

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年10月31日（9:00～13:09）

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 古川禎久 財務副大臣
内閣府 石井裕晶 内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局審議役	野村 充（9:00～9:11）
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司（9:00～9:11）
企画局企画役	川本卓司
企画局企画役	東 将人

I. 開会

(9時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。最初に、日本銀行が5つの中央銀行と締結している流動性スワップ取極の取扱いについて検討したいと考えている。本スワップ取極は、2014年2月を期限とする時限措置となっていたが、本日の会合では、これを常設化することを決定してはどうかと考えている。本件については各国中央銀行と事務方レベルで協議を行ってきたが、各国とも所要の準備が整ったため、本日の議題としている。

その後については、通常の見聞レポーター時の会合と同様、金融経済情勢についての執行部報告、2番目に金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議、3番目に政府出席者からのご発言、4番目に金融市場調節方針の議案取りまとめと採決、5番目に見聞レポーターの基本的見聞の取りまとめと採決、最後に10月3、4日開催分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。財務省からは古川禎久副大臣、内閣府からは石井裕晶政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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。

II. 「5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直し」に関する執行部説明と採決 (資料-6)

黒田議長

最初の議題である「5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直し」について議論を行いたいと思う。執行部より説明をお願いします。

野村企画局審議役

資料-6 に沿って、本行が 5 中央銀行との間で締結している為替スワップ取極および外貨資金供給オペレーションの期限等の見直しについて、簡潔にご説明をさせて頂く。

1 頁目の 1. であるが、本為替スワップ取極等については、欧州債務問題により国際金融資本市場が緊張度の高い状況にあったことを受けて、2011 年 11 月に導入された。その後、一度、期限の更新が行われた。現行の取極の期限は、ここにも書いてあるように、2014 年 2 月 1 日となっているが、期限が到来する来年 2 月以降の取扱いについて、関係中銀で検討を重ねたところ、金融市場の緊張緩和など、このスワップ取極がこれまで果たしてきた役割に鑑みると、この際本取極を期限の定めのないかたちで常設化し、それにより更新を巡る不確実性を低減させることが望ましいという認識に至った。そのため執行部としては、本取極を常設化することを提案したいと思う。その場合、同取極に基づいて調達した外貨を市場に供給するオペレーション——現在は米ドルについてのみ行われている——についても特定の期限を定めず、当分の間、実施し得る扱いとすることが考えられる。

また、本取極を常設化するに当たり、F e d から、現在具体的な定めを置いている米ドル提供の適用金利について、他の通貨と同様に資金提供先の中央銀行——この場合はニューヨーク連銀——が指定する利率という簡素な定めに変更したいという要請があった。先行きの金利設定の柔軟性を確保する趣旨であって、その狙い自体は理解できる場所であるので、本行としてもこれに応じることにしたいと考える。なお、本措置はあくまで先行きの柔軟性確保のための措置であるので、これを機に実際の米ドル

提供金利が足もと直ちに変わる訳ではないことは確認している。

こうした対応を行うためには、2 頁の 2. に記載のとおり、関連の諸規程の一部改正が必要となる。具体的には、8 頁以降に掲載している政策委員会付議文を参照されたい。この枠組みは、F e d との関係だけでも 4 本の規程がある。記書きの 1. は米ドル供給オペの基本要領、2. が米ドル供給オペの対象先の選定基本要領、3. はオペの原資となる米ドルを、円を担保に本行が調達するための為替スワップ取極要綱、4. が逆にニューヨーク連銀が円資金を必要とする場合の為替スワップの取極要綱であり、枠組みはこの 4 本で構成されている。それぞれに期限の定めがあり、1 本目のオペの基本要領に金利の定めが置かれているので、今ご説明した趣旨に沿って規程を改める必要がある。具体的には、別紙 1~4 のとおりであるが、改正の内容はいずれも機械的なものなので、詳細な説明は省略させて頂く。以下、米ドル、F e d との関係と同趣旨の規程改正が残りの 4 中央銀行分あるので、4×5 で計 20 本の規程を改正することになる。

説明資料の 2 頁に戻って 3. の対外公表であるが、本席で決定を頂ければ、他の 5 中銀と同時に日本時間の本日 15 時に対外公表することにした。他の 5 中銀も本日までにそれぞれ同趣旨の機関決定を行う方向で対応を進めている。対外公表文は 3 頁の別紙のとおりである。また、先程ご説明した基本要領の具体的な改正の内容については、執行部より本行ホームページへの掲載等適宜の方法で対外公表させて頂くことを予定している。その際、今回の金利の定めの変更は先程申し上げたように、米ドル供給オペの貸付金利の変更を直ちに意味しないということは明確にしておきたいと思っている。説明は以上である。

黒田議長

執行部からの説明に関してご意見やご質問があればどうぞ。

それでは本件に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日 15 時に他の中央銀行と同時に執行部より対外公表することとする。それまで本件の内容は厳に出席者限りの取扱いとするので宜しく願います。なお、お手許の資料については回収させて頂く。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

次に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。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は前回会合以降の変化点を中心に手短かに報告をお願いします。

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・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】に基づきご説明させて頂く。まず、図表1をご覧頂きたい。金融市場局では、引き続きマネタリーベースが年間約60～70兆円のペースで増加するよう調節を行っている。日銀当座預金残高は、直近では100兆円を超える水準となっている。11月は季節的に財政要因等により大幅な資金不足となるため、マネタリーベースはなかなか増えにくいことが予想されるが、年末のマネタリーベース200兆円の達成は、現在のところ可能と考えている。

図表3の短期金利については、9月末はGCレポレート、短期国債金利はかなり低下したが、10月入り後は9月末の日銀当座預金の額を抑えたいといった期末要因が剥落したことにより、短期金利は若干戻している。もっとも、短期国債金利は、現在も0.07%近傍と0.1%を下回る水準である。ここから上には少し戻りにくいという感じである。

図表4の主要国の長期金利をご覧頂くと、9月のFOMCでの tapering 見送りの後、長期金利は世界的に低下したが、10月前半の米国の債務上限問題の深刻化の過程では、長期金利の低下は小休止していた。もっとも、債務上限問題が一応の決着をみた後は、市場の tapering 開始予想の後ずれを主な背景として、米国の金利は再び低下傾向をたどっており、足もとでは2.5%台で推移している。このような米国金利の低下を受け、欧州の金利も低下している。本邦長期金利も、海外金利全般が低下する中であって銀行勢が国債ポートを圧縮する動きが現時点では一段落していることもあり低下しており、昨日は0.6%を割り込む水準となっている。

次に、図表5の(1)、(2)が示すように、債務上限問題を経て、市場の予想するFedの利上げの予想時期も、概ね今年5月22日にバーナンキ

議長が tapering に関する情報発信を始めた日の前まで押し戻された感じがある。また tapering 開始についての市場の見方は、昨日の F O M C 声明文をみて、12月開始の線も消えた訳ではないという見方が若干あるが、現在のところは、来年3月と予想する向きが多くなっている。このようにこの1か月間、F e d の緩和継続期待がさらに強まった背景としては、9月の F O M C の tapering 見送りを捉え、市場では、F e d は市場に比べて米国経済を慎重にみているのではないかという見方が広がったこと、そうした中で、F e d が、米国経済が9月対比で明確に改善したという判断材料を経済指標から得るにはある程度時間がかかるのではないかという見方が増えたことが挙げられると思う。これに関連して、政府機関の閉鎖自体が第4四半期 G D P に及ぼす影響、主要経済指標の公表の遅延なども補助的な材料として指摘されている。第2に、2月に新議長に就任予定のイエレン副議長が雇用重視の緩和よりのスタンスではないかと市場でみられているということもある。第3に、9月の F O M C で F e d が tapering 見送りの要因として財政問題も挙げたことから、先送りされた問題が再び揉める可能性も排除できない中で F e d が tapering に踏み切ることは難しいのではないかという見方もあるようである。

この間、エマージング市場については、7月、8月にみられたような一部新興国の通貨や株が売られる動きは、9月以降は一段落していた。図表5(3)にあるように、インド、ブラジル、インドネシアといった国々では、利上げや引締めなどの対応が採られており、これが市場からも一定の評価を得ているように思う。このように米国の緩和継続予想の強まりは、一部新興国にとっては、必要な政策対応を採る時間的猶予を与えた面もあったように思う。

図表6(2)の米国の T - B i l l 利回りは、現時点では落ち着いている。よくみると来年2月7日以降5月までに償還を迎えるものについて、極く僅かなリスクプレミアムが乗っているようにみえなくもない。この間、(3)の中国の短期金利は、足もとで若干上昇している。これが市場の一部に引締めの思惑を生んでいる面もあるようである。

図表 7 の株価であるが、米欧および中国を除く新興国の株価は総じて強い展開である。米国株価上昇の背景としては、米国企業の業績自体はまずまずのものが多し。こうした中であって、債務上限問題が緩和継続期待に結びついたことで、流動性相場的に株価が上がりやすい地合いとなったことが指摘されている。見方を変えれば、債務上限問題は、米国市場の影響に限ってみれば、経済についての基本的なピクチャーは大きくは変わらない中で、緩和継続期待だけを強めるかたちで株高、金利低下に結びついたという点で、コミュニケーション上の問題は別として、結果オーライという面はあったように思う。もともと、隠れた背景としては、TB のリスクプレミアムが非常に小さいことが示すとおり、債務上限を巡っては、共和党も支持を失った中で今度はさすがにあまり揉めないのではないかという見方もあるように思う。この間、欧州の株価上昇の背景としては、コア国経済の回復期待およびイタリア等周縁国のテールリスクの減少が指摘されている。また、中国を除く新興国の株価については、これまで売られ過ぎたことの反動という面が大きいように思う。

大きなピクチャーとしては、全般に世界経済の回復期待自体は維持されるもとで主要先進国の金融緩和継続期待が強まったかたちとなり、投資家がいわゆるミドルリスクを取っていく、具体的には米欧などの主要国の株や周縁国の債券、またこれまで売られ過ぎた新興国のアセットを買っていくという動きが目立ったということかと思う。

図表 8-2 (3) をご覧頂くと、10 月 16 日の財政協議の合意以降、米欧およびこれまで売られてきた新興国の株価上昇が目立っている。一方で、中国については、短期金利の上昇などを眺めて一部に引締めのお惑が生じていることが株価下落の一因となっており、これとともに中国と地理的に近い香港や日本の株価もあまり強くない展開となっている。

図表 9 (1) の主要国の為替レートをご覧頂くと、米国の債務上限問題の合意以降、特徴的であったのはユーロの強さであり、米国では緩和継続期待が強まる、一方欧州ではドイツなどコア国の景気回復期待、そして周縁国のテールリスクの低下と、ほとんどの材料がユーロ高を後押しするか

たちとなっている。図表 10-1 (2) にあるように、前回会合以降上昇が目立っているのは、これまで売られてきた新興国の通貨やユーロとなっている。

図表 15 をご覧頂きたい。9 月末に短期金利が極端に低下したことを踏まえて、金融市場局では、9 月末の短期国債買入オペを 1 回減らすとともに年末のマネタリーベース目標の達成に万全を期すべく、期間 1~3 年の国債買入オペの 1 回当たりの金額を 3,000 億円へと若干増やした。もっとも、10 月入り後は、短期金利が若干戻す中、短期国債買入れも特に問題なく実行できているので、期間 1~3 年の国債買入オペについても、10 月 23 日分からは 1 回当たりの金額を 2,500 億円に戻している。現在のマーケットの状況に鑑みれば、金融市場局としては、年末のマネタリーベース 200 兆円の達成は現行のオペの枠組みのもとで可能と考えている。なお、年末に向け、日本銀行が 4 月に示したバランスシート見通しを踏まえて、市場では日本銀行が年末までに、何を、あといくら買わなければならないかといった単純な引き算に基づく憶測が出やすくなっている。現時点では、これがオペを非常に難しくするとはみていないが、引き続き、年末に向けたマーケットの動向を注視しつつ、調節方針に沿った調節を続けていきたいと考えている。私からは以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

木内委員

図表 3 の短期国債の利回りであるが、ご説明して頂いたように、9 月に下がって、10 月入り後戻ってはいるが元の水準までは戻っていない。ここで安定してしまうと、銀行などは、付利よりも低い金利になるので、短期国債を持たないところが増えてくるのではないか。そうすると、非付利先である投信や海外勢などの短期国債の保有比率が高くなり、メインプレイヤーの銀行があまり短期国債を持たなくなると、短期国債オペが 11 月

に入ってからやや難しい状況が続いてしまうのではないかとも思うが、如何か。それと関連して、9月の金利低下は季節的な要因が大きかったとはいえ、純粹に季節的な要因だけではなく、当座預金がどんどん増えていく中で資金がだぶつくという構造的な問題が底流にあって、それが時間の経過とともに強まっていくとすると、今後、期末ごとに同じようなことがもっと大きな規模で起こってくるのではないかというところが気になるが、それについてはどのような見通しを持っているのか。

山岡金融市場局長

木内委員からは、前回会合でも、9月末の短期金利の低下について、季節的要因もあるかもしれないが完全には戻らないかもしれないというご指摘を頂いたところであり、現在の動きは概ね木内委員のご指摘のとおりであると思う。木内委員のおっしゃったような海外勢の需要は構造的にあるものであり、元々そうした中でオペを行っている。すなわち、短期国債については、一定程度担保需要があるということ、それから海外中銀のように金利に感応的でない買い手が常にいるので、実際の額よりも実際に買える額はそれほど大きくないという構造的な問題の中でオペを実施してきている。最初におっしゃった構造的な買い手は確かにいるが、だからオペができないという訳ではないと思う。もう1つの季節的な要因は、確かに先行き不確実性が高いし、やや頭の痛いところではある。つまり、現在、金利が戻り切っていないもう1つの背景としては、日本銀行が年末に向けて短期国債をいくら買わなければならないかということ市場は読んでおり、その中でマーケットは、日本銀行は年末に向けて短期国債を買い増してくるだろうという読みがあることも確かである。ただ、そうしたことを踏まえても、9月にも一旦下がって戻ったように、短期国債マーケットはそういった季節的要因を乗り越えながら戻していくかもしれない。そうしたことも踏まえながら、オペを弾力的に運営していきたい。そうしたことによって、現時点では買い進めることは可能と考えている。

宮尾委員

図表 13 の国債市場のボラティリティに関し、いつも問題になる流動性や出来高だが、(3) の長国先物の出来高の直近のところ下がっている。一方で、市場関係者からは、最近長期金利の見通しの目線が下がることで、都銀等が長いところの国債のディーリング的な売買を進め、取引高が非常に増えているというような話も聞く。そうしたこととの関係について、何かあったら教えて欲しい。

山岡金融市場局長

都銀等の動きは、計数で明らかに出てくるほどではない限界的な動きだと思う。ただ、マーケットは常に都銀の動きをみているので、都銀等が若干でも動くと、色々なかたちでそういう話がルーマー的にも広がりやすい面がある。都銀でディーリング玉を増やす動きは確かにあるが、現時点では、計数的に非常に大きな影響を与えるほどのものではないとみている。

宮尾委員

長期国債先物市場は、外国人が中心なのか。国内の都銀も出ているのか。

山岡金融市場局長

外国人中心ということではない。債券マーケットでは、先物を使うのはわりと一般的である。そうした中で、先行きの金利の目線が、これまでに比べれば、今の段階では少し収斂してきてしまっているということが、基本的な背景ではないかと考えている。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に海外経済情勢について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は、米国、ユーロ圏、中国は出ているがそれ以外は出ていないので(1)のグローバルについての更新はない。更新された国・地域別では、中国は力強さに欠けるが50を上回っているほか、欧州もまずまずといったところである。一方、米国のPMIが低下し、そのうち生産PMIが約4年振りに50を下回ったのが目立つ。

米国経済であるが、政府機関が16日間に亘って閉鎖され、これによって第4四半期のGDPが0.3~0.6%ポイント押し下げられるとみられる。政府支出の減少分が0.3%ポイント程度ということはほぼ正確に分かるが、これ以外は正確な影響度合いはなお不明である。債務上限抵触がぎりぎり回避されたこともあり、今のところ、二次的な影響が大きく広がる事態には至らなかったものとみている。消費者コンフィデンスは、ミシガン大学指数、コンファレンス・ボード指数ともに幾分切り下がったが、名目小売売上高やベージュブックをみる限り、消費の堅調さが大きく崩れるには至っていないとみている。もっとも、財政協議は解決を先送りしたに過ぎず、今後12月以降に協議の様々な節目が訪れることもあり、消費者や企業のコンフィデンスがどのような影響を受けるか、予断を持たずに注視していきたいと思う。政府機関閉鎖によって各種統計の作成公表も影響を受けており、例えば、当初は昨日公表予定だった第3四半期のGDP統計も11月7日に延期された。このほか、統計の多くについても、雇用統計が1日ではなく8日公表となるなど、遅れが残る見通しとなっている。住宅ローンの申請件数は、モーゲージ金利がやや反落したものの連邦住宅局の職員減少等もあって、10月11日週、18日週と大きめに減少した。25日週は昨日出たが、やや持ち直している。22日になって公表された非農業部門雇用者数は、9月14.8万人の増加と、市場予想の18万人を下回った。一方、失業率は7.2%まで低下した。製造業の活動状況を見ると、9月の鉱工業生産は前月比+0.6%と堅調な伸びを示したが、先程も申し上げた

