

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年8月7日（14:00～16:24）

8月8日（9:01～11:54）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	浅川雅嗣	大臣官房総括審議官（7日）
	山口俊一	財務副大臣（8日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（7日）
	西村康稔	内閣府副大臣（8日）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	須合智広
企画局企画役	東 将人

## 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。今回の議事進行であるが、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、7 月 10、11 日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

### 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

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降の金融市場については、グローバルな市場は米国の金融政策を巡る思惑の鎮静化を背景に総じて落ち着きを取り戻す展開となっている。この中で、先進国では、わが国の株価のボラティリティが目立つ展開となった。5 月下旬から 6 月にかけては、F e d の tapering を巡る思惑から海外金利が上

昇して、またエマージング諸国からの資金流出懸念を背景にこれらの国々の株価や為替が広範に下落するという展開をたどった。もっとも、その後 Fed から、tapering のスケジュールは経済情勢次第である、tapering と利上げをデカップルする、すなわち tapering 後も暫くは緩和的な環境が続くという情報発信が再三行われ、市場にもそうした認識が徐々に織り込まれていったと思う。加えて、中国の政策に関する過度の引締め懸念の後退、ポルトガルやギリシャなど一部欧州周縁国のテールリスクの後退なども重なり、前回会合以降、グローバル市場は、海外金利の上昇の一服やエマージング諸国からの横断的な資金流出懸念の後退といったかたちで、落ち着きを取り戻していると思う。

まず、図表 1 の金融調節であるが、金融市場局では引き続きマネタリーベースを年間約 60～70 兆円のペースで増加させる方針のもと調節を行っている。資金余剰月であった 6 月から一転して 7 月は季節的には大幅な資金不足月で、財政要因から日銀当座預金が減少しやすい地合いにあった。こうしたもとの、金融市場局では、市場に大きな影響を与えない範囲内で短期国債の買入れを増やすなどマネタリーベースの変動を若干均すような調節を行った。この結果、7 月末、7 月 31 日のマネタリーベースは 173.3 兆円、日銀当座預金は 85.2 兆円といずれも 6 月末に比べて若干増加している。

図表 3 の短期金利をご覧頂きたい。前回会合以降、GC レポレートなどの短期金利が、本行の付利水準である 0.1% を再び下回る事が多くなっている。これは、今申し上げたように、7 月以降財政要因から日銀当座預金が減りやすい地合いであることを踏まえて、短期国債の買入ペースを少し引き上げたことで、証券会社などが抱える短期国債の在庫が薄くなった。これに伴い、在庫ファイナンスのニーズも減ったことが寄与している。本行はマネタリーベースを大きく増やしているが、一部の大手銀行では、これにつれて彼らのバランスシート上の日銀当座預金のウエイトがあまりに増えてしまうことの IR 上の躊躇などもあり、0.1% を若干下回るレートであっても、敢えて GC レポレートなど日銀当座預金以外の手段で運用

するという動きもあった。こうした要因から短期金利が 0.1%を下回るケースが増えている。

図表 4 の主要国の長期金利をご覧頂きたい。本年 5 月以降、長期金利は世界的に上昇しており、さらに 6 月 19 日のバーナンキ議長の記者会見以降は、米国の引締め観測などを背景に海外金利の上昇テンポが加速していた。もっとも、7 月入り後は、バーナンキ議長など F e d 要人の議会証言などを通じて、tapering のタイミングは経済情勢次第である、tapering の如何にかかわらず緩和的な環境は続くというハト派的な情報発信が行われ、市場にもそうした認識が徐々に織り込まれた。この結果、前回会合以降、急激な海外金利の上昇には歯止めがかかっている。もっとも、実体経済面では、米国、欧州コア国のドイツでは、比較的良好な経済指標が目立っており、足もとでは米国の長期金利は引き続き 2.6%台、ドイツの長期金利も基調的には強含んでおり、足もとでは 1.7%前後で推移している。

この間、本邦債券市場は、6 月中に海外金利が急上昇する中でも横ばい圏内であり、その後は、米国の引締め観測の後退などを受け、若干軟化している。総じてみればこの 2 か月半に亘って 0.8%台、最近では 0.8%前後といったかなり狭いレンジでの推移を続けている。この結果、図表 4 (2) の日米の長期金利差は、5 月までの 1%強の水準から足もとでは 1.8%程度まで拡大した状態が続いている。

次に、図表 5 の F F 金先をご覧頂くと、既に申し上げたように、5 月 22 日や 6 月 19 日のバーナンキ議長の発言などを契機に市場の tapering 観測が高まるとともに、先行きの利上げ予想の時期も若干前倒しになっていた。実際、図表 5 (1) の F F 金先フォワードレートカーブをみると、5 月では利上げ予想時期は相当後であったが、7 月上旬には利上げの予想時期がかなり前倒しになっていた。その後、バーナンキ議長などの発言を受けて、直近のところは、利上げ予想時期が再び 2015 年半ば頃まで押し戻されたかたちになっている。このような市場の認識の変化が、7 月のグローバル市場の 1 つの大きな背景となっていたと思われる。

次に、図表 6 の株価をご覧頂きたい。(1) の主要国株価が示すように、

前回会合以降、海外先進国の株価は総じて横ばい、ないし堅調に推移している。この間、本邦株価は急激な上昇の後、一旦利益確定売りからかなり急な低下をみて、再び上昇し本日再び低下するというように、海外に比べてややボラティリティの大きい展開をたどっている。(2)のエマージング諸国の株価をみると、今申し上げたような米国の金融政策に関する見方の変化、中国の過度の引締め懸念の後退などを背景に、エマージング諸国において前回会合までにみられたような横断的な株価下落には歯止めがかかっている。他方、市場では、個々のエマージング諸国のファンダメンタルズをみる選別色が若干目立ってきており、例えば基調的なインフレ率がなお高く、政策対応の余地が乏しいとみられているインドの株が特に弱くなるといった傾向がみられている。

続いて、図表7の主要国の為替レートをご覧頂きたい。為替市場でも同様に、Fedの引締め観測の後退を受け、前回会合以前は、ドルが他通貨に対して全般に高くなる傾向であったが、前回会合以降はこうした動きに歯止めがかかっている。ドルが若干安値方向に戻すというかたちで、足もとのドル/円相場は1ドル97円台となっている。もう1つ特徴的なのは、これまでも何度かご報告しているが、ユーロがドルに対して比較的強いという傾向がみられている。景気回復のテンポという点では、ユーロエリアは米国に劣位しているが、中核国のドイツなどの経済指標が比較的堅調であること、ポルトガル、ギリシャといった周縁国のテールリスクが幾分低下したとみられていること、ドラギ総裁などがほのめかすマイナス金利などの追加緩和は現実的には難しいのではないかという見方が市場では強いことなどが背景となっている。こうしたことを背景に、ユーロが現在セーフハーバー通貨として比較的買われやすい地合いであると思われる。

図表8のエマージング通貨をご覧頂きたい。まず、(2)の対ドル相場の騰落率が示すとおり、前回会合前はドルがあらゆるエマージング通貨に対して高くなる、逆に言えばエマージング通貨全般がドルに対して値下がりする傾向が顕著であったが、前回会合以降は、選別色が強くなっており、市場がファンダメンタルズに脆弱性を感じているインドネシア、ブラジル、

インド—インド準備銀行のラジャン新総裁が市場で注目されているが——といったところの通貨が売られやすい傾向が目立っている。

続いて本邦の長期金利である。図表 9 の長期金利は、このところ概ねほとんど横ばいなので、図表 10 のイールドカーブをご覧頂きたい。本邦長期金利は、このところずっと小動きで、イールドカーブもあまり変化はないが、微細な変化をみると、前回会合時に何人かの委員方からご指摘があったとおり、7年ゾーンのイールドが浮く、若干高めになる傾向が目立っていた。この点は市場参加者も同様に捉えていたようであり、前回会合以降、相対的にお得と捉えられた7年ゾーンが若干買われ、結果的にイールドの歪みがある程度是正されたかたちとなっている。

図表 12 の金融調節であるが、金融市場局では、5月会合での議論を踏まえ、買入頻度を増やすとともに必要に応じて弾力的に対応する余地を確保する方向で国債買入方針を見直し、6月以降はこの方針のもとで買入れを進めている。6月については、Fedの tapering 観測の高まり、中国の短期金利の急騰など海外要因を機に本邦長期金利に急激な上昇圧力がかかりやすい地合いにあったため、金融市場局への授権の範囲内で弾力的に対応し、結果的に8兆円を上回る規模の買入れを行った。7月については、世界的に債券マーケットが落ち着く展開をたどっていたことを踏まえ、金融市場局では、年間約50兆円のペースで国債を買い入れるという調節方針に沿って、7月中の国債買入ペースを7兆円強に戻している。

この間のオペの状況を少し詳しくご説明したい。図表 13 のオペの応札倍率であるが、期間1～3年と3～5年の1～5年の部分の応札倍率は、引き続き4～5倍とオペへの安定的な需要があると思う。この間、元々倍率が低めであった5～10年は、債券マーケットが落ち着く中、引き続き倍率は2～3倍とやや低めである。とりわけ7月22日のオペについては、応札倍率は2.44倍と相当低くなっており、平均落札レートと最低落札レートの差も0.005%と拡大している。また、これまで何人かの委員方からご指摘があったが、平均残存期間については、9.59年と専ら入札したての10年新発債が持ち込まれているという状況であった。こうしたことは、言っ

てみれば、市場が安定すれば本行オペへのニーズは減りがちになるという関係を示していると思う。なお、金融市場局では、市場との継続的な対話という趣旨から先月 24 日に再び市場参加者との意見交換会を開催した。この中で、現在の買入方針については、概ねサポートするご意見を多く頂戴した。このことも踏まえて、意見交換会以降も引き続き同じ方針のもとで買入れを進めている。

以上申し述べたように、前回会合以降、グローバルな金融市場は総じて落ち着きを取り戻す展開となった。もっとも、市場は、とりわけ新興国の評価を巡っては選別色をやや強めており、ファンダメンタルズに脆弱性があるとみられている国の株や通貨は売られやすいという傾向がみられている。さらに F e d の tapering も、今後現実のものとなっていくことが予想される。また、夏場を迎えて取引が全般に薄くなる中、特に最近の株価が特徴的かと思うが、市場がある種不規則な材料や一部外国人投資家の動きに振られるリスクも念頭に置きながら、引き続き市場の動きをモニターしていきたい。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

日本株のボラティリティが米国等の他国と比べてかなり高く、その結果、リスク量が拡大していると思う。外国の投資家が 7 月第 4 週に売り越しになっているが、ポジション調整で目立った動きがあったのか。何かあれば教えて欲しい。

もう 1 つは、J G B マーケットで外国の投資家の取引のシェアが拡大しているようであるが、そのことが国債価格などに何か影響はあるのか。あるデータをみると、足もと、外国人投資家が超長期を売り 2~5 年を買っているようである。このことは、超長期のところの金利が落ち着いてきたとはいえ、わりと高めできていることの背景にあるのかどうか、伺いたい。

## 山岡金融市場局長

必ずしも十分な情報がある訳ではないが、最初の日本株のボラティリティとポジションについては、ご指摘のとおり、外国人投資家のプレゼンスは、東証の統計では保有残高で3割弱であるが、実際の取引のプレゼンスはそれよりも高い——とりわけ先物主導のフローの動きにおいて——ということが、取引当事者の実感として聞かれている。外国人投資家については、ポジションの動きが特に大きくなっているというような話は聞いていない。ただ一方で、最近の外国人投資家が日本株に仕掛けやすい背景としては、株式と債券では市場の構造が異なっており、債券市場ではメガバンクがある種寡占的な部分があり動かしにくいので、どうしても日本株で売りを仕掛けやすいということがある。もう1つは、株と為替をリンクさせた取引では海外筋のプレゼンスが高く、そこで遊びの仕掛けをかけやすいという構造がある。何らかの拍子に為替が動く時には株も跳ねやすいし、株が動く時には為替も跳ねやすいということではないかと思う。白井委員の指摘された直近のところは、統計的にどれだけリンケージがあるのか詳しくは分からないが、足もとの動きについて、収益下振れということがよく言われるが、よく聞いてみると、利益確定売りや外国人の裁定売りが主導しているという声が多いようである。最初は収益による説明がされたが、ここ1週間は、日本企業の収益が予想比下振れ・上振れということが必ずしも売り・買いになっていなかった。地合いが悪い時には収益が予想比良くても売られているし、地合いが良い時には予想比悪くても買われるということだったと思う。

2番目の債券マーケット——特に先物の部分——の方の外国人のパフォーマンスも、マイクロ情報では増えていると言われている。ただ、足もと、債券マーケットだけはプライスが横ばいで推移しており、私の実感も含めて申し上げますと、債券マーケットは株式や為替のマーケットと違ってメガバンクのウエイトが相対的に高く、極く限られた参加者が相当高いウエイトを占めており、ゲーム理論的に言うと協調型ゲームになりやすく、メガバ

ンクが協調型ゲームになってしまった場合には、個別の外国人投資家が仕掛けてもマーケットを動かさず勝てないので、そのような微妙な均衡の中で債券マーケットでは、外国人投資家の先物に占めるプレゼンスは高まっていると思う。足もとの状況では、oligopolistic な構造に対して外国人投資家が個別に仕掛けていっても得るものがないので、勝負をかけるににくいという構造になっているのではないかと思う。

#### 木内委員

金融調節に関連して2点お聞きしたい。GCレポの金利低下に関し、メガバンクがIRの観点から当座預金を持つのをややためらっているという説明だったが、私もそういう話を聞いており、非常に心配している。今のオペのパフォーマンスからみると、今直ぐオペが非常に不調になるという感じではないが、これからどんどん当座預金残高が増えていく中で、本当にメガバンクが当座預金の積み増しに慎重になってしまうようなリスクがあるのかどうか。もし、そのような傾向が本当に強まった時には、一体何が起こるのか。経済状況の改善とは逆の方向でオペの金利がどんどん下がってってしまうようなかたちで結果的に当座預金が積まれていくのか、あるいはメガバンク以外のところが何らかの理由で当預を持つようになっていくのか。難しいとは思いますが、何か考えがあれば教えて欲しい。

もう1点は、足もと、証券会社の当座預金残高が増えているということであるが、何が背景にあるのか。従来、証券会社は保有在庫を減らし、その結果として債券のセカンダリーマーケットの流動性が低下しているという指摘もある。それが段々正常化しているという話ではあるが、まだ完全には正常化していないということだと思う。例えば、日本銀行に売ることによって一段と在庫を減らすような動きなのか——恐らくそうではないと思うが——、あるいは在庫自体をかなり持つようになり、入札に参加して新発債も取ってその中で機動的に日銀に売るといような正常化の証なのか。その辺の背景が分かれば教えて欲しい。

## 山岡金融市場局長

メガバンクの当座預金に対するスタンスは、木内委員ご指摘のとおりなかなか謎の部分がある。銀行の中でも、当座預金を大量に持つことを気にする銀行と気にしない銀行の両方がある。どこまで合理的かよく分からない部分があるが、気にする銀行に話を伺うと、投資家にバランスシートをみせた時に、バランスシートの見映え、ROAといった観点から、運用側に日本銀行当座預金が非常に大量にあると努力をしていないようにみられる、ということをおっしゃる方がいる。ただ、当座預金を潰して当座預金よりも低いレートで運用すると、実際にはより儲からなくなるので、これがどこまで説得的かつ合理的かは難しいところがある。ただ、銀行として、あまり日銀当座預金を沢山持っているのは投資家向けに説明しにくいという心情は分からないでもない。先行きについては、私の個人的な意見も含むかもしれないが、銀行側が日銀当座預金の保有を抑えるために、それよりも低いレートで無理をして資金を出していくと、無理をしているGCレポの運用利回りがどんどん下がっていくはずである。そこには裁定機会も生まれるので、そういうところで資金を取ってきて日銀当預に預けると鞘が抜けるので、マーケットメカニズムで自ずとどこかで歯止めがかかるだろうということ、期待も込めて考えている。先行きどうなっていくのかということであるが、これはひとえにメガバンクが、どの程度まで見かけ上の観点から当預保有を嫌がるかということに依存してくるが、私どもの調節の観点からすると、一旦資金を供給してしまえば、誰が保有するかということにはかかわらず、誰かが保有することになる。

この論点と関連するのが2つ目の証券会社の保有が増えているということであるが、これは今申し上げたように、一旦私どもが供給したベースマネーは、例えば、都銀が保有を嫌がっても誰かが持たなければならない訳で、そうしたものが結果的に証券会社に行っている面が大きいのではないかと思う。その意味では、木内委員がおっしゃったうちの後者に近いということかと思う。特に証券会社からすると、現在、ファンディング、資金繰りの点で、例えば、入札に参加した場合でも日銀のオペを使ってそれ

を売ることができることも含めて、資金繰りの自由度は相当高いので、日銀当座預金の過剰な保有を気にしなくても良く、それがコストに跳ねることはあまり気にしなくて良いということが、結果的に、今の状況では余った当座預金が証券会社に行きやすい状況になっているということではないかと考えている。

#### 木内委員

ある水準まで行ったらメガバンクが日本銀行に投げたくないという意向が強まり、その場合は、結果的に証券会社が持つことになるが、その過程では金利は下がるのか。

#### 山岡金融市場局長

おっしゃるとおりであると思う。GCレポは確実に下がっており、短期レートも限界的にここ数日下がってきている。例えば、日銀当座預金の代わりに短国で運用するとなると短国の需要が増えてくる。先行き、日本銀行がベースマネーを増やしていく過程で、短国の買入れを相当増やしていくことになることは、市場参加者も分かっているので、短国の買入れが増えてくるのがみえみえになってくると、市場参加者からすれば、短国の需要が増えいざとなったら日本銀行に売れるだろうということで、そういった短期の運用手段に対する需要が増えていくと、レートの低下に繋がっていく可能性が高い。言ってみれば、イールドカーブの手前のところが、えぐれていく可能性は高いのではないかと思う。

#### 宮尾委員

2つお聞きしたい。1つは図表12の国債買入れの実績で、今月落札したものの平均残存期間は、何年程度だったのか。

もう1点は、国際局からの説明に関連するかもしれないが、米欧のハイイールド債の状況についてである。taperingあるいは米国の引締め観測がやや後退したことで、一時資金が流出していたハイイールド債へまた資

金が戻ってきており、スプレッドが再び低下してきていると思う。結局、資金が出てまた戻った訳だが、今の状況はどのような感じだと思っておいたら良いのか。以前は非常に過熱した状況であったが、それが収まってまた資金が入ってきている訳だが、その辺の状況について、金融市場局で把握している範囲で結構なので、教えて頂きたい。

#### 山岡金融市場局長

平均残存期間は、引き続き長めで 7.4 年である。6~8 年という指示を頂いているが、私どもは、伸ばそうと思っている訳ではないが、新発債が持ち込まれる傾向が続いているので、結果的に長めとなっている。

ハイイールド債の方の評価はなかなか難しく、国際局から説明があるかもしれないが、基本的には現在の米国においては、信用リスクが非常に強く懸念される状況ではないということが 1 つの背景かと思う。どちらかと言うと、米国のマーケットでは、債券から株式というようにリスクオンの動きがあり、この背景には信用リスクへの懸念の若干の後退があると思う。それと宮尾委員がおっしゃったような金融政策への見方が、今のハイイールド債のマーケットの背景にあるのではないかと考えている。

#### 宮尾委員

金融不均衡が一時懸念されたが、今はまた落ち着いているという感じで良いか。

#### 山岡金融市場局長

落ち着きつつあるということかと思う。

#### 佐藤委員

米国の長期金利に関して、前回の会合で、金利急騰の背景としてグローバルな金融規制の強化が市場の流動性に影響しているのではないかとこの説明を聞いたが、第 3 回の市場参加者との意見交換会の概要を記したメ

モには、ある投資家からまさにそういう意見が出ていた。要は、金融規制が厳しくなってきたこともあって投資銀行や証券会社がバランスシートを縮小し、プロップトレーディングを縮小しており、一方で投資マネーだけは拡大しているの、こういった状況の中でマーケットの流動性が落ちてきているのではないかという話があった。これは参考までに申し上げた。

これに関連して、米国の長期金利も日本の長期金利も今月は打って変わってべた風状態であり、投資家別の売買動向をみると、特に都銀の売買が極端に落ちている。考えられることとしては、量的・質的金融緩和を受けて、4～5月に都銀のポジションの整理があり、それが一連のボラティリティを生んだが、6月に入ってからそういった動きが一巡してきた。先程も新発債を買っているということをおっしゃったが、要は、今のJGB市場の流れは、メガバンクないしは証券会社が新発債をおろしてきて、それを日本銀行に売り、その一方でセカンダリーマーケットが非常に低調になっているという構図なのかと思うが、そのような低調なセカンダリーマーケットが、何か外的なショックに直面すると、非常に脆弱でショックを十分吸収し切れなくなるのではないかという懸念がある。取り敢えずFedの tapering トークに伴うショックの第1波は終わったが、これから tapering が始まってくると、恐らくこれからも第2波、第3波とあると思う。それに伴って日本の市場もストレスにさらされることもあると思う。そういった中でセカンダリーマーケットが機能していないとなると、かなり心配な面がある。心配し出すと切りがないが、その辺の見解を教えてください。

#### 山岡金融市場局長

最初のコメントについては、前回会合時に私が佐藤委員の関心を十分にキャッチアップできなかった部分があったが、ご指摘のとおり、どの程度定量的に影響しているかは別にして、この前の意見交換会でも規制強化を指摘する意見はあった。具体的には、米国の規制強化が典型であるが、米

国を含め世界的に金融機関のプロップ業務などリスクな業務を伝統的な銀行から切り離すことが行われている。ボルカー、リーカネン、ヴィッカーズ、皆そうであるが、特にボルカー・ルールでは、プロップ業務を切り離し、しかもぶら下げることにも駄目、同じ金融グループでやることも駄目というようにしており、そういう中で何が起こるかということである。まず、プロップ業務でやろうにも十分リスクが取れない。リーカネンでも米国のボルカーでも問題になっているのは、プロップ業務とマーケットメイクを分離するのは難しいので、プロップ業務を気にするあまり、マーケットメイクについても萎縮してしまうのではないかという懸念を示される方は、確かにいらっしゃる。このことが、定量的にどの程度、相場に影響しているのかは、なかなか難しいところだと思う。

