとで、そのペースは緩やかなものになると考えている。

新興国経済をみると、中国経済は、徐々にではあるが堅調な内需を背景に安定化してきている。個人消費は、質素儉約令の影響は残るが、自動車販売が着実に回復するなど、総じて堅調に推移している。また、固定資産投資も底堅く伸びている。輸出については も出ているが、 そうした点を考慮しても持ち直しに向かっているとみられる。しかし、PMIは50を小幅に上回る水準でとどまっているほか、過剰設備の影響もあり、工業生産に力強さがみられないなど、先行きも、成長テンポは抑制的になると見込まれる。NIEs・ASEAN経済については、韓国・台湾の輸出などで弱めとなっているが、ASEANを中心とする底堅い個人消費が下支えするもとで次第に成長ペースを取り戻していくとみている。

こうしたもと、わが国では内外需ともに明るめの動きが広がってきており、景気判断を一步進めて、「わが国の景気は、持ち直しつつある」とみて良いと思う。1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+3.5%と高

めの伸びとなった。足許の指標も含めて項目別にみると、個人消費は、株高や労働需給の改善を受けて消費者マインドが改善するもと、百貨店売上や新車販売、家電販売など幅広い指標で改善がみられ、全体として底堅さを増している。また住宅投資や公共投資についても増加傾向が続いている。設備投資については、機械受注が2か月連続で前期比プラスとなるなど、下げ止まりつつある。さらに輸出も下げ止まっている。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産の持ち直しに向けた動きも明確になっている。

先行きは、金融緩和や各種経済対策の効果などにより、公共投資や個人消費といった国内需要を中心に堅調に推移するとみられる。成長率を高めていくうえで設備投資の動向が鍵となるが、2013年度企業決算での大幅増益が見込まれる中で、民間調査による投資意欲DIをみても全規模で改善傾向が明確になっている。今後、海外経済の成長率が高まるもとで、為替円安が持続すれば、輸出や鉱工業生産の持ち直しが明確になり、設備投資にも波及していくと考えられる。こうしたもと、日本経済が本年半ば頃には緩やかな回復経路に復していくとの見方に変わりはない。もっとも、海外経済については、欧州経済の弱さが続く中、中国経済が回復基調を維持し、成長率を高めていけるかどうか不確実性が大きく、注視が必要である。

最後に物価である。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、前年の動きの反動から幾分マイナスとなっている。もっとも、為替円安で輸入物価が上昇する中で、エネルギー関連以外でも価格への転嫁が高額商品から食品や日用品等にも徐々に広がりつつあることや、前年からの下落要因が剥落していくこともあり、消費者物価指数（除く生鮮食品）は近いうちにゼロ近傍に復するとみられる。先行きについては、景気回復に伴う需給ギャップの改善や予想物価上昇率の上昇につれて、徐々にプラス幅を拡大していくとみている。足許、市場関連の指標から窺われる予想物価上昇率は、消費税の影響を除いても幾分上昇しているとみられるが、需給ギャップの見通しや為替動向等に左右される面が大きいいため、これらの動向を所得環境の変化とも併せて注視していくことが重要だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融経済状況に関しては、基本的に昨日の執行部の見解に同意する。景気は2012年第3四半期に底を打ち、第4四半期から回復に転じたと思っている。2013年第1四半期には、むしろ景気回復のテンポは加速化しているという感じを持っている。なかでも消費が堅調である。輸出も2013年第1四半期から大幅な増加に転じている。住宅投資も2012年第2四半期以降堅調である。ただし、これは2014年4月に予定されている消費税増税の影響も考慮する必要があり、その分を割り引いて考える必要があると思う。最も遅れているのは企業設備投資の回復であるが、それも下げ止まりの傾向がみられる。

海外経済について、私が最も懸念しているのは欧州経済の弱さである。特に、ユーロ圏の緊縮財政と、各国の経済状況に応じた金融政策が採用できないことのコストが、次第に大きくなりつつあると思う。先程佐藤委員がおっしゃったように、デイスインフレが続いており、今言った緊縮財政とユーロ圏各国の事情に応じた適切な金融政策が採れない、一つの金融政策しか採れないことによって、デイスインフレからデフレに陥るリスクは皆無ではないと思っている。米国については、財政問題はやがて解決すると思っている。実際のインフレ率が直近少し低下しているが、これもFedの適切な金融政策によってやがて長期の目標に収束していき、失業率もやがて低下していくとみている。

そうした中で、今後の日本経済であるが、基本的には今後日本と米国の景気回復が進んでいき、それが先程言ったような少し心配される状況にある欧州経済の下支えになると考えている。具体的には、日本経済がどのように回復していくかということであるが、おおよそ3つの経路があると思う。一つは、株高と円安による外貨建て資産価格上昇によって家計などの

資産がかなり増えている。この資産効果を通じて消費が増加するという経路で、これは既に始まっている。二番目は、株高と予想インフレ率の上昇によって予想実質資本コストが低下する。普通の言葉で言うと予想実質金利だが、本来内部留保等エクイティも加えると予想実質資本コストと言うべきだと思うが、それが低下していく。それによって企業投資あるいは住宅投資が増えていく。三番目は、円安が輸出の増加をもたらしてくるという効果がそろそろ発揮されてくるという段階に入っていると思う。そういう3つの経路を通じて、需給ギャップが段々縮小し生産が増加するので、やがて雇用も増えていく。それによって次第に労働市場の需給が、今は買い手市場だが次第に売り手市場に変わることによって、賃金が上がり、インフレ率も2%に向けて上昇していくと予想している。以上である。

黒田議長

それでは中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

海外経済については、欧州が緩やかな後退、米国が緩やかな回復基調を続けているほか、中国経済も堅調な内需を背景に安定してきているので、全体として、昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かっているとみて良いと思う。ただ、欧州の債務問題、米国の財政問題などが景気の下押し圧力として働いているので、全体の回復テンポは緩やかなものになるだろうとみている。米国、欧州、新興諸国、それぞれ解決すべき課題を抱えており、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きいと思う。国際金融資本市場は、前回会合以降、投資家のリスクテイク姿勢が強まっているように見える。その背景には、欧州債務問題の不透明感が若干薄らいでいるということもあるが、先進国、そして新興諸国もここへきて相次いで金融緩和に踏み切っていることもあるように思う。また、明示的な緩和ではないにしても、中国では自国通貨売りの為替介入を再開している。このような国際金融環境は、グローバルにテイラー・ルールを当てはめてみた場合、

それを満たさないような緩和された状態であるとみている。従って、今起きていることは、こうした中で、各国の株式市場、欧州の周縁国国債、一部のハイイールド債市場などリスク性資産に投資資金が向かっている状態であると理解している。今のところ、金融不均衡の蓄積といったような問題が深刻化しているとは思わないが、株価の上昇に示唆されているように、今後、もしグローバル経済が回復していくということであれば、今は軟調なコモディティ市場にも、いずれいわゆる financialization を通じて投資資金が向かう可能性もある。そうなれば、実体経済へのフィードバックもあるだけに、今後とも国際金融市場の動向には目を凝らしていく必要があると思っている。

日本株については、これまでのところ、マクロファンドなど海外投資家を買って、日本の個人投資家が売るという、やや一方的な売買の構図になっているように見える。これは、過去の事例が示唆するように、海外投資家の投資スタンスには持続性に不確実性がつきまとう。そうした観点からは、日本経済の成長に対するコンフィデンスが高まり、国内の機関投資家や個人投資家にも株価がバランス良く支えられるという姿になることが望ましいと思っている。

わが国の経済については、海外経済が持ち直しに向かっていること、円安・株高が内外需に好影響を及ぼしていることなどを背景に、個人消費、設備投資、生産などにおいて、このところ明るい動きが増えてきていると思っている。全体としては、執行部説明のとおり「持ち直しつつある」へと判断を一步進めることが適当だと思う。そのうえで、今後のわが国の経済動向をみていくうえで2点注目している。一点目は、輸出の動向である。この点については、昨日前田調査統計局長から、既往の円安進行が輸出数量に好影響を与える兆しはみえるとの説明があったが、そのタイミングと規模に注目したいと思う。この点に関しては、世界的な設備投資の回復の遅れが、日本の輸出回復のタイミングを遅らせる可能性について注意が必要だと考えている。二点目は、各委員からも指摘があったが、国内設備投資の動向である。海外経済の持ち直し、円安の進行などが、製造業の設備

投資をどの程度後押しするかも、チェックポイントであると思っている。

最後に物価であるが、足許の消費者物価前年比上昇率はマイナスになっているが、5月にはマイナス幅を明確に縮小し、年央以降は需給バランスの改善の影響も加わると予想されるので、次第にプラスに転じていく可能性が高いと思っている。この間、インフレ期待に関しては、勿論、消費税率の引き上げの影響をどうみるかは難しい問題であるが、BEIあるいは各種のサーベイ調査などをみても、予想物価上昇率が高まっていることを示唆しているように思う。これは物価安定目標に近づくうえではプラスと認識をしている。ただし、われわれが目指す物価安定目標は、実体経済が持続的に成長する中で達成されるものと思っている。この点、為替円安などによる輸入コストの上昇がどのように販売価格に転嫁されていくのかわからないのか、これがチェックポイントだと思っている。具体的には、企業収益への影響の観点で、例えば、中小企業の収益が圧迫され実体経済の回復に弾みがなかなかつかないといったようなことが起こらないかという辺りをよくみていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

それでは、白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の変化としては、ドル／円相場が節目の100円を超えたことで実質実効レートは1982年以来の円安水準に達したことと、わが国の主要輸出先の経済成長率が昨年末よりも改善していることが指摘できる。そうした状況の中で、わが国の実質成長率は2期連続でプラスを維持し、しかも成長の勢いは強まっている。内訳をみると、個人消費支出が成長を牽引している点は変わらないが、財・サービスの輸出および純輸出がともにプラスに転じた点に注目している。堅調な個人消費は、株高、雇用の改善、消費者マインドの改善に支えられている。この間、公共投資や民間住宅投資も堅調なことから、建設資材関連の売上や生産は好調である。企業

活動については、製造業では、鉱工業生産、企業マインド、2013 年度収益見通しはいずれも改善しているが、稼働率が低く設備投資も低水準であること、求人数、雇用者数の減少が続いていることから、製造業の回復にはもう少し時間を要すると思われる。一方、非製造業は内需に支えられて好調で、企業マインドも大企業、中小企業ともに製造業よりも顕著な改善を示している。以上より、景気の現状判断は、執行部案の「景気は持ち直しつつある」という前回会合対比で幾分の上方修正で良いと思う。先行きも、「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」という判断を支持する。

物価については、足許では、小幅ながら最近ではやや大きめの前年比マイナスで推移しているが、今後は徐々に縮小し、6～7 月辺りにはプラスに転じる可能性がある。また、実際のインフレ率がプラスに転じると、市場、企業、家計の中長期インフレ期待の上昇が速まる可能性もある。それとともに、GDPギャップの改善や円安による輸入物価の上昇の消費者物価への転嫁が進むことで、徐々にプラス幅を拡大していくとみている。

