

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年12月19日（14:00～16:50）

12月20日（8:59～11:52）

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  
内閣府 梅溪健児 内閣府審議官（19日）  
小泉進次郎 内閣府大臣政務官（20日）

（執行部からの報告者）

|             |                         |
|-------------|-------------------------|
| 理事          | 雨宮正佳                    |
| 理事          | 木下信行（19日、20日8:59～10:20） |
| 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    | 服部良太 |
| 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。今回の議事進行だが、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、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、11月20、21日開催の議事要旨の承認、2014年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

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。今回、年末のバランスシート見通しとの関係で、金融調節については後程まとめて申し上げる。また、Fedの tapering、FOMCについては、国際局から報告があると思うので、私からは tapering 開始の金利や為替等市場の反応に

ついて、後程まとめて申し上げる。

まず、図表 1 をご覧頂くと、短期金利は本行の金融緩和のもと、引き続き低水準で推移している。短期国債金利は、9 月末のように大きく低下することなく、このところ 0.05~0.06% 台で比較的安定している。なお、予てから木内委員、佐藤委員が指摘されておられるように、短期国債マーケットでは本行のプレゼンスが相当意識されている。このところ、短期国債レートが 9 月末のようには急低下していない背景には、本行が 11 月に比べて買入テンポを若干スローダウンさせている中で、メガバンクなど大口のプレイヤーが、例えば、0.05% を下回ったら買わないといったように一定の金利目線を持って売買しているということが指摘できると思う。なお、マーケットでは、来年入り後、本行が、マネタリーベース目標と国債買入目標の差額が広がる部分を埋めるために、短期国債を買い増すのではないかとみており、短期国債金利は現在の水準から 0.1% の当預付利水準に戻っていくことはないのではないか、もうあまり上がらないのではないかという見方が優勢である。

図表 2 の主要国の長期金利をご覧頂きたい。米国の長期金利は、雇用等の比較的良好な経済指標、このもとで 12 月 FOMC での tapering 予想が再び台頭したことから上昇傾向をたどった。もっとも、昨日の FOMC の反応は、一日を通じてみれば比較的小幅にとどまっており、現在 2.8% 台である。この間の欧州の長期金利は、米国長期金利の上昇、比較的好調だったコア国の経済指標、欧州周縁国のリスクプレミアムの低下に伴う flight to safety の巻き戻し、さらには複数国を束ねている ECB では効果的な追加緩和はなかなか見出し難いのではないかとといった市場の見方を背景に、水準を切り上げている。これらの海外金利の上昇や後程申し上げる円安・ドル高を受けて、本邦長期金利も長期ゾーンを中心に若干水準を切り上げている。もっとも、金利が上がるとそれなりに投資家の買いが入る展開であり、また買入オペも底流としての安心感に繋がっている部分があり、足もとでも 10 年債で 0.6% 台半ばの比較的落ち着いた水準で推移している。

図表 3-1 をご覧頂きたい。昨日の F O M C 結果公表前後の米国マーケットの動きについては、tapering 公表時にサプライズで金利が一旦上がったが、むしろフォワードガイダンスの強化の方が注目されて金利はむしろ低下した。その後、再びじりじり上昇する展開で、一日を均してみれば、米国金利の上昇は小幅にとどまっている。株価の方は、フォワードガイダンス強化の方が好感され、F O M C を受けて明確に上昇している。為替レートは、F O M C を受けて全般にドル高であるが、とりわけ対円での円安・ドル高が目立ち、円は 2008 年 10 月以来の 104 円台まで上昇している。なお、図表 3-1 (2) の F O M C 結果公表後の F F 金先をみると、カーブはほとんど動いていない。この意味では、F e d の tapering とその後の金利引き上げをデカップルしたいという戦略は、少なくとも昨日のところは、フォワードガイダンス強化を通じてマーケットにある程度効果的に働いたように思う。

図表 3-2 をご覧頂きたい。このところ、2 年辺りの金利の米欧の連関が強まっていると言われており、この中で (2) に示すように昨日の F O M C を受けて、2 年債金利はむしろ僅かながら低下している。ここからみても、F e d の tapering と金利のデカップリング戦略が、昨日はマーケット向けには一応上手く働いたように思われる。今朝市場参加者が多くのニュースレターを出しているが、先行きの tapering のテンポについては、今後毎回の F O M C で 100 億ドルずつ減らしていくのではないかといった見方が比較的多いように思う。

図表 4 (1) の E C B の政策金利関連だが、E C B の 11 月 7 日のサプライズ利下げは、現実の金利低下効果はあまり出なかったということである。その意味では、利下げは主にアナウンスメント効果を狙ったものと思われるが、その後、年末に向かって、E O N I A や E U R I B O R といった短期金利はむしろやや上昇している。12 月のドラギ E C B 総裁の会見についても、具体的な緩和策に言及されなかったことで、結局有効な追加緩和策はなかなか難しいという見方が市場では根強く、このことが、先程ご説明した長期金利の上昇や底流としてのユーロ高に繋がっている面がある

ように思う。この間、図表 4 (2) のエマージング諸国であるが、こちらでは利上げ、利下げの両方の動きがみられている。通貨防衛や対外収支改善の観点から引締めが求められているインド、ブラジル、インドネシアといった国々では、政策金利は、引き続き引き上げ方向にある。他方、タイでは、11月27日、内需への懸念から中銀は金利を引き下げている。

図表 5 のわが国の長期金利であるが、期間別にみると、最近では、30年や10年といったやや長めのゾーンの金利上昇の度合いが他のゾーンよりも若干大きめになる傾向がある。この結果、イールドカーブは若干スティープ化している。この背景としては、先程申し上げたような要因に加え、年末にかけて公表予定の来年度の国債発行計画において、長期ゾーンが増額されるのではないかとといった市場の見方が根強いことが挙げられる。図表 6 のイールドカーブをみても、目立つのは10年、20年、30年でスティープ化しているところで、前回会合時から若干プラスとなっている。

図表 8 (1) の主要国の株価は、11月中は、良い指標が出ると買われ、悪い指標が出ても緩和継続期待から買われるといったセンチメントがあり、明確に上昇していた。12月入り後はさすがに高値警戒感のもとでの利喰いもあり、各国とも、振れを伴いつつ横ばい圏内で推移した。もっとも先程申し上げたように、昨日のFOMCでの決定を受けて、米国株はフォワードガイダンス強化の方が注目されて買われ、日本株は円安・ドル高および米国株の上昇を受けて買われる展開となっている。この間、(2) の新興国の株価は、やや選別色の強い展開である。とりわけ、5弱国と呼ばれていた国の中でインドの株価は、このところ総じて堅調であり、5弱国からやや一抜けの感がある。他方、インドネシアやブラジルの株価は総じてなお弱めの展開である。図表 10 の各国の株価騰落率をみると、日本、インドは強め、インドネシアやブラジルが弱めと、やや選別色の強い展開である。

次に、図表 11 の為替レートであるが、前回会合以降の特徴的な動きとしては、円安・ドル高が挙げられる。12月13日に一旦103.92円と5月22日の安値である103.74円を超える水準まで円安が進んだ後、昨日のF

OMCを受けてさらに104円台まで円安が進んだ。最近の動きは、ドル高というよりは円安という面が強く、例えば、ユーロは11月上旬のサプライズ利下げの際に若干ユーロ安に戻したが、その後は先程申し上げたようなECBの政策対応余地に対する懸念を背景に、ユーロ安に振れた分を戻してしまうかたちで再びユーロ高になった。昨日のFOMCを受けて、ユーロは対ドルで再び若干ユーロ安に戻したが、一方でそれ以上に円が下落したため、ユーロ/円は足もとでは1ユーロ142円台と円安・ユーロ高である。因みに、ドル/円が前回103円台をつけた5月22日のユーロ/円は133円台であり、後程申し上げる対韓国ウォンなどを含めると、現在の円は、ドル/円でみる以上に円安と言えるように思う。この間、新興国の通貨は株価同様、選別色の強い展開であり、インド・ルピーが総じて上昇に転じている一方で、インドネシア・ルピアは下落を続けている。図表12-1をご覧頂くと、ドルは必ずしも tapering で全面高という訳でもなく、ユーロ、スイスフラン、英ポンドなど欧州通貨やインド・ルピー、韓国ウォンは対ドルで上昇している。一方、インドネシア・ルピア、豪ドル、日本円の下落が目立っている。図表12-2は、昨日のFOMCを受けた1日の為替レートの変化であるが、ここでも円の下落が1番顕著である。他方、英ポンドはむしろ上昇している。

図表13は最近の為替市場の特徴的な動きをまとめたものである。①にあるように、最近では日経平均とドル/円レートとの相関が再び強くみられるようになっている。円安と株高の連関に注目した外国人投資家の売買が、足もとの相場の1つの背景となっており、この点はヒアリング情報などからも示唆されている。また、②のスイスフラン、③の韓国ウォンは、とりわけ対円で上昇しており、韓国中央銀行が12月12日に公表した政策決定の際の公表文の中で、韓国ウォンの対円レートのボラティリティ増加を韓国経済のリスク要因として指摘している。④の豪ドルについては、RBAのステューブンス総裁が12日に1豪ドル0.85ドルといった具体的な豪ドルの水準に言及し、これを契機に豪ドルが下落している。

本日は年末のバランスシート見通しとの関係で、それぞれのオペの進捗

状況について簡単に申し上げたい。図表 16 のマネタリーベースは、年末にはほぼ 200 兆円、具体的には 200 兆円を僅かに超える水準で着地する見通しである。これまでの買入分の平均残存期間も 7.3 年とほぼ見通しどおりである。残存期間が 7 年よりも少し長くなったのは、期間 5~10 年、10 年超のところでは新発債が大量に持ち込まれたことによるものである。次に、国債買入れは 140 兆円をほんの僅かに超える水準、社債、E T F、J - R E I T の買入額は、ほぼ年末見通しどおりに着地する予定である。この間の C P オペは、前回会合でも申し上げたとおり、本質的にピンポイントで着地させることが最も難しい。言ってみれば、ざるで水を掬うようなオペであり、どの程度水がこぼれるのかコントロールがなかなか難しい。表では C P 残高は既に 2.5 兆円に達しているようにみえるが、元々 C P は 12 月に期落ちが多く、相当程度が 12 月中に期落ちしてしまう。そこで金融市場局としては、残りのオペで、ある程度余裕をみて多めに買って行く予定であるが、それでも札割れや、個別銘柄について、買入限度を超えているために買えない可能性がある。他方、そうした問題が起これなければ、むしろ少し買い過ぎてしまう可能性もある。いずれにしても 2.2 兆円のピンポイントで着地しない可能性が若干ある点をご理解頂ければと思う。勿論、大きく外れる可能性は低いと思う。金融市場局としては、引き続き、ボードで決定された方針に沿い、鋭意オペレーションを進めていきたいと考えている。また、F e d の tapering を巡っては、今後、毎回の F O M C の決定に市場の関心が集まることも予想される。インドネシアのように、新興国でも引き続き選別的な動きがみられている中、F e d の tapering を巡る市場の反応を含めて、内外市場の動向について、引き続き注意深くモニターしていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

## 木内委員

2点ある。1点目は調節、2点目は債券市場の流動性についてである。図表16の短期の資金供給において、短期国債の買入れと共通担保オペをみると、昨年末から現時点までで短期国債が15兆円積み増され、共通担保オペが11兆円減少して、合計で4兆円強位増えている。年末との比較ではそうだが、足もとをみると少し減少トレンドになっているのではないかと思う。年明けには、短期国債をもう一度2兆円に戻したとしても、短期国債の今の25兆円をさらに大きく積み増していくのは簡単ではないように思う。一方、共通担保オペについては、年明け暫くは大丈夫でも、4月、5月に10兆円規模の1年物の期落ちがあることを考えると、この両方で残高を増やしていくことは自然体では簡単ではないように思う。ここから短期国債、固定金利オペについて残高を積み増すとすると、どのような工夫が考えられるのか。

2つ目は国債市場の流動性についてである。図表7(2)の長国先物の値幅・出来高比率は順調に数値が落ちていき、流動性が高まっているかたちになっているが、一方で、(3)をみると出来高が増えているので、値幅自体はあまり変わっていない。例えば、金融市場局が作っているベストアスクの中央値の枚数などをみると減少していたり、証券会社サイドのポジションが先月以降また落ちてきていることを考えると、国債の流動性自体は足もとで必ずしも高まっている訳ではないと思うが、現状をどのように評価しているのか。潜在的には流動性の問題はまだ非常にあると考えているのか。

## 山岡金融市場局長

1点目の調節は難しい点があり、元々共通担保オペと国債買入オペは代替的な部分がある。短期国債を買入れていきレートを下げていくと、0.1%で共通担保オペを取っていくことの経済的なメリットがなくなっていく、共通担保オペに札が入らなくなる。結局、金融緩和を進めていくことによって共通担保オペが入らなくなっていく、短期国債を買い増さざるを得

ないのはそういう事情がある。何らかの工夫が考えられるのかというご質問だが、なかなか妙案はない。ただ、現状の短期国債金利のもとでも、なおキャッシュを潰したいというニーズがあり、一定の短期国債需要はある。金融緩和をさらに進めていき、短期国債レートをさらに限界的に下げれば、むしろそのような限界的な民間の需要は減り、われわれに売るもの、われわれが買えるものが増えてくるかもしれない。そのように底溜り的な需要を崩していくことによって、買い増す余地は多少あるのではないかと考えている。

2点目の流動性については、これも木内委員ご指摘のとおりであり、値幅・出来高比率に表れないところに流動性の問題を指摘する参加者は相当いると思う。木内委員ご指摘のような板の薄さなどであり、それは必ずしもこうしたグラフでは把握できない部分である。市場参加者が感じている流動性の問題は、実際に取引をしようと思うと板が抜けてしまうとか、ショートが振れないといったところにあると思うので、引き続き丹念にモニターしていきたいと考えている。

#### 白井委員

流動性について、米国と日本の考え方の違いを説明して頂きたい。日本の場合、特定銘柄の国債の流動性に何か懸念があるような時に、財務省はリオープン債や流動性供給のためのオペなどを実施し、日本銀行でもSLF、国債補完供給がある。日本銀行の補完供給は、フェイル慣行や民間の取引をサポートするという事でどちらかと言うと2次的、補完的にみえる。米国は、国債オペのシステム開発に人もコストも支出できるということかもしれないが、例えば、ある銘柄で中央銀行の買入れが70%になると自動的にやめる、あるいは一定の比率を超えると入札・応札の金額を減らすなど色々な工夫をしている。それは、予算や人材を拡充できたからだと思うが、そのような流動性の工夫が中央銀行でなされているが、日本の場合は、財務省も流動性を気にしながら、新発債を出したりリオープン債や流動性供給オペを行っている。これに対し、米国の場合、Fedは、今言っ

たように、特定銘柄の集中を回避したり、S L Fをもっと頻繁に使っている——確かコストも安いと思う——が、米国のトレジャリーはどうなっているのか。

雨宮理事

国債市場の流動性が重要であるというのは、発行当局にとっても中央銀行にとっても同じであり、例えば、リオープンという制度は、元々米国のトレジャリーが行っていた制度である。

白井委員

今も行っているのか。

雨宮理事

今も行っている。従って、元々リオープン債や発行当局としてもできるだけ流動性を維持するという考え方は、実は同じであり、むしろ日本が後になって入れた制度である。S L Fはご指摘のとおり、米国の方が非常に利用頻度は高いが、これは、リーマン・ショック後にマーケットの流動性が完璧に死んでしまった時に、非常に大きく料率を下げそれが今も続いているということが基本にあると思う。もう1つは、米国の場合は、既に市場の中にある流動性対策の1つであるフェイル慣行が既に定着していたことを前提に、F e dがS L Fを手厚くやってもマーケットのフェイル慣行を阻害しない状態——これは若干謎であるが——であったことも影響していると思う。日本の場合、フェイル慣行を定着させている最中であるということも踏まえて、S L Fについてやや慎重めに対応していたということではあるが、夏頃から報告しているように、日本銀行のS L Fも含めて、流動性に対してどのような対応があり得るかは、引き続き市場関係者と意見交換しながら、改善の余地があるかどうか探っていきたいと思っている。

白井委員

貸出増加支援のための資金供給が12月に3回目があったが、その結果は執行部の見通しとの対比でどのような感じか。

雨宮理事

後程、内田企画局長の方からご説明申し上げる。

中曾副総裁

円安の持続性については、どのようにみておいたら良いのか。オプションなどをみていると、円のショートが積み上がっているようにも見える。どこかで一時的にアンワインディングが起きて、円高に戻るような局面はあるのだろうか。かなり勢いがついている円安のようにも見えるが、ポジション的には結構偏ってきている感じがある。日本の場合は為替と株が連動しているようなところがあるが、どのようにみておけば良いのか。

山岡金融市場局長

マーケットトークでは、1回位は戻す局面があるのではないかとみている参加者が比較的多いと思う。ただ、その場合でも、極端に円高が進むという見方は非常に少ないと思う。実際、100円を超える水準で相当程度オーダーが入っているという声もあり、実際には極端に進むことはないが、私の印象では、ここまで進むと1回どこかで戻す局面があるのではないかとみている参加者は多いと思う。

佐藤委員

先程のSLFに関連して、「国の債務管理の在り方に関する懇談会」のメモをみると、SLFの使い勝手について市場参加者から色々要望があるようだ。市場参加者の認識としては、米国に比べるとSLFの使い勝手が良くないということであるが、どのようなところが使い勝手が良くないのか、それに対して、どのような改善策があり得るのか。例えば、米国では、

端末操作ひとつで自動的に欲しい国債を供給して貰えるということであるが、日銀では、担当者に電話すると「他に調達する努力はしたのか、返す当てはあるのか」などと、しつこく聞かれるので借りにくいというスティグマがあると聞いたことがある。必ずしもそれが全てとは思わないが、実態はどうなのか。また、どのような改善策があるのか。

#### 山岡金融市場局長

私共としては、これから市場参加者とも意見交換を重ね、改善策があれば考えていきたいと思っている。どの中央銀行でも同じだと思うが、SLFは、民間の商売を阻害しないようにやっていると思う。基本的に民間の方々は自力で調達をするが、例えば、証券の貸借も民間の重要なビジネスであり、そのビジネスに公的な立場からどこまで踏み込んで良いのかということ色々考えてやってきている。ただ、現在、これだけ私共が国債を買っているという状況を踏まえ、改善の余地はないのか考えていく必要があると思う。元々、完全に自由な売買を中央銀行が保証するという設計ではないのは大体どこの国の中央銀行のSLFもそうだと思うが、こうしたマーケットの変化を踏まえて、もう一度考え直してみたいと考えている。

#### 宮尾委員

F e d の tapering 開始を受けた市場の反応についてであるが、今回ガイダンスを定性的に少し強化したことのマーケットの受け止め方としては、金融市場では株価が非常に上がってきている。これが行き過ぎているのか、適正なのかという議論がある一方で、気になることとしては、クレジット物、ハイイールド債市場の過熱がこの間懸念されてきたと思う。低金利がより長く続けられるという部分がさらに定性的に強化されたことで、この間のハイイールド債のスプレッドが非常にタイトであるとか、レバレッジドローンや原証券にした証券化商品であるCLOなどが残高として積み上がってきている。まだ一部なのかもしれないが、クレジット物での過大なリスクテイクがやや懸念されてきているのではないかと、私自

身はみている。そのリスクは低金利の長期化でさらに高まる、あるいは潜在的に蓄積する面もあるのではないかと考えている。ガイダンス強化の過度なリスクテイクへのインパクトについて、市場で何らかのコメントは聞かれているのか。

山岡金融市場局長

朝方のニューズレターでは、tapering に踏み切ったことがハイイールド債などでみられている search for yield の動きにどのような影響を与えるかについて、コメントしているものはなかったと思う。tapering に至るまでには、そういったリスクを指摘する声もちらほら聞かれており、具体的には、search for yield によって高めのリスクプレミアムが縮小する傾向があり、これが懸念されているというニューズレターは確かにあった。ただ、昨日以降ということであれば、特にそれに言及するものはなかったと思う。

白井委員

先程の私の質問の関連で、米国の場合、コンピュータのシステム開発が進んでおり——予算があったということかと思うが——、中央銀行が特定の銘柄を集中して買う場合、例えば 35%を超えると自動的に落札金額を調整できる——70%位がマックスらしい——と聞くが、わが国の場合、そのようなことが難しいとすれば、どのように特定の銘柄に集中しないようにしているのか。1つ1つみて手作業でチェックしているのか、あるいはもう少しシステムティックにやっているのか。

山岡金融市場局長

発想は Fed と全く同じである。システムのそこまでハイブローかという問題はあるが、発想は全く同じで、われわれも、オペを実施する前に、特定の銘柄全てについてどの程度買い進んでいるのかを全部チェックし、本行があまりに多くの比率を持ち過ぎている銘柄に関してはオファーか

ら外すことになる。Fedほど進んだシステムではないかもしれないが、発想は全く同じであると考えている。

## 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説明する。資料-3（参考計表）【追加】の図表1をご覧頂くと、11月のグローバル製造業の生産PMIは、米国の反動増が大きく寄与し55.3と著進した。12月はグローバルにはまだ出揃っていないが、ユーロ圏がドイツに牽引されて上昇したものの、米国、中国は僅かに低下している。しかし、秋口以降、製造業の生産活動がグローバル貿易の持ち直しとともに上向いているという判断に変化はない。

米国経済であるが、第3四半期GDPの第2回推計値は、前期比年率+3.6%と、事前推計値の+2.8%から大きく上方改訂された。上方改訂は、在庫投資のさらなる上振れによるものである。第4四半期には、この反動減に加え政府消費の下押しもあり、一旦成長率が鈍化することが予想されている。個人消費関連指標をみると、除く自動車、ガソリン、建築材料ベースの名目小売売上高の前月比は、10月+0.8%、11月+0.6%と上向いてきている。9月、10月とやや低調だった自動車販売も、11月は年率1,669万台と反発した。政府機関の一時閉鎖やオバマケアを巡る混乱で、10月、11月と低下していた消費者コンフィデンスも、12月のミシガン大学指数では回復している。11月の雇用統計は、非農業部門雇用者が前月比20.3万人の増加となったが、業種別にみても、幅広い業種での改善が確認された。なお、失業率は、労働参加率の低下を主因に7.0%まで低下している。住宅セクターでは、昨日3か月分のデータがまとめて公表された新築着工件数は、11月で年率109万戸と水準を切り上げた。一方、新築住宅販売

は、10月に大きく持ち直した一方、中古住宅販売は、10月まで軟調が続くなど指標により区々になっている。これらの指標には、政府機関閉鎖が影響している可能性もあるが、住宅セクターの回復力については、ベージュブックをみても、改善がみられる地域と横ばいの地域が混在しており、基調判断が難しい状況になっている。第3四半期にやや低調であった輸出であるが、10月は反動もあり増加に転じた。食料品、工業用原材料のほか、消費財の増加が目立つ。11月の生産は、前月比+1.1%と大きめの増加を記録した。鉱業がプラント停止の反動、電力、ガスが気温低下の影響により寄与度が大きくなっているが、製造業でも、自動車やIT関連以外でも幅広い業種で増加がみられた。ISM指数は、11月に非製造業が僅かに低下したが、製造業は、生産、雇用、輸出受注などに押し上げられ、水準をさらに高めた。なお、米国では、両院協議会で、2014年、2015年会計年度の歳出規模をそれぞれ約1.01兆ドルとするほか、10年間で850億ドルの赤字を削減することで両党が合意に至っている。下院に続き、昨日上院でも本合意を内容とする法案が可決された。これにより、財政再建はこれまでよりもテンポをやや緩めて進められていく見通しが明確になったほか、当面財政協議を巡り、政府閉鎖や債務上限抵触を招き得るショーダウンが起こる可能性は大いに減少した。今後こうした動きが、企業や消費者のコンフィデンス好転、さらには実際の投資行動に繋がるかどうか注目されるところである。

欧州経済は、ユーロエリアの第3四半期GDPの改訂値は、前期比年率+0.3%とプラスとなった。速報値が+0.4%であったので、若干の下方修正になっている。個人投資や設備投資が緩やかに持ち直す中、在庫復元の動きとそれが呼び込んだ輸入増加が打ち消し合い、全体としては小幅な増加となった。景況判断指数をみると、製造業コンフィデンスは引き続き改善しており、長期平均の-7を若干なりとも上回る-4まで改善したが、消費者コンフィデンスは、フランスが大きめに悪化、イタリアが小幅に悪化したことから、全体としても1年振りに僅かに低下した。10月の名目輸出は前月比+0.2%と3か月連続で増加した。地域別では米国、中国向

け、財別では自動車、化学製品の寄与が大きくなっている。ECBスタッフの12月見通しでは、バランスシート調整の持続や、失業率の高さが重石となって、2013年から2015年にかけてのGDP成長率は、それぞれ-0.4%、+1.1%、+1.5%と次第に伸び率を高めていくとはいえ、かなり緩慢な姿を想定している。消費者物価は、HICPの総合ベースで11月は前年比+0.9%と10月の+0.7%に比べ伸び率はやや高まったが、ECBの物価安定の定義を大きく下回っている。