セカンダリーマーケットについては、確かに先月はその傾向が強かったと思う。都銀が手持ちの債券を日本銀行のオペに入れてくるニーズは一巡した感じがあり、特に、先程申し上げた7月22日のオペが典型的であったが、手持ちの債券はボラティリティが相当低下する中で、ある程度ポートフォリオで持っておきたいというニーズがあり、そこはあまり売るつもりがない。専ら新発債を日本銀行のオペのために仕入れて、それを持ってくる。証券会社からすると、あまり在庫管理の負担は考えずにまず入札しておいて、他にはめ込めなかったら日銀に持ってくるという傾向が顕著であったと思う。その中でどれだけ構造的なものがあるかだが、もしかしたら、7月の特異な要因が働いたのかもしれない。つまり、ボラティリティが低下してくると、国債を抱え続けることの資本への負担が少なくなるのである程度は持っても良いが、一方で金利上昇の懸念が高かったり、ボラティリティが上がってくるとリスク量に耐えられなくなり、オペに持ってくるニーズが高まるという関係があると思う。ここは、もしかしたら、循環的な部分があるのかもしれない。一方で、構造的な部分というか、市場が絶えず動きながらリスク要因を消化していくプロセスも必要な気がする。そういう意味では、最近のマーケットは、非常に狭いレンジの中で値動きしているが、アンカーされているとか、ピンダウンされているという

見解はあまり聞かない。微妙な均衡、バランスの中でビッグプレイヤーの協調ゲームのようになっており、そこに1人で仕掛けていってもどうしようもない、というようなことで市場が狭いレンジの中で推移している。何らかのかたちでこのバランスを壊す、偏りを与えるようなインプットがあったら、変なかたちで目覚めてしまう可能性がない訳ではない。それはボラティリティやリスクを消化することにあまり慣れていない状況が続いていくと、そのようなリスクも考えなければならない状況があるかもしれないと、個人的には感じている。

中曽副総裁

日本の債券市場、あるいはその他の市場の参加者は、消費税率引き上げについてはどのようなシナリオを織り込んでいるのか、あるいは織り込んでいないのか。

山岡金融市場局長

今のところ、債券マーケットは、消費増税が行われなことは織り込んでいない。消費増税が予定どおり行われることがメインシナリオであると考えていると思う。逆に言えば、もし消費増税が予定どおり行われなとすれば、それは相当大きなリスクファクターと捉えていると思う。ボンドマーケットの観点からすると、日本国債は標準的手法ではぎりぎり0%のリスクウエイトなので、あと1ノッチ格下げになると標準的手法で20%かかってしまうので、特に外国人からすると、そういうものを持つことに関する警戒感が出てくるのではないかと考える人が多いと思う。

## 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】に沿ってご説明する。まず、図表1の製造業PMIについては、7月のグローバル生産PMIは51.5%ポイントと僅かに上昇した。中国をはじめ、新興国は引き続き水準を切り下げた一方、米国や欧州は持続的な改善を示した。掲載図表にはないが、新興国はロシア、トルコ、ブラジル、メキシコ、韓国、台湾等幅広い地域で下落している。

図表2-1の米国経済であるが、包括改訂を伴って公表された米国の第1四半期の成長率は、前期比年率+1.1%に下方改訂されたが、第2四半期の成長率は、市場予想を上回る前期比年率+1.7%となった。政府支出や純輸出が2四半期連続でマイナス寄与となったものの、住宅投資が4四半期連続で2桁台の伸びとなったほか、個人消費も2%前後の堅調な増加を続けている。また、昨日公表された貿易収支が改善したため、恐らく成長率も上方改訂される可能性が高いと思う。鉱工業生産は、自動車関連や鉱業を除けば鈍い動きとなっているが、7月のISM製造業指数は大幅に改善し、足もとでの業況好転が示唆されている。設備投資（非国防資本財<除く航空機>）をみても、出荷は緩慢な動きとなっているが、受注は輸送用機械などを中心に持ち直し傾向を維持している。図表2-2の第2四半期の実質個人消費は、中西部や南部における3月の低温に伴う支出の反動で伸び率がやや低下したが、堅調を維持している。年初の減税打ち切り、縮小の影響は、貯蓄率の低下で概ね吸収される格好となっている。消費者コンフィデンスは、現状指数が着実に改善し高水準で推移している。7月の非農業部門雇用者は16.2万人の増加となり、市場予想よりは若干低かったものの、製造業や連邦州政府の雇用が増加に転じるなど、ポジティブな内容もみられた。住宅価格は東海岸の戻りは緩慢なもの、西海岸を中心に上昇を続けている。その他、住宅関連の統計も概ね順調な回復を示している。ただし、空室率の低下にもかかわらず、集合住宅の着工が鈍っているほか、モーゲージ金利上昇の影響が今後現れる可能性もあり、回復の力強さが今後も維持されるかどうか注意深くみていきたいと考えてい

る。

次に図表 4 の欧州経済であるが、緩やかな後退が全体としては続いているが、足もと、生産や製造業 PMI の改善の動きがみられ、第 2 四半期が景気の底となる可能性が出てきている。第 2 四半期のユーロ圏全体の成長率がまだ公表されていないが、公表されたスペイン、イタリアは、いずれも 8 四半期連続でマイナス成長であるが、それぞれ前期比年率  $-0.4\%$ 、 $-1.0\%$  と、マイナス幅をかなり縮小させてきている。金融資本市場が落ち着き、失業率に頭打ちの兆しがみられることなどを背景に、消費者コンフィデンスのマイナス幅が縮小し、小売売上数量、特に自動車販売に持ち直しの動きがみられる。ただ、水準を大きく切り下げたところからの動きであり、投資財出荷受注には動意が乏しいなど、民需全体の持ち直しに向けたモメンタムはなお弱いと思う。

欧州関連の市場指標は、欧州ソブリン債や欧州金融機関の信用力に対する市場の評価は、イタリアやポルトガルの政治混乱が一旦収束したことや、ECB の適格担保基準の変更、IMF によるギリシャ融資承認にも支えられ概ね改善した。ただ、ギリシャは当座の資金繰りには目途をつけたものの、IMF によれば、2014 年には 44 億ユーロの資金ギャップが発生することが見込まれており、OSI の議論を含め先々の火種は残っている。

図表 6 の中国経済であるが、第 2 四半期の実質成長率は前年比  $+7.5\%$  にとどまり、成長率は 2 期連続で低下した。当局は投資偏重から消費主導へ構造改革を進める意向を示している。しかし、質素儉約令の影響もあり、飲食宿泊など第三次産業が伸び悩む中、第二次産業に含まれる建設業の伸びが全体を支えている構図にあり、必ずしも当局の狙いどおりには進展していない。7 月の製造業 PMI は H S B C ベースでは  $47.7\%$  ポイントとマイナス幅を拡大したが、国家統計局ベースでは  $50.3\%$  ポイントと幾分持ち直した。いずれの統計においても、月次ベースで見ると、輸出向け受注のマイナス幅が縮小してきており、先行きに期待を持たせる内容になっている。固定資産投資は全体としては極く緩やかな伸び率低下トレンドをたどっているが、過剰生産能力もあって製造業の伸びが低下する中、昨年初

め大きく落ち込んだ公共部門の持ち直しが、これをある程度カバーしてきている。質素倹約令や省エネ家電補助金終了の影響はあるが、乗用車販売も含め、小売売上高は堅調さを維持している。しかし、雇用環境が良好であるにもかかわらず、実質可処分所得の伸びは期を追って低下しており、社会保障制度の充実といったやや息の長い構造的な対応以外これといった振興策もないため、中国当局も消費の力強さについては気を揉んでいる模様である。一方、社会融資総量は、5月末以降、伸びを大きく縮減させている。銀行引受手形が減少しているほか、社債発行額も大きく低下した。もともと、市場金利の落ち着きとともに、7月中旬以降、社債発行は少しずつ再開されている。中国の経済運営に当たって、質を重視する姿勢が強固であるとの見方が浸透し、また、銀行間取引金利の乱高下で、シャドールバンキングセクターのリスクが俄かに意識されたこともあって、各予測主体による中国経済の先々の成長率見通しは切り下げられてきている。一方で、7月末の政治局会議で、「年間の経済社会発展のための主要目標の完成を確保する」、あるいは「経済情勢の変化を踏まえ、適時適切に予防的調整や微調整を行い、安定の中でも行うべきことを行う」といったメッセージが公表されたことや、これに先立ち、国務院が環境、IT、零細企業等に対する投資拡大策や税制上の優遇策を打ち出したこともあって、今後中国政府は、7.5%程度の成長見通しを意識し、必要に応じて政策対応を行うとの見方も強まっている。

図表7のNIEs・ASEAN経済であるが、第2四半期の韓国、台湾の成長率はそれぞれ前期比年率+4.4%、+2.4%と、前期に比べ持ち直した。ただし、これは政策対応による防災関連等の固定資産投資が増加したほか、輸出デフレーターが低下し、月々の輸出統計ほどに輸出が落ち込まなかったことによるものである。もともと、韓国、台湾ともに民需が弱いほか、輸出についても、名目値ではIT関連の一部に好転の兆しがみられるものの、全体としては低迷が続いている。また、ASEANに目を転じると、フィリピンではインフラ関連プロジェクトの成功などから引き続き好調が維持されているが、タイでは自動車優遇策の打ち切りや中国経済の

減速から、年初来輸出や生産が鈍化しており、中銀は今年の成長率見通しを+5.1%から+4.2%へ引き下げた。また、インドネシアでは、燃料価格の引き上げを主因として、7月にはCPI上昇率が6月の+5.9%から+8.6%に跳ね上がり、中銀も、6月13日の25bpの金利引き上げに続いて、7月11日に政策金利を50bp引き上げるなど、一頃おしなべて好調と伝えられたASEAN経済にも、足もとややばらつきが目立つ展開となっ  
てきている。

最後に、図表8-1以降の国際金融市場では、Fedの資産買入縮小が年内に開始されたとしても、ターム金利の引き上げには間があるとの見方が広がり、6月以降跳ね上がったボラティリティは一旦落ち着いてきている。先進国の株式が選好される流れは続いているが、新興国からの資金流出は選別的にはあるが概ね一服しており、新興国自身の政策対応も相俟って、通貨、株価ともに幾分反発している。以上である。

黒田議長

それではご質問をどうぞ。

木内委員

2つ質問がある。1つは中国であるが、成長の質を重視する方針は変わらないと思うが、足もと景気の下振れが意識される、あるいは金融市場の混乱に配慮して経済の安定のために多少微調整をするということで、報道によれば色々な政策対応が出てきている。例えば、中小企業向けの支援などが出てきているが、これらはどの程度の効果があるのか。非常に小粒で景気を浮揚させるほどではないとは思いますが、どの程度評価されているのか。また、やや瑣末な話だが、地方政府の債務の調査を2011年以来行うと報道されているが、それは地方の債務の透明性を高めるということだとは思いますが、一部ではその時に地方政府の支出が一時的に凍結されることがあるのではないかと言われている。つまり、中央政府の検査が入るので、ややグレーなかたちで実施しているところは、それをとめるような動きが向こ

う数か月位続いて、それが景気のさらなる下押し圧力になるのではないかという指摘もある。この両者を合わせた場合に、短期的な経済への影響をどのように考えるかというのが1点目である。

2点目は、少し漠然としているが、今説明を聞いていると、欧米の状況は比較的良く、日本も良いが、新興国あるいはアジアの不透明感が強いという感じがするが、これをどのように考えるかということである。例えば1990年代まで振り返ってみると、ラ米危機やアジア通貨危機があったが、危機を乗り越えてファンダメンタルズも大分強くなり、通貨制度も変わって安定感も増したと評価され、2000年代半ば以降は、新興国に対する評価も非常に上がっていった。そういうことからすると、今の不振は一体何なのか。この間期待が行き過ぎた、不均衡が積み上がり過ぎた、あるいは先進国からの資金の出入りによって非常に攪乱された——この点は色々な意見があるが——ということがあったのではないか。数字で確認できる訳ではないが、新興国は、総じて言うと、民間部門の債務がかなり増えた、特に企業の債務がかなり増えた。アネクドータルにはアジアでも相当そういうことがあると言われている。ヨーロッパの問題は国家の債務、米国の問題は家計の債務であるが、新興国はどちらかと言うと、企業の債務がかなり増えて、これがまだ調整が進んでいるとは言えないような感じがする。そうすると、例えば、幸いにして米国経済が堅調に推移したとして、金利が上がってくると新興国経済にとっては利払い負担が増えるかたちで民間の経済を抑えることにならないだろうか、あるいは逆に米国経済が減速してしまった場合には、景気が落ち込む中で債務が負担になってくるというように、米国のシナリオをどちらにみたとしても、新興国での民間部門の債務は何か足枷になってくるようなことはないのだろうか、個人的には漠然と考えている。質問は、足もとの新興国はスランプで、経済、金融市場ともに先進国と比べるとやや劣っている感じがするが、国ごとに事情が違ってしまうえばそれまでだが、全体をどのように総括できるのかということと、今後の世界経済をみる時に、どのように新興国を位置付けていくことができるのか、教えて頂きたい。

外山国際局長

中国についてのご質問であるが、先程ご説明したように、あるいは木内委員からご指摘があったように、7月に国務院が一定の微調整策を発表しており、対象を絞り込んだITや環境、あるいは中小企業向けの融資を拡充しようという、お金はあまりないがより効率的で必要なところに資源配分をしたいという気持ちが現れた政策を打ったということだろうと思う。これ自体は、木内委員が示唆されるように、それほど規模が大きいものとは考えていない。意味があるとすれば、経済の下振れに備えて一定の政策を打つ用意があるというメッセージをこれによって発信したということが、恐らく最も大きなニュースだろうと思う。ただ、民間のエコノミスト等では、第3四半期に一時的に7.5%を割り込むとみる向きも多いようであるが、年間を通じて7.5%が下限、7.0%が底線——「下限」よりも下で「底線」と表現するようだ——の辺りを意識して、現在はフル雇用に近いと思うが特に雇用が崩れてきたような場合には、追加的にどんどん手を打っていくことが、今後は期待されるということだろうと思っている。

地方政府に調査が入ったことについては、これまでも何回か行われており改めて行うということだと承知している。シャドーバンキングセクターが話題になってきているので、地方政府や融資平台の実情がどうなっているかを把握する必要があるということで、こういった調査を悉皆的に開始することになったと承知している。ただ、結論がみえてこないことには、一体どれだけの影響が出るかということもなかなか分からないところがあると思う。まずは実情を把握して、おっしゃるようにグレーな部分への支出が止まり得るということも出てくるかもしれないし、あるいは地方政府が負いきれないような負担を中央政府が肩代わりしていくというようなことになっていくかもしれない。プラス、マイナス両方の効果があり得ると思うが、まずは、結果をみてからだろうと思う。今の段階では、どの程度のインパクトかあるかはなかなか見通せないと思う。

欧米に比べてエマージング諸国の調子がかかなり悪いのではないかとい

うご指摘は、そのとおりだと思う。少し長い目で振り返ってみると、リーマン・ショックが起こって以降、先進国が景気後退に向かう中で、エマージング諸国が世界経済を支えていた。1つは、思い切った財政政策、特に中国に代表されるような政策が打たれた。また、財政の力を借りられないところについても、例えば、民間の家計ファイナンスの促進策が色々と投入されて、家計が債務を増やして消費に充てるといった行動が、幾つかの国でみられた。タイ、マレーシア、ブラジル、韓国といったところがこういった類型に当たると思うが、こういった思い切った政策は、2~3年もすれば先進国は戻ってくるだろうという見込みのもとに、臨時異例の対応として少し無理をしてやってしまったところがあったのだろうと思う。ただ、先進国の方が期待外れでなかなか戻ってこない状況の中で、ツケだけが回ってきて、これ以上手は打てない、ツケの手当を色々としていかなければならないという状況になってきたということがあると思う。足もとで利上げをしている新興国——ブラジルとインドネシアが政策金利を引き上げ、インドが公定歩合を引き上げ、トルコが上限金利を引き上げた——は、気の毒な事情はあると思うが、調子が良かった時にもう少し引締めしておくべきだったところを、色々な事情——特に通貨の事情が大きいと思う——で十分でなかった。それで、インフレ率が高止まりしてしまい、今これらの国々の通貨が売られ通貨安になってインフレがさらに昂進してしまうという状況におかれていると思う。従って、これも政策対応の問題と言えばそうだが、国によって状況は違うが、大きく整理すると、以上2つの要因が作用して、新興国は、外生事情も勿論あると思うが、それに対する対応も含めて調整しなければならない局面が当面続く可能性が高いと考えている。今家計の債務の増加について申し上げたが、企業の債務についても資金が流入してきた。トルコ等が典型的だと思うが、トルコでは、ブームの中で銀行が低い金利で外貨を調達し、それをリラに替えて国内企業に相当貸し付けるようなことが行われており、中銀はそれをとめようとしたが、金利は下がる一方で、準備率でとめようとしたが、なかなかとまらなかった。今起きていることは、その結果、経済

はスランプに陥っているが、一方でインフレがとまらなくなってしまったということである。従って、特に外貨で調達している場合は、先進国の金利が上昇してくるような局面にあっては、一定のセクター——トルコの場合は銀行セクターだと思うが——が、その負担を負わなければならないというリスクが高まってきているということだと思う。今後、どの程度の足枷になるかについては、国によっても状況は違うが、マーケットが1番懸念しているのは、インドネシア、インド、トルコ、ウクライナ、南アフリカ、そして中南米といった辺りだと思う。そういったところについては、特に今後の世界的な金利動向がどのような影響を与えていくか、注意深くみていかなければならないと思っている。

#### 森本委員

米国経済について、これからも tapering 観測で振らされると思う。経済状況次第ということであるが、今の状況では年内——秋口なのか年末か分からないが——に始まる可能性はある程度高いと思う。その時は経済が相応に強いという前提ではあるが、住宅市場への影響や、10月位には債務上限問題が再度来ると思うが、これもなかなか解決せずに歳出削減での対応などもあり得ると思う。色々重なってくると思うが、その辺のリスクについて、どの程度意識しているのか。国際局の見解をお伺いしておきたい。

もう1点は、ミクロな話だが、デトロイトの破産についてである。ある意味予定どおりということで冷静に受け止められていると思うが、債務総額が180億ドルと大きく、債権者その他への波及について、あまり心配する必要はないということで良いのか。それとも、年金問題や他の地方政府も絡んでおり、多少なりとも心配があるというような感じなのか。その辺をお伺いしたい。

#### 外山国際局長

米国のリスクについては、モーゲージ金利が5月末と比べて1%近く上

昇ってきており、リファイナンスの件数が著減しているといったような影響が既に出ている。先程申し上げたような集合住宅の着工が少し鈍ってきているが、これには金利上昇の影響が多少出ている可能性もあるとみている。もし、本格的に影響が出てくれば、これまでの例では、2四半期位のラグを伴って住宅そのものに影響が出てくる可能性がある。ただ、今回の場合は、元々歴史的に極めて低い水準までモーゲージ金利が下がっており、そこから1%近く上がったと言っても歴史的にみればまだ非常に低い水準である。それからミシガン大学のアンケート調査等によると、住宅が買い時であるという判断として、暫く前までは「金利が低いから」という理由が大きかったが、今はむしろ「金利が先行き上昇するかもしれないから」、あるいは「住宅価格が上がるかもしれないから」といったところが伸びてきている。そうだとすると、暫くはそういった駆け込み的な要素による後押しもあるので、大きな調整を漸く完了しようとしており、少し元気になってきたモメンタムがそれほど大きく損なわれることはないのではないかと、今のところはみている。債務上限の問題はおっしゃるとおりであり、少し税収が良くなってきたとか、あるいはG S Eが納付金を納めたとかで財政が少し楽になったということで、ワシントンでは暫くこの 이슈が忘れ去られてしまったかのようにあったが、冷静に考えれば、10月以降いずれかの段階で債務上限の問題は必ず来て、Sequestrationについてどのようにしていくかも考えていかなければならないと思う。これまでに比べると、そうは言ってもフィスカルドラッグのインパクトは小さくなっていくであろうから、これまでほどの恐怖心を持ってこれに懸念を感じなければならないということではないのかもしれない。

森本委員

これらが秋頃に相乗的に重なって来ると思うが、それが少し嫌な感じがする。

外山国際局長

重なって来るということは、逆に言うと、解決もパッケージとしてなされていく機会が与えられるということでもある。もし、両方とも駄目になれば大きなショックだが、それを一体化して良い方向に議論が進み、妥協のきっかけとなり得るとも思うので、今後、議会再開後の様子をみていきたいと思う。

デトロイトの破産について、同じような状況に置かれた地公体がないかどうかを随分調査してみたが、デトロイトのように抜きん出て財政状況が悪くなっているところは今のところそれほどなく、あっても非常に小さいところだということが分かっている。ただ、そうは言っても、地方政府、州政府も含めて、全体として、特に公務員に対する年金の支払債務が十分に手当てできていないといった問題があり、じわじわと地方財政を圧迫し続けていくと考えている。ただ、デトロイトのようにいきなりバンザイしてしまうようなところが近い将来に現れるということではないと思う。

森本委員

債権者に波及していくような心配はどうか。

外山国際局長

デトロイトの債権者について必ずしも分かっている訳ではないが、米国の地方債の保有者は、5割近くは個人で、次に多いのが10%位で金融機関である。地元住民、あるいは金融機関がかなり引き受けていると思うので、彼らにとっては、ダブルで影響を受けるということかもしれないが、ただ、ネーションワイドに、システミックに影響が及んでいくというタイプの債権ではないと思っている。

白井委員

今後の米国の失業率の見通しについてであるが、労働参加率が現状維持かあるいは改善するかで数字が全然違うと思う。ある推計によると、労働

参加率が現状維持であれば、失業率が 7%になるのが来年の前半である。ちょうどバーナンキ議長がおっしゃったところとぴったり合う。6.5%位が再来年の前半で、FFレートが切り上げられるところと近いという感じである。労働参加率が改善していくとすると、どちらも1年位ずれてくるので、tapering もFF金利引き上げの見通しも随分違ってくると思う。Fedの見方に近いとすれば労働参加率が変わらないということかもしれないが、その辺について国際局ではどのような見通しを立てているのか。

2つ目は中国についてである。住宅価格が高めであり、投資も続けているが、住宅不動産価格の可処分所得比は改善しているようであり、アフォーダビリティは良くなっている。とは言うものの、報道でもよくあるように、いわゆる「鬼城」と言われるような状況があるとすれば、バブルの程度はどの位なのか。何か調査などしていれば、教えて頂きたい。

最後に、先程の新興諸国の脆弱性の議論で色々な国名が挙がっていたが、私なりにみても、例えば、対外純債務の大きさ、債務が短期か長期か、通貨の過大評価といった視点でみると、明確に1番脆弱だと浮かび上がってくるのはトルコで、次に少し離れて、南アフリカとブラジルがある。アジアがあまり入ってこない背景は、アジアにもインドネシアのように債務が大きい国はあるが、この間、債務を長期化してきている。インドは、インドネシアほどではないが長期化してきているので、金利が上がってくる影響はあるが、今日、明日返済に困るといった感じではないと思う。それから、過大評価という点で言えば、アジアの通貨は、今申し上げたブラジル、南ア、トルコほどは過大評価されていないので、競争力の面でも然程大きな問題はないように思う。私なりの考え方では、今の3か国が要注意という感じがするが、その辺はどのようにお考えか。