次に、景気に関するリスク要因については、最近の政府による成長戦略への取組みが企業、家計の成長期待を高めていく可能性があり、できるものから早急に実行に移して頂くことを期待している。また、前回会合で私が議案提出によって問題提起したように、2014 年度からの消費税率の引き上げと金融緩和などによる物価上昇率が、家計や企業の短期インフレ期待に反映されていくよう、消費税率の引き上げを織り込んだ物価見通しも含めて丁寧に対外的に説明していくことが必要だと思う。つまり、中長期インフレ期待が徐々に 2%前後に向けて近づいていく一方で、1～2 年先の短期のインフレ期待は 2014 年度に 2%を大きく上回り、2015 年度もそれに準じる前年比伸び率で推移し、次第に長期インフレ期待に向けて収束していく図が描けると思う。そうした短期のインフレ期待が醸成されていけば、実際のインフレ率もベースラインシナリオに沿って上昇していく可能性があるとみている。

最後に、物価に関するリスク要因については、いま指摘した短期と中長

期のインフレ期待に分けて考える必要があるほか、物価のGDPギャップに対する感応度については、引き続き下振れ要因として注目している。しかし、その一方で、円安により円ベースの輸出価格がプラスに転じていること、そして安価な輸入品の流入が抑制されていることで、国内のデフレ圧力が和らぐ可能性がある。また、コモディティ価格が軟調なことで2000年代半ばの円安の時期に比べて、輸入価格の急騰が回避されている。賃金も、時間当たりでは一般労働者もパート労働者も上昇傾向にある。従って、今後は、国内販売価格の上昇や賃金の改善に繋がりやすい環境になりつつあるとも考えられる。景気の回復力が強まり、企業の収益力が強化されていけば、販売価格や賃金引き上げもしやすくなるかもしれない。以上の点をこれからも注視していきたいと思う。

黒田議長

それでは、宮尾委員をお願いします。

宮尾委員

前回会合以降の全体観であるが、海外経済、日本経済とも、基本的に展望レポートのメインシナリオに沿った動きと理解しており、執行部の説明に違和感はない。この間の特徴点として、私自身は、米国の雇用回復などを受けてFedによる早期の緩和縮小観測が浮上した点、またそれに歩調を合わせる形で一段の円安ドル高が進行した点の2点に特に注目している。

海外経済から簡単に確認すると、欧州経済は、ユーロエリアの実質GDP成長率が6四半期連続でマイナスとなるなど、緩やかな景気後退が続いていることが改めて確認された。米国経済も、全体として緩やかな回復を続けるという基調判断に変わりはない。家計部門では、雇用、個人消費、住宅投資の改善・増加基調が続き、企業部門でも、輸出、設備投資などの改善がみられる一方で、生産、稼働率、企業マインドなどでは一服感が窺われている。また、財政面からの下押し圧力には引き続き注意が必要だと

考えている。そうした中で、米国経済の注目点は、冒頭申し上げた雇用情勢の改善などをを受けて Fed による早期の緩和縮小観測が浮上した点である。私自身特に注目しているのは、いわゆるハト派と目されている地区連銀総裁までもが、早期の緩和縮小に相次いで言及し始めた点である。昨日は、逆にもう少し緩和を継続するという方向の発言もあり、まだ当然色々な見方がある訳だが、そうした少し前のハト派の地区連銀総裁の早期緩和縮小発言を受けて、長期金利は2%近くまで戻し、為替も円安・ドル高が一段と進んだ。今後の話であるが、基軸通貨国による資産買入縮小のマネジメントは、まったく経験のない未知の領域である。これは、マーケットや実体経済を通じて、世界経済、そしてわが国経済に大きな影響を及ぼし得ることかと思う。ここでポイントは、結局米国の自律的な景気回復の強さと、彼らが考える緩和縮小ペースとの相対的な力関係だと考えている。この点は可能であれば後程もう少し議論を深めたいと思う。

続いて、アジア新興国経済であるが、中国経済、NIEs・ASEANともベースの基調判断に変化はない。中国経済は、足許の改善が思ったほど力強くない点は気になるが、先行きインフラ投資も実行に移される見込みであるなど、今後は持ち直し基調がより明確になるとみている。NIEs・ASEAN諸国についても、足許、企業活動が弱めな点が気になるが、全体としては安定化していくとみている。

次に、わが国経済については、全体としては展望レポートのメインシナリオどおりであり、それに沿う形で「景気は持ち直しつつある」と判断を一步前に進めて良いと考える。財政・金融政策や米国経済の改善、円安・株高基調などを背景に、個人消費は底堅さを増し、生産は持ち直しに向かう動きがより明確となり、企業収益、企業マインドの改善が続くもとの、設備投資も非製造業を中心に下げ止まりつつある。また、労働需給の面でも緩やかな改善がみられる。今後は、海外経済の動向、製造業の輸出と設備投資が想定どおりに立ち上がるかどうか、さらに年度後半にかけて実体経済の改善が賃金上昇に波及してくるかどうかといった点がポイントとみている。

最後に物価動向であるが、足許のマイナスのインフレ率は夏頃まで続くと思われるが、それ以降はプラスに転じる可能性が高いとみている。その後は、年末から来年にかけて、景気回復に伴う需給バランスの改善の影響が出てくるとみている。この間、人々のインフレ予想の動向については、短期的な予想インフレ率を中心に、いくつかの指標で上向き方向の動きが観察されている。今後、実際のインフレ率が立ち上がってくるとともに、短期の予想インフレ、そして中長期的なトレンドインフレのそれぞれがどのように改善していくか、またその立ち上がりが従来想定よりも遅れるリスクなどについて、引き続き注意が必要とみている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢について、委員方のご意見をお聞きしたが、私なりにまとめるとすれば、まず海外経済については、昨年来の減速した状況から徐々に持ち直しに向かっていると考えられる。多くの方が言われたように、特に米国経済がかなり底堅いということである。中国についても、安定化の兆しがみられるということであったと思う。ただ、欧州は引き続き低成長が続いており、米国にしても新興国にしても、勿論欧州にしても、それぞれ色々な課題を抱えているので、世界経済に関する不確実性は引き続き大きいという意見もあったと思う。そうした中で金融資本市場については、前回の会合以降、さらに株価が上昇したり、いわゆるリスク資産への投資が進むというような形がみられ、世界的に投資家のリスクテイクの姿勢がやや強まっているということが指摘されたと思う。ただ、ここでも、欧州の債務問題の影、すなわち欧州の金融資本市場は安定しているが何かあるとまた影響が出てくるかもしれないという不確実性があるということには、注意していく必要があるということだったと思う。

日本経済については、ほぼ皆さん方の意見が一致していたと思う。先月の「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きがみられている」というところから若干——一歩か半歩——進めて、「持ち直しつつある」とするのが適当であるという意見は、ほぼ一致していたと思う。中でも個人消費、

住宅投資、当然のことながら公共投資が好調で非常に順調に回復している一方で、設備投資、輸出は、回復へ向けて動きはみられるが、まだ十分でないところもみられる。全体としては「持ち直しつつある」と判断を一步進めることが適当ということで一致していたと思うが、ある委員が言われたように、製造業において、輸出との関連があると思うが、設備投資がまだ出てきてないので、特に設備投資や輸出などについては、よく注視していく必要があるということであったと思う。

そうした中で今後のポイントは、何といても、輸入物価の上昇が国内物価に転嫁されていくのかどうか、今後雇用の改善とともに賃金がどのように上昇していくのか、そうした中で物価がわれわれの考えているような方向に向かって次第に上昇していくかどうか、ということであると思う。足許は前年の動きの反動からマイナスになっているが、今後マイナス幅を縮小して次第にプラスに転じていくという意見が多かったと思う。予想物価上昇率についても、色々な指標から上昇を示唆する動きがみられているというような意見、指摘もあったと思う。

皆さん方の意見は以上のようなことだったと思うが、さらに追加的な意見、論点があればお願いします。

森本委員

これからの景気回復の中で設備投資の位置付けが非常に大事であるとのコメントが皆さんからあった。指標的には下げ止まってきているということであるが、帝国データバンク調査によれば、昨年11月位から投資意欲DIが徐々にではあるがずっと向上してきており、この4月には全規模・全業種で投資意欲が上昇している。株高・円安でマインドも明るくなってきて投資意欲自体は強いと思われ、手許資金も持っているので、6月短観を確認しないと分からないが、製造業でも12月位からずっと上がってきており設備投資は行いたいという気持ちはあると思う。前向きの傾向は、もうある程度出ているのではないかと思っている。

木内委員

消費者物価について、足許のマイナス幅の拡大が前年の反動というのはそのとおりであるが、6月以降の急速な改善も前年のガソリン価格下落の影響が大きいので、それも少し技術的な面があると思う。われわれとしては、除く生鮮食品だけではなくもっと幅広く指標をみななければならないと思う。表面的にCPIの生鮮食品を除くベースで6月以降改善してきたからといって、果してそれが多くの人々の期待インフレ率の上昇に繋がるのかどうかについては、かなり不確実ではないかと思う。報道される時には、当然、昨年エネルギー価格下落の影響で上昇というように報道されると思う。そういう意味で、われわれとしては幅広く物価動向指標をみる必要があると思う。例えば、刈込平均や食料・エネルギーを除くベースでみると、足許少しずつマイナス幅が小さくなってきているので改善方向にあると思うが、全国では依然として-0.8%であり、本当の基調が春から年末にかけて一気にプラス幅を拡大させていくということではないのではないかという点は、注意しておいた方が良いと思っている。

白井委員

ディスインフレの話が出たが、これについては色々な見方があり、何が正しいということではないと思う。世界経済が弱いからインフレ率が下がっているかもしれないが、因果関係は明確ではない。2000年代の半ば、2007年、2008年はあらゆるコモディティが急騰したが、日本の場合、あの時は今よりも円安であり、実感なき景気回復であった訳であるが、交易条件が非常に悪化し、GDPデフレーターマイナス幅も非常に大きく、円安で大企業は良かったが中小企業は大変な価格引き下げ圧力もあり賃金も上げられないというところもあったと思う。今この状況でコモディティが全体的に上がっていたら大変だったと思う。円安で輸入価格が少し上がってはいるが、あの時のようなコモディティ価格の急騰がなく落ち着いているのは、日本にとって良い面でもあると思う。

米国の消費支出が4月に上がったが、ガソリンスタンドでの支出は4～

5%位減っている。米国にとってみれば、ガソリン価格が下がるということは、キャッシュが浮き実質収入が上がったのと同じことで、他の消費に回すことができプラスである。一方、欧州は確かに非常に苦しいが、欧州は為替調整ができないのでディスインフレが必要である。高い国を落とすのはある意味必要で、財政の引締めで景気が苦しいところがあるが、元々競争力の差があるところをディスインフレでやらざるを得ない面がある。何かを否定するということではないが、物事には両面があると思った。

宮尾委員

今のディスインフレの関連で、私も先程 Fed の緩和縮小観測の議論をしたが、若干驚いているのだが、これだけ足許のインフレ率が下がってきているので緩和を継続するというハト派の議論がもっと出るだろうと思っていたら、ウィリアムズ総裁やエバンス総裁といったハト派の地区連銀総裁が、あまり物価に言及せず素直に実体経済の自律的回復に注目し資産買入れを早期に縮小する、あるいは一挙にやめてしまうということもあり得るなど、出口に対する近さを感じさせるような発言があった。昨日はブラード総裁が、逆に足許のインフレ率に着目して資産買入れを続けなければならないというような、ある種バランスの取れた発言が出ている。先程白井委員がおっしゃったように、もしかしたらディスインフレのポジティブな面もあるかもしれない。結局、米国の家計を中心とした息の長い自律的回復の阻害要因とはなっておらず、中長期の期待インフレの部分はしっかりアンカーされているという前提で、インフレ率が短期的に下振れることは全体として悪くないという評価なのか、あるいは自律的回復のメカニズムに相当自信を持っているのか、いずれにしても先行きについて、ハト派の人達のメインシナリオが非常にしっかりしていたので、やや驚いた。もし、そういう持続性、蓋然性がある程度高いのであれば、当然それから為替動向やグローバル経済にプラス面や色々な影響が出てくるので、そこを注意してみていかなければならないと思っている。