中国経済は、12月のHSBC/Markitベースの製造業PMIは、50.5と5か月連続で50を上回ったが、水準としては、2か月連続で前月比低下した。これ以外はいずれも11月の計数が出ている。生産は前年比+10.0%とほぼ等速の伸びを続けている。もっとも、輸送機械、電気機械の寄与度が高まる一方、鉄鋼の寄与度が低下するなど、内訳にはやや異同がみられる。小売売上高は、自動車や家電の販売増加が寄与し、前年比+13.7%とやや伸びを高める一方、固定資産投資の前年比伸び率は+18.2%と、製造業を中心に幾分低下した。なお、自動車販売は年率1,910万台と高水準を維持したが、中でも日系のシェアは19.2%と尖閣国有化直前の水準を上回り、久方振りにドイツ系を逆転した。社会融資総量は、前年差17.7兆元の増加と伸びが抑制された状況が続いているが、前月との対比では、銀行貸出と委託貸出の増加がみられた。M2の前年比が+14.2%と、年末までに政府見通しの+13%まで低下させることはやや難しくなっている。一方、輸出は、前年比+12.7%と大きく伸長した。香港向けが大きく伸びていることから、再び水増しを指摘する向きもあるが、香港向けを除くベースでも、欧米向けを中心にしっかりと改善がみられる。なお、中国では、12月10日から4日間に亘り中央経済工作会議が開催され、これまでの「穏やかな中で改善を求める」に加え、「改革とイノベーションを堅持する」との文言が加えられ、経済改革に一段と重点を置く姿勢が示された。ただし、積極的な財政政策と穏健な金融政策を続ける点も明記しており、成長にも目配りする姿勢を滲ませている。

NIEs・ASEANであるが、韓国、台湾の11月の輸出は揃って低

下したが、前月の反動による面も大きく、四半期ごとに均してみると、欧米や中国向けを中心に増加基調をたどってきている。また、輸出受注PMIをみても、11月はそれぞれやや反落したが、引き続き50を上回って推移している。生産も、月々の振れを伴いながらではあるが、IT関連や自動車を中心に、明確な改善基調となってきた。一方、ASEANは、比較的付加価値が低い生産品目が多いことから、輸出の回復が遅れているうえ、政争や台風等で主たる経済の原動力である内需がさらに冷えており、自動車販売や輸入も、弱い状況が続いている。

国際金融市場であるが、米国の比較的良好な経済指標を巡り、これを米国経済の予想以上の強靱さを示すものと受け止めつつも、Fedの資産買入縮小時期が早まるのではないかとの思惑が台頭し、方向性が定まらない展開であったが、昨日までのFOMCで資産買入額の縮小が打ち出された一方で、失業率6.5%の閾値達成を超えて、低金利が暫くの間持続されることになるであろうとのステートメントが出て、リスクオンの流れとなっている。通期で見ると、先進国の長期金利はやや上昇、ドルはユーロに対しては下落した一方、円に対して上昇していたが、FOMC後はドルがほぼ全面高になった。株価は概ね横ばいで、FOMCや年末を控えてポジションをクローズする動きを巻き込みながら軟調な局面もあったが、FOMCの決定を受けて大きく上昇する相場展開となった。また、新興国通貨、株価はやや軟調で推移してきたが、FOMCの決定後は、通貨は売られ、株価は上昇している。もっとも、仔細にみれば、国によって区々の展開となり、金融政策の方向性も分化している。こうした中、新興国からの資金流出は、なお緩やかに続いているという状況である。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

米国について3つ質問がある。図表2-2をみながらお伺いするが、1

つ目は、今朝のFOMCの公表文で、設備投資がプラスになっているという表現があったと思う。その根拠は、7～9月の実質GDPの構成項目である固定資産投資が伸びていることなのか。速報よりも良かったと思うが、図表2-2(5)の非国防資本財（除く航空機）では下がっているのに、何が根拠なのかと少し不思議に思っている。それは7～9月のデータのことを指しているのか。7～9月は確かに伸びているが、第2四半期よりは伸び率が下がっているのに、そこはどうなのか。製造業のISMが非常に良いが、もう1つの根拠はそこなのか。ISM製造業の中の新規受注が非常に伸びているが、だからといってそれが設備投資にすぐ直結するとは思えない。国際局としては、そこはどうみているのか。

第2点目は、図表2-2(6)をみると、鉱工業生産の設備稼働率は若干伸びているがほぼフラットである。一方で(3)の鉱工業生産は、もう少し伸びている。一緒に並べると差がかなり明確に出るが、生産が増える一方で設備稼働率がほぼフラットということをどのように説明するかである。例えば、鉱業で非常に開発が進みつつあり、新しい設備投資が起き生産も増えている一方で、製造業の方はそこまで堅調ではないので製造業の方は稼働率が然程高まらないというような、マイニングとマニュファクチャリングの動きの差で説明できるのか。その辺の考えがあればお願いしたい。米国の場合、今シェールガスの開発が進んでいるので、可能であれば、今後、鉱工業生産を鉱業と製造業に分けたデータをみせて頂ければ非常に助かる。

3点目は、住宅についてである。新築着工件数の11月は非常に良く、許可件数も、11月は前月比では下がったがレベルは10月から非常に上がっているのに相当良いと思う。ところが、住宅ローン申請件数をみると、振れはあるもののここ1か月位ほとんどマイナスである。ここをどのように説明するかであるが、ある分析では、新しく住宅を買う世代の人達、すなわち20歳台、30歳台が住宅保有比率を減らしているそうである。家賃を払う方を選択しており、住宅保有が増えている訳ではない。住宅ローン金利も上昇傾向にあり、Fedのローンサーベイによると、いわゆる非プ

ライムへの貸出には非常に慎重であることを考えると、この着工件数の増加は、今までもそうであったように投資家主導なのか。投資家がキャピタルゲイン、あるいはレントの上昇を見込んで、中古や新築を買っているように思える。そうだとすれば、確かに住宅市場は良くなっているが、一般の方々が買うところまでは幅広く改善していないと結論付けられるような気がするが、それについてはどのように考えているか。

外山国際局長

3番目からご説明すると、ローン申請件数は確かにこれまではトレンド的に住宅販売件数と平行に動いていたが、ここにきて少し差が開いている。ただ、モーゲージ組成額そのものをみると、そのような乖離はみられず、申請件数だけが少し減ってきている。われわれもここを気にして色々原因を探ろうとしている。まだ仮説の域を出ないが、ローン申請件数の調査カバレッジについて、2009年頃は75%程度カバーしていたが、現在、積極的にモーゲージを供与しているのが、大銀行から中小にどんどん移ってきており、そういったところが必ずしも捕捉されていないので、恐らく、ローン申請件数が全体をあまり反映しなくなってきたということがあると思う。ただ、おっしゃったような投資家主導とまでは言えないと思うが、業者あるいは投資家が参入しているマーケットであるということも、一定の寄与はあるとみている。

次に、鉱工業生産指数の稼働率であるが、長い目でみると、確かにマイニングの寄与度は、長期平均よりも今は少し上がっていると思う。2011年にIIPが全体として+3.4%、2012年に+3.6%伸びているが、その中でマイニングの寄与度はそれぞれ0.82%、0.95%なので、無視できない寄与を占めている。おっしゃったようにシェールガス、タイトオイル、ディープウォーターオイルなど色々あるが、新しいタイプのエネルギーを開発する動きが強まっているので、このIIP全体だけをみても製造業の強さは押し量れなくなってきたと思う。さはさりながら、製造業そのものの動きをみても、第2四半期から第3四半期にかけて緩んでいたのが

少しピックアップしていることは確認できているので、全体の判断としては、製造業も少しずつ持ち直しに向かってきているということで良いと思う。なぜこれが設備投資になかなか結びついていかないのかということであるが、全体としての設備稼働率は、長期平均にほぼ近づいてきており、緩やかではあるが、そろそろ設備投資が本格的に出始めてもおかしくない条件が揃ってきていると思っている。

最初の質問のF e dがなぜ表現を変えたかは、F e dに聞いてみないと分からない。

白井委員

設備投資が増加しているということである。

外山国際局長

ハードデータとして明らかになっているのは、おっしゃるようにGDPだと思うが、受注計数などが少し弱かったので心配していたが、比較的しっかりとした数字になったというところが、1つの根拠になっていると思う。それから、サーベイベースでは、ISMや連銀のサーベイなど、色々なところで事業者が設備投資を今後積極化させていきたいといった意欲は非常に出ており、これまでは財政協議等で不透明感が強かったことで、なかなか思い切った投資ができないといったようなことが言われていたので、今回、財政協議がかなり進展したこともあり、その辺りが需要の回復とともに、設備投資マインドをさらに強めていくことを期待したいと思っている。F e dもそれほど強くは言っていないかもしれないが、われわれ自身は少し前に進めるというところまでは言っていない。

佐藤委員

中国について、電力生産量、電力使用量に注目しており、それらがこのところ比較的大きく低下しているように見える。今年中頃では前年比+15%近くの伸びを示していたが、足もとは急低下し前年比で+10%を切

るような水準になってきている。私の認識では、電力生産量や電力消費量が工業生産のデータよりも実態をよりの確に反映していると言われていると思うので、これが中国経済の変調を示すようなものなのかどうかについて、見解があれば願います。

#### 外山国際局長

われわれもいわゆる李克強の三種の神器と言われる電力使用量、貸出、貨物輸送量といった計数を毎月みているが、達観してみると、夏場に伸びが高まり、それ以降横ばい圏内の動きとみている。中国の統計そのものに対する信頼性の問題はあるが、夏場から秋口にかけてだけを見ても、当初はインフラ主導だったものが色々な製造業に広がってきているとか、20%を超えていた投資の伸び率が18%程度に落ちてきているといったように、少しずつリバランスが進んできており、そういった中で電力多消費型のもののウエイトがやや低下していくといったトレンドが、反映されているのではないかという感想を持ちながら計数を眺めている。ただ、ここにきて低下が特に心配だといったようなものではないと思っている。

#### 木内委員

米国とアジアについて質問したい。まず、アジアであるが、中国とインドの成長率がこの数年間で相当落ちた。中国は、10年間10%近くで走ってきたがここ数年間で7%台まで落ち、しかも多くの方は、それが一時的な落ち込みではなく潜在成長率が下がったと思っている。インドについては、見方は分かれるかもしれないが、やはり8%台が6%台に下がっている。アジアの中で非常に大きい両国でトレンドが一気に何%も下がるというのは、実は非常に大きなイベントではないかと思う。それが、アジア地域の経済、世界経済にどのような影響を与えるかが、まだみえていない気がする。購買力平価ベースでみて両国で世界の2割、アジア地域の6割を占める経済が、トレンドとしてこれだけ落ちてしまった場合、特にアジア経済にはどのような影響があるのか。アジア地域それぞれが幾ばくかの行

き過ぎ、リバランスに直面しているようにも思うが、特に周辺国のインド、中国向けの輸出見通しが中長期的に落ちてくると、それはその国の成長期待をさらに落とすことにもなると思う。その結果として、過剰設備や過剰債務といった行き過ぎがより増幅されてしまう面があるのではないか。現時点ではあまり明確にはみえていないが、もう少し時間が経って企業の期待が段々下がってくると、アジア全体として地盤沈下してしまうようなリスクがあるのではないかと考えている。それについての見方を教えて頂きたい。

2点目は、先程の説明とも関係するが、米国の設備投資がなぜ弱いかという点である。これと関連して、潜在成長率が、従来の2%台前半あるいは半ばから1%台に下がったという見方をしている人が多いと思うが、米国で潜在成長率が下がったと思っている人も、一時的に下がったと思っている人の方が多分大勢だろうと思う。つまり、潜在成長率といっても比較的短期の概念の潜在成長率で、資本ストックの伸び率が落ちてくるので一時的に潜在成長率が落ちている、これから設備投資が段々出てきて、資本ストックも蓄積が進んでいけば——これも時間がかかる話だと思うが——、Fedがみているように元の2%台前半に戻っていくという意見の方が大勢のように思うが、果たしてそうなのだろうか。例えば、TFPが下がってしまうというように、より長期的な潜在成長率が落ちてしまっている面は本当はないのだろうか。企業が設備投資を抑制し資本ストックの伸び率が落ちているのも、ややトートロジーではあるが、技術面から中期的な成長率が落ちてしまい、その結果として成長期待が落ち、設備投資が弱くなり、資本ストックの蓄積ペースが落ちるというように、結果的に潜在成長率が両面から落ちているというようなリスクをやや心配している。この点についても教えて頂きたい。

外山国際局長

中国とインドの成長率がここ数年で大きく低下したのは、ご指摘のとおりだと思う。急速に低下してきたこと背景には、その前に少し無理をし

て、本来であればもう少し早めにスローダウンに向かうべきであったのが、先進国の金融危機等に対応するために財政政策等を吹かしていたこともあるので、ここ数年というよりは、もう少し前から成長率が減速しつつあるというトレンドがあったと思う。元々、一国の経済発展の中でキャッチアップ過程が進み、あるいはルイスの転換点といったような色々なイベントをこなしていくにつれて、成長率自体が下がっていくのは自然なことだろうと思う。世界経済が大きく揺れ動いた中で、こういった現象が起こってきたことで、現在2つの国ともかなり苦労しながらそれに対応しているという姿なのではないかと思う。ご質問のアジアに対する影響だが、インドは中国に比べるとクローズドなエコノミーだと思うので、中国ほどの影響はないと思う。ただ、規模からして、相応の影響を持っていることは間違いないと思う。現在、中国、インドの輸入がどのような動きを示しているかといったことも、今後こういった国が成長率を低下させリバランスに向かっていく中で、他国への影響を探るうえで非常に重要だと思う。これらの国々では、色々なものを内製化し産業を高度化させていきたいと思っており、インドは元々消費主導かもしれないが、中国については、投資・輸出主導から消費主導に変えていきたいという狙いのもとで経済運営されているので、成長率が同じだったとしても、周りの国々がこういった国々に輸出できる品目は大きく変化し、これからも益々変化すると思う。極く最近、アジアの国際会議で聞かれた話としては、アジアの国々は比較的付加価値の低い中間品を中国等に輸出している度合いが大きかったが、そういった物の輸入がかなり低下してきており、一方で、中所得者層の増加とともに、ブランド力の強い完成消費財がかなり輸入されるようになってきている。従って、実際の動きをみても、ヨーロッパからの中国への輸出はかなり増えているが、ASEANから中国への輸出は逆に落ちてしまっているといったようなことがある。もし、ASEAN等アジアの国々がそういったところから抜けていくためには、外需——中国、インドの需要——の変化に応じた生産構造にシフトしていく必要があると思うが、色々な構造的な制約のもとで、分かっているがなかなか進まないという

のが実情ではないかと思う。

次に、米国の設備投資、潜在成長力であるが、別の機会にできる限りの分析をお示ししたつもりではあるが、そうは言っても、どうしても分からないところが残るといった性質の質問だと思う。現在、サマーズ等の消費停滞論的なものにも代表されるように、長期的に米国の潜在成長率が低下してしまったといった意見も少しずつ勢いを得ているようであるし、昨日発表されたFOMCのロングランの成長率見通しも下限が1.8%に下がっているので、FOMCのメンバーも含めてそのような意見にある程度耳を傾ける人が出ているということかもしれない。問題は、木内委員もご指摘のように、色々な条件が揃ってきている中で、これからきちんと設備投資が回復し、米国経済全体が次の段階に飛躍していく姿を描いていけるかどうかにかかってくると思うので、ここから先1~2年が非常に重要な時期ではないかと思う。

#### 森本委員

ドイツの経常黒字が大分積み上がっており、前から問題になっているが、そういう中で、今度は大連立がスタートすることになり、SPDの方に妥協したような内向き志向になっていくのではないかという懸念が言われているようである。こうしたことが銀行同盟等これからのユーロ圏の政策に影響することはないのか。これから注意深くみていくということだと思うが、国際局としてはどのような見方をしているのか。

#### 外山国際局長

最近ユーロ圏のある機関の幹部と面会する機会があったが、その人は、「ドイツは、総選挙が終わったらユーロ全体の問題に前向きに取り組んでくれるのではないかという期待があるが、最初から、そのようなことはない」と言っていた。ご指摘のようにSPDと妥協が成立して連立が組まれたが、国内的な政治基盤等を前提とすると、ドイツとしては厳しめの態度を取りつつ、しかしユーロをがっかりさせないように上手く舵取りしてい

く以外に選択肢はないということである。それを聞いて私もなるほどと思った。SPDとの妥協、政策合意として取り上げられたのはおっしゃるように国内的な問題で、ユーロ全体の問題はそれほど取り上げられていないと思うが、これは連立の性格としては恐らくそういうことで、ユーロ全体の問題としては、それほど変わらないラインで色々な問題に1つ1つ対応していくということだろうと思う。ただ、ユーロ圏全体の経済の体温が少し上がってきたこともあり、昨日もECOFINでSRMについて政治的な合意が成立したが、これは、ドイツの主張にかなり寄ったかたちで取り敢えずの決着をみた。欧州議会がどうなるかは分からないので最終的な結論にはまだ早いですが、ドイツに合わせても直ぐに基金のお金が必要になるかもしれないという切迫した感じからは少し遠のいてきているので、ドイツ寄りであったとしても、ヨーロッパ全体としてまとまっていくような機会は、景気の回復とともに少しずつ高まってくるのではないかと考えている。

白井委員

お願いがある。資料-3（参考計表）の図表1で、CPIを載せて頂くのは非常に良いが、PCEデフレーターもお願いしたい。やはりFRBの参考指標であるPCEデフレーターも一緒にみていくのが良いと思う。

もう1点は、設備投資のデータを用意して頂いているが、米国ではIT投資やリサーチ・アンド・ディベロップメントが相当増えているという話も聞いているので、もしそうであれば、実は意外と生産性、TFPが良い可能性がある。最近、労働生産性が少し上がってきているが、もしデータが入手可能であれば、そういうIT関連やリサーチ・アンド・ディベロップメントも用意頂きたい。

外山国際局長

了解した。PCEについては、私共も、今回フォワードガイダンスの微修正によって、恐らく失業率以上に注目されてくると思うので、承知した。

設備投資については、どのようなデータが良いのかよく分からないが、工夫してみたいと思う。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒーストップを取りたい。

(15時06分中断、15時12分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

決定会合を再開する。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。まず、図表1は短観の業況判断であるが、12月短観は、製造業、非製造業、そして大企業、中小企業ともに引き続き上昇し、いずれもプラスに浮上し「良い」超となった。これは1991年11月以来の現象である。こうした改善には、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も何がしか影響しているとは思いますが、企業マインドは、業種・規模の広がりを伴いつつ改善を続けていると評価できる内容だと思う。

図表2は実質GDPで、2次QEが出ている。7～9月期は前期比+0.3%、年率+1.1%と1次QEからは幾分下振れとなっている。ただし、これは民間在庫品増加の下方修正によるものであり、評価としては、年前半の極めて高い成長に比べれば鈍化しつつも、内需主導で引き続き潜在成長率を上回るペースの成長ということで良いと思う。このうち設備投資は、法人季報が弱めであったので、この時点では明確な増加は確認されなかったと思う。なお、2012年度が確報化され、実質GDPは前年比+1.2%から+0.7%へと下方修正された。これは、公共投資が、機械的に進捗展開した速報から、決算を反映した確報によって下振れたためである。ある程度

予想していたこととは言え、工事の進捗が予想以上にゆっくりであることが示されたと思っている。

公共投資であるが、図表4の10月の公共工事出来高金額は、7～9月対比+3.0%と、増加は続けているが幾分鈍化している。先行指標である公共工事請負金額は、10～11月の7～9月対比は-13.6%と反落しており、緊急経済対策の効果が発注ベースでは一巡していると思う。ただ、先行きの公共投資を工事ベースで考えると、先程も申し上げたとおり、実際の工事の進捗がゆっくりであることや、追加経済対策の効果も来春以降加わることを踏まえると、来年度前半にかけて高めの水準を維持するということが良いと思う。

図表6の輸出入は昨日公表され11月が出ているが、輸出は前月比横ばいとなり、10～11月の7～9月対比は+1.4%と再び増加している。輸入は、10～11月の7～9月対比が+1.7%と、内需堅調、消費税率引き上げ前の駆け込みもあり、増加を継続している。国際収支は10月までの数字であるが、10月の貿易収支は1兆円強の赤字で、均してみればなお拡大気味であり、経常収支も若干ではあるが赤字になった。この背景は、第1に、円安に伴う輸入価格上昇が名目収支の悪化になお影響しているということがあると思う。第2に、ここ数年、競争力の観点などからみて、輸出が増えにくく輸入が増えやすいという構造があることも、何がしか作用していると思うが、足もとでは、第3として、国内の景気が非常に良い一方、海外がややもたついているという内外の景気格差が、相対的に貿易赤字を増やす方向に働いていると思う。

図表8で輸出を地域別、財別にご覧頂くと、先月までご説明していた傾向と大きな変化はない。(1)の地域別では、均してみれば米国、EU、そして特に中国がここにきて上がってきているが、この辺りが強い。一方、NIEsは区々、そして弱いのがASEANとその他地域である。このように景気情勢を反映して対照的な動きとなっている。米国は、第3四半期に続いて第4四半期も横ばいにとどまっているが、第2四半期にかなり増えたことの反動と、9月、10月辺りに自動車販売が一旦落ちたので、その

影響が出ているのかもしれない。ただ、11月に再び自動車販売が増えて  
いるので、心配する必要はないと思う。これらを踏まえた先行きの見方  
であるが、円安が少し進み海外経済も持ち直しの方向にあり、私共が企業か  
ら聞いている感じでも、輸出関連の受注は持ち直している。これはPMI  
の輸出受注にも表れているし、機械受注もそうであるが、そうした状況を  
踏まえると、輸出は緩やかながらも増加方向とみておいて良いと思う。

続いて国内であるが、図表 16 は短観の経常利益であるが、2013 年度は  
かなりの増益となる見込みである。(1) の製造業大企業は、円安の影響を  
受けやすいので、前年比+34.7%とかなり強いが、コスト上昇の影響を受  
けやすいはずの(2)の製造業中小企業、(4)の非製造業中小企業とも、  
はっきりと増益である。下期の為替の想定は、まだ 96 円程度なので、大  
企業製造業を中心に上振れる余地はあると考えて良いと思う。

そのもとでの設備投資であるが、図表 18 の法人季報の設備投資は、7  
～9 月は前期比-0.5%と、4～6 月の高めの伸びの反動もあり、小幅の減  
少となった。図表 19 のセクター別の動きであるが、どうやら振れという  
感じもある。(2)の製造業中堅中小企業、あるいは(3)、(4)の非製造業  
は、いずれも 4～6 月に上がって 7～9 月は少し下げるという振れではない  
かと思う。(1)の製造業大企業はあまり振れのないところであるが、7～9  
月までの段階では漸く下げ止まりという程度にとどまったことが、全体の  
伸びの弱さにも影響したと思う。もっとも、その後の状況を図表 20 でご  
覧頂くと、(1)の資本財総供給は、10 月に大きめの増加となり、図表 21  
の先行指標である機械受注は、製造業を含めて持ち直しがはっきりしてき  
ている。このように考えると、設備投資は 10～12 月以降は増えてくると  
考えて良いと思っている。図表 22 は短観での設備投資計画であるが、セ  
クターによるばらつきはあるが、2013 年度は、特に非製造業を中心にしっ  
かりした計画ということで良いと思う。ただ、これをみても、製造業大企  
業については、増加はしているが幾分下方修正されており、サンプル要因  
による振れの可能性が高いとはいえやや勢いに欠ける点には、引き続き注  
意が必要と思っている。

次に、図表 24 の個人消費をご覧頂きたい。(3) は GDP に関連した統計であるが、GDP の消費は 7~9 月期の伸び率は鈍化したが、10 月の消費包括指数、あるいは消費総合指数をみる限り、再び伸び率を少し高めてきたと思う。10~12 月は駆け込みも出てくるので、個人消費は再び伸びを高めると思う。図表 25 の販売統計をみても、全般的にしっかりしていると思う。小売業販売額は 7~9 月に一旦落ちていたが、10 月は再びリバウンドした。耐久消費財は、自動車が 11 月まで入っているがかなり強い。家電が 10 月まで入っているが、これもしっかりしてきている。自動車の新車投入効果等が効いているようであるが、やはり耐久財なのでそろそろ駆け込みも出始めたということだろうと思う。それ以外では、図表 26 の全国百貨店売上高は 10 月までしか入っていないが、台風の影響などで一旦落ち込んでいるが、先程出た業界統計では、11 月はどうやら再び増加しているということで良いと思う。われわれが百貨店から聞いているところでは、今しっかりしてきているのは、駆け込みというよりは賞与増加の影響が大きいのではないかという見方が多い。

図表 27 の消費者コンフィデンスは、10 月に比較的是っきりと落ち心配しているところであるが、11 月は幾分戻っている。10 月は消費増税が決まったことで一旦落ち、その後多少戻っている。ただ、戻りは鈍い。半年先の消費税率引き上げは、やはり意識されているということかと思う。以上を踏まえて個人消費であるが、底堅く推移しているという基調判断を維持することで良いと思う。駆け込みの影響については、一部にみられ始めた段階であり、今後その影響が計数面にも表れてくるとみている。この辺りは注意深くみていきたいと思っている。