外山国際局長

かなり難しいご質問を頂いてしまった。米国の失業率の見通しであるが、7月の雇用統計でも、労働参加率はこれ以上下がらないのではないかといいことだったがまた下がってしまい、上昇するとすればいつ上昇するのか

の見極めが難しくなっている状況かもしれない。労働市場で雇用が増えている中身をみると、ある調査によれば、リーマン・ショック以降、2009年にボトムを打って雇用は段々増えてきているが、増えた分の半分位は移民労働者であるとか、あるいはパートタイム労働者の比率がじわじわと上がってきているというように、必ずしも高技能・高スキルを要する職種ではなく、低技能の第三次産業、就中サービス業の仕事が増えてきているということが、これまで起こってきていることである。従って、一旦労働市場を退出してしまった人達は、そういう仕事であればいつでも戻ってくるかもしれないが、家計の第二次的な担い手——女性が多いと思うが——が、再び労働市場に戻ってくるかどうか、労働参加率を再び上昇させるかどうかの鍵になると思う。手軽ではあるが自分の満足のいくようなタイプの仕事ではないというような状況が暫く続くと、労働参加率の上昇が思ったほど早くは進んでこない可能性があるのかもしれないというのが、足もとの統計をみての感想である。国際局では、次のまとまった情勢判断の作業をそろそろ始めるタイミングであるが、足もとのそういった統計等も踏まえて、労働参加率について今後改めて分析していきたいと思っている。そういう意味で本日は明快な答えを持ち合わせていないが、今まで思っていたほどはあまり上がっていないのではないかという感じが少し出てきたと思う。

中国の住宅価格は、おっしゃるように、昨年半ば頃から上昇率が高まり、当局もこれをかなり問題視している。シャドーバンキングセクターへの対応ということも含めて色々な施策を打ってきていると思うが、需要そのものはまだまだ強いと聞いている。中国で住宅価格が上がった都市と下がった都市に関する統計があるが、数か月前は全ての都市が上がっていた。今は5都市程度は下落に転じているが、そのほかはまだ全部の都市でかなりの勢いで上がっている。オールドスに代表されるような、無理して作ったが誰も住んでいないところもあるとは思いますが、大都市では人々が快適と感じるようなタイプの住居がまだまだ不足しており、それに対する需要はまだまだあると思う。ただ、中国の不動産セクターは、消費をはじめ色々なも

のを動かしている原動力でもあるので、もし、例えば、シャドーバンキングセクターへの対応が不動産価格の下落に結びつくようなことがあれば、実体経済、金融セクターに対して相当な影響を与えることになるだろうと思っている。ある程度はそのリスクをみておかなければならないと思っている。

次にエマージング諸国だが、私も先程何回かトルコに言及したが、政治情勢もそうだが、色々な指標をみてもトルコは際立ってリスクの高い国であると思っている。南ア、ウクライナ等も申し上げたが、アジアはおっしゃったような指標ではあまり入ってこないと思う。マーケットの見方でも、先程申し上げたような国——アジアではインドネシアやインド——については警戒されているが、それ以外のアジアやメキシコについては新興国の中でまだ買いであるとの見方が多いと思う。ご指摘のように、アジアについては、これまでもアジア危機以降色々な努力がなされてきて、脆弱性の程度が後退しているということが1番大きい。注意深く経済運営をしてきているということだろうと思う。ただ、先程も申し上げたように、インドとインドネシアについては、振り返ってみれば、金融政策も含めて甘かったところがあり、今少し苦労しているということかと思う。

#### 佐藤委員

米国のディスインフレについてお伺いしたい。先般N I P Aの包括的改訂があって、P C EデフレーターとC P Iの伸び率の差が縮小したが、ここもとのトレンドをみると、前期比でも前年比でもはっきりと低下トレンドが出ている。直近の4~6月期もしっかり下がっている。このディスインフレ傾向が、国際局あるいはF e dの言うように、果たして一時的なもので済むのかどうかについての見解を伺いたい。月次ベースのP C Eデフレーターは、5月、6月は前年同月比+1.2%と、瞬間風速的には一応下げ止まっているようにも見えるが、この辺りの見通しを伺いたい。

外山国際局長

F e d も 7 月 末 の F O M C の ス テ ー ト メ ン ト で 初 め て デ ィ ス イ ン フ レ について言及したこともあり、それほど楽観視しているということではないと思う。分解してみると、C P I も P C E も、財の価格は元々それほどプラスであった訳ではなく、たまたま自動車の価格が震災等の要因で上がったたり、衣料品の価格が綿花価格の高騰によって上昇したようなことがあった時にはそれなりにプラス幅が拡大していたが、そういったものが剥落すると、ほとんどゼロ近傍、今は少しマイナスで推移している。これは、世界的に財の価格が一本調子で上がるというものではなくなってきたことの反映かと思う。米国の場合は、それをサービス価格が打ち返して、就中家賃がコンスタントに上がってきていることが全体を支えている。家賃の他にも教育や交通、医療費といったところが、家賃に比べれば寄与度は小さいがずっとプラスを維持してきているということで、全体の物価を維持してきていると思う。このうち家賃は、集合住宅の着工が弱いといった気掛かりな点はあるが、一方で空室率は下がってきており、近い将来を見通しても、これがずるずると下がっていくことはなく、最終的には支えるであろうと思っている。ただ、今後あまり上昇が見込めなくなってくるのが医療費であり、これは 2009 年のオバマケア法以降、医療費の支出削減プログラムが順次組み立てられてきており、2014 年 1 月 1 日に最終的に完全なインプリメンテーションになるということである。特に、来年入り後、既にそれを見越して今から動きが始まっていることではあるが、医療関係のデフレーターが低下してくる可能性はあると思っている。従って、コモディティ価格等や二次的な波及にもよるが、色々考え併せると、コアベースの消費者物価は緩やかな低下トレンドを来年前半頃まで続けていく可能性は高いと思う。ただ、そうは言っても 1% を大きく割り込むとか、デフレが大きく心配になるようなところまでいくかということ、色々なマーケット指標等や各業態ごとの賃金動向等、リーマン・ショック以降、相当スランプにあった時代の建設業等をみても、賃金の上昇幅は+1% を維持しており、それ以下には突っ込んでいない。米国の場合は、恐らく賃金設

定行動がある程度のインフレ率を見越しながら行われていき、一定程度以下には下がりにくいことが、ビルトインされているということだろうと思う。そういった意味合いも含めて、2%まで戻ってくるのはやや先かもしれないが、インフレ期待はある程度アンカーされており、崩れることはないのではないかと思っている。

#### 佐藤委員

少し細かいが、C P I の財は既にマイナスになっている。先程の説明では、一時的要因、例えば衣料品ということであるが、衣料品に関しては、国際局の資料をみると、綿花の高騰の反動が出ているということである。ただ直感的に考えて、綿花から衣料品全般へということを考えて、中間投入や加工に要する段階が多く、その影響が果たして顕著に衣料品に出てくるのかどうか。綿花高騰の反動が出てそれで衣料品の価格が低下してきているとして、それがまた反動で上がっていくのだろうか。

#### 外山国際局長

綿花市況が大きく高騰した時期があって、そこからラグを伴って、確かに衣料品の価格全体が上がっている。この衣料品の価格の上昇は、綿花以外に説明する要因がないので、衣料品価格全体の中での綿花のウエイトはそこまで大きくないのかもしれないが、プラスの寄与度があり、それでないと説明できず、今それがなくなって、財のプラスの寄与度が立たなくなってしまったということである。プラスの寄与度が大きく立つのが衣料品と車位しかなかった。

#### 佐藤委員

しつこくて申し訳ないが、綿花市況のグラフと衣料品価格のグラフをみると、確かにそのように見えなくもないが、単に循環でそうになっているだけではないかという気もする。

外山国際局長

必要であれば、より詳しく説明したいと思う。

黒田議長

他に質問がなければ、ここで5分間コーヒブレイクを取りたいと思う。

(15時24分中断、15時30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、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）に沿ってご説明する。まず、図表1（1）のGDPは、来週月曜日に公表予定であるが、民間調査機関の見通しによると、1～3月前期比+1.0%の後、4～6月は前期比+0.8～+0.9%位、年率+3%台半ばといった高めの成長率が見込まれている。われわれもその辺りの数字については、大きな違和感はないと思っている。一方、（2）の景気動向指数、CIであるが、5月までの数字しか入っていないが、6月の一致指数は5月対比で0.8%の低下となったが、先月は上方への局面変化と基調判断が変わったが、当月は据え置きで、「改善」という判断にすることはなかった。6月の低下については、後程ご説明する生産関連の反動減を反映したものであり、基本的には一時的な動きと思っている。

図表3の公共投資であるが、5月の公共工事出来高金額は増加しており、この結果、4～5月の1～3月比は+2.8%と増加テンポが幾分加速している。公共工事請負金額については、4～6月の前期比が+28.6%と大幅に増加しているので、7～9月にかけて出来高はさらに増加していくと考えて良いと思っている。

図表5の輸出入は、6月の実質輸出が前月比+2.0%と再び少し増加し、

4～6月で+3.6%と若干伸びが加速するかたちとなった。一方の輸入については、前月比で5月+1.1%の後、6月+3.1%と2か月連続で増えている。これは資本財や情報関連の内需がそこそこ良いことを反映したものと思うが、4～6月でまとめれば横ばいにとどまった。この結果、4～6月の実質貿易収支は、はっきりと改善した。先程ご説明したGDPでは、外需面は4～6月はプラスに効きそうである。図表7で輸出の地域別をみると、米国は、前月も申し上げたとおりの円安の効果もあって、自動車関連を中心に、4～6月はかなり高い伸びとなった。EUは+0.4%と、小幅であるが7四半期振りのプラスになった。下げ止まりの兆しとは思っているが、景気動向を反映した基調的なものかどうかは、もう少しみていく必要があると思っている。東アジア向けは、6月も少し増えた結果、4～6月で+3.9%とプラスに転じている。これは前月も申し上げたとおりの、中国向けが日中関係悪化の影響で落ちていた自動車の反動増、NIEsが電子部品、半導体製造装置の持ち直しで、増加したことが背景だと思う。ただ、このところASEAN向けで弱い動きが続いており、景気減速の影響が出ている可能性もあると思う。その他地域は、1～3月に続いて4～6月も少し増えたが、船舶の振れで結構凸凹するが、円安の影響を受けやすい自動車を中心に、増加基調に復してきているように思う。このように、輸出は足もと持ち直してきており、先行きについても、基本的には、第1に米国での自動車販売の堅調さ、第2に為替円安の影響から、当面緩やかに増加していくとみて良いと思っている。もっとも、ウエイトの高い東アジアについて、企業からは中国向けの基調的な需要持ち直しがなお確認できないという話が多く、情報関連も循環的には上向きと思っているが、秋に予定されている新型iPhone関連の部品の引き合いが思っていたより鈍いといったような話もここにきて少し出てきている。このため、輸出の増加ペースが鈍化する可能性も引き続き念頭に置いておきたいと思っている。

続いて、図表14の企業マインドであるが、月々で振れがあり中身も色々あるが、振れを伴いつつも改善傾向を維持していると思う。ここには書いていないが、上場企業の4～6月の決算が公表されているが、先週末時点

で5割強の発表があったが、除く金融、電力のベースでみると、前年同期比で5割弱の増益、特に製造業は6割強の増益となっているので、取り敢えず足もとまでは良好な収益になってきていると思う。

そのもとでの設備投資であるが、図表 15 の機械受注は、5月は前月比で+10.5%と大幅に増加し、この結果、4~5月の1~3月対比は+6.0%と増加に転じており、機械投資についても先行き増加を示唆する動きとと思っている。一方の建築着工床面積も増加が続いていると思うが、6月は一旦減少している。均してみれば増加基調という判断に変化はないと思う。一致指数である資本財総供給は、資料をお配りした後に数字が出ており、5月の-1.3%とあるところが0.0%にリバイスされて、6月は前月比-12.1%となった。この結果、4~6月の+6.3%が+2.7%となった。6月の減少幅が大きいですが、元々振れの大きい統計なので、前月時点で認識していた「下げ止まりから持ち直しに向かう動き」という認識を変える必要はないと思っている。先々の設備投資に関連して、日本政策投資銀行の調査も、資料をお配りした後に数字が出たが、2013年度計画が-5.9%とあるところが+10.3%となった一方で、2012年度の+12.2%とあるところが+2.9%に10%ポイントほど下方修正された。去年は製造業を中心に不確実性から先送りされたが、その分を含めて再開されつつあるということかと思う。いずれにせよ、短観同様、あるいは短観よりも少し強めの計画で、先々設備投資が増えていくという見通しをサポートする材料だと思う。以上を踏まえると、設備投資については足もと下げ止まっており、持ち直しに向けた動きもみられるといった前月の判断を維持し、変更する必要はないと思っている。判断を進めるかどうかについては、4~6月のGDP統計や法人季報をはじめ、もう少し関連データの蓄積を待った方が良いと思っている。

続いて図表 20 の個人消費をご覧頂きたい。図表 20 (3) の包括指数、総合指数だが、ここには5月までしか入っていないが、6月も出ており少し反落している。ただ4~6月でみると、包括指数は+0.7%、総合指数は+0.4%と増加が確認された。これが強めのGDPの1つの背景になろう

かと思う。図表 21 の販売統計であるが、(2) 耐久消費財の自動車販売は、足もと、新車の端境期に当たることから減少しているが、8 月以降の新車の先行受注の状況などからみて、地合いは悪くないというのが各社の見方である。家電は 6 月までしか入っていないが、6 月、7 月にはさらにエアコンが売れている。これは猛暑と電気料金の値上げの影響で節電型のエアコンが売れており、まずまずと聞いている。図表 22 (1) の小売店販売であるが、6 月は株価下落で心配されていたが、百貨店を中心に堅調であった。全般に、気温上昇が影響したほか、百貨店ではセールが昨年後ろ倒しされたものが今年また前倒しされた影響もあったということである。コンビニはここ数か月、少し増勢を強めている感じもあるが、景気が良くなって残業が増えて弁当などが増えているというような声も聞く。(2) のサービス関連消費については、外食がさらにしっかりしてきており、旅行も夏の予約については、国内旅行が好調と聞いている。消費関連業界に、消費者の所得が増えている感じかどうかを聞くと、スーパーは売上げがなかなか伸びないので賞与増加の効果が感じられないという声がある一方で、百貨店、家電、外食では、賞与が増えてきたのではないかとというような声も聞かれている。いずれにせよ、先行きの消費については、百貨店などでは、セール前倒しの反動から 7 月は反動減になるのではないかと思うが、そういった振れを伴いつつも引き続き底堅く推移するとみて良いと思う。その消費を支える要因は、一頃のような資産効果、あるいは突然のマインド改善というよりも、雇用・所得環境といったよりファンダメンタルな部分の改善に変化していくのではないか——既に変化しつつあるような感じがする——と考えている。

図表 24 の住宅関連は、6 月の新設住宅着工戸数は少し反落したが、引き続き 97.6 万戸と高い水準であり、4~6 月は 98.3 万戸となった。これは 2008 年 10~12 月以来の高水準である。当面、さらに駆け込み需要もあって増えていくと思っている。

鉱工業生産については、図表 27 (1) で月次の生産をみて頂くと、5 月まで 4 か月連続で前月比増加していたが、6 月は大きめの反動減となった。

ただ、予測指数では、7月に再びしっかりした増加が見込まれている。これまで申し上げてきたように内外需要は増加傾向にあると言って良いと思うし、企業ヒアリングでも4～6月に前期比1%台半ばの増加となった後、7～9月には2%台の増加が見込まれていることからみて、6月は下落したが、前月同様、緩やかに増加していると判断して良いと思っている。ただ一方で、現時点でこの生産の勢いが強まっていく感じはあまりないというのが正直なところである。図表28(2)の製造業PMIでは7月は若干鈍化している。中身を細かくみると、輸出受注が50%を上回っているが少し鈍化している感じがあり、先程申し上げたとおり、企業ヒアリングでも新型iPhone向けの受注が鈍い、中国の需要がなかなか持ち直さない等、今のところ、10～12月も生産は増えるが、1%台の緩やかな増加という感じである。生産については、引き続き海外経済のもたつきが長引いた場合の下振れリスクに注意が必要と思っている。

続いて雇用であるが、図表31の有効求人倍率は6月0.92倍と2008年6月以来の水準まで上昇している。それに先行する新規求人倍率は1.49倍と2007年6月以来の水準となり、失業率は3.9%と2008年10月以来の3%台——単月の振れの可能性はあるが、それ以来の3%台——となった。労働力調査の雇用者数は、振れはあるが4～6月でみると前年比+0.9%としっかりと伸び率を高めている。この0.9%という数字は、2007年10～12月以来の伸びとなっている。いずれにしても、2007年から2008年頃の良好な感じに近づきつつあり、この基本的な背景は、個人消費、建設投資の増加に支えられた非製造業の雇用増加であるとみているが、その中で、足もとでは、これまで弱目に推移してきた製造業で求人が持ち直し始めたことも影響し始めていると思う。そのもとで賃金は、図表31の毎月勤労統計で6月の名目賃金が前年比+0.1%、四半期でみても0.0%と、まだ速報段階なのでどうなるか分からないが、いずれにせよマイナス幅が着実に縮まってきており、下げ止まりつつあるという感じがする。所定内給与については、6月もなお-0.2%と小幅減少であるが、これは趨勢的なパート比率の高まりの影響であり、マイナス幅は縮小傾向にあると思っ

ている。所定外給与はプラスの領域に入りつつある。問題の特別給与だが、夏季賞与の6割を占める6月は+0.4%と若干のプラスとなった。残り3~4割を占める7月をみてみないと確定的なことは言えないが、一頃は多少マイナスが残るのではないかとみていたので上振れ気味のように感じている。

最後、物価について申し上げたい。図表35のCPIは、6月の全国（除く生鮮食品）が前年比+0.4%と昨年2月以来のプラスとなり、2008年11月の+1.0%以来の水準となった。7月の東京は+0.3%と6月の+0.2%からさらに0.1%ポイント改善した。図表40(1)で6月の全国CPIの改善の背景をみると、公共料金が電力を中心に上昇幅を拡大し、財が石油製品を中心にプラスに転化したので、数字上はエネルギー関連の上昇による部分が多い。ただ、細かくみて頂くと、財の中でも耐久消費財、食料工業品などで、消費が堅調な中でコスト高を転嫁する動きがじわっと広がってきていることも影響していると思っている。この点について、図表42(2)の上昇・下落品目比率をみると、一頃下がり気味であったがここ数か月は上昇に転じており、価格の改善に広がり兆しがみられると思っている。7月の東京の動きなども踏まえると、全国の7月は恐らく+0.6%前後まで高まり、8~9月にはさらにそこから若干上昇する可能性が高いと、現時点では思っている。

以上をまとめると、実体経済は、景気は緩やかに回復しつつあるという前月の判断を維持することで良いと思っている。前月も申し上げたとおり、所得から支出へといった前向きな循環は働き始めており、雇用・所得関係をみると、若干前進している感もなくはないが、こうした点をしっかり確認するためには、設備投資や雇用者所得を中心にもう少しデータの蓄積を待ちたいと考えている。また、7月の中間評価時点の想定と比べると、4~6月のGDPは、出てみないと分からないが、内需を中心に若干強めとも思われるが、海外経済のもたつきが続いていることなども踏まえると、現時点では、全体として概ね想定どおりという評価で良いと思っている。一方の物価は、年度後半にかけてプラス幅を次第に拡大していくというこ

とで良いと思う。なお、6月のデータは、われわれの想定の上限位で若干強めであるが、これは振れの大きいテレビの改善が単月で大きかったということであり、実体経済同様、物価についても概ね想定どおりという評価で良いと思っている。以上である。

黒田議長

それでは、何かご質問はあるか。

木内委員

輸出環境と建設について2点質問する。輸出については、四半期ごとに見ると下げ止まって持ち直してきているという方向自体はそうだと思うているが、本行の実質輸出の季調値の数字がやや強いという印象がある。先程中国向けの自動車で落ち込みの反動という説明だったが、そうだと思うが、アジア全般向けの輸出が思ったよりも強く、円安の効果が出ている可能性があると思う。例えば、アジア地域全体では、除く日本で輸出が急激なペースで落ちている。日本だけ非常に特殊なかたちになっていると思うが、これは円安が進んだことの効果が出ているのか。契約通貨建てで見ると、競争力を上げるような価格改定をしているのは自動車位しかみられないような気がするが、アジア向けでは円建ての輸出比率も高いと思うので、そうすると契約通貨建てで値段を下げなくても、現地で販売する時の競争力が自動的に高まっていくということが、他の地域よりもアジアで出やすいのではないか。こういうこともあって、円安の効果は、思ったよりも早めに出てきている可能性があると思っているが、それについては如何か。もう1つは、実質輸出指数自体が少し強めに過剰に出過ぎているという気もしている。例えば、PMIの輸出受注指数は、6、7月と2か月連続で下がっている。これは先行指数なので、足もとの実質値とも考え併せると、疑う訳ではないが実質輸出の季調値はかなり加工度が高い数字なので、四半期で均しても少し強く出過ぎているのではないか。例えば、図表5の実質輸出の前年比で見るともう少しなだらかなので、実質輸出の季調値の前

月比、前期比は1～3月、4～6月辺りで実態よりも強く出ている可能性があるように思っている。

もう1点は、公共投資が足もと非常に伸びており、住宅も伸びているが、非住宅の民間建設が少し落ちてきている。統計の振れも大きいので一時的かもしれないが、例えば、古くは阪神大震災の時をみると、復興関連の公共投資が増加してくる時に、民間建設がクラウドアウトされて落ちるといふ逆の関係が綺麗にみられていた。勿論、住宅建設や企業の工場建設と公共投資の土木工事ではかなり違う面もあると思うが、リソースという点で建設現場で働く人や建設関連資材を考え併せると、消費税の影響もあって住宅や公共投資に向かっているリソースが民間の建設投資から削がれて、ボトルネックというかクラウドアウトが少し出てきている可能性はないのかということが気になっている。

#### 前田調査統計局長

実質輸出で2点あったかと思うが、図表5をご覧頂くと、木内委員ご指摘のとおり、6月の実質輸出は、前月比+2.0%、輸出数量は-0.8%と若干マイナスで、少し乖離しており私自身も少し気になっている。6月は鉱工業の出荷指数も少し下がっているので、実質輸出が6月単月では強めに出了可能性があると思っている。ただ、4～6月でみれば、実質輸出+3.6%、輸出数量も+3.2%とあまり変わらない。実質輸出は、かなり加工度が高いとおっしゃったが、通関輸出と輸出価格指数を使って作成しているが、通関で出荷される際に、その時に使う為替レートとわれわれの輸出物価指数を作る時の為替レートに少しラグがあったりするので、そういう関係もあって、単月では若干の凸凹があるかと思う。ただ、今申し上げたように、4～6月と四半期でみれば輸出数量とあまり変わらないことからみれば、実質輸出自体が非常に強く出過ぎているということではないのではないかと、私自身は思っている。

