

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年1月21日（14:00～16:36）

1月22日（9:00～12:15）

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（21日）
	古川禎久	財務副大臣（22日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（21日）
	西村康稔	内閣府副大臣（22日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

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

## 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、中間評価を含めた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、昨年12月19、20日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は、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

初めに、金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表3で年末のバランスシート見通しと実績とを比べると、ほぼ見通しどおりの着地となっている。買入国債の平均残存期間は7.4年と、こちらもほぼ見通しどおりである。CPについても年末のオペ金額をかなり増やし、

また残高から抜けた金額もほぼ予想どおりとなったので、四捨五入ではほぼ見通しどおりの着地となった。なお、銀行券が、年末 88 兆円の見通しに対し実際の着地は 90 兆円、前年比 4%増と、銀行券の強さがやや目立ったところである。先行きについては、1 月は大量の税揚げを主因とする大幅な資金不足月であるため、マネタリーベースは、1 月末は 12 月末との対比で、一旦僅かながら減少する可能性が高いとみている。

図表 4 の短期金利をご覧頂くと、短期国債の金利は、このところ 0.05 ~0.06%の間で推移している。本行は、1 月入り後、先行きのオペのフィジビリティも意識しながら、例えば、1 月 14 日のオペでは 2.5 兆円の短期国債を買入れている。このような巨額の買入れも意識され、短期国債金利は、元の 0.1%近傍にはなかなか戻りにくくなっているが、0.05%を割り込むようなこともなく、足もとでは比較的安定して推移している。今後の経緯を見守っていきたいと思う。

図表 5 で前回会合以降の金融市場の特徴として、長期金利、株価、ドル/円ともに、昨年 12 月中は金利上昇、株高、円安・ドル高が一旦進み、年明け後は逆方向に戻す展開をたどっている。最近のピークは日経平均が 12 月末の 16,291 円、長期金利も 12 月末で 0.74%で、いずれも年明け後は下落に転じている。結果的に、それぞれの水準は 12 月会合とほぼ同水準となっている。まず、海外金利であるが、こちらも前回会合以降、年末にかけて米欧とも長期金利は上昇し、年明け後は下落に転じる展開となり、結局、足もとでは 12 月会合とほぼ同水準となっている。日本の長期金利は、米欧の長期金利と同様、昨年末にかけて上昇し、年明け後は再び低下する展開をたどり、足もとの水準は 12 月会合とほぼ同水準の 0.6%台である。この結果、内外金利差は、総じて横ばい圏内の推移となっている。この間、昨年 12 月 24 日には来年度の国債発行計画が公表され、2 年債の若干の発行減と 30 年債の若干の発行増などが発表されたが、市場に特に大きなインパクトは与えなかったように思われる。

図表 6 は政策金利関連である。まず、米国では、F e d の資産買入れの先行きの減少テンポ、すなわち tapering のテンポについて、マーケット

では、昨年12月のFOMCでの削減額は100億ドル、その際 measured steps という文言が使われたことを受けて、今後、毎回のFOMCで100億ドルずつ削減され、あと7回の会合で tapering が終了するという期待がマーケットにはほぼ織り込まれていると思う。この結果、資産買入終了時期に関するマーケットの見方は、多くが本年第4四半期に終了する見方となっている。(2)のFF金先レートは、12月FOMC以降、市場の予想する利上げ時期は若干前倒しになっているように見受けられるが、例えば昨年9月と比べると、変動幅はかなり小さくなっており、市場は tapering のイニシャルショックを一応消化し、また Fed による tapering と利上げを切り離そうとするフォワードガイダンスの情報発信も、ある程度は効いているように見受けられる。

次に、図表7をご覧頂きたい。まず欧州であるが、このところ、引き続きEONIAなどの短期金利がじわじわと上昇傾向をたどっている。この背景としては、季節的要因など様々なテクニカル要因も指摘されているが、決定的な説明がある訳ではない。もっとも、ドイツ経済の改善が続いていることや欧州周縁国のスプレッド縮小が示すように、周縁国を含めるとユーロエリア経済が全体としては改善している中で、ECBが直ちに何らかの追加緩和策に踏み切る可能性が減ったのではないかといった市場の見方も背景にあるように思う。これに対して、ECB首脳は、足もとのデフインフレ傾向が続いていることを踏まえて、何らかの緩和を行うことは引き続き可能であるといった口先介入を続けることで、フォワードガイダンスの有効性を維持し、金利上昇を牽制する構図になっているように思う。図表7(3)は中国の短期金利であるが、中国人民銀行は短期の資金供給を行っているアナウンスしているが、特に1か月物の金利や国債の金利は、引き続き強含む傾向にあり、マーケットには当局による金融引締め観測が根強く残っていると見受けられる。

図表11の株価であるが、前回12月の決定会合以降、本邦株価は年末にかけて上昇し、本年入り後は調整するという推移を概ねたどっている。日経平均株価のピークは12月末で16,291円であったが、その後は下落に転

じ、1月9日以降は16,000円台を割り込んで推移している。昨年末にかけて上昇し本年入り後は調整という姿は、米国株価も同様ではあるが、日経平均については特に顕著である。この間、欧州の株価は、総じて堅調な推移を続けていると言えるように思う。(2)のエマージング諸国の株価は、インドに続きインドネシアでも、足もとでは引締め策などが好感され、株価に若干あく抜け感が出ているように思う。他方、中国株が年初来弱めの展開をたどっていることも最近の特徴である。足もとの中国株の弱さについては、実体経済面で大きなサプライズがある訳ではない中、ややパズリングな部分もあるが、マーケットでは、例えば一部の経済指標が弱めであったことや、株式の発行増による供給圧力、シャドーバンキング問題などが取り上げられることが多いように思う。ただ、あまり決定的なものではないが、先程申し上げたような中国当局による金融引締め懸念も背景にはあるように思う。本日、中国当局は短期の資金供給を行ったと公表しているが、これを受けて、本日の上海株は上昇しているので、中国株の下落の一因にはやはり引締め懸念が底流にあったように思われる。

図表12(1)の本邦株価については、昨年末にかけての上昇と本年入り後の調整の動きが日経平均で特に顕著であるということが最近の特徴である。他方、TOPIXの変化幅はあまり大きくなく、東証マザーズなどは年明け後も堅調であり、昨日はリーマン・ショック後の高値を更新している。この傾向は、(2)のN/T比率からも明らかであり、昨年12月の決定会合以降、N/T倍率が急激に上昇し、年明け後は逆に急低下する展開をたどっている。これはまさにTOPIXが比較的緩やかに推移する中で、日経平均の振れが大きかったことを示している。この背景としては、日経平均とドル/円レートの相関に注目して取引を行う外国人投資家の存在が挙げられるように思う。

図表13の各国の株価騰落率をご覧頂くと、前回会合以降でみると先程申し上げたように、インドに続きインドネシアの株価にも足もとではあく抜け感がでてきている。この後、ドイツや英国といった欧州の株価も堅調である。この間、政情不安となっているトルコや、中国といったところの株価

が弱いことが、前回会合以降の特徴である。

図表 14 の為替レートだが、主要通貨では、先程申し上げたドル／円は年末にかけて円安・ドル高が進んだ後、年明け後は戻しており、総じてみれば、現在の水準は 12 月会合時とほぼ同水準である。(2) のエマージング通貨は、インドルピーはあく抜け感から引き続き堅調であるが、足もとでは南アフリカランド、政情がやや不安定化しているトルコリラといったところの下落が目立っている。図表 15 は、最近また連関が強くなっているドル／円レートと日経平均の関係である。このように相関が再び強くなっていることが、日経平均とドル／円の昨年末、年明け後の動きの一因となっていたように思われる。

以上申し上げたように、前回会合以降、マーケットは年末にかけて金利・株価上昇、年明け後に調整という動きをたどったが、均してみれば前回決定会合からずっと横ばい圏内である。この間、米国の tapering のイニシャルショックはそれなりに市場に消化された。その意味ではひと山越えた面はあろうかと思う。この間、市場のリスクアペタイトも方向としては改善の方向にあると思う。これが、足もとでは主に先進国のミドルリスクのアセット、典型的には欧州の株式や欧州周縁国の国債、米国の社債等デット物などに向かっているように見受けられる。この間の地政学的リスクも、トルコやタイなど限定的なものにとどまったことで、新興国のあく抜けした国の資産を選別的に買っていく動きがみられるように思う。このようなマーケットのリスクアペタイトが今後どのような方向に向かっていくのか、引き続きマーケットの動向を注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

短国と長国の利回りの関係について、今まで短期国債はボラタイルに動

き、特に昨年9月以降は変動が大きかったが、一方で、長期国債の利回りはその影響をそれほど受けずに比較的安定してきたと思う。銀行は担保ニーズとして短期国債をかなり利用していると思うが、さらに短期国債を買い進めていき短期国債の利回りがあまり下がり過ぎると、長期国債の短いところの例えば2年債を担保として活用しようというようなことが起こらないのだろうか。そうすると、短期国債の利回り低下に引っ張られて長期国債の利回りも短いところから下がり、短いところが下がればもう少し長いところも下がっていくというかたちで、今まで比較的独立していた両者が連動して下がっていく、あるいは短期国債のボラティリティがもっと長い長期国債の方に波及していき、今までよりも長期金利のボラティリティが上がる一因になってくるようなことはないのだろうかと考えている。そのようなリスクについては、どのようにみているか。

#### 山岡金融市場局長

木内委員がおっしゃるとおり、短期国債は固定的な需要があるので、マーケットのサイズはみかけほど大きくない。どうしても担保に必要であったり、どうしても持たなければならない外国中央銀行などの需要があるので、少ない短期国債を取り合う局面になることがある。そういう時には、レートが振れやすく、特に下がりやすいということがあろうかと思う。担保需要については、木内委員のおっしゃるような動きは限界的にはある。つまり、短期国債レートが下がり過ぎてしまったために、担保ニーズとしては割引債の方が利付債よりも利札の扱いからみて簡便で便利であるが、それでも利付債を担保に使えば良いという動きは限界的にはある。ただ、今の段階ではそれはまだ限界的である。さらにレートを叩いていくとそのような動きは広がっていくかもしれない。特に、国債の短期ゾーンについては、低下圧力になると思うが、ボラティリティを高めるまでの要因になるかどうかは分からない。ただ、レートの低下要因になることは、方向としてはおっしゃるとおりだろうと思う。

木内委員

短期国債の3か月や6か月物と2年債の裁定が強まるとすれば、短期国債のボラティリティが波及することはあり得るということか。

山岡金融市場局長

例えば、短期国債のレートが上がった時に、利付債の代わりに短期国債を担保に使うという話になる訳であるが、その時に利付債のレートが上がるかということ、上の方は歯止めがかかると思う。短期国債と同じような意味で利付債のボラティリティが高まるかということ、必ずしもそうではないかもしれないと思う。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済、国際金融の現状評価について、資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1のグローバル製造業PMI生産指数は、12月は55.3と11月対比で僅かに改善した。フランスを除くユーロ圏や米国は持ち直したものの、中国、中東欧等が低下し、打ち消し合った格好となっている。

米国経済は、家計部門、企業部門ともに大きく弾みがついている訳ではないが、裾野を広げながら堅調な回復の道程をたどっているとみている。消費や住宅関連指標については、サンクスギビングが例年よりも遅かったことや、12月以降、歴史的な低温に見舞われていることが基調の強さを読みづらくしている面はあるが、全体としては緩やかな回復途上にあるとの判断で良いと思う。12月のデータが明らかになっているところでは、自動車販売が年率1,565万台と反落したものの、小売売上高は自動車、ガソリン、建築資材を除くベースで、前月比+0.7%の増加と堅調な伸びを



記録した。消費者コンフィデンスは、コンファレンス・ボード指数、ミシガン大学指数ともに概ね改善している。一方、雇用統計であるが、12月の非農業部門雇用者数は7.4万人の増加にとどまった。しかし、第1に、11月の計数が大幅に上方改訂されたほか、第2に、建設や娯楽・宿泊等寒波の影響を受けやすい部門の雇用が鈍っている一方で、小売等天候に左右されにくい部門の雇用者はしっかりと増加していることから、基本的には一時的な停滞とみられる。また、失業率は6.7%まで低下したが、労働参加率の低下によるものであり、労働市場の改善を示すものではない。なお、緊急失業給付は昨年末に打ち切られたが、この受給者は135万人、労働力人口の0.8%存在しており、今後、労働参加率や失業率にどのような影響を与えるか注目される場所である。12月のISM非製造業指数は、新規受注が2009年7月以来の50割れとなるなどして幾分低下し53.0となったが、製造業指数の方は、生産や新規受注が高水準を維持したことから、全体でも57.0と高めの水準となり、改善傾向を続けている。12月の生産は前月比+0.3%の増加となり、第4四半期をまとめてみると、前期比+1.7%の増加と、2010年第2四半期以来の伸び率となった。設備投資の動向をみると、非国防資本財（除く航空機）の受注は、前月比+4.1%と比較的高めの伸びとなった。設備投資の復調がハードデータで明確になってきたとはなお言いがたいが、非居住用民間建設支出が昨年第1四半期に大幅低下して以降は着実に盛り返してきていることや、資本財の輸入が輸入増加への寄与度を僅かながら高めてきていることなど、持ち直しを示唆する指標も多くなっている。

図表3のユーロ圏経済であるが、第3四半期のGDP成長率が前期比+0.5%の増加と幾分上方修正となった。第4四半期の計数は未発表であるが、ドイツについては速報で前期比+0.25%の増加と公表されている。ユーロ圏では、市場の落ち着きとともに、消費者や企業のコンフィデンスが改善し、11月の小売売上数量が反動増もあり前月比+1.4%と大きめに増加したほか、12月の新車登録台数もフランスのVAT引き上げ前の駆け込みも手伝い、前月比+5.2%と大きく増加した。また、11月の鉱工業