とおり、10月の生産PMIは大きく下落した。また、連銀サーベイによる設備投資マインドは改善しているが、非国防資本財受注はこのところ弱い動きとなっているなど、指標も区々の動きを示している。このように、足もとの景気の強さが読みにくい状況であるが、日本時間の今朝公表されたFOMCのステートメントでは、全体として緩やかに拡大していると、幾分トーンダウンさせた表現となっている。

欧州経済であるが、7月のデータが軒並み弱かったユーロエリアの生産・輸出であるが、8月の計数は持ち直しており、製造業部門が持ち直しに向かっている姿が確認されている。輸出を仕向け先別にみると、アフリカや中東等、新興国向けが減少しているが、域外欧州、米国、中国向けは改善している。もっとも、設備稼働率の水準はなお低く、ドイツの国内投資財受注がやや上向いているが、域内全体を通じた国内投資財出荷は減少を続けている。ただし、建設業生産指数や建設活動指数は、ここ数年間で大幅に水準が切り下がっているとは言え、幅広い国で底入れしている姿もみられている。こういった点は消費も同様である。一方、物価は弱い動きが続いており、9月はエネルギー価格の大幅下落からHICP上昇率が0.2%ポイント低下して+1.1%となったほか、コアベースでも幅広い品目で伸び率が鈍化して0.1%ポイント低下し+1.2%となった。特に、周縁国では、VAT等税率変動分を除くと、この2年ほど着実に伸び率が低下してきている。周縁国の国債利回りスプレッドは、15日のユーログループ声明で周縁国のレビューを評価し、先行きの大まかなスケジュールを示したことをマーケットが好意的に受け止めたことなどから、やや大きめに縮小した。

中国経済であるが、第3四半期のGDP成長率が前年比+7.8%となるなど、一連の政策措置の効果もあり、安定的な成長パスを歩んでいる。特に、公共インフラを中心とする固定資産投資が、素材産業の在庫調整や生産回復に幾ばくか寄与している姿が確認できる。ただし、鉄鋼製品の価格や鉄鋼業PMIの動きをみても、一進一退圏内での動きであり、一本調子で回復に向かっている訳ではない。一方、製造業の固定資産投資は、この

ところ前年比伸び率が底入れしつつある。特に、一般機械等加工業種で伸び率がやや回復してきている。輸出は、香港向けを除くベースで9月に前月比-1.3%と反落した。日本向けスマートフォンの輸出が増加しているといった動きもみられるが、全般に輸出の回復力は鈍い状況である。9月の社会融資総量の前年からの増加額は、8月より0.2兆元少ない18.0兆元となった。銀行引受手形や社債等の伸び率低下が目立つ。公共インフラ投資の増加で成長下支えを図りつつも、シャドバンキングセクターには一定のたがを嵌めようとしている当局の意向を反映しているものとみられる。なお、このところSHIBORが上昇しているが、これは、国慶節前に資金供給オペの足、税揚げ、人民元増価傾向の中での資本流入の増加に対応した人民銀行の資金供給見送りといった要素が重なったものとみられており、現地市場関係者の間で特段浮き足立っている様子はみられていない。

NIEs・ASEANのうち、韓国の第3四半期のGDP成長率は、前期比年率+4.3%と第2四半期に続いて高めの成長となった。ただし、8月に大幅改善した輸出は9月に前月比-5%の減少となり、依然一進一退となっている。輸出を四半期でまとめてみると、前期比+1.6%の増加となるが、財別では船舶、国別では中国、日本向けの寄与が確認される程度で、他の財、他の地域の動きは鈍い状況である。台湾をみても先行指標にやや動意はみられるが、第3四半期の輸出も前期比-2.4%の減少となっており、中国を含め東アジアの輸出が立ち上がってくる姿はなお確認できていない。ASEANでは、燃料補助金の削減や既往の通貨安の影響を受けて消費者コンフィデンスが低下しており、それもあって自動車販売等が減速している状況が続いている。

国際金融市場では、米国の債務上限抵触が回避されたことや、Fedの資産買入減額開始時点の先送り観測の台頭から、一旦縮小していたポジションを再構築する動きが広がり、新興国通貨、株価、債券はいずれも持ち直した。もっとも、持ち直しの程度には国別に異同があり、例えば、通貨では下落局面の動きへの反動が大きく出やすかったうえ、中銀新総裁へ

の期待が高いインドや利上げを着実に進めてきているブラジルの戻りは大きくなっている。私からは以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

輸出の動きに注目しているが、全体的に足もと弱い感じがしている。例えば、参考図表 1 で、米国は 7 月、8 月と実質財輸出は前月比マイナスになっており、参考図表 2-1 のユーロ圏では、実際の輸出は区々かもしれないが、製造業 PMI 輸出受注指数は、水準はやや高めであるが 9 月、10 月とやや落ちている。参考図表 2-2 の英国についても、足もと若干落ちている。新興国では、9 月の中国の輸出が著しく落ち、参考図表 3-2 のアジア地域全体でも、単月の振れは大きいかもしれないが、9 月は概ね比較的大きく落ちている。このように先進国、新興国ともに足もとで輸出が下振れていると思うが、従来われわれがみていたシナリオで良いのかどうか。つまり、新興国は弱い、先進国が米国を中心に引っ張っていくので、持ち直しからいずれは回復に向かっていくということだったが、日本を含め先進国の輸出が足もとやや弱めになってきて、新興国に足を引っ張られているという状況になっている。一方で、新興国が先進国に引っ張られているかということ、輸出の動きをみると、中国やアジアもそういう感じではない。どちらかと言うと、先進国が新興国に足を引っ張られて全体としてなかなか上の方に行かないということで、この貿易統計からは、先進国が主導する従来のシナリオが、可能性として蓋然性がやや落ちてきているのではないかとみえるが、これについてはどのようにお考えか。

外山国際局長

おっしゃるように、世界貿易全体がこの 2 年間ほどかなり落ちてきているといった指摘も最近話題になっているところである。各国とも輸出が

戻ってくることを期待しつつ、足もとではなかなか伸びてこないところに苛立っていると思う。構造的な要因と循環的な要因とそれぞれあるかと思うが、基本的には循環的な要因で多くは説明できるのではないかと考えている。底入れしつつあるとはいえ、ユーロ圏の弱さが他の地域の輸出に大きな影響を与えてきている姿は、少し長い目でみると確認できると思う。足もとの動きは、多くの方々が予想していた以上にエマージング諸国が減速してきていることの影響をより受けるかたちで、鈍い展開が続いてきているということだろうと思う。特に、先程も申し上げたように、東アジア地域については、どこの国もASEAN向けの輸出が大幅に鈍化、あるいは減少しているので、木内委員がおっしゃるようにエマージングの需要の弱さが他国の輸出に影響をある程度与えていると思う。ただ、先行き、こういった状況が続くかどうかを考えてみると、新興国の多くの国は金融環境がタイト化しているとか、これまで蓄積されてきた色々な歪みを是正しなければならないので、成長率がある程度低下した状態が続くだろうとは思いますが、世界貿易全体でみると、米国と欧州の財政の下押し圧力が弱まってくるにつれ、先進国の需要が、緩やかにではあるにせよ立ち上がってくることは予見されるので、全ての財が一気にということではなく、自動車が好調でもその他の身の回りの消費財がなかなか出てこないといったようなこともあるが、時間が経てば、色々な財に拡大し、地域的にも拡大するかたちで、輸出は緩やかに立ち上がってくるのではないかとみている。

佐藤委員

米国経済については、このところの経済指標は今一つモメンタムに欠けているので、改めて潜在成長率について確認したい。最近の研究で、米国の潜在成長率は、1990年代の3.5%から、足もと、労働投入量の低下や技術革新の停滞を受けて、その半分程度の2%未満まで低下しているのではないかという推計をみた。仮に、そのような推計が正しいとすると、直近4~6月期が2.5%成長であるから、2%台半ばの成長率は実は出来過ぎということになる。そういった推計は、前提の置き方次第という面があ

るのでかなり幅を持ってみる必要があると思うが、米国の潜在成長率の低下——F e d等でも色々な推計が出ていると思う——については、一般にはどのように捉えられているのか。あるいは国際局では、どの程度と推計しているのか。私は、予てから、米国あるいは欧州のデフインフレ傾向について申し上げてきたが、それと密接に関連しているので関心があり、お伺いしたい。

外山国際局長

おっしゃった点は米国経済の今後を見据えていくうえで非常に大事なポイントだと思う。F O M Cのロングランの成長率については、従前から申し上げているとおり、公表し始めたところから比べると、0.2%ポイント程度ずつレベルがノッチダウンしているが、F e d自身は、潜在成長率が低下しているとは対外的に言明しておらず、あくまでも循環的な動きの中で回復は図られていくと言っている。しかし、数字自体はそのようなかたちになってきている。民間の計測は色々なものがあるが、2%を割り込む数字はかなり低い方の推計だろうと思う。2%台前半から2%台半ばとみるのが通常だろうと思う。ただ、リーマン・ショック後5年が経過し、その間資本ストックの伸び率がかなり低下してきているといったこともあり、また労働力が本当に戻ってくるのかどうか、特に長期失業者についてはなかなか分からないところがあり、こういったところが今後どのように展開していくかによっては、中長期的な潜在成長率も鈍っていく可能性はあると思う。一方で、危機後5年を経て、設備投資等もリバウンドする条件は整っているということもまた確かであり、今回の景気の回復局面がよりしっかりしたものになり、設備投資等にも結びついていくということであれば、潜在成長率の低下の限度は最小限度にとどまっていくということではないかと思う。国際局としては、特段数字として潜在成長率を計測することはしていないが、経済の先行きを見通すうえで、労働生産性や労働参加率の動きが米国経済の成長にどのように影響を与えていくかについて、色々なシミュレーションをしているといったところである。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

次に国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明したい。図表3の輸出入関連指標をご覧頂くと、実質輸出は、8月に前月比+6.4%と大幅に上昇した後、9月は-4.4%と再び減少している。四半期でも7～9月は前期比-1.1%と減少している。4～6月は+3.5%と高い伸びであったので、その後の小幅減少である。後程述べる生産関連の動きも踏まえると、輸出の持ち直し傾向は損なわれていないと考えているが、やや勢いを欠く展開である。一方、9月の輸入は増え、7～9月でも+2.6%となっているが、これは基本的に内需が資本財も含め堅調であることを反映したものと思う。この結果、7～9月の外需は少しマイナスになっていくと思う。図表5で輸出を地域別にみると、7～9月は、米国は小幅減少であるが、前期がかなり高い伸びであったので、増加基調は維持されていると思う。EUは持ち直しの動きがはっきりしてきており、中国についても持ち直してきていると言えると思う。一方で、ASEANはかなり弱く、その他地域については、本来円安のプラス効果が出やすいところではあるが、ロシア、オーストラリア、インド向けを中心に、足もとでは弱めの動きとなっている。先程も議論があったが、新興国の景気減速の影響が出ている可能性があると思っている。先行きについては、為替円安の影響や、海外経済は全体としてみれば少しずつ良くなっていくとみているので、輸出は増加していくとの見方で良いと考えている。ただ、増加ペースは、例えば3か月前にみていたよりはやや緩やかなものにとどまる可能性が高いと考えている。

次に、国内需要をみると、前回会合以降では図表14（1）で機械受注の8月の統計が出ており、この結果、民需は、4～6月に続いて7～8月もしっかり増加しており、特に、出遅れていた製造業についても2四半期連続で

増加し、持ち直しが次第に明確になりつつあると思う。図表 15 は中小企業の設備投資実施企業割合であるが、これまで非常に強かった非製造業に加え、製造業も持ち直してきている。図表 16 (2) をご覧頂くと、2013 年度の中小製造業の設備投資計画は当初計画からしっかりと上方修正され、前年比+7.7%の計画となっている。こういった動きを踏まえると、製造業においても現時点では維持・更新が中心と思われるが、企業収益の改善などに伴って投資意欲は上向いてきており、設備投資全体の回復の確からしさも次第に高まりつつあるとみて良いと思う。

次に、個人消費についてご説明する。図表 18 (3) はGDPに即して作成した消費包括指数、消費総合指数であるが、年前半にかなりのテンポで駆け上がった後、7、8 月は横ばい圏内、若干のマイナスである。ただ、このことは、消費がこれから弱まる可能性を示唆するものではないと考えている。この点、図表 17 をご覧頂くと、家計調査はいずれでも、9 月は前月比でかなりの増加となり、販売統計、商業販売統計も、小売販売額は 8 月に前月比+1.9%増えた後、9 月も+1.0%と増えている。9 月は連休中に台風が来たのでそれはマイナスに効いているが、秋・冬物の売れ行きは好調である。この点、関連指標として図表 21 の消費者コンフィデンスをご覧頂くと、一頃株価反落の影響からコンフィデンスにやや頭打ち感がみられていたが、9 月の消費者態度指数や景気ウォッチャー関連指標をみても、改善の動きがみられていると思う。こうした消費の足もとの底堅さ、マインド改善の背景には、後述の雇用・所得環境の改善があると思う。当面は、その影響に加えて消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響も強まっていくと考えている。

家計支出関連では、図表 22 の住宅関連で 1 点だけご説明しておきたい。9 月の首都圏マンション販売が出ているが、前年比で+71.5%と大幅に増え、7~9 月でみてもかなり増加している。業界では、消費税率引き上げ前の駆け込み——9 月までに契約すれば消費税率は 5%のまま——が影響しているが、同時に、金利や物件の先高観といったもう少し基調的な動きの影響も大きいのではないかとといった声も少なくない。いずれの要因が大

きいかは、駆け込みの影響が剥落する下期の販売動向をみていけば、ある程度は分かるのではないかと思う。

続いて、図表 25 の鉱工業生産である。鉱工業生産については、8 月は若干下がったが 9 月は再び増加し、予測指数も 10 月、11 月と月次で振れはあるが増加傾向を示していると思う。図表 26 (2) の製造業 PMI は、今朝出た 10 月の数字は 54.2 と、9 月の 52.5 からさらに幾分上昇している。このように、生産は緩やかながらも増加傾向が続いていると思う。出荷面で財別の特徴点を 2 点申し上げると、図表 27 の建設財は、公共投資、住宅が良いのでこのところ増加が目立っており、資本財についても、振れはあるが緩やかながら持ち直している。これまで輸出に引っ張られていた自動車に加え、国内の投資関連が生産増加に影響し始めている様子が窺われる。

雇用について、図表 30 をご覧頂くと、失業率は月々の振れはあるが 9 月の数字が再び下がり、振れを伴いつつも低下傾向ということかと思う。有効求人倍率も、均してみると上昇傾向であると思う。それに先行する新規求人倍率は、図表 29 にあるとおり、9 月は 1.50 倍とさらに幾分上昇し、2007 年 8 月以来の水準となっている。新規求人の内訳をみると、非製造業はこれまでずっと強く足もとも強いが、このところは製造業の持ち直しも出始めたことが変化点かと思う。このように、労働需給は着実に改善を続けており、労働力調査の雇用者数の 9 月が前年比で +1.0% と伸び率を緩やかに高めている。毎月勤労統計の賃金には、足もとまだ目立った上昇はみられないが、先行きについては、第 1 に労働需給の改善、第 2 に企業収益の増加、第 3 に政労使の連携による好循環に向けた取組みといったことを踏まえると、なお不確実性はあるが、来年度にかけて賃金が緩やかながらも上昇に向かう可能性は少しずつ高まっているという感じがする。

最後、物価について申し上げたい。図表 39 で除く生鮮食品の 9 月が前年比 +0.7% と、8 月の +0.8% に比べてプラス幅を若干縮小している。これは、石油製品や電気代で前年の裏ということもあり、8 月に比べてプラス幅が縮小したことによる。電気代については、昨年 9 月の東電の値上げ

の影響が一巡したことがあると思う。一方で、除く食料・エネルギーは前年比ゼロまで改善したが、これは2008年10月以来である。図表40の月次平均値、あるいは上昇・下落品目比率もこのところ着実に改善しており、個人消費が底堅いもとで、コスト転嫁などの動きが広がってきていることを示唆したものと理解している。10月以降については、図表41に東京の10月が出ているが、9月に若干低下した後、10月が再び改善している。改善している理由を3点申し上げると、第1に公共料金、傷害保険料が10月から値上がりしたこと、第2に財で食料工業製品の値上げが増えたこと、第3に一般サービスで「他のサービス」が円安に伴う価格改訂から、外国パック旅行が10月から値上がりしたといったようなところが背景かと思う。保険料の値上げについては、われわれが想定していた数字に比べると若干小さめであったが、物価全体としては、概ね想定に沿った動きと考えている。このため、全国でも10月は+0.8%、場合によっては+0.9%となる見込みであり、下期中には1%まで上昇するのではないかと考えている。

以上を簡単にまとめると、景気、物価の双方において、現状、先行きとも全体としてみれば、これまでの判断を変更する必要はないと考えている。ただし、中身については、内需が上振れ気味の一方、外需が下振れ気味という傾向が続いている。このため、先行きについてリスクは上下双方にあるとみているが、当面は、特に海外経済のもたつきに伴う下振れリスクに注意が必要と考えている。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

佐藤委員

生産と輸出の関連について伺いたい。先程の説明では、輸出は7~9月に前期比でマイナスになったが、生産は、予測指数等からみるとしっかりしており、落ち込みは一時的で先行きは徐々に持ち直していきだろうと