木内委員

財務省の輸出数量は、生産のようにリーマン・ショックの後の異常値調整のようなことはしていないのか。本行はしていると思うが。

前田調査統計局長

本行はしている。

木内委員

財務省はしていないのか。

前田調査統計局長

図表 5 をご覧頂くと、10～12 月、1～3 月、4～6 月の前期比でみると、実質輸出は－4.2%、＋1.5%、＋3.6%、輸出数量が－4.2%、＋1.1%、＋3.2%とほとんど一緒である。これをみる限りあまり変わらないので、異常値処理の関係で多少の差があるかshれないが、あまり変わらないとみて良いと思っている。数量と実質輸出を比べると、実質輸出は付加価値が増加している分、トレンド的に強い部分があるが、今のところ実質輸出がそれほど歪んでいるとは思っていない。

アジア向け輸出について、円安の効果ではないかというご質問があったが、その面も多少あると思っている。ただ、われわれが分析しても、地域的に円安効果が 1 番出るのは中東——われわれが第三国と呼んでいるところ——で、今アジア向けに回復している最大の理由は、中国向けが一頃落ち過ぎていたところから正常化する過程で戻っていることだと思う。勿論、素材関連で、一部競争力の回復で、アジア全体にみれば多少輸出が増えている部分も、足もとではなくはないが、基本的にはそういった特殊要因がはけていっていることで、アジアが増えていると思っている。

2 点目の建築着工床面積の民間非居住用が落ちているという点であるが、図表 17 をご覧頂くと確かに 4～6 月は少し落ちているが、トレンドが変わったとはまだ判断しきれず、均してみるとまだ増加基調ではないかと

思う。リソース制約という話も聞かなくはないが、あるとすれば、着工はしてもなかなか工事が進まないということは少しずつ起きているかもしれないが、着工ベースで既に現れているかどうかはまだ把握しきれていない。ただ、あり得る話でもあるので、これから注意してみていきたいと思っている。

#### 佐藤委員

私も輸出のデータが強いという印象を持っている。特に中国であるが、中国のPMIをみると、国家统计局のPMIは一応50を超えているが大まかに言えば横ばいできている。それに対して、HSBCベースのPMIはここもと急激に低下しており、水準的には去年のボトム位のところまできている。この数か月で急にこれだけ落ちてきているので、素直に考えれば、昨年と同様、日本から中国向けの輸出に影響が出てきてもおかしくないと思っていたが、去年の日中関係の影響の反動等があった影響が少しみえにくくなっている面はあるのかもしれない。このように、中国のデータの弱さのわりに日本からの輸出が妙に強く見えると思うが、その辺は如何か。

#### 前田調査統計局長

図表7にあるとおり、中国向けについては、1～3月が前期比ほぼゼロのあと4～6月が前期比7%程度増えているが、去年の落ち込みが相当大きかった。2012年7～9月-2.6%、10～12月-9.2%と後半の落ち込みが大きく、1～3月までマイナスが残っていたので、その反動が出ていると考えるのが1番自然だと思う。先程も申し上げたとおり、中国については、基調的な需要の持ち直しがなお確認できないというのが日本企業の声である。昨年、日中関係の悪化の影響で自動車中心に相当落ち込み、自動車が落ち込むと関連して鉄などの輸出も落ちる。今はその反動が出ている局面だと思う。先々本当に増えるかどうかは、中国の景気如何だが、今のところ企業はそこまで自信を持ちきれないということだろうと思う。

白井委員

図表 15 の日本政策投資銀行の設備投資計画調査で、7 月に出た翌年の 2014 年度計画をみると大きなマイナスになっており、通常、翌年度の計画は、マイナスに出て後で修正という傾向があるにしても、-10%程度、製造業で-12%、非製造業で-9%とマイナス幅がかなり大きいような印象を受けるが、この辺はどのようにみているのか。

前田調査統計局長

マイナス幅が少し大きいという感じもするが、この時点での日本政策投資銀行の翌年調査はほとんど当てにならず、カバレッジも高くないので、正直言って、みていない。申し訳ないが、これ以上あまり申し上げることはないが、ほぼ必ず上方修正される。白井委員がおっしゃっているのは、来年は景気が悪くなると思っている企業が結構多いのではないかということか。

白井委員

ヒアリングなどで確認されるような情報はあるのか。

前田調査統計局長

現時点では、来年度慎重にみているという話はあまりない。

亀田調査統計局経済調査課長

年度の数字が高い時に、その翌年度の当初スタートが弱く始まるということはしばしばあるので、カバレッジが低いこの数字でもって、現時点で 2014 年度に設備投資が落ち込むとみるのはまだ早いのではないかと思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

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は新しいデータが出ていないので、図表2のエコノミストのインフレ予想の(2)ESPフォーキャスト調査をみて頂くと、7月調査は6月調査比で上がったり下がったりでほとんど変わらなかった。2013年度が0.36%、2014年度が2.71%、2015年度は特別調査のはずであったが7月も実施されており、0.95%となっている。トレンドでみると、2012年12月調査では、2013年度が0.08%、2014年度が2.31%であったので、ずっと上昇してきている、リバイズアップされてきているという感じだと思う。当然であるが6月CPIの+0.4%をみないで記入しているものなので、来月以降改訂がある可能性はあると思う。図表3の市場のインフレ予想をみて頂くと、今月は若干の上昇となり、これまでの上昇トレンドが続いていると思う。(3)のBEIは、前月会合の7月11日時点が1.235%で、その後17日にボトムを付け1.147%、昨日時点で1.413%ということで、1.2、1.1、1.4と上がったり下がったりしているが、大きなトレンドで言えば上昇傾向がみえると思う。

次に、図表7のテイラー・ルールをみて頂くと、6月のCPIが出て第2四半期のCPIが除く生鮮でちょうど0.0%となった。その結果、テイラー・ルールのマイナス幅も若干縮小してきており、第2四半期は、テイラー・ルール(総合除く生鮮食品)で-1.6%である。第1四半期は-2.0%であったので若干改善している。テイラー・ルールを計算する時の需給ギャップは、第2四半期の数字はまだ出ていないので第1四半期の数字をそのまま使っている。先程の調査統計局の説明のように、この後CPIが上昇幅を拡大していき、潜在成長率を上回る成長が続くということを考えると、ゼロに向かっていき、第3四半期あるいは第4四半期にゼロないし

プラスになっていくという感じである。テイラー・ルールのこの部分だけが政策金利で引締め気味と出てきていたが、ここでも、第3四半期か第4四半期か分からないがその辺りでプラスになっていく計算になる。勿論、予定どおりであればということである。

次に図表8の金利である。長プラは、1.25%、1.30%、1.35%と上がってきており、新聞記事では10年物住宅金利が上がってきていると出ているが、悉皆統計の貸出約定平均金利は、6月には既往ボトムになった。総合の除く交付税特会向けの数字をみて頂くと0.985%と初めて1%を切った。色々な貸出をトータルでみると、上がっているものも勿論あるが、引き続きボトム圏内で、図表9(2)をみて頂いてお分かりのように、貸出全体としては、金利は引き続きボトム圏でさらに下がっている。図表8のCP発行レートは、0.13%の後、0.12%となり、これ自体は小さな動きであるが、スプレッドはa-1格で0.03の後、0.01とスプレッドがほとんどなくなっている。大手家電でスプレッドが高い状態が続いていたが、大分解消してきており、CPの発行環境はさらに改善してきている感じである。

次に、図表12のボリュームであるが、貸出が明日公表されるので明日申し上げたい。国内公募社債、エクイティファイナンスをご覧頂くと、社債は7月7,576億円となり、4~6月が9,000億を超えリーマン・ショック後ピークであったが、7月も引き続き高水準の社債発行が行われ、社債発行環境は引き続き良いと思う。今月やや特筆すべきは、先月若干申し上げたことであるが、株式調達額が7,000億円を超える数字になったことである。大型発行が幾つかあり、食品関係、機械関係、住宅メーカー、航空等かなり幅広い業種に亘っている。中身をみても、図表16(2)の株式調達額をみて頂くと分かりやすいが、2009年頃にどちらかという後ろ向きの財務基盤強化の観点で株式調達がなされたが、それ以来久しぶりに大きな伸びになっている。中身は、後ろ向きのものではなく、能力増強、研究開発、事業拡大のために財務基盤を強化しながら資金調達をするという話が聞かれており、株価が回復してきている中でそのような動きが出てき

ているということかと思う。

最後にマネーであるが、図表 21 で、マネーストックは出ておらず、マネタリーベースだけであるが、7月は先程山岡金融市場局長からも説明があったとおり、前年比で+38%となった。5、6、7月と前年比3割台の増加であったが、この後、予定どおり積み上げていくと、8月以降は4割台になっていき、8、9、10月は4割台位で推移すると予想している。以上である。

黒田議長

ご質問があればお願いします。

木内委員

新しい数字が出た訳ではないが、マネーストックの伸び率が非常に高い状態が続いており、6月のM2は前年比+3.8%であった。色々な経済指標と比べても非常に元気の良い数字だと思う。個人の預金を考えると、所得はそれほど改善していない、消費性向はむしろ上がっている、運用面で多少なりともリスク志向が出てきているということを見ると、個人の預金は、増えているだろうが加速的に増えているようにも思えない。そうすると、企業の寄与度があるのではないかと思うが、企業が収益を上げてそれが配当や投資や賃上げに回されるのではなく預金に滞留しているということになると、数字の評価が景気にとっては必ずしもポジティブではない評価に変わってしまうような感じがするが、企業の寄与はどの程度か。

内田企画局長

図表 23 はM2 をバランスシートで分解したものであるが、この間改善しているのは、マイナスであった民間資金調達要因がプラスになってきている。その内訳が(2)にあるが、社債等も含めて借入がここへきて増えてきている。そういう意味では、個人と法人では法人の寄与は確かに大きく、その背景には裏で借入が起きているので、必ずしも、後ろ向きの感じ

というよりは、借入も増える中でマネーも増えているということだと思う。なお、シフト要因は、図表 23 (1) の「その他要因」のところに入ってくる。いわゆるマネーの外からマネーに入ってくる、例えば投信から預金に入ってくればこういうことが起こる。ただ、これは少しトリッキーであり、「その他要因」は残差で作っているので、民間総資金調達を出してそれをマネーに計算し直す時に、貸出が出れば普通は預金に入る可能性が高いが、預金とマネー以外を同じ比率で分けるという技術的な計算をしており、「その他要因」の中にもそういったものが入っている可能性がある。そういう意味で、民間総資金調達要因はここで出ている以上に効いていると思っている。基本的には、貸出が増え、企業の借入が増え、そのことがマネーの増加に繋がるという普通の評価で良いと思う。ただおっしゃるように、リバランス的に言うと 1 番安全なマネーが増えていることが良いことかどうかという問題はあるので、シフト要因がどの程度あるのかはみていかなければならない。

木内委員

M2 の伸びは、貸出の伸びよりも高い。

内田企画局長

そうである。そういう意味で幾分かそういった要因がある可能性はあると思う。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

今月の月報の概要について、比較表を用いてご説明する。景気の冒頭表現については、「緩やかに回復しつつある」と前月から変わっていない。

現状の次の段落だが、変更点は1か所だけで、海外経済について、前月は「引き続き製造業部門に緩慢な動きもみられているが」としていた部分を、当月は「一部に緩慢な動きもみられているが」としている。これは国際局から説明があったとおり、足もと、製造業関連の指標に一部持ち直しの動きもみられている一方で、地域的に相対的な強弱、ばらつきが残っていることを踏まえた表現の変更である。

先行きについては、変更箇所は1か所のみである。個人消費の先行きのところの背景説明で、前月は「雇用環境の改善にも支えられて」としていた部分を、当月は「雇用・所得環境の改善に支えられて」としている。こちらについては、先行き労働需給面だけではなく、賃金・所得面でも幾ばくかの改善が進むとみられることを踏まえた表現の変更である。

続いて物価面では、国内企業物価については新しい数字は出てないので、変わっていない。消費者物価（除く生鮮食品）は、前月は、現状は「足もとではゼロ%となっている」、先行きは「プラスに転じていくとみられる」としていたところを、6月の除く生鮮の前年比が+0.4%になったことを受けて、今月は、現状を「プラスに転じている」、先行きを「プラス幅を次第に拡大していくとみられる」としている。予想物価上昇率については、前月は「上昇を示唆する指標がみられる」としていたが、当月は「全体として上昇しているとみられる」としている。こちらは、先程内田企画局長から説明があったとおり、予想物価上昇率を表わす指標の多くがやや長めのトレンドとしてみると上昇傾向にあることを踏まえた表現である。

#### 正木企画局政策企画課長

金融面の総括表現については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。以下、変化点を中心にご説明すると、まずマネタリーベースは、前年比の伸び率が6月の36%から7月に38%と伸び率を高めたことを受けて、「3割台半ばの伸び」から「3割台後半の伸び」に変更している。銀行貸出については、5月2.1%、6月2.2%と増えてきているが、7月分の銀行貸出は、明朝公表予定である。ここでは先

月までと同様、「2%程度のプラスで推移している」としているが、公表される数字をもとに必要に応じて適宜修正したい。なお、マネースtock統計については、明後日公表である。従って、今回の月報には間に合わない。次にCPであるが、CPの発行環境については、前月までは社債と併せて、「総じてみれば、良好な状態が続いている」としていたが、今回はCPと社債を書き分けて、CPについては「良好な発行環境が続いている」と「総じてみれば」を削っている。これは先程説明したように、一部電機銘柄についても業況が改善に向かう中で、スプレッドが縮小した状態で安定してきているところを踏まえたものである。なお社債については、前月までの判断を維持している。

最後に、市況だが、前回決定会合の2日目、7月11日時点では日経平均が14,473円、ドル/円相場が99円30銭、10年債利回りが0.815%であった。変化の基準として、慣例で、株価については±500円、ドル/円については±2円、長期金利は±0.1%程度を目安にしているが、長期金利については、前月と同じで宜しいかと思うが、本日、大きく円高・株安が進んでいるので、今この段階での市況を前提にすると、「前月と比べて円の対ドル相場は上昇、株価は下落している」となる。この間、「長期金利は概ね同じ水準」と書くことになるが、明日までの動きを含めて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問あるか。なければ本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。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24分中断、8日9時01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、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からの発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、7月10、11日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは山口俊一副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

最初に金融経済情勢に関する討議を行うが、委員による意見表明に先立ち、執行部より本日公表された7月の貸出預金動向について説明してもらう。

内田企画局長

資料-5(参考計表)【追加】で本日公表された貸出等についてご説明する。図表12の民間部門総資金調達の前年比は、6月の+0.7%から+0.9%へと0.2%ポイント拡大した。2つ要因があり、1つは銀行・信金・外銀計が+1.0%から+1.1%へ0.1%ポイント上がり、社債は+0.2%から+0.3%へ0.1%ポイント上がっており、社債市場および貸出市場それぞれが良好になっていることによるものである。本日、銀行計の貸出平残が出ているが、6月の前年比+2.2%から+2.3%へ0.1%ポイント拡大している。中身としてはこれまでと変わらないが、電力向けに加えM&A等の資金が出ているようである。今回については、通信大手1社の海外M&A向けの資金に対する貸出が出たようである。そのことを反映して、業態別にみると都銀等が+1.6%から+1.8%と伸び率を拡大させた。地銀・地銀

Ⅱについては+2.8%と引き続き高い伸びが継続している。これは昨日既に出ていたが、C P・社債は——これは末残で若干ベースが違う——、社債が+2.7%から+2.4%となっている。先程社債のところでは平残では伸びていると申し上げたが、これは平残と末残の違いによるものであり、前月から末残の段階で高くなっているのが平残でみると6月と7月では7月が高かったことにより、民間部門総資金調達を押し上げたということである。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

石田委員

末残の銀行のローンは昨日出たのか。C P・社債は昨日出たという説明だったが、末残は別途発表するのか。今朝、新聞に出ていた。

内田企画局長

末残は本行のものではなくて全銀協のもので、ベースが若干違う。

石田委員

了解した。

黒田議長

何かほかにご質問はないか。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、森本委員から願います。

森本委員

全体観では執行部の見方に違和感はない。まず、海外経済については、中国など新興国経済の成長ペースがやや鈍化しているが、米国経済が着実

な回復を続ける中、欧州でも底入れを探る動きが広がり始めており、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。

地域別にみると、米国経済は、4～6月期のGDPが市場予想を上回るなど緩やかな回復基調が続いている。7月の非農業部門雇用者数の増加幅は幾分縮小したが、半年程度を均してみると20万人程度の高い水準で増加基調が続いているほか、失業率も就業者数の増加を伴って低下するなど、雇用・所得環境は着実に改善している。加えて、資産価格の上昇もあって、個人消費や住宅投資などの家計支出は堅調に推移している。この間、企業部門では、生産等の持ち直しの動きはなお緩やかなものの、マインド面に改善がみられている。当面は、財政問題の帰趨や金融資本市場の動向とその住宅投資等への影響に注意が必要であるが、家計支出が増加基調をたどれば、企業行動も徐々に前向きに転じていき、経済全体の回復基調を強めていくとみている。

欧州経済は、緩やかな後退が続いているものの、このところ底入れを探る動きが徐々に広がりつつあるように窺われる。製造業では、PMIが2年振りに50を上回り、生産も下げ止まりつつあるほか、個人消費でも消費者信頼感指数は低い水準とはいえ改善の動きが続いている。この間、英国では、最近公表された経済指標の多くが市場予想を上回るなど景気回復が定着しつつあるが、回復力に力強さを欠くもとの、BOEは昨日数値基準を設けたフォワードガイダンスの導入を発表し、利上げ観測の抑制を図っている。欧州経済の先行きは、財政面からの追加的な下押し圧力が弱まるもとの、輸出の持ち直しを起点に景気が底入れしていくと思うが、政治情勢の混乱などをきっかけとする下振れリスクには引き続き注意が必要だと考えている。

新興国経済をみると、中国経済は、政府が成長の質重視を徹底するもとの一頃に比べて低めとなっているが、良好な雇用・所得環境のもと、堅調な個人消費や底堅く推移する固定資産投資などを背景に安定している。経済活動を裏付ける電力生産量をもても、このところ安定して推移している。もっとも、外需に弱さが残るほか、過剰設備の問題も調整途上にあること

に加え、行き過ぎた信用拡大への対応が進められつつある中、社会融資総量も縮小してきており、安定成長を維持できるか不確実な面もある。こうした中、政府は、構造改革を進める姿勢を堅持しつつも、今年の経済成長7.5%程度を達成するために適時適切な微調整を行うことを表明するなど、成長率の下振れ懸念にも配慮する姿勢を示している。この目標を大きく下回っていくことはないと考えている。NIEs・ASEANでは、足もと一部に下方の動きもあるが、前回以降、大きな変化はないので省略する。

この間、国際金融資本市場では、FRBの政策意図に対する理解が徐々に深まる中で、総じて落ち着きを取り戻している。もともと、区々にみると、taperingの開始が迫るとみられるも、先進国には景気回復期待から資金が戻りつつある一方、新興国債券市場からの資金流出は緩やかながらも継続しており、今後も注視が必要である。

次に、わが国経済についてみると、緩やかに回復しつつある。需要項目別にみると、輸出は、米国経済の緩やかな回復や円安効果などを背景に4～6月期に伸び率を高めている。国内需要については、個人消費が、既往の株価上昇や雇用環境の改善などから消費者マインドが改善するもと、引き続き底堅く推移している。所得面では、所定内給与はなおマイナス圏にあるものの、夏季賞与が含まれる6月の特別給与が3年振りに増加に転じ、一人当たり名目賃金全体としても小幅のプラスとなるなど、消費の下支えに寄与していくと考えられる。また、住宅投資や公共投資についても増加傾向が続き、設備投資には持ち直しに向けた動きがみられる。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産は月々の振れを伴いつつも増加している。

先行きは、海外経済の持ち直しに加えて、為替円安の効果がより明確になっていくもとで輸出の増加が続くとみられる。国内需要では、公共投資等で各種経済対策の押し上げ効果が本格化するほか、6月短観に加え政投銀調査でも、製造業、非製造業ともにさらに強めの計画が示されるなど、企業収益の改善により設備投資も増加していくとみられる。また、雇用・所得環境の改善が個人消費を下支えし、住宅投資も増加していくとみられ

るもとで、鉱工業生産は緩やかな増加を続けるとみている。今後、前向きの循環メカニズムが働くもとで、わが国経済は緩やかに回復していくと考えているが、そうした動きが持続的なものかを判断するうえで、設備投資の動向や、今般 2013 年度最低賃金を 2%程度アップする方針が示されたが、これを含め今後の雇用者所得の改善の度合いを十分に見極めていくことが必要だと思う。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、電気代などの公共料金や石油製品の上昇に加えて、食料工業製品の一部で原材料コスト上昇の販売価格への転嫁が進み、6 月にはプラスに転化した。小売段階での価格競争はなお厳しく、今後も価格転嫁が順調に進むか不確実性は高いが、パソコンやバッグ等の輸入品に加え、国内メーカーでも値上げ表明する動きには広がりが見られている。先行きは、景気回復に伴うマクロ的な需給バランスの改善や、期待の転換による中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇し、経済全体がバランス良く持続的に改善するもとで、徐々にプラス幅を拡大し、中間評価の見通しに沿った動きになっていくとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず日本経済から申し上げる。金融経済状況に関しては、基本的に執行部の見解と変わらない。日本の総需要の動きをみると、民間消費は、これまで株高と外貨高の資産効果を主たる要因として増加してきたと思われるが、最近はこれに雇用環境と所得の改善が加わって底堅さを増していると思う。民間企業投資も、企業収益の改善に支えられて企業マインドが改善しているため、予想投資収益率が上昇していると思われる。その一方で、本行の量的・質的金融緩和により予想実質金利が低下しているため、民間企業設備投資は持ち直してきていると思う。2013 年 6 月の短観や日本政

策投資銀行の調査などによると、2013年度の設備投資計画はかなり大きく上方に修正されている。輸出は、米国と中国およびNIEs向けを中心に増加傾向にある。今後、海外経済の持ち直しと実質実効為替相場下落の効果によって、より一層輸出は増加基調をたどると予想している。

一方、消費者物価の前年比は上昇に転じており、食料品とエネルギーを除いたいわゆるコアコアインフレ率も前年比のマイナス幅が縮小している。各種の調査による予想インフレ率も上昇し、BEIも上下に変動はしているが中期的にみると上昇トレンドを維持していると思う。足もとのインフレ率のプラス幅が今後次第に拡大するにつれて、予想インフレ率はさらに上昇していくと見込まれる。こうした予想インフレ率の上昇は、予想実質金利の低下をもたらす、遅れを伴いながら需要の拡大をもたらすと考えられる。以上から、インフレ率は2%の目標に向かって上昇し始める一方で、内需と外需の増加が生産の増加をもたらす、生産の増加が雇用の増加をもたらすという実体経済の好循環が始まったと考えている。