図表 28 の新設住宅着工戸数であるが、10 月は 103.7 万戸と 7~9 月からさらに切り上がっている。9 月までに契約されたものが 10 月以降の着工増に結びついていると思う。マンション販売は、先月もご説明したとおり 10 月に一旦反動減が出て 11 月は横ばいとなっている。この結果、10~11 月の 7~9 月対比は -2 割強である。前回 1996 年 10~11 月は半減であったので、それに比べると減少幅は小さい。こうした点も踏まえて、業

界では、消費税率引き上げ後の反動は然程大きくはならない、金利や物件の先高観といった基調的な要因が住宅需要を支えるといった声がさらに増えている感じはするが、予断を持つことなく注視していきたい。

次に図表 31 の生産である。生産指数は緩やかに増加しているということの良いと思う。予測指数をみる限り、年内は増加傾向が続くとみられている。私共のマイクロヒアリングでも、10～12月、1～3月ともに、前期比2%程度の増加が続くという感触である。図表 32 (2) の製造業PMIは、11月は一段と改善している。自動車などにおける駆け込みが影響している可能性が高いが、それとは関係のない輸出の新規受注もここに来てPMIが増えてきている。この点、輸出がしっかりしてくれば、4月以降の駆け込みの反動の影響は限定的にとどまるとみられるが、そうした観点も踏まえて、年明け以降、企業の生産計画に関する情報を集めていきたいと思っている。

図表 35 の雇用は10月の数字が出ており、有効求人倍率が0.98倍、それに先行する新規求人倍率が1.59倍と、それぞれ2007年12月、2007年3月以来の水準まで上昇しており、着実に改善していると思う。失業率は4%で横ばいである。図表 37 で労働需給を短観で見ると、非製造業を中心に不足方向への動きが強まってきている。この間、図表 38 で賃金の傾向的な動きをご覧頂くと、(1) に時間当たり名目賃金が出ているが、小幅の上昇で推移している。一人当たりではまだゼロ程度であるが、一頃に比べると下げ止まってきている。(2) のパートをご覧頂くと、プラスが続いている。最近、特に人手不足が強まりここから一段と上がっているというようなマイクロ情報が増えている。また、正社員の賃金についても、一人当たりで見れば、前年比少しプラスになってきている。冬季賞与ははっきり増加する可能性が高く、来春のベアについても金属労協が1%以上の引き上げ要求方針を打ち出したが、このような具体的な数値目標は12年振りのようである。今後、労働需給のタイト化と相俟って、賃金上昇に繋がるか注視していきたい。

最後に、物価である。図表 40 の国内企業物価は、3か月前対比で11月

は+0.4%と、幾分鈍化しつつも引き続き緩やかに上昇している。これは、本年初以降の円安効果には一服感がみられていたが、鉄鋼、建材関連が、建設需要が良く自動車関連の需要が増加しているため、需給面から上昇を続けている。当面、こういった後者の要因は、引き続きプラスに作用することに加え、為替も再び円安に振れているので、緩やかな上昇を続けるということで良いと思う。C S P I の除く国際運輸は、前年比+0.3%と2008年8月以来の上昇幅となった。これは、経済活動の高まりや企業収益の増加が、機械修理、建設レンタル、オフィス賃貸、広告など幅広い分野での価格改善に繋がりはじめたことを示したものである。C P I は、全国総合除く生鮮食品で+0.9%とさらにエッジアップし、除く食料・エネルギーについても+0.3%とプラスに転化し、1998年8月以来の高さとなっている。11月は、東京の動きなどを踏まえると、1%に乗せてくる、場合によってはそれを若干超えてくると思っている。その背景であるが、図表48の上昇・下落品目比率がプラスに転じたことに示されるように、物価の改善の広がりがみられるということだろうと思う。品目的には、エネルギー関連のほか、食料品、外食、耐久財、被服、それ以外のペットフードや化粧品も上がっている。さらには外国パック旅行が円安を反映してこの下期から上がっており、じわじわとはあるが、円安と関係のない家事関連サービスも改善傾向にある。円安の影響は1年で終わるといった論調もあるが、基本的に世の中ではエネルギー関連に着目した議論が多いと思う。私自身は、現在エネルギー以外の輸入関連品目の上昇、いわば第2波のようなものが始まっていると思っており、先行きは、円安を起点とした景気・賃金の改善といったルートを通じた第3波が始まっていくことを期待したいと思う。少なくとも当面は、消費者物価については、再び円安気味となっていることもあり、除く生鮮食品ベースでみて、10月よりも幾分高い+1%ないしはそれを多少上回る水準で推移していくと考えている。

以上をまとめると、景気、物価とも10月の展望レポートに概ね沿った動きということで良いと思う。先行きも、シナリオどおり景気は緩やかな回復を続け、そろそろ駆け込みの影響から成長率は1~3月にかけて高

まっていってしまう。不確実性の観点からは、当面、第1に輸出、設備投資の持ち直しが明確になっていくかどうか、第2に冬季賞与、春闘がどのような展開となるか、第3に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要やその反動といった辺りの動向が、引き続きポイントであると思っている。海外経済、特に米国経済などに少し明るさがみられていることや、ベア要求の方向性がみえ始めたことも踏まえると、不確実性は若干なりとも低下している感じがしないでもないが、引き続き注意深くみていきたいと思っている。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

輸出と公共投資について質問がある。輸出については、様々な理由があるとは思いますが、思っていたよりも弱めの動きが続いている。円安の効果は思っていたほどではないと思っている人が多いと思うが、印象論で言うと、ドル建て、外貨建てで輸出契約している企業は、円安になって価格を引き下げて円安のメリットを海外での競争力の向上や市場の拡大に使うよりも、むしろ目先の円建ての受取代金を拡大させる、つまり将来の成長よりも目先の利益を優先しているようなことはないのか。そうすると、一時的には利益が非常に増えるが、必ずしも中長期的な成長には結びつかない。これは印象論、感覚論であるが、急速な円安を将来の成長に繋げていく絶好の機会を逸しつつあるということはないだろうかという感じがする。例えば、外貨建ての輸出価格の変化、あるいは円建て輸出価格の変化を過去の為替変動時と比べた場合、企業の価格設定、輸出価格の弾性値が過去と違わないかどうか。あるいはその結果として、為替の動き、あるいは輸出価格の変化に対する実質輸出の感応度が、過去と比べて何か変化はないのか。

2点目は公共投資についてであるが、2012年度の確報が大幅に下方修正され、背景は説明のとおりだろうと思うが、これだけ下方修正が大きいと

統計の精度にもかかわってくると思う。質問は、過去の改訂のことではなく、昨年度の公共投資、政府消費で大幅に下方修正されると、今年度についても結局確報では結構修正される可能性があるのではないか。みている統計の精度は、果たしてどの程度なのかという疑問に繋がってきてしまう。例えば、昨年度分の執行が遅れ今年度分に乗ってくるのであれば、現状みているよりも強めになる可能性もあると思う。ただ、一方で全体的に均されてしまっていると、今年度については、今出ている数字より伸び率としては低い可能性もある。どちらになりやすいのかというのが質問である。関連してもう1点は、少しテクニカルであるが、足もとの需給ギャップの推計にどのような影響があるのか。つまり、潜在GDPが変わらなければGDPが下方修正されたので、需給ギャップが今まで推計していたよりも小さくなる可能性もあれば、潜在GDPの数字が変わってくればそうではない可能性もある。今までみていた足もとのGDPギャップ、需給ギャップが果たしてどちらに修正されるのか、教えて頂きたい。

前田調査統計局長

輸出について、過去の円安局面に比べて、現地通貨建て価格の下げ方が今回は小さいのではないかというご質問であったと思うが、改めて数字あるいはグラフをおみせしたいと思うが、結論から言うと、あまり変わらない。過去の円安局面と比べて、ドル建て価格の下げ方に今のところ大きな変化がなく、まだ円安が全て終わっている訳ではないのでどうなるか分からないが、そこについてはあまり変化がないような感じがする。円安で輸出がどんどん伸びると思っていた人からすれば、思っていたほど円安の効果が出ない、あまり伸びないということだろうし、一方で木内委員や他の委員もおっしゃったように、多少ストラクチャルな部分で競争力等が低下しているので以前ほどは伸びないだろうと思っている方からすれば、こんなものだということではないかと思う。いずれにせよ、地域別にみて今輸出が弱いのはASEANなど景気が弱いところなので、基本的には海外需要要因で円安の効果がみえにくくなっていると思っている。

公共投資統計の精度についてのご指摘については、私は、精度の問題というよりは、統計が元々速報、確報という作り方をし、対外的にも内閣府は公表しているので、それに従って作った場合こうなったということだろうと理解している。昨年度が下振れた分、速報ベースでは、暫く今年度の方の伸びが以前よりは高くなってしまふことが起きるが、これが今年度の確報が出る時に下方修正されるのかどうかはよく分からないが、多分、多少はされるであろうと思う。いずれにせよ、言えることは、昨年度下振れた工事が実際には進捗していなかったということは、まだまだ案件が残っているということである。以前の段階では、2014年度、2015年度には公共投資がかなり減りそうな計算になっていたが、その減り方は緩やかになり、支出面からのフィスカラドラグが急速に強まるということではないという意味からすると、多少ポジティブに捉えられる面もあると思う。

第3の需給ギャップの観点であるが、若干テクニカルになるが、内閣府と私共で需給ギャップの計算方法が異なっている。私共の需給ギャップは、稼働率や労働統計から直接的に需給ギャップを計算し、それと実際の成長率から逆算して潜在成長率を作っている。私共の計算方法では、GDPが変わったからと言って、潜在成長率が若干下振れるかもしれないが需給ギャップには変化がない。われわれの需給ギャップはそのような作りになっている。

梅溪内閣府審議官

GDPに関するご指摘があったので一言だけお話しさせて頂く。今年度も同じようなことがGDPの確報段階で起こるのではないかというご質問であったが、結論から言うと、1年経った段階での確報でどのようになるか、どの方向にいくかは分からない。公共事業全体に少しボトルネックが生じて、上手く事業が進捗していないのではないかという問題意識はわれわれも持っているが、それに対応して様々な工事の進捗のための努力をしているので、今年度の公共事業の出来上がりが、建設総合統計でみる進捗と財政の決算ベースでみる統計でどのような違いになるかは、1年後に

蓋を開けてみないと分からないというのがわれわれの考えである。

#### 佐藤委員

4点ある。1つは輸出に関して、先程の説明で、総評としては緩やかながらも増加方向という評価であったと思うが、それにしても、11月の通関をみる限り足取りが弱い。そういう中で、地域別のブレークダウンをみると、今回は、米国、EU向けが少し弱かった半面、東アジア、中国はわりと強めに出ている。それで多少救われている面があると思うが、アジア向けの強さについては、一説には、来年の旧正月がわりと早いので、それに向けて前倒し的に輸出が出ているのではないかという説がある。そうだとすると、実勢としては、アジア向けもそれほど強くはなく、さらに弱めに推移していた可能性もある。その辺についての見解があればお願いしたい。

2点目は、輸出に関連して、この前の短観の海外での製商品需給判断の業種別計数をみてみたが、自動車と電機で違った動きになっている。自動車ははん用機械と一緒に「需要」超幅が低下してきている。先行きも自動車については、一段の低下を見込んでいるが、世界的に景気が一応持ち直し、円安で自動車販売の増加も見込まれるにもかかわらず、自動車需要が海外で弱含むことについて、メーカー自身はそれほど弱気にみているのか。一方で、電機は、生産も輸出も総じてぱっとしない。電子部品・デバイス、情報通信、機械工業が全然駄目であるが、短観をみると需給判断は非常に改善している。この生産、輸出の動きと短観のこのところの改善状況は、あまり整合性がないようにみえるが、どのようにみれば良いのか。業種ごとにみても、自動車と電機で短観の動きが整合性がないようにみえるが、これほどのように考えれば良いか。

3番目にパートの賃金であるが、図表 38 (3) の所定内給与の要因分解をみると、パート労働者の賃金要因は依然として極く僅かであるがマイナスに寄与している。ただ、ミクロ情報、アネク情報をみる限りは、飲食店等のバイトの賃金が高騰しているという話もあり、そういったミクロの話

とマクロ統計とがどうも整合的でないように見える。これは毎勤統計の作り方によるクセなのかどうか、その辺りを教えて頂きたい。

最後に、物価についてであるが、先程の予測では、年末に出てくる 11 月の数字は 1%ないしはそれを若干上回るということであったが、足もと、為替が一時的に 104 円台と、この前の展望レポート時の前提からは多少円安に振れてきているといった外部環境の変化を受けて、12 月以降の向こう数か月のイメージは、ラフにどのような感じでみているのか、教えて頂きたい。

前田調査統計局長

輸出について、今回、旧正月が多少早まるのでその影響が既に出ているのではないかという声の一部にあるというお話であったが、私も一部のマスコミ報道でみたが、少し早過ぎるのではないかと思う。まだ 11 月なので、2 月、1 月の旧正月の影響が 11 月に出てくるかどうかというと、少し早過ぎるような気がする。例えば、今回、中国向けの輸出が増えているが、外山国際局長からも説明があったように、日本車が売れているとか、中国だけではなく N I E s 向けもそうだが、半導体製造装置の引き合いが強くなっており、これは大手のエレクトロニクスメーカーが設備投資を実施しているので、基本的には、そのような実需面ではないかと、今のところはある。勿論、旧正月が少し早い影響が全くないと言われると、それを完全に否定する材料もないが、基本的にはそのような感じだと思う。

2 点目の短観の業種別の動きで、おっしゃるとおり、方向性としては、自動車は少し下がって電機が少し改善したことは事実である。ただ、水準は、自動車はかなりプラスであったところがプラス幅が縮小し、電機は非常にマイナスであったところがマイナス幅が縮小したということであり、需給の水準から言えば、自動車はまだ良いし、電機はまだ弱めということだと思う。自動車がなぜ低下したかについては、正直分からないが、推察される理由として 2 つほど思いつく。1 つは、実体的な話であるが、タイ、インドネシアなどの A S E A N が良くない。これは、われわれのヒアリン

グでも、ASEANの需要が少し弱いという話があるので、それが反映された可能性がある。もう1点は、先程も申し上げたように、一頃、米国の販売が一時少し落ちていたので、それが12月短観に出た可能性があるかもしれない。電機については、図表8をみて頂くと分かる通り、実は情報関連の輸出は、このところ極く小幅ではあるがプラス傾向が続いている。四半期で見ると、2013年2Qが+0.8%、3Qが+0.2%と横ばいと言えば横ばいであるが、一応少しプラスになってきている。スマートフォン、タブレット関連の部品が比較的出てきたという声が多い。その辺りが電機の海外需給の改善に結びついている可能性がある。それほど輸出が出ていないのではないかとということと結びつけるとしたら、現地で生産しているような財がさらに増えているかもしれない。いずれにせよ、海外需給については、先程も申し上げたように、動きは色々あるが、今起きていることは、自動車は需要超過、電機は弱め、素材と一般機械関係はさらに弱めである。基本的に、アジアでの需給の緩和が業種別にも読み取れるということだと思ふ。

3番目のパートの賃金について、図表38(3)のパートの賃金がマイナスに出ているのは、パートの一人当たり賃金である。今パート比率の上昇とともにパートの短時間労働化が進んでいる。(2)の時間当たりのパートの名目賃金は前年比で上がっているが、アネク情報では時給が上がっているということなので、その意味では、別にマクロ統計と非整合という訳ではない。

第4の物価の動きであるが、円安がどの水準で定着するかにもよるが、先程申し上げたように、11月は恐らく1%、あるいは1%を若干上回ると考えているが、12月以降は、為替水準も踏まえると、もう少しエッジアップする可能性が高い。イメージとして1%強、あるいは1%台前半位の可能性が2~3か月は続くと思っているが、これも為替、原油価格で相当振れるので、現時点の為替を前提とすればそのような感じであるとお考え頂ければと思う。

白井委員

3点質問がある。1点目は、製造業の労働市場の状況をお伺いしたい。図表 35 の職安のデータでみると、製造業の求人は7~9月から非常に強いという感じである。一方、毎勤統計の常用労働者数——常用労働者数には、期間工も常用パートも入ると思うが——の製造業はずっとマイナスが続いている。このギャップについては、数か月前までは、製造業は求職者数が多く、確か、求職者数が求人数を上回っていたと思う。それは、かなり長い間続いており、製造業で仕事を失った方が、例えばヘルスケアの方にはなかなか行けず、ミスマッチがあるかもしれないということを支店長達とも話したことがある。お伺いしたいのは、今製造業の派遣が増えているという新聞報道があったが、企業側がそのような派遣や常用でないパートのかたちで雇用を増やしているのか、あるいは求職者数の方も減ってきているのか。どのような要因でこのギャップを説明できるか。

2つ目は、図表 49 (2) の東京都区部のC P I で耐久消費財がプラスに出ており、これをさらに詳しくみると、教育・娯楽用耐久財が確か前年比+4%位と相当伸びている。調査統計局のレポートだったと思うが、1990年代からずっとマイナスできた耐久財がこのところプラスになっている背景として、教育・娯楽用耐久財に入るパソコン、デジタルカメラ、テレビはほとんどが海外生産なので、円安の結果、輸入価格が上昇しているということが1つ目、2つ目は、量販店で在庫管理が非常に良くできるようになったので、安売りをしなくて済むということがあったと思う。3つ目は、2014年度のWindowsのサポート切れの特需があったと思う。品質調整があるにもかかわらず、このようにプラスは続いていくのか。米国のC P Iの耐久消費財は、日本と同じで1990年代からずっと減少し、今も減っている。世界的にみて、耐久消費財は、新しい商品が出るとすぐ陳腐化して価格が下がっていく、あるいは供給が非常に多く競争が激しい中でそれほど上がる分野ではないと思う。これからもこのようなプラスの傾向が続くのかということについて、コメントがあれば教えて頂きたい。

最後に、消費税率の引き上げが、G D Pデフレーターにどの程度効くの

かということである。CPIは単純計算で、大体2～2.1%になることが分かっており、これは民間でもほとんど見通しは同じだと思う。GDPデフレーターにどの程度効くのかということも、単純計算すると、GDPに占める消費が大体65%位とすれば、大体1.5%前後になると思う。調査統計局では、大体1.6%とか1.7%とみているのか。内閣府からだと思うが、12月半ばに2014年のGDPデフレーターの推計が出ているが、2%だった。調査統計局ではどのような計算をされているのか。

前田調査統計局長

第1点目から申し上げますと、基本的には、求人がはっきり持ち直してはきているが、新規求人から雇用に結びつくには相当ラグがある。例えば、景気動向指数で、新規求人は先行指標、有効求人倍率は一致指数、雇用者は遅行指数に入っており、通常はそれぞれ1～2四半期のラグがあるので、最大1年位はラグがある。足もとの乖離については、このようにラグがあるのでこれからずっと乖離し続けると判断するよりは、もう少しみていく必要があると思う。派遣も増えているとは思いますが、派遣であれば、求人は非製造業の方に出てきて、請負であれば製造業に出てくる可能性があると思うが、求人が製造業でも増えているので派遣だけではない。われわれも派遣だけではないと聞いている。

2番目の耐久財がこれから長期的に上がり続けるかどうかは、分からない。基本的に技術革新があり品質調整されているので、5年、10年でみれば恐らく少し下がっていくとみて良いと思うが、向こう1～2年でみれば、円安の効果と、一頃の価格を下げて量を拡大する家電量販店の行動が今はかなり変わっており、価格を下げてでも儲からないし売れないということで、そのような動きが向こう1年位は続くのではないかと思っている。パソコン価格を日米で比較すると、両方ともずっと下がり続けていたが日本の方が下がり方が大きかった。これまで色々なことが言われて、日本の方が品質調整をまじめにやっているのでは効いているのではないかというような議論や、もう1つは、円高で安く出やすいということもあったと思う。量

販店の価格設定行動があったと思うが、2番目と3番目のところについては、これから少し変わっていくと思っている。

デフレーターについては、CPIは2%だが、GDPデフレーターは恐らくそれに7掛け位だったと記憶している。GDPに占める消費のウェイト——あるいは住宅投資も入るが——からいくと6~7割で、設備投資には特にはかからないので、7割程度だったと思う。別途の機会にお答えしたいと思う。

白井委員

言い方を間違えたので訂正する。CPIに関しては、2014年度は、仮に、消費税を除いて1%のCPIの伸びであれば、それにプラス2%で3%。それに対してGDPデフレーターは、過去の平均の単純比較で、CPIとGDPデフレーターが1%の差とすれば、来年度はGDPデフレーターが、今の計算で消費税が1.5%位なので、 $0+1.5$ で1.5%である。従って、CPIが3%に対してGDPデフレーターが1.5%位ではないかというのが、私のざっくりした計算である。

岩田副総裁

先程、輸出があまり伸びない傾向があり、特にそれはASEANだとの説明があったが、図表8の地域別の実質輸出をみると、ASEAN4は、全体的では10、11月とプラスに転じ底をついた感じがする。よくみると、ASEAN4の中でタイの影響が非常に大きい。例えば、2012~2013年を四半期別にみると、タイへの輸出が減ると、ASEAN4は減る。例えば、2013年の第3四半期は、タイ向けが-7.7%と大きく減少すると、ASEAN4向けも-4.9%となり、タイ向けが-4.7%までマイナス幅が縮小してくるとASEAN4向けも0.9%になるというように、タイとの動きが非常に大きい感じがするので、タイ経済をみているとASEAN4の今後が分かるのではないかという気がする。全体の動きはそれほど弱くなく底をついてきているのではないかという感じがしているが、その辺り

はどうか。

前田調査統計局長

地域別の計数は振れるが、 $-4.9\%$ 落ちた後の $+0.9\%$ で、われわれも底をついてきたと期待はしているが、この $+0.9$ だけで底を打ったと言うには少し早いと思うので、もう少しみていきたいと思う。おっしゃるとおり、タイのウエイト、影響が大きいですが、タイでは、一頃、自動車にインセンティブを与えていたが、それがなくなってから自動車販売がかなり落ち、その影響が大きく出ているが、その影響はどこかでは終わるので、底を打ってくるかもしれない。一方、タイは政治的にも不安定な動きがあるので、この辺りがどうかということがある。もう1つは、タイが一番大きいのでここにはタイを書いているが、インドネシアもそれなりのウエイト—— $2\sim 3\%$ ——があり、ここもまだ弱い。これまでのような落ち方はないと期待しているが、本当に底を打ったかどうか、もう少しみていきたいと思っている。

宮尾委員

設備投資動向に関連して、先程から議論があるように、大企業製造業の立ち上がりがなかなか力強くないというところについて、国内の設備投資ではなく、日系企業の海外の設備投資はどうか。日経のデータなどでは海外も含めた設備投資計画が非常に高かった記憶がある。それは、海外と日本と両方を含めた数字なので、注意してみなければならないということだったと思うが、海外の現地法人での設備投資動向に関して何か情報はあるか。先だって、北米へ行った時の色々なヒアリング情報では、海外での設備投資は非常にしっかりしていた。国内はかなり集約して、むしろ海外で積極化しているという動きは非常に顕著だったので、そのような動きは、経済産業省のデータなどで2011年度までは出ているが、最近の動きがなかなかはっきりしないので、海外の設備投資の足もとの動きで何かあれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

海外での設備投資を含めて全体で、2013 年度計画で+13.1%である。ただ、日経調査は、全ての企業に海外、国内の数字を聞いている訳ではなく、例えば、1,000 社のうち 200 社位に海外と国内を分けて聞いているということである。海外の伸び率の方が高かったと記憶している。

白井委員

手許にデータがあるが、海外での設備投資が+33%である。製造業が+10%、非製造業が+17%である。国内の製造業が+10%、+1%上方修正で、非製造業が 3%上方修正の+17%、海外投資が 2.1%上方修正の+33%である。

前田調査統計局長

海外の方が高いが、実は国内も 1 割増としっかりしているので、海外生産シフトはあるが、国内でも何がしか実施するというのが今の傾向である。

宮尾委員

企業がそのように答えているのか。

前田調査統計局長

そうである。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

それでは、金融環境、「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について説明をお願いします。

## 内田企画局長

資料-5（参考計表）、図表1のインフレ予想から申し上げる。今月は、全般的に改善傾向一服という感じの指標が多かったと思っている。(2)の消費動向調査は、11月は小幅の低下あるいはほとんど変わらない数字である。「上昇する」とする人の割合が87.8%から87.3%と9割近くになってきているので、アンケートの性格上そろそろ頭打ちになりつつあると思っている。(3)の企業のインフレ予想は、お配りした後に数字が出ているので申し上げると、販売価格は0.3%で変わらず、仕入価格の方は1.1%だったものが1.0%と0.1だけ下がった。いずれにしても大きな動きはなく、今申し上げたような傾向の一環であると思う。

図表2のエコノミストのインフレ予想は、(2)のESPフォーキャストでみて頂くと、2013年度が段々とせり上がってきており、12月調査は0.65%で、四捨五入すると0.7とわれわれの中央値に揃った。2014年度は、それに比べるともっとゆっくりであるが、漸く0.8%台まできているが、われわれの中央値とはまだかなり差がある。2015年度は1%前後ではば横ばいで、足もととはわりと動くが、長いところは緩やか、ないしあまり動かないという傾向はこれまでと変わっていない。少し長いところの予想として、(4)のESPフォーキャストの長期予想が出ているが、前回大きく上昇した後、変わっていない。これは6月、12月の半年に一度であるが、7年度後から11年度後が1.4%、2年度後から6年度後が1.2%と、いずれも前回上がって今回は変わらずであった。時期がずれているが、(3)のコンセンサスフォーキャストは、4月から10月にかけてわりと大きく動いたことに比べると、今回はあまり変わらなかった。6月以降でみると、大きく変わっていないという傾向が出ていると思う。