いうことであった。私もそのように思っているが、生産をどのように評価するかであるが、9月の速報が前月比+1.5%であるが、予測調査ベースの実績をみると前月比+3.7%とかなり強い。9月に3.7%増えて、かつ10月の予測指数が+4.7%である。前回の配付資料では、9月時点の予測調査が実績で-3.5%、その後+5.2%であったので、均せば大したことはないのではないかとという評価で、実際そのとおりであった訳だが、今回の場合、3.7%増えてなおかつまた4.7%増えるという予測はずいぶん強いという印象があり、この調子でいくと、シナリオどおり輸出も10~12月期に順調に立ち上がってくると、多少楽観的にみて良いのかどうかというところを、確認の意味でお伺いしたい。

もう1つは、物価に関して、非常に細かいことであるが、デジタル家電類でパソコン等の価格が下げ止まってきているのはそのとおりだと思うが、その中で、特異な動きをしているのがプリンターである。確か前年同月比で+83.4%と変な動きをしているが、サンプルの入れ替えなど、何か特殊要因があるのか。

前田調査統計局長

2点目のご質問からお答えすると、どうも対象銘柄が変わったようである。恐らく新製品の投入だと思うが、通常、銘柄変更の場合、品質の上昇について判断がなされるが、今回は品質が変わらないということで上昇したと、推測している。従って、これが傾向的に続くかどうかは分からない。もう1つ申し上げると、新製品の投入時期が前年は10月、今回は9月というところでも強く出てしまったということがあると思う。

最初のご質問については、9月が強く10月も非常に強いが、もしこれが実現すると、われわれが思っていたよりもかなり強い数字になり、生産が強いということになり、思っていたような「緩やかな増加」ではなくなる。これについては、別途、マイクロヒアリングを行っている途中であるが、聞いているところよりもかなり強く、やや出来過ぎた数字であり、現時点では、これが実現する可能性はそれほど大きくないのではないかとみてい

る。その理由としては、企業から聞いている感じがそういうことであるということと、ここまで増えるためには輸出が相当増えないとなかなか実現しないが、輸出がそこまで強い感じはない。例えば、今日出たPMIをみても、輸出のPMIもそこそこの水準ではあるが、50を若干上回る程度の緩やかな回復しか示していない。10月の予測指数が+4.7%とかなり増加しているが、それに大きく寄与しているのがはん用・生産用・業務用機械で、これが15.8%増えている。あと通信機械が17.3%増えているが、ここはあまり信頼度が高くなく結構振れるので、+4.7%という数字はかなり割り引いてみておいた方が良いと思う。今のところ、緩やかな増加というこれまでの見方が実現する位とみておいた方が良いと考えている。

白井委員

調査統計局が推計しているGDPギャップと、短観の労働と設備の過剰感から出てくる需給ギャップの指標であるが、足もと乖離が非常に拡大しているように見える。一見した感じでは、短観では労働者の不足感が非常に出てくる気がするが、GDPギャップと短観から出てくる需給ギャップの差は、主としてどのような要因に起因しているのか。

前田調査統計局長

短観のDIは1人1票であり、今どこで特に不足感が強いかと言うと、内需が堅調な中小非製造業での不足感が強い。ここは1社1社の規模は非常に小さいが、DIは1人1票のために、マクロで起きているよりもやや強めに出過ぎているのだろうと思う。実際には、製造業では雇用も設備も過剰感が出ているので、どちらが正しいかは分からないが、短観は上に出過ぎている。

白井委員

直感では、短観では労働市場の不足感が非常に強く出ているように見える。

前田調査統計局長

それは、1人1票のために特に中小非製造業の影響が短観では大きく出ているということかと思う。

石田委員

図表 27 の建設財をみると、リーマン・ショック前の水準に比べて出荷が-30%程度とかなり落ちている。建設財の場合、土木と建築と分けると、土木はリーマン・ショック前より今の方が、発注ボリュームが大きいような気がするので、建築の方からみると、過去の方がかなり高く今がより低いにもかかわらず、地方での金融経済懇談会での話や報道などでは、型枠工や鉄筋工の需給が非常にタイトだということである。私は、リーマン・ショック前はリース会社で建設会社や建築会社と付き合いがあったが、そのような声はあまりなかった。バブルの最盛期には、型枠工が足りないとか、日給が3万円だとか4万円だとかという話があった。これは、雇用の構造変化が大きく進んでいるということか。

前田調査統計局長

幾つかの背景があると思うが、第1に、過去10年建設労働者が相当減った。正確な数字は記憶していないが、全国では3割程度建設労働者が減ったのではないかと思う。特にリーマン・ショック後、需要が落ち込む中でその傾向が強まったと思う。第2に、おっしゃるとおり土木と建築に分けると、復興需要で土木が増えており、特に瓦礫処理や除染など人手が必要な需要が増えた可能性があると思う。第3に、建築需要自体もあの頃と比べれば水準は低いですが、建設財は相当減っており、恐らくあの頃よりも輸入比率が高まっているので、国内生産についてはそのようなストラクチャルな部分もあるかもしれない。こういったことが現時点で考えられる背景である。

木内委員

実質輸出がこの数か月毎月振れており、例えば内閣府が出している実質輸出と比べても振れが大きいし、財務省の輸出数量や民間の試算値などと比べても単月の振れが非常に大きい。四半期で均すとあまり変わらないという話は従来から聞いているが、改善の余地がないのかどうかを聞きたい。それと関連して、元々違った統計で加工して実質化しており、以前ご説明頂いたように為替の換算のタイミングがずれるなど、為替が動いている時には実質値が非常に振れやすいということかと思うが、一方で、財務省の輸出数量指数は貿易財の構成の変化の影響を受けてしまう。そういう意味では、長い目でみると、付加価値がどのように変化したかを実質化するためには、日銀の輸出入統計でデフレートするのが良いのかもしれないが、単月でみた場合には、単月の貿易品の構成の変化よりも先程の為替換算のずれの方がずっと大きく出てくるのではないか。多少長いトレンドでみる時には、実質化としては良いのかもしれないが、単月の統計としてみる場合には、財務省の輸出入数量よりも振れを大きくしてしまっている面もあり、単月の数字としてみる場合に良い指標なのかどうか。特にこの数か月間は、輸出数量の数字の出方次第で景況感が毎月振れるような感じでもあったので、改善の余地あるいは改善の考えがあるのかどうか教えて頂きたい。

前田調査統計局長

木内委員ご指摘のように、この統計については前々から改善の余地がないかと色々工夫は進めているが、為替が動く時にはそういった問題が出やすいことは認識している。一方で、為替が安定している時は、輸出数量より実質輸出の方が正しい数字だろうと思うし、そもそもGDP統計がこのような方法で作られているということなので、やはりそれに合わせるのが良いのではないかと思う。われわれとしては、これをベースに考えつつ、為替が大きく変動する時にはその影響をある程度試算したり輸出数量もみて判断することで、現時点では良いと思っている。ただ、例えば、実質

輸出のために工夫した訳ではないが、輸出物価統計で以前はかなり受注ベースでの計数が多かったが今は出荷ベースにかなりシフトしており、そのことは為替の問題ではないが、受注と出荷のラグを直すことによって実質輸出の改善にも繋がるということであり、これも1つの工夫である。われわれもある程度問題があることは認識しているので、そういうことも含めて、何か工夫の余地がないか検討していきたいと思っている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

最後に金融環境について報告をお願いします。

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は、家計と企業のインフレ予想であるが、(2)の消費動向調査で9月の数字が出ており、加重平均、あるいは「上昇する」の割合は、いずれも小幅ではあるがさらに増えており、これまでの傾向どおりである。図表2はエコノミストのインフレ予想であるが、(2)のESPフォーキャストをみて頂くと、10月調査で2013年度が0.59%と、四捨五入すると0.6%まで上がってきている。2014年度、2015年度は前月とあまり変わっていない。2014年度については9月2.75%から10月2.78%とほぼ横ばい、2015年度は若干下がっており、消費税率引き上げの影響を除くベースで、1.03%から0.91%と0.1%ポイント程度、少し下がっているという感じである。相変わらず足もとの変化が中心であると思う。(3)のコンセンサスフォーキャストは半年に一度であるが、今回は10月の数字が出ている。いずれも上がっており、6~10年後の平均が1.3%、4~5年後の平均も1.3%、一番近いところの1~3年後の平均が1.7%である。ESPフォーキャストの長期予想等をも、少し長いタームで見ると、長いところを含めて上昇傾向にあると思う。図表3(2)のインフレーション・スワップ・レートも、直近のところの2年物は若干上昇傾向であるが、5年先5年、あるいは5年物は5月頃にか

けて上がった後、ほぼ横ばいで変わっていない。(3)のBEIは前回会合対比あまり動いていない。

図表8の企業の資金調達コストであるが、貸出約定平均金利はまだ出ていない。長期プライムレートは9月1.30%とあるが、(注)にあるように、10月10日に1.20%とさらに下がっている。住宅ローン金利が下がっているというアネクドータルな情報もあるので、全体として貸出金利は低下方向で間違いはないと思う。CPと社債は、CPが0.11%となっておりこの局面でのボトムである。社債の発行レートは0.37%と、ベースレートの低下を反映して下がっている。全般に資金調達コストは安定しているという理解である。

図表12はボリューム関連である。民間部門総資金調達全体でみると、横ばい圏内であるが、9月は、8月の0.9%から0.8%と0.1%ポイント低下している。下がった原因は、CPのマイナス幅が拡大していること、社債のプラス幅が縮小していることによるものである。貸出は、9月は8月と同じ+2.3%である。四半期ベースでは1~3月から1.8%、2.1%、2.3%と上がってきたが、ここへきて前年比の伸び率は横ばいになっている。大きな流れは変わっていないと判断している。CPと社債については、CPが-12.2%、社債が+1.4%であるが、CPは去年の裏が出ている面がある。電力や電機で社債が発行できずCPを発行していたことの裏が出ているということもあるので、CPはこのところマイナス傾向にある。また、銀行貸出に一部流れているという話もアネクドータルには聞かれている。国内公募社債とエクイティファイナンスは、国内公募社債の10月は4,250億円とあるがこれは10月24日までの途中経過である。この後パイプラインを含めると5,000億円を少し超えてくると予想される。前年が5,700億円であったので、ほぼ前年並み、例年並み位に落ち着くのではないかと思っている。公募社債は、4~6月が9,500億円と1兆円近い増加となった後、7~9月が5,016億円とほぼ例年並みで、10月もその傾向が続いているということだと思う。株式調達額の1,773億円、J-REITの1,099億円という数字は、いずれも引き続き大きい数字であり、エクイティファ

イナンスおよびJ-REITの調達は引き続き盛んであるという理解で良いと思う。

図表 17 のアベイラビリティの関係ではローンサーベイが出ているので申し上げる。資金需要DIは、企業向けの資金需要判断については増加基調できており、季調値で7~9月の4から10~12月は3になっているが、これはあまり変わらない状況で増加基調が続いていると理解している。個人向けについても、16 から 16 と資金需要の判断はあまり変わっていない。同じローンサーベイの銀行側の貸出運営スタンスについても、大企業向けが 11 から 11、中小企業向けが 17 から 18 と、引き続き積極化している状況は変わっていないと判断している。その他中小企業系で幾つかアベイラビリティ指標が出ているが、これまでの判断と変わりはない。図表 19 の倒産については、9月の倒産件数は820件で引き続き極めて低水準である。業種別もほとんどマイナスであるが、先程話題に出た建設業が172件、前年比約30%減で、元々建設業自体の数が減っているということもない訳ではないが、ここへきて公共投資、住宅投資等が出ている中で建設業の倒産が減っているということだと思われる。

最後に、図表 21 のマネーストックであるが、M2で8月、9月と+3.8%で変わっていない。1番大きなウェイトを占める貸出がほとんど変わっていないので、マネーの状況も前年比で4%弱のプラスを続けており、全体としては、これまでの判断と大きく変わることはないと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

図表 13 の資金調達に関して、まだ僅かな動きかもしれないが、この数か月間で、資金調達全体についても銀行借入についても若干のピークアウト感、伸び率の頭打ち感が出てきている。調達環境は依然として改善の方

向にあるとは思いますが、マクロの成長率は少し落ちてきているということもあり、例えば2006年のように、景気のピークということではないがスピード調整の中で資金調達の増加ペース自体が頭打ちになったとみられるのか、それともそのように判断するのは少し早計なのか。これに関連して、CPが足もと落ちているのは前年の水準が高かったからという説明であるが、それにしてもペースが落ちているのは確かである。過去をみるとCPの調達が落ちている時は、むしろ長期の資金調達ができるので、社債、銀行借入にシフトし、資金調達が増える時に落ちるという面がある一方、例えば、金利の先高観から前倒しで調達してきたところが落ちてきて、それについては社債も銀行借入も同様であり、環境は良いが需要自体が少し落ちてきているということであれば、CPの足もとの弱さ——特に9月は相当落ちている——は、調達全体として先行き少しペースが落ちてくる兆候だという見方もできると思う。CPの動きを含め、調達全体の先行きについてはどのようにみているのか。

内田企画局長

まずCPから申し上げると、基本的には、この間、電力などを中心に社債の調達ができるようになっており、銀行貸出に一部動いていることも先程申し上げたとおりであります。図表12でCPのウェイトをみて頂くと、銀行貸出に比べウェイトはかなり小さいので、少し動いただけで10%減というようなことが起こるといったことではないかと思っています。より本質的に、全体あるいは銀行貸出の前年比がこの後どのようにっていくかは、1つの注目点だと思っています。例えば、図表13(2)の民間銀行貸出をご覧頂くと、昨年暮れ頃から、大手行を中心にかなり伸びを高めてきているので、前年比で2%強の伸びを続けていくとすると結構大きな伸びで加速していくことを意味するので、実際にそのようなことが起きるのかどうかは、1つの注目点だと思っています。今の状況は、図表14(2)の企業規模別をみて頂くと、わりと大きなウェイトを占めている中小企業向けがここへきてプラスになってきている。一方、大企業は、電力の動き等を反映し

たものだと思うが、伸び率はまだ高いが前年比では少し頭打ちの感じがある。この辺の綱引きでどちらが勝つのかということではないかと思っている。今の段階で、これ以上伸びないとまでは思っていないが、去年の伸びが高いだけに、発射台が高い中でこの前年比を維持できるのかについては、暮れにかけての1つの注目点であろうと思っている。

IV. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は、政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付し、説明をお願いする。

[事務局より展望レポート案を配付]

内田企画局長

お配りした「経済・物価情勢の展望（2013年10月）」【案】の8頁をご覧頂きたい。こちらに頂いた数字を集計したものがあるが、中央値を中心に申し上げる。実質GDPは、2013年度は7月時点の見通しが+2.8%であったが、今回は+2.7%と0.1%ポイントの下方修正となっている。一方、2014年度については、7月時点の+1.3%が+1.5%と0.2%ポイントの上方修正になっている。2015年度は、+1.5%から+1.5%で変わっていない。続いて消費者物価指数（除く生鮮食品）であるが、2013年度は+0.6%から+0.7%と0.1%ポイントの上方修正である。2014年度は、消費税率引き上げの影響を除くケースで+1.3%のまま変わらず、2015年度は+1.9%で変わらずである。

9頁は、別途頂いているリスク・バランス・チャートの集計である。その結果、実質GDPについては、○が中央値、濃いシャドーが40~60%のレンジだが、いずれも黒い中、ほぼ真ん中に近いところに入っており、上下の幅もあまり変わらないので、ほぼバランスしているということだろうと思う。CPIも、20%の範囲に中心が入っているので、概ねバランス

しているということかと思っている。ただ、若干下にテールが長いところもあるので、GDPとは書き分けをすることでどうかと考えている。

以上を踏まえて、事前にお配りした資料には入っていなかった部分だけ申し上げると、3頁で、成長率については今申し上げたとおりであるが、7月の中間見通し対比で今年度が0.1%ポイントの下振れ、来年度が0.2%ポイントの上振れで、この程度の変化であれば、過去は概ね不変という判断をしてきているので、シャドーにあるとおりの「概ね不変」という案にさせて頂いている。消費者物価は、除く消費税ベースで記述しており、「マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている。こうした見通しを7月の中間評価と比較すると、概ね不変である」としている。

6頁の第1の柱、第2の柱であるが、まず第1の柱については、「見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高い」と全体の判断をしている。第2の柱の方は、先程申し上げたように、リスクのバランスは若干書き分けており、まず経済については、「海外経済の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる」、物価については、「中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしている」と、物価の方は「概ね」を付けている。

最後に7頁であるが、金融政策については、前段のところで「金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実体経済や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている」としている。その次の「今後とも」以下のところは、毎回書いているいわゆるフォワードガイダンスの部分をそのまま記述している。以上である。

黒田議長

今の執行部の説明に対し、ご質問があればどうぞ。なければ今からコー

ヒーブレイクを取りたいと思う。10時40分に再開する。

(10時33分中断、10時40分再開)

V. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、および次回決定会合までの金融政策運営について、1ラウンドで1人7分程度を目途に発言をお願いします。まず、白井委員からお願いします。

白井委員

まず、2015年度までの見通しを示すに当たり、本年7月の中間評価時点と比較して考慮すべき特徴として4点指摘する。第1は、米国の債務問題が来年初めまで先送りされたこととF e dの資産買入額縮小開始時期を巡る不確実性が高まったこと、第2は、新興諸国の回復ペースが緩慢になっており、資本フローの変化によって景気が左右される可能性があること、第3に、中国の成長率は足もとでは改善がみられるものの、地方政府債務の拡大や不動産価格の急上昇を伴っているため持続可能ではなく、しかも金融引締めの可能性があるので先行きに不透明感があること、最後に、国内では株高・円安トレンドが止まり横ばい圏内の状態が続いていることである。