一方、海外経済であるが、欧州経済とアジア経済の弱さや中国の成長鈍化などの下振れリスクはあるが、今後は住宅市場が安定し、消費が堅調な米国経済を中心に緩やかな回復を見込んでいる。

なお、最近の日本の株価とドル/円レートのボラティリティが高まっていることに触れておきたいと思う。このボラティリティの高まりは、米国Fedのtaperingに関する市場の予想が振れ、その予想の振れを原因として投資家のリスクテイクが短期的に大きく変化し、その影響を受けたものと考えている。しかし、米国の量的緩和は出口に向かう一方、日本の量的緩和は入口に入ったばかりであり、その事実を踏まえれば、長期的には、市場が両国の金融政策の方向の違いの理解を深めるにつれて、日本の株価とドル/円レートのボラティリティは安定化に向かうと考えている。

以上から、日本経済の回復に向けたファンダメンタルズは今後一層改善し、量的・質的金融緩和のもとで、予想インフレ率が上昇する一方、予想実質金利が低下することによって、景気回復と2%に向けた緩やかな物価上昇が続くと予想している。従って、今後の金融市場、経済は4月の展望

レポートで示した見通しに概ね沿って推移すると考えている。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

まず、わが国経済の先行きの鍵になる海外経済について述べたいと思う。全体としては徐々に持ち直しに向かっているという基本的な見方は、変えなくて良いと思う。確かに、以前に比べると新興国全体の成長モメンタムが弱まっているが、当面は、相対的に堅調な米国が牽引するかたちで、次第に持ち直していくとみている。

地域別であるが、米国経済については、財政面からの下押し圧力を受けつつも、堅調な民需を背景に緩やかな回復基調が続いていると思う。先日公表されたGDP統計をみると、今年の上半期はフィスカルドラッグの影響もあって、Fedの表現を借りると、modest paceの緩やかな成長にとどまった。しかし、わが国経済にとって重要なのは、今後米国経済の成長率が高まり米国向けの輸出が増加していくかどうかという点である。この点、modest paceであったこの上半期でも、日本からの米国向けの輸出は自動車を中心に堅調に推移してきている。また、この先の米国経済は、財政の下押し圧力が徐々に和らいでくるので、回復テンポを次第に増していくとみて良いのではないかと思う。先行きをみるうえで、私が特に注目しているのは、景気回復の起点となっている住宅市場である。昨日の説明にあったが、米国では住宅ローンの金利上昇は大体1四半期ないし2四半期のラグを伴って住宅着工を下押しする傾向があるので、足もとの金利上昇の今後の影響には一定の警戒を要すると思う。ただ、ケース・シラーなどの価格指数の上昇率が足もとは加速しているようにみえるし、着工件数も増加基調にある。在庫についても、新築、中古住宅だけではなく、差し押さえや延滞90日以上 の物件からなるいわゆる潜在在庫も含めた在庫水準をみると、足もとではピークから約4割減少していることで、このこと

も住宅市場への重石が除去されつつある証左として心強いのではないかと  
思う。以上の点からみて、米国の金利水準あるいはボラティリティの急  
騰がなければということになるが、住宅市場は回復を続けるとみて良いの  
ではないかと思う。従って、全体としては米国の 2013 年暦年の成長率の  
仕上がりは、従来予想から下振れる可能性が高いと思うが、日本からの輸  
出という観点からは、これまでの見方を変える必要はないと思っている。

次に欧州であるが、引き続き緩やかに後退している中で底入れを探る動  
きもみられていると思うが、欧州債務問題の根本的な解決への道のりはま  
だ遠いような気がしており、特にギリシャについて気になっている。昨日  
の国際局長の説明にもあったが、IMF の試算によると、ギリシャは財政  
再建の目標を緩めない限り、2014 年にはまた 44 億ユーロのファイナンシ  
ングギャップが生じる。つまり、構造改革が所期の効果を上げず、追加支  
援が必要になるという構図が繰り返される中で、ECB などが保有するギ  
リシャ債の元本削減、OSI といったことも、いよいよ視野に入ってくる。  
そうなると、市場の動揺が再燃し ECB が買っている時間では間に合わな  
くなるリスクがあると思う。

中国経済であるが、シャドバンキングや製造業の過剰設備問題が懸念  
されているほか、以前と比べれば成長率が低下しているため、このところ  
暗いトーンで語られることも多いようである。それらは確かにリスク要因  
ではあると思うが、そもそも成長率の低下は、高成長から質的成長への移  
行を目指す政策当局の意図に沿ったものであると思う。また、中国政府自  
身、2013 年下期の経済政策方針において、7.5%という今年の成長目標を  
達成する方針を再確認しているし、景気下振れに対しては必要な対応を採  
ると表明している。因みに、第 12 次 5 年計画で掲げられている、2020  
年までに 2010 年比 GDP を 2 倍にするためには、毎年約 7% の成長が必要  
になる。そういうことからみても、7% がいわば絶対的下限、「底線」と  
なると思われる。政策対応余力という面では、中国は、住宅バブルへの警  
戒があるので金融政策の緩和余地は限られると思うが、財政の発動余地、  
つまりフィスカルスペースが残っている。以上の点からみて、当面は、中

国は6%台への成長率低下といった大きな下振れリスクはかなり小さいとみて良いのではないかと思う。従って、全体としてみて、世界経済にとっての下振れリスクの火種は、依然欧州にあると思う。

わが国経済であるが、足もと、「緩やかに回復しつつある」という先月の判断を維持することで良いと思う。今後、「緩やかに回復している」へと判断を進めるには、所得から支出への前向きな循環メカニズムが働いていることをもう少し確認したい。この点、家計部門では賃金の増加、企業部門では設備投資の増加がポイントになると思う。このうち賃金については、6月の特別給与が3年振りにプラスになるなど、改善に向かう兆しが見られていることは心強い。今後、夏季賞与の増加をしっかりと確認するとともに、先々は来春のベアの実施に注目したい。企業の設備投資については、前回会合以降、新たなデータがないため、今後公表される法人季報、機械受注でその動向を確認していきたい。

最後に物価である。消費者物価の前年比上昇率は、6月に0.4%のプラスに転じている。電気代、石油製品などのエネルギー関連の押し上げだけではなく、個人消費が底堅く推移するもとの幅広い品目に改善の動きがみられている。この点は、昨日、前田調査統計局長から説明のあった物価の上昇・下落品目比率が上昇していることにも表われていると思う。先行きも、需給バランスが改善していくもとの、前年比プラス幅は次第に拡大していくとみている。予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみている。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、わが国経済については回復しつつある状態が続いており、特に内需は堅調で、個人消費、住宅投資、公共投資は底堅く推移している。鉱工業生産については、6月に前月比で下落したが、先行きは増加が見込

まれている。また、リスク性資産へのポートフォリオバランスについては、多くの金融機関や機関投資家の間ではまだ様子見姿勢がみられるが、個人投資家については、7月下旬には投信とともに株式が買越しに転じている。不動産市場でも主要都市では地価が上昇へ転換しており、好調なマンション販売、平均分譲価格の上昇、オフィスの空室率や賃料の改善など広範囲に改善の兆しがみられる。全体として、金融緩和の効果が現れ始めており、この動きは今後も続くことが見込まれるので、景気の現状、先行きについては執行部の判断で良いと思う。

もつとも、先行きの不確実性として次の2点に注目している。第1に、米国FRBによる金融緩和縮小観測に関連して、中長期金利の変動が大きくなり得る点を懸念している。7月雇用統計からも明らかのように労働参加率は低水準にとどまっているため、失業率が改善しても労働市場の回復は緩慢である。それでも現時点では資産買入額縮小が9月に始まると予想する市場参加者が依然として多いことから、今後は、買入額縮小ペースやその後の政策金利引き上げタイミング等の観測を巡って、流動性プレミアムの変動の拡大から国債市場が不安定化する可能性がある。また、金利上昇ピッチが加速すると、現在でも伸び悩む新規住宅ローンの組成を抑制し、住宅市場の改善を遅らせ、さらに資金調達が現在も困難な中小企業の活動を阻害し、景気や雇用の回復を遅らせるリスクが懸念される。

第2に、円安等で大企業を中心に企業収益は改善しているものの、わが国の製造業における鉱工業生産と設備投資の回復力の弱さを幾分懸念している。特に中小企業では、急速な投入価格の高騰で利益マージンが悪化しており、先行きも悪化が見込まれている。この状態を打開するには、輸出数量の大幅な回復が必要であるが、米国やドイツなどと比べてわが国の輸出回復力が弱く、その弱さの原因が、わが国が競争力を有する資本財等の輸出財に対する外需が回復するまでの一時的な要因なのか、あるいは生産拠点のシフトや競争力の低下等の構造的な要因なのか見極めたいと考えている。後者である場合には、製造業部門の需給ギャップが解消しにくく、稼働率の緩慢な回復のために中小企業を中心に実際の設備投資が然程

伸びない可能性を意識している。

次に、物価の動向については、6月の消費者物価が前年比上昇に転じており、エネルギー価格の上昇が主因とはいえ、幅広い項目で改善の動きがみられる。また、家電量販店での値引き販売の減少、外食産業における客単価の引き上げ戦略、実質平均購入単価の上昇、コアCPIと同時相関性が高い非製造業の販売価格DIの上昇など、少しずつであるが前向きの価格行動もみられる。また、物価の継続的上昇には賃金の上昇を伴うことが重要なのは言うまでもない。この点、所定内給与の下落傾向から賃金の伸び悩みを指摘する声があるが、マクロ的数字をもとに賃金の改善度合いを判断することには注意が必要である。例えば、所定内給与を構成要因に分けると、パートタイム労働者の時間当たり賃金は上昇傾向にあり、一般労働者の一人当たり賃金も足もとでは上昇している。従って、所定内給与の減少の原因は賃金というよりもパート比率の趨勢的な上昇にある。パート比率の上昇には、一般労働者による定年後から厚生年金受給開始年齢までの非正規労働者としての労働市場への参加といったシフト要因のほか、製造業から生産性の低いサービス産業への転換、配偶者控除問題、時間的・体力的制約から非正規雇用を希望する女性や高齢者による労働参加の増加といった要因も反映している。所定内給与が、こうした経済、労働市場の構造的変化も反映して減少している場合、その減少をもって金融緩和効果が乏しいと判断するのは適切ではない可能性がある。今後は、賃金動向について丁寧な説明が求められると思うので、可能であれば、執行部は詳細な分析を進めて頂ければ幸いである。いずれにせよ、労働需給のタイト感が強まる中で経済成長が継続すれば、パートおよび一般の労働者の賃金はともに緩やかに改善する傾向が続くとみている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

## 宮尾委員

前回会合で中間評価を行ったが、それ以降、海外経済、日本経済とも、基本的にメインシナリオに沿った改善方向の動きを続けているとみている。まず、海外経済の全体観であるが、米国の回復の堅調さが一段と増す中で、欧州でも改善を示す動きが増え、中国も安定した成長が維持されていることから、先進国の製造業の改善と輸出の持ち直しの動きが進む中で、海外経済は全体として持ち直しに向けた歩みを着実に進めており、海外経済に含まれる下方リスクは徐々に抑制されてきているとみている。

個別の経済については、欧州経済は、緩やかな後退は続いているものの、下げ止まりないしは持ち直しへ向かう動きが増え始めている。具体的には、米国やアジア等の需要の持ち直しを映じて、輸出、生産が底を打ち、個人消費も水準こそ低いものの増加に転じ始めたこと、また4～6月期の上場企業の企業収益が持ち直し株価も上昇したことなどを指摘することができる。もとより、財政緊縮や設備投資の低迷、あるいは政治情勢など、欧州経済を巡るリスクはなお下方に厚いとみられるが、以上申し上げたような持ち直しの動きを踏まえると、下振れリスクは徐々にではあるが縮小してきているとみている。

次に、米国経済であるが、堅調な民需を背景に、緩やかな回復を続けており、底堅さが一段と増してきているとみている。家計部門については、雇用・所得環境が着実に改善する中で、個人消費、自動車販売、住宅投資などで持ち直し、ないしは増加基調が続いている。企業部門についても、7月のISM製造業、非製造業指数が力強く上昇する中で、輸出、設備投資とも持ち直しており、全体として底堅さが増してきている。米国経済の自律回復のメカニズムは着実に強まってきているように窺われる。また先行きについても、財政面からの下押し圧力が弱まっていくとみられるため、年後半にかけて成長率は明確に高まっていくとみている。

次に、アジア新興国、中国経済であるが、堅調な内需を背景に、安定した成長を続けている。前回の中間評価において、中国経済の成長見通しを若干引き下げたため、その分下方リスクを縮小させたが、この間、中国政

府は、年間目標の7.5%成長は確保する姿勢を打ち出している。この動きは、景気の下振れリスクをさらに抑制する方向に働くとみている。従って、先行きも、7%台の安定した成長が維持される可能性が高いと考えている。NIEs・ASEAN諸国については、国によるばらつきはあるものの、全体として持ち直しに向かうとの基調判断に変化はない。

以上申し上げたうえで、わが国経済である。わが国経済は、以下に示すとおり、輸出、生産、個人消費、雇用、所得など、改善の裾野を広げながら緩やかな回復へ向かう動きが続いていると言えらると思う。以下、特徴点をピックアップすると、まず輸出であるが、先進国の持ち直しや為替円安、中国向け輸出の反動増などもあり、2四半期連続のプラスとなった。自動車関連のみならず資本財や部品にも改善がみられ、米国、アジア向けを中心に緩やかに増加している。設備投資に関しては、企業収益が上振れる中で、企業マインドの改善傾向が続き、機械受注も増加に転じた。また、日本政策投資銀行の調査による設備投資計画も意欲的なものとなっている。他方で、一致指標である資本財総供給は一進一退の動きを続けており、来月公表予定の基準改定後の資本財総供給データなどを確認して、改めて判断したいと思う。個人消費については、引き続き反動減がみられず堅調な伸びを維持している。雇用・所得環境については、失業率、新規求人、有効求人倍率、雇用者数などで改善傾向がより明確となり、賃金動向も夏のボーナスが改善するなど、持ち直しの動きがみられている。消費者物価についても、想定どおりの改善を示している。

以上をまとめると、個人消費主導の改善に輸出の持ち直しが加わり、輸出、生産、所得、支出の回復メカニズムがよりしっかりと働いてきていると考える。データを素直にみれば、時間の経過とともに、景気判断は前進してきているように思われる。先行きについても、メインシナリオに沿って、緩やかに回復していくという見方に変わりはない。

今後の回復のモメンタムに関わるポイントの1つとして、堅調な個人消費の持続性について、少し付言しておきたい。個人消費は、震災後のペントアップ需要の立ち上がりを契機として、過去1年半ほど、一貫して見通

し対比、上振れて推移してきた。この間、消費好調の要因としては、株高等を背景とした消費者マインドの改善、シニア層・富裕層の旺盛な消費意欲などが挙げられてきた。しかし、この間の上振れ基調の継続や、年代別にみると20代、30代といった若い世代でも消費の好調さが窺われることなどを勘案すると、よりファンダメンタルな要因である恒常的な雇用・所得見通しによって説明される可能性が高いのではないかと、私自身考え始めている。実際、GDP統計の消費支出をグラフに描くと、1994年のデータ開始から直近まで、トレンド線に沿ったかたちで、当然リーマン・ショックや震災などによる一時的な落ち込みがある訳だが、それを復元するかたちで、1%を若干下回る伸び率で安定した増加基調を続けている姿がみと取れる。つまり、変動する所得ないしGDPの動きを平準化するかたちで、消費は基調としてスムーズに増加し続けている。これは、将来の成長期待、雇用所得の安定した持続期待を前提に、恒常的な所得見通しによって消費が説明されるという見方、いわゆる恒常所得仮説であるが、その考え方と基本的に整合的であるとみている。この見方を若干敷衍すると、リーマン・ショックや震災を経ても、家計部門が認識する中長期的な成長見通し、あるいは雇用・所得見通しはこれまでのところ維持されており、また今般先行きに対する不確実性が抑制されてきたことも相俟って、この間の消費は、一時的に落ち込んだ後も従来のトレンドに復するかたちで着実に増加してきたと解釈できる。仮にそうだとすると、今後も安定した見通しが崩れない限り、消費の好調さは続く可能性があると考えている。また、個人消費の好調さが続けば、非製造業、サービス業など国内で幅広く売上が増加することとなり、物価動向にも追加的なプラスの影響を及ぼす可能性がある。つまり、企業サイドで、価格戦略を見直しコスト増を販売価格に転嫁する、さらなる値下げを回避する、高付加価値品を投入するといった動きが進むかもしれない。その結果、財・サービス価格には実力ベースでよりしっかりと上昇圧力がかかる可能性もあると考えている。長くなってしまったが、以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国の景気の現状であるが、このところ発表された諸指標をみると、引き続き4月展望レポートの見通しのシナリオに沿ったものと判断している。生産の6月速報は弱かったものの、7月以降持ち直しが見込まれている。6月の有効求人倍率が0.92倍へと引き続き改善したほか、失業率が4年8か月振りに3%台へ低下し、6月のボーナスも僅かながら前年比プラスとなっており、雇用・所得環境も引き続き改善がみられる。物価についても、6月の除く生鮮で+0.4%となり、これまで想定していたコースに乗っていると思う。

景気の先行きについては、海外の状況に変化がなければ基本的に展望レポートのシナリオどおり、緩やかな回復経路に復していくとみている。その観点から海外をみると、基本的には前回の見方と同じであるが、欧州に種々底打ちの心配が出てきているものの、比較的好調な米国を除けば、新興国・資源国については、中国を中心に総じて勢いを欠く状態が続いている。新興国・資源国については、貿易面で中国の減速に大きな影響を被っている中で、金融面でFedのtaperingの影響を懸念していたが、この1か月で、経常収支黒字国には特に問題は出ていないが、ブラジル、インド、インドネシア等の赤字国については引き続き注意を要すると思う。中国については、種々心配のあるところであるが、独自の国家体制を採っており、財政面でもまだ余裕があることから、長期的にはともかく、当面はソフトランディングしていくものとみている。

今後のポイントは、米国の回復が、中国を始めとする新興国・資源国の景気を引っ張っていくことになるのか、それとも新興国・資源国の減速が米国の足を引っ張るのかということになる。私は従来より、米国については強気な見方をしてきたおり、現在も基本的には変わっていないが、同国について若干気になっているところを2点申し上げる。1つは住宅部門で

ある。5月より長期金利が上昇し住宅ローン金利が大きく上がり、住宅ローンの申請件数が明確に落ちてきている。6月の住宅着工も2012年8月以来の低い水準まで落ち込んだほか、7月は建設業の雇用者数が6,000人減っている。こうした動きは一時的かもしれないが、一方で、足もとの住宅所有率、ホーム・オーナーシップ・レートが65.1%と1995年以来の低い水準まで落ちてきているほか、貸家の空室率は、大手ファンド等の投資家の参入により供給が増えているにもかかわらず8.2%と2001年以来の低い水準となっている。こうした一つ一つの動きをみていくと、これまでみていた以上に、金融機関の貸付基準等の制約から一般の米国人が持ち家を手に入れるのがまだまだ困難な状況が続いているとも考えられる。今後さらに金利が上がっていく可能性があるもとで、自動車と並んで米国の成長エンジンとしてみてきた住宅部門について、潜在的な問題が存在しているのかもしれない。

もう1つは、search for yield の状況である。5月、6月と tapering の恐れから各種アセットクラスの価格調整が起きたが、Fedの各層からのその後の dovish な発言を受け、市場は再度安心し、search for yield の動きが再び強まっているとみている。2月にスタイン理事がセントルイスで「Overheating in Credit Markets」と題するスピーチを行い、金融市場の過熱に対して警告を発してから6か月が経過しているが、この間に金融市場の状況はさらにヒートアップしている。このところ銀行の資本市場業務について種々の規制が導入されており、マーケットメイキングやプロップトレーディングが従来のようなキャパシティを持てなくなる方向にある。次回、金融商品価格のコレクションが起きれば、タイトな流動性のもとでさらに厳しいものとなる可能性があり、われわれにとっても影響が大きくなる可能性があることには注意が必要だと思う。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

## 佐藤委員

景気の現状判断および先行きについては、概ね執行部報告どおりで良いと思う。国内景気の現状判断については、「緩やかに回復しつつある」という先月の判断をさらに一歩進める考え方もあるかと思うが、そのためには生産・所得・支出の前向きの循環の持続性をもう少しハードデータで確認しておく必要があるように思われる。その点、前回会合である委員から指摘があったように、企業部門では設備投資は持ち直しといっても今のところ計画値やD Iといったソフトデータの改善が多いため、ハードデータの改善を4~6月期GDPなどで確認しておくことも1つの考え方と思われるし、家計部門も所得環境の改善をせめて夏季賞与の動向により見極めてからでも、判断引き上げは遅くないように思われる。

そのうえで内外経済について問題意識を4点申し上げたいと思う。1点目は、このところの中国経済の足取りの弱さと日本の生産、輸出の関係である。中国の経済指標をみると、国家统计局ベースのPMIが50近辺で横ばい圏内であるのに対し、沿海部の企業のウェイトが高いとされるHSBCベースのPMIは低下基調にあり、直近は50を大きく割り込み、昨夏のボトム近くまで下がっている。一方、日本の対中輸出は足もと持ち直し、製造業の目先の生産計画も概ね堅調を維持している。昨年は夏場にかけて中国の減速問題がクローズアップされる中で、日中関係の影響もあり日本の製造業が生産水準を比較的急速に切り下げるといえば需要の逃げ水現象が生じた訳であるが、今年も程度は小さくても昨年と似たような状況とならないかどうか、若干の警戒感を持って見守っている。ただし、対米輸出については、自動車中心に好調で資本財輸出にも広がりが出てきており、対中輸出が仮に目先水準を切り下げる事態となっても、対米輸出でそれを補填することは可能とみており、製造業全般への影響は限定的と考える。

2点目は、新興市場国からの資金流出の実体経済への影響についてである。Fedの出口戦略に伴い、5月下旬以降、新興市場中心にリスク回避の動きが強まり、大規模かつ広範な資金流出で新興市場国の通貨および株

価に相応の影響が生じた。こうした金融市場の影響が实体经济に及ぶにはタイムラグがあり、今のところ資金流出の最も激しかった中南米でも物価以外のハードデータに目立った変化は出ていないようだが、今後の資金フローおよび経済指標を注視し、予期せざるテールリスクが顕現化しないかどうか見守る必要があると思う。