佐藤委員

その辺りは、昨日の発言などを聞いていても、先行きの物価の見方に関して比較的楽観的な印象を受ける。この前の物価上昇率の低下は一時的なものであったという評価であったと思うが、先行きの物価動向で楽観的な見通しが外れてくるとなると、ハト派の人達の見方も変わり得ると思うので、その辺りは注目している。

白井委員

宮尾委員がおっしゃったことに関連し、米国では、中長期インフレのところがアンカーされているという自信があるので、そこはイシューではなく雇用の方が重要であるということで今は金融緩和を続けている。ただし、失業率がどの程度の速さで戻ってくるかが地区連銀総裁によって違う。ウィリアムズ総裁は、確かに労働参加率は低いだがこれが戻ってくると——労働参加率にシクリカルな面があることはコンセンサスがある——、失業率が下がっていくペースは遅くなるので、年内は7%以下には下がらないと言っている。雇用が改善するという点ではコンセンサスがあり、雇用や住宅が良くなっている自信があるように思うが、失業率がどの位速く下がっていわゆる出口に行けるのかというところで、微妙に違う。

中曾副総裁

米国のポリシーメーカー、FOMCメンバーがどのように考えているかというのはそれぞれだと思うが、市場がどのようにみているかについてのFedの見方を紹介すると、それによると、2013年末に資産の購入ペースを落とすいわゆる tapering が始まり、2014年の第2四半期には資産購入が停止され、この時のPCEが1.8%位——インフレ期待がアンカーされていることが前提になっていると聞いている——、失業率が7.1%位というものであり、これは6.5%のthreshold的な考え方と一応整合的な感じである。そして2015年中のどこかで最初の利上げが行われる。繰り返しになるが、これはFedの見方ではなく、Fedがみている市場の見方

である。ただ、F e dの考え方の一つのベンチマークになるのではないかということで、非常に興味深く受け止めている。その辺りから議論が行われているということであると思う。

石田委員

先程も少し触れたが、元々F e dは、金融だけに負担をかけるな、財政的にも少し支援してくれとずっと言っていた。例えば sequester をやったが、あれは非常に暴力的であるがそのわりには壊滅的な打撃を受けていない。そういう意味からすると、これだけの財政抑圧がある中でこれだけ景気が良いということに対して、その抑圧がなくなった時に政策変更が遅れてしまうのではないかという若干の不安感があると思う。いつエグジットをするかは別にして、いずれエグジットは近づいてくるということはコンセンサスがあると思う。そうするとその段階でなるべく議論を出して、マーケットにそういうものがあり得るということがもう完璧に織り込まれ始めているので、ある意味で非常に良い戦略であると思う。色々な人が色々なことを言っているので、途中で方向転換も可能である。ただ、基本的にはエグジットが来るということに関しては、前提になってきているように思う。

宮尾委員

今日バーナンキ議長が何を言うかということも影響してくると思うが、さは然りながら、色々な議論があり事前に十分マーケットがこなしながらやってきても、仮に、実際にバーナンキ議長が半年後にエグジットすると本当に踏み込んだ時には、いくら事前に半年前などにアナウンスしても、そこで急激に織り込み始め、その時は非常にボラタイルになるだろう。

石田委員

「半年後にエグジットする」というようなことは言わないと思う。エグジットの時期が来るまで、どっちもあるという言い方をする。

宮尾委員

QE2の時のイメージはあり得るのではないか。

石田委員

緩める時と引締める時は全く違うと思う。引締める時の方がマーケットは嫌がる。悪いことを6か月後にやると言ったら、今効いてしまう。だからそういうことはしない。

宮尾委員

どれだけ事前のアナウンスメントをするかということである。

石田委員

アナウンスメントは、地均しである。マーケットにどの位織り込ませるかである。

宮尾委員

そういうところをみている。

岩田副総裁

タカ派の人達がエグジットのことを盛んに語り出し、「もう出ろ」という人もいる位である。この前のFOMCの声明だったか、バーナンキ議長であったかはっきり覚えていないが、上下どちらもあると言っている。要するに、場合によってはもっと緩和することもあると言っている。私は、これでもって出口論を防ごうとしているとみている。エバンス総裁は、失業率を下げるためにはインフレ目標は3~4%が適当だと言っている。私は、多数派は圧倒的にハト派であると思うので、出口はまだまだと思う。7%台の失業率では6.5%にはまだまだ遠く、出口論はタカ派が言っているだけというのが、私の感想である。バーナンキ議長はそのようなことは

絶対許さず、説得すると思う。

木内委員

QE3の解除・出口とゼロ金利の解除・出口は違う。私の印象では、メンバーがどちらに重きを置くかでかなり温度差があるのではないかと思う。イエレン総裁もバーナンキ議長もハト派と言われているが、例えば、イエレンの方がQE3は早目に解除するがゼロ金利の方はもっと長く続ける、というように温度差がある。したがって、足許でハト派の人が早目のtaperingを議論していること自体が、ゼロ金利解除という出口が早まっているということかどうかについては、必ずしもそうではないという面がある。ただ、金融市場としては両者を結びつけやすいので、QE3のtaperingが比較的近い将来のゼロ金利解除に繋がるという期待が織り込まれやすいということはあるが、政策当局者の判断や考え方はもっと多様ではないかと思う。

佐藤委員

岩田副総裁がおっしゃるように、この前のFOMCのステートメントで、増額も減額もあり得るというように増額にも言及していたことがサプライズとして受け止められた。あれには色々な解釈があると思うが、一つの解釈としては、タカ派の情報発信が目立つ中でハト派が反撃を試みそれが反映されているという見方があると思う。ただそういう中でも、その後の各地区連銀総裁のスピーチの中で、ハト派と言われる人達からtaperingを示唆するような発言が出てきているということ自体が、興味深い事例であるとみている。

白井委員

私もそのような解釈を聞いている。ただ昨日の話は、どちらもありということで、やはり米国のデータはミックスであり、良くはなりつつあるが悪いシグナルもあるので見極めたい、ということだと思う。

黒田議長

今の議論の中で取りまとめのようなことを申し上げたが、設備投資については、森本委員が言われたように、確かに色々な面で明るい動きがみられるので、設備投資は全然火がついていない、その兆しがない、ということではなく、確かに明るい兆しはみえてきているということは確かである。

それから消費者物価の点について、米国との関連も含めて皆さん色々おっしゃった。われわれは主として生鮮食料品を除く消費者物価指数で議論している訳であるが、ある程度長いトレンドをみる時には、日本のいわゆるコアコア、米国のコアのように、エネルギー価格などを除いたところでみていく必要もあると思う。米国ではそれが主たる指標である。そうするとエネルギー価格やその他コモディティの価格が低迷というか、安定というか、一部下がっているということも、それが持続的なものではないと思って安心し、米国ではディスインフレをそれほど懸念していないのかもしれない。いずれにせよ、日本の物価をみる場合も、当然、生鮮食料品を除く消費者物価指数で議論はされる訳であるが、色々な一時的な要因、持続しないかもしれない要因なども考慮しながらみていく必要があるということは、そのとおりだと思う。

それでは、ここで10分程度のコーヒーブレイクを取りたいと思う。

(10時03分中断、10時12分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず石田委員からお願いします。

石田委員

金融環境は引き続き極めて緩和的な状態にあるが、ベースとなるリスクフリーレート、国債利回りについては、4月4日以降、大きな変動がみられる。国債市場に動揺がみられるところである。4月4日以降、現在までのこの変動については、5月9日までとその後で2つの時期に分かれる。

まず、前半部分であるが、この間の変動は、まず本行執行部交代の政策変更に対する大きな期待が事前に形成され、4月4日に向けて市場に大きく織り込まれていたものが、現実の政策発表により大規模な利喰い売りが出るとともに、中期債以下は、付利撤廃の思惑からさらに買われていた分の水準訂正も加わり、これまでの極めて安定したボラティリティの低いマーケットにすっかり慣れていた市場参加者の狼狽を誘い、一時金利が高騰し不安定化したものである。執行部による種々のコミュニケーションの試みと時間の経過もあり、次第に落ち着き、5月前半には10年物で0.5%台までと、既に期待によって低下していた3月水準まで戻って来た。イーールドカーブを引き下げるといふ実体的動きはあったと思っている。この期間の動きについては、これだけの大きな緩和を実施したことから、必要な調整であったと考える。

後半部分については、海外要因が大きく影響していると考ええる。海外金利が5月2日のECBの利下げで底を打った後、米国において翌5月3日に強い雇用統計が出た後は、比較的強めの指標の発表が続いており、ユーロ圏の鉱工業生産も強めであったこともあり、米独の長期金利は一転上昇へと向かった。わが国の金利についても、5月9日ニューヨークでドルが100円を超し円安に勢いがついてから、FedのQEのエグジットの思惑拡大等を背景とした一段の海外金利上昇に追随し上昇した。ピーク0.92%、足許0.8%台で推移しているところである。

いずれ米国経済の回復が政策変更への思惑を生み、長期金利の上昇に繋がりが、それがわが国の長期金利と円相場に圧力を与えて来るものとみていたが、わが国の経済の回復が極めて初期段階にある現在、長期金利が大きく変動するのは好ましいものではない。米国の金利上昇もこのまま上に行

くとは考えていないが、米国の状況は経済指標の強弱に長期金利が極めて敏感になっており、わが国の金利もこれからもそれなりに影響を受けることは覚悟しておく必要があると思う。しかし、その際にも、当方の市場の状況が変動を増幅することがないように、市場の安定化を図ることが大切だと考える。

市場参加者とのコミュニケーションも重要であり、できるものはやっていくということであると思うが、参加者の立場はそれぞれであり、それらに上手く応えていくことはなかなか難しいところもあると思う。やはり実弾が一番効くので、当面一番不安定な中期ゾーンの買入れを一層手厚くすることが必要だと考える。これにより買入平均期間が当面6年程度となっても全く構わないと思う。時間の経過とともに投資家のリスク量は減少してくることに加え、入札で連続的に吸収していけば、市場への圧力はそう遠からず減衰し安定していくものと思う。中央銀行は長期金利の水準をコントロールできないが、現在の大規模緩和は、海外要因等により上方へシフトしようとするイールドカーブを抑える一定の力はあると思っている。市場変動が収まれば、超緩和的環境下、金利も落ち着きどころに収まってくるものと思う。

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

黒田議長

それでは、佐藤委員お願いする。

佐藤委員

最初に、金融市場調節方針は現状維持が適切と考える。そのうえで、今会合での議論のポイントとして第一に最近の長期金利動向、第二に市場との対話について思うところを申し上げる。