これらの変化を踏まえた実質GDP成長率の見通しを申し上げますと、7月時点対比で、2013年度について上方修正をしたほかは変えていない。その理由は、確かに政府の追加経済対策は2014年度からの経済成長率を押し上げるが、それを相殺する要因もあるからである。まず、予想以上に実質輸出や鉱工業生産が伸び悩んでおり、先行きの見通しも引き下げている。今後、海外経済の回復とともに自動車や資本財の輸出の拡大がある程度見込まれる一方で、多くの企業が現地生産を進めていること、企業の中にはイノベーションの遅れから国際競争力を低下させている先もみられ

ることなどを考慮している。その他の相殺する要因として、資産効果の一巡や生活費の上昇もあって駆け込み需要を除いた消費の回復力に一服感がみられること、企業の設備投資も維持更新やR & D投資は増加が見込まれるものの能力増強のための投資が限定的なことから、緩やかな回復にとどまる可能性があるともみている。消費と設備投資を恒常的に増やし資金需要も高めていくには、家計の将来収入や企業の将来収益についての上昇期待を高める成長戦略が不可欠である。現在、国会で審議を進めて頂いているところだが、最近、一部内外投資家から、期待するほどの構造改革が打ち出されない可能性を懸念する声も聞かれているようである。

わが国の物価の見通しについては、7月時点の見通しを維持している。4月にも申し上げたが、長期インフレ期待の上昇は緩やかに起きると考えられることに加え、需給ギャップの改善が実際のインフレ率に反映されていくまでには、ある程度の時間を要すると考えられるからである。9月日銀短観では非製造業大企業の販売価格D Iがプラスに転じ、製造業大企業も販売価格D Iがほぼゼロ近傍まで改善している。しかし、中小企業については製造業、非製造業ともに販売価格D Iがマイナスにとどまっているうえ、先行きマージンの悪化が予想されているので、中小企業による今後の価格転嫁の度合いが物価動向の鍵を握る。特に2014年度は、企業が消費税率の引き上げ分に加えて、金融緩和等による価格上昇効果を販売価格に十分上乘せするかについては不確実性が高く、一部の引き上げは2015年度以降に先送りされると想定している。

景気の上振れ・下振れ要因については、全体のリスクバランスは、4月以降繰り返し申し上げているように、下方に傾いていると判断している。特に、輸出が中心的な見通し以上に伸び悩む可能性、賃金の伸びが物価上昇率に追いつかない可能性、家計・企業の中長期的な成長期待が下振れる可能性に留意している。こうした景気の下振れリスクは、現時点の方が4月、7月時点よりも明確になっているので、展望レポートでは中心的な経済見通しに対する上振れ・下振れ要因のセクションの最後に、総括として「全体としては、下振れリスクを意識する必要がある」と明記するのが良

いと考えている。なお、消費税率の引き上げが経済へ及ぼすリスクについては、4月決定会合で私は懸念を表明し、展望レポートの書き振りが不十分であるとして対案を提出したが、今回のレポートでは、私の意図を反映してこの点の分析がしっかりと書かれている点は歓迎する。

次に、物価の上振れ・下振れ要因については、全体のリスクバランスは、これも4月から繰り返し申し上げているように、下方に傾いていると判断している。まず、中長期的なインフレ期待の上昇ペースが緩慢または横ばい圏内の動きとなっており、見通し期間中に2%まで上昇する可能性については不確実性が高いとみている。BEIなど一部のインフレ期待に関する指標は昨年末からの円安傾向と整合的なかたちで上昇してきたが、今年半ば以降は、ドル/円相場が横ばいに転じた動きに合わせるかのように、横ばいに近い状態となっているように見える。今後、年末までは実際の物価上昇率が1%前後で推移していく見通しであるが、果たしてそれにつられてインフレ期待が一段と上昇していくのかに注視している。また、一般的には消費税率引き上げがインフレ期待を高める効果がないことが実証研究で明らかにされているが、わが国の場合、消費税率の引き上げと併せて、政府主導で賃金引き上げを促すことで、二次的効果として物価の上昇をもたらしやすい環境を意図的に作ろうとしている面があるため、インフレ期待を引き上げるきっかけとなる可能性がある。とはいえ、この点は賃金上昇の程度にもよるため不透明である。さらに、GDPギャップに対する物価の感応度、すなわちフィリップス曲線の勾配の変化についても、不確実性が高く、想定するほどスティープ化しないリスクがある。

以上より、物価についても現時点では4月、7月時点よりも下振れリスクが高まっているので、展望レポートの物価見通しの上振れ・下振れ要因のセクションの最後に、総括として「全体としては、下振れリスクを意識する必要がある」と明記した方が良いと考えている。また、金融政策運営の章の最後の段落で「わが国経済は2%の「物価安定目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている」と記載している点について、「順調にたどっている」ではなく「緩やかにたどっている」との表現の方が適切では

ないかと考えている。確かに、実際のコアCPIは、6月にプラスに転じて以降、2%目標に向かって足もとでは順調に推移しているが、「目標の実現に向けた道筋」については「順調」とまでは言えないと思う。その理由は、①物価上昇の大半が円安とエネルギー価格の上昇で説明されること、②インフレ期待と2%目標との間に乖離があること、③2%達成が可能とみる市場参加者、有識者が少ないことなどから、先行きの道筋についての不確実性が高いと思われるからである。

続いて、展望レポートの構成について「2つの柱」の記述に焦点を当てて、私の見解を申し上げる。4月会合では、2つの柱の記述に関して読みやすさの改善のために提案を行った。その理由は、展望レポートを読んでもくださる国民の視点に立つと、2つの柱に関する記述は、趣旨を理解することが困難であるうえ、一読して理解できるような親切的な書き振りとなっていないからである。そこで4月には、2つの柱という用語を一切使わずに、全体の文章を通して該当箇所に必要な説明を織り込むという提案を行った。これは残念ながら否決されたものの、今回の展望レポートでは、脚注を新たに挿入し、関連する今年1月の公表文を参照するよう指摘している点は、私の意図を汲み取って頂き歓迎する。しかし、読者にとっての分かりやすさという視点に立つと、同じ文書内で説明が完結していないため改善となっていない。そこで、4月提案がベストだと思うが、今回は改善の策として新たな提案を行う。一言で言えば、最初のページの基本的見解のサブタイトル直後に、導入部分として新しい段落を挿入し、そこで展望レポート全体の流れを予め紹介し、かつ2つの柱についても簡単な説明を加えるというものである。具体的には後程説明する。

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う。私からは以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の現状認識を手短かに述べて、展望レポート、金融政策判断の順に申し上げる。まず、経済・物価情勢の現状認識だが、海外経済については、欧州経済は、底を打ち持ち直しへ向かっている。コア国のみならず周縁国も含めて企業、家計のコンフィデンスが改善基調にある中、小売売上などの内需も底を打っている。注意すべき点としてはユーロ高の進行があるが、輸出への影響等は今後注視していきたい。米国経済は、全体として堅調な回復を続けている。家計部門が堅調を維持し、企業部門も緩やかに持ち直しているという基調に変化はないとみているが、一連の財政協議を巡る混乱で回復ペースはやや後退したとみている。今後、回復テンポは徐々に増していくとみているが、財政の不確実性が残る中、住宅市場の回復の一服感や消費者コンフィデンスの低下など弱めの指標も一部にみられるため、状況を注視していきたい。アジア・新興国については、中国経済は引き続き安定した成長を続けている。直近の実質GDPが前年比7.8%と前四半期対比で上昇した。当面、安定した成長を続けるとみられる。NIEs・ASEAN諸国についても、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っているという基調が維持できると思う。先進国経済の回復に伴う景気改善が今後見込まれる中で、一頃よりはタイト化している金融環境が内需をどの程度抑制していくか、また足もとの貿易の停滞がどの程度長期化するか、注目していきたい。

わが国経済は、引き続き緩やかに回復している。外需は、9月の実質輸出が、一部新興国向けの弱さ等を映じて前月比マイナスになるなど力強さが欠ける一方、内需は、公共投資が予想比やや上振れているほか、雇用・所得環境は一段と改善しており、個人消費も高水準で推移している。こうした内外需要の動向を受けて、鉱工業生産は緩やかに増加している。

物価動向については、消費者物価（除く生鮮食品）はゼロ%台後半で推移しており、見通しに沿った動きであると思う。基調的な変動を示す指標でも、食料・エネルギーを除いたベースや刈込平均値などで着実に改善してきているほか、前年比でみた上昇・下落品目の割合でも比較的

はっきりと改善してきている。個人消費などの強さを背景に、物価に対して幅広く上昇圧力がかかっていることが窺われる。また、中長期の予想インフレについても、エコノミストによるサーベイ調査、いわゆるコンセンサスフォーキャストをみると、昨年10月以降3回の調査において着実に上昇してきている姿がみてとれる。最後に、わが国の金融環境については、引き続き緩和した状況にあるということで良いと思う。

続いて、展望レポートに移る。わが国経済の2015年度までの中心見通しについて、執行部が取りまとめた見解に基本的に違和感はない。すなわち、景気動向については、個人消費など内需が堅調に推移する中で、先行き外需も緩やかながら増加していくと見込まれるため、生産・所得・支出の好循環が持続するとみている。この結果、2回の消費税率引き上げに伴う影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると予想している。物価動向についても、先行き需給ギャップが緩やかに改善するもとの、中長期的な予想物価上昇率についても徐々に上昇していくとみていることから、CPI上昇率は上昇していくとみている。

以上の見方を7月中間評価時のメインシナリオと比べると、景気見通しについては、海外経済の見通しをやや下振れさせた一方、政府の追加経済対策などを踏まえて内需の見通しをやや引き上げたため、2014年度の見通しを若干引き上げたが、全体としてはほぼ変わらない。また、消費者物価の見通しについては、足もとの物価上昇ペースを踏まえ2013年度の見通しをやや引き上げたが、2014年度、2015年度は変わらない。2015年度中には、物価安定目標である2%程度に達する可能性が高いと引き続きみている。

これらの見通しにかかるリスクとしては、上下双方向のリスクを点検した結果、景気・物価見通しとも、若干ではあるが、どちらかといえば下振れリスクを意識している。第1に、海外経済動向に関して、リスクは下方に厚いとみている。一部新興国の内需減速がアジア域内に伝播するリスクや、財政問題を抱える米国の景気が下振れるリスクには注意が必要である。第2に、家計の雇用・所得動向については、下振れとともに上振れリスク

もあるとみている。内需が堅調を維持していくためには、雇用・所得環境の持続的な改善が重要である。この点、ポイントとしては、名目賃金が今後想定どおり上昇するかどうかという点に加えて、有効求人倍率や失業率の一段の改善といった労働需給の引締まりが今後も続き、消費者マインドを高水準のまま支えていくかどうか、また成長力の源泉である労働生産性が堅調な伸びを続け、やや長い目でみた人々の所得見通しを改善させるかどうか、といった点がポイントとみている。足もとまでの労働需給や労働生産性のトレンドからみる限り、雇用・所得動向には上振れる可能性もあるとみている。

第3に、消費税率引き上げの影響についてである。下振れリスクをみているが、その程度はやや抑制されたものになってきているとみている。税率の引き上げは、実質可処分所得や消費者マインドにマイナスの影響を及ぼすとみられるが、政府において各種の経済対策等が講じられていることなどを踏まえると、消費への影響はある程度減殺されるとみられる。また、雇用環境の改善も、下振れリスクの抑制に寄与するのではないかとみている。

第4に、企業や家計の中長期的な成長期待については、上下双方向のリスクがあると思う。企業部門における需要の掘り起こしを伴うイノベーション、家計部門の雇用・所得環境の改善、政府による規制・制度改革や税制改正などといった要因に左右されると思うので、今後の展開次第とみている。

最後に、第5のリスクとして、中長期的な予想インフレ率についてであるが、これも上下双方向のリスクがあると思っている。人々のインフレ予想に関しては、過去にみられた物価・賃金の緩やかな下落の経験等を反映し、つまりバックワードルッキングな予想形成が重石となって中長期的な予想インフレ率がなかなか高まらないリスクがある。一方、フォワードルッキング、つまり先行き景気の持続的な改善が続くとの見通しが広がることなどを通じた予想形成の力が強まって、想定以上に高まる可能性も考えられる。私としては、雇用・所得環境の改善に伴って、このフォワードルッ

キングな予想形成がどの程度高まっていくかに注目している。

最後に、金融政策に対する意見を申し上げる。金融政策判断については、わが国経済は全体として、物価安定目標の達成へ向けて順調な歩みを進めており、金融市場調節方針としては現状維持が良いと思う。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。また、先行きの政策運営のガイダンスについても、従来どおり、すなわち物価安定目標の安定的な実現に必要な時点まで継続する、上下両方向のリスクを点検し必要な調整を行う、という従来のガイダンスを維持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

前回会合後の経済・物価情勢について、まず海外経済であるが、米国は、9月雇用統計が弱かったほか、政府機関閉鎖が長引いたうえ財政問題は来年1～3月に先送りとなっており、また住宅市場に若干の翳りがみられるなど、先行きの不透明感が増してきている。中国については、第3四半期のGDPで若干の回復感が出てきているが、他のアジア諸国については、引き続き力強さを欠いた状態が続いている。欧州については、下げ止まりから回復に向かう方向がより明らかになってきたようであるが、その勢いは弱いものにとどまっている。全体としてみれば、引き続き弱めの推移となっているが、今後米国経済の不透明感が払拭されていけば、次第に持ち直してくるとみている。

金融市場については、Fedのtaperingの開始時期が遅れるとの見方から、米ドルが弱くなり、米国長期金利も低下してきている。search for yieldの動きが再び強まってきており、これまで打撃を受けた新興国の一部や高利回り商品への資金流入が目立ってきている。米国で雇用統計など弱い経済指標が出ると、金融緩和が長引くとの見方から株式が買われると

いう状況は、やはり注意すべき兆候とみるべきではないかと考える。

一方、わが国については、内需は引き続き堅調を保っている。しかしながら、期待していた外需の動きについては今一つと言わざるを得ない。7月に弱かったあと、8月に強めの実績となった実質輸出が、9月には再び弱めとなり、第3四半期を通して前期比マイナスとなっている。水準で見ても、昨年来の大幅な円安のもとでも前年比マイナスを脱していない。これまでの外需が次第に景気の牽引役になってくるというストーリーに若干の懸念が出てきているところである。輸出の伸びが弱ければ、生産の伸びについても力強さを欠き、設備投資の勢いも鈍ってくる惧れがある。また、製造業の雇用や時間外給与の伸びが抑えられるなど、波及するところは大きいと思う。海外の状況が今一つはっきりせず、輸出の動きに不安のあるところから、今後の成長見通しについては、今般の経済政策パッケージを勘案しても、若干堅めにみて、これまでの想定値を変更していない。

物価については、9月消費者物価の前年比はコアで+0.7%となった。コアコアでは0.0%と、2008年12月以来のマイナス圏を脱することになった。2%の物価安定の目標に向けては、エネルギー関連の押し上げだけでなく、幅広い品目で改善の動きが広がっていくことが必要であり、今のところその方向に向かいつつあるとみている。今後、この勢いを保っていくためには、賃金の適切な伸びが必要となるが、足もとで徐々に来年度のベースアップ実施への流れができつつあることは心強いところである。物価上昇の今後の見通しについては、基本的にこれまでの見方を変えていないが、本年度を上方に微修正した一方、来年度をその分下方に変更している。

展望レポートについては、経済情勢は、「基調的には潜在成長率を上回る成長を続ける」、物価は、「見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い」という執行部の案で結構だと考えている。

金融政策については、前回会合より基本的に変更する理由はなく、現状の政策を維持することが適切と考える。なお、緩和の進展により短期ゾー

ンの需給が大きく緩んできており、9月末にあったように決算期末などには市場参加者の色々な思惑が短期金利に大きな影響を与える可能性がある。このため、短期物のオペについて、今後、金額、タイミングを状況に応じて柔軟に調整することが望ましいと考えている。その結果として、マネタリーベースの残高が各月末にリニアな増加を示さなくても問題はなく、各月の増加幅にある程度の変動があっても差し支えないものと考えている。私からは以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

第1に経済見通しについて申し上げる。本年前半は、財政発動と円安・株高によるマインド好転から個人消費をはじめ内需を牽引役に、日本経済は2四半期連続で年率4%前後の高成長となった。もっとも、年前半の中国経済のもたつきなどから輸出の持ち直しは緩慢で、内外需あるいは製造業・非製造業のパフォーマンスは対照的であった。直近7~9月期は年前半の反動で個人消費が横ばい圏内となる中、輸出が不振で成長率は年率1%強に減速すると思う。もっとも、足もとは各種マインドの好転がみられ、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も見込まれることから10~12月期から1~3月期にかけて成長率は再び高まり、年度を通じてみれば7月時点の私自身の見通しと変わらないとみている。

2014年度は、当初4~6月期は駆け込み需要の反動で一時的に経済は落ち込むが、前回1997年の税率引き上げ時とは幾つかの点で環境は異なる。すなわち、第1に、政府が総額約6兆円の景気対策を発動する予定であること、第2に、一部新興市場国のトリプル安はFedの tapering 見送りとともに落ち着きを示すなど、1997年のような通貨危機に発展する公算は低いこと、第3に、わが国の金融システムは全体として安定性を維持していることである。こうしたことから、2014年7~9月期以降は緩やかな