生産も前月比+1.8%と大きめに増加するなど、輸送機械を中心に、底入れ後緩やかな持ち直し基調を維持していることが確認された。輸出は、11月は前月比-0.2%の減少となったが、均してみれば底入れしていると思う。一方、サービスの前年比低下が寄与し、12月のH I C P総合の前年比は+0.8%、コアベースの前年比は+0.9%と伸び率を低下させた。前月のパッケージ旅行の増加の反動減やドイツの基準改定に伴う嵩上げの剥落が主因である。欧州の周縁国国債利回りは軒並み大きく低下した。1月9日、ポルトガルが8か月振りに国内債発行に成功したほか、ギリシャの財務大臣は、本年下期に5年債を発行する可能性に言及した。また、1月16日に起債したスペインの利回りは、欧州債務危機勃発前の水準にまで低下した。さらに1月17日、アイルランドの格付けが大手3社とも投資適格に復した。

図表5の中国経済であるが、昨年第4四半期のGDP成長率は、前年比+7.7%、2013年を通しても+7.7%、12月の鉱工業生産は前年比+9.7%、小売売上高は前年比+13.6%と、従来からのトレンドにほぼ収まったが、固定資産投資は12月+17.0%と11月の+18.2%からやや大きめに伸び率を低下させた。もっとも、12月は伸び率が低下する傾向があり、今後様子をみたいと考えている。この間、日本の会計検査院のような組織である審計署が、昨年12月30日に全国政府性債務審計結果を公表し、注目されていた地方政府性債務の残高は、偶発債務も含めて昨年6月末で17.9兆円と、2010年末時点から67%増加していることが判明した。残高自体は予想を超えるものではないが、対応策として、地方政府の起債解禁やシャドーバンキングセクターへの監視強化等の対応策が取り沙汰されており、昨年末以降みられている人民銀行のややきつめの調節規制と併せ、当局が過剰債務問題に真摯に対応しようとの姿勢が鮮明となっている。今後、実体経済への影響を最小化しつつ、地方政府の債務を維持可能なものとすることができるか注目されるところである。

韓国・台湾は、仕向け別には米国、中国向け、財別には素材、ITを中心に輸出、つれて生産が上向いてきている。特にPMIをみると、生産・

輸出受注ともに、素材、IT関連を中心とした台湾の復調振りが際立っている。韓国・台湾では小売指数も上向いてきている。一方、ASEANであるが、インドネシアの輸出や内需がルピア安や各種政策効果もあって比較的底堅く推移してきている一方で、昨年初以降、政策打ち切り等で内需の冷え込みに苦吟していたタイでは、12月以降、政情不安が観光や消費者心理にも大きな影を落とし始めている。

国際金融市場は、昨年12月のFOMCで資産買入縮小が決定されたのち、米国経済の順調な回復を見込み、米国の債券市場ではショートポジション、株式為替市場ではロングポジションの造成が進捗し、他の先進国でもそれにつれた動きとなっていたが、1月10日の雇用統計の公表で、そうしたポジションを幾分調整する動きがみられた。新興国市場では、均してみれば昨年12月のFOMC後も通貨、株式ともに弱い動きが続いており、これを雇用統計で幾分戻す展開となったが、昨年5～6月のような大きな資金流出はみられなかった。もっとも、投資家の選別は強まっており、特に政情不安のあるトルコ、タイの通貨、株価は大きく下落した。

以上の情勢に鑑み、海外経済の現状評価を「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」から「一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある」へと引き上げることが適当と判断した。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

佐藤委員

中国であるが、昨年からの金融規制絡みの動きについてお伺いしたい。11月下旬に銀監会がインターバンク業務の規制を進めていることが明らかになり、12月下旬にはシャドバンキングの監督管理方針を明確化するという情報——これがオフィシャルなものかどうか分からないが——が出てきているが、中国当局が、バンキングあるいはシャドバンキング

における過剰融資、あるいは不均衡の蓄積に関して本格的に見直し、規制に乗り出したのではないかといった見方があると思う。足もとのマーケットの反応をみていると、先程の金融市場局の報告にもあったが、中国の短期金利が上昇していたり、I C B Cだったと思うが系列のピークルが出している高利回りの商品の元本保証をしないといったような話が出てきている。色々な見方があると思うが、一説には、日本のバブル崩壊前後の貸出の総量規制のようなことをやっているのではないか、あるいは系列の理財商品のデフォルト懸念に関してはパリバ・ショックに似ているのではないかというような色々な見方があると思う。この辺の足もとの評価や先行きの金融規制が实体经济に及ぼす影響について、見解があればお願いしたい。

外山国際局長

佐藤委員ご指摘のとおりシャドーバンキング問題、地方政府の債務問題については、前々から問題として指摘されており、昨年末にその結果が公表されたことで、対応に本腰を入れてくるということだろうと思う。これまでのところ明らかになった規制は、これまで言われていたところからはみ出るものではなく、予想されていた範囲内での対応であった。具体的に肉付けをしていくのはこれからなので、どのようなペースで、あるいはどの程度の強さを持ってこの問題の対応に乗り出すかは、まだ不透明である。さは然りながら、特に人民銀行は、不動産投資の急速な増加にも非常に危機感を持っており、人民元貸出以外のシャドーバンキングセクターの役割に対して一定の評価はしているが、行き過ぎ、あるいはスピードが速すぎるとみているものについて直接介入に乗り出すことで、年末以降、マーケットを少し引締め気味に運営しているのもその表れだろうと思っている。マーケットはそういった当局の姿勢をみて、多少過剰反応しているところもあると思うが、昨日、本日と流動性供給を再開したということもあるので、当局もあまり行き過ぎないペースで是正していくということだと思う。北京事務所を通して 聞いているところでは、必ずしもデレバレッジ

ングを急速にやろうとしているということではなく、レバレッジの急速な増加を少しなだらかなペースにしていくといった程度の調整をやっていきたいということであり、そのために色々な方策が導入されるのであれば、実体経済へのネガティブなインパクトは最小限に抑えられていくと思う。ただ、当局も未経験だと思うので、どうしても、やりながらさじ加減を小刻みに変えていくといったやり方になるのではないかと思っている。

佐藤委員

理財商品のデフォルト懸念があるが、これはどのようにみておけば良いか。

外山国際局長

これは特定の案件と理解している。事務所を通して調査したところでは、I C B Cが販売していた信託商品、特に中誠信託が募集した高利回りの投資商品 30 億元程度が、1 月 31 日の償還日を前にデフォルトするかもしれないといった噂がマーケットで飛んでいるが、中誠信託におけるこの商品のウエイトと、これをデフォルトさせた場合の中誠信託全体へのレピュテーションリスクからすると、元本・利息を全て保証するかどうかは分からないが、何らかのかたちで中誠信託自身がロスを被りマーケットの動揺を防いでくるのではないかというのが、現在取り沙汰されている対応と聞いている。もしそうであれば、マーケット全体への大きな広がりにはならないと思う。

佐藤委員

これは個別性の強い話とみておいて良いか。それとも、今後何らかの連鎖が起こる予兆のようなものと慎重にみておいた方が良いか。

## 外山国際局長

先程申し上げたようなリスク管理、シャドーバンキング全体へのコントロールといったものが、どのようなペースで進んでいくかにもよりますが、同じような問題を抱えた理財商品、ないし信託、社債といったもの——これらがどの程度あるかと言われてもなかなか分からない——が、これだけにとどまるということはないのだろうと思う。問題の本質としては、企業セクター、地方政府のオーバーボローイングに端を発しているので、その中で不良債権化するものが今後表面化するのは避けられないと思う。どのようなペースで、誰がどのようにお金を出して処理していくのかは、問題の出方をみながら当局自身がコントロールしつつ決めていくことだと思う。一気に問題解決には至らないかもしれないが、ソフトランディングのかたちで、緩やかに問題解決を図っていくのではないかというのが、今のところの見方である。

## 白井委員

その関連で、図表 5 (5) で中国のM2 が 13.6%と下がってきて、社会融資総量が 17~18%程度で、この差がある種のシャドーバンク的なものの解釈で良いのか。

シャドーバンクも色々あると思うが、理財商品はかなり短期で6か月以内がほとんどであると聞いている。その一方、商業銀行が短期で銀行間市場から資金調達し、やや長期のシャドーバンクのところに投資しているという話も聞く。色々な商品があると思うが、中小企業——地方政府もそうであるが——が商業銀行からなかなか借りられないので、その資金調達先になっているとも聞いている。シャドーバンキングは、そのような資金のミスマッチを改善する方向に、どの程度寄与しているのか。

もう1点は、インド、インドネシアについてであるが、図表 7-2 (5) の個別国の通貨をみると、インドネシアは5月からみると大きな下落であるが、12月以降はインド同様下落がとまり、先程の金融市場局の資料の株価をみると、インドネシアは急激に上昇している。この上昇については、

ニッケルの輸出を禁止したことも工業化にプラスになるからという話も聞くが、いずれにせよインド、インドネシアはどちらも今は状況が良い。つい最近までは、インドは中央銀行の様々な政策から経常収支も改善していたが、それに比べてインドネシアは遅れているという差別化があったように思うが、このところの状況を見るとあまり差がなくなっている。個人的には、ファンダメンタルズはインドネシアの方が良いと思っている。その理由は、インドもインドネシアも潜在成長率は大体6%前後——推計にもよるが——で同程度であるが、インドは今それよりも低い成長で、インドネシアはトレンド成長並みである。しかもここ4~5年のトレンドを見ると、インドは潜在成長率が落ちたのに、インドネシアは上がった。固定資産投資のGDP比も、インドはここ3年位ずっと落ちてきたが、インドネシアは少なくとも上がってきている。民間貸出のGDP比率の伸びがここ数年インドの方が大きかったが、経常収支赤字や財政収支の対名目GDP比率はインドネシアの方が良かったと思う。個人的には、最近までの投資家の差別化で、インドネシアに対して厳しい見方をしていると思っていた。先日、シンガポールで投資家やエコノミストと議論したら、インドネシアに関しては全く心配していないという声が多く、むしろASEANの最大のリスクは政治リスクだと言っていた。このように、現地でもインドネシアについてはあまり心配していないという声があった。昨今のインドネシアとインドに対する市場の評価は、そういった点が反映されたものなのか、あるいは一時的なものなのか。意見があれば教えて頂きたい。

#### 外山国際局長

まず、シャドバンキングセクターは人民元貸出以外の信用ツールなので、M2との差ではなく、信託や社債、委託貸出などその他諸々を含めて「その他」に入っている。

商業銀行の資金ミスマッチ緩和機能以上に理財商品等がそういった役割を果たしているかどうかであるが、おっしゃるように理財商品もそれほど長い期間で募集している訳ではないので、理財商品を提供している主体

自体が流動性リスク、あるいは金利リスクを取りながら、資金ミスマッチを解消する方向に機能しているということだろうと思う。かといって6か月の資金を集めて10年の貸出をするかということにはなっておらず、精々2年とか3年に変換できるだけなので、借りる方も、資金が途絶えたとどのように借り繋ぐかに苦心するといったことがマーケットをボラタイルにする構図になっていると理解している。

インドとインドネシアについてであるが、インドは、ラジャン中銀総裁が就任され市場が先行的にその施策を歓迎するといったことで、通貨を中心に反発が早かったと思う。インドネシアは、それほど目立ったことではなかったが、昨年夏にエネルギーの補助金を大幅に削減したり、奢侈品の輸入を抑制したり、おっしゃったニッケルの話もそうだが、経常収支あるいは財政収支を改善するような地道な努力を少しずつ重ねてきていたと思う。また、中銀も何回か利上げをするなど、そういった方向に歩調を合わせてきた。昨年第3四半期までしか出ていないがGDPの数字などをみても、インドネシアは思っていたよりもはるかに内需がしっかりとしており、足もとの輸出も、ルピア安もあると思うが大きくリバウンドしてきている。漸くマーケットも、実体経済はそれほど悪くないということで、大きく反発することはないが、ガタガタと崩れるような動きではなく、下げ止まりあるいは底入れするような展開を模索しているところだろうと思う。これが、今後も続くかどうかについては、インドについてもインドネシアについても、両方とも今年選挙があり政府の構造政策がしっかりと導入されるかどうかといったところが、注目されていくと思う。

#### 中曽副総裁

図表4の欧州周縁国の長期金利低下の背景をどのようにみるかであるが、先程山岡金融市場局長から説明があったように、これはリスクアペタイトの回復を示しているのか、あるいはもう少し深読みすると、ドイツ型のいわゆるインターナル・デバリュエーションを他の周縁国にも強要しそれが奏功し、結果的にユーロが高くなり、製品価格が下落し、所得が落ち



てしまうという意味で、循環的にデフレ的な状況に陥ってしまうかもしれないというようなどころまで深読みをして長期金利が下がっているのか。

#### 外山国際局長

マーケットがそこまで深読みしているということではないと思う。利回りが特に大きく低下した銘柄はアイルランドやポルトガルであるが、それぞれ理由があってそのようになっており、また世界のマーケットでどこに投資できるかを考えた場合、戻してきたとは言ってもエマージングにはなかなか手を伸ばしにくい中で、眺めてみると、ヨーロッパはあまりにもアンダーウエイトされ過ぎていたかもしれないといったことで、株式もそうだが債券も買い戻そうという動きが、色々なタイプの投資家が出てきていると思う。勿論、リスクが消えている訳ではなく、先週再開されるはずだったギリシャのレビューが先週はできずに、今のところ1月末からとなっているが、2014年の財政収支の穴がどの程度かについて、トロイカ側とギリシャ側との折り合いがつかずに話ができていないとか、あるいは年央に終わることになっているポルトガルのプログラムの後をどうするか、precautionary なものを挟むかどうかといったようなことについても、これから議論されていくことになる。今、マーケットは勢いにのってリバウンドしているが、色々なイベントをこなしていくうちに、complacency を含んだものであればそういったものを調整しながら落ち着きどころを求めていくということになると思っている。