第一に、足許の長期金利の上昇傾向自体は、最近の経済、あるいは内外の市場実勢に沿うものであり、過剰反応する必要はなく、4月4日以降の

調節方針として執行部に指示したディレクティブの範囲内で淡々と対応していけば良いと考える。そもそも4月4日の声明文では、長期国債の買入れの拡大と年限長期化についてイールドカーブ全体の金利低下を促す観点から行うこととしていた訳だが、4月4日以降の状況をピンポイントで見れば、大まかな方向性としてはそれに反する動きとなっている訳である。私なりにこの状況を整理すると、これは政策効果の時間的な非整合性の表れであり、われわれが国債市場の需給に直接働きかけ長期金利低下を促す効果がある一方で、景気や資産価格に反応し、期待先行で金利が上がっている面があると思う。達観すれば、市場とはそういうものであり、先行きの期待によって足許の需給が影響を受けるということであろう。また、現時点では円安・株高で他市場と整合的な動きでもあるので、あまりポジティブに對外的に情報発信する必要はない訳であるが、基本は静観が良いと思う。实体经济への影響も、例えば設備投資の金利感応度は極めて低い訳であるし、また住宅投資についても、住宅ローン金利は長期金利の影響を受けにくい変動型のウェイトがストック、フローの両面で高いこともあり、影響は限られるとみている。むしろ駆け込み的な住宅投資を誘発する可能性もあるかと思う。

一方で、足許のボラティリティの高さは問題意識を持ってみている。国債市場における本行の買入れのプレゼンスの大きさから、市場は本行の買入れの有無に応じて振れる展開となっている。長期金利上昇の一因として、こうしたボラティリティの高さがリスクプレミアムとしてアドオンされているという見方もあり得ると思う。ボラティリティの動向については、そもそも量的・質的金融緩和以前が低過ぎたのであり、経済・資産市場がデフレ脱却への動きを示す中ではボラティリティが戻ってくるのが自然といったような見方ができる一方で、あまりボラティリティの高い状態が続くと、主要な市場参加者がリスク管理上売り方向に傾きやすい。また、少ない大口参加者のもとでそうした動きが一方通行となることで金利上昇が不必要に増幅される可能性もあるかと思う。ボラティリティ抑制のための方策であるが、これは現在執行部に授権している裁量の範囲内で対処

できると思う。例えば、ディレクティブでは買入れる国債の平均残存期間について6～8年程度とアローワンスがあるので、これを活用して、足許売り圧力が相対的に強い5年を中心に1～5年の中短期ゾーンを比較的厚めに買入れるということなどが考えられるかと思う。ディレクティブは6～8年程度なので、たとえ一時的に例えば5.9年になっても、少なくとも私は問題にはしない。また、6月中に実行予定の貸出支援基金による資金供給も、銀行にとっては、負債側で最大3年相当のデュレーションリスク削減効果があるので、ALM目的からも最大限の活用が期待できるかと思う。中期ゾーンの金利水準がアンカーされれば長期、超長期も、キャリーロールダウン戦略が復活していく中で次第に落ち着いてくるとみている。

第二の市場との対話についてであるが、2013年度の消費者物価コアの前年比上昇率が4月展望レポートの見通しを下振れる公算が強まってくると10月にも追加緩和というのが民間のコンセンサスのようである。一方で、2年程度で2%の物価安定の目標達成に当面必要な措置を講じたというのがわれわれの立場であるが、そうしたわれわれの考えが市場関係者にまだ十分に理解されていない憾みがある。私自身は、2年で2%という物価安定の目標はフレキシブルな枠組みであるという理解のもと、戦力の逐次投入を避ける、あるいは資産買入規模をincrementalに増額する過去の戦略と決別するという黒田総裁の方針に共鳴して、4月4日の決定に賛成票を投じた。前者のフレキシブルという点に関しては、物価がまだ1%にも届いていない現時点で対外的に積極的にコミュニケーションする、あるいは敢えて強調する必要はないと思う。一方、後者の2年で2%を見据えた採り得る最大限の措置、すなわち漸進主義ではないということの意味は、今後市場に丁寧に説明していく必要があると感じている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

4月の金融緩和実施で私が意図したのは、2年程度で2%の物価安定の目標を達成することではなく、本行の金融政策の最終目標である国民経済の健全な発展の実現に向けて、日本経済の流れをゆっくりとでも着実に変えるきっかけを作るということであった。その際に期待される政策波及経路の起点としては、金融市場と実体経済との間でまず前向きの好循環を生じさせ、それを暫く持続させることが重要だと考えている。この点から、金融緩和実施後に金融市場で円安・株高の流れが続いていることは、好ましい動きと考えている。

他方で、期待された政策効果が十分に発揮されるかどうかの鍵を握るのは債券市場であり、当面その動きをしっかりとモニターすることが重要であると考えている。債券市場の不安定な動きと金利上昇が、為替・株式市場の好ましい動きに水を差すこと、企業や家計の資金調達コストを上げること、金融機関のポートフォリオバランスを妨げること、この3点を通じて政策効果を減じてしまうことを引き続き懸念している。足許では長期金利が再び上昇しているが、これも債券市場が本質的にはなお不安定であることの証左であると思うし、市場の動揺は今後も繰り返されるのではないかと心配している。債券市場の流動性が低下したもとで、前回も指摘したが、市場での期待の分断、つまり金利上昇、下落の期待が交錯するといった状況になると、金利水準は今後も一層不安定化しかねないと思う。それを情報発信の工夫などで回避するというのはかなり難しいと思っている。

この期待の分断から市場の混乱が今後生じ強まるきっかけとなり得るのが、やや気が早い話かもしれないが、追加緩和期待の浮上ではないかと思っている。「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とのコミットメントを本行は4月に示したが、債券市場ではその実現が相当難しいという見方が引き続き有力だと思う。そのもとで、例えば、今年10月の次回展望レポートの発表の時に、実際の物価上昇率が4月展望レポートで示した見通しを下回って推移している場合には、コミットメント実現のために追加緩和策が実施されると

いう見方が広がる可能性が十分考えられる。その際には、期待の分断から市場が再び大きく動揺することが懸念される。加えて、国債の購入拡大の観測が、財政ファイナンスの観測を呼び起こしたり、ETFの購入拡大の観測が株式市場の過熱傾向を強めたりと、金融緩和策の弊害が増幅されることも懸念される。

私自身は4月の政策実施のプラスの効果が、こうした弊害、コストを上回るぎりぎりの水準で緩和策を決定したつもりであるので、仮に追加緩和策を実施すると、コストがプラス効果を上回ってしまうということになるのではないかと考えている。市場に追加緩和期待が今後どこかの時点で強く織り込まれることで、実際に追加緩和実施に追い込まれるような事態は、こうした理由から何としてでも避けたいと考えている。そのためには、従来申し上げていることの繰り返しになるが、「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」というコミットメントを見直し、現在の政策を2年程度に限定してその後柔軟に見直すという柔軟な政策姿勢を改めて示すのが良いのではないかと考えている。それが債券市場の安定回復に貢献すると、政策効果を今よりも高めることができると思っている。現在のコミットメントのもとでは、時間軸、つまり金融政策の出口のタイミングに関する市場の期待形成が非常に不安定になりやすいと考えている。足許の金利上昇も、米国での時間軸の変化によって国内の時間軸が大きく揺さぶられたことがきっかけだと思う。柔軟なコミットメントに修正していくことで、市場が自ら時間軸を安定的に形成するように促すことが、債券市場の安定回復、そして政策効果の発現に資すると思っている。

冒頭でも述べたが、金融緩和策を契機に生じる金融市場と実体経済の間での前向きの好循環を持続させるためには、金融機関で本格的なポートフォリオリバランスが生じることが助けになると考えている。しかし、自分なりに色々と調べ、考えた結果、本格的なリバランスが早期に生じる可能性は低い、あるいは仮にリバランスが生じても経済効果は大きくないとの感触を、現時点では得ている。まず銀行、生保、年金などの機関投資家

が、資産を日本株に大きく傾けることは、幾ら株価が上昇しても考えにくいところである。リバランスの主な対象になるリスク資産は外債と考えられる。しかしその場合、生保であれば為替フルヘッジ型、銀行では外貨調達による投資が中心となり、為替市場への影響は中立になりやすいと思う。そもそも強い規制下にある金融機関が、資産運用で大きくリスクを取るということは、将来においても難しい状況である。

こうした中、リバランスを通じて市場と実体経済との間での好循環を将来担うことが期待されるのは、個人ではないかと思っている。現時点では、個人は依然としてリスクを取ることに慎重であるが、情報発信の工夫によって行動を変えることも可能ではないかと思う。伝統的な金融政策は、金融機関が参加する金融市場に働きかけるものであるが、非伝統的な政策の効果を高めるためには、金融機関向けに既に申し上げたような信頼性の高いメッセージを発信していくのと同時に、個人を念頭に分かりやすい情報発信をさらに工夫していくことの両者をバランス良く行うことが重要であると思っている。個人の投資行動を大きく変えるには、所得環境の改善によってリスク許容度が高まることも必要だと思う。この点から資産のリバランスと賃金・物価の上昇など実体経済の改善は一体で進めることが重要で、それにはある程度時間がかかるということを感じ覚悟する必要があると思う。さらに、個人の投資行動を大きく変えるには、金融政策だけでは難しく、税制面からのサポートや金融教育など様々な条件が必要になると思う。それには関係当局などとの密接な協力体制も重要になってくると考えている。以上である。

黒田議長

それでは森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境であるが、緩和した状態が続いている。直近末残のマネタリーベースは、2012年末を20兆円程度上回る150兆円半ばの水準と

なっており、前年比では2割台前半の伸びとなっている。資金需要をみると、銀行貸出残高の前年比は運転資金や企業買収関連を中心に増加している。社債については、長期金利がやや大きく変動する中で発行を控える動きも一部でみられたが、総じて良好な発行環境が続いており、CP・社債の発行残高は前年比プラスとなっている。そうしたもとで、M2の前年比は3%台前半となり、プラス幅が幾分拡大している。

次に金融資本市場をみると、為替市場では、ドル／円は米国金融政策の出口戦略や本邦投資家の外債投資を巡る思惑などから102円台まで円安が進行している。株価は、米欧株価の上昇や円安進行を受けた企業収益の改善期待もあって上昇基調を維持している。この間、短国レートはいずれのタームも0.1%程度で安定的に推移したが、長期金利は、日米欧株価や米欧長期金利の上昇もあって、ボラティリティを高めつつ上昇した。そうしたもと、イールドカーブは、中期から長期ゾーンを中心に上方にシフトしている。こうした長期金利の上昇は、景気回復や予想物価上昇率の上昇を反映したものであれば自然な動きとも言えるが、現時点では流動性低下が指摘されるもと、色々な思惑にも左右されており、そのいずれも明確とまでは言えない。ポートフォリオリバランス効果等を含め、その動向を注意深くみていく必要がある。

こうした金融面の動向や経済・物価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だと思う。先行きの金融政策運営については、2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続すること、その際経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し必要な調整を行うことが適当だと考えている。こうしたことを通じて、実体経済の前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率にも働きかけ、できるだけ早期にデフレ脱却に繋げていくことが重要だと思う。

足許の金利の動きをみると、先程も申し上げたように、イールドカーブが中期から長期ゾーンを中心に上方シフトしている。こうしたもとでも本

行の現在の長期国債の買入れは金利下押し圧力として作用しているとみているが、資産価格が上昇しているとはいえ、実体経済への波及が明確となっていない中での名目金利の上昇は、先行きの持ち直しの動きに水を差すことにもなりかねない。量的・質的金融緩和の効果を最大限に発揮していくためには、景気回復を睨んだ金利上昇は見込まれるものの、長期国債の買入れを通じてイールドカーブ全体の金利をしっかりと低位に安定させていくことが重要だと思う。このためには、国債買入れを年限別の需給や金利動向に応じて弾力的に運用すること、急激な金利上昇は許容しないとの本行の意思を、引き続き明確に伝えていくことの二点が必要だと思う。