成長軌道に復すると見込んでいる。7月時点の見通しからの変化という点では、外部環境的には、IMFの10月の世界経済見通しに示されるように、新興国の成長見通しが低下したことが国内経済の下押し要因となる一方、先に挙げた景気対策による押し上げ効果も見込まれることから、2014年度の私自身の見通しは、両者が相打ちとなりほぼ変わらない。2015年10月には再度の消費税率引き上げが予定されているが、見通し策定に当たっての考え方は2014年度と同じで、私自身の予想も7月時点とほぼ同じである。

ただし、以上申し上げた見通しは以下の前提に基づくベストケースシナリオである。すなわち、第1に、一旦先送りされたFedのtaperingは先行きスムーズに実施され、市場の著しい混乱には繋がらないこと、第2に、中東では地政学的リスクが燦るが国際商品市況の高騰には発展しないこと、第3に、欧州債務問題は市場の動揺には繋がらないこと、第4に、米政府は長期間の政府閉鎖や債務不履行等の混乱には至らない、といった点である。以上の前提がどこか崩れれば日本経済に相応の影響が及び得る。また、米国をはじめ主要国・地域の潜在成長率が近年低下している可能性があり、それとの関連で、米欧のデフインフレ傾向が続いていることを含め、私自身のリスク認識はやや下方に偏っている。

第2に、物価見通しについて申し上げる。足もとまでは、円安やエネルギー価格上昇のほかデジタル家電類の下げ止まりなどを映じて、消費者物価コアの前年比上昇率——以下、物価と申し上げる——が、私自身の想定を若干上回った。目先の物価は、同要因から11～12月にかけて1%に達すると見込まれる。ただし、この種の物価押し上げ影響は、足もとの為替・原油価格などを横ばいと置けば、直近7～9月期をピークに減衰すると思われる。本年前半の高成長による需給ギャップ改善の影響が2014年度に現れるとしても、フラット化したフィリップス曲線を前提とすれば、物価が1%を大きく超えて推移するとの想定は無理があるように思われる。よって、私自身の2014～2015年度の見通しは7月時点からさほど変わらず、前回の政策委員の中心的な見通し対比慎重にみている。

私の慎重な予想に対する上振れリスクとしては、バブル崩壊以降、物価が1%超の滞空期間はほとんどなく、あったとしても原油高、円安によるコストプッシュインフレで持続性はなかったため、仮に、先行き1%前後の物価上昇率がある程度続く場合、家計、企業、市場の期待形成に変化が生じ、予想インフレ率が上方シフトすることもあり得ない話ではないと思う。もっとも、過去15年超続いたデフレのもとで、デフレ期待は粘着的であり、短期間で期待が変化するかどうかは引き続き不確実性が高い。その点では賃金の動向にも着目している。政労使協議にみられるように、政府の後押しで経営者がベア実施に前向きな姿勢を示し始めていることは特筆すべき変化である。賃金は上がらないものという消極的な期待が前向きに変化するカタリストとして、貴重な一步であると思う。ただし、期待の変化が生じるためには、こうしたベアが来春限りではなく複数年に亘って実施されるという実績が重要だと思う。また、パート比率の趨勢的な上昇による所定内賃金への構造的な下押し圧力を勘案すると、一部の優良企業に限ったベア実施ではマクロ統計上有意な賃上げに繋がらない可能性もある。以上、総じて、私自身のリスク認識は慎重な見通しをもってしてもなおやや下方に偏っている。

以上の経済・物価見通しを受けた展望レポートの書き振りだが、経済情勢については執行部案に大筋で異論はない。物価情勢については、私自身の物価見通しと乖離があるため、後程金融政策運営の箇所と併せて一部修正の議案を提出したいと思う。

最後に、政策については、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持が妥当である。資産買入れについては、9月に短国の需給が引締まって金利が急低下し、マネタリーベースの積み上げに今後支障が出るのではないかと一時危ぶんだが、10月以降は市場が落ち着き、応札も順調であるので取り敢えず安堵している。ただし、先行きのマネタリーベース積み上げに当たっては、銀行の応札姿勢が市場の金利観の変化などにより急変しないかどうか引き続き注意を要する。すなわち、例えば、追加緩和期待の強まりなどにより市場で金利先安観が急激に強まる場合、銀行の応札姿勢が

突然弱まる可能性もないとは言えない。その点、先行きのマネタリーベース積み上げの確度を高めるには、政策面で戦力の逐次投入を避けることを改めて明確にし、市場に過度の金利観の変化が生じないよう慎重な情報発信が求められる局面であると思う。改めて、本行の経済見通しは、消費税率引き上げによる経済の一時的な落ち込みを勘案しても潜在成長率を上回る高めの伸びを続けるという点を、繰り返し丁寧に説明していく必要性を感じている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

展望レポートの見通し期間を念頭に置いて、金融経済情勢についてやや長めの視点からお話します。今年の春以降、新興国市場での動揺によって浮き彫りになったのは、欧米に続いて主要な新興諸国でも、リーマン・ショック後の財政・金融面での過剰な政策対応や、過大な成長期待に基づく海外資金の流入などを背景として、民間債務の累積などの不均衡問題が生じたことだと思う。それへの対応として構造調整が続く中、新興国では成長が暫く抑制される可能性が高いと考えている。他方、米国では家計債務、住宅の構造調整は概ね一巡したと考えられるが、以前よりも労働生産性上昇率、潜在成長率のトレンドが低下し、先行きの所得拡大への期待が高まりにくい状況になっていると思っている。そのため、米国が世界経済のリード役を一手に担う姿も当面想定しにくく、世界経済は牽引役を欠く中で本格回復にはなかなか至らないという状況が続くとみている。

主要国で懸念される当面の景気下振れの下方リスクについて改めて整理すると、米国については、政治情勢、財政政策を巡る不透明感が家計・企業のセンチメントを暫く慎重化させる可能性に留意したいと思う。また、金融政策の正常化の動きが、内外の金融市場を再び不安定化させる可能性も残されている。ユーロ圏の景気は最悪期を脱したとみられるが、構造調

整の遅れが本格回復を今後も長期間妨げる可能性があると思う。また、ECBが今後実施する金融機関の包括的評価の結果、一部銀行での資本不足問題が再び注目され、金融経済の安定を損ねるリスクもある。中国では、政府の政策スタンスの微調整などを背景に、7～9月期の成長率は3四半期振りに上昇したが、政府の政策の中核は依然として住宅市場の過熱回避、過剰設備の削減、信用膨張の抑制などといった構造調整に置かれている。足もとでは、住宅価格上昇や消費者物価上昇の勢いが再び強まっており、年末までには、金融政策はやや引締め方向に修正されると予想している。さらに、足もとで輸出の増勢が落ちていることなどを踏まえると、成長率は来年にかけて再び低下に転じる可能性がある。

向こう数年間の世界経済を展望する際には、既に指摘したような構造変化、すなわち、先進国に加え新興国でも、生産性上昇率および潜在成長率が低下し構造的失業率の上昇など、労働あるいは生産設備のミスマッチが拡大した可能性について、金融当局がそれをしっかり認識し、適切に対応できるかが非常に重要だと考えている。こうした構造変化が正しく認識されない場合、過剰な金融緩和措置が取られ、経済が不安定化するリスクが生じ得る。過去の例をみても、例えば1970年代の世界的なインフレ傾向発生には、金融当局が1960年代以降の潜在成長率の低下を十分に認識せずに、需給ギャップ縮小のために米国あるいはその他先進国で行き過ぎた金融緩和がなされたことが一因であったと考えられる。

一方、足もとでは生産性上昇率、潜在成長率の低下などを背景に、米国やユーロ圏でインフレ率の下振れ傾向が既に発生している点を踏まえると、過剰な金融緩和策が取られたとしても、今回は容易にはインフレには繋がりにくいように思う。一方で、資産価格の過度な押し上げなどの不均衡拡大に繋がる可能性が相対的に高いとみている。そうなった場合、世界経済にとって一時的には上振れ要因となるが、長い目でみれば大きな調整圧力をもたらし得る下方リスク要因である。

次に、国内経済についてである。株高の資産効果などに牽引された消費主導の急速な回復から、企業部門主導のより安定したペースでの回復軌道

へと移行が進んでいると思う。成長率の基調は、今年前半の年率4%程度から今後は大きく減速する可能性が高いと考えている。その中で、従来から申し上げているように、食料・エネルギーを除く季節調整済み3か月前比でみた基調的な消費者物価上昇率も、急速な円安進行の一巡とともに既に今年5月、6月に山を越えたと判断しており、今後はこれに成長率の鈍化が加わることで上昇ペースの鈍化がより明確になると考えている。ちなみに東京都区部については、同様の計算をすると9月、10月と2か月連続でマイナスとなっている。

注目される来年の春闘では、ベースアップ実施で賃上げの可能性は高いと思うが、一方、政府からの要請に応える一部大手企業でのシンボリックな動きにとどまり、賃金・物価の全体の基調に大きな影響を与えるには至らないと予想している。今まで景気を牽引してきた公共投資、円安の収益増加効果、株高の資産効果などの持続性への不安に加えて、先行きの輸出動向、消費税率引き上げの経済への影響などへの警戒感から、企業は基本給の大幅な引き上げにはまだ踏み切れないと思う。また、労働生産性上昇率を仮に1%程度とした場合、2%の物価安定と整合的な名目賃金上昇率は3%程度になる計算だが、その水準は現状では容易には達成できない高い目標である。

以上を踏まえて、今回の展望レポートにおける2014年度、2015年度の成長率、物価見通しのメインシナリオについては、下方リスクが引き続き大きいと判断している。前回の私自身の見通しとの比較では、5兆円の景気対策の効果をも新たに織り込んだ一方で、海外景気の見通しをさらに下方修正した結果、2014年度の成長率見通しは僅かな上方修正にとどまった。しかし、こうした経済見通しの微修正は、2014年度、2015年度の物価見通しに修正をもたらすほどの規模ではない。

最後に、金融政策についても、やや長めの視点から簡単にお話ししたい。前回会合でも議論になった短期資金供給が難しくなっている点や、前回私が指摘した2%の物価安定目標実現の鍵を握る中長期の期待インフレ率がなかなか上昇してこないといった点は、量的・質的金融緩和の枠組み

の本質的な問題点を浮き彫りにするものであって、いずれかの時点で枠組みを抜本的に見直す必要性を示唆しているように思う。さらに、これもいずれかの時点で検討すべき重要なテーマだと思っているが、先程内田企画局長から説明があったように、テイラー・ルールなどに照らすと、妥当な政策金利の水準がようやくプラスの領域に入ってきたことが注目される。これは非負制約が薄れて金利政策が再び政策効果を持ち始めていること、先々ゼロ金利を維持すれば景気浮揚効果が累積的に高まっていく可能性を示唆していると思う。このことから、将来のいずれかの時点では、望ましい経済環境を達成するために、効果・副作用ともに不確実性が相対的に高いと考えられる非伝統的な量的・質的金融緩和から、両者の不確実性が相対的に低いと考えられる伝統的な金利政策へと、政策の比重を徐々にシフトしていくことも検討すべきではないかと考えている。

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

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気判断は、前回会合時から基本的に変更ない。まず、海外経済であるが、先進国や中国経済が緩やかながらも改善するもとで、米国の tapering 先送り観測を受けて、新興国の金融資本市場の動きも落ち着きを取り戻しており、全体としてみれば、徐々に持ち直しに向かっていると考えている。

地域別にみると、米国経済は、民需が堅調に推移するもとで緩やかな回復基調が続いている。政府閉鎖、債務上限問題の影響から家計のコンフィデンスが低下するなど弱めの経済指標もみられるが、バランスシート調整や住宅市場の調整が進捗するもとで金融緩和による下支えが続くことから、企業部門も含めて、基調としては徐々に回復テンポを強めていくと考えている。もっとも、今後も続く財政協議の帰趨やその影響については十

分に注視していく必要がある。欧州経済は、スペインなど周縁国も含めて底入れしている。先行きは、輸出や緊縮財政の緩和の下支えにより徐々に持ち直しに転じていくと思われるが、現状では好循環に繋がるほどの力強さは期待できない。今後、銀行同盟の確立に向けた動き等が本格化し、財政・金融・実体経済の負の連鎖を断ち切ることができるか、引き続き注意が必要である。

中国経済をみると、輸出に弱さが残っているが、政府の小型景気刺激策や不動産投資の増加などから幾分持ち直している。先行きは、政府の構造調整や経済改革を重視するスタンスや、過剰設備や地方政府債務の問題などを踏まえると、景気が現状以上に加速することはなく、7%台半ば程度の安定した成長が続くとみている。他の新興アジア諸国をみると、韓国・台湾では輸出受注にやや明るさがみられるほか、米国の tapering 先送りを受けて金融資本市場は落ち着きを取り戻しているが、全体として輸出は弱めの動きとなっているほか、内需に減速がみられ、成長テンポは鈍化傾向となっている。先行きは、先進国経済の持ち直しにつれて緩やかに改善していくと見込まれるが、インドやインドネシア等構造的な課題に直面している国もみられ、景気の回復テンポは極く緩やかになるとみられる。

こうしたもとでわが国経済についてみると、輸出はやや力強さに欠けるものの、内需が堅調に推移するもとで緩やかな回復が続いており、先行きも生産・所得・支出の好循環が持続していくとみている。需要項目別にみると、7～9月の輸出は、新興・アジア諸国向けを中心に前期比小幅減少したが、前期が高めの伸びであること等を考慮すると持ち直し傾向は維持されていると思われる。先行きも海外経済の持ち直しや円高修正に支えられ、緩やかに増加していくと考えている。国内需要をみると、設備投資では、堅調な4～6月実績に加え、機械受注が製造業も含めて持ち直してきている。先行きも、9月短観や政投銀調査での高めの計画に加え、日本公庫調査の中小企業製造業の投資計画をみても、維持・更新投資を中心に上方修正されている。企業収益の改善や投資減税による下支え等により、緩やかな増加基調をたどるとみている。この間、公共投資や住宅投資は増加

し、個人消費についても、足もとマインド指標に再び上昇がみられるなど底堅く推移している。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産は3四半期連続で緩やかに増加しており、先行きも増加が見込まれている。雇用・所得環境をみると、労働需給の改善が続くもとで、このところ一般労働者の一人当たり名目賃金やパートの時間当たり名目賃金は概ね前年を上回って推移している。また、足もとでは、労使双方でベア実施に向けた前向きの動きがみられ始めており、業種や規模別に企業収益の改善度合いにばらつきがある中で、今後、この動きが浸透していくのか注視したいと思う。来春の賃上げの動向は、消費増税で生じる実質可処分所得へのマイナスの影響を緩和して経済の前向きの循環を維持するとともに、予想物価上昇率を引き上げていくうえで、極めて重要だと考えている。

次に物価である。9月の消費者物価（除く生鮮）は、前年の反動で前年比プラス幅が小幅に縮小したが、マクロ的な需給バランスが改善するもとで、販売・消費両面の行動に少しずつ変化がみられつつあり、上昇・下落品目の割合がほぼ拮抗するなど、価格上昇の動きはエネルギー関連以外の幅広い品目にも広がっている。先行きも、需給バランスの改善に加えて中長期的な予想物価上昇率の高まりなども反映して緩やかに上昇していくとみている。

こうした経済・物価情勢を踏まえた展望レポートは、7月の中間評価と大きな変化はなく、基本的に執行部案に違和感はない。2013年度は、底堅く推移する個人消費や高水準の公共投資、また改善傾向がみられる設備投資など堅調な内需に支えられ、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も発生することから、かなり高めの成長が予想される。2014年度から2015年度にかけては、消費税率引き上げの影響を受けつつも、各種経済対策や金融緩和効果の下支え等もあり、所得から支出への好循環が持続するもと、潜在成長率を相応に上回る成長を見込んでいる。消費者物価（除く生鮮）は、需給バランスの改善や予想物価上昇率の高まりなどを背景に上昇し、見通し期間の後半にかけて前年比2%程度に達する可能性が高いとみている。また、経済情勢や物価情勢について、不確実性は大きいものの、リス

クはやや下方ながら概ね上下にバランスしていると考えている。とりわけ、依然最大のリスクである海外経済の動向や家計の雇用・所得動向、消費税率引き上げの影響への目配りが重要だと考えている。

次に、わが国の金融環境であるが、緩和した状態が続いている。企業の資金調達コストが低水準で推移する中、資金需要も緩やかに増加している。金融資本市場をみると、短国利回りは、前回会合時点の水準からは幾分上昇したが、なお0.1%を下回る水準で推移している。長期金利については、本行の金融緩和姿勢が引き続き意識されるもとで、米国長期金利の低下の影響もあって、0.6%を切る水準まで低下している。この間、ドル/円は概ね横ばいで推移し、株価は前回会合時点を幾分上回る水準となっている。