#### 宮尾委員

米国の足もとの経済指標には比較的良好な指標が多く、特に個人消費、小売関係が強い。10月の政府閉鎖の影響が個人消費にはみられない、むしろ上振れているというような感じであるが、これは素直にガバメントシャットダウンの影響が個人消費に影響しなかった、あるいは underlying にはあったかもしれないが、それを跳ね返すほど個人消費が堅調だとも解釈できるかと思うが、その辺りの解釈についての見方、コメントがあれば

教えて頂きたい。

関連して、輸出・生産、設備投資も回復の兆しがあり、かつ消費も非常に強いため、民間の第4四半期GDP伸び率の予想もどんどん上がってきている。以前は1%台であったが今は3%前後まで上がってきている。コンポーネントごとに分けて予測をしているので、大きく外れないとは思いますが、第4四半期は3%前後の成長と見込んでおいて良いのかどうかについて、コメントがあればお願いします。

外山国際局長

個人消費の強さについては、図表2-1(5)の消費者コンフィデンスをご覧頂くと、10月初に政府機関が閉鎖された時は下落し、これが一定の影響を及ぼしてくると見込んでいたが、それ以上にunderlyingの経済の回復の強さが、そういったものにもかかわらずしっかり続いてきたといった解釈で良いと思っている。最大の要因は、雇用状況が改善ってきて、将来の所得についての安心感が広がってきたことだと思う。ただそうは言っても、実質所得が大きく伸びているかと言うとそういうことではなく、一旦上昇していた貯蓄率も、足もとで少し下がっているので、今後しっかりと個人消費が勢いを増していくためには、所得が伸びていく必要があると思っている。

第4四半期のGDPについては、第3四半期の在庫が非常に強かったので、その反動減でかなり弱い数字となると考えていた。しかし、今は、在庫の反動減はあるが、それ以上に消費が強そうだし、住宅も金利上昇にかかわらず大きく崩れることはなかったということもあり、3%前後の数字になってもおかしくないと思っている。そうすると、2013年暦年で1.9%になり、尻上がりでもないが後半比較的強かったということになり、今年に向けて大きくゲタを履いてくるので、今年は3%台に乗るのではないかとみている。

## 木内委員

ユーロ圏では、年末から短期金利がボラタイルになり E O N I A が跳ね上がったりしているが、これは季節的な年末要因や包括評価に向けて銀行がキャッシュを積み上げるなど一時的な要因が指摘されている一方、それだけではなく、L T R O の前倒し返済で超過準備が減り、その結果として金利が上がる、あるいはボラタイルになっていると指摘する人も多い。前者であれば一時的であるが、後者であれば今後も短期金利のボラティリティが続いてしまうのではないか。L T R O の前倒し返済は銀行システムが安定している結果でもあるという前向きな評価もできるが、依然として E C B に資金を依存している銀行もあるという fragmentation が強い中では、金利のボラティリティが上昇することによって、一部の銀行で資金調達コストが跳ね上がるとか経営が厳しくなるというややシステミックリスクのようなものが高まる懸念があるのであれば、マクロ対策というよりは、金融システム安定化策として何らかの対策——例えば、政策金利を下げるとか、資金供給するなど——を、マクロ政策ではなくプルーデンス政策として E C B が対応を迫られる可能性があるのではないかと思っているが、この辺はどのようにみているか。

## 外山国際局長

おっしゃるように年末要因等もあるが、L T R O の返済が進捗したことによって過剰流動性がかなり減少してきており、1月17日現在で、1,353億ユーロまで減っている。一時、ドラギ総裁が閾値として2,000億ユーロと言っていた時期もあるので、それと比べると大きく凹んでしまっている。ただ、返済できるから返済したのであって、それ自体、銀行の取り上がり等を誘発するものではないという意見も一部にみられるが、L T R O の返済率をみると、ドイツの銀行が88.5%返済した一方、イタリアの銀行は16%、ポルトガルの銀行は14.2%しか返済していないので、こういった銀行ではまだL T R O の資金を抱えており、それで間に合えば良いが、全体の過剰流動性が減少する中で資金を取り上げるような動きに出れば

レートが上がることもあるだろうと思う。本日、定例のMR Oのオフアードで、これで問題が解消していくとみている人もいるし、そうでなければ少し慎重にみた方が良いという意見を言う人もいるので、その結果を固唾を飲んで見守っているというところだろうと思う。E C Bの対応については、分からないが、最近クーレ理事が、新たなL T R Oは必要なさそうだという発言をされたということもあるので、次回以降の政策理事会において色々な意見が出るのだろうと思う。

黒田議長

それでは5分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。

(14時52分中断、14時57分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

黒田議長

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) に沿ってご説明する。図表4の公共投資であるが、11月の公共工事出来高は前月比ほぼ横ばいで、イメージはあまり変わっていない。すなわち、出来高は増加しつつもペースは幾分鈍化してきている。先行指標の公共工事請負金額は、反落している姿に変化はない。ただ、先行きの公共投資は、これまで申し上げているとおり、工事の進捗がゆっくりであることや、春以降追加経済対策の効果も加わることを踏まえれば、来年度前半にかけて高めの水準を維持するとみて良いと思っている。

図表5の輸出入は、通関については前月から追加的な情報はないが、輸出の先行きについて一言申し上げておくと、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要が出ており、一部で国内優先のスタンスもあるので、これが一時的に抑制要因となる可能性はあると思うが、輸出全体の方向性と

しては、海外経済回復、為替円安の効果がラグを伴いつつ働いてくることから、持ち直しが次第に明確になっていくといった見方を維持することで良いと思う。11月の国際収支については、ご案内のとおり、経常収支は若干ではあるが引き続き赤字となっている。1～3月にかけては、駆け込みに伴う輸入増の影響もあるため目立った改善は見込めないと思っているが、春以降、輸出が次第にしっかりしてくる、あるいは輸入も少し減ってくるということもあるので、基本的には、再び黒字が定着していくと考えている。

次に、図表16の設備投資であるが、一致指標の資本財総供給は11月まで入っており、振れの大きい輸送機械を除くベースでみると、7～9月にかけて一旦横ばい圏内の動きとなったが、10、11月に大きめの増加となっている。図表17の先行指標である機械受注は、10月、11月に製造業も含めてしっかりと増加してきている。こうした点からみて、先行きの設備投資の増加の確度は高まりつつあるとみている。

個人消費について、図表19(3)のGDPの民間最終消費支出と同様の作り方で作成している包括指数、総合指数をみると、GDPベースの個人消費は7～9月に一旦伸びを鈍化させたが、包括指数、総合指数は10～11月に再び伸びを高めている。その要因は耐久財で、図表20(2)の乗用車販売が増加しているのが最近の特徴である。乗用車販売は、10月、11月も増加していたが、12月にかけてさらに増加し、かなり高い水準となっている。各種の新車投入効果も効いているが、同時に駆け込み需要も影響していると判断している。ディーラーから聞くところでは、一部の車種については、今受注しても消費税率が上がる4月以降の納期となり始めていくようであるが、今のところそうした車種の受注は思っていた以上に底堅いという声がちらほら聞かれている。ただ、それらは人気車種であり、また現段階の受注では、少し値引きし消費税分の一部を負担するような売り方をしているところもあるので、基調の強さとまでは言い切れない面がある。基本的には、反動減は出てくるとみておいた方が良いと思う。それ以外も総じて堅調であるが、図表21(1)の小売店販売をご覧頂くと、百貨

店は 11 月に冬物を中心に再び増加した後、われわれが聞いている限り、年末、年始の売れ行きも良好であったということである。百貨店業界では、高額品の一部に駆け込みが出始めているということではあるが、基本的な背景は、賞与増加といった所得環境の好転であるといった見方が多いように思う。

消費者コンフィデンスは、消費税率引き上げが決まった後、少し落ち込んでいたが、生活不安度指数は 10 月に大きく落ち込んだ後、12 月は改善している。消費者態度指数は、11 月に若干リバウンドした後、12 月は再び 10 月並みまで低下しており、区々の動きである。これらを見る限り、消費税率引き上げの影響に関する懸念が一段と高まっている訳ではないと思うが、慎重な見方が残っていることを示唆したものだと考えている。

次に、図表 23 の住宅である。マンションでは追加的な材料はないが、11 月の新設住宅着工戸数が出た結果、10～11 月の着工戸数が 103.5 万戸と 7～9 月対比で一段と増加している。9 月末にかけて一戸建て等の受注で駆け込みがあり、それが今着工され実際の工事の押し上げに効いていると判断している。マンションは、前月も申し上げたとおりに、10 月以降反動減は出ているが、今のところ限定的だと思う。一戸建て関連のハウスメーカーからも一頃落ち込んでいた展示場への来客数が再び戻ってきているといった声も聞かれている。

続いて、図表 26 の生産である。生産は緩やかに増加しており、予測指数では 12 月、1 月にかけてさらに切り上がっている。予測指数は若干下方修正される傾向があるので、ここまでは強くないとしても、勢いが少し強まりそうな感じがある。企業から聞いている感じでも、10～12 月に前期比+2%強と幾分ペースを切り上げた後、1～3 月は、前月時点で聞いていたよりも自動車を中心に上振れて、+2%台半ば位まで伸び率が高まりそうである。

次に、雇用であるが、図表 30 の有効求人倍率は、11 月に 1 倍と 2007 年 10 月以来の 1 倍乗せとなっている。雇用者数は、11 月の前年比が +1.1%と若干切り上がっている。また、毎月勤労統計の常用労働者数は、11 月

前年比+1.1%とあるが、その後確報が出て+1.2%となっているので、常用労働者でみても伸び率が幾分切り上がってきている。名目賃金は、11月が速報時点で前年比+0.5%であったが確報では+0.6%となった。所定内給与は、パート比率が上がったために速報の0.0%が-0.6%と、いつもとあまり変わらない結果であったが、所定外給与、そして特別給与がはつきり上振れた。特に特別給与は、11月は前年比+2.4%とあるが+12.0%となった。この結果、雇用者所得は、11月前年比+1.5%とあるところが+1.8%となり、リーマン・ショック後の落ち込みの反動で一時的に高まった2010年6月の+2.0%以来の高さとなっている。11月の賞与は非常に強く、12月から少し前倒しして払った先もあるようだが、基本的に9割以上は12月なので、来月の動きを確認していく必要がある。また、連合からベア1%以上の引き上げの要求方針が打ち出されているが、この辺りの展開についても今後注視していきたいと思っている。

図表37の国内企業物価は、3か月前対比で緩やかな上昇が続いており、変化はない。図表38の企業向けサービス価格（除く国際運輸）は、11月が前年比+0.6%となり、幅広く上昇している。この+0.6%の前年比上昇率は、消費税率引き上げの影響を除くと、1993年3月以来の20年振りの高さとなっている。消費者物価については、図表40で11月の総合除く生鮮食品が+1.2%となり、これは2008年10月以来の高さ、そして総合除く食料およびエネルギーは+0.6%で、1998年8月以来の高さとなった。食料およびエネルギーをみると、エネルギーについては、石油製品、電気代は一頃に比べると少し下がってきている、ピークアウトしつつあるが、食料工業製品がじりじりと上がってきている。また、除く食料およびエネルギーについてどのようなものが上がっているかと言うと、耐久財、それ以外にバッグ、色々な日用品、さらにはサービスが上がっている。図表39(3)は一般サービスの要因分解だが、家賃はあまり変わらずずっと下がっている一方で、外食が上昇率を高めてきている。また、「他のサービス」に含まれる外国パック旅行、宿泊、最近では住居関連工事といったところが改善してきている。このように幅広く改善してきているが、図表41(2)

の上昇・下落品目比率で、上昇品目比率の方が大きくなってきているところにはっきりと表れてきている。

消費者物価前年比の先行きについては、このまま直線的に2%に向かうということではないと思っているが、再び1%をはっきりと下回っていくこともないと思っている。すなわち、来年度前半位までの消費者物価の前年比を展望すると、為替、原油が現状程度という前提のもとで、エネルギーの低下とそれ以外の上昇が概ね相殺し合う結果、多少の振れを伴いつつも、大体1%台前半で推移すると想定している。

最後に、消費税率引き上げ前後の動きについて、参考1と参考2で1997年との比較を付けている。これから毎月点検していきたいと思うが、まず参考1で、特徴を3点申し上げたい。まず1点目は、参考1(1)の小売業販売額をご覧頂くと、1997年当時は、駆け込みが本格化したのは2月以降であり、今回ももう少しデータの蓄積を待つて判断していく必要があると思う。2点目は、(3)の新車登録台数では今回の増加の方が、既にかなり大きい。実勢がしっかりしているということもあると思うが、さすがに駆け込みもそれなりに出ているとみておいた方が良いと思う。第3に(8)のマンション販売は、ずっと申し上げているとおり、今回の方が反動減は小さい。住宅については、消費税率引き上げに伴う措置が今回はかなり手厚いととも、住宅不動産市場の底流が底堅いことが影響していると思う。参考2では基本的に消費税率の影響を受けにくいものを並べている。この辺りをみると、はっきりしたことは言えないが、例えば(3)の公共工事請負金額は前回はずっと下がっていたが、今回は相対的にしっかりしており、(5)の機械受注も、もう少しみてみないと分からないが、トレンドとしては今回の方がしっかりしている感じがある。(7)の有効求人倍率も明らかに今回の方がしっかりしている。