図表3の市場のインフレ予想であるが、これも同じ傾向であり、これまで申し上げているとおりであるが、今後1年間の平均値は引き続き上昇しているが、2年先から10年後までの8年間の平均値、1年先から2年後までの1年間の平均値の2つは、いずれもほぼ横ばい圏内である。(2)のインフレーション・スワップ・レートも前月対比ではほとんど横ばいである。

(3) のBEIは、お配りした後に若干上がっており、数字を申し上げると、11月21日時点の前回会合時、旧物価連動国債が1.636%であったのが、昨日時点で1.705%と0.1%ポイント上がっている。それから、新物価連動国債ベースが0.997%から1.056%と、これも四捨五入すると0.1%ポイント上がっている。一部でGPIFが買い入れるという報道があつて上がった面もあるので、需給面も含めての動きである。大雑把に言って、長いところはあまり変わらず、短いところは引き続き上がっているという傾向は変わっていないと思う。図表7のテイラー・ルールを、総合、除く生鮮食品のベースをみて頂くと、プラスになっている。第4四半期を計算してみると0.24%となり、10月のCPIが+0.9%となったことの影響が大きいと思われる。

次に、図表8の金利面であるが、引き続き低水準、一部はまだ低下方向である。貸出約定平均金利が9、10月と出ているが、短期の除く交付税特会向けをみて頂くと、9月1.340%、10月1.269%と、9月に少し上がって10月は落ちたが、横ばい圏内の動きである。一方、長期の方は下がっており、10月は0.899%となり、0.8%台は初めてでまたボトムを更新した。その2つを合わせた総合は、1.012%とほぼ横ばい圏内である。CP発行レートは0.11%で変わっていない。社債発行レートは若干上がっているように見えるが、たまたまREITなど高めのもので出たため、状況は変わっていないと判断している。CPと社債の発行環境について一言ずつ申し上げると、CP発行環境に関しては、短観の発行環境DIが出ており、今回、「楽である」超37と既往ピークの前回から3ポイントの改善であり、CPの発行環境は良いということだと思う。社債に関しては、電力債で長らく発行できなかつた10年債を、11、12月と北海道電力、九州電力、東北電力と出してきたので、この辺の状況も改善してきており、CPあるいは社債の発行環境は良いと思う。

図表12のボリュームは、一番上の民間部門総資金調達で1.0%と0.2%ポイント改善し、改善の理由は銀行・信金・外銀計、要するに貸出である。貸出は、銀行計で2.3%から2.4%と0.1%ポイント上がっている。都銀

も上がり、地銀・地銀Ⅱも上昇幅が拡大している。ここに出ていない信金、外銀についても、信金は上昇幅が拡大し、外銀もプラスであるので、業態の幅を広げながら上昇幅が拡大してきている。CP・社債の前年比は、CPがマイナス、社債がプラスで、ちょうど0である。社債の発行は、11月は4,695億円となり、例年が5,000億円少しなので、少し少なめである。償還がたまたま少なかったようである。12月に入り、パイプラインに入っているものを含めて5,700億円位発行される予定であり、ボリュームは例年並みが続いていると評価して良いと思う。少し遡ってみると、4～6月の9,500億円の後、夏場以降、ボリューム面では金利先高観に伴う発行が一服している感じはあるが、一方で、中味をみると10年超の発行等も出ているので、少し長いものを出すということでは金利の先高観は効いているのではないかと思う。最後にJ-REITであるが、引き続き好調である。

図表17のアベイラビリティでは、新しい数字は1つだけである。短観の資金繰りDIは、中小企業が+1となり、これは1991年8月以来である。中小企業を含めて資金繰りが改善しているというグッドニュースだと思う。図表19の倒産は、11月は862件と引き続き低水準である。

図表21のマネー関連は、11月のマネタリーベースは前年比+52.5%と初めて5割を超えた。この後、12月は5割弱、1月以降また5割位で、2年で2倍なので、ちょうど半分のところで50%位になるのは当然であるが、その位の数字で暫く推移すると思われる。マネーストックの11月は、M2ベースで+4.3%と0.2%ポイント上昇している。主として先程申し上げた民間部門総資金調達、とりわけ貸出の動きを反映したものであるが、一方で、最近、証券優遇税制の終了、NISAの開始に向けて株式売却が結構出ている。株を売った結果として、一部はMRFというかたちで投信に残り、一部はM2、預金にシフトインしてきているといった辺りも影響していると思う。広義流動性も+4.2%と、M2の伸びを主因に伸びを高めてきている。金融環境については以上である。

次に、資料-7をご覧頂きたい。まず、成長基盤の方から簡単に申し上げ

げる。今回は第 14 回で、貸付総額 2,237 億円、残高としては 3 兆 2,000 億円強と、ここ暫く 3 兆 2,000 億円できている。1 先当たりの上限 1,500 億円に突き当たっている、あるいは近くなっているところが多く、全体の枠が 3 兆 5,000 億円であるので、その枠との関係で按分されること等を考えて、あまり積極的に推進していないところもあるので、暫く横ばいの動きになっているという理解である。3. の ABL 特則も動きは変わらない。第 10 期のところをみて頂くと、残高が 1,035 億円と 1,100 億円位で推移している。小口特則は、元々金額がどうこうということではなく始めたもので、地道に増えており、第 7 期は 74 億円と、中小零細企業向けを集めているという理解で宜しいかと思う。成長基盤の最後に、米ドル特則であるが、第 6 期のところをみて頂くと、貸付総額が 8 億ドル強、貸付残高として 73 億ドルである。120 億ドルとの関係で言えば、順調に増えているが今回の貸付はやや少なめになっている。今まで 10 億ドルを超えていたが、8 億ドルである。大手は上限に当たっている、ないしは近いということで、これ以上あまり増える余地がない中で、前回までは地銀のプロパー貸しなどで入ってきていたが、今回はあまりなく、シ・ローン中心であったことが影響していると思う。引き続き順調に増えているという理解で良いと思う。

最後に、貸出増加支援で白井委員からのご質問を含めて若干申し上げる。貸付総額は 1 兆 528 億円である。(参考)にあるが、これにより残高としては 5 兆円を超え、5 兆 843 億円となった。今回の際立った特徴は 2 の貸付先であり、今まではほとんど大手行中心だったが、12 月実施分をみて頂くと、大手行が 2,700 億円、地域金融機関が 7,700 億円と地域金融機関の方が多かった。これは、メガバンクの 1 行が、借りる権利はあったがここで借りるよりも 3 年先の足をできるだけ先に伸ばしたい、要するに 3 月から 3 年借りる方が金利観から得ではないかと考えたようで、そこと話している限りにおいて、使わないということではなく、今回 1 回スキップということだそうである。それに伴い、利用率は、大手行は今まではほぼ 100%であったが 80%に下がり、一方で地域金融機関は 26%が 31%まで上昇し

た。この後であるが、今の大手行1行が言っていることをそのまま信じてみると、大手行では引き続き100%使われるということで良いと思う。これまで15兆円と言っていた訳であるが、引き続き15兆円から若干欠ける水準で着地するという試算で、前回の3か月前に申しあげたことと変わっておらず、ラフに今の貸出増加額と利用率から単純に計算すると、12兆円程度になるというのが今のわれわれの試算である。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

貸出支援と成長基盤に関して1点ずつ質問がある。成長支援オペは、今説明して頂いたので分かったが、それにしてもメガバンクと地域金融機関では貸出の増加に対する利用率が違う。この大きな差はどこに起因しているのか。政策に協力するという姿勢が、大手の方が強く地域金融機関はそうでもないというところに起因するのか、それとも、地域金融機関は預金がよく集まるが貸出がそれほど伸びないので、預貸ギャップが非常に拡大し、金余りであるというような環境が、大手行との間でこのような格差を生んでいる一番の要因なのか。

もう1点は、成長基盤強化について、円貨の貸付残高が僅かではあるが初めて減ったが、枠に近いとはいえ3.5兆円に対して3.3兆円なのでのりしろがある状況である。先程の説明では、1行当たりの上限にぶつかってしまっているという説明があったが、それだけではなく、全体として資金余剰でニーズがやや後退している面があるのかどうか。つまり、潜在的な需要は非常に大きいのか、あるいは必ずしもそうではないのか、分かったら教えて欲しい。それから、貸出支援オペ導入時に、成長基盤とバッティングしてしまう、diluteしてしまうのではないかという議論をしたと思うが、そのような面はないのか。貸出支援の方にシフトして、成長基盤強化のニーズが頭打ちになっている面はないのか。聞くところでは、成長基

盤の場合は、手続きが非常に大変で、審査を受けてOKとならなければいけないのに対して、貸出支援オペは簡単に0.1%で長い資金も借りられるので、貸出支援オペにお金にとられバッティングしてしまっているという面が、足もとの頭打ちの要因としてあるのかどうかを教えて欲しい。

#### 内田企画局長

大手行は100%ほぼ使っている一方で、地域金融機関の利用率が低いということは、おっしゃるように資金のポジションの違いはあると思うが、どちらかと言うと、もう少しドライな話ではないかと思っている。大手行は、3年で資金を取って何らかの運用をすれば、別に損になる話ではないので上手く使えば良いと割り切って使ってきていると思う。勿論、政策への協力という面もあるとは思いますが、少なくとも損にはならないので使っているということだと思う。一方で、地域金融機関の場合、そのようなオペレーションをしても、損はしないが大きな金額の得をする訳ではない。要するに、小粒なためにそこまでして手続きをするかというところで若干躊躇しているのではないかと思う。支店長会議等の時に、支店長から「遠慮なく使ってください」と言ってもらうようにしているが、地銀はなかなか増えてこないのが実態だと思う。今回少し増えたのでこの動きをみていきたい。「少なくとも損にはならないので使ってください」と宣伝しているところであるが、資金の環境と、細かいので使ってもあまり儲からないということが原因ではないかと思う。

成長基盤強化オペの円貨の残高が若干減少したことについては、ロールオーバーを忘れてしまった先があったなど色々なことがあり、大きな問題ではないと思う。ただ、1つポイントとしてあるのは、3兆2,000億円位でほぼ横ばいになっているということは、わりと重要なことであると思っている。3つ目の質問にも関係するが、成長基盤の場合、多くのケースは紐付きで、何らかのパッケージで商品を作って地銀等が売っている。そうすると、顧客に「日本銀行の成長基盤強化オペを使った低利融資である」と言って売ったところが、按分にかかってしまい結果として取れなかった

場合、お金が余っているので問題ないということがない訳ではないが、やはり内部的には格好がつかないので営業推進で少し緩んでいる面があると聞いている。従って、潜在的なニーズがあるのかどうかという点については、あると思う。それから dilute の問題は、論理的にはないと思う。なぜなら、同時に両方借りられるので、面倒臭いと思えばどちらもやらないし、資金を取りにくる気になれば両方取ってくれば良いので、貸出支援を取れるから成長基盤はいらないという感じは、あまりない。地銀などをみていると、むしろ逆の感じである。営業推進しやすい成長基盤はまじめに使ってくるが、マクロで取れる方はやってこない。そういう意味ではマクロなので商品を作りづらいところが若干あるのではないかという気はする。

白井委員

ファンディングのソースは銀行の顧客には無関係な話だと思うが、そこは関係してくるのか。

内田企画局長

売り方の問題で、「成長基盤オペを使ったファンディングなので、この金利で出すことができる」という説明——実際には、もう少しエレガントに言っているが——をしている結果として、最終的に取れないと、その仕組みがきちんとワークしなかったということになるので、行内的に何らかの説明をしなければならなくなりやや面倒だということで、営業推進を少しためらうような動きが実際にはあると聞いている。

石田委員

図表 12 の民間銀行貸出で、銀行のポートフォリオバランスについて、銀行ローンが伸びている、伸びていないという議論があるが、例えば、10月 は平残で+2.3%、調整後+1.9%とあり、1.9%については、外貨インパクトローンの換算差が非常に大きいという話である。外貨インパクト

ローンをやっているのは大手行中心なので、そうすると都銀等の1.7%という数字が、どのように調整するかは別にして、全体にかなり大きく効いてきてしまうので、われわれがイメージしていたよりも、都銀等あるいは大手行の実態的な貸出の増加は少ないという判断になってしまう。しかし一方で、インパクトローンは3か月位でぐるぐる回っているので、そういう意味では借り直した時の円貨額は上がってきているはずである。そうすると、このような調整をしなくても良いのかとも思うが、どちらで考えた方が良いのか。調整をすると数字は大きく落ちてしまう。全体で0.4%ポイント違うので0.8位効いてしまう。

内田企画局長

図表13(2)の民間銀行貸出にあるとおり、この間、貸出の前年比がずっと伸びてきたのは都銀等で、マイナスからプラスになってきており、かなり急ピッチで増えてきている。これは前年比なので前年との対比で円安が進めば、その分、今おっしゃった円貨換算額の分がここに乘ってきているという理解で良いと思う。従って、ここへきて伸びてきている理由は、一方の地銀等がほとんど横ばいであることを考えれば、メガバンクであったと考えて良いと思うが、その寄与はこのグラフの角度で見られるよりは小さかったと考えるべきであろうと思う。インパクトローンをどの時点でカウントするのは確かに難しい問題であると思うが、前年比で考えれば、今の分を割り引いて考えれば良いのではないかと思う。われわれが公表をやめるまでは、この1.9の方で説明してきたので、それはそれで良いのだろうと思っている。2%程度で伸びているのが実態に近いと思っている。その主因を作っているのが都銀等であることも確かであると思う。かつ、一方で聞いている貸出態度が変わっているというアネクドータルな話とも合う。

石田委員

都銀等は主力ではないのではないか。都銀等が調整後で2%であると、

地銀・地銀Ⅱの2.8%は円貨ベースで実態の数字である。

内田企画局長

伸び率が増えてきている、マイナスからプラスになってきていることの  
主役ということである。おっしゃるように、上昇率は引き続き地銀の方が  
高いが、伸び率が変わってきていることの寄与は都銀等であるということ  
だと思う。

雨宮理事

内田企画局長が申し上げたのは、例えば、都銀等では2012年の-0.5%  
あるいは2013年1~3月の+1.0%から、2013年10月に+1.7%まできた  
変化の大きさのことである。

石田委員

ただ、+1.7%を実勢に直すと大きく減ってしまう。

内田企画局長

おっしゃるとおり、これよりは多分少ないということだと思う。

## 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

金融経済月報の概要をご説明する。事前にお配りしている「金融経済月  
報「概要」の前月との比較」でご説明する。まず、景気の冒頭表現は前月  
から変わっていない。内訳は、雇用・所得環境について、前月までは「改  
善の動きがみられるなかで」としていたが、今月は「改善するなかで」と  
ややストレートな表現に変えている。大きな基調の変化はないが、先程、

前田調査統計局長から説明があったとおり、労働需給が着実な改善をみせるなかで、雇用者所得の前年比プラスが続いているという状況を踏まえた表現の変更である。また、12月短観を踏まえて、今月は「企業の業況感は、広がりを伴いつつ改善を続けている」という文言を挿入している。

次に、実体経済の先行きだが、主として消費税の駆け込みと反動の影響が今後現れることを勘案した表現の追加・変更を幾つか行っている。冒頭の「わが国経済は、緩やかな回復を続けていくとみられる」という判断は変えていないが、その前に「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」という文言を挿入している。次の段落で、前月までは、公共投資は住宅投資と併せて「増加傾向を続けるとみられる」としていたが、今月は住宅を切り離して、「公共投資は、当面増加傾向をたどったあと、高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる」としている。切り離れた住宅投資については個人消費と併せて、消費税の振れを意識して「個人消費や住宅投資は、振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移するとみられる」としている。鉱工業生産についても、駆け込みと反動の影響は生産面にも一部及ぶとみられるので、前月の「緩やかな増加を続ける」から、今月は「緩やかな増加基調をたどる」と「基調」を追加している。

次に物価面である。国内企業物価の3か月前比については、「緩やかに上昇している」という表現は変わらないが、その背景として前月までの「国際商品市況や為替相場の動き」に「など」を足している。この「など」は、敢えて言えば、国内の建設需要が堅調なため、鉄鋼等の素材価格がやや強めとなってきているということを受けている。先行きについては、国内企業物価では同じような背景から、前月までは「国際商品市況の動きを反映して、当面、上昇幅が縮小するとみられる」としていたが、当月は「当面、緩やかな上昇を続けるとみられる」としている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、10月が+0.9%となったので、現状の評価は、当月は「1%程度となっている」としている。先行きに関しても、11月の前年比の予想も踏まえて、「当面、プラス幅を拡大するとみられる」という表現に変

更している。実体経済、物価パートは以上である。

#### 正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。以下の各項目は基本的には計数の変化を踏まえたものであるが、短観を受けて企業の資金繰り判断については評価を少し上げている。以下、具体的にご説明すると、まずマネタリーベースについては、前年比の伸び率が10月の45.8%から11月は52.5%に高まったことを受けて、伸びの表現を「5割台前半」としている。その次の段落は企業金融関連であるが、銀行貸出について議論があったが、ここはヘッドラインの前年比伸び率を記述するかたちになっているので、2.4%まで高まったことを受けて、「2%台半ばのプラス」としている。CP・社債については、発行環境は良好だが、発行残高の前年比については、毎月の振れの中で、10月+0.3%の後、11月は-0.0%となったことを受けて、前月の「前年比は、プラスとなっている」から、今月は「概ね前年並みとなっている」に変更している。企業の資金繰りについては、短観における資金繰り判断DIの改善が続いており、特に、中小企業では1991年8月調査以来の「楽である」超に転化したことを踏まえ、これまでの「総じてみれば、改善した状態にある」から、「総じてみれば」という一種のヘッジの表現を削除し、シンプルに「改善した状態にある」としている。マネーストックは伸びが4.1%から4.3%となったことを受けて、「4%台前半」としている。市況は明日までの状況を踏まえて記述するが、計数を申し上げると、前回会合2日目の11月21日の終了時点における10年債利回りが0.620%、日経平均は15,300円程度、ドル/円がちょうど100円を超え100円30銭程度であった。本日は、株価は15,859円で引けて年初来の高値である。これまでの高値であった12月3日の15,750円を超え、前月対比で概ね500円を超えて上回っているので、この資料では「概ね同じ水準」となっているが、「上昇」としたいと思っている。長期金利は大体±0.1%で考えているので「概ね同じ水準」となっている。為

替については、前回との対比では 3 円以上円安に進んでいるので、「円の対ドル相場は下落」、すなわち円安方向としたいと思っているが、明日の状況を踏まえて適宜修正したいと考えている。私からは以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

佐藤委員

物価の先行きの見通しに関して、「当面、プラス幅を拡大する」という記述があるが、技術的な話だが、日本語として、「当面、プラス幅を拡大する」はどうかと思う。というのは、先程前田調査統計局長に質問したが、認識としては、基本的には 11 月に 1% 台乗せとなって、その後は恐らく高水準横ばいとなると思う。この認識は、執行部と私であまり変わらないと思う。ただそれが「当面、プラス幅を拡大する」となっていると、プラス幅が段々拡大していくようなイメージにも読める。「当面」と言うとき間的な広がりがあるようにみえ、月末の 11 月の数字がかなりの確度で 1% 台に乗せることが分かっているのであれば、「当面、プラス幅を拡大する」よりは「目先、プラス幅を拡大する」位の方が自然ではないかと思う。日銀用語、日銀文学として、「目先」という言葉をあまり使わないのか。だからこのような言い方をしているのか。

亀田調査統計局経済調査課長

ある程度の幅をもって使っているのだから、それほど細かく、「当面」は何か月というルールを持っている訳ではない。元々は、金融経済月報で先行きのことを指す時にも、1 年半後、2 年後のような長いところまでというよりは、今回ようやく消費税の駆け込みと反動の話が出てくるので、大まかに言うと、半年程度をイメージして記述しているので、「当面」は、もう少し短い数か月ターム——それが何か月とは申し上げられないが——で過去は使われている。例えば今年 5 月にも、CPI の先行きについて、

「当面、マイナス幅を縮小したあと、次第にプラスに転じていくとみられる」という表現を使ったが、6月には「次第にプラスに転じていくとみられる」と、「当面」の動きを取ったようなこともあるので、早ければ1か月位でなくなっている。だからと言って必ず1か月という訳ではないが、そういう意味で、金融経済月報で使われる「当面」という言葉が、非常に長い期間を指すかということでもないケースが多い。勿論、「当面」の動きがロールオーバーされるかたちで長く使われたケースは過去にはあるが、われわれが「当面」と言った場合には、それほど長いスパンをイメージしている訳ではない。これまでそのように使ってきたので、恐らく読者の方の受け止め方も、過去の流れをみている方であれば、そういった感じで受け止める可能性が高いのではないかと考えている。

石田委員

これは0.9から上がってくるというだけのことであり、まだ1.1は言っているだけであって、これが発表される時にはまだ出てない。「当面」の時には、「やっぱり1.1だった、言ったとおりだ」ということになる。

佐藤委員

私のイメージでは、「当面」というと、2、3か月というよりはもう少し長いイメージがある。

正木企画局政策企画課長

ご参考までだが、毎回金融政策決定会合で議決のうえ公表しているステートメントは、「当面の金融政策運営」であって、こちらは次回会合までなので、日銀文学としてはこのような感じではないかと思っている。

黒田議長

11月は、「プラス幅を次第に拡大していく」と、ずっと拡大していく、ある意味一本調子で行くかのごとく書いてある。それをこのように「当面、

プラス幅を拡大する」とすると、むしろマーケットの人達は、「日本銀行はずっと上がっていくと言っていたのに、どこかで拡大しなくなってしまうと言っている」と思うことはないのか。どうしても、皆、前月と比較するので、「前月は、ずっと拡大していくと言っていたのに、今月は、「当面」だけで、その先止まってしまおうと言っている」と思われるのではないかという気もする。

亀田調査統計局経済調査課長

判断自体は、佐藤委員がおっしゃったことを含めて、この場での認識どおりであって、平たい言葉で言えば、目先である。多少プラス幅が拡大し、その後一本調子でプラス幅が拡大するというよりも、1%強から1%前半程度で推移するというイメージをもっており、そのイメージを強くもなく弱くもなく表現するとこれが1番良いのではないかと考えている。

正木企画局政策企画課長

黒田議長のご指摘に関して申し上げますと、展望レポートはそもそも長いタームで書いており、もう少し長い2年とか3年というタームで書いているが、月報は慣例として半年+ $\alpha$ 程度である。そういう意味ではタイムホライズンが違うので、それを全体的にどのように情報発信していくかは、ご指摘のとおりである。そこは誤解がないようにしたいと思う。いずれにせよ日銀文学ということで言うと、「当面」は、期間を限定する方向に働いているというのが過去の使い方である。

亀田調査統計局経済調査課長

日銀文学というと日銀の中でしか通じないことになってしまうが、これまで日銀の月報をウォッチしている方々へわれわれのメッセージが一番伝わりやすいのが、このような表現だと考えている。

木内委員

11月に1や1.1に上がったとすると、来月のここの表現はどうなるのか。

石田委員

それはその時のことではないか。

亀田調査統計局経済調査課長

先程言ったような流れなので、目先1か月なのか、2~3か月でエッジアップするのにもよる。

木内委員

今年1月の前月比からみるとかなり低いので、その意味では11月に上がって横ばいとは限らない。来月1月辺りは跳ね上がりやすいので、その面では数か月位みてもこの表現で良いのかと思う。

亀田調査統計局経済調査課長

数字をみて判断していきたい。

正木企画局政策企画課長

1月は中間評価もあるので、そこでご議論頂くことになると思う。

黒田議長

他に質問がなければ、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50分中断、20日8時59分再開)

黒田議長

会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。最初に金融経済情勢に関する討議、2番目に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等に関する議案取りまとめと採決、最後に11月20、21日開催の議事要旨の承認、2014年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日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。内閣府からは小泉進次郎大臣政務官、財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官である。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。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

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

石田委員

まず、海外経済の動向であるが、米国については、前回会合後発表された経済指標はしっかりとしたものが多く、足もとの状況はかなり堅調とみている。先行きについても、財政問題での不透明感が払拭されつつあり、景気回復の勢いは増していくとみている。

欧州については、引き続きディスインフレの進展は懸念されるが、スペインをはじめマイナス成長から脱する国が増えてきているほか、製造業PMIも足もとでは52.7まで上昇してきており、全体として持ち直しに転じつつあるものとみている。

中国は、夏場以降、生産が上向いてきており、足もとでも輸出が上申し

輸入が持ち直すなど、回復しているとみている。N I E s ・ A S E A N については、A S E A N が引き続き内需を中心に成長のモメンタムが弱まった状態が続いているが、先進国の景気回復を取り込む力が相対的に強いN I E s は持ち直している。

以上、世界経済全体では、1月より開始される tapering の影響をよくみていく必要はあるが、大枠としては「緩やかに持ち直してきている」というこれまでの見方に沿っており、10月の展望レポート時に比べて下方リスクは軽減されてきていると思う。