国債買入れについては、1年超5年以下の買入区分を二つに細分化したオファーや、1年物の固定金利オペを実施したことなどで、急激な金利上昇には一旦歯止めがかかった。もっとも、中期ゾーンの主要投資家である都銀がポジション削減に動いたことで、このゾーンの金利がなお大きめに上昇したままである。そうした中で、イールドカーブ全体の金利低下をより効果的に促していくためには、多くの委員も指摘されたように、当面、短期から中期の年限に買入額を厚めに配分するなど、平均残存年限を6年から8年程度と幅を持たせているうちの下方を目途に、弾力的に運用することも必要だと思う。長期国債の保有残高を年間約50兆円増加させること、買入れの平均残存期間を7年程度とすることという大枠を維持したうえで、市場の状況に応じ、年限別や月別の買入額をある程度弾力的に変更して運営することが望ましいと考えている。

さらに、情報発信の面でも、物価安定の目標の実現のために必要な時点まで国債買入れを継続し、イールドカーブ全体を低位に押し下げる政策には揺るぎがないこと、金利の急激な上昇は容認しないことを、繰り返し丁寧に発信していくことが必要だと思う。また、長期国債の買入れは、当然のことながら財政ファイナンスを目的とするものではないことについても、継続的に説明していくことが大事だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

量的・質的金融緩和の実施以降、国債の名目金利が上昇したことを懸念する声が多いので、この現象をどう捉えるべきかについて私見を述べたいと思う。量的・質的金融緩和の名目金利への影響は、二つに分けて考えるのが適当だと思う。第一は、日本銀行が大量に国債を買い続けることにより、国債の需給が引き締まるという効果である。この効果は名目国債金利を引き下げる方向に働く。第二は、日本銀行が2%インフレを達成しそれが安定的に維持されるまで、大量にマネタリーベースを供給し続けると約束することによって、市場の予想インフレ率が高まる効果である。これは、名目国債金利を引き上げる方向に働く。

以上のように、量的・質的金融緩和には名目金利に対して相互に反対方向に働く効果がある。このことを考慮すると、量的・質的金融緩和発表以降、名目国債金利が変動しながらも上昇傾向を示したのは、第一の名目金利引き下げ効果よりも、第二の名目金利引き上げ効果の方が大きかった結果であると考えている。日銀の残存期間1年から5年の買いオペの応札倍率は、3倍から6倍強にも達している。これは、オペ先の今後1年から5年にかけての予想インフレ率が大きく高まったことを示していると考えるのが妥当である。この中期ゾーンの買いオペに応じている主たる主体はメガバンクである。一方で、メガバンクは貸出も最近増やしつつある。これは、メガバンクが予想インフレ率を引き上げるとともに、インフレ予想の上方修正の結果として、メガバンクが将来の名目金利の上昇、従って国債価格の低下を予想し始めているということだと思う。その結果、最近のデータが示しているように、メガバンクは保有資産を国債から貸出へと移行し始めていると観察される。こうしたメガバンクの行動が、中期ゾーンの名目金利上昇の主たる原因だと思っている。一方、長期ゾーンのオペの応募倍率は2倍程度にとどまっており、売り圧力ということでみれば中期

ゾーンほどではない。これは、長期ゾーンの主たる投資家である生保や年金の予想インフレ率が、都銀ほどには上昇していないためと考えている。

以上から、量的・質的金融緩和発表以降、中期ゾーンを中心に名目金利が上昇しボラティリティが高まったのは、メガバンクを中心に、例えば、ドル／円レートが 100 円台に乗るといったような大きなイベントがあるたびに、予想インフレ率が上下に変動しながらも大きく上昇した結果であると考えている。しかし、メガバンクが既に国債保有残高を大きく減らしていることを考慮すると、メガバンクによる中期ゾーンを中心とした売り圧力が今後次第に低下すると予想される。また、今後オペ先や投資家の間の予想インフレ率、従って先行きの名目金利に関する予想の違いが、段々縮小していき、狭い範囲に収束すると予想している。そうなれば、国債の名目金利は次第に安定すると考えられる。以上のことから、金融市場調節方針は、基本的にはこれまでどおりで良いと思っている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、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。足許の長期金利の上昇を眺め、昨日の説明にもあったが、一部の企業では起債を見送る動きもみられている。しかし、投資家の需要は引き続き底堅いし、全体としての発行環境は悪くないので、起債を見送った企業もこれで資金繰りに問題が生じている訳ではなく、当面様子を見ているだけであると思われ、金利が落ち着けば再び起債が増加してくるとみている。

債券市場では、前回会合以降、金利が上昇しボラティリティも高まっている。これに関し2点申し上げたい。第一は、過度なボラティリティの上昇の抑制の必要についてである。長い目でみれば、経済・物価の先行き見通しの改善に伴って徐々に金利が上昇していくことは自然だと思う。また、

日本銀行の巨額の国債買入れは、リスクプレミアムを縮小させる効果があり、しかもその効果は買入れが進むに従って、どんどん強まっていくと考えられる。従って、量的・質的金融緩和による強力な金利低下圧力のもとで、長期金利が大きく跳ね上がることは回避できると思う。一方、ボラティリティについては、高い状態が続くとそれ自体が、特にリスク感応度の高い管理手法を採用している大手銀行などにおけるリスクリミットの抵触、あるいはその惧れをきっかけとした売却を通じて、過度な金利上昇を誘発するメカニズムがあると思っているので、ここは留意する必要があると思っている。従って、金融市場局の調節部隊は、ボラティリティの大幅な上昇、あるいはそれが長く続いてしまうことを抑制する観点から、今後とも的確に債券市場の動きを分析、把握し、市場参加者と密接な意見交換を行いつつ、必要に応じてということになるが、買入頻度や買入ペースを調整するなど、授権された範囲内で工夫を凝らし弾力的なオペ運営を行って欲しいと思う。この間行われてきた固定金利共通担保オペを上手く使って欲しいと思うし、国債については当面はボラティリティ上昇の源となっている中期ゾーンの安定化に配意した対応が必要ではないかと思っている。

二点目は、長期金利が安定的に形成されるためには、財政への信認維持が非常に重要であるという点だと思う。前回会合以降、私は、日本に関心を寄せる海外の大手ヘッジファンドのマネージャーの何人かと面談する機会があったが、彼らが全て日本ロング、日本ポジティブということではない。その中には、例えば、ギリシヤの国債暴落に一役買って大儲けをしたと言われるファンドもいた。彼らは日本の財政の持続性に悲観的な見方をしているので、日本国債の価格下落が生じても儲かるようにスワップションなどを使ってJGBのショートポジションを造成しているということであった。この点、従って、万一、財政再建、就中、消費税率の引き上げが先送りされるようなことにでもなれば、彼らに格好の売り口実を提供し金利上昇のトリガーとなりかねないリスクがあることに留意が必要であると思っている。

当面の金融政策運営については、量的・質的金融緩和導入後の金融市場の反応をみると、為替円安、株価上昇など、基本的にはポジティブな動きが続いており、市場の期待は転換しつつあるように思う。また、期待物価上昇率についても、最初のラウンドで申し述べたように、上昇を示唆する指標がみられてきている。従って、金融市場調節方針は「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という現在の方針のもとで、前回会合で決めたとおり、国債をはじめとする各資産を買い入れていくことで良いと思う。また、経済・物価に関する上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行っていかねばならないと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の動きとしては、円安進展、株価上昇、長期金利上昇を指摘できる。このうち長期金利は、イールドカーブがスティープ化する中で、7～10 年物を中心に 0.3%程度の上昇幅となり変動も拡大した。長期金利の動向には 4 つの要因が影響しており、①米国金利の上昇、②ポートフォリオバランス、③国債市場の市場参加者の変化、④本行の金融緩和政策が指摘できる。以下、それらについて私の見解を説明する。

まず、第一の米国長期金利であるが、雇用統計の予想対比上振れ、FRBの金融緩和の出口議論などをきっかけに上昇し、ドイツの金利の上昇などもあって、わが国の長期金利もつられて上昇した。しかし、海外動向だけでは、わが国の金利とボラティリティの上昇幅が欧米より大きい点を説明できない。

そこで他の要因をみると、第二の要因であるポートフォリオバランスについては、全体としては、金融機関、投資家による国債から株式、REIT、貸出、対外投資への大きなシフトの動きは確認できず、金利動向の

主因とは言えないように思われる。株価については、4月以降欧米対比で突出した上昇率を示しているが、この背景には、外国人投資家による旺盛な投資意欲が継続する中で、個人からの資金流入を背景に投信が幾分買越しに転じたことや円安の進展があるようである。国債から貸出へのリバランスは、一部都銀が国債投資に比べて国内貸出姿勢を幾分積極化した程度のように思われる。

第三に、国債市場では流動性が低下したとの見方もあるが、中期ゾーン辺りまでは売買高があまり減っていないようである。従って、流動性の問題というよりも、これまで主要な市場参加者であった都銀等が、保有残高の削減を進めると同時に業者も慎重になる中で、

などに限られたこと、インフレ期待の上昇が意識されたことが、金利上昇や変動を生み出しやすい環境を作っているように思われる。ただし、現在のボラティリティはQE2の導入後から昨年末までの米国の方が大きいし、インフレ期待が高まる中で当然の現象かもしれない。ただし、日本ではボラティリティの低い状態が続いてきたので、過度なボラティリティと判断される場合には、中期ゾーンを中心に買入れを進めるなどの柔軟なオペの対応と市場参加者との意見交換の積み重ねを続けていくのが良いと思う。

これに関連して、第四に、量的・質的金融緩和による金融緩和の時間軸の短期化も影響を与えていると思う。まず、2003年に3か月間で1.2%ポイントも長期金利が上昇したVaRショックと比較すると、当時は米国の金利の上昇や株高という今回との共通点に加え、量的緩和をCPI前年比伸び率が安定的にゼロ%以上になるまで継続とコミットする中で、物価下落幅が縮小したことによって出口が意識され、イールドカーブがスティープ化したことが一因であった。市場はその後落ち着きを取り戻したが、ここには当時の福井総裁による量的緩和継続表明、国債現先オペの期間延長、量的緩和のコミットメントの明確化などの対応が寄与した。しかし、今回の場合、そうした時間軸の長期化による対応はそぐわないと思われる。その理由は、量的・質的金融緩和の本質が、2年程度を念頭に2%の物価目

標を早期実現するためにマネタリーベースや国債を倍増すると明確にコミットし、それが政策の信認を高めることに繋がっているため、金融緩和の時間軸の短期化は政策の意図を反映しているとも言えるからである。また、インフレ期待を迅速に高める政策の方が、これまでのような徐々に引き上げるといったような金融緩和のやり方よりも経済成長を刺激する効果が高いことは、最近の海外の実証研究でも指摘されている。今後の対応であるが、2%の安定的な実現に必要な時期まで緩和を継続するという表現を強調し、2%が展望できたらすぐに出口に向かう訳ではないというメッセージと、インフレ期待で長期金利が上昇しても国債買入継続による下押し圧力が持続する点を強調していくのが適切と考えている。

また、今回の公表文では、量的・質的金融緩和の全体像を再度示す訳であるが、短期国債買入れ、固定金利オペの取扱いをこれまで明示してこなかったため、分かりやすさの観点から「マネタリーベースの目標額を達成するのに必要なだけ実施していく」といった表現を脚注に加えた方が良くと個人的には思っている。将来的には、付利金利についても議論の余地があり、黒田総裁が4月記者会見で引き下げない旨を説明し、現在も0.1%を維持しているが、量的・質的金融緩和の間0.1%を継続するのか否か分かりにくい面があると思う。これについては出口戦略とも関係するので今後議論が必要になるのではないかと思っている。