最後に、以上を踏まえて簡単にまとめると、景気については、基調判断としては、これまでどおり「緩やかな回復」を維持することで良いと思っているが、住宅のほか自動車に駆け込みがはっきり表れてきていることから、駆け込み需要についての判断も記述することが適当と思っている。10



月の展望レポートと比較すると、景気、物価ともに概ねシナリオに沿った動きとなっている。先行きについても、全体としてシナリオを変更する必要はないと考えている。不確実性という観点では、3 か月前と比べれば、下振れリスクが多少低下してきている感じがする。3 点申し上げると、第 1 に、輸出関連では、足もとの勢いのなさはなお気にはなるが、海外経済の回復がみえてきた、あるいは為替も円安気味に推移しているということがある。第 2 に、賃金関係であるが、ベアの方向性が当時に比べれば少しみえてきたということがあると思う。第 3 に、消費税率引き上げによる下押し圧力についても、然程大きなものにならないという情報、材料がじわじわ増えてきていると感じられる。ただ、これらについては、引き続き判断を持つことなく注視していく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

佐藤委員

1 点目は物価に関してであるが、エネルギー以外、あるいは食料およびエネルギー関連以外でも、広範な分野で上昇がみられるという評価で間違いないと思うが、円安の影響が無視できないと思う。ラフなイメージであるが、一昔前は、円の対ドルでの 10%の減価で消費者物価を 0.1%弱程度押し上げるとのイメージだったと思うが、足もと、感応度が上がってきているような気がする。すなわち、円の対ドルで 10%の減価の C P I への影響が 0.2~0.3%ポイントといったイメージがある。その理由を考えると、最近の物価改善のモメンタムとして 1 番大きいのは、デジタル家電類であり、デジタル家電類が 2013 年 2 月に前年比-22.1%であったのが、足もと 11 月は+2%と 24%ポイントも改善——特殊要因も入っているかもしれないが——している。これが 1 番大きく、後は、酒類、切り花、公共料金、「その他」と切り分けていくと、「その他」が 1 番ウエイトが大きい。「その他」が 2012 年 9 月に-1.4%であったのが、2013 年 11 月

は-0.6%まで改善している。これも改善していることは改善しているが、依然としてマイナスである。結局、デジタル家電類の変化が非常に大きく効いている。その背景を察するに、輸入浸透度が上がってきている結果として、従来以上に円安の影響を受けやすくなってきている、あるいは日本のデジタル家電類が競争力を失った結果として、海外のメーカーの価格支配力が強まり、例えば、アップルの製品が円安でわりと簡単に値上げしてくるといったような状況が現にある。そういったことを考えると、この足もとの物価の状況は、円安の影響が、エネルギー、食料以外のところにも出てきており、かつその影響が、かつてよりかなり大きくなっているイメージがある。一方で、円安の影響だけでなく実際の需要の強さ、需給のタイト化を全般的に反映しているのではないかという見方もあるかと思う。調査統計局としては、足もとの物価上昇の原因、あるいは今後の物価のドライバーとして、円安の影響と本源的な需要の強さのどちらをより重視しているか、お伺いしたい。

もう1点は、経常収支についてである。先程の説明では、経常赤字は一時的であって、また経常黒字に復していくという見方があったが、赤字に関しては、確かに、足もと、内需が堅調で輸入が増えそのわりに輸出が今ひとつである、もう1つは原発の稼働停止が長引いていることもボディーブロー的に効いているが、統計的に経常収支は、10~12月期は恐らく赤字になると思うが、季調前でも季調後でも四半期ベースで赤字になるのは初めてで、なおかつ1~3月も、駆け込み輸入等が出てくるので恐らく赤字だと思う。その中で、赤字を本当に一時的とみておいて良いのかどうか。マクロバランス的には政府債務の持続性にも関わってくると思うので、経常収支赤字、あるいは経常収支の先行きに関して、もう少し長めのビューを聞かせて欲しい。

前田調査統計局長

1点目の10%の円安でCPI+0.1%ポイントについては、私自身はつきりした数字は手許にないが、一頃に比べて円安の影響が少し大きくなっ

ている気はする。円安のパススルーについては色々な議論があり、2000年代にはむしろ世界的にパススルーが低下したという議論が高まったと思う。その時点と比べれば、今は多少上がっていると思うが、10年、20年前と比べて上がっているかどうかは、現時点でははっきりしたことを申し上げることはできない。今の物価上昇が、円安なのか、それとも経済なのかというご質問であったが、一言で言えば両方であるとしか申し上げられない。確かに消費財に占める輸入比率が、1990年代後半が1割程度で今は2割強になっているので、その意味で、耐久財を含めコストの影響が出やすくなっていることがあると思う。ただ、輸入比率が上昇する過程であった2000年代半ばも円安になったが、ほとんど上がらなかった。あの時は内需が弱く、企業の安値戦略の中で、円安でコストが上がってもなかなか転嫁できなかったということがあると思う。その意味で、今回比較的スムーズに上がっているのは、国内需要が強い、あるいは企業の価格戦略が変わっていることも無視できないのではないかと思っている。あと、円安か景気かという場合にこれを分けられないもう1つの理由は、円安によって景気が良くなっている部分もあるので、その点については、賃金への波及も含めてこれから物価の下支えに効いていくと思っている。

2点目の経常収支については、正直申し上げて私が思っていたよりも赤字できているのでなかなかはっきりしたことは言えないが、基本的には、現時点でも、経常収支については、赤字は一時的で来年度以降黒字が再び定着していくと考えている。理由は幾つかあり、1つは、Jカーブ効果で沈む期間がわれわれのモデルでも1年程度はあるということがあり、まだJカーブが上に向かう局面にはないということがあると思う。2つ目に、思っていたよりも海外経済がもたついた、あるいは国内経済が思ったよりも強いということがあり、これが貿易赤字を拡大する方向に働いているということがある。3つ目は、もう少し構造的な要因で経常収支の赤字を長引かせる要因ではあるが、円安にもかかわらず、輸出がなかなか増えにくく、輸入が増えやすいということが、じりじりと効いているということもあると思う。われわれとしては、第1、第2の要因が、今後は経常収

支を好転させるように働くと考えている。マクロ的なバランスからみた場合、長い目でみれば日本と海外では海外の収益率の方が高いので、資本収支は日本から外に出やすい傾向があり、その裏側が経常収支になるので、資本収支が赤字ということは経常収支は黒字ということが、マクロ的なバランスとして成り立つと思っている。貿易赤字は暫く続くかもしれないが、日本から海外に相当企業が進出しており、海外で工場を作り海外展開しこれが成功すれば、所得収支の黒字で帰ってくるので、そのような大きなピクチャーでみて、私は、短期的には経常赤字かもしれないが向こう数年間は経常黒字と考えている。

#### 木内委員

景気について2点質問がある。全体的にはポジティブであるが、敢えて弱めのところの質問をする。1つは、消費者コンフィデンスに関し、図表22の消費者態度指数で、春から下落トレンドが続いているように見える。一方で、販売統計などをみると強い。家計調査と比べると整合的な感じもするが、その他の統計と比べると消費者センチメントと実際の消費行動がかなり乖離している感じがあると思う。これをどのように整合的に説明するかであるが、1つの可能性は、駆け込みがそれなりに販売に寄与しているということであるが、一方で、消費動向調査でみると、買い時指数が足もと3か月連続で落ちてきていることからすると、あまり駆け込みが起こっているようにもみえない。この3つの数字をどのように整合的に説明すれば良いのか。

2つ目はサプライサイドの数字に関し、図表25の第3次産業・全産業活動指数で、第3次産業活動指数が春以降はどちらかと言うと下を向いており、春に指数を押し上げた不動産や金融がややしぼんでいるということもあるが、全般的に少し弱い感じがする。それから、先程の消費動向調査でみると、直近のサービスDIが落ちており、意外とサービス関連で少し弱い印象がある。供給サイド全体でみると、第3次産業は少し弱く、製造業は上向いていくがそれほど加速する訳ではない。一方で、建設は比較的

強いがウエイトが小さいことを考えると、全産業では、10～12 月期の試算値にもあるように、ペースとしては 4～6 月からペースが落ちていっていると思う。10～12 月の成長率見通しは上がってきている感じがあり、マーケットコンセンサスでは確か年率 3.7%程度まで上がってきており、さらに 1～3 月がもっと上がるとなると相当なペースになってしまう。供給側の数字でみると、その辺りが行き過ぎているのではないか、そこまでは上がらないのではないかというような感じがする。勿論、GDP と全産業活動指数がぴったり一致する訳ではないが、過大推計ではないかという気もするがどうか。

前田調査統計局長

最初のご質問で、マインド指数と販売統計と、もう 1 つは何とおっしゃったのか。

木内委員

買い時指数である。これが 10 月以降マイナスになっており、10 月から消費税が意識されたとすると、マインドは落ちるが、買い時指数は上がったもおかしくないと思うが、ずっと落ちている。それでは、駆け込みは出していないかということ、そうでもない。

前田調査統計局長

消費者態度指数が 10 月から落ちたことははっきりしているが、その前は、1 月に上がった後、高水準であったとみている。消費者態度指数は半年先をみているということなので、買い時判断も含めて 10 月以降になってくると、今年 4 月以降をみているので、消費者が正しく答えていれば、下がってもそれほどおかしくない。1996、1997 年の時も——あの時はこのマインド指数は 3 か月ごとにしか出ていなかった——、10～12 月から 1～3 月には下がって、4～6 月からリバウンドし、消費が実際に落ちた時からリバウンドしたようなことがあった。このように、かなり先をみている

ということが出ていると思う。消費については、駆け込みが自動車や住宅関連で家具などにも出始めていると思っているので、その乖離を説明する1つの要因としては駆け込みがあると思うが、所得・雇用環境はかなりしっかりしており、例えば、百貨店などで、駆け込みというより実勢が強いのではないかという理由の1つに、今回はセール時期でも正価——彼らはプロパー消費と呼んでいるが——が売れているということがあり、皆気分が良いのではないかということも聞く。必ずしも駆け込みだけでは両者の乖離は説明できないと考えている。

2点目の第3次産業活動指数等であるが、結局、10～12月のGDPがどうなりそうかという話かと思うが、私も若干気になって第3次産業活動指数の中身をみたが、10～11月が弱い1つの理由は、マンション販売の反動減が出ていることがある。これがどこまでGDPに影響するかというと、それほど影響しないと思う。また、振れの大きい学術研究サービスが振れており、それも振れではないかとみているので、必ずしも実勢の第3次産業活動の弱さを示すものではないと理解している。そのうえで、10～12月のGDPについては、おっしゃったように民間のESPなどで前期比+0.9%程度の予想となっているが、われわれとしては12月の数字が出ていないのではっきりは分からないが、これまでのデータをベースに考えると、そこまでいくかどうか分からないが、ゼロ%台後半位はいくのではないかと考えている。これも結局のところ12月が出ないと分からないが、民間機関の予測ほどの高さになるかどうかは分からないが、7～9月の+0.3%に比べれば実質成長率は高まると思っている。

#### 白井委員

雇用関連で、パートの労働時間が減っており、ここ1年位その傾向が続いている。これには、企業側の要因と労働を提供する側の要因の両方あると思う。セクター別に、パート労働者と一般労働者の労働時間をみると、医療・福祉では、パートも一般労働者も増えているが、パートの方が増えている。製造業は圧倒的にパートだけが増えている。小売・卸売はパート

が増えており、一般の方が減っている。要するに、医療・福祉は常に人手不足で、なり手もなかなかいないので、恐らく女性がライフバランスの関連でパートを敢えて選択している。また、医療・福祉では 65 歳以上の高齢の人も働いている。そのような方達の身体的な負担も考えると、企業側のニーズと労働力を提供する側のニーズが一致した結果、パートが多くしかも 1 人当たりの労働時間が減っているという感じがする。製造業や小売・卸売では、パートの雇用が増えている中で 1 人当たりの労働時間が減っているということを考えると、企業側が、年末要因や駆け込み対応など一時的な要因でパートの人数を確保している結果だと思っている。確かに雇用・所得環境が良くなっているが、パート中心の雇用であり、しかもその労働時間が減っていることを考えると、持続的なのかという疑問があるが、そこはどのようにみているか。

#### 前田調査統計局長

雇用については色々な要因が影響しており、業種別までブレークダウンすると複雑になってくるので全てにおいてきちんとした答えはなかなかできないが、企業の方は、自信が持てないうちはまずパートで雇い、自信が持てれば段々正規にしていくと言っている。昨年までの段階では、まだ十分な自信を持てていなかった可能性はあると思う。雇用統計をみても、非正規を多く含む労働力調査の方が先に上がって、毎勤の常用労働は少し遅れて上がるというような傾向がある。この間、さくらレポートでも地方の声を拾ってきたが、最近の変化として、パートで雇っていたが、なかなか人が集まらないので正社員化するという動きがじわじわと広がってきている。内定率のようなものも上がってきている。企業側に、将来に向けて正社員をしっかりと確保していきたいという気持ちが少しずつ高まってきたということであり、われわれは景気は暫く持続すると思っており、かつそのような企業の微妙な変化を踏まえれば、女性、高齢者が働く中ではパート比率がこれからも上がり続ける可能性はあるが、同時に正規社員もじわじわとしっかりしていきと考えている。