以上の経済・物価情勢や金融面の動向等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は、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、引き続き量的・質的金融緩和の着実な実行を通じて、早期にデフレ脱却に繋げていくことが重要だと思う。足もとの金融緩和効果を確認するうえで、実質金利の動向をみると、予想物価上昇率は、企業や家計、エコノミストの予想が短期、中長期ともに上昇しており、マーケットの指標は中長期について横ばい圏内となっているが、総合してみれば予想物価上昇率は上昇基調にあると評価できる。この間、長期金利は0.6%前後に低下していることから実質金利は引き続き低下傾向にあり、足もとの景気刺激効果は一段と強まっている。こうした中で、資金需要も緩やかに増加しており、ポートフォリオバランスも時間はかかるが徐々に進展しつつある。目標に沿って順調に進捗している資産買入れを着実に進め、金融緩和による下支えが成長戦略と相俟って、先行きも経済の好循環を持続させ、物価安定の目標を実現していくことが必要だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

金融経済状況に関しては、基本的に執行部の見解とほぼ同じである。世界経済は、全体として徐々に持ち直していくと考える。これがメインシナリオだが、ここでは敢えて幾つかの海外発の不確実性と不透明さ、あるいは下押し圧力について述べたいと思う。

まず、米国経済については、債務上限問題は2月上旬まで先送りされただけであり、根本的解決の目途は立っておらず、先行きが不透明である。そのため、直近の消費者コンフィデンスやPMI、生産などは悪化している。債務上限問題の先行きが不透明である限り、F e dが資産買入れの縮小に踏み切るタイミングもまた不透明になる。今後暫く、こうした先行き不透明な状態が解消されない限り、消費者と企業のマインドが悪化し、その悪化が消費と投資を抑制する方向に働くリスクがあると考えられる。

一方、欧州経済は、製造業PMIや消費者コンフィデンスなどが大きく改善しており、個人消費も底堅い傾向を示している。しかし、懸念されるのは消費者物価上昇率である。ユーロ圏の消費者物価上昇率は低下が続いており、9月は1.1%まで下がり、E C Bが目標とするインフレ率からかなり下方に乖離している。ギリシャではマイナスのインフレ率が続いており、イタリア、スペイン、ポルトガルなどの周縁国は1%を割っており、デフレリスクが存在すると考える。直近のユーロ高には、こうしたユーロ圏のインフレ率の低下による実質金利の高さが影響している面があるのではないかと考えている。高い実質金利とユーロ高は、ユーロ圏の設備投資と輸出にとって下押し圧力になる。今後、この高い実質金利とユーロ高がどのように修正されるかは、E C Bの金融政策に依存すると思うので、注視していきたい。

中国経済に対しては、今後の経済対策による需要下支えの持続性について不確実性が存在すると考える。A S E A N諸国の経済は、輸出が減少するなど弱めの状況が続いているが、これらの国の経済パフォーマンスが改善するかどうかは、中国をはじめとする世界経済の回復速度に大きく依存すると思う。

次に、日本経済について述べる。総需要の動きをみると、民間消費は株高と外貨高の資産効果およびマインドの改善を主たる要因として、堅調に推移してきた。回復の遅れていた民間企業投資も、業況判断や企業収益の改善、実質金利の低下などにより、下げ止まりから増加に転じている。最も弱いのは輸出である。輸出統計は単月の振れが大きいので、金融政策運営上はむしろ四半期でみる方が妥当であると考えている。2013年第1四半期から2期連続で増加した輸出は、第3四半期に減少した。その主たる要因は、NIEs・ASEAN、資源国向けなどが減少したためである。特に、ASEAN向けは2012年第3四半期以降減少が続いている。しかし、円の実質実効為替相場が大幅に下落しており、後に述べるように中期的には一層低下する余地があると考えている。このことを考慮すると、今後、Jカーブ効果による純輸出減少圧力が消失すること、および海外経済が持ち直し傾向にあるなどの要因によって、日本の輸出も今後は緩やかに増加基調をたどると予想している。労働市場は、求人倍率の上昇に示されているように、改善が顕著である。需給ギャップの縮小と労働需給の改善により、今後は、所得の増加が支出の増加をもたらし、支出の増加が一層の労働需給の改善をもたらしという好循環が進展すると考えている。消費者物価は、9月のコアコアインフレ率がゼロ%になったことから分かるように、これまでの円安によるコストプッシュ型上昇から、次第に、需給ギャップの縮小と予想インフレ率の上昇を原因とする消費者物価の上昇に移行し始めた段階にあるのではないかと考えている。銀行貸出も増加し続け、企業の社債と株式発行による資金調達も増加している。その結果、マネーストックも3%台後半で増加している。こうしたマネーストックの増加は、ラグを伴って実際のインフレ率を引き上げ、そのインフレ率の上昇は予想インフレ率を引き上げる方向にも働くと考える。

そこで今後の展望である。日本経済は、来年4月の消費税増税による下押し圧力がかかるが、政府の経済対策によりこの下押し圧力も大分軽減したと考える。そこで、日本経済の下押し圧力として海外経済要因を考えたいと思う。この海外発の日本経済に対する下押し圧力が解消するかどうか

は、私は米国経済の動向に大きく依存していると考えている。今後、米国の債務上限問題は、9月末から10月にかけてのような深刻な事態は避けられる可能性が高いと考える。そうすると、財政面からの下押し圧力が次第に低下するにつれて米国経済は順調に回復するというメインシナリオは維持され则认为している。米国が順調に回復すれば、その効果は世界全体に及び、アジアの成長モメンタムも改善すると考えている。また、米国の債務上限問題の不透明性が低下すれば、米国の tapering の道筋がはっきりしてくると思う。米国の tapering の道筋がはっきりすると、日米の金融政策のスタンスが全く正反対だということがはっきりしてくるために、一時とまっていた円安傾向が再び復活し、それに伴って株価上昇も期待されると思う。こうした変化は、予想インフレ率を引き上げ需給ギャップの縮小をもたらすと考えるので、インフレ率は、今後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し、それが雇用の増加をもたらすという実体経済の好循環が、これから強化されると考えている。

そこで金融政策であるが、今後暫くの間は、日本経済の下押し圧力は海外発を原因とすると考えてるので、海外からの下押し圧力によって中長期的に2%のインフレ率を達成し、それを維持することが困難であると予想されない限りは、金融政策はこれまでのスタンスで良いと考えている。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

まず、輸出の前提となる海外経済だが、現状は、「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」ということで良いと思う。先行きについては、国際金融資本市場が総じて落ち着いた推移すれば、先進国を中心に次第に持ち直していくと考えられる。今月

公表されたIMFの世界経済予測は、7月時点よりも下方修正されているが、次第に成長率が高まっていく姿自体は維持されている。特に、先進国は7月時点の成長率見通しが維持されているので、先進国中心の持ち直しという表現が適切だと思う。

次に、わが国経済についてである。最近輸出の持ち直しがやや勢いを欠いているのが依然気かりではあるが、個人消費をはじめ内需が堅調に推移しており、現状判断としては「緩やかに回復している」という評価を維持することでよいと思う。先行きについては、中心的なシナリオとして、内需が堅調さを維持する中で外需も緩やかながら増加していき、生産・所得・支出の好循環を維持すると考えている。このため、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとみて良いと思う。これに関連して、消費税率が引き上げられた直後の来年4～6月期は、駆け込み需要の反動からマイナス成長になることが予想される。この反動減は、消費税を引き上げた多くの国に共通に観察される不可避的な展開である。問題は、その後再び成長軌道に復帰していくかどうかであるが、私自身はサポータティブな材料が3つあると思っている。

第1に、企業部門では、今後の輸出の伸びや緩和的な金融環境、各種企業減税が設備投資を刺激するという点である。第2に、家計部門については、消費税率引き上げによる実質可処分所得の減少は避けられないが、賃金の上昇あるいは政府の各種給付措置が個人消費や住宅投資を下支えするとみている。第3に、政府が経済政策パッケージのもとで準備している競争力強化や社会資本老朽化に対応した公共投資などが、駆け込みの反動を緩和すると期待される点である。以上の点からみて、駆け込み需要の反動があっても、企業や家計部門における生産・所得・支出の前向きな循環は途切れることなく、わが国経済は、物価安定目標2%の実現に向けた道筋を順調にたどっていくとみておいて良いと思う。

次に、物価情勢である。消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、このところプラス幅を拡大しており、除く食料・エネルギーや上昇・下落

品目の動きからみても、幅広い品目に改善の動きが広がっていることがみてとれる。先行きについては、中心的なシナリオとしては、マクロ的な需給バランスが改善を続けること、中長期的な予想物価上昇率が高まっていくことなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて2%の物価安定の目標を実現できると考えている。こうした物価見通しの実現に当たっては、今後の賃金、とりわけ所定内給与の上昇が鍵を握っている。すなわち、今後、労働需給の引き締まりから賃金が上昇していくとみられているが、これが恒常的な所得である所定内給与に波及してくれば、個人消費をよりしっかりと後押しするほか、価格引き上げインセンティブを強める方向で企業の価格設定行動にも影響を与えると考えている。また、物価見通しとの関係でも、一時的な賃金である所定外給与や特別給与よりも安定的な所定内給与が上昇してくれば、人々が物価や賃金の上昇を前提に行動する傾向が強まるため、中長期的な予想物価上昇率が上がりやすくなると考えている。現在、政・労・使で様々な取組みが進められているが、来春の賃上げ交渉におけるベアの実施、ひいては所定内給与上昇の実現は、物価安定目標への到達過程を左右するだけに、強い関心を持ってその行方を注視していきたいと思っている。

以上、総合的にみると、展望レポートの表現については、リスクバランスにかかる部分も含めて本文のとおりで良いと思っている。

次に、当面の金融政策運営についてである。金融市場調節方針は、政策効果のさらなる浸透を図る観点から現状維持で良いと思う。続いて、情報発信の観点から若干付け加えたい点がある。われわれの今の政策は、人々の予想に働きかけるチャンネルに依拠したものであることを踏まえると、情報発信は、如何に効果的に人々の期待あるいはマインドに働きかけるかを念頭に置きながら行っていかなければならない。そこで、この点について2点ほど申し述べたい。まず、先程述べた消費税増税の影響については、前回会合で石田委員がおっしゃったと思うが、ネガティブな報道などがセンチメントの悪化を通じて自己実現的に景気へ悪影響を及ぼす可能性が確かにあると思う。この点、展望レポートの経済・物価見通しは、予定ど

おりの税率引き上げを前提としており、いわゆる異時点間の代替効果を勘案しても、潜在成長率を十分上回る成長ができることを示している。来年第2四半期に予想される成長率の一時的な減速は、われわれの見通しのうへでは織り込み済みであり、見通しに沿って数字が大きく低下しても、それは景気の前予想外の失速を意味するものではない。この点に関して、予め十分な理解の浸透を図ることが、景気への自己実現的な悪影響を回避するうえで重要だと考える。この点は、先程の佐藤委員の主張に私も同調したいと思う。

次に、物価安定目標については、市場は依然としてその早期達成には懐疑的である。一方で、9月の生活意識に関するアンケート調査にも表れていたように、人々の先行きの物価観は日銀の見方にもかなり影響される。期待インフレ率がなお上昇途上にあることを勘案すれば、われわれとしては、シンプルで分かりやすく、そしてポジティブな情報発信を繰り返して行っていくことを通じ、ぶれない姿勢を堅持すること自体が、物価安定目標への到達確度を上げることになると思う。この時、「2%の「物価安定の目標」を実現する」と言うだけではなく、実際に「物価が上昇してきている」ことを併せて情報発信することで、人々の予想物価上昇率への働きかけを強めることができるのではないかと思う。この点、足もと実際に物価が上昇し、1年前には展望できなかつた1%の達成が視野に入りつつあることは、これまでデフレ脱却に懐疑的であった人々の物価観にも影響を与え得るという意味で、今回の展望レポートでその点に言及していることは意義があると思っている。

こうしたことからみると、われわれが政策に関する情報発信を行っていく場合、もとより教条主義に陥ってはならず、冷静で客観的な経済分析に依拠すべきことは当然であるが、どのように市場や世の中に説明していくか、もう少し言えば、どのように刷り込んでいくか、ということ自体が、期待やセンチメントを左右し、景気・物価動向そのものに影響を与えるということを、十分に認識する必要があると思う。つまり、「言葉の経済学」とも言える領域が、好むと好まざるとにかかわらず、政策運営上のツール

として重みを増していることを、量的・質的金融緩和導入後の経験は示唆しているように思われる。われわれは、政策当局者、policy makersとしてこのことを十分自覚したうえで、政策について考え、議論し、発信していく必要があると思う。以上である。

黒田議長

まず、前回会合以降の金融経済情勢について、委員方の意見を私なりにまとめると、海外経済については、これまでの判断に概ね沿った動きであると考えられる。すなわち、米欧経済は総じて改善傾向を続けており、中国の景気も一頃に比べ上向いている一方、中国以外の新興国については、成長モメンタムがやや弱まった状況が続いている。国際資本市場では、このところF e dによる資産買入縮小の後ずれ観測が強まっており、米欧の長期金利は低下し、株価は上昇していることから、そうしたもとで新興国の金融市場も落ち着きを取り戻している。この間、公表されたわが国の景気指標をみると、多くの委員が指摘されたように、輸出は引き続き勢いに欠けているが、個人消費は底堅さを維持しており、設備投資や鉱工業生産も持ち直しが明確になりつつある。以上を総括すると、緩やかに回復しているという前回会合の景気判断を裏付ける内容の指標が多かったように思う。

次に、展望レポートについてであるが、2015年度までの経済・物価見通しに関する委員方の意見を集約すると、経済の先行きについては、内需が底堅さ、堅調さを維持する中で、外需もやや緩やかながら増加していくと見込まれ、生産・所得・支出の好循環は持続すると考えられる。このため、わが国経済は、2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとの見方が概ね共有されたと思う。

消費税率引き上げの直接的な影響を除いた物価情勢の先行きについては、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をた

どり、見通し期間の後半にかけて、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いとみている方が比較的多かったと思う。見通しを巡るリスクバランスについては、様々な意見があり委員間で多少のニュアンスの違いがあるが、経済については、海外経済の動向や内需の持続性、消費税率引き上げの影響など、不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できると思う。物価についても、多くの委員の方が指摘されたように、賃金の動向、中長期的な予想物価上昇率を巡って不確実性は大きい、リスクは上下に概ねバランスしているという見方が比較的多かったように思う。

なお、佐藤委員と木内委員、特に木内委員からはインフレ予想の高まりは然程期待できない、物価見通しはもう少し慎重にみておくべきではないか、という意見が聞かれた。また白井委員からは、2本の柱とは何かについて丁寧に説明してはどうかという問題提起があったほか、経済・物価ともに下振れリスクをより意識すべきではないかという意見があった。

次に、当面の金融政策運営について委員方の意見をまとめると、先行きの金融政策運営については、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。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」という方針に変わりはない。なお、この点について、木内委員から意見があるかもしれない。

金融市場調節方針については、「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」という方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。また資産買入に関しても、長期国債、ETF、J-REITなどの資産について、これまでの買入方針を継続するという点に反対意見はなかったと思う。

追加的な意見、論点があればどうぞ。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。まず、財務省の古川禎久副大臣お願いします。

古川財務副大臣

日本銀行による量的・質的金融緩和の導入から半年余りが経過したが、この間、大胆な金融緩和を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済は2四半期連続で3%以上の成長を達成するなど、緩やかに回復しつつある。物価については、幅広い品目で下げ止まりの動きがみられるなど、デフレ状況ではなくなりつつある。このように、日本経済はデフレ脱却と経済再生に向けて着実に前進してきており、本日の展望レポートはそのことを確認する内容と受け止めている。

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

政府としては、デフレ脱却に向けた改善の動きが続く中、持続的な経済成長と雇用・賃金の改善を伴う望ましい物価上昇を実現することが重要と考えている。このため、「日本再興戦略」を強力に実行し、企業の競争力強化を目指す観点から、産業競争力強化法案を国会に提出したところである。併せて、設備投資減税や研究開発減税など、民間投資を活性化するための政策税制を実施することとしている。加えて、企業による賃金引き上げの取り組みを強力に促進するため所得拡大促進税制を拡充するとともに、先般立ち上げた「政労使会議」において経済の好循環実現に向けた共通認識の醸成を図っているところであり、先日の第2回会議では、経済界の方々からも前向きな心強い発言を頂いたところである。

また、社会保障制度を持続可能なものとし、財政の信認を維持する観点からは、社会保障制度改革の全体像・進め方を定めたいわゆるプログラム法案を国会に提出したところであり、社会保障・税一体改革の着実な推進を図っていく。

政府としては、デフレ脱却・経済再生と中期財政計画の推進を通じた財政健全化の両立に向けて、これらの施策を果敢に実行していく。以上である。

黒田議長

次に、内閣府の石井裕晶政策統括官をお願いします。

石井内閣府政策統括官

わが国の景気は、緩やかに回復しつつある。先行きについては、輸出が持ち直し各種政策の効果が発現する中で、家計所得や投資の増加傾向が続き、景気回復の動きが確かなものとなることが期待される。消費者物価の基調を表す生鮮食品・石油製品およびその他特殊要因を除く総合が前年比で横ばいとなり、デフレ脱却に向けて着実に改善が続いているとみられる。

政府は、10月17日に第2回「経済の好循環実現に向けた政労使会議」を開催し、経済の好循環実現に向けた政府の取り組みを報告した。また、経済界の出席者から、企業収益の改善を賃金引き上げや雇用拡大に繋げていくという前向きなご発言を頂いた。引き続き、経済の好循環に向けて関係省庁の所管業界に対して賃金上昇や取引先企業の支援等について要請していくなど、政府一丸となって取り組んでいく。