最後に、金融市場調節方針については現状維持で良いと思っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

最初にわが国の金融環境についてであるが、資金調達環境は、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」という評価で良いと思う。実際、資金調達コストは引き続き低位で安定しており、銀行貸出

あるいは総資金需要を表す民間部門の総資金調達額も伸び率が高まっているなど、良い動きが継続しているとみている。实体经济へ影響を及ぼす金融資本市場動向については、為替、株価とも前回会合時と比べて円安・株高で推移している。

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

政策に関わる論点であるが、皆さんが触れられた長期金利の動向をどう考えるかについて、私も少し触れたいと思う。足許少しボラティリティが高まった長期金利の動向であるが、これは基本的に新しい均衡を探る動きで、背景の一つとして当然米国の回復等もある訳であるが、わが国がデフレ経済から正常化していく動きを表したものだと思われるが、その動向については、ボラティリティが過度に高まらないかどうか、今後も注視していく必要があると思う。この長期金利の変動あるいは不安定化の要因をどのように考えるのか、本行としてどのように情報発信するかの両方が重要な論点であると思う。

まず、不安定化の要因について申し述べたい。現在の状況は、長期金利に関する市場の目線あるいは先行きの金利観がまだ市場で定まっていなことの表れかと思うが、その要因としては、今われわれが実施している新しい緩和政策の効果あるいは目標の実現可能性をどのようにみるかについて、市場の見方が分かれているということかと思う。緩和策が成功すれば金利が上がり、成功しなければ金利は低迷するはずである。こういった非伝統的緩和政策の効果をもとに理解するかということは、現代の中央銀行が総じて抱えている本源的な問題であると思う。これが、効果、副作用も含めて未踏の領域であることは事実である。そうした中で、日本銀行がかつて行った量的緩和政策の効果について、最近新しい実証研究も幾つか進み始めている。そういったことも踏まえて、情報発信としては丁

寧な説明を行っていくべきだと考えている。これが第一点である。

第二点目は、不安定化のもう一つの理由だが、今回の政策によって短期金利の明示的なアンカーがなくなった結果、時間軸——実質ゼロ金利が維持される期間についての時間軸——が曖昧になったという点を、指摘できると思う。この点は白井委員もおっしゃった点であると思う。この点については、まずは情報発信で、丁寧に現在の枠組みの狙いを説明していくべきかと思う。つまり、大規模なマネタリーベースの供給に伴って、短期ゾーンについても、従来と同様に潤沢な資金供給を行っているということで、われわれの政策においては、長期金利だけでなく短期金利に対しても下押し圧力をかけ続ける、長短金利、金利体系全体に下押し圧力をかけ続けるものだという点を、丁寧に説明すべきだと思う。

この点であるが、先週実施した1年物固定金利オペにより、短期ゾーンからの金利抑制効果が実際に働いたとみている。そういった本行の短期ゾーンからの働きかけ、金利体系全般に働きかける力、いわゆるアンカー機能は、引き続き高いことが窺われる。執行部には、オペレーション面で、必要に応じて、引き続き適切かつ柔軟な対応をお願いしたいと思う。それと同時に、先程申し上げた情報発信を本行として、しっかり行っていく必要があるかと思う。

先程申し上げた時間軸であるが、昨日も若干議論になったが、マーケットで計算される時間軸は、政策発動前の3月下旬辺りと比べて短期化している様子がみて取れる。昨日の議論で、OISは市場取引の少なさということで問題があるようだが、例えばユーロ円金利先物でみると、特段奇妙な動きをしている訳ではなく、全体的にスムーズな上昇という予想が形成されている中で、本行の25bpの利上げの予想時期という形で計算される時期は、2016年の下旬から2015年の末へ、1年弱早まっている様子がみて取れる。この辺りの動きについて、時間軸に関するマーケットの見方が、一度短期化してそこで安定しているのか、それとも安定せずにはふらふらと揺らいでいるのかといったことも含めて、動向を注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

この後もさらに自由に討議したいと思うが、取り敢えずここまでの委員方の意見を集約すると、先行きの金融政策運営については、前回会合で決定した基本的な方針を維持することが適当ということであったと思う。具体的な金融市場調節方針については、前回の調節方針を維持する、すなわちマネタリーベースが60兆円から70兆円に相当するペースで増加するという金融市場調節を行うということが適当という意見で一致していたと思う。また、日本銀行が、2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に継続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続するが、その際、経済・物価情勢について、上下双方のリスク要因を引き続き点検し、必要な調整を行う必要があるということについても、大方の意見が一致していた。全員一致という訳ではないが、大方の意見はそうであったと思う。

一番大きな論点として皆さんが指摘されたのが長期金利、国債を中心とした債券市場の動向である。このところ、金利が上昇し、ボラティリティも高まっているが、この背景については、欧米の長期金利の上昇や日本の株価上昇、為替の円安進行——特に100円台に乗った——などもあって、こういうことが起こっているという面があると思うが、委員方が指摘されたように、長期金利は、先行きの経済や物価情勢の見通しにタームリスク、リスクプレミアムが加わって形成される訳であり、本来日本銀行の国債買入れは、タームリスクを縮小し金利の上昇を抑制する効果があり、これは今後とも金融市場調節方針に従って実施していく中で効果がさらに強まっていくはずである。ただ、その中でボラティリティが相当高まったということは問題ではないかという意見が非常に多かったと思う。金利の上昇自体については色々なご意見が出たと思うが、いずれにせよ、ボラティリティが高まり、それが売り圧力になり、プリマチュアに長期金利が上がるのは好ましくないという意見であったと思う。従って、われわれとしては、ボラティリティをリーズナブルな範囲に収束させて、長期金利が跳ね上がらないようにし、日本銀行が今後とも行っていく大量の国債買入れに

よって、リスクプレミアムを圧縮し金利上昇を抑制する効果を最大限発揮させるようにしていかなければならないということではないかと思う。そのための方策として色々なご意見があったが、大宗の意見が集約できるとすれば、一つは、市場参加者との意見交換、市場関係者からの意見を十分聞くという意味での対話、情報発信が必要ではないかということ、もう一つは、そうした対話なども踏まえつつ、現在ディレクティブで与えられている裁量の範囲内で、執行部が弾力的、機動的にオペを実施し、ボラティリティの上昇、さらに金利の上昇を抑制する力をより強く発揮させる必要があるのではないかということで、何人かの委員の方が最近の動向に鑑み、短中期、5年以下位のゾーンの国債について少し厚めに買うなど、6～8年という残存期間のディレクティブがあるので、そういったことを踏まえて、市場の動向に応じて弾力的にオペをする必要があるのではないかというご意見が多かったと思う。

追加的なご意見があればどうぞ。

木内委員

今、黒田議長が総括されたことに同意しているが、金利上昇への対応策を申し上げていないので、追加でお話しさせて頂く。基本的には、コミットメントに問題があると思っており、その結果として時間軸が非常に不安定になっている、時間軸の形成が上手くいっていないということが、根本にあると思っている。それ以外の対応としては、金利に言及するのはやめた方が良く思う。つまり、足許の金利上昇は良い金利上昇であるといったような言い方をすると、金利上昇を容認しているといった捉え方をされてしまう。一方で、本行が買ってタームプレミアムを下げているので金利引き下げを目指していると言った場合には——そのようにダイレクトにはおっしゃらないとは思いますが——、2年間で2%という目標と非整合になってしまう。もし、市場が2年間に2%の物価上昇を達成できると信じれば、5年債は2%、10年債は3%とかに上がってもおかしくない訳である。それを抑える、あるいは下げていくというメッセージを送ること自体、

本行のコミットメントを信じるなというメッセージになってしまい、矛盾する。したがって、長期金利の水準や動きについては基本的には言及せず、あくまでもボラティリティに対する警戒を説明していき、それに加えて何らかの工夫をしていくということだと思う。これについては皆さんおっしゃったオペの工夫ということで良いのではないかと思っている。短めのものをしばらく厚めに買うなど国債の買入ゾーンを工夫する、1年物の資金供給をしているが場合によってはもっと長いものを出していくということも考えられると思う。こちらから積極的に実施するものではないかもしれないが、貸出増加支援資金供給も実行されていけば、安定化に貢献していくと思っている。ただ一方で、余りに過大に反応し、サービス精神を發揮してしまうと、日銀の政策に対する依存が強まってしまうことが心配である。金利が上がると日銀が何かしてくれるのではないか、リップサービスがあるのではないかというような期待を作ってしまうのは良くない。結果的には、金融政策が金融市場の期待で決まってしまうというところ——従来もそういう弊害がみられたが——に戻ってしまうことも考えると、余り過大な期待を作るような対応をすべきではないと思う。

最後に、本行が国債を買っていくことでボラティリティが着実に下がるかどうかは、私はかなり懐疑的である。時間軸に対する期待形成が非常に不安定な中で、一番心配なのは米国の動向であるが、私は米国経済については若干懐疑的なところがある。今後、出口に関する議論が本格化してくると、米国で時間軸が短くなってくるが、そういう時に、どうしても日本の時間軸において金利が上がるということが起こるので、ボラティリティについても、本行が買っていけば着実に下がっていくと楽観して良いのだろうか、ということをお願いしたい。

白井委員

先程宮尾委員がおっしゃったことに追加したい。基本的に同じ意見で、今回の量的・質的金融緩和は、今までの長い時間軸を短くするということはそれで良いと思っている。確かに、3月までと導入後の4月以降を比べ

ると、O I Sであれば3～4年であったのが2～3年に短期化した。ユーロ円先物金利も3～4年から2～3年に短縮した。ところが、今起きていることは、さらに短期化し2015年前半位になっている。これは、よく言われる昨今のボラティリティや中長期金利の上昇からきており、政策金利の上昇を予想したものではないということで、私もそれに納得しているが、われわれは少なくとも2年間はマネタリーベースを拡大すると言っているにもかかわらず、それよりも前に政策金利が上がっている点に、私としては注目したい。

もう一つ言いたいのは、マネタリーベースを増やしインフレ期待に働きかけるというクルーグマンの論文で、彼は、マネタリーベースを段階的に上げることによってインフレ期待を上げて実質金利を下げるという言い方をしているが、全く同じことを金利で表現できる。理論的にはマネタリーベースを相当増やしていてもその根底は政策金利が低いということと表裏一体であるが、市場はそのようには理解しない。理論的にはそうかもしれないが、先程宮尾委員がおっしゃったように、政策金利がなくなったことによってアンカーがなくなったようにみえてしまうところもあり、4月の市場懇談会で「短期金利はどうなったのか」という質問があり、「短国もちゃんと買っている」ということで落ち着いた。そこは私も懸念しており、今は政策金利の上昇とはみられていないが、プレイヤーが違うのでそこはしっかりみておいて、もし必要であれば、短国も買っているということを脚注で入れるとか、付利金利をどのように捉えるかという視点から、先程示唆したということである。

佐藤委員

先程木内委員から、場合によっては、今打っているシグナルオペ、1年物のオペよりは、もう少し長いものを出す必要もという話があったが、今後の事態の推移によってはそういうこともあり得る選択肢かとも思う。ただし、貸出増加支援の資金供給の申し込みが終わり来月実行されるが、デュレーション的には最長3年の負債ができるので、銀行サイドもデュ