3点目は、世界的なディスインフレ傾向についてである。このところのディスインフレ傾向を、短期的な振れとみるのか、基調の変化とみるのかで、先行きの内外の金融政策へのインプリケーションは変わってくる。とりわけ、Fedが出口に関するコミュニケーションを最近開始した米国で、直近4~6月期の個人消費デフレーターが総合、コアともに前期比、前年比とも伸び率が趨勢的に低下している点は、今後の出口戦略の成否に関わるため注目している。NIPA統計の包括的改訂に伴いCPIとの乖離は縮小したが、両者ともに伸び率は低下トレンドにある。こうしたインフレの低下に伴い短期のインフレ予想も低下傾向にあり、直近7月のブルーチップによるコンセンサス調査では、2013年の予想インフレ率は1.5%となっている。中長期の予想インフレ率はアンカーされていると言われるが、短期の予想インフレ率が低下する中で中長期の予想インフレ率も低下し、それが現実のインフレ率にフィードバックされていくという、最近まで日本でみられた悪循環に米国経済が陥らないかどうかを注視している。

4点目は、日本の物価の先行きについてである。昨日の調査統計局の説明では、消費者物価コアの前年比は目先プラス幅を拡大し、年度後半には1%を目指すということであるが、その蓋然性についてはやや懐疑的にみている。足もとの消費者物価コアの上昇は、ガソリン等エネルギー価格の前年の裏が出たことに加え、今春からの電力料金の値上げによるところが大きい。こうした要因は、資源価格がさらに上昇したり円安が進まない限り、年度後半以降は前年の裏が逆に出て物価の伸びを抑える方向に働くとされる。また、調査統計局の説明では、傷害保険料の値上げを物価が1%に達する1つの根拠として挙げているが、仮に所得環境が顕著に改善せず、一部の品目に偏った物価上昇しか観察されないということであれば、それ

は典型的な部分均衡論である。夏場に向けて消費者物価コアの前年比プラス幅は執行部報告どおり幾分拡大すると思うが、グローバルなディスインフレ傾向のもとで、日本の物価が日本独自の要因で1%に向けてプラス幅が拡大し続けるかどうかは、依然予断を許さないと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

経済の方向性については、国、地域ごとにばらつきが目立っている。日本経済は総じて改善傾向をたどっている。欧州経済には、漸く安定化の兆しがみられ始めている。他方、中国経済は減速傾向が続いているようにみえる。米国経済は改善傾向にはあるが、ただ、年後半に成長率が大きく高まるという従来の平均的な見通しの実現可能性は、やや低下してきたように思う。全体としてみた場合、それぞれの地域が抱える構造的な問題と、5月、6月の金融市場動揺の影響、そして足もとの原油価格上昇の影響などが複合され、当面の世界経済を一時的に軟化させることが見込まれる。

米国では、長期金利急騰の影響、足もとの原油価格上昇の影響から、家計の支出が目先やや軟調を示すことが予想される。実際、6月の小売売上は弱めに振れた。また、住宅ローン申請件数の新規借入れ指数は、6月下旬以降、ほぼ一貫して下落基調を続けており、この先住宅投資の鈍化に繋がることが予想される。財政緊縮にもかかわらず、米国経済が年初来、予想以上の底堅さをみせた背景には、長期金利の歴史的な低水準とガソリン価格の下落といった一時的な要因に助けられた面もあり、米国経済の基調的な強さがやや過大評価されてきたようにも思う。年末にかけての米国の成長率は、緩やかな加速にとどまると考えている。

最も下方リスクが大きいと感じているのは、中国経済とその影響を強く受ける日本以外のアジア地域の経済である。住宅市場の過熱、過剰設備、信用膨張など中長期的に経済の安定を脅かしかねない構造問題への対応

を最優先する姿勢をみせていた中国政府は、金融市場の動揺や経済の下振れリスクの高まりを受けて、足もとでは経済の安定にやや配慮する方向へと政策を微調整し始めている。報道によれば、中小企業への減税措置などの対策が打ち出される模様である。しかし、こうした政策は、短期的な景気浮揚効果よりも、アナウンスメント効果を通じた景況感の改善などを意識した面もあるように感じられ、構造改革と短期的な景気浮揚策のバランスを上手く取ることは簡単ではないと思う。従って、当面はこうした政策にもかかわらず景気の下方リスクはなお強いと予想される。

国内経済は、順調な改善傾向を続けている。円安・株高進行に刺激された輸出および個人消費の改善は、緩やかながらも雇用増加率の高まりや設備投資の底打ちなどへと広がりを見せ始めている。しかし、より限界的な経済の動きに注目した場合、今まで景気、物価の強い牽引役を果たしてきた円安・株高の効果には、やや鈍化の兆しもみられ始めたように感じられる。4～6月期の家計調査統計は、年初に大きく盛り上がった消費が、足もとで勢いを落としている可能性を示唆している。この間、消費性向の対前年同月差は大幅プラスからマイナスへと一気に転じており、所得環境の改善が遅れる中で株高の資産効果、価格上昇前の駆け込みなどによる消費刺激の効果がやや薄れ始めた可能性が示唆されている。また、日本のPMI製造業指数で輸出の先行指標となる輸出受注指数が、6、7月と2か月連続で低下した点も気掛かりである。

次に物価動向であるが、6月の全国消費者物価は生鮮食品を除くコアで前年比+0.4%と事前予想をやや上回り、14か月振りに上昇した。ただし、宿泊料上昇など一部には需要増加を背景にした価格上昇傾向がみられるものの、価格上昇の大半は円安やエネルギー価格上昇などによるコストプッシュ型の性格が依然強いと感じている。基調的かつ限界的な物価の動きをみるために、食料・エネルギーを除く指数、いわゆるコアコア指数のさらに季節調整済前月比に注目してみると、6月全国は前月比-0.1%と4か月振りに下落、7月の東京都区部でも-0.1%と7か月振りに下落に転じている。これは急速な円安進行などを背景とした価格引き上げの動きが、

多少なりとも弱まり始めた可能性を示唆していると考えられなくもない。この場合、次回発表の7月分までのコア指数は前年のエネルギー価格の下落の影響、そして足もとのガソリン価格の上昇などから前年比上昇率が顕著に高まることが予想されるが、それ以降は上昇率の改善は頭打ち傾向を示すと予想される。

最後に、物価の基調に大きな影響を与える基本給の動きについては、最新6月の所定内賃金でみても依然として前年比で下落を続けており、改善傾向は未だみられていない。一時金の引き上げを実施した大手企業も、固定費の性格が強い所定内賃金の引き上げには依然慎重と見受けられる。今後政府の要請などに応えるかたちで、大手企業の一部では一時金にとどまらず基本給の引き上げを実施するところが出てきてメディアなどで注目されていくかもしれない。しかし、賃金全体の方向性を大きく決めていくのは中小企業であり、それらが同様の対応を取るといった可能性は相対的に低いと感じている。企業が基本給も含めて賃金を積極的に引き上げていくまでには、なお一段の労働需給の改善などが必要と考えられる。以上である。

#### 黒田議長

前回の会合以降の経済・物価情勢についての委員方の意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、米国において民需が非常に堅調に推移しており、いわゆるフィスカルドラッグも段々弱まっていくことで、比較的好調さが続くという見方が多かったと思う。欧州でも底打ちの兆しが見られるのではないかということで、海外経済全体としては徐々に持ち直しに向かっているという意見でほとんど一致していたと思う。ただ、その中でも幾つかの点が指摘され、例えば米国については、住宅市場が今後どのように展開していくのか、金利が上がっていく一方で需要は比較的強いようにみられるがこの辺りをどのようにみるか、財政面からの下押し圧力が今後どのように実際に減っていくのか、欧州については、ギリシャなど債務問題の今後の展開がまだ明らかでないということが指摘された。新興

国・資源国についても色々な意見があったが、特に中国については、比較的安定的な状況であるという指摘があったと思うが、他方でインド、ブラジル、インドネシア等他の新興国・資源国については、色々なばらつき、不確実な要素がみられるということが指摘されたと思う。

国際金融資本市場の動向に関しては、米国経済の回復のペースと Fed による tapering の国際金融資本市場への影響についての不確実性などが指摘されたと思う。総じて言うと、先程申し上げたように、全体として海外経済は徐々に持ち直しに向かっているという意見でほぼ一致していたと思うが、様々な不確実性や、地域や業種によるばらつきといった点が指摘されたと思う。

わが国経済については、国内需要の底堅さに加えて、輸出の持ち直しも加わって、経済活動が緩やかに高まっていると考えられるが、こうした中で、所得から支出へという前向きの循環メカニズムが徐々に次第に働き始めているのではないかということであったと思う。ただ、家計部門については、夏季賞与の増加が確認されて、今後、雇用の改善だけではなく、雇用者所得、特に所定内賃金がどうなっていくのか、あるいは夏季賞与全体が一体どの程度増加するのか、さらに企業部門については、企業収益が改善する中で設備投資の持ち直しが計画では非常にはっきりしているが、資本財総供給などのハードデータで明確になっていくかどうかについて、多くの委員が注視しており、確認していく必要があるということも指摘されていたと思う。従って、景気の総括判断としては、先月同様、「緩やかに回復しつつある」ということが適当ではないかということで、委員方の意見は一致していたと思う。また先行きについても、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に緩やかに回復していくという意見が多かったように思う。

物価面については、様々なご意見があったと思うが、足もとで生鮮食品を除く消費者物価の前年比が+0.4%となった訳であり、また先行きについても、プラス幅が次第に拡大していくという意見があったと思うが、他方で、足もとエネルギー関係の押し上げの要素が大きいので、この調子で

ずっと先行きさらに上がっていくとみて良いのか、それとも現在みられつつある幅広い品目での改善の動きがさらに広がっていき順調に物価上昇率が上昇していくのかについては、ニュアンスの違い、意見の違いがあったように思われる。

もし、追加的なご意見として特に夏季賞与の評価、その先の所定内賃金の動向についての見通し、さらにはそういうものを加えたうえでの物価上昇の今後の動向について、さらに何かご意見があったら、お願いします。

#### 白井委員

先程宮尾委員が非常に面白い分析をされていたが、もう少し教えて欲しい。恒常所得が上昇する見通しがあり、それで消費もわりと堅調にいきそうであるとの分析であったと思うが、恒常所得は何を使ったのか。もし所定内給与だとすると、先程申し上げたようにパート比率が大きくマイナスが暫く続くので、何らかのコントロールをしないと難しいと思う。もう1つは、わが国ではこれから65歳以上の方がどんどん増えていき、65歳以上の方々の世帯の消費はそれ以外の世帯よりも低いが、彼らには貯蓄が多い。特に、高齢の方の場合はいわゆる longevity リスク、長生きリスクというものがあり、将来不安があって貯蓄しているので、例えば、年金や財政の不安が取り除かれる中で、成長や雇用だけではなくそういうものがあるって消費が増えていくと思うので、そのような構造的な改革も必要であると思う。その辺のところを分析結果から教えて頂きたい。

#### 中曾副総裁

恒常所得仮説に基づく見方は面白いと思ったが、その場合に、例えば、1990年代の銀行危機やデフレマインドが定着していく時は、恒常所得仮説的に考えると、恒常所得は落ちていった、あるいは伸び悩んでいったので、消費にとってはマイナスだったのではないかと思う。宮尾委員の分析では、どこかで恒常所得の見方に関する変曲点のようなものがあったのか。その辺もお聞かせ頂ければと思う。

## 宮尾委員

この恒常所得仮説による分析はまだ仮説の域であり、私も最終的な結論を出している訳ではない。白井委員からご質問のあった恒常所得を何で計るのかという点だが、恒常所得仮説とは、家計が恒常的に自分の先行きの生涯所得、あるいは日本経済全体の所得を予想し、その平均的な所得の一定の比率で安定的に消費していくという考え方であるので、おっしゃった所定内給与であるとか、雇用者報酬——雇用者報酬は所得の代理変数で、調査統計局の分析でも長期均衡の 1 つの重要な説明要因として雇用者報酬を使っているが——と金融資産をメインの説明変数として消費関数の長期均衡を推計しても、推計値がずっと下振れる、実績値が上振れてしまい、これは何だろうとずっと考えてきた。恒常所得の概念をもう少しブロードに捉え、潜在成長率や労働生産性など中長期的な日本経済の実力自体が下がっていれば全体が下がるが、どうも下がっていないように窺われる。リーマン・ショックがあり、震災があり、その前の金融危機があっても、労働生産性の伸び率が大体 1%程度、消費の伸び率も一時的に落ち込むが大体 0.9%、1%弱と、ほぼマッチしている。労働生産性が今後も 1%程度で伸びる、潜在成長率が 1%程度で伸びるという見方が崩れなければ、消費は、多少一時的な落ち込みはあっても、安定して伸びるのではないかと考えられる。

若い世代は所得が少ないが、20代、30代もこの1年半位は結構堅調に消費支出を増やしている。例えば、親世代から貯蓄を前借りするなど世帯内で融通しあってスムージングし、足もとの自分の賃金がまだ低くても長い見通しがある程度堅調である、あるいはパートの方も本来雇用不安があるはずだが、これだけ非製造業やサービス業の需給がタイトになる中で、先行きの雇用が安定するのではないかという見通しに立って、足もとの賃金も徐々に上がってきている訳である。そういった先行きの前向きな見通しが、今のところ維持されているのでないか。それが堅調な消費の動きに繋がっているのではないか。先行きの安定した雇用・所得は、先程申し上げ

げた生産性の維持が崩れれば、ストーリーが全く変わってしまう。ただ、震災を経験し、リーマン・ショックを経験し、金融危機も経験して、ずっと維持されている。結局、日本経済は膨大な貯蓄があるので、その貯蓄を上手くスージングに使って、消費を平準化させるかたちで日本経済の根底の支出を支えているのではないかという見方に立つと、暫くは消費の堅調さが幅広く続く可能性があるのではないかということである。

白井委員

面白い分析だと思う。

木内委員

日本で消費が安定しているということは、あまり目新しい話ではない。足もと、高額商品が伸びており、生活必需品などの消費は概して弱いのが、先程説明された消費関数で、所得要因の説明力が高いのは生活必需品であるということを考えると、足もとの予想外の消費の強さが、所得要因の過小評価によるものであるということには若干違和感がある。やはり色々な期待や資産価格の動きが、足もとの消費にかなり影響を与えているように思う。

宮尾委員

高額商品の話は、私も否定しない。そういう動きも議論されてきたが、こういう要因もあるのではないかということで申し上げた。もし、そういう話であると、物価への影響については、仮に、賃金の立ち上がりが若干遅れても、恒常的な所得見通しが前提であれば、幅広く消費が維持され、売上が維持され、そうすると価格引き下げ競争ばかりでなく、もう少し安心して価格転嫁するということのように価格に対して前向きな動きが徐々に広がるという見方も、可能性としてはあるのではないか。私自身も、財・サービスのコアコアの物価動向の先行きに懸念を持ち続けているが、一方で、今後も幅広い消費がベースに出てくれば、意外にしっかりしてくるかもし

れないという見方を持っている。

石田委員

安定した消費が全ての基であるので将来も安全だということだが、これまでのデフレの時にもそのようなトレンドがあったので、必ずしもそれは安心できないのではないか。将来物価が上がってもお金が出てくると言うが、今まで物価を下げてきたのに消費もかなりあずかっている。下がらなければ買わないので。デフレからインフレに変わっていく時に、消費はそれほど変わらないと言ったらインフレに変わっていかないのではないか。

宮尾委員

そこは重要なポイントで、私もこの間の10～15年で所得見通しが下方にシフトしているのではないかと思っていた。

石田委員

でもそうではなかったということだが、それではなぜデフレが起きたのかということである。

宮尾委員

2000年代前半は景気が非常に良かったが、一方で、バブル崩壊後の3つの過剰——過剰設備、過剰雇用、過剰債務——の解消があった。そういうものがあってもGDPは上がった。消費は、不思議なことに1%で綺麗に増えている。もし、もう少し現実の所得に影響されるとすれば、もっと消費は上がって良かったはずであるが、逆にそこは上がらなかった。

白井委員

実質消費ではないか。デフレとの相対関係なので、名目でみたら違う。デフレだから実質消費を支えた面もあるのではないか。

宮尾委員

全て実質で議論しているなので、石田委員の論点を織り込んでいないかもしれない。

佐藤委員

デフレで金融資産や預貯金の実質価値が上がる実質資産効果、いわゆるピグー効果が働いている可能性があると思う。1990年代の半ばにも消費主導で景気が回復した局面が1回だけあったが、その時、まさに物価の低下から数量ベースでの消費が拡大する局面があったので、実質でみるのか、名目でみるのかは重要な論点だと思う。ところで、恒常所得は雇用者所得の将来見通しでみられているのか。

宮尾委員

ここでは労働生産性を使っている。長い目でみた成長見通しの代理変数として、一人当たり就業者ベースの労働生産性でみている。

佐藤委員

恒常所得を考える時には、可処分所得は重要な要素であると思っている。将来的に財政の健全化に伴って、消費税率が上がったり社会保障税が上がったりすると、雇用者所得の伸びに比べて可処分所得の伸びが抑えられる可能性がある。

宮尾委員

可処分所得は、まさに每期每期変動し得る所得である。恒常所得の概念は、将来自分が、あるいは日本経済が稼得できるであろう平均的な所得の総数、伸び率のようなものである。每期每期の一時的な変動的な所得は当然可処分所得を変動させると思うが……。

佐藤委員

ただ、重要なのは可処分所得の将来見通しではないか。

宮尾委員

そこはおっしゃるとおりだが、将来見通しを計ること自体が難しい。GDPを就業者数で割った労働生産性は、GDPは実質所得なので、それを就業者数で割っているだけである。それを日本経済のベースとなる実力の所得の伸びの見通しとみているが、それを仮に一人当たりの実質可処分所得に置き直したとしても、恐らく労働生産性の伸びで分析した場合と基本的に同じになるのではないかと想像する。もちろん、より良い推計の方法はあるかもしれない。ただ、これも厳密にテストをしたというよりは、シンプルなアイデアを労働生産性が安定して伸びるという前提のもとで分析するとこのように解釈できるのではないか、ということである。

黒田議長

非常に興味深い議論であったと思う。確かに実質と名目、それから社会保障料や消費税の場合でもそれがトランスファーに回ってくるということであれば、長い目でみたら社会保障料の増額や消費税率の引き上げは、ぐるっと回ってニュートラルかもしれない。非常に面白い議論であったと思うが、これはなかなか面倒な議論なのでまた別の機会にして、このセッションはこの辺りで終わりたいと思う。

それでは、10分程度コーヒーストップを取りたい。

(10時14分中断、10時24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、森本委員から願います。

#### 森本委員

わが国の金融環境であるが、緩和した状態が続いている。まず、マネタリーベースは、目標とする年間の増加ペースに見合った動きとなっており、前年比は3割台後半となっている。この間、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、新規貸出約定平均金利は既往ボトムを更新している。また、金融機関の貸出運営スタンスは、7月のローンサーベイをみると、大企業向け、中小企業向けとも、「積極化」超幅が拡大している。資金需要をみると、銀行貸出残高は運転資金や企業買収関連を中心に増加しており、CP・社債についても、良好な発行環境が続いており、発行残高は前年比プラスで推移している。またエクイティファイナンスは、大型のIPOや公募増資がみられたことから例年の水準を大きく上回っている。

次に金融資本市場をみると、短期金利は、いずれのタームも0.1%を小幅に下回る水準で推移している。長期金利については、米国金利がFRBの利上げ時期の早期化を巡る思惑の一服や米国経済指標などで振れをみせつつも期間を通してみれば概ね横ばいで推移しており、わが国の長期金利もつれて変動する局面もあったが、相対的に落ち着いた動きとなり、足もとでは幾分低下している。またイールドカーブをみると、割安感が指摘されていた7年ゾーンをかう動きがみられ、中期ゾーンを中心に低下している。

この間、株価は、為替の動きや米国株価、企業の業績見通しなどで変動したが、足もと下落するかたちとなっている。為替市場では、ドル/円は、米国経済指標等を材料に一定レンジでの変動ながら円高傾向となっている。金融資本市場は、このところ米国金融政策に対する思惑や米国経済指標の強弱に伴って振れやすい展開が続いており、注視が必要である。

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と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思ふ。先行きの金融政策運営については、量

的・質的金融緩和を着実に実行していくことを通じて、緩和的な金融環境のもとで実体経済の前向きな動きを後押ししていくとともに、予想物価上昇率にも働きかけ、早期にデフレ脱却に繋げていくことが重要だと思う。その際には、上下双方向のリスク要因を点検しながら、適時適切に調整を行うことも必要である。

足もとの金融資本市場の動きをみると、長期金利は0.8%前後で安定するなど、市場参加者の間で量的・質的金融緩和のもとでの金利観が形成されてきており、期待した政策効果を発揮しつつあるように思う。この背景には、買入頻度や期間別買入額などで国債買入オペを肌理細かく柔軟に実施していることで金利のボラティリティが落ち着きを取り戻しつつあることや、メガバンク等のポジション調整も一巡したとみられ、買入進捗に伴う国債需給のタイト化が意識されてきていることがあるとみられる。先行きの金利水準についても、本行による国債買入れが進むにつれて、リスクプレミアムに対する押し下げ圧力は累積的に強まっていくと考えている。また、実質金利に影響する予想物価上昇率については、エコノミストや市場参加者のインフレ予想が徐々に上昇しているほか、物価連動債のBEIは下げ止まった後、幾分反転しており、全体としては上昇基調にあるとみられる。次に、4月以降に国債保有額を大幅に圧縮したメガバンク等が、貸出等のリスク性資産に振り向ける動きはまだ本格化していないとみられるが、今後、企業部門の設備投資が増加するにつれて資金需要も増加し、タイムラグを伴いつつもポートフォリオリバランスの動きが徐々に広がっていくと考えている。

こうした政策効果を発揮し続けていくうえで、財政の健全化への取組みに対する市場の信認を確保していくことは、極めて重要な課題である。また市場では、流動性の面で落ち着きを取り戻しているとの声が聞かれているが、本行が大量の国債買入れを行っている結果、量的・質的金融緩和の導入前と比べて、大きめのロットの取引を行った際に価格が振れやすいとの指摘も聞かれている。そうしたもとの、今後、大きなショックが生じた際には金利が大きく反応する可能性もあるだけに、引き続き国際金融資本

市場を含め市場の動きもにらみながら、必要に応じて適切な運営を行う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

前回会合でも述べたが、量的・質的金融緩和の効果をみるうえでは、名目の金利だけでなく、予想インフレ率や予想実質金利の動向に注意すべきだと思う。6月以降、名目金利が低位で安定している一方で、予想インフレ率は緩やかであるが上昇している。その結果、予想実質金利が低下していることに注目すべきだと思う。こうした金利の動きや予想インフレ率の変化を受けて、株価は上昇トレンドを示し、円の実質実効為替相場は低下している。こうした変化は、消費、投資、輸出を刺激し、その結果インフレ率が上昇する一方で、生産、雇用・所得などの実体経済にも緩やかな改善傾向が現れていると思う。

本日は、金融政策が実体経済に及ぼすまでには時間がかかり、遅れが存在するという点を改めて指摘しておきたいと思う。なぜなら、量的・質的金融緩和の効果について、実体経済への影響がほとんどないといった主張がしばしばみられるからである。金融政策は、基本的には、資産市場には比較的早い、ほとんど直ちにと行って良いほど影響を及ぼす。従って、株価、為替レート、金利が変化する訳であるが、そうした変化が実体経済に影響を及ぼすには時間がかかるという点を強調しておきたいと思う。