次に、わが国の景気であるが、7～9月の2次QEは、減速しつつも内需中心の前向きな動きを示している。12月短観も、設備投資はやや力強さに欠ける結果となったが、業況判断D I は、業種、規模の広がりをつつ改善し、企業収益の改善や雇用のタイト感の強まりなども確認できたことから、全体として企業活動の良好さを示す内容だったとみている。10月鉱工業生産などの経済指標をみても改善しているものが多く、足もとの景気判断としては、これまでどおり「緩やかに回復している」とみて良いと思っている。先行きについても、「緩やかな回復を続けていく」との見方に変わらない。

なお、個人消費については、株高によるマインドの持ち直しに加え、所定外賃金の増加や冬のボーナスの増加などの所得面からの下支えもあり、基調としては底堅く推移するとみているが、次年度入り後に反動が出る駆け込みの動きがどの程度になるか、十分注意していく必要があると思う。設備投資については、先行指標の機械受注が改善傾向にあり、企業収益の改善や実質金利の低下という環境のもと、循環的な回復力が相応に大きいにもかかわらず、法人企業統計や短観をみる限りそれほど伸びてこない点が、やや心配である。また、引き続き輸出が期待するほど増加していないことも気になるところである。

物価については、順調に上昇してきており、先行きについても、近々1%を上回る可能性が高いとみている。問題は、円安・エネルギー要因一巡後の姿である。短観で示された仕入と販売の価格判断D I の大幅なギャップ

が、今後次第に販売価格上昇への圧力として働いてくるかがポイントとなる。消費税の販売価格への転嫁の徹底と賃金引き上げに向けた各方面の努力、施策がまず必要であるが、企業の価格設定行動が少しでも積極的になっていくよう、本行のコミュニケーションについてもポジティブなトーンを保つことが肝要と考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と見通しについては執行部案で良いと思う。強いて言えば、前回半ノッチ引き上げた海外経済の現状判断を、もう半ノッチ引き上げても良いかと思うが、今回マストというほどでもない。執行部におかれては、次回会合で検討されるものと思う。

海外経済について、前回会合以降の主要なプラス材料としては、米国連邦政府の歳出削減に関する与野党合意成立で財政政策について当面の不確実性が概ね除去されたことである。これにより向こう2年間の歳出削減規模が圧縮されたことは、2014年の成長押し上げ要因となる。また足もと、消費、住宅をはじめ生産、雇用面でも強めの指標が相次いでおり、このところの米国経済は俄かに回復の勢いを強めているように見受けられる。フィスカルドラッグの影響が残る中でも、経済活動が頑健性を増していることは米国経済の底力を示すものと言え、2014年も米国経済は世界経済の牽引役であり続けると思う。こうした中、一昨日、米金融政策は出口に向けて舵を切った。そうした中でも、インフレ動向に重心を置いたフォワードガイダンスが示されたことは、ディスインフレへのFedの懸念を示すものとしてテイクノートしておきたいと思う。

これに対し、欧州経済は持ち直しに転じつつあるとはいえ、2014年にかけて引き続き不透明感が漂う。懸念されるのは足もとのディスインフレ傾向だが、これは足もとのユーロ高傾向と相俟って、最近まで日本が経験

してきたように、実質金利の高止まりと自国通貨高がデフレ的傾向を自己実現的に強めるという、いわばデフレの罠に陥るリスクを内包しているように思われる。前回会合で一部の委員から指摘があったように、ディスインフレのもとで相対価格の調整が困難、かつ為替レートによる調整も困難という状況の帰結は、拡張的な金融・財政政策が難しいという前提のもとで経済活動の水準の低い国におけるインターナル・デバリュエーション、すなわち賃下げによる生活水準切り下げだが、こうしたことが政治的不安定さの残る国々で果して受け入れ可能かどうか、ユーロを取り巻く政治的な不確実性は 2014 年も燻ぶり続けると思われる。

新興国経済および市場は、今年は米金融政策を巡る思惑に振らされる展開となり、問題を抱える幾つかの国では市場の地合いは引き続き不安定である。米金融政策が出口に向けて舵を切る中で、過剰流動性相場の終焉といった思惑から、新興国市場には引き続きストレスがかかりやすい局面も予想される。牽引役を期待される中国が、成長の質を重視して闇雲に高成長を求めない姿勢は 2014 年以降も継続すると見込まれ、新興国経済について、従来のデカップリング論的な自律成長への期待はあまり持てないと思う。以上、総じて 2014 年の世界経済は、引き続き米国頼みの様相となるかと思う。

国内経済については、12 月短観で示されたように企業の景況感は広がりを持ちつつ改善し、雇用や企業の資金繰り関連の判断項目で 1990 年代初頭以来の好調さを示す計数が散見されることは心強いと思う。ただし、このところの耐久消費財関連の指標には消費税率引き上げ前の駆け込み需要らしきものも含まれているということで、これらが基調的な経済の実力を反映するものなのかどうか、目先は識別がますます難しくなることには留意する必要があると思う。設備投資については、先の短観で特殊要因を含むとはいえ大企業・製造業の年度計画が下方修正となったほか、景気後退局面であった 2012 年度の計画を下回ったということで、足取りの鈍さが目立っている。また、11 月の通関貿易統計では電気機械が大幅な輸入超となるなど、円高基調が反転し始めてから 1 年が経過した後も、輸

出の基調は依然力強さを欠いている。そうした輸出の弱さは短観における海外需給判断の弱さとも整合的である。それに伴い鉱工業生産も引き続き力強さを欠いている。2014年の世界経済が米国主導で回復のテンポを増していけば、出遅れていた輸出、生産も次第に力強さを増すことを期待したい。しかし、自動車とともにこれまで輸出の牽引役となっていた電気機械は競争力を喪失したとの指摘も多く出されており、果して先行き順調に持ち直すかどうか、不確実性が高いと思う。

最後に、物価についてはこれまでと同様の見解なので詳細に立ち入らないが、円安・エネルギー価格上昇の影響が一巡すると見込まれる中、これまで欧米諸国とは対照的な経路をたどって改善してきた日本の物価が欧米諸国のデフインフレ傾向の中で独自のパフォーマンスを続けるのかどうか、若干懐疑的にみている。以上である。

黒田議長

木内委員をお願いします。

木内委員

前回会合以降に発表された海外経済指標は、米国を中心に、総じて事前予想を上回った。ただ、世界経済の持直し傾向に加速感が生じるには至っていないと考えている。

米国経済については、自動車販売、小売売上高など、最近弱めに振れていた消費関連指標が最新値では上振れた。政府機関閉鎖の影響で大きく落ちていた消費者心理にも改善がみられている。ただし、非国防資本財受注の弱さに表れているように、企業は設備投資になお慎重な姿勢を崩していないように見受けられる。財政政策に関わる政府、議会への不信感が投資の先送りをもたらしてきた面もあると思う。来年1月の政府機関再開は免れても、不信感はなお残る可能性もあると思う。設備投資の弱さの底流にある構造的な問題は、中長期の期待成長率の低下、潜在成長率の低下であり、これは労働者の非常に慎重な先行きの所得見通しとも関連している

と思う。こうした点も踏まえると、過去数年間と同様、成長率が市場予測比では下振れるという傾向は、来年も続きやすいのではないかと考えている。さらに、世界の中での米国経済の影響力が小さくなっていることも併せて考えると、新興国経済の不振を補って米国経済が世界経済を強く牽引するといった姿は、来年も見込みがたいように思う。

中国経済は比較的安定した状態にあるが、民間発表の製造業PMI指数が11月、12月と2か月連続で低下するなど、足もとで改善ペースにやや一服感がみられ始めている。また政府によるインフラ投資の抑制や緩和的な金融政策の修正、あるいは足もとでの短期金利の再高騰といった点は、当面の成長率を抑制する可能性がある。今後、来年の政府の成長率見通しが引き下げられれば、成長率の緩やかな低下を容認する政府の姿勢がより明確になると思う。

さて、国内経済は安定した回復軌道をたどっているが、今後景気を牽引することが期待される輸出、設備投資、そして供給面からみると、製造業の生産活動には改善傾向はみられているが、なかなか勢いが出てこないというのが実感である。12月短観でも確認された大企業・製造業の設備投資計画の弱さは、先行きの景気の持続性という観点から、やや不安を残す結果となった。収益が大幅に改善する中でも、大企業・製造業の設備投資が足もとで高まらない背景の1つには、やはり輸出の回復力の弱さがあると思う。円高修正の急速な進行が始まって1年が経過したが、実質輸出に与える影響は、今のところは期待外れに終わっている印象がある。これは、企業が外貨建て契約の輸出価格を引き下げて輸出の競争力を高め、売上数量を中長期的に拡大させていくというよりも、受取代金の増加で当面の利益を稼ぐといったことを優先する傾向を反映している側面もあるように思う。それ以外には、主要な輸出先であるアジア新興国の需要が弱い点、電機産業などで国際競争力が低下している点、生産拠点の海外移転継続などが背景として考えられる。しかし、より長い目でみて、設備投資が本格回復を遂げる国内条件を考えると、円安・株高による一時的な景況感改善やデフレ脱却期待では十分でなく、財政健全化や人口対策も含む日本経済

の成長力の強化に向けた官民の取組みの積極化を通じて、中長期的に潜在成長率、成長期待が上向くことが必要だと思う。

個人消費関連では、10月に大幅に下落した消費者態度指数が、11月は改善したが小幅の回復にとどまった点に注目している。今後の国内景気にとっては、所得の増加でカバーされない物価の上昇が堅調な消費の環境を損なう可能性が大きな下方リスクの1つだと思うが、消費者態度指数の足もとの動きにも、消費税率引き上げも含めた先行きの物価上昇率への懸念が反映されている面があると思う。来年の春闘では、主要企業でベースアップが実現し、基本給全体でも上昇に転じることが期待されている。しかし、名目賃金上昇率と物価上昇率のギャップが明確に縮小するには至らず、なお実質賃金の緩やかな低下が個人消費に抑制効果をもたらし続けるのではないかと考えている。その結果、個人消費の鈍化が物価の上昇率を低下させることによって、賃金上昇率と物価上昇率とのギャップが縮小していくといった展開になる可能性にも留意しておきたいと思う。

最後に、足もとでの円安傾向が当面のインフレ率を上振れさせる可能性はあるとは思うが、瞬間風速でみた基調的なインフレ率の改善ペースは、本年央頃にピークアウトした可能性が高いと引き続き考えている。注目を集めやすい消費者物価コアの前年比でみると、今年度末から改善ペースの鈍化あるいは頭打ち傾向が確認されていくと予想している。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、引き続き緩やかに回復しているとみており、基調に変化はない。まず、海外経済については、中国以外の新興国経済は勢いを欠く状況が続いているが、全体としては緩やかに持ち直している。国際金融資本市場では、FOMCで経済や労働市場での改善が認識され、資産買入れの減額開始が決定されたが、金融政策への不透明感が払拭されたことに加え、

減額幅が小幅にとどまったことや低金利継続のガイダンス強化もあり、リスクテイク姿勢が強まっている。この間、ファンダメンタルズの弱い新興国の通貨、株価は下落傾向となっており、引き続きその動向を注視していく必要がある。

地域別にみると、米国経済については、このところ雇用や消費の改善を示す指標が相次ぐなど、家計部門を中心に回復の足取りがしっかりしている。また、財政協議の進展も目先の企業や家計のマインドや実体経済にも好影響を及ぼすとみられる。企業部門については、ソフトデータの改善が続き、鉱工業生産も回復する一方で、設備投資は依然として勢いを欠くが、堅調な民需に加えてシェール関連の投資等もあり、徐々に成長ペースを強めていくと考えている。

次に、欧州経済は、家計や企業のマインドは改善基調を続けており、徐々に持ち直しに転じつつある。もっとも、周縁国を中心にバランスシートや金融システムに脆弱性が残るほか、ユーロ高による輸出の下押しの懸念も意識されている。また、物価上昇圧力が抑制された状況が当面続くとみられる点や金融機関の資産査定の影響にも、注意が必要である。

中国経済をみると、夏場にみられた政府の小型景気刺激策に輸出の持ち直しも加わって安定成長が続いている。先行きも、三中全会の決定を踏まえて構造調整を進めるとみられるが、同時に景気下支え策も講じていくとみられる中で、当面は現状程度の安定した成長が続くとみている。NIEs・ASEAN経済については、グローバルなIT需要の回復もあって韓国、台湾の輸出が持ち直しているが、ASEANでは、これまでの金融引締めが内需を抑制するなど、持ち直しの動きは弱いものとなっている。先行きは先進国経済の回復が見込まれる中、徐々に成長テンポを高めていくものと思われる。

こうしたもとでわが国経済をみると、短観では、業況判断が4四半期連続で改善しており、中小企業もプラスに転化するなど、業種や規模の広がりをもって緩やかな回復が継続していることが確認できた。海外需要の見通しや設備投資計画には慎重さが窺われるものの、内需が底堅く推移し、

企業収益が改善するもとの、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、輸出は、なお勢いを欠く状況が続いているが、10月、11月の2か月連続でプラスとなるなど、振れを伴いつつも持ち直し傾向が続いている。国内需要についてみると、個人消費では消費税率引き上げ前の駆け込みが顕在化しつつあるもとの、新車登録台数が新車投入効果もあって増加しているほか、百貨店販売も好調を継続しており、全体として底堅く推移している。目先は、駆け込み需要の本格化もあって増加すると思うが、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとの底堅い動きが続くとみられる。公共投資や住宅投資についても、当面は増加傾向をたどるとみられる。設備投資をみると、短観の事業計画では、製造業で下方修正されるなど慎重さが窺われた。この背景には、海外需要の回復の遅れや、駆け込みの反動が意識されている可能性があるが、想定為替レート等で企業収益に上振れ余地があることや中小企業を含め下期計画が積み上がっていることも踏まえると、緩やかながらも増加基調をたどるとみている。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産は緩やかな増加が見込まれる。

この間、雇用・所得環境をみると、求人倍率をはじめとして労働需給は着実に改善し、冬季賞与も増加が見込まれている。短観の雇用判断DIでも非製造業で1992年11月以来の大きな「不足」超となり、製造業もほぼ中立まで戻すなど雇用のタイト感が強まっており、先行きは企業収益改善のもとで所定内賃金も含めてプラス効果が広がっていくものとみられる。わが国経済が、持続的に回復していくためには、設備投資の増加とともに雇用者所得の改善が不可欠な要素と考えられるので、今後もこれらの動向をしっかりと注視していきたいと思う。

最後に物価である。10月の消費者物価（除く生鮮）は、需給ギャップのマイナス幅が着実に縮小し、企業の価格設定行動や消費行動にも変化が窺われるもとの、前年比+0.9%となった。この間、民間のPOSデータでも、エネルギー関連以外の幅広い品目で上昇が確認された。また、短観の販売価格判断DIも、大企業で先行していた値上げが中小企業に浸透し

ていることを窺わせる内容となっている。こうした中、東京で耐久消費財がプラス転化するなど、大都市では11月も改善傾向が続いており、全国については、11月に1%を上回る可能性が高いとみられる。その後は、石油製品価格による押し上げ効果の剥落もあって、上昇幅の拡大ペースは鈍化すると見込まれる。来春以降は、賃金の決着状況や消費税率引き上げの影響を注意深くみていく必要があるが、やや長い目でみれば、需給バランスの改善が続くとみられるもとで、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、展望レポートの見通しに沿って推移していくとみている。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

世界経済は、執行部の見解に示されているように、「全体として緩やかに持ち直している」と考えている。米国経済については、雇用の改善が顕著である。雇用・所得環境の改善と資産価格の上昇を背景に、個人消費も堅調である。輸出も緩やかに増加している。米国経済の先行きについては、次の理由から、次第に回復速度は速まるとみている。第1に、一部政府機関の閉鎖が起きた10月に消費者コンフィデンスは大きく低下したが、12月には大きく改善した。第2に、懸案事項であった財政協議が進展し、歳出額等で民主・共和両党の合意が形成され、財政面からの下押し圧力が緩和された。第3に、昨日18日のFOMCの資産買入縮小の決定に対して、世界の金融資本市場が良好に反応し、今後、米国の金融政策の変更が世界の金融資本市場の混乱や動揺をもたらすリスクが大幅に低下したと考える。以上から、米国では設備投資の回復が遅れていたが、緩やかに増加すると予想している。その結果、米国経済は内外需の堅調な増加のもとに、今後は成長モメンタムを強めていくと考えている。

ユーロ圏経済は2四半期連続でプラスの成長が続いており、家計と企業

のマインドの改善を背景に持ち直しに転じている。米国と中国の回復により、輸出も改善に向かうと考えられる。ただし、ユーロ高が輸出増加を抑制するリスクとデフレリスクには注意が必要だと思う。

中国は、堅調な内需に支えられて安定した成長が続いており、最近では、米国や欧州向けの輸出が回復している。中国当局は景気に配慮しながら構造調整を推進する立場を取っており、先行きも現状程度の成長を維持するとみている。

米国や中国の堅調な成長とユーロ圏の持ち直しにより、中東欧とNIEsの輸出も増加している。一方、ASEANであるが、これらの国は金融環境のタイト化により、緩慢な状況が続いている。ASEANはNIEsに比べて成長に占める外需の寄与が小さく、さらにASEANの輸出は一次産品の占めるウェイトが高いため、国際商品市況が軟調であることの負の影響を受ける一方で、米中欧の景気回復による輸出増の効果が小さくなっている。そのため、今後暫く、緩慢な状態が続くと思う。しかしそれでも、中長期的にみれば、世界経済の回復により国際商品市況も改善し、さらに為替安が働いて輸出の増加が期待され、対内直接投資の増加による製造業の基盤の改善なども考えられ、成長モメンタムは次第に強まると予想している。

ユーロ圏のデフレリスクや金融システムの脆弱性、中国の過剰債務と過剰設備、一部新興国の構造改革の遅れなど、下押し圧力は存在するが、米国経済の財政面からの下押し圧力の低下、Fedの金融政策変更の米国経済および世界経済に対する下押し圧力の低下など、世界経済の下押し圧力は前回会合時よりも低下したと考えている。

日本経済については、12月短観で、業況判断が製造業、非製造業、大企業、中小企業の全てについて、1991年11月以来では初めて「良い」超に転換するなど、堅調な回復を続けている。製造業・大企業の設備投資に弱さがみられるが、先行指標である機械受注や輸出受注PMIなどの動きからみて、今後は緩やかに改善すると考えている。今後、設備投資は、製造業を含めて企業収益の大幅な改善と予想実質金利の低下および世界経

済の緩やかな回復に支えられて、改善基調をたどると予想している。輸出は改善が遅れているが、今後は、為替円安の傾向が定着すること、欧米および中国を中心に世界経済の持ち直しが進むことを考えると、緩やかながら増加基調が続くと考える。特に、振るわなかったASEAN向けの輸出も、このところ下げ止まっている。

名目賃金は、一般労働者もパートも緩やかに上昇している。今後、労働需給の改善が明確になるにつれて、次第に上昇圧力が強まると予想している。消費者コンフィデンスは10月に大きく低下し、その後11月にはやや戻したが、戻りが弱い点が少し気がりである。しかし、これは来年4月からの消費増税を意識したものであると考えられ、今後は、賃金上昇による所得の改善が進むにつれて、好転すると考えている。

物価については、10月のエネルギーと食品を除いたコアコア消費者物価指数の前年比が0.3%まで上昇した。これは2008年9月と10月の0.2%以来の高さである。上昇品目もエネルギー関連以外に広がっている。今後は、一層の需給ギャップの縮小、予想インフレ率の高まりを背景に、賃金の上昇を伴った緩やかな物価の上昇が続くと見込んでいる。以上から、生産から所得、支出へという好循環のもとで、消費者物価は2%の目標に向かって上昇していくと予想している。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

まず国際金融市場だが、Fedによる tapering の決定への反応をみると、まずは株高で反応しているので、概ね好意的に受け取られたと思っている。今後は、新興諸国のうち特に経常赤字国などから大規模な資金流出が生じないか、注視していきたいと思う。

海外経済については、まず米国経済は、雇用情勢が改善するもとで個人消費が堅調に推移するなど、緩やかな回復基調が続いていると思う。先行

きは、回復テンポが徐々に増していく可能性が高いと思っている。先日、議会において 2014、2015 年度の歳出規模などで合意が成立したことで、先行きの不確実性が 1 つ解消したと思う。先行き、米国経済が世界経済の牽引役を果たしていく確度は、先月より高まってきていると思う。

欧州経済については、製造業およびサービス業 PMI がともに 50 を上回る水準で推移し、持ち直しに転じつつあるとみている。先行きは、内外需がともに景気を支えるかたちで、持ち直しを続けていくとみている。ただし、欧州債務問題については、これまで時間を買って続けてきていた ECB の金融政策面での対応余力が限られてきているのではないかと思うので、その先行きについては注視が必要と思っている。

中国については、堅調な内需を背景に安定した成長を続けていると思う。また、輸出や生産が上向いており、一時期より経済成長に安定感が出てきていると思う。新興諸国・資源国は、景気持ち直しの勢いが引き続き弱いですが、欧米や中国の景気が回復する中で、その影響がいずれ及んでいくとみている。実際、NIEs 諸国では既に前向きな動きがみられている。

以上を踏まえると、海外経済全体の評価としては、「緩やかに持ち直している」とすることが適当と思う。先行きについても、米国を中心に「持ち直しを続けていく」とみている。

わが国経済については、まず企業部門では 12 月短観の業況判断は、製造業、非製造業、そして企業規模にかかわらず改善しており、景気回復の広がりを示すものであったとみている。そのもとで、設備投資は持ち直しており、先行きも緩やかな増加基調をたどることが期待できると思う。家計部門をみると、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は底堅く推移している。先行きも、消費税率引き上げの駆け込み、反動の影響はあるが、家計支出は底堅く推移するとみている。この間、輸出は、足もともたつき感が否めないが、先行きは、海外経済の持ち直しにつれて、緩やかに増加していくとみている。

以上を踏まえると、景気の現状は、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムが引き続き働いており、「緩やかに回復している」との判断を維

持することが適当だと思う。先行きについても、「基調的には緩やかな回復を続けていく」という見方を変える必要はないと思う。

この先の問題は消費税率の引き上げであるが、その影響を考えるうえで、やはり前回 1997 年の消費税率引き上げの時の経験が参考になると思いき、改めて当時の金融経済情勢との比較をしてみた。まず、景気循環の面からは、今回も 1997 年も、ともに景気は緩やかに回復する段階にあった。実際、消費税率引き上げの影響が強く出る個人消費や住宅投資をみると、これまでのところ、前回と概ね似たようなパスをたどっていると思う。しかし、大きな違いもあった。振り返ってみると、当時はバブル崩壊の影響で、日本経済の持続的回復を妨げる病巣が既に広がりつつあった時期だったと改めて思う。すなわち、実体経済面では、1997 年当時、既に設備・雇用・債務の 3 つの過剰が問題となっていた。この点は、短観の設備、雇用、資金繰り D I で、現在に比べて設備や雇用については過剰感が強かったこと、そして資金繰りが厳しかったことに表われていると思う。金融面では、金融システム不安が既に高まっていた。当時を振り返ると、1995 年の初め、日本銀行は約 30 年振りとなる旧日銀法 25 条を発動し破綻した信用組合の受け皿である東京共同銀行を設立している。これを皮切りにその年はコスモ信組、木津信組、兵庫銀行が相次いで破綻している。1996 年 6 月には住専処理関連法案が可決されたが、同時にこれは、1997 年秋の拓銀、山一の大型連続破綻によって金融システムがメルトダウンの危機に瀕するまで公的資金投入論を封印するものでもあった。このように、金融システムの信用仲介機能は既に大きな損傷を受けていたので、当時の銀行貸出を振り返ってみると、景気回復局面にもかかわらず、1996 年入り後は伸び率が急速に低下し、1996 年 10 月以降は前年比マイナスに転じている。さらにこの後、アジア通貨危機が追い討ちをかけるかたちで、景気後退を決定的なものにしたと考えている。自戒を込めた後講釈にはなるが、金融システムが実体経済に及ぼす影響について、やはり当時は十分な知見を有していなかったのではないかと思う。この点、現在のわが国の金融システムをみると、全体として健全であり、今回は景気の前向きなモメンタ

ムをサポートしていく十分な力を備えている。このことは 1997 年と大きく異なり心強いと思っている。

最後に、物価面であるが、コア C P I 前年比上昇率は、10 月には 0.9% までプラス幅が拡大をしている。また、上昇品目数が下落品目数を上回るなど、幅広い品目で改善がみられている。先行きも、需給バランスが改善していく中で、当面は前年比プラス幅を拡大するとみている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国経済は、公共投資と住宅投資を中心に緩やかな回復を続けている。耐久財消費が拡大しているほか、製造業でも、鉱工業生産、機械受注等の指標が改善している。景気回復が経済全体に及びつつあることは、12 月日銀短観での企業業況判断が大きく改善したことからも確認できる。先行きについては潜在成長率を上回る成長率を実現するとみており、景気判断については執行部案を支持する。