レーションリスク削減の目的から最大限使ってくるのではないかと期待している。まずは、貸出支援基金がどれくらい入ってどれくらい実行されるかというところを、じっくりみていく必要があるのではないかと思う。

もう一点は、シグナルオペ、1年物のオペは非常に異例なオペだと思うので、実際これから頻繁に使えるオペかどうかということ、そうではないと思う。余り頻繁に使うと、日本銀行が特定の長期金利水準をブロックする、特定の水準にコミットしているとみられかねないと思う。そういった誤解を避けるためにも、限界があると思う。先程も申し上げたが、今の長期金利状況は、2%の物価安定目標に向けて新たに政策を発動した中で市場が新たな均衡を探るプロセスにあるということかと思う。当然2%が見通せる世界になってくると、今の金利体系とは全く別のところにシフトしているはずである。そういう点からすると、木内委員から、所詮ボラティリティは抑えられないという指摘があったが、私もその辺りは同感で、デフレ脱却で期待インフレ率の上昇によって2%が見通せる世界になった時には、日本銀行が中期、短期を若干厚めに買うなどどんなに買入れを工夫したところで、金利上昇圧力は抑えることはできないし、抑える必要もないかと思う。

中曾副総裁

短期の金利にも配慮している姿勢を示す必要があるのではないかという点については、短期金利の安定は二重の意味で自明ではないかと思う。つまり、毎年60~70兆円マネタリーベースを増やしていく——全てが当座預金という訳ではないが——ことを調節方針としてコミットしているが、所要準備が8兆円なので、これは非常に大きな超過準備の存在を意味している。所要準備を遥かに上回る超過準備が存在するということは、自ずと短期のゾーンには極めて強い下押し圧力がかかるという点がまず一つある。もう一つは、日銀の供給手段は短国のアウトライト、あるいは共通担保だけではない。そもそも共通担保オペには2種類あり、固定金利オペと金利入札オペも一応残している。短国オペの場合もアウトライトの他

に、使ってはいないが現先オペがある。佐藤委員がおっしゃったように、必ずしも調節手段ではないが貸出支援、成長支援といったものも効果を発揮してくると思う。供給手段の多様さについて言及し出すと今言ったようなことを全部言及しなくてはならなくなる。そういう意味で私自身は自明ではないかと思っている。

宮尾委員

私も中曽副総裁のおっしゃるとおりだと思う。短期は潤沢に供給していくということだと思う。一方で、先行き目標達成が近づいてきて、あるいは目標を達成した後の金利をどうするのかというような先の短期市場の状況については、やはりまだ不透明な部分が市場参加者の中にはあるかもしれない。そういうところは気になるが、そこを明確に抑えるとか今の段階でコミットメントを議論するというようなことも、出口そのものの話なので、極めて慎重に考えなくてはならない。先程、木内委員がおっしゃっていたように、米国の資産買入れの減額は当然出口の議論とかかわってくる話で、米国の方のボラティリティが高まって短期金利がずっと上がっていくような状況も、米国の景気回復、インフレの動向次第だが可能性としては当然ある。色々な状況が想定され、当然そこから日本の短期金利、長期金利も影響を受ける可能性が考えられる。こういったことも含めながら、長短金利、金利体系全体をできるだけ安定的に推移するように働きかけていくという情報発信を丁寧にやっていき、必ずしも、ボラティリティを全部抑えられる訳でもないということも念頭に置きながら、情報発信していくことが重要である。先程、木内委員がおっしゃったように、金利の水準評価や将来こうなるというようなことは、われわれ当局者として、発言は慎重でなければならないと思う。為替ほど神経質になる必要はないかもしれないが、その点の情報発信は慎重にやっていくべきだと思う。

黒田議長

他にご意見はないか。それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発

言を頂きたいと思う。最初に、財務省の山口俊一副大臣お願いする。

山口財務副大臣

それでは私の方から発言させて頂く。長きに亘るデフレから脱却することは、現下の日本経済の最重要課題である。政府としては、デフレ脱却に向けて、金融政策の果たすべき役割は極めて大きいと考えており、日本銀行が、引き続き、先月導入した「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成して頂くことを期待している。

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

まず、政府としては、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。先般、日本経済の活性化や国民生活の安心に繋がる施策に重点化した平成25年度予算が成立した。また、年央を目途に規制・制度改革を含む野心的な成長戦略を取りまとめることとしている。このように、切れ目のない政策対応に全力を挙げ、政府として、国民生活に経済成長の恩恵が幅広く行きわたるようにしていく。

また、足許、長期金利が上昇している。長期金利が景気回復に見合う水準を超えて大きく上昇するようなことがあれば、企業の資金調達に悪影響を及ぼすほか、家計の住宅ローンの負担増など、国民経済・国民生活に大きな影響がある。

「量的・質的金融緩和」のもと、日本銀行が多額の国債買入れを行うことにより、債券市場に影響が生じ得ることは確かである。その影響を市場が消化するには、ある程度の時間を要するものと考えるが、日本銀行としても、引き続き、「市場との対話」をしっかりと行うなど、適切に対応されることを期待している。

政府としても、財政の持続可能性に対する信認が失われ、長期金利が急激に上昇することにならないよう、経済再生に向けた取組みと併せ、財政健全化目標を達成するための中期財政計画を年央を目途に策定するなど、

財政健全化に全力を挙げて取り組んでいくこととしている。以上である。

黒田議長

次に、内閣府の松山健士内閣府審議官をお願いする。

松山内閣府審議官

まず景気認識である。わが国の景気は緩やかに持ち直している。5月16日に公表された1～3月のGDP速報（1次QE）では、実質成長率が前期比年率+3.5%と、2四半期連続のプラスとなった。個人消費の増加を中心に安倍内閣の経済政策の効果が現れ始めているものと考えている。

先行きについては、輸出環境の改善や経済対策、金融政策の効果などを背景に、マインドの改善にも支えられ、次第に景気回復へ向かうことが期待される。

物価の動向を総合してみると、わが国経済はなお緩やかなデフレ状況にあるものの、このところ一部に変化の兆しもみられる。

政府の取組みであるが、5月20日の経済財政諮問会議において「日本経済再生に向けた緊急経済対策」の進捗状況を確認した。先月の調査結果では、民間企業との契約締結等が行われて実際に仕事が動き始める「実施」段階にある事業は、事業件数ベースで、地方公共団体分を除いて全体の約61%であったが、今回さらに進捗し約79%となった。引き続きしっかりと進捗管理を行い、効果発現に努めていく。

また、5月15日に成立した平成25年度予算を着実に執行していく。

さらには、経済財政諮問会議や産業競争力会議、規制改革会議等で精力的に議論を進め、6月中旬を目途に骨太方針、成長戦略、及び規制改革実施計画を策定する。

日本銀行におかれては、引き続き、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するため、量的・質的金融緩和を着実に進めることを期待する。その際、本日もご議論があったが、国債利回りの変動に対して適切に対応していくことが重要と考える。

5月7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は、政府の経済再生に向けた政策の進捗状況を確認した。また、黒田総裁から2%の物価安定目標実現への道筋が示された。

今後も経済財政諮問会議の集中審議を通じて、2%に向けた歩みを確実なものにしていきたいと考えている。その際、国民生活の向上に繋がる好循環が拡大しているか検討していきたいと考えている。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、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]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

議案を提出する。前回と同様であるが、公表文案の「6.」について修正提案をしたいと思う。具体的には、「中長期的に」を追加して、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す」とし、そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」としたい。意図は、4月の対外公表文のなかで示された「2年程度の期間を念頭において」と、今回も示されている「安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」という2点を修正するというものである。修正を通じてより柔軟な政策姿勢を改めて示すことが、本行に対する信認確保と債券市場の安定確保の2点を通じて政策効果を高め、中長期的により望ましい経済環境を実現することに資すると考える。さらに補足すると、論点は3つある。第一に、2年程度で2%の物価安定の目標を達成することは難しく、達成

できない場合、本行への政策信認が低下し政策効果を減じてしまう可能性がある。第二に、2つの政策コミットメントは物価安定達成のために量的・質的金融緩和が長期間続けられ、さらに極端な追加策が実施されるとの観測を金融市場で高め、金融面での不均衡を生じさせるリスクを高める。第三に、既存の政策コミットメントを柔軟なものに修正し、時間軸に関して市場が自ら安定的な期待形成を行うことを促すことで、債券市場の安定確保に貢献し政策効果を高めることに繋がると考えている。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員の議案を用意し、議案の説明をお願いします。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは、金融市場調節方針について議案の説明をする。議長案を読み上げる。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。続いて、議長案の対外公表文案も読み上げさせて頂く。「2013年5月22日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。① 長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。② E T FおよびJ－R E I Tについて、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③ C P

等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、持ち直しつつある。輸出は、海外経済が昨年来の減速した状態から徐々に持ち直しに向かうもとの、下げ止まっている。設備投資は、非製造業が引き続き底堅く推移するなか、全体としても下げ止まりつつある。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、消費者マインドが改善するもとの、底堅さを増している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は下げ止まっており、持ち直しに向かう動きが明確になりつつある。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、前年のエネルギー関連や耐久消費財の動きの反動から、マイナスとなっている。予想物価上昇率については、上昇を示唆する指標がみられる。4. 先行きのわが国経済については、金融緩和や各種経済対策の効果から国内需要が底堅く推移し、海外経済の成長率が次第に高まっていくことなどを背景に、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていくとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、米国経済や新興国・資源国経済の成長力など、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。6. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15 年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

若干ご説明すると、1. についてはディレクティブをそのまま書いている。2. については資産買入れの方針について主な 3 点について書いている。3. については基本的に昨日ご説明した月報に沿って景気の現状、4. は先行きの経済・物価について書いている。5. リスク要因については、3 月のステートメントとの比較で言うと若干記述を短くしている。米国経済、

新興国経済について、それぞれ成長力という言葉で一括りにしている。それから日中関係の影響についてを取っている。ここは前回展望レポートでもかなり注意深く書いているところだが、短い文章の中で今回落としているということである。6. は基本的に展望レポートでの金融政策の先行きについて書いたところだが、「このような」以下の文章のところで、これまで若干前向きな動きがみられているとか、あるいは予想物価上昇率が上昇しているということを書いていたが、その部分を削っているが、本質において違いはない。以上が議長案の公表文案であって、木内委員案は、今、木内委員からご説明があったとおりに直しているのので、説明は省略させて頂く。以上である。

黒田議長

何かご意見はあるか。

白井委員

木内委員案を良く理解できないので質問したい。お話を聞いていると、2年程度で2%は達成できないとおっしゃっているように聞こえる。どちらかというと、ゆっくりとした物価安定の下での経済成長を目指したいとおっしゃっているように聞こえる。2年程度で2%は無理である、そういうことを目指しているのではない、ということであれば、1%位と思われると思うが、1%のところでは大胆でないもっと緩やかな政策で議案を出すというのも一つの考えだと思う。そこが少し理解できないので説明して頂きたい。第二点は、大胆な量的・質的金融緩和を長期間続けてしまうことで、物価目標が達成できないと信認が低下するとおっしゃったように聞こえるが、木内委員は、2年間は国債やETF等でマネタリーベースを拡大するという量的・質的金融緩和の具体的な政策には合意されている。そのうえで目標達成が見通せないとおっしゃっているが、2年程度経ち政策をやめた時に見通せないと、それで信認が高まるのかというところを聞きたい。もう一点は、「集中対応措置」の意味が良くわからない。私が感