また、成長戦略の実行の加速化と強化に向けて、「産業競争力強化法案」を閣議決定し、今国会に提出した。さらに、「国家戦略特別区域法案」などの関連法案についても、今国会に提出し早期成立に努めていく。さらに、成長戦略の重要な柱であるTPPについては、10月の交渉により交渉妥結に向けた道筋や政治的課題が明らかになり、年内妥結に向けた大きな流れができたと考えている。今後とも交渉の年内妥結に向けて、日本が積極的な役割を果たしていく。こうしたことにより、成長力強化に努めていく。

本日示された展望レポートの案に沿って、物価安定の目標の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについては、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分ご説明頂ければと思う。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部は議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

金融市場調節方針について、他に議案を提出される方はいらっしゃるか。いらっしゃらないようなので、執行部は議長案について説明をお願いする。

内田企画局長

議長案を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。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し、別添のとおり公表すること。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。以上」である。別添の公表文は、「2013 年 10 月 31 日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。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。以上」である。

黒田議長

ご意見等があればどうぞ。

宮尾委員

執行部案の中身には異論はないが、別添の対外公表文について 1 点だけ申し上げたい。今回は展望レポートの会合なので金融市場調節方針のみを対外公表するのが従来のスタイルかと思うが、前回 4 月の展望レポートの

時も問題提起したが、金融市場調節方針はわれわれの量的・質的金融緩和の一つの重要なコンポーネントであるが、それと資産買入れおよびフォワードガイダンスの3つのコンポーネントいずれも重要だと思っている。決定会合後の国民へのまず最初の情報発信は対外公表文なので、資産買入れを従来の方針どおり続ける、そのガイダンスに関しても安定的に物価安定目標達成に必要な時点までしっかり続けるという3点をしっかり書くことが、国民にとっては良いことではないかという問題意識を持っている。これについては、展望レポートを議論する決定会合は普通とは違うというのはわれわれの理屈ではそうかもしれないが、一般国民からすると毎回決定会合を開催し金融政策を決定しているのに、なぜ今回は資産買入れに言及がないのかという変な憶測があっても困る。私自身は、引き続きそのような問題意識を持っている。

黒田議長

宮尾委員の問題意識は良く理解している。発表の形式的なことだとは思いますが、この決定会合が終わった後の記者会見では、明解にその点について触れて、全く変更がないということは記者の方々にもはっきりとお伝えする。

それでは採決を行う。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。

[12時02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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12時05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。

VII. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行いたいと思う。委員方には、成長率と物価上昇率の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収]

内田企画局長

見通し計数は変更なしである。

黒田議長

見通し計数の分布の最終案が確定したので、基本的見解の取りまとめに入る。今、執行部から、見通し計数は変更なしとの報告があった。それでは、議長案についてご意見があればお願いします。また、基本的見解について、他に議案を提出される方はいるか。白井委員、佐藤委員、木内委員であるな。執行部は、白井委員、佐藤委員、木内委員の議案を配付して頂きたい。

[事務局より白井委員、佐藤委員、木内委員の議案を配付]

議案を提出された各委員は、提案内容とその理由を簡潔に説明して頂きたい。まず、白井委員からお願いします。

白井委員

私の提案は3点ある。私の提案をご覧頂きながら、議長案も参照しながら聞いて頂きたい。第1に、展望レポートの読みやすさを高める観点から提案をする。議長案の冒頭の「基本的見解」のサブタイトルの直後に、導入部分として新しい段落を挿入する。そこでのポイントは、予め全体の流れを示し、かつ2つの柱についての簡単な説明を明示するということである。挿入する段落は、私の議案の1頁にあるように、「今回の展望レポートでは、まず、わが国の経済・物価の先行き1年から3年の中心的な見通しについて示し、次いで、そうした中心的な見通しに対する上振れ、下振れ要因を指摘する。最後に、その見通しについて、物価安定のもとでの持

持続的な成長の経路をたどっているかという観点による点検（第1の柱）、および、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクの点検（第2の柱）を行い、先行きの金融政策の考え方を整理する」である。この趣旨は、私は審議委員に就任して2年半になるが、就任当初から金融政策についての外部の理解を促進するために、対外公表文を含めコミュニケーションの大幅な改善の必要性をあらゆる機会を捉えて訴えてきた。特に、2つの柱の記述に関しては、このレポートを読んで下さる国民の皆様視点に立つと、趣旨を理解することは困難であるうえに、一読して理解できるような親切な書き振りになっていないことを強く指摘してきた。これは私自身が痛感しているところである。個人的な事情を申し上げると、私は、専門が日本の金融政策ではなかったこともあって、審議委員の打診を受けるまでは日銀の金融政策の文章をあまり読む機会がなかった分、非常に痛感しているところである。そこで、新体制のもとで変更する絶好の機会と捉え、4月26日の金融政策決定会合では、2つの柱という用語を全く使わずに、全体の文章を通して該当箇所に必要な説明を織り込むという提案を行った。今でもこれは非常に分かりやすいと思っているが、否決されてしまった。とはいえ、今回の展望レポートでは、議長案の6頁の脚注5に、2つの柱に関しては、日本銀行の2013年1月22日の公表文を参照するようにと入れて頂いたことについては、私は非常に歓迎している。しかし、通常の常識から考えて、読者がわざわざこれを参照することはない。したがって、このレポートの中で分かるように完結するよう努力をするべきであると思う。私は脚注を非常に歓迎しているが、国民の皆様からみて、脚注5が入ったことで分かりやすさが改善したかという点、ノーだと思う。その意味で、セカンドベストではあるが新たな提案を行ったという事情がある。勿論、次善の策のこの段落だけでも、決して、2つの柱の記述が十分に理解されるとは思わないが、少なくとも最初にレポートの流れと2つの柱を解説するので、今の議長案に比べれば格段に読みやすくなると思う。因みに、2011年10月、2012年4月、2012年

10月の展望レポートでは、「はじめに」があり少し違うかたちだが冒頭で流れを説明していたが、残念ながら2つの柱を明記していなかったのも、そこは私が意図して、かなり書き直したというところに違いがある。

もう1点申し上げたい。中曾副総裁もコミュニケーションのことをおっしゃったが、正直申し上げて、日本銀行の様々な公表文書は、和文も英文も読者に読みやすい文章ではないのは事実である。趣旨の説明も不十分で、読者の方が一読して理解可能となる工夫が足りないものが多く、その結果、折角、ホームページに来て文書を読もうとして下さる方がディスカレッジされてしまう。そうすると、皆様が理解しようとする折角の機会を失っているのではないかと、心から感じている。今、日本銀行は大変な状況にあると思う。日銀の歴史上初めて2%という大変チャレンジングな物価目標を掲げ、異例の金融緩和を実施しているという時期である。しかし現実には、国民の間で、「なぜ2%目標の達成が必要なのか」、「異次元の金融緩和でどのような経済の実現を目指しているのか」といったことについて、十分理解が深まっていないのが現状である。このままでは、2%目標が国民の間に納得して頂くかたちで根づいていかないかもしれない。特に、来年度の消費税率引き上げ以降は、物価だけを引き上げようとしているとの誤解から金融政策が批判の対象に晒される可能性を危惧している。確かに、様々な新聞、講演等メディアへのエクスポージャーを増やしていくことも重要だと思うが、しかしメディアを通すということは、われわれの重視したい視点が必ずしも取り上げられるとは限らず、どうしても違うところに重点が置かれてしまうことがあると思う。従って、一番重要な鍵は、対外的に公表され長くホームページ上で掲載され続ける公式文書を、できる限り読みやすいものにし、少しでも文書を読んで下さる読者の数を増やしていく努力が必要だと思う。そのためにも、国民の視点に立って、真摯な気持ちで、改善に向けた不断の努力を行うべきであり、今後もそうした視点による一層の工夫が進むことを心から願っている。これが私の第1の提案である。

第2の提案は、私の提案の2頁をご覧頂きたい。ここは経済情勢と物価

情勢の上振れリスク、下振れリスクを書いているところであるが、まとめを書いた方が良いと思う。要するにどうなのか、バランスしているのか、下振れなのかというところを総括した方が良いと思う。そこで私の提案は、経済情勢に関して5つのリスクについての記述があるが、「第5に」で始まる段落が終わった後に、「全体としては、海外経済の動向と家計の雇用・所得動向等の不確実性が大きく、下振れリスクを意識する必要がある」と入れた方が良いと思っている。読んでいくと明らかに下振れリスクの方が大きいと示唆するものが書かれているので、私はこのようにした方が良いと思っている。

物価情勢についても、3つのリスクの記述があるが、その最後に「全体としては、中長期的な予想物価上昇率の動向とマクロ的な需給バランスに対する物価の感応度等の不確実性が大きく、下振れリスクを意識する必要がある」という段落を挿入することを提案する。提案の理由は、まずは総括を入れた方が分かりやすいこと、2つ目は、文章を読むと下振れリスクの方が大きいのは記述の内容から明らかだが、レポート自体が与える印象はリスクが上下にバランスしていると私は感じるので、ここにギャップがあると思った。また、私自身はリスク要因がバランスしているとはみていないので、ここであえて反対意見を示すことにした。

次に、最後の第3点目を申し上げる。私の提案だけでは分かりにくいと思うので、議長案の7頁をみて頂くと「金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」のもとで、実体経済や金融市場、人々のマインドや期待など、好転の動きが幅広くみられており、わが国経済は2%の「物価安定の目標」の実現に向けた道筋を順調にたどっている」という文章がある。正直申し上げて私は、「順調に」には若干違和感を感じているので、「緩やかに」と修正することを提案する。提案の趣旨は、確かに、コアCPIは6月からプラスに転じ8月0.8%、9月0.7%と、2%目標に向かって順調に推移しているのは事実である。しかし、「目標の実現に向けた道筋」となると、必ずしも「順調」とまでは言えないと思う。その理由は、①幅広い品目で物価が上昇しているものの、上昇傾向は円安とエネルギー価格の上

昇で全て説明可能であり、需給ギャップやインフレ期待による物価上昇はこれからであるのが現状であること、②最近では中長期インフレ期待の上昇ペースが緩慢または横ばい圏内の動きとなっていること、③中長期インフレ期待と2%目標との間の乖離が大きく、2%達成が可能とみる市場参加者がまだ少ないこと等から、先行きの道筋については不確実性が高いと
思っている。

私の提案は以上だが、最後に強調したいことは、私の本日の提案は、先程黒田総裁がおっしゃった基本的シナリオには賛成しており、そこについての見通しは変えていない。また2%目標を実現することは大変重要だと思っており、私なりのやり方でその実現に向けて最善をつくす気持ちである。今回はあくまでも下振れリスクを意識すべきではないかということ
を強調したところと、書き方をもう一步改善する余地があるのでないかという2点である。以上である。

黒田議長

それでは佐藤委員お願いします。

佐藤委員

私の議案は、議長案を最大限尊重し必要最低限の修文にとどめている。修文箇所は、物価情勢と金融政策運営の2か所である。具体的に申し上げますと、議長案の4頁の「消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）の先行きを展望すると、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して上昇傾向をたどり、見通し期間の後半にかけて、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高いとみている」という箇所の「2%程度に達する可能性が高い」を「2%程度を見通せるようになる」と修文したい。

2点目は、6頁の「まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、見通し期間の後半にかけて、日本経済は、2%程度の物価上昇率
が実現し、持続的成長経路に復する可能性が高いと判断される」とい

う箇所、前回4月の展望レポート時にも同じ議案を提出したが、「2%程度の物価上昇率が実現し」を「2%程度の物価上昇率を目指し」と変更したい。

同じく6頁であるが、金融政策運営に関し、「物価の中心的な見直しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる」という箇所を、「物価の中心的な見直しについては、中長期的な予想物価上昇率の動向を巡って不確実性が大きく、リスクは下方にやや厚いと考えられる」と修正したい。

それぞれ簡単に理由を申し上げる。まず、見通し期間の後半にかけて、「2%程度に達する可能性」については、そのメカニズムを含め、依然不確実性が高いと考えている。このような楽観的な見通しを提示し続け、仮に先行きそれが大きく下振れた場合、日本銀行の経済・物価見通しや金融政策への信認に与えるダメージは大きいと懸念している。また、「可能性が高い」との記述は断定的であり、日本銀行が2%の物価安定の目標を、柔軟な枠組みでなくあたかも硬直的に捉えているとの誤解を強める恐れがあると思う。そもそも、金融政策で消費者物価の前年比上昇率を2%でピンポイントで安定させることは不可能であり、2%の物価安定目標は上下に一定のアローワンスのある、幅を持った概念であると理解している。これまでの決定会合での議論から、本行の物価安定目標は、柔軟かつ上下に幅を持った枠組みであるという考え方は、ボードの中である程度シェアされていると思うので、この点に配慮した書き振りとするすることで、2%をリジッドなものとして捉えられる誤解を避けることができると考える。

こうした考え方を展望レポート中で示唆することにより、2%の物価安定の目標を巡る市場や世間一般との認識ギャップが幾分縮小することが期待できるかとも思う。さらに、こうした表現とすることで、仮に、不幸にして実際の物価のパスが2%に届かない場合でも、戦力の逐次投入に繋がる追加緩和を避けることにも繋がり得ると思う。このところ、アベノミクスの第3の矢である成長戦略は、取り上げるべき課題があまりにも多く、

経済成長の嵩上げという成果が出るまで時間がかかるとの見方から、内外の論調に追加緩和を期待する向きが増えてきているように見える。内外投資家の間でも、F e d の tapering 見送りの影響から、為替市場でドル／円相場の上値が重く、それに伴い株価も一進一退となっていることから、さらなる金融緩和により、実質金利を押し下げ円安を起こすとともに資産価格を押し上げることを期待している向きが増えてきているようである。しかし、われわれは4月4日に打てる限りの政策を打ち出したのであり、4月4日の政策変更匹敵するショックを市場に及ぼし得る政策オプションはもはやなきに等しいと思う。仮に、あるとしてもそれは財政政策の領域にますます足を踏み入れることになりかねず、深入りすれば副作用が政策効果を上回る可能性が相応に高まると思われる。金融政策への過大な期待が膨らむことを避けるうえでも、議長案に示されたような書き振りは避ける方が無難ではないかと判断している。

次に、リスクプロファイルに関しては、物価の中心的な見通しについては、メカニズムを含め不確実性が高く、私自身の主観的なリスクプロファイルは下方にやや厚い。先程のラウンドで委員方の発言を聞いていると、9人中少なくとも4人の委員は、経済・物価見通しに関してどちらかと言うと下方リスクを意識しているといった発言であったと思う。リスク・バランス・チャートを見ると2015年度については下方にテールが偏っており、「上下に概ねバランスしている」というにはやや無理があるように思われる。結論として、表現に正確を期す必要があると考える。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

4箇所ので修正文案を考えている。最初は、「1. わが国の経済・物価の中心的な見通し」、「(2) 物価情勢」の中長期的な予想物価上昇率に関する記述、2点目は同じく「(2) 物価情勢」の中の見通し期間後半にかけての実

際の物価上昇率の見通しに関する記述、3点目は、「3. 金融政策運営」の第1の柱の部分の見通し期間後半にかけての物価上昇率に関する記述、4点目は金融政策のコミットメントに関する記述である。今回の展望レポートの議長案では、定性的な書き振りについては概ね受け入れられる部分が多いが、その中でも議案を提出するのは、最後に付されている見通しの中央値と私の見通しが余りにも大きく違う、特に物価見通しについては、私がこの中央値よりも相当低くみているということに照らして、最低限の修文を考えた。

修正点としては、実際の物価上昇率の先行きについて、「2%程度に達する可能性が高い」あるいは「2%程度の物価上昇率が実現し」という表現を、「上昇幅を緩やかに拡大させていくことが見込まれる」あるいは「物価上昇率を緩やかに高めつつ」と修正している。

中長期的な予想物価上昇率については、前回はこの箇所について修正の議案を提出しなかったが、半年経って、中長期的な予想物価上昇率をみると動きが非常に鈍い。さらに、「2%程度に向けて次第に収斂していく」という表現については、バックワードルッキングに中長期的な予想物価上昇率が上がっていくということはそうだろうと思っているが、フォワードルッキングに決まる部分については非常に不確実性が高いと思っている。2%に向かって収斂していくということになると、中央銀行の目標に収斂させていく、つまりコントローラビリティが非常に高いという判断がベースにあるということであり、それは足もとの状況をみるとなかなか起こり得ない、実現させるのは難しいと思うので、ここまで断定的な書き方をするのは適切ではないと思うので、今回新たにこの部分を加えている。最後の金融政策運営のところは、従来の対外公表文の修正と全く同じである。以上である。

黒田議長

今の提案について意見等があればどうぞ。

中曾副総裁

明らかに見方が違うところを除いてコメントしたい。白井委員の「下振れリスクを意識する必要がある」、佐藤委員の「リスクは下方にやや厚い」という議案に対するコメントだが、議長案の本文では、経済・物価とも下振れリスクについて網羅的に触れており、項目によっては不確実性があると現に記載されているので、下振れリスクについては相応に反映されていると思う。一方で、上振れリスクもあるので、個々の論点に関する下振れリスクは別として、全体として分布チャートを見ると——読み方による部分もあると思うが——、原案のとおりで良いと思う。下振れリスクは意識する必要はあるが、先程の私の発言とも関係するが、政策委員の合議体である当委員会の集会的努力の成果である展望レポートが有する影響力は十分自覚しておく必要があると思う。下振れリスクをあたかも強調したかのように受け止められてしまうと、それ自体が下振れリスクを加速してしまう部分があると思うので、そういった効果も含めて慎重に考える必要があると思う。