わが国の経済見通しのリスク要因をみると、依然、下振れリスクが大きいと判断している。本日は、国内リスク要因のみ 3 点指摘する。第 1 に、製造業の回復力の弱さである。日銀短観では大企業、中小企業ともに 2013 年度の設備投資計画は拡大が見込まれているが、下方修正されている。その背景には、海外需給 D I と国内需給 D I の両方の 3 か月先見通しが伸び悩んでおり、生産設備に過剰感が残ることが指摘できる。また、販売と仕入の価格差でみた利益マージンが製造業は非製造業よりも厳しく、価格転嫁を進めにくい状況がみられる。第 2 に、個人消費は耐久財を除くと弱めで、実質可処分所得も低下しており、消費の持続性が懸念される。第 3 に、住宅投資の先行きであるが、新設住宅着工戸数は年率 100 万戸前後で推移しているが、今後は年率 80 万戸台に低下して推移するとの民間機関の見方が大勢を占めている。この理由についての私の見解は、①単身世帯数が

急増しており、一方で住宅投資に積極的な 20～30 歳台の世帯数が減少していることによる持家世帯数の減少、②非正規雇用の増加と恒常所得の趨勢的な減少による持家比率の低下といった構造的要因によって、世界金融危機前の年率 120 万戸前後への回復が見込めないうえに、駆け込み需要が剥落するからとみている。つまり、2014 年度以降は人件費、建築材料費の高騰で住宅価格が上昇しても投資数量面では伸び悩む可能性がある。

ここで消費税率の景気への影響と日本銀行の追加緩和期待について、意見を申し上げる。市場では消費税率引き上げ前後に追加緩和が実施されるとの期待が高まっているが、追加緩和は基本シナリオが下振れる、あるいは下振れリスクが顕在化する可能性が高まる場合には実施すべきと考える日本銀行のスタンスとの間に、ずれが生じているように思う。この一因には、日本銀行が経済成長見通しについての対外説明を、年度ベースで行い四半期で示していないこともあるように思う。四半期見通しでは、4～6 月期に駆け込み需要の反動で成長率が一旦大きく下落し、その後は少しずつ緩やかなプラス成長になると見込んでいるが、こうした見方をしていることを、必ずしも市場参加者、国民から理解されていないため、中には成長率の低下が即追加緩和に繋がると予想している先もあるようである。こうしたずれが継続する場合、日本株の失望売り、あるいは円安修正のきっかけとなる可能性は否定できない。従って、日本銀行の政策反応関数をより丁寧に市場に伝え、ずれを埋める対外説明上の工夫の余地があるように思う。また、消費税率引き上げの景気へのマイナスの影響を懸念する声が多いのも事実であるので、そうした一時的な景気減速が既に基本シナリオで想定されたものであることを説明しながらも、そうした懸念に配慮した姿勢を予め示しておくことも重要である。例えば、必要があれば国債等を 4～6 月に多めに買入れるなどのチューニングを実施する方針などを示しておくことも考え得ると思う。

次に、物価動向についてである。CPI 上昇率は 1%前後で上昇しており、11 月以降の円安も今後の物価の押し上げに寄与する。先行きについては、物価上昇率の緩やかな上昇が見込まれるが、2%目標の達成の期間

については、依然、不確実性が高いと判断している。その一因として中長期の予想インフレ率が現在も横ばいで推移していることにある。この点で注目しているのは、消費税率引き上げに伴う一斉値上げが予想インフレ率の引き上げに寄与するかどうかである。物価への影響は、一般的に1次的効果と2次的効果がある。1次的効果とは、販売価格に消費税率をそのまま上乘せすることで引き上げ時期の1年間は物価上昇率が上昇する現象を指す。2次的効果とは、消費税率引き上げをきっかけに、企業、家計によってインフレが長く継続すると認識されれば、より長期に亘り将来のインフレ率が高くなり、賃金やインフレ期待が上昇する現象を指している。一般的には、2次的効果はインフレ期待がインフレ率目標にアンカーされていると生じない。しかし、わが国では、①予想インフレ率がまだアンカーされていないので変化しやすいことに加えて、②来年4月に続いて翌年10月にも消費税率の引き上げが見込まれていること、③これと併せて政労使交渉のもとで賃金引き上げが促され物価上昇がもたらされやすい環境にあることなどから、2次的効果が起き得る可能性はあると思う。今後とも予想インフレ率の動向を注視していきたい。

最後に、物価の現状および先行き判断は執行部案で良いと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

全体観だが、海外経済は「緩やかな持ち直し」、国内経済は「緩やかに回復」という基調に変更はないとみている。総じて、見通しどおりに推移しているということかと思う。前回会合以降の変更点、大きな特徴点に関しては、皆さん詳細に述べられたので割愛し、私の方からは、以下ではやや論点を絞って、2点について意見を述べたいと思う。

まず第1は、米国経済のやや長い目でみた回復の力強さについてである。

この点については、来年にかけての成長の見通しと、それ以降について分けて考えたいと思う。まず、来年にかけては、米国の成長率が今年と比べてより高まっていくという見通しについて、財政協議を巡る進展あるいは最近の良好な経済指標を併せて考えると、不確実性が後退し確からしさが増してきているとみている。一方で、そこからさらに超えて、より長い目でみた成長見通しに関して言うと、まだ恐らく見方は分かれており、特に米国の企業サイドからみれば、全体として慎重姿勢を崩しておらず、設備投資を本格化させていないということかと思う。先般、米国出張する機会があり、ヒューストン、シカゴ、ボストンでヒアリングしてきたが、日系の現地企業からも、先行き1年先までの売上については見通しが立っているが、その先の需要動向についてはまだ見通しが難しいといった声が聞かれたほか、

幹部と面談した際、先行きの景気回復ペースについて総じて慎重なトーンであった点が印象的であった。この幹部の見方として、1点だけ紹介すると、家計の最適な借金の規模が低下する可能性について懸念を示されていた。つまり、バランスシート調整を終えた家計が、今後借入れを徐々に増やして支出を増やしていくとみられているが、どこまで借金を増やすかという最適な水準については、以前の水準には戻らないのではないか、その結果、その分需要の回復も抑制されるのではないかとといった見方である。この議論を、仮にF e dのこれまでのやや高め成長見通しを基準に考えると、そこからの下振れの可能性は相応にあるということであろうし、実際に、この間、F e dの長期の成長見通しもレンジが徐々に切り下がっているということかと思う。

一方で、それでは今般サマーズ教授が問題提起したような米国の長期停滞論まで悲観的にみるべきかといえ、私としては、それもやや極端な見方ではないかと思っている。これも先般の米国出張でのヒアリング情報ではあるが、シェールガス・オイル関連では、中小企業による極めて旺盛な開発事業への参入がシェールビジネス発展の原動力であったという点、あるいはボストンではM I T、ハーバードなどでのメディカル、バイオ、グリーン関連等の活発な研究開発の現状など——少し脱線するが、最近では

ベンチャーを育む取組みを「インキュベーション」ではなく「アクセラレーター」と呼ぶようで、その取組みに世界から高校生が参加してプロジェクトを競うといったような取組みが進んでいる——、米国経済のダイナミズム、企業家精神が健在であることを感じさせる話に数多く接してきた。米国のやや長い目でみた景気回復の力強さについては、少なくとも今後2～3年を展望するにあたっては、当然先行きの不確実性や慎重さを残しつつ、ベースとなる企業家精神に支えられて、2%台後半から3%程度のレンジの成長は十分に見込めるのではないかとみている。

続いて、2つ目の論点は、わが国の輸出と国内設備投資の持ち直しがこれまで極く緩やかにとどまっていることについてである。まず、その背景であるが、私自身は、特に製造業において、経営資源のグローバル展開、あるいは集約化、現地化の動きが、積極的な意味で一段と加速してきていることに注目している。すなわち、アジアや北米を中心として、現地での生産、販売、現地での部品調達、現地での設備投資といった動きがますます強まっていることが、輸出と国内設備投資動向を理解する際の底流の要因として重要なのではないかとみている。

その動きを示す具体的なデータとして、政策投資銀行による大企業に関するデータを、極く簡単に紹介する。まず、大企業の海外設備投資の前年比伸び率は、近年一貫して2桁の極めて高い伸びが続いている。2010年度以降、19%、42%、27%、26%となっている。そのうえで、製造業に関して、さらに付言すると海外設備投資と国内設備投資の比率をみると、2010年度以前までは一貫して50%前後であったものが過去3年顕著に高まってきて、昨年度と今年度の2年については100%を超える値になっている。つまり、製造業大企業の設備投資の約半分は海外で実施されるまでに至っている。それだけ海外のウエイトが高まり、国内設備投資を抑制している可能性があるということである。また、製造業の現地調達が一層進み、日本からの輸出を誘発しにくくなっている状況は、経済産業省の「海外事業活動基本調査」でも確認できる。また、こうした積極的な現地化の動きは、米国出張でのヒアリングでも数多く聞かれた。恐らく、この動き

は、今後も一段と加速するのではないかという印象を強く持った。

こういった動きが続いた場合の影響については、表面的には、日本の輸出や国内設備投資の持ち直しの動きへの重石となる。しかし、その一方で、この動きは、日本企業が海外で稼ぐ力を高めて所得収支を増やし、GDPではなくGNIに対する上振れ要因となることから、広い意味で日本の成長力を支える要因になるとみている。また、連結の企業収益が増えることになるので、それは株価を持続的にサポートし、資産効果やマインド改善を通じて消費の下支えにも寄与することになるかと思う。

従って、輸出や国内設備投資の持ち直しの遅れに、こういった収益力、成長力の改善を通じた安定化のメカニズムが伴っているとすれば、経済・物価見通しの下振れの可能性は、国内消費の下支えによって、少なくとも部分的には抑制される可能性もあるとみており、こういった安定化メカニズムの可能性も含めて、次回会合の中間評価では詳しく検討していきたいと思う。以上である。

#### 黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢についての委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済については、意見は一致し共有されていたと思うが、米国では緩やかな回復基調が続いている、欧州は持ち直しに転じつつある、中国も堅調な内需を背景に安定した成長を続けている。こうしたことを踏まえると、海外経済の現状評価としては、全体として緩やかに持ち直していると考えられる。

この間、多くの委員が先日のFOMCの結果も含めて、米国の金融政策に言及された。今回の決定の背景には、基本的には米国経済が回復しているという判断があるということであるが、今後の展開については、これまでのところ、比較的好感を持って受け止められてはいるが、新興国を含めた国際金融資本市場に与える影響と併せて、引き続きよくみていく必要があると思う。また、欧州債務問題の今後の展開、あるいは中国における構造改革の行方とその影響など、海外経済を巡る不確実性は依然として残っ

ているという意見もあった。

次に、わが国経済については、輸出は引き続きやや勢いを欠いているが、企業部門では、12月短観が示すように収益が増加しており、景況感は広がりを伴いつつ改善を続けている。設備投資についても色々なご意見があった。強弱様々なデータが出ているが、全体としては持ち直しているという判断で良いのではないかと思う。また、家計部門をみても、雇用・所得環境が改善する中で、個人消費や住宅投資は堅調に推移している。個人消費については、駆け込みが始まっている可能性、駆け込みが含まれている可能性も指摘された。このように、引き続き生産・所得・支出の好循環がみられていることから、景気の総括判断としては、前月と同様、わが国経済は緩やかに回復していると評価することが適当との見方が共有されたと思う。

わが国経済の先行きについては、前向きの循環メカニズムが働くもと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、基調的には緩やかな回復を続けていくとの見方が多かったと思う。物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は足もとの0.9%の伸びとなっているが、先行きも当面プラス幅を拡大するとの見方が多かったと思う。なお、予想物価上昇率については、短期的な予想物価上昇率は上昇を示すものが多い一方で、中長期的な予想物価上昇率については、このところ横ばい圏内となっているものが多くなっているが、やや長い目でみれば、全体として上昇しているとみられるという評価で良いのではないかと思う。

以上、私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したいと思う。議論を整理するため、海外経済とわが国の経済・物価情勢に分けて議論したい。まず、海外経済、国際金融市場に関して、米国は比較的順調、欧州は持ち直しつつある中で新興国・資源国が区々に分かれているところがあるが、Fedのtaperingの影響なども含めてどのようにみているか、為替円安は昨年から1年位続いてきたが、それが輸出に対してどのような影響があるかなども含めて、ご意見を願います。

白井委員

先程、宮尾委員が紹介された 幹部のコメントは非常に興味深かった。要するに、今デレバレッジが起こっており、ボトムアウトして戻っていく時に消費がそこまで戻らないかもしれないということであるが、私は、リーマン・ショック前のレバレッジが大き過ぎたのだと思う。住宅ローンを返済できない人達にもホームエクイティローンなど色々なかたちでローンが出ていた。要するに、レバレッジが効き過ぎていたと思う。従って、リーマン・ショック前まで戻らなくても良いと思っており、そういう意味で、ほど良く消費が上がっていけば良いと思っている。米国の場合、株価が最高値を更新し、企業業績も良く、多国籍企業も多いということもあり、住宅価格が上がる素地がある。人口が年率0.7%で増え、住宅を買う若い世代の世帯数が増えているので、日本とは違い実需があり、住宅価格は上がっていく可能性があるともみている。

もう1点は、シェールガスなどの資源開発が進んできており、これからは輸出を増やして輸入を減らしていくので、貿易収支赤字や経常収支赤字の削減に貢献していく新しい産業が生まれつつあると思う。昨日も述べたように、設備投資はそれほど増えていないが、リサーチ・アンド・ディベロップメントは非常にイノベティブであり、IT投資が非常に活発であるので、米国の底力は強いと思う。

最後に、いよいよ米国が tapering を始め、今の見通しでは2015年頃には金利も上がっていく訳であるが、米国は、非常に厳しい財政再建で財政状況が大変良くなっており、今年の米国の財政赤字は、GDP対比で3.8%位と言われているが、来年はもっと下がっていく。米国の政府債務のGDP比は70%程度で、わが国の240%と違いここ2年位で下がっていくそうである。ということは、米国が本格的に金融緩和をやめて引締めに入っていくタイミングでは、米国の財政の健全化が進み、新規国債発行額がそれほど増えなくなり、需給が悪くならず、国債の発行がそれほど増えない中でFedが国債需要を減らしていくことになる。これは、クラウディングアウトを起こしにくい状況であり、中期的にみても、米国は先進国の中で

も景気の底力とスムーズな出口戦略——スムーズにいかないかもしれないが——の可能性の観点から、少なくとも国債の需給は良い傾向にあるとみている。

宮尾委員

先程の 幹部の議論に一言付け加えたい。私の印象では、この幹部は、家計の借金の最適な水準は以前の高い水準に戻ると思っていたと思う。従って、循環的にまた元に戻るというある程度楽観的な見方がF e dの中にあっただのではないか。その見方を下方修正しなければならないという下振れリスクを意識しだして、それが非常に不本意であるというようなトーンが滲み出ていたのが印象的であった。そういう意味では、われわれの米国経済の見通しは、F e dほどは高過ぎず、長期停滞論が示すほどは悲観的ではなく、ちょうど中庸で、メインシナリオとしては非常に真つ当な見通しなのではないかと思う。

シェールガス、シェールオイルの話があっただが、今は、開発サイドの供給意欲が非常に旺盛で、むしろ作り過ぎで価格が下がってきている。事業開発会社にとってみれば、収益面でやや懸念される面もあったが、マクロで考えると、エネルギー価格という米国経済の底辺のインフラの部分で価格が下がることは、低所得者層も含めて実質所得を上げて、バランス良く個人消費を下支えする面もある。加えて、化学のリファイナリー関係の新規の設備投資意欲には裾野の広がりがある。また、最終的にはエネルギーの輸出国になるというような民間の見通しも出ており、地政学的な面で中東関係などに対するインプリケーションもありそうである。いずれにしても、長い目でみたエネルギー価格の低下は、格差を是正するようなかたちで幅広く米国の景気を支えるという見方が印象的であった。そういう面からも、シェールガス、シェールオイルは、長い目でみて、米国の回復を下支えする1つのプラス要因であると思う。

## 中曾副総裁

2点、述べたい。1つは、取り敢えず tapering の第1ラウンドの反応は良かったと思うが、昨日の国際局の説明にもあったように、いわゆる5弱国と言われている新興諸国のパフォーマンスは二分化してきており、場合によっては、問題をより多く抱えているところに集中的に影響が出てくる可能性は排除できないと思う。因みに、先般B I Sのアジアオフィスでの国際会議でアジア諸国の中央銀行の話も聞いていても、9月の tapering 騒動の中で、影響は完全に出尽くした訳ではなく、金融当局は警戒感を緩めていない。今後、どのような影響が出てくるのか、あるいは出てこないのかについて、F e d の tapering の影響をもう少し見極める必要があると思った。

もう1つは、何人かの委員が、ユーロエリアがデフレの罠、あるいはデフレーションに陥っているのではないかとこのことを今回も繰り返されていたが、私自身も、ユーロエリアの経済は持ち直している、底入れしているという見方は共有するが、その持続性が1つのチェックポイントだと思う。E C B のドラギ総裁は、記者会見や講演で繰り返し日本について言及しているが、言及をすればするほど、私には日本と似ているということも言っているようにも聞こえる。先程も申し上げたが、E C B は、F e d やわれわれのような量的緩和は実施しにくく、年末要因、あるいはL T R O が償還されていることやA Q R の影響があるのかもしれないが、短期金利が若干強含んでいるので、彼らのフォワードガイダンスは上手くいっていないようにも見える。そのような金融政策面での制約を考えると、果たして今出てきているユーロエリアの良い動きに持続可能性があるのかという辺りが、チェックポイントであるという気がする。

## 木内委員

米国の家計債務がリーマン・ショック前の水準に戻るのには、確かに非常に楽観的過ぎるという感じはある。ただ、米国の過去の家計債務は、所得比ではトレンドとしては上がってきているので、無理な想定とも言えない

ような気もする。家計債務が適切な水準かどうかは、絶対的な水準だけではなく、先行きの所得見通しにも左右される。所得の見通しについては、色々な意見はあると思うが、例えば、ミシガン大学が出している所得見通しサーベイでは、リーマン・ショック前の年率2.5%程度という見通しが、リーマン・ショックでほぼゼロまで落ち、今緩やかに戻しているが0.5%程度である。このように、依然として先行きの所得見通し自体が低い中で、家計債務を増やしていくというインセンティブはあまり出てこないと思う。

これに関連して、個人の所得見通しが依然として低いということは、可能性としては、潜在成長率、生産性上昇率のトレンドが下がったことも反映している可能性があると思う。最近のサマーズの議論では、潜在成長率が下がって非常に悪くなるということだが、私自身はそのように思っている訳ではないが、米国に限らず、先進国としては、長期的に生産性上昇率、潜在成長率は緩やかな低下トレンドで、それが今急激に悪化している訳ではないがそれは続いていると思う。リーマン・ショック後の底の打ち方が少し早まっている可能性はあると思う。こういうことが背景にあって、インフレ率がやや下振れていると思う。物価は人間の体温にたとえられるが、歳をとってくると基礎体温が段々落ちていくように緩やかに落ちてきている。企業の設備投資が弱い、所得見通しが非常に低い、家計は債務増加に比較的慎重である、インフレ率のトレンドがやや下振れているということは、基本的には連動しているのではないか。だからといって急激に悪くなるということではないだろう。足もとは、恐らく金融緩和の効果が効いているのでサマーズの大悲観論という訳ではない。そこは議論が極端化されているような印象がある。

石田委員

住宅や個人の借入れの議論で、個人は借りたいのか、借りたくないのかということだが、私は、サプライサイドの方が問題だと思う。サブプライムローンも、貸してくれなかったものが借りられるようになったから皆借

りた。今回の自動車の復活についても、自動車は失いたくないので家のローンはストップしても自動車ローンを払い続けたため、レンダーは金融危機の間も貸したらしい。そのため自動車はかなり早く復活し、今の高いレベルにある。そういう意味からすると、どちらかと言えばサプライサイドの動きが重要で、借りられるのであれば借りたいというのが米国人なのかもしれないという感じがする。

黒田議長

引き続き国内経済の点で、特に、設備投資の評価や消費税導入前の駆け込みの影響と先行き、あるいはインフレ予想等について、さらにご意見があればどうぞ。

白井委員

消費税のインパクトのところで、中曾副総裁がおっしゃったことについて、数か月前に私も同じ議論を展開したのだが、今回は結構厳しいと思っている。確かに1997年と現在の違いはあって、金融機関の安定性が格段に高まっていることや、3つの過剰を解消しているといった良い面もあるが、当時は労働分配率がずっと高かった。私は、労働規制の自由化に反対している訳ではないが、事実として非正規雇用が高まったのは2000年代からで、今は非正規雇用が3割で賃金の低い人たちが格段に多いという大きな違いがある。また、1995年から労働人口の減少が始まったが1997年はまだ住宅投資も伸びており、20歳台、30歳台の住宅を買う人達が増えていた。世帯数が増えているのは唯一単身世帯だけである。あとは、家族持ち、夫婦、あらゆる世帯が全部減っていて、この単身世帯が急激に増えている。しかも、1番住宅を買う層である20歳台、30歳台の数が減っているうえに賃貸で住む人が増えて住宅保有比率が減っているので、住宅需要が全然違うという点が今回のポイントである。圧倒的に単身の人達だけが増えているので、どんどん買っていくという感じではない。相当落ちるのではないかと。私が先程、住宅投資件数が減るかもしれないと申し上げた

のは、そういうことである。従って、労働分配率の違い、賃金の違いなどいわゆる人口動態の状況が悪化している。それから、当時はまだ輸出が強く貿易黒字であったが、今回は赤字になっており輸出が弱い。当時、消費税率が引き上げられた時はそこが相当補ったところがあったと思う。今回はそこが懸念されている。また、GDPギャップがマイナスになった頃とデフレに陥った頃がほぼ一致しているが、その1990年代末以降デフレマインドが定着したので、値上げや価格転嫁が相当難しい状況であることは、当時とは比較にならないという気がしており、私は、総合的にみて今回の方を懸念している。

#### 森本委員

短観も含めて、設備投資に対して慎重な見方は結構あったと思う。確かに輸出は勢いを欠き、需要地生産で海外に生産拠点を相当移しており、政投銀からもそのような数字が出ているという宮尾委員のお話もあった。今回の短観をみても、若干下方修正ということであるが、中小企業などは結構大きい数字であり、これまでの実績をみると上期に控えて下期に積み増してきている。その背景として、設備年数が確実に長くなり更新投資を我慢してきている状況があり、これは、色々な企業ヒアリングなどでも聞かれているところである。そのような中で、今回投資減税といった制度的なバックアップも打ち出され、色々な下支えもある中で、製造業の機械受注も良くなってきている。このため私としては、色々な要素はあるにしても、設備投資は、社会安全投資なども含めて増加していくのではないかという見方をしている。

#### 石田委員

先程も申し上げたが、消費税率引き上げ前の駆け込みの積み上がり方を非常に心配している。積み上がれば積み上がるほど4~6月の落ち込みが大きくなる。一方、消費税率引き上げ決定時に、発信力のある人々がネガティブな効果について非常に大きな声で発信し、それが随分浸透している

と思う。4～6月の落ち込みはある意味当然のことなので、実際に落ち込んだ時に「それみたことか」とまたショーアップされると、マインドを非常に悪くするので、2014年度の景気についても心配しているところである。色々な機会を捉えて、「4～6月は落ち込んで当たり前だ」位のことは、発信していかなければならないと思っている。

#### 木内委員

今の消費税に関するご意見はそのとおりだと思う。まず、消費税増税自体の経済へのインパクトは、私は一時的であって深刻な影響が残るとは思っていない。例えば1997年との比較で敢えてマイナス面を言えば、インフレ率と賃金上昇率の格差が大きいうえに消費税が乗ってくるので、一時的に実質所得がかなり落ちてしまう。これが1997年と比べて悪い材料かと思う。そうは言っても、勿論それで景気が腰折れする訳ではない。所得の落ち込みは起こって当たり前なのだが、石田委員がおっしゃったように、それを取り上げて過度に悲観的に言う人も出てくる可能性があると思う。また、消費税増税後暫く経ってみても、どこがどうなるか見極めるまでには相当時間がかかってしまう。それまでの間に次の消費税率引き上げの議論など色々な要素が入ってきて、色々な意見が出てくると思う。

また、前回も申し上げたが、ちょうど消費税率引き上げ後の4月辺りは、前年比でみた指数が非常に下振れてくる。インフレ率も頭打ちだと思うし、企業収益についても、今は円安が進んでいるのでそれほどではないかもしれないが、円安の企業収益押し上げ効果は春頃には段々薄れていくという面もある。このように、色々な指標が前年比で落ちてくる。金融面でも、マネーサプライや銀行貸出が落ちてくる、マネタリーベースも、われわれは前年比でコントロールした訳ではないが、伸び率は4月以降はかなり目立って落ちてきて、金融緩和が後退しているのではないかというような様々な意見が、4月の消費税増税辺りに出やすいと思う。それに対してわれわれとして何かができる訳でもないような気はするが、1つのリスク要因として考えておいた方が良いのではないかと思っている。