じる intuition は、「集中」なので2年間だけ量的・質的金融緩和を実施しその後はやらない、と聞こえる。むしろ時間軸を今よりも短くしているように思える。どうしてそれが市場の期待形成をより柔軟にするのか。むしろ今の市場のボラティリティや色々なものを不安定にするのではないかと思う。それがどうして柔軟なのか、その辺りがよくわからないので、教えて頂きたい。

木内委員

4月に決定した実際の政策については賛成している。ただ、それは目指しているところが違う。先程の意見表明の冒頭で申し上げたが、日本経済に対して従来の流れを変えるような大きなきっかけ、一撃を与えるという趣旨に対して賛成したということである。これについては依然として意見は変わっていないが、ただ一方で、それが2年間で2%の物価上昇に繋がるかどうかについては、難しいと思っている。結果的にそれが達成できない場合には、本行への政策信認の低下に繋がり、政策信認の低下に繋がる場合には政策効果自体が減じられてしまうと思う。今のコミットメントの問題は、一つは市場になかなか信用されないコミットメントを掲げることによって期待の分断が起こってしまっている。つまり、需給面で金利が下がるという見方と、2%は無理としても相当積極策、場合によっては追加策を採ってくることによって金利、物価が上がるという見方が、交錯しやすい。何かのイベントをきっかけに混乱してしまう。そうではなく、むしろ、金融市場に自ら期待形成をさせたほうが良いのではないかと思う。その点では、2%を維持するにしてもそれは中長期的な目標である。

次に、「2年間程度の集中対応措置」の意図は、長く続ければ続けるほどリスクが高まるということである。現時点では、ベネフィットの方がコストを上回ると思ったので4月に賛成した。しかし、それを持続させていくと、先程言った経路から政策の信認が下がる、債券市場における本行のプレゼンスがどんどん高まることにより市場機能を損なう、財政ファイナンスのリスクを高めるということになる。すなわち、時間が経過すれば経

過するほどコストがベネフィットを上回ってくるということだと思う。ただ、それに対して2%を安定的に達成するまで持続させるということになると、市場は2%は難しいと考えているので、今の政策が非常に長期化するとの期待が高まり市場機能が落ちて来る、財政ファイナンスのリスクも高まる、あるいはそういう期待が出てくることによって一種の不均衡が高まってしまうということではないかと思っている。先行きを考えると、2%目標はどこかで修正する必要があると思うが、1月に決めただけなので今これを見直すのは現実的でないと思う。それでは今現実的なのは何かというと、強いコミットメントのところを修正することによって、市場に自由な先行きの期待、例えば、3年後に物価が1%になったところから金利を年間15ベースなり25ベース上げていく、というような自由な期待形成を市場に促した方が、債券市場の安定に貢献するのではないかと思う。ただ、それは最終的にそれで済む訳ではなく、もっと長いところで見ると、出口に向けたもう少し現実味のある数値が必要になってくる。そうしないと、市場の見方と本行の見方を一致させながら安定した出口に向かうことが難しくなると思う。Fedは今の時点ではそれに成功していると思うが、本行の場合は、2%の目標が出口のthresholdになっていないと思うので将来的には見直すと思うが、そこに行くまでの間は、むしろコミットメントのところを見直すことによって、本行が示すのではなく市場に安定した期待形成を促したほうが、債券市場の安定に貢献すると思っているということである。

佐藤委員

木内委員の提案に対する私の印象、感想だが、「2年間程度の集中対応措置と位置付ける」ということだが、これによって出口戦略を今の時点から語るということに事実上なっていると思う。出口戦略を今の時点で語ることが果たして期待の安定化に繋がるのかどうかという点は、私は少し疑問がある。2年間でやめるというニュアンスが強く出た時には、2年のところでカーブの分断が起り、長いところがよりスティープになっていく

といったことも起こり得ると思う。私は4月4日の決定に賛成したが、その辺りを建設的に曖昧にしておき、今の時点では敢えて積極的に語らないということが、マーケットに自由な期待形成を促す効果があるのでないかと思う。また、マーケットが2%を見通せるような状況になれば、カーブは自然に今とは全然違う形状になる訳であり、そこは市場に任せれば良いと思う。ある意味非常に異常な政策をやっており、これをオープンエンドでいつまでも続けていくということには忸怩たるものがあるので気持ちとしては良く分かるが、今から出口を2年程度と限定するのではなく、そこは敢えて建設的に曖昧にしておく必要があるのではないと感じた。

木内委員

「2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直す」という言い方も実は曖昧であり、「見直す」ことはやめることではなく、場合によっては続けるというオプションもあるかもしれないし、縮小していくということもあるかもしれないし、それをやめて全く別の金融政策にシフトするということもあるかもしれない。2年間程度の時間をみれば政策効果はある程度判断できる。その間に、ベネフィットよりもコストの方が非常に高まるという事態になるかもしれない。ただ今のコミットメントであれば、2%を達成するまでずっと続くという自動操縦になってしまう。そうではなく、2年を目途に柔軟に見直すということなので、私はある意味、そこは柔軟性が高まるコミットメントではないかと思う。

佐藤委員

私の解釈では、今のステートメントもフレキシブルな枠組みである。これは、諸外国の物価目標もそういうものであり、言わずもがなだと思うし、今の段階でそれを強調する必要はないと思う。そこは、2%がフォーキャスト・ターゲティングなのか、あるいは実績ベースのターゲットなのかということと関連するが、今の時点で敢えて語る必要はないと思う。

木内委員

その解釈は色々あると思う。非常にフレキシブルな枠組みと考える人もいれば、かなりリジッドな枠組みと考える人もいる。金融市場は、どちらかというリジッドな枠組みを打ち出したと解釈していると思う。

佐藤委員

経済・物価情勢がわれわれが望ましいと思っている方向に行けば、情報発信をしていく中で徐々に修正していけば良く、マーケットとの対話の中でわれわれのスタンスを微修正していけば良いと思う。今のステートメントはそういうフレキシビリティがあると私は理解している。

白井委員

まだ分からないところはいっぱいあるが、それは別にして、私は、「集中対応措置」と言っている気持ちと今のわれわれのフレームワーク、すなわち 2%を「安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」とでは、それほど違わないと思う。そこに「集中対応」と言ってしまうと、それでやめると取られると思う。それほど違わないのにわざわざ「集中対応措置」と言うと、人によって意味が違って聞こえて、それでは2年後は何もやらないのかと取られてしまう、というのが私の印象である。

木内委員

その後に「その後柔軟に見直すこととする」と書いてあり、2年後に緩和策を全くやめてしまうというようなことにならないように書いてある。

佐藤委員

別の論点だが、執行部案についてコメントしたい。4月4日のステートメントの中では、資産買入れについて色々脚注がついていた。例えば、「マネタリーベースは、2013年末200兆円、2014年末270兆円となる見込み」

と付表まで付けている。それ以外にも、今回の執行部案でいくと、「2. ①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が 7 年程度となるよう買入れを行う」というところについて、「毎月の長期国債のグロスの買入れ額は 7 兆円強となる見込み」、「長期国債買入れの平均残存期間は、金融機関の応札状況によって振れが生じるため、6~8 年程度と幅をもってみる必要がある」という脚注が付いていたが、今回脚注が全て取られている。先程のセッションでも多くの委員が触れていたが、買入れる国債の平均残存期間について、柔軟に弾力的に対応していけば良いのではないかとというのが大方のコンセンサスだったと理解している。そうであれば、「6~8 年程度」というアローワンスは今になって意外と重要性を帯びてきているということでもあり、そういう点では、もう一度、脚注として入れておく必要があるのではないかと感じる。ただ、脚注がないから反対するという訳ではなく、コンセンサスには従うが、そういった問題意識でみている。

宮尾委員

佐藤委員の指摘だが、「2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する」ということなので、金融市場調節方針に加えてこれだけ大規模な資産買入れを行っているということ、あまり変な思惑を呼ばないような形で、しかし毎回毎回、緩和を継続して保有残高を蓄積して緩和を強化しているということを、しっかりと国民に周知することが大切である。そういう意味で今回の執行部案は、大きな資産買入れのエッセンスの方針を継続するということを、全て厳密にという訳ではなく大きな部分として挙げており、簡潔さと重要なメッセージの両方を含んでおり、私はこの書き振りで良いのではないかと思う。

白井委員

今の「7 年程度」のところは、確かにそのとおりだが、私も脚注で良いかなと思ったが、入れない場合には黒田総裁に記者会見でおっしゃって頂

くということで良いと思う。私は、ここに短期国債買入れとか固定金利オペとかを入れたら良いかなとも思ったが、入れることによって色々な議論が出てくるかもしれないので、議案は出さないことにした。そこは総裁が丁寧に説明して頂ければ良い。

黒田議長

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

[11時47分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に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、木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員が提出された対外公表文に関する議案は、反対多数で否決された。それでは執行部は、金融市場調節方針、木内委員案に関する記述と採

決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。執行部は、修正した対外公表文について簡単に補足説明をお願いする。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

6. の 3 行目に注が入っており、注は、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としてある。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。

宮尾委員

少し戻って恐縮だが、木内委員提案の議案の「中長期的に2%」のところだが、「中長期的に」という文言は、4月4日に提案された議案にも入っていたか。

木内委員

あの時は、「2年程度の期間を念頭に置いて」という文言が原案にあったので、それを削除する議案であった。

宮尾委員

ということは、「中長期的に」という文言は、今回新たに入ったのか。

木内委員

原案に「2年程度」という文言が入っていないので、そこを修正するという意図を示すために入れた。

宮尾委員

分かった。一点だけ確認だが、1月の政府との共同声明の時には、中長期という言葉は入っておらず、その時色々議論をして、一応機関決定し、政府との共同声明で2%程度を目指すということを合意し、われわれは進んでいる訳であるが、それとの整合性はどのように考えているのか。

木内委員

物価安定の目標に同意した時には、期間は決めてなかった。意識としては、やや長めの伝統的なフレキシブル・インフレーション・ターゲットという意識であったが、それが、2年程度となると性格が変わってしまうので、それを修正するという意図で付け加えたということである。考え方が変わった訳ではない。

白井委員

確認だが、そうすると2%は実現できると思っているのか。

木内委員

中長期的に目指すということであれば、容認できる。

白井委員

どの位のタイムスパンを考えているのか。

木内委員

少なくとも、2年程度ではない。

白井委員

2015年度でもないということか。

木内委員

経済の構造が変わらないと、2%が妥当になるかどうか分からない。現状の今の経済の構造では、2%は妥当ではない。

白井委員

であれば、どうして「中長期的」という文言を入れるのか、疑問がある。

木内委員

原案に、2年程度とあれば、それを削除するという提案だが、それ自体が入っていないので、4月で示された「2年程度の期間を念頭に置いて」を修正する意図を示すために入れた。

黒田議長

それでは最終案がまとまったので、対外公表文に関する採決をお願いします。

雨宮理事

確認だが、先程佐藤委員がおっしゃった件については、今日の議論も踏まえて、今日の総裁の記者会見で、間違いなく長期金利について聞かれると思うが、オペについては、元々そうだが引き続き弾力的にするということをお答え頂くという理解で宜しいか。

佐藤委員

対外公表文に入っていないなくても、強調して頂くということであれば、今回の議論の結果を反映することになるということで理解する。

黒田議長

それでは最終案の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[11 時 56 分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針は全員一致で可決された。木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（4月26日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4月26日開催の決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、27日月曜日8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、6月10、11日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁は12時07分の予定である。

黒田議長

解禁時刻が12時07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02分閉会)

以 上