森本委員

図表 39 (3) の消費者物価の一般サービスの要因分解で、ウエイトの高い家賃にはほとんど動意がみられていないようだ。先行きについて予断は持てないとは思いますが、4 月頃から契約更改が始まってくるし 2007～2008 年をみると家賃のマイナスが消えている。最近東証の住宅価格指数が大分上がってきているといった状況もあるが、業界ヒアリングなどで、家賃について先行き動きがありそうだというような話はないのか。また、調査統計局としてはこの辺はどのようにみているか。

前田調査統計局長

いつかは分からないが、家賃は下げ止まり、少しは上がってくると思っている。2015 年度までの見通し期間内に、家賃が下げ止まり、ないしは少し上がってくるのではないかと、期待も込めてみている。過去のパターンをみると、緩やかではあるが、景気あるいは不動産価格から何年間かラグを置いて家賃が改善していく傾向があるので、今回も景気、不動産の状況からすればそういうことが起きるのではないかと一応考えている。現実に、民間の家賃の統計などをみると、首都圏については改善してきている感じがある。ただ、留意点を申し上げておくと、民間の統計は、比較的動きのある人気物件を取っているので改善している可能性がある。C P I の家賃の場合、人気のない物件も含めて取っている面があるので、民間のように改善しているかどうかは不確実性がありはっきり分からない。また、消費税率の引き上げに関連し、家賃は消費税は転嫁されないことになっているが、管理費等も含めればコストが上がってくるので、それを契機に家賃も多少改善しないだろうかと期待している。

森本委員

4 月には入学や転勤など色々あると思うが、そういう意味からも契約更改はその辺に多いとみて良いか。



前田調査統計局長

4月は多いと思うので、先程も申し上げたように、人気のある物件は上がるのではないかと思うし、それがCPIにも何がしか反映されるのではないかと期待はしている。ただ、過去、家賃の動きにはよく分からないところがある。

森本委員

2007～2008年には家賃のマイナスが消えているが……。

前田調査統計局長

家賃の予測は、特に難しい。

岩田副総裁

家賃に関しては、持家と賃貸との選好の問題が大きいのではないかと思う。将来の住宅のキャピタルゲインにもよるが、今は住宅ローン金利が低いので、今のところ持家の方が有利であるということが底流にあるよう思う。従って、金利が上がってきたりすると賃貸にしようということになるのではないかと思う。

森本委員

帰属家賃のウエイトは高い。

岩田副総裁

帰属家賃も、金利が低いと低く出てしまう。

中曾副総裁

輸出の勢いがやや弱いのが気になるという話があったが、背景は、基本的には海外需要だと思うが、その他に、例えば内需が強過ぎるから輸出余

力が乏しくなっているというような面はあるのか。もしあるのだとすれば、どのような業種、産業か。データ、情報があれば教えて欲しい。

#### 前田調査統計局長

足もとまでの輸出の弱さは、基本的には海外需要要因だと思っているが、この1～3月にかけては、一部の産業、企業で、国内があまりにも好調で、急に作れないので輸出を抑制的にするというような声が聞かれている。1番聞かれたのは鉄鋼で、建設需要が強い、自動車向けが国内生産用に相当出さなくてはならないので、輸出は抑制的にしたいと言っている。自動車の中でも、全てという訳ではないが中堅の幾つかで、国内で駆け込み需要があるので、輸出は一時的に多少抑制したいという動きがある。それとの関連で、鉄鋼以外にも化学の一部素材で、国内の自動車向けを優先しているという話を聞いている。これは、企業としては、1～3月は国内需要が非常に強く、4～6月は落ちるので、生産の平準化を図るとすれば輸出と在庫で調整することになり、一時的にそのようなことが起き得ると思っている。ただ、マクロ的なインパクトは図りかねているところである。

#### 宮尾委員

今の質問と関連するかもしれないが、図表10(4)の資本財・部品輸出と機械受注の外需で、足もと、機械受注の外需が明確に下振れているが、これはどのようにみているのか。中曽副総裁がおっしゃったように内需の強さの裏側で外需を抑制しているのか、それともグローバル化の対応等で資本財輸出が下振れているのか、あるいは単なる振れなのか。色々な解釈があると思うが、その辺について教えて頂きたい。それとも関係するが、製造業のPMIに輸出受注PMIがあったと思うが、最近の輸出受注PMIの動きで先行きを示唆するような動きがあったかどうか、教えて頂きたい。

前田調査統計局長

資本財メーカーについては、まだ余剰感がある業種なので、内需が良いから輸出を抑えるという感じはあまり持っていない。機械受注は相当振れるので、7～9月に大物が集中して跳ね上がりその反動が出ている、いわば振れであるというのがわれわれの理解である。PMIについて申し上げると、輸出受注が秋頃から50を上回り始めており、12月時点で55、56という感じで、これをみても輸出受注は増え始めているという感じがするので、これは先行きの輸出増加に繋がると考えている。

白井委員

その関係で、機械受注の自動車セクターをみると、振れはともかくとして、トレンドでみるとフラットである。先行きに自信があればどんどん受注があっても良いのに、これだけ販売が増えて、輸出も増えている自動車産業がフラットだということを、私は懸念している。

前田調査統計局長

私も気になっているが、ただ、自動車は2012年初めに増えて、そこからほぼ横ばいである。ミクロで聞いている話と必ずしも一致しないので、私も不思議に思うが、業種を分ける時に、例えば自動車向けに卸しているところでも、一般機械や電装品であれば電気機械に分類されている可能性もあるので、これだけで自動車が増えないとまでは必ずしも言い切れないと思っている。

岩田副総裁

先程の帰属家賃の件だが、帰属家賃は、金融引締めで金利が上がると物価上昇に寄与してしまう。逆に、今のように金融緩和すると、帰属家賃が逆に動いてしまい物価の下押し圧力になってしまう。そういう意味で、ECBのHICPでは確か帰属家賃を除いていたと思う。実は私も帰属家賃を除いた方が良いと思うが——物価目標を変えてしまうのは良くないの

で、あまり大きな声では言えないが——、そのようなことも念頭に置いておいた方が良くはないかと思う。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

次に、金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。まず図表1のインフレ予想であるが、先月、全体として短期は上がっているが中長期は上昇が一服し横ばいと説明したが、今月については、中長期を含めて上昇傾向にある。個別にみると、(1)の生活意識に関するアンケート調査は、中央値はあまり動いていない。「現在の実感インフレ率」は上がっているが、「今後1年間の予想インフレ率」、「今後5年間の予想インフレ率」とも大きく言って横ばいである。中央値はなかなか動きづらいという感じである。一方で、「上がる」、「下がる」の回答シェアからカールソン・パーキン法で推計した質的質問からの推計値は、いずれも上がっている。例えば、「今後5年間の予想インフレ率」も上昇傾向がみてとれるので、中央値が変わらない中で、分布が右側の方に少し寄ってきているのではないかと考えられる。(2)の消費動向調査は、1年後の予想なのでどうしても消費税の影響が出ており、ここへきて「上昇する」との答えが87%位まできており、質問の聞き方からしてそろそろ頭打ちで横ばい圏内である。

図表2のエコノミストのインフレ予想は、(2)のESPフォーキャスト調査をみると、今までどおり、足もと修正で足もとが上昇、先行きはなかなか動かないという傾向は変わっていない。2013年度が0.72%と0.7%まできた。2014年度も今回上がっており、消費税を除くベースで0.88%と0.9%まできている。2015年度は0.97%と1%で横ばいである。足もと修正で今まで2013年度が上がって2014年度以降はなかなか上がらなかったが、その足もと修正の対象が近づいてきているので、2014年度も動き

始めているということかと思う。

図表3の市場のインフレ予想は、全般に今月は少し上がっている。QSSは若干の上昇、インフレーション・スワップ・レートは横ばいと考えて頂いて良いと思う。2年物で跳ね上がっているが、これは技術的な要因であり、2015年10月の2回目の消費税率引き上げの影響が今月分からカウントされるので、その影響である。従って、実勢としては横ばいである。一方、BEIは、今月結構上がった感じがある。例えば、旧物価連動国債ベースで、前回会合時の1.721%が昨日時点で1.916%と再び上昇してきている。新物価連動国債ベースでも、1.082%から1.125%と、こちらも若干上昇している。要因は幾つかあり、暮れにGPIFが買取りすることを事実上公表したことや1月9日の2回目の物価連動国債の入札が比較的順調であったという要素もあるが、大きな基盤としてはCPIが実際に上がってきているので、そういった実勢の部分も当然あると思う。

次に図表8の金利である。長プラは、12月1.20%とあるが、(注)にあるように1月10日に1.25%に引き上げられた。この間、貸出約定平均金利全体は下がり続けており、11月の約定平均金利は既往ボトムを更新した。数字で申し上げると、短期の除く交付税特会向けは1.278%とほぼ横ばい、長期の0.869%は既往ボトム、新規の総合除く交付税特会向けベースで0.985%は既往ボトムタイであり、貸出金利は引き続き歴史的な低水準でさらに下がっている。CP発行レート、社債発行レートは、低水準で変わっていない。

図表12のボリュームも、緩やかに拡大しているという傾向に変わりはない。民間部門総資金調達は、11月の1.0%から12月1.0%と変わっていない。これは四捨五入の関係で変わっていないが、小数第2位までみると若干の拡大が続いている。その主因は、貸出の前年比が11月+2.4%から12月+2.6%と拡大を続けていることである。都銀、地銀、この外の信金もプラス幅が拡大している。中小企業向けのプラス幅が拡大しており、規模、業種の広がりもあるといったことがヒアリング等からも聞かれている。社債市場、エクイティ・ファイナンスについては、社債は12月に5,725

億円であり、最近は大体 5,000 億円程度で状況はあまり変わっておらず、例年並みとみて良いと思う。一方で、転換社債、株式調達は、それぞれ 1,982 億円、1,334 億円とわりと大きめの数字が入っており、エクイティ関係の調達は、小口物中心ではあるが、引き続き活況で高水準であると思う。

アベイラビリティ関係は変化がないので省略し、図表 19 の倒産は、12 月の倒産件数は 750 件となったが、これは 12 月としてはバブル期の 1990 年以来と、極めて低水準である。図表 21 のマネタリーベースについては、12 月は前年比+46.6%である。11 月に 50%台に乗り、12 月は 40%台であったが、1~3 月は大体 50%台で推移する予定である。マネーストックは、M2 が 10 月+4.1%の後、11 月に+4.4%と伸びた後、12 月には+4.2%と少し下がった。同じく広義流動性も、10 月+4.2%、11 月+4.5%、12 月+4.4%であり、11 月に上がって 12 月に少し落ちている。その背景は、図表 23 (1) の M2 の要因分解をみて頂くと、全体は 11 月に少し上がって 12 月に少し下がっているが、その主因は財政要因である。11 月は一昨年の 2012 年 11 月に特例公債法の成立が遅れた関係で財政要因が小さかったのも、その裏が出たという特殊要因である。実勢としては、民間資金調達要因が緩やかに伸びており、これは貸出が増えていることを反映しているので、貸出が増える中でマネーも増えているということだと思う。もう 1 つ増えているのが「その他要因」、すなわちシフトインである。これについては、暮れにかけて株式の譲渡益課税の変更、1 月からの N I S A 導入を控えて、12 月には株の売却が 1.9 兆円、株式投信のネットの売却が 0.6 兆円、合わせて約 2.5 兆円の売却がみられたが、このうち約 1.4 兆円が M R F に入り、これも投信なので広義流動性に入ったということである。残りは恐らく預金に入っていると思うので、M2 についても若干のシフトインもあったと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

## 木内委員

図表 24 の資産価格であるが、日本でもグローバルにもマクロ経済の安定と金融の安定という観点から注目されているが、東証の住宅価格指数は緩やかに上がってきている。まだ緩やかであるが、一方で民間が数字を出している新しいオフィス価格などでは、限界的な数字だと思うが東京で 10% 上がっており、前回のブームである 2008 年辺りに匹敵するまで上がってきて、部分的にはそれなりのブームになってきている感じがする。銀行への影響という点では、確かに銀行貸出の数字が重要で、(3) の不動産向けの貸出はそれほど伸びている感じはないので心配する必要はないということかもしれないが、ただファイナンスの方法が多様化し、例えば J-REIT などは特に昨年は発行も非常に増え、J-REIT の資本調達額が前回のブームに匹敵する位まできているということを考えると、銀行貸出だけではなくもっと幅広くみなければならぬと思っている。その時に、資産価格が銀行だけではなく金融全体に与えるリスクを考える時に、どのような指標に注目すればウォーニングサインが理解できるのかという点で、アイデアがあれば教えて欲しい。

## 内田企画局長

大きなご質問であるが、ミクロ、マクロ両方でみていくということだと思う。まずファクトとして申し上げますと、図表 24 の東証の住宅価格指数は、9 月の +2.9% から 10 月 +5.3% へ伸びている。レベル的には漸くプラスになってきたところとの評価で良いと思う。金融機関借入は、法人季報でみたものと銀行からみたものの両方あり、業種別に不動産業向けがプラスになっていることは間違いないので、こちらも大きなプラスではないが、不動産業向けが増えていることはファクトとして捉えられると思う。

J-REIT については、図表 16 (3) にあるが、木内委員からご指摘のとおり、今の J-REIT のレベル感は、2005~2006 年頃のレベルで相応に活況を呈しているということだろうと思う。この辺については、金