## 佐藤委員

消費税率引き上げ前後の影響について、今後、耐久消費財関連等で駆け込み需要が出てくるので、経済の基調と消費税率引き上げの影響を識別することが難しくなってくる局面に入ってきて、そういう意味で、景気判断が難しい局面になってくると思う。その中でわれわれがどのようなスタンスで臨めば良いかであるが、基調をしっかりと見極めていくことが重要で、難しいとは思いますが、消費税率引き上げで上振れている部分がある程度識別していかなければならない。上振れた部分は4～6月以降に反動減で出てくるので、その反動減の程度も上振れの程度から容易に推測はつく。消費税率引き上げによって恒常所得は確実に税率分だけ減るので、引き上げ後の経済の基調は、引き上げ前よりは若干弱くなることは否めない。ただ、反動減は駆け込み需要から事前にある程度予測可能であるので、そういったところをこれから冷静に見極めていく必要があると思う。

別の観点だが、足もと懸念しているのが、貿易収支赤字、経常収支赤字である。貿易収支は赤字でも所得収支でこれをカバーしているので、経常収支黒字を維持できると今までは認識していたが、その所得収支が10月分は今一つで、経常収支が季節調整後でも2か月連続赤字となっている。これまでは、一時的に経常収支赤字になったとしても季調後で見れば大丈夫である、季節による振れだろうとわりと寛容にみてきた面があると思う。それがここに来て2か月連続で赤字になり、かつ1月などは季節的に輸出があまり出ないので、毎年1月は恒常的に貿易収支赤字になっており、かなりの確度で経常収支赤字になる可能性が高い。従って、日本はもしかすると経常赤字国に転落しつつあるのかもしれないということである。勿論、原発の稼働状況や原油価格、為替といった色々な要素が絡んでくるので、今後のそういった外部要因によって色々に変化していくとは思いますが、これが足もとの円安の要因の1つになっている可能性もある。円安・株高の理由の1つに、海外投資家を中心に本行の追加緩和期待が非常に強いことがあるようだが、底流にあるのはこういった貿易の基調の変化だと思う。そうであれば、足もとの為替動向をポジティブに受け止められるかどうかは、

悩ましい問題である。今のところ、円安イコール株高でマーケットも好意的に反応しているが、どこまで円安が進むと円安と株高の相関が崩れていくのか、すなわちこれ以上の円安が counterproductive になるところまでいくのかどうかについては、今後慎重に見極めていく必要があるのではないかと考えている。

#### 宮尾委員

私も消費税に関して一言申し上げる。石田委員がおっしゃったように、今後は駆け込みか実力か見極めにくいかたちで消費が非常に強くなる可能性がある。駆け込みがなければ反動が小さく、駆け込みが大きければその後の反動が大きくなる。山高ければ谷深しで、谷が深い時にマインドの悪化がリスクとしては気になるため、この点は軽視せず、注意してみいく必要がある。その一方で、この間ずっと申し上げているように、実力ベースで生産性が上昇しているとか所得の見通しが改善しているとか、景気を下支えする要因もよりしっかり働くといった上振れの可能性もあるとみている。

1996～1997 年との比較で色々議論があったが、私は今回よりも昔の方が影響が大きかったのではないと思う。1つには、金融環境が違う。先程も、前回は不良債権問題がどんどん悪化していくところであったということだが、株価が 1996 年辺りをピークにずっと 1998 年まで下がっていくフェーズにあった。今は上がっていくフェーズで、そこは全く逆である。また、金融緩和も非常に積極的に実施しており、住宅投資——住宅投資についての見方は白井委員と違うかもしれない——を支えている。このように強力な金融緩和が支えている部分は、当時とやや違う面である。

#### 白井委員

株価が大事で、その株価がどのようなきっかけで下落するのだが、われわれの見通しは四半期ではなく年度で出しており、均してみれば 2014 年度の成長率見通しの中央値は 1.3～1.4%という感じである。本当は四半

期で出せれば良かったのだが出していないので、そこは黒田総裁がコミュニケーションを丁寧にお考えになるのだと思うが、4～6月は元々落ち込むが、ベースラインより下振れるということは、駆け込みの反動よりもさらに下がるということだと思う。4～6月は下がる、7～9月は緩やかにプラスになって徐々に上がっていくということを言わないと、ベースラインから下振ればクレディビリティにかかわるので金融緩和ということになると思うが、その辺で若干ずれがあると思う。このため、消費税率引き上げまでまだ時間があるので、そのようなコミュニケーションが可能か議論する必要がある。懸念している人達が多いのは事実なので、何かあればきちんと対応するとおっしゃっているが、例えば先程も申し上げたオペの柔軟な対応といったかたちで言うのも1つの方法かと思う。

岩田副総裁

消費増税で株価やドル／円レートがどうなるかは懸念材料かもしれないが、もう消費増税は決まっている。従って、株式市場や外国為替市場はそれを織り込んでいると考えるのが普通だと思う。織り込んでいない投資家がいるとすれば、非常に短期的にしかみていないことになる。そういうことではないとすると、増税時に少し下げるかもしれないが、それほど心配するようなことは起こらないと思う。株価などは予想は難しいが、基本的なベースラインはそれで良いのではないかというのが、私の考えである。

黒田議長

それでは、今から10分程度コーヒブレイクを取りたい。10時30分に再開する。

(10時20分中断、10時30分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

石田委員

わが国の金融環境が緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。企業の資金調達コストについては、長期の新規約定平均金利が10月に既往ボトムを更新するなど全体として低い水準で推移しており、CP・社債の発行市場も引き続き良好な状態にある。12月短観で企業からみた金融機関の貸出態度も、改善傾向が続いていることが確認できたほか、資金繰り判断も、中小企業がバブル期以来の「楽である」超に転化するなど、企業金融は全体として改善傾向が続いている。

一昨日のFOMCで、1月より tapering が開始されることが決まった。足もと市場は前向きの反応を示しているが、わが国を含めて各市場がこれを十分に消化していくまでには多少の時間を要すると思う。いずれにしても、わが国の市場の安定を守るべく、今後十分な注意を要する。

ポートフォリオバランスについては、広義流動性をみると、引き続き伸び率が順調に拡大している。証券優遇税制の廃止を控えた利益確定売りなどから、個人の株式や投信の売却代金が銀行預金となりM2の増加ペースを高めたり、マネー・リザーブ・ファンドの純資産額を過去最高の10兆円近くまで膨らませたりしている。今後、これらの資金は再び証券市場に向かっていくとみており、来年初より開始される少額投資非課税制度の導入も加わり、最大の資金の持ち手である個人においてポートフォリオバランスの動きは一段と進展していくものとみている。

このところ、本行の追加緩和を云々する向きが多くなってきており、これを材料にした海外投資家の動きが株式・為替市場の相場動向に大きな影響を与えている。いつまでもわが国の市場が海外投資家の短期的な思惑で

動いていくことは、好ましいものではない。相場上昇の牽引役が、これまでの海外投資家から国内の投資主体に変わっていけば、息の長いより安定した相場上昇に繋がっていくことが考えられる。本行としても、このような動きをしっかりと支えていくために、これまでの強力な緩和政策を継続していくことが適当であると考えます。

金融政策運営については、「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」という現行の金融政策を継続することが適当と考えます。

最後に、政策委員会のコミュニケーションの観点から、議事要旨について一言述べたい。最近、個別意見を紹介する部分が多くなっている。個別意見自体は何ら問題ないが、議事要旨は、決定会合においてどのような状況認識、考え方から政策が決定されているのかを伝える重要なコミュニケーション手段であると思っている。その観点から、個別意見の記載については、その内容、ボリュームについて、全体とのバランスを十分検討して作成して頂きたいと考えている。個人の意見として申し上げる。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。そのうえで、金融政策運営に関連して 3 点申し上げる。

第 1 は、ここもと海外で強まっている追加緩和期待についてである。市場の観測にいちいち反応することに若干の逡巡はあるが、本行の情報発信のあり方とも関係するのでコメントしたい。まず、私自身は政策の継続あるいは変更の判断基準として、2%の物価安定目標を見通せるかどうかと同時に政策効果も念頭に置きたいと思う。前者の 2%を見通せるかどうかという点を補足すると、これは、前回も申し上げたように、例えば、2014

年度の政策委員会の中心的な物価見通しの前年比+1.3%が0.何ポイント未達になりそうだから緩和するといった些細な話ではないし、来年度の物価見通しは2%に至るまでの中間目標という位置づけではないと理解している。そもそも、執行部の描く中期的なアンカーのシフトといったシナリオであれば、2%に至る物価のパスはもとよりリニアなものではなく、どこかの時点で期待が不連続に変化すると考えるのがより自然であろう。後者の政策効果を補足すると、仮に、戦力の逐次投入をしないという当初の方針に違背して追加策を打った場合、本年4月4日以降今日に至るまで家計、企業、市場参加者に及ぼしたのに匹敵する心理的效果を得られるかどうか不確実性が大きいほか、仮に効果が得られるとしても、4月の政策決定ほどではなく、ベネフィットとコストが見合わないものとなることを懸念している。その点、先行きの政策変更の有無はともかく、現時点で追加緩和を示唆するような情報発信には慎重であるべきと感じている。市場の期待に迎合するような発言は耳障りが良く、当初は市場に歓迎されるかもしれない。しかし、市場は貪欲であり市場の期待を満たし続けることは容易ではない。重要なことは、中長期的な視点で政策の一貫性、整合性を取ることである。

第2は、現行政策の継続期間についての情報発信のあり方である。決定会合後の対外公表文で、われわれは「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のに必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」ことにコミットしている。ここで、このフォワードガイダンスの解釈だが、「必要な時点まで」という部分は、私の理解ではフォーキャスト・ターゲティングであると思う。従って、仮に実際の物価上昇率が2%に届いていなくても、市場環境など諸般の情勢を考慮して2%を安定的に持続できると判断すれば、2%に達する前に出口に向かうことはあり得るし、逆に、仮に2%を超えていても、例えばリーマン・ショック前のようにそれが商品市況の高騰などによるもので持続性がないと判断すれば政策を継続しているかもしれない。「必要な時点まで」という文言はそうした先行きの不確実性に対応した幅のある概念と私は理解して

おり、その点では執行部の考え方と著しい隔たりのあるものではないと思う。一方、メディアの報道ぶりやエコノミスト、ストラテジストのレポートから私が受ける印象として、こうしたフォーキャスト・ターゲティングの考え方は必ずしも世の中に浸透していない気がする。第1のポイントとして申し上げた海外投資家の追加緩和期待の高まりも、このようなコミュニケーションギャップから来ているように思われる。期待に働きかける政策を実施している以上、そうした認識ギャップを敢えて今は埋めに行かないというのは1つの見識であるが、一方で、仮に実際の物価が2%に届く前にわれわれが出口に関する情報発信を始めるような場合、現在の戦略が裏目に出ることが、あり得るといえるか、その可能性はむしろ高いように思われる。このように市場とのコミュニケーションをどのように取っていくかについては、現実問題としては先行きの経済・物価情勢に応じ、臨機応変かつ柔軟に考えていくしかないということであろうが、先行き悩ましい問題である。

第3は、第2の点と関係するが、マネタリーベースの残高見通しについて、執行部の講演資料の一部では、2015年以降の見通しを一部示すことにより現下の政策継続期間について一定の示唆を与えているようにみえる。こうした資料は政策の継続期間へのコミットを示すものではなく、毎回の政策決定会合後の対外公表文の内容がすべてと私は理解しているが、図表をみる側の立場からすれば必ずしもそう受け止めない可能性がある。実際、資料をみた一部のエコノミスト、ストラテジストは、量的・質的金融緩和の2015暦年以降の延長と捉えているようだ。政策の継続期間についての情報発信の仕方は非常にデリケートな問題だけに、細心の注意が必要であると思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融市場の追加緩和観測、政府の構造改革および本行の財務健全性の3点と金融政策との関連について、お話しさせて頂く。

金融市場では、近い将来、本行が追加緩和策を実施するとの観測が強まっている。その背景には、消費税率引き上げ後の経済の落ち込みへの対応が必要との見方や、現在の政策だけでは2%の物価安定の目標を2年程度で達成することが難しいのではないかと市場の見方があると思う。しかし、こうした観測が現時点で強まること自体、ファインチューニング的な政策姿勢と決別した量的・質的金融緩和の基本的な考え方が十分に理解されていないことの表われではないかと感じる。

これに関連する1つ目の論点は、金融政策運営における市場との間合い、距離感の問題である。金融市場が追加緩和実施の可能性を強く織り込んだ結果、その期待を裏切ることで金融市場が動揺することを恐れるあまり実際に追加緩和を決定する傾向が強まってしまう場合、金融政策はいわば市場に支配された状態に陥っていると言えると思う。その際には、効果と副作用の慎重な見極めがなされないままに緩和措置が強化され、長い目でみた経済の安定を損ねてしまう可能性がある。私が従来提出してきた修正議案は、こうした事態が生じるリスクをできる限り軽減する環境を予め整えておくことを、目標の1つとしている。またこれは本行のみならず、現局面において主要国の中央銀行がいずれも留意しなければならない点だと思っている。

2つ目の論点だが、追加緩和観測が浮上している背景には、既に挙げたもの以外にも、政府の構造改革に対する市場の期待が徐々に低下しているようにも見受けられる中、本行が追加緩和で景況感を支え続けてくれるといった見方、期待もあるように思われる。しかし、改めて言うまでもないことだが、金融緩和策は時間を買うかたちで構造改革を側面支援することはできるが、政府の構造改革を代替することはできない。本行が本来の守備範囲を超えて金融緩和を進める場合、一時的には市場や国民に前向きに評価されるかもしれないが、長い目でみれば2つの経路を通じて経済に悪

影響をもたらす得ると考えられる。第1は、金融面、実体経済面で不均衡を形成してしまうこと、第2は、金融政策への過度の依存から構造改革が先送りされてしまう、いわばモラルハザードのリスクである。この点についてもまた、本行のみならず主要国の中央銀行がいずれも留意しなければならない点だと思っている。

3つ目の論点として、本行の財務健全性について申し上げたい。4月に量的・質的金融緩和を決定した際には、本行の財務健全性を維持するための新たな施策や、財政ファイナンスの意図がないことを保証するための日銀券ルールに替わる新たな措置などのリスク面への対応について、この場で活発に議論されていた。中央銀行の財務健全性を確保する手段に関する考え方は色々ある。例えば、英国の資産買取りファシリティでは、損失が出た場合には政府により全額補償される取り決めになっている。ただ、一般論として、政府による損失補填制度の下でリスク性資産をどんどん買うことになってしまうと、政策の独立性が保持できなくなる恐れや、政府と中央銀行のバランスシートが一体で運用されているかのような印象を与え、中央銀行による財政ファイナンスとの観測を強めることも懸念される。本行については、本行が抱える金融資産のリスク量と自己資本との比較、あるいは本行が自ら設定した自己資本比率の目標達成を中核に据え、財務の健全性に十分な配慮をすることが、従来からの基本方針であると理解している。現時点では本行の自己資本比率が目標値を大きく下回り続けていることから、それを見逃さず、早期に自己資本の充実を図っていくことが必要であり、それに向けて政府としっかりと話し合っていくことが重要だと思う。

本行の財務基盤が劣化することで、本行自身の財務健全性に疑問を持たれて信認が損なわれ、現行の量的・質的金融緩和を着実かつ円滑に推進していく政策能力が低下するような事態を招かないためには、本行自らが早期に自己資本の拡充に努めていく一方で、リスク量の管理にも注力する必要があると思う。この観点からも、リスク量のさらなる増加に繋がる追加緩和措置を将来検討する場合には、慎重な検討が必要であると思う。

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

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境だが、執行部の報告にあったように緩和した状態が続いている。詳細は省略するが、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、長期の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、中小企業の資金繰りは、短観で91年8月以来の「楽である」超に転化するなど改善している。

金融資本市場をみると、短国利回りは、先行きの需給タイト化の可能性が引き続き意識されており、長めのゾーンも含めて0.1%を下回る低めの水準で推移している。長期金利については、米国では資産買入減額開始の決定や強めの経済指標を受けてやや大きく上昇したが、わが国では、本行の金融緩和姿勢が引き続き意識されるもとの、上昇幅は限定的となっている。この間、為替市場では、ドル/円は、米国の買入減額開始の決定などを背景に円安方向の動きとなっている。ユーロ/円についても、欧州経済の改善期待やECBの追加緩和観測の後退もあって円安方向となっている。株価は、米国株価の高値更新や円安方向の動きを受けて上昇している。もともと、構造的な課題を抱えた新興国の通貨、株価は引き続き軟調に推移しており、国際金融資本市場の動向には注意が必要である。

前段の経済・物価情勢やこうした金融動向を踏まえた次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、量的・質的金融緩和の着実な実行により、早期のデフレ脱却を実現していくことが重要だと思う。

資産買入等の進捗状況をみると、足もとでは、2013年末のマネタリベースの目標とバランスシートの見通しを達成する目途がついた。金融政

策に対する信認を維持していくうえで、この約束を達成することは、極めて大きな意義があると思う。こうしたもとの、金融緩和の効果も着実に現れている。インフレ予想については中長期で横ばいの指標が多くなっているが、短期では上昇しており、今後、消費者物価の前年比が1%の大台に乗れば、インフレ予想も切り上がっていくのではないかと考えている。この間、長期金利は0.6%台で安定的に推移しており、実質金利は引き続き低下傾向にあるとみられる。そうしたもとの、マネースtock、M2も前年比4%台前半の高い伸びを示している。今後も市場とのコミュニケーションを大事にしながら買入れを着実に実施し、2014年末のマネタリベースの目標を実現していくことが重要だが、そのうえでは金融機関の当預残高の保有スタンスに加えて、短国買入れや共通担保オペを円滑に進められるかもポイントになる。このうち共通担保オペの需要は市場金利の水準にも左右されるが、年後半にかけて、物価安定目標の実現が意識されてくれば、応札が積極化することも期待できる。このため、今後、買入方針を判断していく際には、消費税率引き上げの実体経済への影響も注視しつつ、目先の応札状況に加えて、やや長めの市場動向も意識して弾力的に決定していくことが適当だと思う。

最後に、貸出支援基金については、全体として2013年末の残高見通しを下回ってはいるが、成長基盤支援の本則やABL分では、借換えを重ねながら概ね残高を維持しているほか、小口特則やドル特則、貸出増加支援は利用を拡大している。貸出支援基金は、他の資金供給手段と異なり、持続的な経済成長に向けた本行のメッセージを経済主体に伝える有効なツールとして機能しているので、引き続き情報発信しつつ、金融機関の利用を促していくことが大事だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

量的・質的金融緩和により、日本経済の金融環境は極めて緩和した状態が続いている。マネーストックの前年比も上昇傾向にあり、11月は+4.3%に上昇した。これは1999年6月の+4.3%以来、実に14年5か月振りの高さである。今後も、量的・質的金融緩和を継続していくことにより、マネーストックも増加していくと予想する。

量的・質的金融緩和によって名目金利が低位に安定する中、各種の指標で予想インフレ率が上昇しているため、予想実質金利は低下している。予想実質金利の低下は、株高・為替安をもたらし、これら3つの経済変数の変化は、需要を拡大し物価を引き上げる。したがって、2年程度で2%の物価安定目標を達成するためには、今後、どの程度のスピードで予想インフレ率が上昇するかが重要である。これまでのデータは、人々の予想インフレ率はフォワードルッキングというよりも、適応型予想に基づいて形成される傾向がみて取れる。この適応型予想形成が予想インフレ率の上昇を緩やかなものにとどめている。

消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、上昇品目の増加を伴いながらプラス幅を拡大しており、この傾向は今後も続くと予想する。したがって、今後の消費者物価上昇率の緩やかな上昇を背景に、適応型の予想インフレ率も上昇し、その結果、さらにマイナスの予想実質金利は拡大し、増加し始めた設備投資の一層の増加を促す。さらに、消費者物価上昇率が上昇するにつれて、投資家をはじめ、家計や企業の予想形成もフォワードルッキング型の要素を強めるであろう。その理由は次のとおりである。人々がインフレ率について適応型予想を続けている限り、人々は常に予想を実際よりも低く見積もるといった誤りを永久に続けることになるが、人々がそうした誤りを永久に続けるとは思わない。従って、次第にフォワードルッキング型の要素を強めていくと考えるのがリーズナブルである。そうなれば、予想実質金利はさらに低下し、フィリップス曲線もスティープ化しつつ上方にシフトし、量的・質的金融緩和の効果は一層強まる。ただし、15年もデフレが続いた後なのでデフレ予想、あるいは極めて低いインフレ予想

が定着している。そのため、今述べたようなフォワードルッキング型の要素が強まり、中長期の予想インフレ率が2%まで上昇するにはまだ暫く時間がかかる。従って、今は、その効果が現れるまで待つ段階だと思っているので、金融政策はこれまでどおりで良いと思う。

先日、ある会合で、「日本銀行は、2年で2%のインフレ率の達成を目的としているので、2年程度で2%のインフレ率になった途端、あるいはそれがみえてきた段階で、量的・質的金融緩和をやめる」と思っている企業経営者が少なくないという話を聞いた。そのような経営者にとっては、あと1年程度で緩和が終わるので設備投資には踏み切れないということであった。2%のインフレが安定的、持続的になるまで続けるということが、「当面の金融政策運営について」のステートメントの最後の方に書かれているためにそこまで読まない人が多いようなので、これからのコミュニケーションとして、総裁記者会見等で、量的・質的金融緩和は2%のインフレが安定的、持続的になるまで続けるという意味で、カレンダーベースではなくアウトカムベースであると伝えることが、人々の量的・質的金融緩和の持続期間についての誤解を解くうえで重要だと思う。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、引き続き「緩和した状態にある」と判断して良いと思う。すなわち、12月短観の資金繰り判断は全体として改善しており、特に、中小企業では1991年8月以来の「楽である」超となった。また、資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利は低水準で推移しており、CPや社債の発行金利も総じて低い水準で推移するなど、資金調達コストは、全体として引き続き極めて低い状態にある。量の面でも、銀行貸出は前年比+2.4%まで伸び率が拡大しており、特に足もとでは中小企業向けのプラス幅が拡大していることに注目したい。

予想物価上昇率については、これまで指摘のあったとおり、足もとの状態をみると、中長期的な予想物価上昇率については、このところ横ばいを示す指標が増えているのは事実である。ただ、この点については、やや長い目でみて年初と比較してみると、各種のアンケート調査やマーケットの指標からははっきりと上昇した水準にあり、中長期的な予想物価上昇率の上昇傾向は維持されているとみられる。また、実際の消費者物価指数は足もと前年比0.9%まで上昇幅が拡大しており、27日発表の11月分では1%台に到達することが見込まれる。これまで物価上昇に懐疑的だった主体も、実際に物価上昇率が1%を超えてくると、先行きの物価観も変化する可能性がある。つまり、これまでのフォワードルッキングな期待形成に加え、バックワードルッキング、つまりアダプティブな期待形成も、今後は予想物価上昇率の押し上げに寄与し始めることが期待できるのではないかと考えており、岩田副総裁と見解を共有している。なお、エコノミストを対象とするサーベイで、予想物価上昇率がなかなか上昇してこない点は気掛かりではある。しかし、エコノミストは継続して予想を公表していることから連続性に重きを置くため、その予想は inertia を持つてくると考えられる。このため、エコノミストの中長期の予想物価上昇率が変化するには、ある程度の時間が必要ということかもしれない。いずれにしても、インフレ予想は、その性格上、リアルタイムでの認識には難しさがつきまとうものであり、各種のサーベイデータを利用するにあたっては、その平均値や最頻値だけでなく、データの分布やその変化、サーベイの特性などを含め、総合的に評価する必要がある。この面で、分析手法にはなお工夫の余地があるように思う。

次に、Fedの先行きの金融政策に関する情報発信について申し上げる。tapering については、今後の雇用や物価情勢が見通しに沿って改善していけば、先行きの各会合において measured steps で資産買入れを減額し、そのプロセスは2014年後半まで続くという基本的な考え方を説明している。また、金利ガイダンスについては、「政策金利の引き上げは、失業率が6.5%を下回るようになって、物価が2%に及ばないのであれ

ば、十分な間合いをとって行う」という趣旨であると思う。F e d のフォワードガイダンスは、9月の tapering 見送り直後こそ市場が混乱したが、足もとのイールドカーブやF F金利先物カーブの形状からみて、F e dの意図に関する市場の理解は浸透してきているようにみえる。今回のF e dの一連の経験は、われわれにとっても参考になることが多かったと思う。

続いて、わが国の金融政策運営について申し上げる。わが国経済は緩やかに回復しており、これまでのところ、私たちの見通しに沿ったオントラックの動きをしている。それにもかかわらず、市場では追加緩和論が根強いのが実情である。先行きの不確実性があるのは事実ながら、海外経済リスクが一頃よりも後退している状況の中で、これは奇妙な構図と言わざるを得ない。これまでも繰り返し述べているが、今私たちがやろうとしていることは、デフレ的均衡の中で低位に定着していた予想物価上昇率のアンカーを外し、それを引き上げることによって、実質金利を引き下げ、経済を刺激し、実際の物価を上昇させていくという難度の高い政策である。この政策を進めるに当たっては、われわれの情報発信が市場参加者の期待形成に影響を与え、それがまたわれわれの政策運営スタンスにフィードバックしてくるというメカニズムを、従来以上に意識しておく必要があると思う。このことが意味するところは、私たちは、物価安定目標達成に向けたコミットメントに揺らぎや亀裂が生じていることがないか、常に市場により試され監視されているということであると思う。