一般に、この遅れは色々な経済状況に依存するが、今までの研究によると、最低でも6か月程度、長い場合には1年や1年半も遅れると考えられている。そうした遅れが存在するが、今言った遅れの中で、株高や外貨高によって資産価格が上がることによる資産効果で消費が増えるのは、今回比較的早く現れた。しかし、これ以外の金融緩和政策が実体経済に及ぼす経路には、消費の資産効果よりも長い時間がかかるということを考えてお

いた方が良いと思う。従って、量的・質的金融緩和が始まってまだ4か月もたっていないうちから、実体経済への影響が小さいと悲観的になる必要はないと思う。色々な効果には遅れが存在するが、特に、設備投資に対する効果には比較的長い時間がかかるということを認識すべきだと思う。それは企業が一旦、設備に投資してしまうと固定化してしまうため、その後の経済状況に応じて保有設備の量を調整することが極めて困難だということに起因している。そうした実体経済に対する遅れを考慮すると、今後、量的・質的金融緩和を、物価上昇率2%が安定的に持続するまで継続するということを示すことによって、実体経済に対する効果は、次第に強まっていくと予想されるので、そうした遅れが存在することを市場にもコミュニケーションなどを通じて理解してもらい、あまり焦って実体経済への効果を判断するということを抑え、粘り強く金融緩和政策をやっていくことによる実体経済への効果は遅れを伴いながらも強まっていくということ伝えていくことが、今回の金融政策の実体経済への影響の効果をより強くし速めていくことに資するのではないかと思う。このため本日は、金融緩和政策の実体経済に対する効果には遅れが存在するという認識を、もう少し共有した方が良いのではないかということを申し上げた。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

まず、金融環境については、引き続き「緩和した状態にある」という評価で良いと思う。すなわち、新規の貸出金利は既往最低水準まで低下しており、CPや社債の発行金利も低い水準で推移するなど、資金調達コストは、全体として極めて低くなっているとみている。資金調達の量の面では、民間総資金調達は前年比プラス幅の拡大傾向が続いており、7月の銀行貸出は、内田企画局長から説明があったとおり+2.3%と伸びを高めている。

社債発行環境をみても総じて良好な状態が続いており、7月の発行額が例年を上回る水準となっているのは昨日説明があったとおりである。このように、良好な資金調達が続いていることには、やはり長期金利の落ち着きが寄与しているように思う。この間、わが国では比較的良好な経済指標が多かったことも考え併せると、経済・物価見通しの好転に伴って長期金利には相応の上昇圧力がかかっていたはずであるが、10年物国債の利回りは0.8%前後で安定していた。こうした点からみると、これは、本行の国債買入れがリスクプレミアムの圧縮を通じて長期金利に低下圧力をかけることに成功していた証左だと思う。また、第1ラウンドでも述べたとおり、人々の予想物価上昇率が高まってきていることから、実質金利は低下方向に向かっている。従って、量的・質的金融緩和の効果は、これまでのところはしっかりと発揮されていると言えると思う。

そう申し上げたうえで、われわれがやろうとしていることを改めて整理すると、期待インフレ率を引き上げながら、一方では名目金利の上昇を極力抑えることにより、実質金利を低下させることである。これは、期待インフレ率がアンカーされているもとで行われている米国のQE3よりも、はるかに微妙なバランスを保ちながら進める必要があり、そういった点で難易度の高い政策であると思う。その意味で、今後とも多くの関門が待ち受けていると思う。その1つがやはり米国の金融政策の帰趨ではないかと思う。

F e d の tapering を巡る国際金融市場の動揺は、ひとまず落ち着いたとみている。F e d の真意がどうであったかにかかわらず、結果的に、市場は来るべき tapering に向けて準備運動をしたとも言えるかもしれない。しかし私は、市場がF e d の政策反応関数を十分理解したとは思えない。例えば、tapering と政策金利の引き上げのタイミングに関する理解がデカップルされたという見方もあるが、F F の先物のカーブが左右に行ったり来たりするのは、日々、様々な要因で大きめに変動する米国国債の利回りの投影に過ぎないという面があるし、利上げのタイミングも、先物金利の水準が0.5%に達する時期ではなく、超過準備の存在を前提に現在の水

準から+0.25%切り上がるタイミングとすると、政策金利の引き上げが2015年1、2月頃と、いかにも早すぎる不自然なタイミングを織り込んでいると読むこともできてしまう。結局のところ、失業率が彼らの言うthresholdである6.5%に接近するにつれ、内外金融市場は敏感に反応し、日本の長期金利にも直接・間接に影響が及び得るとみておいた方が良いでしょうと思う。今後、海外金利のボラティリティが大きく上昇する局面で、わが国の長期金利安定のため追加的に金融調節面などで何ができるかについて、予めよく考えておく必要があるように思う。

最後に、当面の金融政策運営であるが、量的・質的金融緩和のもとで、実体経済には前向きな動きが広がっており、人々の経済・物価に関する期待は好転している。また、金融市場においても、その効果が着実に浸透してきているように思う。政策効果のさらなる浸透を図る観点から、当面の金融市場調節方針は、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種資産を買い入れていくことで良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降も、金融環境は緩和的な状態が続いている。国債市場も落ち着きを取り戻し、企業の資金調達コストは低位安定している。長期金利の安定は実質金利の下落に寄与するため、景気の下支え効果が期待できる。なお、本行では今月からマネタリーベースを毎日公表しているが、金融市場調節の操作目標としてこの指標を使っていることを踏まえ、金融政策の透明性を高めるうえで歓迎する。ただそれだけに、マネタリーベースの拡大が2%物価安定目標や経済成長にどのように繋がるのか、具体的で分かりやすい説明が必要だと感じている。また、2%目標の達成には企業、消費者のインフレ期待を2%前後にアンカーすることが不可欠であるが、国

民の間では、そもそもなぜ2%目標が重要なのか、それによって国民の生活がどう良くなるのかという点について、十分理解が浸透していないと感じている。そこで、2%目標の達成に向けた本気度を示すためにも、対話の対象として幅広い国民を念頭に置いた広報戦略の工夫が必要だと思っている。

対外的なコミュニケーション戦略という観点では、日本銀行の将来の金融政策についての考え方をもう少し明確にしていく必要があると考えている。4月から申し上げていることであるが、「2%を2年程度を念頭に早期に実現」という日付ベースの表現と、「2%を安定的に持続するのに必要な時点まで金融緩和を継続」という経済状態を条件付けるstate-contingentな表現の2つのうち、どちらが優先されるのか分かりにくい面があると思う。まず、「2%を2年程度を念頭に早期に実現」という表現の方は、何が何でも実現すべきコミットメントではなく、他のインフレーションターゲット採用国と同様に目標実現に向けた強い意思を示したものだとして理解している。その一方で、「2%を安定的に持続」という表現の方は、いわゆる本来の時間軸表現であり、企業、消費者のインフレ期待を2%にアンカーするのに不可欠な政策であるため、コミットメントに近い内容だと認識している。

しかし、4月以降足もとまでの執行部による対外説明資料の中には、英文、和文ともに「2%を2年程度で早期に実現」という表現の方のみを強く明確なコミットメントとして前面に掲げている事例もみられ、結果として「2%を安定的に実現」という表現よりも優先される印象を与えているように思う。また、コミットメントという言葉は「約束」に近い強いニュアンスがあるので、仮に、それが満たされないと判断されれば、2年程度で実現するように市場参加者が追加的な金融緩和を期待、要請するのは、ある意味自然なことかもしれない。その場合、遅くとも2014年度までに追加措置が期待されるようになるかと思うが、ETF等のリスク資産の追加購入は可能であったとしても、国債買入れについては、市場での低い流動性を踏まえると月7兆円を上回る買入れが可能なのか、深く検討を要す

る課題である。一方、「2%を安定的に実現」という表現の方が重視されるならば、もう少し長い期間でみた金融緩和措置が可能であるし、国債買入れを含めて追加緩和の選択余地が広がる。2015年以降の金融緩和の具体策は、必要に応じて、この文脈で議論されることだと思う。つまり、国民から両者の表現のうちどちらが重視されるかで、追加緩和のタイミングや内容への期待が異なり得る可能性があるため、日本銀行の対外的なコミュニケーション戦略としては、「2%を安定的に実現するまで継続していく」との表現の方を、より明確に情報発信する工夫が必要だと考えている。

他国の経験からみても、中長期インフレ期待を2%程度にアンカーするには、ある程度時間がかかる可能性もあるので、2%の物価安定を達成するまでの筋道を、タイミングをみながら丁寧に説明していくことが大切だと感じている。こうした見地から、時間軸表現ないしはフォワードガイダンスについて工夫の余地がないか常に考えている。また、いずれ金利が上昇に転じる局面では、わが国の長期金利あるいは米国金利の上昇につられて短期・中期金利が上昇することがあり得るので、金利に関する何らかのフォワードガイダンスが将来的には必要になる可能性を意識している。

最後に、日本銀行の政策について対外的な理解を促進するために、私自身も最大限の努力をしていく所存である。ただその際に、広報戦略の一環として、可能であれば、政策委員9人の間で説明に用いる用語や説明について、お互いに知恵を出し合って工夫し、かつ共有していくことが大切だと感じている。

なお、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境から申し上げる。企業の資金調達環境については、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」との評価

で良いと思う。この間の特徴点を若干申し上げると、新規の貸出約定平均金利が1%を割れてさらに低下したこと、あるいはCPの発行環境が一段と改善したこと、あるいはエクイティファイナンスが進んだこと等が挙げられると思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融市場動向であるが、まず長期金利については、全般的に落ち着き0.8%前後の水準で推移している。もともと、日中の値動きを示す値幅・出来高比率などをみるとまだ十分に下がっておらず、今後何かのきっかけで市場が大きな水準調整を始めるリスクは、引き続き注意し意識しておく必要があると思っている。

一方、為替および株式市場の動向であるが、前回会合時と比べ若干の円高・株安で推移している。本年入り後以降進んできた、円安・株高方向の大きな基調は変わっていないとみているが、この間の日本のマーケットの変動の大きさは、欧米市場との対比でやや際立っている。この間、海外市場では、Fedによる資産買入縮小および早期利上げを巡る思惑が一服し、為替は、ややドル安・ユーロ高、株価は欧米とも企業決算を映じて総じて堅調に推移した。一方、日本の株式市場では、利益確定売りなどもあり、海外投資家が一転して売り越し超に転じてきており、今度は株安が円高に波及するといった動きも観察される。今申し上げたような株式市場、為替市場のボラタイルな動きが、先行き見通しへの本格的な不確実性と解釈されることになれば、先程の消費の議論でも述べたが、それは実体経済へも波及し得る新たなリスク要因となりかねない。そういう意味で、今後の動向には十分な注意が必要であると認識している。

また、消費税を巡る今後の展開が、万が一、財政再建の取組みの遅れ、あるいは財政規律の緩みとマーケットに受け止められれば、本行が進めている大規模な国債買入れが内包する潜在的なリスク——財政ドミナンスと誤解されるリスク——を顕現化させかねない。マーケットにあらぬ疑念を持たれることのないよう、政府におかれては、1月の共同声明で示されているとおり、構造改革、財政再建の取組みをしっかりと前に進めて頂きたいと考える。

以上申し上げたうえで、最後に金融政策運営に関しては、金融政策判断としては、わが国経済は全体としてメインシナリオに沿って推移しており、金融市場調節方針は現状維持、資産買入れについても従来の方針を継続することが適切と考える。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境であるが、引き続き極めて緩和的な状況にあるとみている。C Pのスプレッドは低位で推移しているほか、社債のスプレッドについても非常にタイトになってきている。企業からみた銀行の貸出態度も、日本公庫の調査で小企業の見方が改善するなど、先般の短観に加え中小・零細企業も含めて改善してきているとみている。

金融市場の動向については、前回に比べて一段と落ち着いてきている。国債10年物金利は足もと0.8%を、5年物についても0.3%を割り込んできている。株式市場についても、引き続き値動きの幅が大きく、為替との連動性が高い状態が続いている。足もとで4~6月期決算が出てくるにつれ、企業業績の動向が明らかになっていくもとの、個別株式への関心が高まってきており、このところ続いてきた先物の動きに大きく振らされる展開から、今後は徐々に底堅い展開へ転じていくものとみている。

今後については、F e dの tapering の動向、これによる米国長期金利の動向が、為替を含めわが国の金融・資本市場のストレスを高める可能性に十分留意していく必要がある。F e dの tapering については、単に経済指標との関係から出てきただけではなく、ベースにはQ Eについて効果より副作用の方が徐々に大きくなってきており、F e dとして金融市場でのインバランスの蓄積を看過できなくなってきたという判断があるのではないか。5~6月にかけての tapering 騒動で、モーゲージ・リートのような極端な商品は残高をかなり落としてきているが、F e d自身が市場の

反応が大き過ぎるとみてその後トクダウンした結果、市場は再び元に戻りつつある。ハイイールドの債券・ローン、各種ETF等の残高は引き続き高水準にあり、またコブライト・ローンやプライベート・エクイティの配当支払いのためのローンなど質的にリスクの高いものの残高も大きく伸びてきている。今後、余程経済が減速したり、労働市場が弱くならない限り、Fedは早晩もう1度ブレーキを踏まざるを得なくなるとみている。また、現在関心が低くなっている米国のデットシーリングの問題も、秋には再燃してくるはずであり、これも留意を要するものとみている。

一方で、国内の市場は、先程触れたように安定しているので、当面、現行のオペ方針で臨んでいくことになるだろうが、将来のストレス発生時に即時に対応できるよう、対応については種々事前検討を行っておくことが望ましいと思う。ショック発生時に、時間をおかず本行の迅速な対応がなされることが、市場コンフィデンスの確保に極めて有効であると思う。また、この点については、今後大量の国債買入れを継続実施していくことから、いずれ各種オペでの円滑な実施に支障が出てくる可能性もあり、それへの対策についても同様と考えている。

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

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

まず、景気の現状は海外がシナリオをやや下振れる一方、国内はオントラックないしは想定をやや上振れて推移しており、遠からず緩やかな回復経路に復することが期待できると思う。先行きは、海外では中国をはじめ新興国経済の動向、国内では2014年度以降は財政刺激効果剥落が見込まれることから、経済・物価見通しともに私の主観的なリスク分布は下にやや厚いが、このところ国債市場をはじめ市場環境が比較的落ち着いている

こと、金融環境が概ね緩和した状態にあることから、足もと、政策の調整が必要な状況にはないと思う。次回会合までの金融市場調節方針は現状維持が適当であると考えている。

前々回会合で国債市場の追加安定策を見送って以降、はじめに大胆に政策転換した後にじっくり構えて戦力の逐次投入をしないという量的・質的金融緩和の本質への市場関係者の理解も進んできたように思われる。市場の不合理な催促に迎合しない「ぶれない日銀」というイメージをある程度確立できたことで、先行き市場との対話がより円滑になることが期待される。

以上の現状認識を踏まえたうえで、思うところを3点ほど申し上げる。第1に、量的・質的金融緩和の成否にとって、政府の財政健全化努力は極めて重要である。仮に、市場が政府の財政健全化へのコミットメントに疑念を抱くようなことがあれば、財政に対する信認の低下から長期金利の上昇を招き、緩和効果が阻害される惧れがある。このところ、政府側からは来年4月の消費税率引き上げを巡り様々な情報発信がなされているが、私は本年1月に日本銀行が結んだ政府との共同声明の中で、政府が財政運営に対する信認を確保する観点から持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進するとしていることを重く受け止めており、政府の財政健全化努力を重大な関心を持って見守っている。

2点目はフォワードガイダンス政策についてである。このところ、ECBがそれまでのポリシーに反し緩やかな日付基準のフォワードガイダンスを公表し、BOEも失業率という数値に基づくフォワードガイダンスを採用しており、非伝統的政策を巡り新たな動きがみられる。一方、局面は全く異なるが、出口を模索する中で新たなフォワードガイダンスの浸透を狙って市場とのコミュニケーションに腐心するFedの例もある。日本銀行の場合、ECBのような緩やかな日付基準のフォワードガイダンスやFedやBOEのような数値基準によるフォワードガイダンスを既に10年以上前から試行しており、また、デフレ脱却にはそれらの政策効果が限定的なことを経験済であるが故に、われわれは2年程度で2%のインフレ率

を目指すという、FedやECB、BOEの非伝統的政策とは異なるさらなる新たな挑戦をしている訳である。前回会合で申し述べたことではあるが、このような政策を実施している以上、今後の市場金利の立ち位置はとりわけ市場の先行きの物価見通しに規定される面が大きいため、海外中銀のフォワードガイダンスはわれわれの政策にはあまり参考にならないと思う。先行き、消費者物価上昇率のプラス幅が拡大し続ける見通しとなった場合、それに付随して起こるであろう中長期金利の跳ね上がりを如何にして抑え込むか、あるいは抑え込む必要がないのか、われわれは状況に応じて臨機応変に待つ、かつ手探りで考えていかねばならないと思う。

3点目は予想物価上昇率の計測の限界についてである。予想物価上昇率の計測がもとより困難な中で、われわれは各種サーベイ結果やBEIをベースに、予想物価上昇率は上昇を示唆するものがみられるとしてきた。もっとも、エコノミストおよび市場参加者を対象とした各種サーベイについては、40名程度のマーケットエコノミストを対象としたものや150名程度の債券市場参加者を対象としたものなどに限られ、しかもそれらの多くは消費税込みの物価上昇率を答えるかたちになっている。また、家計を対象とした各種サーベイのうち最もカバレッジが広いのは内閣府消費動向調査の8,400世帯、次いで日本銀行の生活意識に関するアンケート調査の4,000人だが、これらの多くは消費税率込みのかたちになっている。予想物価上昇率の上昇が示唆される点は確かに同意できるが、これらは消費税率引き上げの蓋然性の高まりとの厳密な識別が困難な点は引き続き留保しておきたいと思う。また、BEIについては、インフレを見込む一部投資家の期待を表象しているのに過ぎず、市場参加者全体あるいは経済全体の予想物価上昇率とは明らかに異質な点、また市場の流動性も極端に乏しいことから、予想物価上昇率の代用指標にはならないと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

## 木内委員

前回会合では、米国金融緩和の修正観測が引き起こした金融市場の不安定化から非伝統的政策が抱えるリスクや本行にとっての教訓について話したが、今回も欧米の非伝統的政策との比較などを通じて、本行の量的・質的金融緩和が抱える課題について4点指摘したいと思う。第1は先行きの政策に関する市場とのコミュニケーション、第2は非伝統的金融政策のリスク管理、第3は財政健全化を含む政府の構造改革との協調、第4は政策ツールの組み合わせである。

第1の点に関して、前回も申し上げたが、債券市場の不安定さは潜在的にはなお強く残されていると考えている。市場の不安定化は、米国の金利動向、国内物価動向、財政政策などの環境変化によって引き起こされる可能性が考えられるが、国内金融政策の先行きへの不確実性がそれを増幅してしまうということも考えられる。「2年程度を念頭に2%の物価上昇率を目指す」という本行のコミットメントは極めて明快ではあるが、他方、市場では2年程度で2%の物価上昇率を達成することが容易ではないとの見方が依然強いとみられる。その中で、目標が達成できない場合に採り得る政策対応について情報発信がなされていないため、先行きの金融政策について不確実性が高いことが市場で懸念されているように思う。そのため、市場では、将来の金融政策の見通しに基づく長期金利の妥当水準に関して、コンセンサスが安定的に形成されにくい状況にあると言えるのではないか。これが同じく非伝統的政策を採用している他国の金融政策と比較した場合の本行の政策の課題の1つであると思う。私が従来から修正議案を提出してきた理由の1つに、この課題への対応がある。

第2の非伝統的金融政策のリスク管理であるが、IMF、BISといった国際機関も、最近、非伝統的金融政策が抱える潜在的なリスクに関するレポートを公表しており、この分野への関心が高まっているように見受けられる。当然のことであるが、われわれは非伝統的金融政策のプラスの効果の側面のみならず、副作用にも十分に気を配りつつ適切な政策運営を心

掛けることが要請されている。ただし、現在の量的・質的金融緩和に関わるコミットメントのもとでは、われわれが仮に副作用を認識したとしても、その文章に縛られる、あるいは市場や世論など外部からの影響を受けるもとで、緩和措置を拡大あるいは長期化させ、結果的に潜在的リスクを高めてしまうという可能性を排除できないように思う。これが本行の政策が抱えるもう1つの課題だと思う。そうした将来のリスクの軽減のために、敢えて先手を打っておくことも、私が修正議案を提出してきたもう1つの理由である。

ところで、先般の米国の金融緩和の修正観測が引き起こした市場の不安定化は、正常化に向けた動きが金利急騰などの金融市場の不安定化を招きやすいという非伝統的政策が抱えるリスクの1つを浮き彫りにしたと思う。他国と比較して財政環境が著しく悪く、金利の大幅上昇が財政危機、金融システム危機の同時発生に直結する可能性がある日本では、このリスクにとりわけ注意を払う必要がある。

そこで第3の財政健全化を含む政府の構造改革との協調といった論点である。本行による巨額の国債購入が続けられる中、そうした政策によって債券市場の安定が保たれるといった期待が過度に強まることなどを背景に、仮に今後財政健全化の動きが弱まる、あるいはそのような観測が金融市場に広まると、マネタイゼーション観測からいずれ金利上昇を招き、長期金利を大きく押上げる事態へと至る可能性を、強くは否定できない。それは財政環境にさらに打撃になるとともに、本行の量的・質的金融緩和の効果を大きく損なうことになる。この点から、1月の政府と本行の共同声明でも確認されたように、財政健全化の遂行は、相応の副作用を持つ量的・質的金融緩和策が成功するためのいわば重要な前提であり、両者は一体のものとして進められていくことが重要だと考える。またこれに加え、量的・質的金融緩和が作り出す金融緩和状態をどのように成長に活かしていくかといった視点が、政府の成長戦略に盛り込まれていくことが重要だと思う。以上2点について政府におかれては配慮して頂きたいと思っている。

最後の第4は、政策ツールの組み合わせということである。多少長い目でみた話であり、若干気が早いという感じもするが、FRBの政策姿勢なども踏まえて、私なりの考えを述べたいと思う。今後、景気・物価環境の改善がある程度進んでいく場合、量的・質的金融緩和策のみならず、ゼロ金利政策の経済効果にもより注意を払っていくことが重要になると思う。従来から本行の金融政策運営は、金利政策という伝統的政策と資産買入れという非伝統的な政策の組み合わせで実施されてきた。長らく続けてきたゼロ金利政策の効果は、今までは明確ではなかったかもしれない。しかし、量的・質的金融緩和策の奏功により、経済・物価情勢がある程度改善してくれば、期待収益率の上昇などを通じてゼロ金利政策の経済効果は累積的に高まっていくことが期待される。将来の金融政策運営は、この2つのツールについて、それぞれ異なる効果と副作用に配慮しつつ最適な組み合わせを模索するという姿勢が、一層重要性を増していくのではないかと考えている。