2つの柱について冒頭に段落を追加してはどうかという白井委員の提案であるが、白井委員がおっしゃるように、展望レポートを含めた情報発信を分かりやすくし、かつ不断の改善努力を重ねていくということには全く同感である。4月の展望レポートは従来の書き方に比べて簡潔さを旨として抜本的に簡略化し、それが評価されていると思う。私自身日銀に長くいるからそのように思うのかもしれないが、展望レポートの読み手には、2つの柱について、日銀の考え方やアプローチとして相応に理解され、定着しているのではないかと思う。不案内な読み手に対しては、今回注記を入れて、そこには白井委員が第1パラグラフとして提案されたような内容があるので、私自身はこの時点で構成を変える強い必要性は感じていない。

宮尾委員

リスク評価とその書き振りについては、いつも悩ましいのだが、各委員それぞれのリスクバランスと全体としてみた時のリスクバランスの両方

の側面があり、私が申し上げたのは、私自身の中でのリスクバランスはやや下振れであるということである。ただ、展望レポートで国民の皆さんに提示するのは、9名のそれぞれの委員のリスクバランスを総合したボード全体のリスクバランスであり、それはこのリスク・バランス・チャートである。そういう観点からは、実体経済に関しては上下にバランスしていると思うし、物価に関しても、4月にもこの場で議論したが、4月時点で全体として概ねバランスしているのではないかということが大勢の見方であったと思う。4月あるいは中間評価の7月と大きく変わっているということではないと思うので、私自身は現状どおりで良いと思う。

コミュニケーションに関し、白井委員が指摘されたが、われわれの情報発信が、物価だけを引き上げようとしていると誤解されているとか、なぜ2%なのかといった疑問、あるいは佐藤委員がおっしゃったように、われわれのターゲットはピンポイントだと誤解される面もあるが、誤解を生むところは、色々な機会を捉えて丁寧な説明を通じてできるだけ改善していくことが重要だと思う。従って、できるだけ分かりやすく説明するという趣旨については全く賛成である。ただ、それを今回の展望レポートで書くのかというと、私自身は現状の色々な機会を通じて引き続き努力していき、展望レポートの原案をこのかたちから大きく変える必要性は感じていない。

岩田副総裁

白井委員の提案が3点あり全てに賛成という訳にはいかないが、第1の柱、第2の柱の部分の書き方についての提案はある程度理解できる。私は、学者として論文を書く時にはできるだけ分かりやすく誤解のないように書かなければならないと、きつく指導されてきた経験があるので、日本銀行の「柱」について全く知識のない人にも分かりやすく書くべきだというのは、全くおっしゃるとおりで、検討に値すると思う。ただ、この場で議論するというよりも、もう少し練ってから違う場で議論したほうが良いのではないかと思う。

下振れリスクに関しては、宮尾委員がおっしゃったとおりだと思います。

なぜ2%なのかという問題は、展望レポートで書くというよりも、インフレターゲットを実施している国はどこでもそうだが、ホームページにきちっと、なぜ物価上昇率を2%とするのか、なぜデフレがいけないのか、なぜ0~1%では足りないのか、消費者物価指数の上方バイアスとは何か、金利がゼロになった時の対応が難しい、などといった色々なことが解説されている。ところが日本銀行には全くそれがない。ホームページで解説して情報発信するのが1つの方法だと思う。

内田企画局長

ホームページには載せている。問題があるとすれば、ホームページの構成ということか。

岩田副総裁

ホームページのどこかに解説が載っていて、探すとやっとみつけれられるというのではなく、ホームページの一番最初に分かりやすく載せるということも1つの検討材料だと思う。ただ、金融政策決定会合の場で議論するというよりは、別のところで考える機会を設けても良いと思う。

白井委員

多くの貴重なコメントを頂いたのでお答えしたい。まず、佐藤委員の提案と私の提案が非常にかぶるところがあり、ここは要相談だと思う。私は、総括の中に正直に下振れリスクが大きいところはそのように書いた方が良いと思うが、同時に、後ろの第2の柱のところでも「リスクは上下にバランスしていると評価できる」、物価のところも「リスクは概ね上下にバランスしていると考えられる」というところにも非常に疑問があり、ここも変えたかった。ただ、私の理解が正しければ、私が受けた説明では、この記述は政策委員の見通し分布チャートを客観的に説明するものとのことであったので、そうであれば分布チャートは、景気の方はバランスし

ており、物価の方も色々あるにしても中央値は 80%のところに入っている、そのばらつき具合の説明としては反論するところではないと思、提案していない。しかし、今、木内委員は第 1 の柱、佐藤委員は第 2 の柱のところ提案しており、おやっと思ったところである。そこはどうか、ここは私の理解で良いのかということをお願いしたい。

次に、今までも下振れについて言っていたが、今回、敢えてわざわざ提案したのは、私の個人的な印象なので、もし聞きづらいことがあればお許し頂きたいが、正直なことを申し上げたい。実は、今回の展望レポートを読んで感じた印象を申し上げると、政策意図を織り込んだ見通しと政策効果を示すことと、可能な限り客観的な分析を示すことのバランスの難しさを感じた。読者から、前者に傾き過ぎていると受け止められると、それが外部の見通しとのずれが大きい場合、日本銀行の分析に対する信認の低下をもたらす、展望レポートが単なるスタンスの表明とみなされてしまう恐れがある。一方、客観的な分析と受け止められると、安心感と信頼性の向上に繋がる面もあると思う。このバランスが極めて重要だと思う。中曾副総裁は、下振れリスクと言ってしまうと大きく悪化すると受け取られるとおっしゃったが、現実にはそのような下振れリスクがあるのは明らかなので、むしろそれを言った方が良く、もしそうでないならばそれを打ち消すような強い説明なり論理的な解釈をしたほうが良いと思う。中曾副総裁がおっしゃるように、一つ一つに上下のリスクが書かれているが、申し訳ないが、バランスしているとみせるように無理して書いているように見える。色々な材料からみて明らかに下振れの方を指しているのに、上下のリスクを書いている。流れを普通に読むと下振れリスクの方が大きいと読めると思うので、そうであれば下振れリスクが大きいと言い、それでも 2%の達成の道筋があるということであれば、世の中の色々な疑問に対して一つ一つ誠実に答えていく方が良いと思う。インフレ期待も、確かにほとんどとまってしまっているのは事実である。それではどのようなかたちで上げていくのか、ということであるが、岩田副総裁は、例えば、米国との金利差が明確になれば円安・株高になるとおっしゃったが、それでは米国依存に

なっている。それ以外にインフレ期待を上げていくメカニズムはどのようなものがあるのかという世の中の質問に、率直に答えていく方が良いと思う。今回は、私のこの気持ちを伝えるために、敢えて提案を行った。

中曾副総裁は、展望レポートは十分理解されているとおっしゃったが、分かっている人たちはそうだが、それ以外に数を増やせているかという、正直違うと思う。私は、理解して頂ける方の数を増やしていきたい。難しいからといって読まなくなっている人たちに、少なくとも有識者のレベルで数を増やしたいと思っているので、文章を含めてあらゆる努力をしていくべきではないかという考え方をしている。

石田委員

ここで議論しているのは展望レポートの「基本的見解」である。そうであれば、議論が色々あってもそれを全部織り込む訳にはいかない。皆さんは、政策委員の見通し分布チャートの中央値を示す丸印からの分布をみていると思うが、この分布自体が問題なのであって、この分布をみれば上下均衡している。具体的なリスクが何かは書いてあり、「政策委員全体で見ればリスクは均衡している」と言うことのどこがおかしいのか、と私は思う。

森本委員

私も全く石田委員と同意見である。基本的に、大勢見通し、中心の見通しに対してコメントするものであると思っており、リスク・バランス・チャートについても、「概ね」とあるのは、要するに、やや下方とみられるが、ということがそこに表れていると私は理解している。そういう意味でこの方向で良いと思っている。

できるだけ分かりやすいものにしていくということは、本当に傾聴に値する意見であり、われわれも絶えず努力していかなければならないと思うので、レポートの分かりやすさに対する外部の感想などを聞いてみるとか、

そうしたことも踏まえて色々考えていってはどうかと、私は思っている。

岩田副総裁

白井委員は、どうみても下振れリスクが厚いとおっしゃるが、全体の人がどのように考えているかをみると、ある人は中央値が高いところから下振れるとみている。一方、下の方に中央値がある人の下振れリスクは上の方に中央値のある人よりも大きくなる。私は、元々中央値が高いので下振れリスクは他の人より小さくなっている。何となく下振れリスクが厚いとおっしゃるというのは分かるが、要するに平均的な見方がそれぞれ違うところから下振れリスクをみており、それを表しているのがチャートだと思う。チャートからみると、「概ねバランスしている」という表現で良いのではないかと思う。

森本委員

白井委員は、物価について、上昇分はエネルギー関係がほとんどだという話であったが、コアコアをみると4月の-0.6%から漸く0%になっている。上昇・下落品目比率など色々みても、現段階では順調という評価で良いのではないかと私は思っている。

白井委員

今はそうであるが、問題は道筋である。

佐藤委員

白井委員、木内委員の提案を拝見すると重なる部分も多いが、考え方が違うところもあるので全部に賛成する訳にはいかない。下振れリスクに関して、情報発信との関連で一言コメントしておきたい。先程、中曽副総裁から、下振れリスクを展望レポートで強調することで、そのリスクが自己実現してしまうという話があった。これは、現状、期待に訴えかける政策を行っているので、日本銀行が物価に対して弱気な姿勢をみせるとそのよ

うなリスクは確かにあるとは思う。そういう点で、確かに情報発信は戦略的に行うべきであり、非常に重要であると思う。私は情報発信の邪魔をするつもりは毛頭ないが、ただ、私自身の物価見通しとの関連で申し上げると、もし、展望レポートの見通し期間内に、ピンポイントで2%ということを考えるのであれば、実際に下振れた時のダメージはそれなりにある。実際に下振れた時には、日本銀行の経済・物価見通し、あるいは政策そのものに対する信認の低下というかたちになって現れかねず、そういった観点からはダメージコントロールを未然にやっておくという意味でも、リスクの書き振りは、ある程度配慮する必要はあるのではないかと思う。また、2%を字面どおりと考えるのであれば、その実現の蓋然性は、私は決して高くないと思う。そのため1月の会合では2%の物価安定目標に反対した。そういうコンテキストである。リスク認識としては、先程申し上げたように9人の委員のうち少なくとも4人は、経済についても物価についても、ある程度下振れリスクをみているので、そこはそれなりに重みがあると考えている。

木内委員

リスクバランスのところであるが、「3. 金融政策運営」の第2の柱のリスクバランスは、私の理解では、基本的見解の「1. わが国の経済・物価の中心的な見通し」という定性的な表現に対するリスクバランスであり、見通しの表やチャートはあくまでも参考として示されているのであって、ここでのリスクバランスの判断は、「1. わが国の経済・物価の中心的な見通し」で定性的に示されている中心的な見通しに対するリスクバランスであると理解している。そこで、「2%程度に達する」などはどうしても受け入れられないが、私としては、そこが修正されたうえでは、定性的な見通しは受け入れるので、リスクについてはバランスしているというのが私の考えである。

情報発信については、中曽副総裁の話もそのとおりにかもしれないが、私は、どちらかというと白井委員、佐藤委員の考えの方に賛成である。日本

銀行からの情報発信は常に良いことばかりが発信されるということになった場合、信頼性が落ちてしまう。日本銀行の景気判断や物価見通しはいつも良いことしか言っていないということになると、信頼性が損なわれてしまう。また、人々が本当に下振れを警戒している時に、当局がそれをきちんと理解していないのではないかというような見方に繋がった場合、逆に不信感が高まったり、政策効果が落ちたりすることもあるので、バランスは難しいと思うが、ネガティブなこと、下方リスクについてはできるだけ書かないというようなスタンスは、リスクが高いと思っている。

宮尾委員

白井委員がおっしゃったように、物価見通しについて、中長期の予想インフレ率がどのようなメカニズムで上がっていくのかをしっかりと伝えていくことは本当に重要であると思う。ここで書き切れていない部分は当然ある。予想インフレ率にバックワードの部分とフォワードの部分とあって、われわれはフォワードの部分に働きかけるという新たな大きなチャレンジをしている。フォワードルッキングな予想に働きかけるのにはどのようなメカニズムがあり、それがどの程度の蓋然性があるかというところは、まさにわれわれ一人一人がしっかり情報発信していかなければならないと思っているし、それは極めて重要なポイントである。それを踏まえたいうえで、私自身は、例えば物価の見通しについて、先程申し上げたように、中長期の予想インフレ率、あるいは家計の所得環境などの面で上振れリスクもあると考えている。その場合、本当に先行きの景気回復期待が持続し、それがフォワードルッキングな私たちで人々の予想インフレ率に反映されるというメカニズムが、今の環境では十分あり得るのではないかと思っている。そういうメカニズムをきちんと説明していくことを、今後も引き続きやっていかなければならないと思う。

木内委員

今の話は全くそのとおりだと思うが、「2%の物価安定の目標を掲げて

いる」と言い続けることが重要である、とよく言われるが、それは既にみんなに浸透している。2%の物価目標達成についての日本銀行の意志や本気度が十分伝わっていないといったことも言われるが、これももう大分周知されている。その中でも中長期の期待インフレ率がなかなか高まっていけないということは、結局はわれわれの金融政策が物価を上手くコントロールできるかどうかに対する信認がないということである。その点からすると、粘り強く言い続けることではなく、われわれの物価のコントロールビリティについて、このようなツールでこのようにできるという新たなロジックを示していくことが、期待を上手く誘導する手段であるという点からすると、宮尾委員のおっしゃったとおり、そこをきちんと追加的に説明していくことが重要であると思う。

白井委員

展望レポートについては、先程申し上げたように、2年半あらゆる機会を捉えて言ってきたので、当然この前にも色々な議論をしている。これをきっかけに皆さんと議論できれば良いし、そのためにも敢えて今回はこういう提案のかたちにしていく。上振れ、下振れのところの宮尾委員の話もよく分かる。しかし、一言で言うと、多分ここは佐藤委員や木内委員と似ているが、やはり少し楽観的というところが色濃く出ていると思う。もう少し正直に認めるところは認めて、そのうえでどのようなルートで改善していくとみられるのかという説明を、これからは重視していくべきではないかと、個人的には思う。

岩田副総裁

佐藤委員のおっしゃる「2%をピンポイントに」は、どこにも書いていない。「2%程度」と書いてある。「程度」をどうみるかであるが、幅は違うかもしれないが、まずピンポイントではないということを、ちゃんと周知していった方が良いと思う。ピンポイントで2%にならないと失敗であるとは考えていない。

上下のバランスの話は、もし木内委員のような書き方をすると、A委員はこう、B委員はこう、という書き方しかないと思うが、そうはいかないので平均値で書いている。下振れリスクをどうみているかは、チャートを見れば一番下の人はこうだと分かる。この金融政策を行っても、消費者物価は2015年でまだ0.7%しかないと思っている人がいると分かるので、情報としてはこれで良いのではないかと、私は思う。

黒田議長

議長案を提案した立場で一言申し上げる。今の皆さん方の意見を一番よく反映しているのが議長案であろうと思う。色々な議論があるが、それを文章やチャートで、最大限皆さんの意見を反映したかたちで書いていると思う。また、政策的意図や期待への働きかけといった点については、色々な議論があった。私自身は、中曾副総裁、岩田副総裁、宮尾委員の考えに近い面もあるし、白井委員、佐藤委員、木内委員の言われたこともよく理解できる。ただ、政策担当者、そして2%の物価安定目標を実現する責任がある日本銀行として、どのように情報発信していくかということはよく考える必要があると思っている。

それでは、「経済・物価情勢の展望(基本的見解)」に関する採決を行う。まず、白井委員案から採決をお願いします。

[白井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：白井審議委員

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

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

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

白井委員案は反対多数で否決された。次に、佐藤委員案の採決をお願いする。

[佐藤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：佐藤審議委員

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

木内審議委員

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

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いします。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

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ます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員案は反対多数で否決された。3つの議案はいずれも反対多数で否決されたが、提出された委員の方々から何か追加的にあればどうぞ。なければ、議長案の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
石田審議委員
反対：白井審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員
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 6、反対 3、賛成多数である。反対は白井委員、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

議長案は賛成多数で可決された。後程、記者会見において、白井委員、佐藤委員、木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、ご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

白井委員

一言だけ。私の議案は 3 点あったが、簡単に言うと 2 つで、1 点目は中心的な見通し自体には賛成しているが、景気物価の上振れ、下振れ要因について、下振れリスクを意識する必要があるとの全体評価を追加することが提案されたということと、展望レポートの分かりやすさの観点から、2 つの柱の記述に関する新たな改善案が示されたということをお伝え頂

れば幸いである。

黒田議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に对外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 11 月 1 日金曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、本日 15 時の对外公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案および見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

VIII. 議事要旨（10 月 3、4 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10 月 3、4 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは、議事要旨の採決をお願いする。

[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 11 月 6 日水曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

IX. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、11 月 20、21 日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、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。また本日は中央銀行間スワップ取極の常設化と展望レポートを決定したが、これらの公表時刻は 15 時となっているので、機密管理を宜しく願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 13 時 14 分である。

黒田議長

解禁時刻が 13 時 14 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。なお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。

(13 時 09 分閉会)

以 上