融機関サイドからの情報もかなり重要になってくる。法人季報の数字と金融機関側の数字とどちらが頼りになるかと言うと、金融機関側の数字の方が確かなので、そちらを中心にみていき、かつヒアリング等によるミクロの要素も必要である。マクロの観点からは、図表 25 にファイナンシャル・インバランス関連の指数を作っている。これは単純な計算であるが、対 GDP 比の貸出、総固定資本形成、住宅投資を過去との比較でみており、これらは大体ゼロ近傍にきている。ウォーニングについては、過去に色々な研究があり、過去 15 年程度をみて 5%位のところに入ってくるとウォーニングを出すというようなやり方——これは IMF がやっているやり方である——があるが、日本の場合難しいのは、過去 15 年位デフレが続いているので、現在、過去 15 年にないことが起きているのは事実である。そのためバブルの頃との比較をするなど、少し違った評価の仕方もしていかないと、このファイナンシャル・インバランスの指標もみえづらいところがある。今の段階で特に大きな問題があるとは思わないが、こういったものの見方も少し検証しなければならない。各国の先行研究を使おうとしてもそのままは使えないので、日本流にアレンジしていかなければならないと思う。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

それでは次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

月報の概要について、前月との比較表でご説明する。景気の全体の基調判断は前月と同様だが、当月から消費税増税前の駆け込みに関する記述を加えている。具体的には、「わが国の景気は緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている」としている。需要コンポーネントで言うと、住宅投資と個人消費であり、これらについては「雇用・所得環境が改善するもとの、引き続き住宅投資は増加し、



個人消費は底堅く推移しており」と、住宅と消費をまとめただけで基本的には前月と同じ表現であるが、これに続けて「これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている」という表現にしている。海外経済の現状は、先程外山国際局長から説明があったとおり、米国中心にやや明るさが増しているので、半歩上方修正している。具体的には、前月は「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」であったが、当月は「一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある」と、「回復」という言葉が入っている。

これに合わせて実体経済の先行きは、「輸出は、海外経済の回復などを背景に」と、前月の「海外経済の持ち直しなどを背景に」から足もとの判断の修正に合わせて文言を変えている。リスク要因に関しても、これまでは「世界経済を巡る不確実性は引き続き大きい」という表現だったが、当月は「リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる」と、具体的なリスク要因を列挙するスタイルに変更している。

物価面は、足もと、消費者物価（除く生鮮食品）が11月に+1.2%まできたので、「1%台前半となっている」としている。先行きについてだが、「消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると」という文言を追加して、消費者物価だけでなく国内企業物価も同様だが、物価の基調を消費税率除くベースでみていくことをまず宣言し、そのうえで先行きの消費者物価の前年比については、「暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」としている。こちらも前田調査統計局長から説明があったとおりだが、CPIの前年比は足もと既に1%台前半まで切り上がってきており、今後夏場にかけてはエネルギーのプラス幅縮小とそれ以外の幅広い品目のプラス幅拡大が概ね打ち消し合い、全体では現状と同じ程度のプラス幅で推移するとみられるため、こうした表現としている。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括的な判断については、「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。マネタリーベースは、前年比伸び率が11月の52.5%から12月は46.6%に一時的ではあるが低下したことを受けて、「5割台前半の伸び」から「4割台半ばの伸び」に変更している。企業金融関連では、前月と全く同様の記述としている。主な指標としては、銀行貸出の前年比伸び率は11月が+2.4%、12月が+2.6%となっており、「2%台半ばのプラス」という表現を続けている。マネーストックについても、11月に+4.3%からリバイズアップされ+4.4%となった後、12月に+4.2%であるので、こちらも「4%台前半の伸び」という表現を維持している。

金融市況面では、前回会合の2日目の12月20日終了時点の市況は、10年債利回りが0.685%、日経平均15,780円、ドル/円相場は104.37円であった。先程山岡金融市場局長から説明があったように、年末にかけて円安、株高、長期金利上昇が進み、12月30日にはそれぞれ105.37円、16,291円、0.74%まで上昇したが、本年入り後は米国の雇用統計などを受けて反転して、足もとはいずれも前回会合終了時と概ね同じ水準になっている。こちらについては、明日までの状況を踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

佐藤委員

技術的な質問だが、物価の先行きの表現で、前月は「当面、プラス幅を拡大する」と「当面」という言葉を使っており、これが今月は「暫くの間、1%台前半で推移する」となっている。前回の会合で、この「当面」について質問したが、わりと短い時間的な概念を示す言葉であり、通常2~3か月、最短1か月との説明であったが、今月の「暫くの間」は、何か月位のタームを示すのか。「当面」より少し長いと聞いているが、短くてどの程度、長くてどの程度なのか。

もう1点は、物価の現状について、足もと1.2%なので「1%台前半」と記述しているが、この「1%台前半」の「前半」を文字どおり「前半」とすれば1~1.4%ないし1.5%位の幅で見られるが、先行きどのようなイメージを持って「前半」と記述しているのか。

#### 亀田調査統計局経済調査課長

まず、「暫くの間」がどの程度を指すかについては、前日も申し上げたが、必ず何か月というルールや慣行がある訳ではないので多少幅をもってご理解頂ければと思う。佐藤委員もおっしゃっていたが、「当面」よりは少し長い。ただこれも前回ご説明したが、金融経済月報では展望レポートほどは長いタームでみておらず、先行き概ね半年位をみている中で「暫くの間」であるので、非常に長い期間を指す訳ではない。今回について言えば、先程、前田調査統計局長から説明のあったとおり、先行き半年位を見越して、あるいは夏場にかけてというようなタームの中で、消費者物価がエネルギーとエネルギー以外が打ち消し合って現状程度で推移すると考えている。ピンポイントでいつまでという答えはなかなか難しいが、大体それ位のタームを念頭に置いた表現であるとお考え頂きたい。

#### 佐藤委員

ということは、「当面」は長くて2~3か月、「暫くの間」は大体半年以内、最長で6か月位、最短で4か月位のイメージか。

#### 亀田調査統計局経済調査課長

3か月が入らないのかと言われると、「暫くの間」という言葉自体が幅を持っているので、ピンポイントのお答えは難しいが、今回で言えば、「暫くの間」は2~3か月よりも少し長めで、最大夏場位までの半年位をみている。

佐藤委員

そうすると4～6か月程度と理解して良いか。

亀田調査統計局経済調査課長

私の方から、何か月から何か月とは言えないが、おっしゃっているような範囲で見通しを表現していると考えて頂いて結構かと思う。

それから「1%台前半」のもう少し具体的なイメージということであるが、こちらも前田調査統計局長の説明の繰り返しになってしまうが、基本的に現状1.2%まできており、先行きもこの辺りを中心レンジにした1%台前半で推移するとみている。勿論、為替や市況が大きく動かないことが前提となるので、市況など物価に影響を与えそうなものが大きく動いた時に、1%を割るとか1.5%があるかないかといった議論があるかもしれないが、基本的には、見通しの中心レンジで考えている姿が1%台前半であり、現状と同程度でいこうということである。

佐藤委員

「1%台前半」と言うと、私のイメージでは上にも下にも幅——上では1.4～1.5%まで——がある。先程も言ったように為替の影響が強まってきたと思うので、為替次第で上にも下にも振れ得ると思うが、少し幅の広い概念に思える。

亀田調査統計局経済調査課長

「1%台前半」と言った時には、1～1.5%位を思い浮かべる方が多いのではないかと思う。因みに英語の表現では、過去、物価やマネーサプライで「1%台前半」という場合に「in the range of 1-1.5%」というような表現を使っている。これまでそうした言葉も使われていたのでそれ位を指して頂いても構わないが、われわれとして1.0%や1.5%が絶対ないということでは勿論ないが、少なくとも「1%台前半」ということについての中心的な見通しについて、それなりの大きな確度で考えているということである。

## 木内委員

今回から現状判断の基調判断に、消費税率引き上げの駆け込み需要が加えられている。これは足もとで、自動車や家電でその影響が出ている蓋然性が高まったということであるが、これを基調判断に入れることの方の整理であるが、通常、景気判断、局面判断は、消費税率引き上げの駆け込みのような一時的な要因や特殊要因、統計の振れを全体として総合判断したうえで、われわれとしては回復していると言うのが建前であると思う。従って、通常は一時的な特殊要因などは敢えて基調判断には入れないと思うが、それにもかかわらず今回入れたのは、他の要因と比べてもあまりにもインパクトが大きいからこのような扱いとしているのか。その結果として、基調判断自体の蓋然性も正確性も少し下がってきている、つまり統計としては強いがそのうち消費税の駆け込みがどうなるか分からないので、基調の部分が悪化している可能性がない訳ではない、ということになる。そうすると、前半の「わが国の景気は緩やかな回復を続けている」という中核判断に対してヘッジしている扱いと考えられるのか。今回駆け込み需要を記述したということは、駆け込みの反動減も入れなくてはならないことになり、数か月位経つとここに「駆け込みの反動減もみられている」と書かなくてはならない。それが何か月か続くと、トータルでは、半年あるいはもっと長くこのヘッジをつけることになると思う。その時に基調判断を変えづらくなるのか、従来どおり、1ノッチずつ変えていきどこかで「拡大」というスケジュール感でいくのか、あるいは消費税の攪乱がある間は大きな基調判断の修正自体がスピードダウンさせられるということはないのか。決めている訳ではないと思うが教えて欲しい。また、1997年当時、月報のような本行の景気判断を示すような文章——当時は、金融経済月報はなかったと思うが——で、消費税の駆け込みや反動について、文章中でどのように扱っていたか、教えて欲しい。

## 亀田調査統計局経済調査課長

基本的には消費税の駆け込みとその反動の影響を除いて基調判断をしていくということである。一般論として、駆け込みや反動が大きい時に、そうでない時に比べて基調判断が難しくなるのはおっしゃるとおりだが、基本的にはそれを除いた実勢を考え基調判断していくということに尽きる。

今回、このような文章になっているのは、前半部分の「わが国の景気は緩やかな回復を続けており」というところが基調判断であり、これは実質的に前月と変わっていない。ただ、木内委員もおっしゃっていたが、この局面で駆け込み需要に言及しないのも不自然なので、駆け込み需要もあるということの後から加えている。その意味では、駆け込みについてはアディショナルに付け加えており、判断自身は前月と変わっていない。それを「ヘッジ」と言うかどうかは言葉の使い方、考え方によるのであろうが、われわれとしては、車の販売などをみている限り、思っているよりも駆け込み需要が強いかもかもしれないと考えつつも、一方で、実勢のファンダメンタルズも強いという見方も各指標でやや強めている、あるいはこれまでみてきたとおりの見方であるという蓋然性が高まっていると考えているので、今回のこの表現で基調判断自体についてヘッジしたかったということではない。

反動減の時には、おっしゃるように何らかのかたちで駆け込みの反動減について記述することになると思うが、そちらについては今後の議論にもよるので、この時点で申し上げるものではないと思うが、基本的には反動減を除いたうえで基調判断していくことに尽きると考えている。

最後に、前回の1997年4月前後の日本銀行の判断については、1997年4月に消費税率が上がった時には、「わが国の景気は消費税率引き上げに起因する振れを伴いつつも、基調としては緩やかな回復傾向にあり、民間需要は底固さを増している」と表現している。その前の3月は「わが国の景気は緩やかな回復を続けており、民間需要は底固さを増している」と、駆け込みについての表現は3月以前の冒頭表現としてはなかったが、4月

に、「消費税率引き上げに起因する振れ」にメンションし、「振れを伴いつつも、基調としては」という文言を足すようになっていた。

白井委員

確認だが、この先行きの期間は半年とおっしゃったが、別の説明では半年から1年というのもあり、私はもう少し短くみているが、その辺はある程度コンセンサスがあるのか。そのうえで、消費税率の引き上げの話が今回初めて出てきたが、そうすると、人によっては3か月位のスパンでみていると思われる方もいるかもしれない。今の説明の確認だが、なぜ今回入れたかと言うと、自動車に関しては前から少し出ていたと思うが、特に11月、12月が相当強く出ているというところに注目して入れることにしたということなのか。駆け込み自体はもう少し前から出ていたので、なぜ今回なのかということも含めて、先行きの期間も確認したい。

亀田調査統計局経済調査課長

先行きの期間に関しては、先程の佐藤委員への説明ともかぶる部分はあるかもしれないが、金融経済月報において「先行き」と言う場合、大まかには半年程度までを念頭に置いて作っており、展望レポートでの先々の翌年度、場合によってその先の見通しまで示しているタームよりは、もう少し短めに区切ってある。

今回、駆け込み需要について冒頭でメンションしたことについては、おっしゃるように1番最初は住宅の駆け込みが現れていたし、前月もミクロのエピソードで拾えば、どうも一部には駆け込み需要はみられているようだという感触はあったが、今月そのような動きが続いている中で、車の販売も強い、車ほどではないが家電販売の一部でも——住宅自体が駆け込みの部分であって、そこからの派生需要というものもあると思うが——アネクドタルな情報や数字をみると、駆け込みの影響が前月よりも色濃いと判断したので、今月からこうした判断を入れた方が良いと考えたということである。

森本委員

先程の佐藤委員のご質問の1%台前半の件であるが、「前半」、「後半」という考え方はあると思うが、金融のところでマネタリーベースが「5割台前半」から「4割台半ば」となっているので、月報上の統一性から言うと、「前半」、「半ば」、「後半」となる。月報上のこのような表現からすると、私は、「前半」では1.5%はないと思っている。

亀田調査統計局経済調査課長

私が先程申し上げたのは、足もとが1.2%にきており、その中心レンジ± $\alpha$ で推移するというのが、われわれの最も蓋然性の高い見通しであり、それを表現したということである。ただ、敢えて申し上げたのは、為替動向等にもよる部分があるので、あくまでも為替が一定のもとでそのような動きになるという見通しであり、結果的にそのような数字が出てくることは絶対はないかと言われると、常にリスクがあるということを申し上げた。