最後に、次回決定会合までの金融市場調節方針については、現状維持が妥当と考える。以上である。

#### 黒田議長

ただ今の委員方のご意見をまとめると、まず金融市場調節方針については、前回の調節方針を維持することが適当ということで意見が一致していたと思う。具体的には、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い、その中で、国債の買入れ等についても従来の方針を堅持することで一致していたと思う。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。すなわち、日本銀行は2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、量的・質的金融緩和を継続する、そしてその際、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、必要な調整を行うということである。なお、これに関連して白井委員からのご指摘があり、また何人かの委員が

触れられたが、毎回の決定会合でのステートメントで明らかにしており、量的・質的金融緩和は、「2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」としているので、政策運営のスタンスとしては、state-contingent であることは明確であると思うが、一方で「2年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に」は、白井委員も触れていたようにデフレ脱却に向けたわれわれの強い決意を示すという意味があるので、インフレ期待に働きかけるという政策目的からも、この部分を弱めるような情報発信を今行うのは適当ではないのではないかと考えている。ただ、白井委員ご指摘のように、様々なコミュニケーションの改善の余地はあろうかと思うので、今後とも十分議論していきたいと思っている。

量的・質的金融緩和の効果については、しっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは着実に強まっているというご意見が聞かれたと思う。貸出約定平均金利の動向やその他様々な指摘があった。具体的には、日本銀行による巨額の国債買入れは、景況感の改善や海外金利の上昇などに伴って生ずる長期金利の上昇圧力を、リスクプレミアムの圧縮によって強力に抑制しており、オペの手法についても様々な市場との対話を通じて改善してきており、そのもとで長期金利は安定している。また、貸出金利は既往最低水準であり、多くの委員が指摘されたように、こうしたもとで予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下傾向にあるように思われる。この間、金融環境については、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。緩和的な金融環境は、国内民需を後押しするとともに予想物価上昇率を高める方向に作用すると考えられる。

他に追加的な意見、論点があればどうぞ。

白井委員

木内委員がおっしゃっていることの途中までは考え方が一致している。例えば、市場が2年程度で2%の実現は容易ではないと考えているという

点は、私もそう思っているし、今の手段をもってしても難しいところはあるかもしれない。2年で2%が達成できない場合のそれ以降についての情報発信がはっきりしていないので、それに対して国債市場で色々な見方があり、それが影響しているというところまでは、私も同じ考えである。問題はそこからである。私は、2年では無理かもしれないが、インフレーションターゲットを採用しているので2%を安定的に実現するという趣旨でありコミットにかなり近いので、2%を安定的に実現するという方を全面に出して、そこに対してタイミングを見計らいながら具体策を徐々に出していくということを申し上げている。ここが違っているような気がする。2%は無理だとおっしゃっているが、中長期的には2%と掲げられているので、2%は否定されていないと思う。このため、木内委員のこれまでのご提案の趣旨が不明になってくるのだが、これ以上ずっとやり続けるという期待を市場に与えてはならないから短期集中的にとおっしゃっているように聞こえ、そこから私は分からなくなる。

#### 木内委員

最初の点は、私自身は必ずしも賛成はしていないが、「2年程度の期間を念頭に置いて」ということは、今の量的・質的金融緩和の肝の部分であり、それをなくすことはできないと思う。これを掲げている限りにおいては、達成できない時の政策に関する情報発信はできないということであり、それも覚悟のうえでの政策であるということなので、2年で2%の重要性を薄めていくのは信頼性を損ねることになってしまう。結果的に、枠組みを見直さないと、先行きの情報発信、フォワードガイダンス的なものは出せない。それを出すことで、金融市場の安定を確保しようと思えば枠組みを見直さなくてはならないのではないかとというのが、提案の趣旨の1つである。

2番目の点は、私も、量的・質的金融緩和自体は効果があると思って賛成しているが、これが長く続くとか、これ以上規模が大きくなるということになると、限界的な効果よりも限界的なリスクの方が大きくなってしま

うであろうから、それはなんとか抑えたいと考えている。しかしながら、われわれが抑えたいと思っても、例えば「2年で2%」と書いてあれば、「2%にならないではないか。追加緩和しろ」、あるいは「2%を達成するまで金融緩和を拡大しろ」と、文言に引っ張られて外部の影響のもとでさらに引っ張られてしまう。それに対して、今の時点から歯止めをかけておくことは重要ではないかと思う。その結果として、期待に働きかける効果を減じてしまうということはあるとは思いますが、効果とリスクの両方のバランスで政策を考えると、トータルではこちらの方が良いのではないかと思うということである。このため、私の案では、2年程度でやめるとは言っていない。2年程度で一旦レビューをしようというような文言にしている。量的・質的金融緩和は、本質的にはリスクの高い政策だと思うので、あまり長期間は続けない方が良いと思っている。先程も申し上げたように、量的・質的金融緩和だけではなくゼロ金利政策も生きてくるので、両方のバランスで考えていくということである。

今米国がしようとしているように、資産の買入れについては段々後退させていくが金利政策は別、というように2つの役割を整理していくことで、金融政策の正常化がゆっくり進むというような情報発信も、将来的にはできると思う。今のように「2年で2%」を掲げている間は、そのような情報発信が封じ込まれてしまい、問題ではないかと思う。

#### 白井委員

個人的な感想だが、「2年程度で2%」を見直すことについて否定するものではないが、これは何が何でも達成しなくてはならないようなコミットではないと思う。今の金融緩和で足りないのであれば来年でもどんどんやらなければならないし、それだけの手段があるのかということを上げている訳であって、それはいずれ判明する。判明した時に、「できなかったので、もっと長くやる」と言うのではなく、今から徐々に色々なコミュニケーションを通じて、われわれの本来の意思である「2%を安定的に持続する」ということをスムーズに伝えていけば良いのではないかというこ

とを、示唆しているということを一言申し上げておく。

#### 岩田副総裁

木内委員は2年程度でレビューするとおっしゃったが、私は、毎回の会合でレビューしていると考えている。これで良いかどうかを毎回議論しているのであって、2年経ったから本格的に見直すということではないと思う。2年程度と言っているのは、2%がみえてくるかどうかということであり、2%ピッタリになっているかどうかというよりも、そのトラックに乗っているかどうかである。私は、2年程度で2%にならない場合に必ず追加緩和が必要になるとは考えていない。むしろ、それを持続していくのが良いのか、あるいはそれ以上続けていると中長期的に2%を超えていってしまうことがあるのかというように、シナリオは色々あるので、その時にならないと分からない。世の中では、2年で2%にならないと追加緩和が必要だと言っているようだが、金融政策にはラグがあることを考慮し、効き目が小さいのかどうかというように色々点検をして、毎回毎回みていくということである。必ずしも2年経って見直すということではない。ただ、2年程度と言っているのも、確かに木内委員がおっしゃるように、その時には今まで以上のレビューは必要かとは思いますが、このような観点でもう少し中長期的な金融政策の効果をみていきながら運営していけば良いのではないかと考えている。

#### 佐藤委員

私の意見も、珍しく、岩田副総裁がおっしゃったことに一致している。肝の部分には2%のトラックに入っているかどうかである。そもそも1月に2%の物価安定目標を決めた時に、私自身は色々な事情から反対したが、政策委員会全体のある程度のコンセンサスとして、白井委員もおっしゃっていたが、委員全体で幅を持って合意しているということだと思う。この前の福島県での金融経済懇談会でも申し上げたが、上下に一定のアローワンスのある枠組みであると思うので、必ずしも、2年後に2%に達してい

るかどうかで追加緩和を判断するという事ではないと思う。

#### 白井委員

私もそのように思っているが、市場は、コミットメントと捉えているのでそのようには考えていないと思う。そこにギャップがあるので、そこをコミュニケーションで埋めていく努力をしてはどうかということである。

#### 石田委員

その点だが、そこを今コミュニケーションで埋めてしまうと「2年で2%」が非常に弱くなってしまう。例えば、1年経ってどの程度達成しているかをみて、そこで議論した方がずっと建設的だと思う。私は、外から聞かれれば、2年に対しては一定の答え方をするが、ここで議論しても意味がないのではないかと思う。ここから先のことを、どこまで行くか分からない状態で議論しても意味がないのではないかと思う。従って、ある程度時間をかけてみてからまた議論すれば良いと思う。ただ、外から聞かれた時は、取り敢えずは「2014年度の初め位までには半分程度行っていないとまずいだろう。一挙に2%に行く訳ではなく、われわれは今努力をしている」というような言い方をしている。

#### 木内委員

2つのコミットメントという話だが、仮に「2年程度で」ということがどんどん弱まっていき、「必要な時点まで継続する」という後半のコミットメントだけが残ってしまうと心配である。現状は、「2年で2%」が強い意思を示しており、ただびったり2%になる訳でもないし、色々な環境変化もあるので、2年で金融緩和をやめる訳ではないということである。今の枠組みは、柔軟性を犠牲にするかたちで強い意思を示しているというところが真髓だと思うが、とはいえ多少の柔軟性を持っておこうという文言だと思う。ところが、前半の部分がなくなってしまうと、2%を達成するまで自動的にどんどん緩和を進めていくというような文意に変わってし

まうので、前半の部分を変えるというオプションもあるかもしれないが、なし崩し的にそこが弱まってしまった場合には、後半のコミットメントの意味合いがいつの間にか変わってしまうことを心配している。

#### 中曾副総裁

私自身も、今のフレームワークで政策を進めていくということで良いのではないかと思う。つまり、われわれの頭の中は、まず1%程度のCPIの上昇率を達成した後で予想インフレ率が2%に向けて収斂していくという考えで政策の枠組みができていると思う。その方向に向けて軌道に乗っていくかどうかはもう少し後になってみないと判断しにくいというところがあるため、もともとフレキシビリティがある政策の枠組みになっていると思う。用語的にも、「2年で2%」と言われているが、正確には「2年程度で2%」であり、英語では「time horizon」であり「time frame」と同じような意味である程度の期間を示すフレキシビリティを残した用語である。よく説明していくということは重要であり説明に意を尽くすというのは白井委員のおっしゃるとおりであるが、今の枠組み、コミュニケーションのやり方をここで変える必要性はあまりないのではないかと、私も思う。

#### 森本委員

私も全く同感である。1月に2%のフレキシブル・インフレーション・ターゲティングを導入した時は、出来るだけ早く2%の実現に向けて努力するという基本哲学でやってきたと思う。それに基づいて「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことを目指して、量的・質的金融緩和を「これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する」というところが、まさに一体となって強い政策姿勢を示しているという考えで良いと思っている。その意味で、中曾副総裁や石田委員のおっしゃっている方向で良いと思う。

## 黒田議長

若干のニュアンスの違いはあると思うが、現時点で今のフレームワークを変える必要はないと思う。物価動向を毎月点検し、1年、2年経ったところでそれなりの分析もできるだろうし、そういうものを踏まえて適切なコミュニケーションをしていくことは必要だと思うが、今のフレームワークを変える必要はないということだろうと思う。

## 白井委員

私も、何も今直ぐにと言っている訳ではない。少し急ぎ過ぎたところも正直あるかもしれないが、フォワードガイダンスを考えるには大変な時間がかかるので、「2%を安定的に持続する」とことと「2年程度で」のどちらも大事だが、そのところが自縄自縛になっている面があるのではないかという気持ちがあるので、時間をかけて今から考えようという問題提起である。何も今見直そうということではない。十分時間を取って考えようということである。いずれにせよ、2%が2年で実現できるかどうかは時間の問題で分かる。市場は、それに対して、金融緩和を言ってきており、それに対して丁寧に答えていく準備をした方が良いという問題提起である。

## 森本委員

岩田副総裁が、金融政策の波及にはタイムラグがあり時間がかかるとおっしゃったが、全くその通りだと思う。ただ、コミュニケーションをとってその辺をしっかりと説明していく必要があるという話があったが、そこについては、量的・質的金融緩和を行なっている中では、慎重にやらないと政策効果を減殺するのではないかと思っている。特に、3つの波及ルートの中で、予想インフレ率に働きかけてこれまでのデフレマインドを転換させるということは非常に大事にしていると思うので、金融政策には時間がかかるといったような話を今わざわざすることは、政策効果を減殺するのではないかと心配する。少し慎重に考えないとならないと思う。

岩田副総裁

確かにそのリスクはあると思う。新聞やエコノミストは、非常に焦って効果を判断してしまう傾向がある。われわれからの発信としては、われわれは粘り強くやっていく、インフレ率は緩やかだが徐々に上がっていく——どこかでブレイクスルーがあり効果は凄く大きくなると思うが——というものであろう。粘り強くやっていくので、少し焦らずにみて欲しいという気持ちから申し上げた。

森本委員

気持は良く分かるが、慎重にやらないとならないと思う。

石田委員

そうすると、またもっと悪いことを言われる可能性があると思う。先程からコミュニケーションの問題がでていますが、コミュニケーションをしっかりとやるということと明確化することとは、はっきり分けた方が良い。「AになればBになる」というように明確化できるのであれば言えば良いが、そうでないところであまり明確化を求めると、非常に問題が大きいと思う。コミュニケーションの問題は、別途じっくりやってからやらないと危険だと思う。

森本委員

私も大賛成である。

宮尾委員

やや細かい点だが、先程木内委員がおっしゃった幾つかの論点のうちで、私もよく考えなければならぬと思っているのは、Fedの今の tapering の議論には、われわれが先々のことをトータルで考えるうえでの非常に重要なインプリケーション、教訓があると思う。その関連で言うと、資産買入れで少しでも正常化の動きをアナウンス、示唆すると金利が変動し、市

場の動きがボラティルになる。わが国の長期国債市場では、これだけ政府債務が大きいなかでそのリスクは非常に大きい——その懸念は私も持っている——が、一方で、日米の市場構造は異なり、日本では家計が銀行に旺盛に預金を預けており銀行はそれを投資しなくてはならない。こういう大きな市場構造がまだ当面維持されるとすると、日本では金利が上がると必ず買う人がでてくる。日本の市場構造から考えると、金利が上がると買いがしっかり入ってくる——2年後や3年後に日本の国債を外国人がほとんど持っているというようなことになれば、当然 fragile になるが——、国内の貯蓄がベースにあり金融機関が国債を持っているという中で、楽観するつもりはないが、そこはどのようにリスクとしてみたら良いのだろうか。

#### 木内委員

正常化の過程で金利が上がるリスクはあるが、結局はそれ程は上がらない可能性もあると思う。ただ、米国と比べてわが国では財政の問題があり、テールリスクかもしれないが、金利が大幅に上がってしまい、個人や金融機関が国債を買わずにキャピタルフライトのようなことになってしまうことについて、なにがしかのリスクはあり、それは米国などよりもずっと大きいと思う。そうなった場合、实体经济へのマイナスの影響だけでなく、金融システムの問題にも跳ね返ってくる。これも欧米以上にリスクは大きい。日本の量的・質的金融緩和という非伝統的政策の1番のリスクは、最後の正常化のところにある。そこまで非常に順調に行き、景気も良くなったと思ってそろそろ正常化しようかという時に、銀行システムの問題がでてしまう。そこまで成功でも、最後が成功しなければ成功ではない。そういう日本の特性にも配慮してやっていかなければならないというのが、私の考えである。結果的に、そのような大きな問題にならない可能性もあるが、そういう観測で政策運営をしてはならないので、悪いケースも考えながらそのようなリスクに対して先手を打った方策を講じていくというのが、重要なリスク管理であると思う。

中曾副総裁

今の点に関連しているが、日本の場合、機関投資家、特に生保や年金が長い方を持っているので、この辺は、デュレーション・マッチングニーズ上、金利が上がれば安定しやすいところがあると思うが、一方で、銀行などは中期ゾーンなので、この辺は、金利上昇に伴ってポジションを減らそうという対応にできれば潜在的には不安定要素である。つまり、イールドカーブの部分によってかなり違いがあると思う。いずれにしても、国内の投資家層による保有比率が非常に高いことに依拠する不安定性は日本独特のものがあると思う。

木内委員から財政の話があり、他の方も財政健全化の必要性についておっしゃっていたが、私も非常に興味がある。マーケットの指標を幾つかチェックしてみたが、債券市場の6割位が消費税が予定通り引き上げられることを織り込んでいるというサーベイ結果があるので、このシナリオが崩れた場合は相応のリアクションがあると思う。また、マーケットインテリジェンス、情報収集の結果からすると、アネクドータルではあるが、先物の世界ではJGBのショートポジションを組成しているヘッジファンドなどがかなりいる。仮に、財政再建のシナリオが崩れると、彼らに格好の売り仕掛け材料を提供してしまうという点が気になる。指標的には債先のオプションから導出されるリスクリバーサルをみてみると、プットオーバー幅が拡大しており、金利上昇の警戒感が相応にあると思う。勿論、景気・物価見通しの改善予想と判別しにくいのが、何がしか財政再建を気にしている部分がリスクリバーサルなどに表われていると思う。また、一部の格付機関は、もし財政再建が上手くいかなければネガティブであると明示的に言っているので、ソブリン格下げを契機に日本国債の売却圧力が高まる可能性がある。いずれにせよ、マーケットを全体的にみると、市場は気にしているという感じを私は受け止めている。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。山口俊一財務副大臣願います。

山口財務副大臣

足もとの物価の状況を総合的にみると、デフレ状況は緩和しつつあると認識している。

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いる。日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成して頂くことを期待している。

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

こうした観点から、「日本再興戦略」や「骨太方針」については、引き続き、迅速かつ着実に実行に移していく所存である。

さらに、政府は、本日、「中期財政計画」および「平成26年度予算の概算要求基準」を策定した。

「中期財政計画」では、「2015年度までの基礎的財政収支の赤字半減目標」に向けて、国・地方を合わせた基礎的財政収支を17兆円程度改善する必要があり、国・地方の基礎的財政収支赤字の大半を占める国の一般会計の基礎的財政収支を平成26・27年度の各年度4兆円程度改善するなど、今後の道筋を具体的に示している。

これを実現するための第一歩として、「平成26年度予算の概算要求基準」においては、本年12月に判明する平成26年度の税収見込みを踏まえて最終的な予算総額を決定する新しい方式をとることとし、その中で、施策の優先順位を洗い直し、無駄を最大限縮減しつつ、予算の中身を大胆に重点化することとしている。

こうした取組みにより、民需主導の経済成長と財政健全化の双方の実現

に取り組んでいく。以上である。

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣願います。

西村内閣府副大臣

わが国の景気については、着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられるところである。物価の動向を総合してみると、デフレ状況は緩和しつつあるという認識である。

今後については、緊急経済対策、いわゆる補正予算の効果の発現に加えて、先程来実体経済への波及には時間がかかるというお話があったが、私共として成長戦略を確実に、着実に実行していくことを通じて、引き続きこの「三本の矢」によって一体的に取り組んでいくことにより、所得環境が改善し着実な需要の発現と雇用創出が期待される所であり、できるだけ早期に実現をしていきたいと思っているところである。

現行法に沿って行った内閣府年央試算によると、今年度の実質成長率は+2.8%程度、名目成長率は+2.6%程度と見込まれる。また、消費者物価上昇率は、日本銀行の量的・質的金融緩和の効果に加え、景気回復が進むこと等により+0.5%程度と5年振りにプラスになると見込まれる。さらに、来年度の実質成長率は+1.0%程度、名目成長率は+3.1%程度、消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は+1.2%程度になると見込んでいる。

政府は、8月2日の経済財政諮問会議において、平成26年度予算の全体像を取りまとめるとともに、本日、「中期財政計画」を閣議了解したところである。この計画では、国・地方の基礎的財政収支の対GDP比について、現状7%程度と見込まれる赤字を2015年度には3.3%に縮小することを目指している。このため、今も話があったが、国・地方の基礎的財政収支を17兆円程度改善する必要がある、国の一般会計の基礎的財政収支を各年度4兆円程度改善することになっている。来年度の予算編成は、これ

らを踏まえて進めていくことになる。

なお、消費税率引き上げに当たっての経済状況等の総合的な勘案に向けた必要な検討に際し、本日、総理から、有識者・専門家から集中的に意見を聞くようにというご指示があり、その準備を進めていきたいと思う。

また、TPPは成長戦略の重要な柱である。7月23日からわが国は正式に交渉に参加し、各国からは歓迎の意が表明されたところである。アジア太平洋地域における新たなルールを作り上げていくことは、日本の国益となるだけでなく世界に繁栄をもたらすものであり、積極的に取り組んでいく。

先月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、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。その中で、黒田総裁から、デフレ脱却に向けた取組みを着実に進めていることとお示し頂いた。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。以上である。

## 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および対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部は、これらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

公表文の6.の第1パラグラフについて、従来と全く同様の修正を提案したいと思う。考え方については従来と全く変わらない。先程も議論させて頂いたので、特に追加的には申し上げることはない。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を準備して頂きたい。

[事務局より議案配付]

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

内田企画局長

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

続いて、議長案の対外公表文案を読み上げさせて頂く。「2013年8月8日。日本銀行。当面の金融政策運営について(案)。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致/賛成○反対○)。マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。① 長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。② ETFおよびJ-REIT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 CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとで、輸出は持ち直

している。設備投資は、企業収益が改善するなかで下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、消費者マインドが改善するもとの、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。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、プラスに転じている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、国内需要の底堅さと海外経済の持ち直しを背景に、緩やかに回復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。6. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

最後に木内委員案であるが、今申し上げたうちの6.の部分についての修正案である。「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。以上」である。

2つ目の議長案の変更箇所であるが、1.、2.については全く変えていない。3.、4.については海外経済および物価、予想物価上昇率について、昨日月報でご説明したとおりの変更をしている。5.、6.については前月と変えていない。以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。なお、この討議の後、議案の採決を行うが、その際には追加的な発言ができないので、そのことを踏まえてご発言願う。

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て対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時43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する。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

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 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

木内委員の注については前回と同じであるため、配付は省略させて頂ければと思う。読み上げさせて頂くと、6. に注を打って、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」とする。

黒田議長

修正後の対外公表文にご異議はないか。それでは最終案がまとまった。対外公表文に対する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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49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（7月10、11日開催分）の承認

黒田議長

最後に、7月10、11日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付された議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 13 日火曜日 8 時 50 分に  
対外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、9 月 4、5 日に開催する予定である。なお、前回の決定会合 1 日目の後に、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。この件については、政府からの出席者を含めた決定会合出席者全員を対象に調査を実施した結果、決定会合の内容に関する情報が、調査対象者を通じて当該メディアに伝わったと断定できる事実は確認されなかった。改めて申し上げるが、決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様方におかれては、厳正な機密管理をお願いする。この点、今一度、全員で確認しておきたいと思う。

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。解禁予定時刻は 11 時 59 分である。

黒田議長

解禁時刻が 11 時 59 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 54 分閉会)

以 上