こうした状況の下、私たちがポリシーメーカーとしてなすべきことは、経済・物価動向の基調を冷静・的確に分析した上で、それに基づき、自らの政策目的を達成するために最善を尽くすことである。そうした観点から、今、私たちがやるべきことは、まず、第1には、軋みながら作動を始めた日本経済の前向きの循環をより確かなものにするため、量的・質的金融緩和を着実に実行していくこと、そして第2に、物価安定目標達成の道筋について、政策委員会としての総意を、一貫した揺るぎのないかたちで発信していくことであると思う。

消費税率引き上げの影響については、先に述べたように、私自身は、日

本経済はその影響を吸収していく力があると考えてはいるが、「上下双方のリスク要因を点検する」という公表文の趣旨に沿って、データの蓄積を待ち、経済・物価の基調的な動きを見極めながら、冷静に情勢判断をしていくことが大事だと思う。

最後になったが、当面の金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。

最近、主要中央銀行では金融政策のコミュニケーション政策が重視されているため、本日は日本銀行の文脈で私の見解を申し上げる。日本銀行にとって、この政策には2つのアプローチが必要だと考えている。1つは、日本銀行の将来の金融緩和スタンス、あるいは政策反応関数についての情報を市場、国民に伝え、市場、国民がそのスタンスについて新しい経済情報等を吸収しながら自ら予想を形成してくことを促すコミュニケーション政策、いわゆるフォワードガイダンスである。もう1つは、2%の物価安定目標について一般国民に共感、理解して頂き、2%が社会に定着するように、国民目線で日本銀行の政策意図を伝えるコミュニケーション政策である。

まず、第1の金融政策の緩和スタンスを伝えるコミュニケーション政策については、この政策が効果を持つ、つまり金融政策のトランスミッションメカニズムがより円滑に機能するためには、市場、国民が日本銀行の政策反応関数とその達成手段を十分理解することが重要である。この点、日本銀行の金融緩和に関する2つの表現は、以前も申し上げたが、すなわち「2年程度を念頭に2%の早期実現を目指して、マネタリーベースや長期国債保有額を2年で2倍にする」という表現と「2%を安定的に持続する

まで金融緩和を継続する」との関係が、現在でも市場、国民の間で十分理解されているとは思えない。すなわち、前者に重きを置き、例えば、2%を2年で達成可能であるかのみを尺度に、追加緩和の要否を問う論調も耳にする。

私自身は、できるだけ早期に実現することは必要ではあるが、優先されるべきは達成までの期間ではなく、2%を安定的に実現することだと思っている。そのために必要なのは、消費者、企業の行動を注視しながら持続可能な経済成長の実現を目指して、柔軟な金融政策運営をすることだと考えている。一般的に、インフレーション・ターゲティングの目標期間が2年なので、日本銀行も2年程度を念頭にできるだけ早く2%の実現を目指しているが、かといって無理をして2%を達成して、その後持続できなくなるような状況は回避しなくてはならない。また、仮に、経済・物価の基本シナリオが下振れたり、予想インフレ率が低下するような場合には、日本銀行への信認が揺るがないように躊躇することなく追加緩和をすべきと考えている。そのような状況に陥った際には、早期に2%実現を目指しつつも、企業、家計の負担が過度に重くなるようなら、2%達成に向けたスムーズな物価上昇パスと金融緩和措置を考える必要があるかもしれないと考えている。

第2に、2%の物価安定目標を国民に共感、理解して頂くためのコミュニケーション政策についてである。この政策は、インフレ率を下げる目的でインフレーション・ターゲティング、あるいは類似した枠組みを導入している欧米では、あまり意識される必要がないものだが、日本銀行はインフレ率の引き上げを目指すという、世界でもあまり例のない金融政策を実施している。インフレ率を下げるより引き上げる方が国民の理解を得にくいのは事実であるので、他の中央銀行よりも数倍の対外説明の努力が必要である。一般的に、国民は、過去15年の緩やかなデフレ時代が良い経済状況でなかったことが分かってはいても、インフレ率の上昇は生活費の上昇に直結するので困ると思う方がほとんどだと思う。従って、なぜ2%の達成が重要なのか、2%を安定的に実現した社会はどのようなものかにつ

いて、平易な言葉で分かりやすい説明が必要である。2%物価安定目標の重要性についての国民の真の理解が得られなければ、インフレ率を高めようとする日本銀行の金融緩和政策が実を結ぶことは難しいと思う。特に、来年からは消費税率の引き上げがあり、金融緩和による物価上昇効果と合わせて一時的にインフレ率は2%を超える可能性があるので、周到的なコミュニケーション政策を今から検討しておく必要があると感じている。

この点、日本銀行のホームページが多少改善されたことは歓迎するが、2%目標実現のための広報という観点からは、一般国民向けの「教えて！にちぎん」やツイッターを通じた発信内容を大幅に改善、工夫する余地があると思う。こうしたコンテンツ作りは簡単ではないので、例えば、広報専門家や外部の一般の方々の意見や支店長経由で日本各地の声を集めるなど、多くの方々からの意見を受けることが大切である。ひとたびコンテンツができれば、それを活用してわれわれや本支店の全ての職員があらゆる機会を捉えて対外的に説明していくといった努力が重要になると思う。

現在の金融緩和が期待に働きかける政策のため、市場参加者向けを中心に「自信」をもった姿勢での情報発信は確かに重要であるが、同時に、国民が抱くであろう素朴な疑問を解消するような分かりやすい、温かい言葉による説明も極めて重要だと感じている。こうした問題意識を持って私も2%の実現に向けて最善を尽くしたいと思っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について申し上げます。まず、企業の資金調達環境については、金利面、量ないし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。銀行貸出の動向についてやや詳しくみると、駆け込み後の反動が懸念された住宅ローンが10月、11月と着実に増加しているほか、中小企業向けの貸出も前年比プラスに浮上するなど底堅さが窺

われる。また、12月短観では、中小企業の資金繰り判断が1991年以来のプラスとなるなど改善しており、これは、非製造業の幅広い景況感の回復と整合的な動きと認識している。この間、広義流動性や資金循環統計の家計の金融資産残高などをみても、投資信託などで高い伸びが続いており、家計部門を中心としたより広い意味でのポートフォリオリバランスが着実に進んでいる様子が窺われる。

次に、実体経済へ影響を及ぼしうる金融市場動向について、まず長期金利は、全般に落ち着いて0.6%台で推移している。これには本行による国債買入れが効いているとみられるが、いつも申し上げているように、何かのきっかけで金利変動が大きくなるリスクは、引き続き意識しておくべきと認識している。また、為替および株式市場の動向についても、前回会合時と比べて為替は明確に円安・ドル高、あるいは円安・ユーロ高、株価は株高で推移しており、市況面からも緩和的な金融環境が維持されている。

金融政策運営に関する判断、意見を申し上げる。わが国経済は、全体として10月展望で示した見通しに沿って、物価安定目標の達成へむけて着実な歩みを進めており、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れを含め、従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営に関する情報発信についても、従来どおり、物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで量的質的緩和を継続する、そして上下両方向のリスクを点検して必要であれば調整するといった、政策反応も含めたガイダンスを維持して情報発信することが適切だと考える。

政策に関する論点を1点だけ申し上げる。米国の資産買入縮小に関し、昨日のFOMCにおいてFedは資産買入れの減額を決定して、同時に、ゼロ金利継続のガイダンスも強化した。今回の決定を受けて、株価は上昇する一方で、長期金利は総じて落ち着いて推移しており、今回のFedの情報発信によって、資産買入れの縮小とゼロ金利の引き上げは別であるという理解を市場に浸透させることに、取り敢えず成功したのではないかとみている。今回公表されたガイダンスでは、従来失業率6.5%の閾値を

変更せず、同時に2%物価目標にリンクさせるかたちで定性的に強化しており、その点良く工夫されたガイダンスであったと思う。また今回の決定は、市場にとっては、次の2つの側面が含まれていたと思う。まず1つ目は、定性的なガイダンス強化が、市場予想対比でより強く積極的なものと受け止められたこと、2つ目は、決定のタイミングが標準的な予想より若干早く、それだけ実体経済の回復が確かなものであると市場に受け止められたという2つの側面である。これらは、株式市場では、ともに株価上昇要因であるため素直に上昇した一方、債券市場にとっては、前者は金利低下要因、後者は金利上昇要因となるため、相殺されて、国債金利はさほど高まらなかったと、私自身はみている。

米国の今後の見通しは、非常に重要であるが、金融面から申し上げると、資産買入れとゼロ金利継続という2つのツールが別物として理解され、とくに後者の先行きのゼロ金利継続が、「2%物価目標を下回る限り、正当化される可能性が高い」というかたちでより強力に示されたことが、金融市場でのリスクテイクを想定以上に高めることはないか、注意してみたい。この点、既に米国のクレジット関連商品、ハイイールド債のスプレッドや各種ローンを裏付け資産とするCLOなどの証券化商品の価格やボリュームが、リーマン・ショック以前の状況に近づきつつある点は、気になる動きとしてみている。この分野に関して言えば、価格上昇のみならず信用量の拡大も伴っている可能性があり、より注意深くみていく必要があると感じている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見を私なりにまとめると、金融市場調節方針については、前回の金融市場調節方針を維持すること、すなわち「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」ことが適当という意見で一致していた。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、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」ということである。

量的・質的金融緩和の効果については、引き続きしっかりと働いているということだと思う。日本銀行による巨額の国債買入れもあって、わが国の長期金利は低位で安定しており、予想物価上昇率も全体として高まってきている状況下で、実質金利は低下方向にあると考えられる。このように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の意見が聞かれた。

この間、金融環境については緩和した状態にあるとの見方で一致していたと思う。例えば、貸出金利は既往ボトム圏で推移しており、量的な面でも、銀行貸出は前年比2%台半ばの伸び率で増加している。企業の資金繰りという点では、12月短観では中小企業でも「楽である」超となっているが、これは相当久しぶりのことである。こうした緩和的な金融環境は、企業や家計の支出行動を引き続き後押しするものと考えられる。

金融政策運営や金融環境に関してさらにご意見があればどうぞ。

#### 宮尾委員

本行の金融政策の情報発信について、追加で述べたい。白井委員は、本行の政策反応関数についてより丁寧に情報発信するオプションについておっしゃったと思うが、政策反応関数について内部で議論することは当然重要だと思うが、一方で、より具体的な政策反応関数——例えば、この経済指標に反応してこのような政策を採るとか、具体的な政策手段に関してのオプションを提示すること——については、私は、情報発信としては慎重であるべきだと考えている。むしろ、やや漠然としているかもしれないが、現在の「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」との情報発信が、1番適切だと思う。今回のFedの色々な情報発信もそうだが、具体的な情報を与え透明性を高めれば高めるほど、市場の思惑が勝手

に先走り、結局将来のわれわれの政策の柔軟性を損なうことになる。透明性と柔軟性のトレードオフの問題が常に出てくるということが、これまでの一連の経験からの重要な教訓だと思っている。白井委員がどの程度の情報発信を念頭に置いておられるのか分からないが、色々な将来の可能性が考えられるので、あまり将来のことを限定するような情報発信、不要な思惑を増幅するような情報発信は、できるだけ避けるべきだと思っている。

#### 白井委員

多分に誤解がある。私が言いたいのは、以前から申し上げているように、時間軸についての 2 つの表現が十分浸透していないことを懸念しているということである。2 年で 2% に向けて最善を尽くすことは当然だが、物価上昇に対する家計の反応や企業の価格転嫁の度合いをみながら、持続性を伴って安定的に 2% を実現することが難しくなるようなことはしてはならないが、「2 年程度を念頭に 2%」と「2% を安定的に持続する」の 2 つの表現について、まだ十分には理解が浸透していない。岩田副総裁もおっしゃったが、一部の人達がカレンダーベースと思い込んでいるように誤解がある。黒田議長は、数週間前の講演で 2015 年以降のグラフを伸ばされたが、4 月 4 日の公表文に書いてあるように、「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」と言っているので、必要があれば対応するということをお示ししたかったのだと思う。それはそれで 1 つの説明として受け止められたと思っている。私は、何でもかんでもクリアにしようと言っている訳ではなく、われわれの趣旨は 2% を安定的に実現するところにある、早く実現したいが安定的に実現することがポイントであるということ、もう少しお伝えした方が良くはないかということである。また、来年 4~6 月は消費税率引き上げで落ち込むのは当然だが、それに関して日銀の金融政策に対する見方が、マイナスになれば即金融緩和とみている人もいるので、四半期ごとの数値は言えないまでも、われわれのベースラインは、4~6 月は落ち込むが緩やかに上がっていくというものであり、このベースシナリオ

が大きく下振れたり、インフレ期待が下がっていくようなこと——黒田議長がおっしゃっている下振れはそういうことだと思う——があれば信認が低下してしまうので、そのような場合には、躊躇せずに金融緩和を実行するという政策反応関数を、もう少し丁寧に説明すれば良いのではないかと申し上げた。

#### 宮尾委員

まさにその点で、例えば、予想インフレ率が下振れたら追加の政策を採るという具体的なより踏み込んだ情報発信をすると、それでは予想インフレ率は何をみるのかというように、どんどん議論が深まってしまう。

#### 白井委員

そこは、私が個人的にどのような段階で政策を採るかということであって、総裁や皆さんがということではない。インフレ期待には色々な指標があるので、私は具体的にお話ししている訳ではなく、例えば、あらゆる指標がドーンと下がっている時にそのまま放置するのかと言われたら、それはやはりアクションを考えるべきであるということを申し上げた。これは state-contingent であり、今は、「2%を安定的に」という文言が良いと思うが、もう少し先になれば、2003年のQEの時に明確化したように、何らかのもう少しクリアな追加情報は必要だと思うが、今それが必要だとは全く思っていない。

#### 石田委員

私は、建設的な曖昧さが必要だと思う。例えば、「ドーンと下がったら対応する」といっても、ドーンと下がった時にどのような理由で下がったのかによってわれわれの反応は変わってくる。そこについて予断を持たせて単純に考えさせるのは拙いと思う。そういう意味で、私はあまり細かくすることは反対である。

## 木内委員

その通りだと思う。ここ数カ月の欧米の動きをみると、結局は市場の期待に応えるかたちでより明確な数値を出して、結局それに縛られてより混乱するということが、米国でも英国でもあった。数値を示すことで市場の期待を一時的にコントロールすることができるかもしれないが、結果的には、コミュニケーションが上手くいかないということが、米国でも英国でも起こっている。こういうことからすると、条件を数値で明確に示すことはリスクが高く、いくら市場にそのような期待があったとしても、曖昧さを残して総合判断ということを維持しなければならないと思う。

## 佐藤委員

先程、コミュニケーションに関する考えを何点か申し上げたが追加したい。毎回の金融政策決定会合後の対外公表文の中で、「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」と言ってきているが、この「必要な調整」に関して、世間一般では下方向のリスクと受け止められていると思う。「上下双方向」と言うからには、上振れ方向のリスクもある。それは取りも直さず金融不均衡の蓄積、平たく言えばバブルということだと思う。足もと私が懸念しているのは、貸出約定平均金利が新規で1%を割り込んでいるが、調達コストをゼロと考えて単純に100社に同じ金額を貸せば、1社潰れれば利益が全部吹っ飛ぶという状況になっている。この金利低下には、仮に、信用リスクが顕在化した時には、金融システムを非常に脆弱にするリスクもある。日本銀行法で、われわれは物価の安定と同時に金融システムの安定にも配慮することになっているので、その点では上振れ方向のリスクに関しても、同様に警戒を怠らないことが必要だと思う。対外的な情報発信の仕方として、下振れリスクがあれば躊躇なく緩和するということはある意味では当然であるが、「上下双方向のリスクに対して必要な調整を行う」と言った時には、下振れリスクに対してだけ躊躇なく緩和をすることだけでは、バランスを欠いているのではないかという気がしている。上振れリスクにも言及して、世間一般の受け止め方の balan

スを取る——世間の受け止め方をコントロールすると言うと語弊があるかもしれないが——必要があるのではないかと思う。なぜこのようなことを申し上げるかという、これだけ追加緩和期待が海外で蔓延している中で、仮に、市場の期待に応じて追加緩和を実施するとなった場合、先程木内委員からも指摘があったように、金融政策が市場に支配されてしまうことになる。確かアラン・ブラインダーの金融政策の教科書にあったと思うが、自分の尻尾を追う犬になってしまい、悪い循環にはまり込んでしまうリスクがあるということを懸念している。対外的なコミュニケーションに関しては、「躊躇なく緩和」と言う場合には気をつけた方が良いのではないかと思う。

#### 白井委員

先程、議事要旨に関して意見があったので、私の意見を申し上げたい。私は、就任する前に、日本銀行の考え方をみるために新聞に書かれている総裁の発言等をみていた。学者の時にそれらを読んでいて、そこには大勢の意見が書かれているが、正直言って、「どうしてこのように考えるのか、こっちの考えもあるのではないか、これは楽観的ではないか、他の意見はなかったのか」と思うことがしばしばあった。だからこそ、マイナーかもしれないが他にどのような意見があったのかを、議事要旨——総裁の記者会見でなくても構わないが——で書いていくことも大事だと思っている。書き方は工夫の余地があると思う。例えば、F e d の場合では、大勢意見に対し、「これに反対する意見として、①…、②…、③…」というように簡潔にまとめたりすることがある。そのようなまとめ方もあると思うので、工夫の余地はあると思うが、大勢とは違う意見も相応に書いていった方が良いと思う。

#### 石田委員

私が最初に申し上げたことに関連するので一言申し上げたい。私も申し上げたように、少数意見も必要だと思う。ただ、皆さんの少数意見を、「俺

の意見も書け」と全部載せていると議事録になってしまう。全体的なバランスを持って書くということであれば、事務局にある程度任せて、バランスを取ってもらってはどうかと思う。少数意見を書いても結構だが、個別に「これを載せろ、あれを載せろ」となると切りがないと思う。そういうことを言いたかった。

#### 森本委員

コミュニケーション方策に絡んで議事要旨の話が出ているが、議論の身をよく知ってもらうのは基本だが、一方で、議事要旨では、木の幹をみてもらうことが大事で、そこに枝が多くなってくるとどうしてもみえにくくなっていく。そこはバランスをしっかり重視して、国民の皆様に理解して頂くことが大事だと思う。

#### 中曾副総裁

私自身、執行部でもあるので、その立場から申し上げますと、議事要旨は日本銀行の政策意図を世の中に伝えていくための非常に大事な媒体の1つである。政策委員会の議論を経て形成された幹あるいは総意を、正確に、過不足なく、描写して伝えていくことが趣旨である。議論の細かな経緯や個々の委員の見解を詳細に説明することではないと思う。ただ、何人かの委員も指摘されたとおり、総意が形成されるプロセス、流れを書くことは日本銀行の思考回路をよく理解して頂くうえでは必要なことだと思うので、結局は、バランスの問題だと思う。私自身、執行部でもあるので、今日の議論も十分踏まえて議事要旨を作成していきたいと思う。

#### 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く。まず、小泉進次郎内閣府大臣政務官からお願いします。

小泉内閣府大臣政務官

内閣府の出席者として発言させて頂く。景気認識として、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、輸出が持ち直しに向かい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。政府の取組みについては、成長戦略の加速・強化に取り組んできたが、前の臨時国会において「産業競争力強化法案」、「国家戦略特別区域法案」等の成長戦略関連法案が成立した。これらの法律に基づく取組みを着実に具体化し、日本経済の成長力強化を図っていく。

12月5日に、「好循環実現のための経済対策」を閣議決定した。この経済対策は、来年4月からの消費税率の引き上げの影響緩和と、経済の成長力の底上げによる成長軌道への早期復帰を目的としたものである。財源については、新規国債の増発に頼ることなく、税収の自然増や剰余金等で5兆円を上回る規模を確保した。本経済対策の予算措置による経済効果として、実質GDP比概ね1%程度、雇用創出25万人程度と見込んでいる。この対策の効果を含め、来年度の政府経済見通しを明日閣議了解する予定である。

12月12日には、「平成26年度予算編成の基本方針」を閣議決定した。この基本方針では、デフレ脱却・経済再生と財政健全化の好循環を達成していくことを目指し、社会保障をはじめとする義務的経費等を含め、聖域なく予算を抜本的に見直したうえで、経済成長に資する施策に重点化を図ることとしている。この基本方針を踏まえ、平成26年度予算政府案を編成していく。また、政労使会議等の議論を踏まえ、既定の25兆円程度の復興財源を確保することを前提に、復興特別法人税を1年前倒しで廃止することを決定した。足もとの企業収益を賃金の上昇に繋げていくきっかけとすることにより、経済の好循環を実現していく。

わが国の経済はデフレ状況ではなくなりつつあるが、デフレ脱却は道半ばであり、物価の動向や海外景気の下振れによる景気下押しリスクについて、十分注視していく必要がある。日本銀行には、2%の物価安定目標の

実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。以上である。

黒田議長

浅川雅嗣財務省大臣官房総括審議官お願いします。

浅川財務省大臣官房総括審議官

日本経済は、4 四半期連続でプラス成長となるなど着実に上向いてきていると思う。ただ、デフレ脱却は、今小泉内閣府大臣政務官からもご発言があったが、未だ道半ばであり、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、本年10月に策定した「経済政策パッケージ」の一部として、復興特別法人税の前倒し廃止を含む国費ベースで5.5兆円の「好循環実現のための経済対策」を決定し、その実施のための平成25年度補正予算を編成したところである。

本経済対策と併せて、設備投資減税を含む1兆円規模の税制措置、政労使の連携等の取組みを進めることにより、消費税率引き上げの影響を緩和するとともに経済の成長軌道への早期復帰を確かなものにしていく。

平成26年度予算については、「平成26年度予算編成の基本方針」を閣議決定したが、これも先程小泉内閣府大臣政務官からご発言があったとおりである。こうした取組みにより、一般会計の当初予算において4兆円を上回る基礎的財政収支の改善を図ると同時に、新規国債発行額についても平成25年度を下回るよう最大限努力することとしており、メリハリの利いた質の高い予算とするべく、12月24日の概算閣議に向けて予算編成を進めていく。

平成26年度の税制改正については、民間投資・消費の活性化のためのさらなる措置に加え、車体課税の見直し等を含む「平成26年度税制改正大綱」が与党において12月12日に取りまとめられたところである。政府においても、この与党税制改正大綱を踏まえ、法案の準備等に取り組んで

いく。

「日本再興戦略」の実行を加速・強化する観点からは、前臨時国会において、「産業競争力強化法」、「国家戦略特区法」など、9本の関連法案を成立させたところである。また、「金融・資本市場活性化有識者会合」においては、豊富な家計資金を有効に活用し、日本経済の活性化に繋げていくための施策について提言が12月13日に取りまとめられた。

こうした一連の施策により、経済の成長力の底上げを図るとともに、社会保障の充実・安定化および財政健全化を進めていきたい。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。木内委員どうぞ。

木内委員

対外公表文の6の部分だが、従来と同じ文言で修正文案の議案を提出させて頂く。考え方も変わっていない。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

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

内田企画局長

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

続いて、対外公表文の議長案である。「2013 年 12 月 20 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。②ETF 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。③CP 等、社債等について、本年末にそれぞれ 2.2 兆円、3.2 兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体として緩やかに持ち直している。そうしたもとで、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直している。公共投資は増加を続けており、住宅投資も増加している。個人消費は、雇用・所得環境が改善するなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。企業の業況感は、広がりを伴いつつ改善を続けている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、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、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、当面、プラス幅を拡大するとみられる。5. リスク要因をみると、欧州債務問題の今後の展開、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 6. の部分である。読み上げさせて頂く。「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。

公表文案について若干申し上げる。変更点は、3. と 4. だけである。1.、2.、5.、6. については変わっていない。3. については全体の評価は「景気は、緩やかに回復している」ということで変わっていない。海外経済については、先程、佐藤委員からご指摘あったが、前回引き上げているので、今回に関しては前回と全く同じ表現にしている。以下、月報で昨日申し上げたとおりだが、個人消費について、「雇用・所得環境が改善するなかで」と若干引き上げている。それから、短観月なので「企業の業況感は、広がりに伴いつつ改善を続けている」を入れている。消費者物価について、前回は「0%台後半」としていたが、今回は「1%程度」としている。4. については、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動」を入れている。先行きの物価については、「当面、プラス幅を拡大するとみられる」という表現に変えている。以上が変更点である。

黒田議長

ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。特にご意見がなければ、まず最初に金融市場調節方針、その後に木内委員案も含め、対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時40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ます。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決の採決をお願いする。

[木内委員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：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

木内委員案に関する注だが、前回と同じであるので配付は省略し、読み上げだけさせて頂く。「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。それでは、最終案が纏まった。対外公表文に関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48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。また木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（11月20、21日開催分）および2014年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

黒田議長

最後に、11月20、21日に開催された決定会合の議事要旨および2014年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案および日程案についてご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（11月20、21日開催分）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

[2014年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の議案  
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。議事要旨案、開催予定日日程案いずれも賛成  
9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨および日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨は 26  
日木曜日 8 時 50 分に対外公表する予定である。また日程は本日の会合終  
了後速やかに公表することとする。

## VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、来年1月21、22日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いします。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11時57分である。

黒田議長

以上のおり解禁時刻が11時57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52分閉会)

以 上