森本委員

用語上の話として、佐藤委員が「1%台前半」と言えば1.4%や1.5%もある」とおっしゃったが、私は、「月報では「半ば」という言葉も使っているのだから、1.5%はないであろう」と言っているだけである。

正木企画局政策企画課長

月報の中で全ての用語について統一されているかどうかは別にして、見通しなので当然、分布があり、少なくとも私の理解としては「1%台前半」という時に、分布の中心に1.5%が入っている訳ではないと思う。ただ、当然予測なので広がりがあり、1.5%あるいは0.9%も排除しないかもしれないが、「1%台前半」と言った場合には、1.1%、1.2%、1.3%位が分布の中心としてイメージされているということだと思う。亀田調査統計局経済調査課長が申し上げたのは、ディストリビューションの中で1.5%を排除するかとい



うとそうではないということであるが、1.4%や1.5%を中心に考えているのであれば、当然「1%台半ば」というような言い方になる可能性もあると思うので、もう少し下のところを中心的な分布として言っているのではないかと思う。厳密な用語の統一がある訳ではないが、1.4%や1.5%が中心ということではないという印象を持っている。

森本委員

それはよく分かるが、同じ文章の中で使い分けているので、読む人は、「1%台前半」と言えば「1%台半ば」と区別していると読むのが普通である。私が言っているのは、中心がどこにあるか別にして、読み方としてはそういうことではないかということである。

黒田議長

あまり semantics で議論しても仕方ないかもしれないが、「前半」、「半ば」、「後半」と言っても重なるところがあると思う。「前半」は1~1.3%、「半ば」は1.4~1.6%、「後半」は1.7~1.9%と3者が exclusive になっているのではない。「程度」という言葉もよく使うが、「程度」と「前半」もダブっているし、「前半」と「半ば」もダブっているし、「半ば」と「後半」もダブっているところがある。だから、そこはある程度ダブる余地があるので、必ずしも exclusive にする必要はないと思う。

森本委員

ピンポイントで言っているのではないというのは、まさにそういうことなので、了解した。

白井委員

もう1点だけ確認したい。今月、消費税率の引き上げのことを入れたことは理解したが、10月の展望レポートのリスク要因は、消費税率引き上げの影響は、駆け込みや反動といった一時的な話だけではなく、実質可処分

分所得が低下する一方で、政府の景気対策や、社会保障や財政への安心感などを消費者が織り込んでいるだろうからそこが相殺するであろうということで、一時的というよりはもう少し基調に近い話だと思う。一方、ここでの消費税の話は非常に一時的な話である。そこはどうかと思う。

#### 正木企画局政策企画課長

展望レポートと月報あるいは対外公表文との関係はなかなか難しい部分があるが、展望レポートは、ボリューム的にもフルテキストで上振れ・下振れ要因を記述できるが、その記述が必ずしもそのミニチュアとしてここに全部凝縮されている訳ではないと思っている。

#### 亀田調査統計局経済調査課長

消費税の影響は勿論駆け込みと反動だけではなく、実質所得の下押しを通じた何がしかの影響をある程度織り込んでおり、そこにある種の不確実性があることは展望レポートの時から変わっていない。ただ、今月の冒頭表現ということで申し上げますと、今はまだ駆け込みの段階で、それを淡々と加えている。勿論、消費税率が上がった後に、その影響については、反動と何がしかの実質所得の下押しの効果も含めて基調判断していくが、展望レポートの時点では、それを含めて考えても消費税の影響を乗り越えて日本経済の回復のモメンタムはなお続くという見通しを示しており、それはこの月報でも同じである。先程の前田調査統計局長の説明にもあったが、敢えて言えば足もとの材料、情報は基調的な動きもしっかりしているということを、より強く示すものが多かったと考えている。その意味で、展望レポートの表現、判断を、弱めたり何かを加える必要はないというのが、今回の月報での判断である。

#### 黒田議長

他にないか。それでは、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、厳正な機密管理をくれぐれも  
願います。

(16時36分中断、22日9時00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。本日は、中間評価を含  
めた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の取りまとめと採  
決、昨年12月19、20日開催の議事要旨の承認の順に進めて行く予定であ  
る。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは古川禎  
久副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全  
て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏ま  
えてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のため  
の中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとど  
まって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、  
宜しく願います。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間  
評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配布し、見通し  
計数と分布について、説明をお願いします。

[事務局から資料を配付]

内田企画局長

今回の数字を中央値で申し上げる。実質GDPが、2013年度+2.7%、  
2014年度+1.4%、2015年度+1.5%である。2014年度は、前回の+1.5%

から+1.4%と変化している。それ以外は同じである。大勢見通しは、2013年度+2.5～+2.9%と若干幅が狭まっていることと、2015年度の下限が+1.3%から+1.2%になっている以外は変わっていない。いずれも0.1%ポイントの範囲の変更である。次にCPIは、除く生鮮、消費税を除くベースで、中央値が2013年度+0.7%、2014年度+1.3%、2015年度+1.9%と、こちらについては前回と全く変わっていない。大勢見通しは、2013年度+0.7～+0.9%と幅が狭まるかたちになっている。2014年度の下限、2015年度の下限がそれぞれ0.1%ポイントずつ上振れている。以上、基本的に中央値、幅とも0.1%ポイント以上の変化がないので、今までの慣例に従うと、概ね見通しに沿っているという判断になろうかと思う。政策委員全員の見通しの幅もほぼ同様である。

リスク・バランス・チャートについては、実質GDPについては上位40%～下位40%の真ん中辺りに中央値が入っている。CPIの方もほぼ同様である。2013年度が上の方に若干厚い感じになっているが、それを除くと概ね中央に入っており、概ねバランスしているという評価かと思う。以上である。

#### 黒田議長

まず、最初のラウンドでは最近の金融経済情勢および中間評価について、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。まず佐藤委員から願います。

#### 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。前回会合で海外経済の現状判断をもう半ノッチ引き上げても良いのではないかと思うと述べたが、今回そのとおりになっているので、その点でも違和感はない。内外経済は、昨年10月の展望レポートに示した政策委員会の見通し中央値および中心的なシナリオに沿って推移していると判断している。

まず、海外経済について、前回会合以降の主なプラス材料だが、米国経済で個人消費の堅調さを示す指標が相次いだほか、輸出の好調から貿易収支の改善が進んだことである。これにより昨年 10～12 月期の GDP 成長率は年率 3%程度となり、2014 年はかなり高めのゲタを履くこととなる。連邦政府の歳出削減に関する与野党合意で強制歳出削減の規模が圧縮され 0.2%ポイント程度の成長率押し上げ要因となることなども踏まえると、2014 年は保守的にみても 3%成長は十分展望可能である。昨日公表の IMF の見通しも昨年 10 月時点の +2.6%から +2.8%に上方修正され、因みに世界経済見通しも今回の回復局面で初めて上方修正された。12 月の雇用統計は天候要因から期待外れで、目先冬場の経済指標は引き続き天候に左右されやすいと思うが、春先以降は逆にペントアップ需要が見込まれる。前回申し述べたとおり 2014 年も米国は世界経済の牽引役であり続けると思う。

これに対し欧州経済は、回復しつつあるとはいえ、デフインフレのもとでのユーロ高などから引き続き不透明感がある。詳細は前回会合で触れたので省略するが、ユーロを取り巻く政治的な不確実性は 2014 年も主要なリスク要因であると認識している。

新興国経済および市場は、昨年は米金融政策を巡る思惑で振れる展開となったが、いわゆる脆弱 5 か国でもパフォーマンスに乖離が出てきており、トルコや南ア等で市場の地合いは引き続き不安定な一方、インドでは、中銀総裁のイニシアティブのもとでの改革努力が市場から一定の評価を得ているように見受けられる。米金融政策が出口に向け舵を切る中、過剰流動性相場の終焉といった思惑から一部の新興国市場には引き続きストレスがかかりやすく注意が必要である。かつ、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を 2014 年も継続すると見込まれるうえ、当局が過剰なレバレッジの積み上がりに神経質なこともあり、新興国経済による世界経済の牽引力は、引き続きやや見劣りするとみている。ただし、こうした中でも日本の輸出の先行きに影響すると見込まれる N I E s ・ A S E A N、とりわけ前者の台湾の輸出、生産が持ち直し

つつある点はプラス材料である。

国内経済について、アネク情報では、年末年始の消費動向は日並びの良さも手伝い堅調であったようである。自動車や白物家電等の耐久消費財では、消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられる。目先は基調的な消費と駆け込み需要との識別が難しいため、消費だけに着目するのではなく、税率引き上げと関係の薄い輸出、生産、設備投資の動向なども点検しつつ、冷静な基調判断が求められる局面である。輸出については、先に挙げたNIEsの経済情勢の好転がプラスに作用し、これまで精彩を欠いたところにプラスの影響が及ぶことを期待している。設備投資は、機械受注や資本財総供給といった先行・一致指標が持ち直している点がプラス材料ではあるが、GDPベースの設備投資は、これら月次指標が示唆するよりも弱めの結果が続いてきただけに、基調判断を引き上げるほどではないと思う。総じて、国内経済については当面消費が強めに出ることは自明であるので、輸出や設備投資の出方を注意深く点検していく必要があると思う。

最後に物価だが、10月展望レポートの政策委員会の見通し中央値に沿って推移している点には同意するが、シナリオやメカニズムについては違和感がある。すなわち、このところの消費者物価は耐久消費財の輸入浸透度の高まりから、円安の影響を受けやすくなってきた印象がある。ラフに言えば、昨日申し上げたように円の対ドルでの10%の減価で消費者物価コアの感応度が0.1%弱というのが過去の経験則であったが、足もとは0.2~0.3%程度に上昇しているイメージである。エネルギー要因以外では主に情報通信関連の耐久財で物価上昇がみられ、それが物価全体の為替感応度を押し上げているとみられるが、これらが基調的な需要の強さを映じたものか、あるいは単に国内電機メーカーの競争力低下を映じたものか——私としては後者の要素を無視できないとみているが——、改めて吟味が必要と感じている。仮に、円安の影響を受けやすくなっているということであれば、円高局面では従来以上に物価が下がりやすくなる可能性もある。物価動向については、結果オーライとするのではなく、そのメカニズムも含めて点検する謙虚な姿勢が、市場との対話を円滑にするうえでも重要で

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

海外経済は緩やかに回復しつつあるが、改善傾向にある先進国経済と、弱さが目立つ新興国経済との二極化傾向が依然解消されていない状況である。トルコ、タイなど一部の新興国で同時に政治、社会情勢が不安定化していることも懸念材料である。

米国経済の堅調は揺るがないといった見方が依然有力だとは思いますが、自動車販売、ISM非製造業指数、雇用統計など、直近12月分では弱めの経済指標も散見された。また、米国の景気回復は今年年央に6年目に入るが、この段階でもなお過去の実績に照らして高水準の失業率など経済のスラックが継続していることは異例ともいえる。こうした環境では、通常、企業収益や雇用者所得の先行きの見通しは概して厳しくなりやすいにもかかわらず、経済が少なくとも表面的には堅調に推移している背景には、積極的な金融緩和の効果があると思う。しかし、中央銀行が長期国債を大量に購入するもとでは、長期国債利回りへの低下圧力が資産価格を押し上げる一方、その指標性が失われることで資産価格の形成が歪められる可能性もある。こうしたリスクについては、同様の政策を採用している英国や日本でも十分に考慮される必要があると思う。

中国経済については、昨年10～12月期の成長率が前期からやや低下したが、これは最近の製造業PMI指数の動きとも整合的である。また先行指標となる輸出受注指数が最新12月分で5か月振りに50を下回ったことは、生産活動が先行きさらに鈍化する可能性を示唆していると思う。政策面では、年明けに政府がシャドーバンキングの規制強化の方針を示しており、シャドーバンキングに依存する傾向が強い地方政府のインフラ投資が今後抑制されることも考えられる。これらの点を踏まえると、2014年前

半は緩やかな成長率の低下傾向が続く可能性があると考える。

アジア新興国経済全体は、域内貿易活動の低迷から、先進国経済が改善しているわりには、なお勢いを欠く状況である。この背景には、過去数年間で中国の成長率が10%台から7%台へ、インドは9%台から5%台へ大きく低下したことも影響していると思う。両国の成長率が短期間で大きく下がったことが、アジア経済全体の中期的な成長期待を低下させている可能性も考慮しておく必要があるように思う。

国内経済については、個人消費などを中心に足もとは総じて堅調である。しかし、ほとんどの経済指標は、既に直接、間接的に消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響を受けているため、明確な景気判断は下しにくい局面にある。他方、こうした影響を受けにくい輸出動向は、既に述べたアジア地域での需要鈍化などを背景に、依然軟調に推移していると思う。加えて、政治、外交情勢の最近の変化を反映して、中国および韓国向けの輸出に今後多少なりとも悪影響が生じないか注視する必要がある。

基調的な景気の方角性を左右する要因としては、この輸出と並んで賃金動向が挙げられる。春闘で主要労組は1%以上の賃上げを要求することが見込まれる。実際、一部ベースアップも含めて主要企業の賃金は来年度明確に上昇すると考えているが、それでも基本給に相当する所定内賃金の上昇率は、全体では1%未満にとどまる可能性が高いと思う。その場合、名目賃金の上昇率は、増税の影響を除いた消費者物価上昇率の見通しをも下回り、春闘後も実質賃金の低下基調が続く可能性が高いと考えられる。この1人当たりの実質賃金の低下傾向は、今後、国内経済の主要な下振れリスクになると考えている。

最後に物価動向だが、季節調整済み3か月前比など瞬間風速で計測した基調部分の全国消費者物価は、直近の11月分をみると再び増勢を強めてきている。円安の進行、そして需給ギャップの改善がその後押しとなっていると思うが、加えて、既に述べた消費者の駆け込み需要と同様、企業の間でもコスト増加を受けた価格引き上げを消費税率引き上げ前に済ませようとする、一種の駆け込み行動が一部に発生していることも考えら



れると思う。これは、消費税率引き上げと同時に値上げを行った場合には便乗値上げとの批判を受けやすいこと、税率引き上げ後は経済環境の不透明感が増すこと、さらに消費者が価格に対してよりセンシティブになることなどが背景にある。過去の消費税導入時や税率引き上げ時にも同様の傾向がみられたように思うが、消費税率引き上げが近づく今年1～3月期には、価格の引き上げの勢いはやや弱まる可能性も考えられる。今後の物価動向は為替に大きく左右されるとはいえ、こうした点も考慮すると、増税の影響を除いた消費者物価の前年比上昇率は、今年度末から来年度初めにかけて明確に頭打ち傾向を示す可能性が高いと、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気判断としては、緩やかな回復を続けているとみており、基調に変化はない。

海外経済については、新興国の一部で緩慢な動きが続いているが、先進国を中心に回復しつつあるとの執行部の見方に違和感はない。米国経済をみると、天候要因もあって非農業部門雇用者数の増加幅が縮小したが、一般的に堅調な経済指標が多く、1月のベージュブックでも確認されたように米国経済の緩やかな回復を裏付けている。家計部門では、消費者コンフィデンスが一時の落ち込みから改善するもとの小売売上高も堅調に推移しており、企業部門でも非国防資本財受注や鉱工業生産などのハードデータに改善がみられる。財政や金融政策の不透明感がほぼ払拭されたこともあり、米国経済は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が改善基調を続けるもとの、新車販売が底打ちするなど個人消費が緩やかながらも改善しているほか、輸出も持ち直しに向かっており、全体として持ち直している。しかしながら、

ユーロ高が輸出を下押しする可能性や、緩和的な需給環境のもとで賃金調整圧力が続くなど、デフインフレ傾向が長期化する可能性には引き続き注意が必要である。

中国経済をみると、10～12月期のGDP成長率は前年比7.7%と、堅調な内需を背景とした安定成長が続いている。先行きは、輸出の緩やかな改善が見込まれることに加え、当局が構造調整を進めつつも同時に景気下支え策も講じていくとみられる中で、現状程度の安定した成長が続くとみている。他のアジア新興国をみると、韓国、台湾は改善傾向にあるが、ASEANでは、金融のタイト化やインフレ率の上昇、さらに最近の政情不安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。

この間、国際金融資本市場をみると、新興国の通貨、株価、債券は、FRBの資産買入減額開始に対しては総じて落ち着いた動きとなっているが、今後の減額ペースを巡る思惑などで再び緊張が高まることがないか、引き続きその動向を注視していく必要がある。

次に、わが国経済をみると、輸出はやや勢いを欠くが、内需が堅調に推移するもとで緩やかな回復が続いている。先般の支店長会議でも、各地域に景気回復の動きが広がり、人手不足感も強まっているとの報告が聞かれた。内需について少し詳しくみると、個人消費は消費税率引き上げ前の駆け込みもあって、新車や白物家電を中心とした耐久消費財等の増勢が明確になっている。雇用・所得環境の改善が続くもとで、基調的にも底堅い動きが続いているとみている。この間、公共投資や住宅投資も、当面は増加傾向をたどるとみられる。設備投資をみると、資本財総供給や建築着工床面積が増加傾向にあり、機械受注も製造業を含めてははっきりと改善しており、今後、緩やかな増加基調をたどるとみている。輸出についても、日中関係の影響等に注意は必要だが、輸出数量や機械受注の外需の動き等も踏まえると、海外経済が回復していく中で、緩やかに増加していくと考えている。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、労働需給面では、有効求人倍率が1.0倍に達するなど着実な改善が続いている。そうしたもとで、1人当たり名目賃金は、パート比率上昇による下押し圧力を受けつつも前年比プラスに転じている。また、冬季賞与のアップに続き、今春の賃金改定交渉が注目されている。賃上げは業績好調な大企業が中心とみられるが、短観での中小企業を含めた企業収益の改善傾向を踏まえると、全体として所定内賃金も含め相応のアップが見込めるのではないかと思う。経済の好循環に不可欠な今後の賃上げの動向を、注視していきたいと思う。

次に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、11月に+1.2%にまでプラス幅を拡大している。マクロ的な需給バランスが改善するもとで、コスト高を転嫁しやすい環境となっており、幅広い品目に改善の動きが広がっている。ただ、目先は石油製品価格による押し上げ効果が剥落していくため、暫くは1%台前半で推移するとみられる。4月以降は、消費税の転嫁もあり、厳しい競争環境が続く中でさらなる上昇が浸透していくかどうか、注意が必要だと考えている。もっとも、やや長い目でみれば、マクロ的な需給バランスの改善や、主としてバックワードルッキングに支えられた中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して、2%に向けて次第に上昇していくものとみている。

最後に中間評価である。10月見通し時に比べると、足もとやや円安・株高となっているがバンド内の動きであり、実質GDP成長率は、2013年度が輸出や設備投資のやや下振れの影響を受けるが、大枠では見通しに沿って推移すると考えている。消費者物価（除く生鮮）も、その後の実績等を踏まえ、ほぼ前回見通しに沿った動きとなるとみている。また、経済・物価を巡るリスクについては、上下にほぼバランスしているとみている。欧米経済の回復テンポや構造的な課題を抱える新興国の動向などの海外経済の動きに加えて、堅調な内需が持続していくうえで、家計の雇用・所得動向等への目配りが重要だと考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁をお願いします。

岩田副総裁

まず世界経済であるが、執行部の見解に示されているように、「一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある」と考えている。米国の成長率は、堅調な個人消費、持ち直しつつある設備投資など、総需要が増加するもとで高まりつつある。雇用は12月単月で見ると悪化した。これは寒波などによる一時的な落ち込みで、均してみれば18万人前後の増加が続いており、改善傾向に変わりはないと思う。今後は財政面の下押し圧力が和らぐこと、家計の債務調整の進捗を基本的要因として消費と住宅投資が堅調であること、製造業も回復したことなどを考慮すると、成長率は今後さらに高まると予想している。

ユーロ圏経済も2四半期プラス成長が続いており、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ている。ただし、デフインフレが欧州の過剰債務問題を悪化させるリスクには注意が必要だと考えている。

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、米欧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改革を推進する立場を採っており、先行きも現状程度の成長を維持するとみている。

米中の堅調な成長とユーロ圏の持ち直しにより、中東欧とNIEs、特に台湾などの輸出も増加している。一方、ASEAN諸国は、金融環境のタイト化等により緩慢な状況が続いており、今後暫くは緩慢な状況が続くと思う。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が改善することや為替安が働くことで輸出の増加が期待されること、および対内直接投資の増加による製造基盤の改善などから、成長モメンタムは次第に高まってくると予想している。なお、新興国の金融市場は、昨年12月のFOMCの資産買入減額開始決定後も比較的安定して

おり、先行きも混乱することなく推移すると予想している。

以上から、世界経済の下押し圧力は一頃に比べて低下したと考える。

次に日本経済については、全体としてみれば、量的・質的金融緩和政策が想定したシナリオに沿って推移していると考えられる。しかし、輸出は為替円安が始まってから1年以上を経過したが、依然として、その伸びは想定した伸びを下回っている。一方、設備投資は企業収益が改善する中で、持ち直し傾向が明確になってきた。昨年11月の機械受注（民需、除く船舶・電力）は、全体で前月比+9.3%の高い伸びとなり、製造業も+6%まで上昇した。このことから、今後、設備投資は昨年を上回るペースで拡大すると予想している。改善の遅れている輸出だが、今後は、為替円安に加え、欧米および中国を中心に世界経済が持ち直すことにより、緩やかながらも増加基調が続くと考える。振るわなかったASEAN向け輸出も、このところ下げ止まっている。

賃金、雇用動向は、雇用者が増加し、所定外給与と特別給与が増加し、所定内給与の減少幅も次第に小さくなっているため、雇用者所得は増加している。今後、労働需給の改善が明確になるにつれ、賃金には次第に上昇圧力が強まってくると予想している。

物価については、10月のコアコア消費者物価指数の前年比が+0.3%まで上昇し、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と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。

次に、4月からの消費税増税の中期的効果を考えると、消費税増税は可処分所得の減少をもたらすことから、消費の減少が懸念されている。しかし、量的・質的金融緩和の継続による予想インフレ率の上昇、需給ギャップの縮小とそれに伴う雇用環境の改善が続くため、雇用が量として増える一方で、賃金も、企業収益の改善と予想インフレ率の上昇を反映して中長期的に上昇し、その結果、中長期的にみると、マクロ経済全体でみた実質雇用所得は増加基調をたどると予想している。従って、中長期的な消費は

消費増税の可処分所得減少のマイナス効果を乗り越えて増加基調をたどると予想している。そうであれば、成長率は一時的に低下するが、中長期的にみれば潜在成長率を上回る軌道に復帰すると考えている。

中間評価については、世界経済の下押し圧力が低下した分、実質成長率、消費者物価ともに昨年 10 月の展望レポートで示した見通しに概ね沿って推移する蓋然性が、これまでより高まっていると考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

国際金融市場では、F e d の tapering 開始の決定に対して、比較的落ち着いた反応だったと思うが、経済のファンダメンタルズや政治情勢に応じて新興国を選別する動きもみられているので、今後の各国の構造改革の取組み、政治情勢をしっかりと点検していく必要があると思う。

海外経済については、まず米国経済は、11 月の非農業部門の雇用者数が 7.4 万人の増加と市場予想を大幅に下回った。しかし、これには、恐らく天候など特殊要因が影響しているとみられることや、他の経済統計は総じて堅調であるので、緩やかな回復を続けているとの評価を変える必要はないと思う。むしろ、生産の伸びや I S M 指数の堅調さを踏まえると、家計から企業へと回復の裾野が徐々に広がりつつあるのではないかと考えている。財政を巡る不確実性がほぼ消えたことと併せると、米国に関しては下方リスクが低下していると言って良いと思う。

欧州経済については、輸出や製造業 P M I 、生産などの動きをみると、持ち直していると評価して良いと思うが、先行き、欧州債務問題の解決の道のは長く、今後も注意が怠れない点もあると思うので、この点については第 2 ラウンドで触れたいと思う。

中国経済は、堅調な内需を背景に、安定した成長を続けている。先行きも、現状程度の安定的な成長が続くとみている。新興国・資源国は、全体

としては景気回復のモメンタムが弱まった状態が続いている。特に、多くの日本企業が進出しているタイでは、反政府デモが長期化しており、経済や金融市場への影響が気になるところである。もっとも、韓国、台湾では、先進国経済の改善に伴って輸出が持ち直している。これに伴って生産も増加するなど、上向きの動きがみられる。先行きは、世界経済の回復テンポが増すにつれて、新興国・資源国全体としても持ち直していくことが期待できると思っている。

以上を踏まえると、海外経済の全体の評価は、先月までの「緩やかに持ち直している」から、先進国を中心に「回復しつつある」へと一步前進させることが適当だと思う。先行きについても、先進国を中心に「緩やかな回復が続く」と考えている。またその下方リスクは、米・欧・中を中心に一頃よりは低下していると思う。

わが国経済について、まず企業部門をみると、気掛かりだった設備投資だが、このところ資本財総供給がはっきりと増加してきており、現状は持ち直しているとみている。また、先行指標である機械受注をみても、製造業の持ち直しが明確になってきており、設備投資は先行き緩やかな増加基調をたどるとみて良いと思う。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。ただ、先日の支店長会議でも報告があったが、耐久財や住宅では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられていることは念頭に置いておく必要がある。先行きは、消費税率引き上げ後の反動の影響はあるが、雇用・所得環境の改善などに支えられて、家計支出は底堅く推移するとみている。輸出については、自動車が高い伸びとなっているほか、資本財・部品も緩やかながら増加傾向にあるので、全体としては、勢いはまだ弱いながら、持ち直し傾向にあるとの判断で良いと思う。以上を踏まえると、景気の実状は、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、「緩やかな回復を続けている」との判断を維持するのが適当であると思う。

先行きについては、消費税率引き上げ後の一時的な落ち込みからの回復がポイントになるが、輸出や設備投資が緩やかに増加していくほか、政府

による対策の効果もあって、景気の前向きなモメンタム自体は維持され  
ると考えている。足もとの輸出の持ち直しの勢いの弱さの背景には、国内需  
要の強さから輸出余力が乏しいという側面もあるとみている。そうである  
とすれば、4～6月の内需の落ち込みは、輸出の増加である程度カバーで  
きるのではないかと考えている。その意味でも、海外経済についての方  
リスクが減少していることは、われわれの見通しの実現にとってプラスの  
要素だと思っている。

これらを踏まえると、中間評価との関係では、「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、基調的には潜在成長率を  
上回る成長を続ける」という、展望レポートで示した見方を変える必要は  
ないと考えている。

最後に物価面だが、円安や資源価格の影響だけではなく、幅広い品目で  
改善がみられていると思っている。先行きについては、エネルギー関連の  
押し上げ効果が減衰する一方、需給バランスの改善が押し上げ要因として  
作用することから、為替レートや原油価格についてやや保守的な前提を置  
いても、暫くの間は、現状程度の1.2～1.3%程度、つまり1%台前半で推  
移すると考えている。その先は、需給バランスの改善や予想物価上昇率の  
高まりから再びプラス幅が拡大し、2015年度までの見通し期間の後半、  
すなわち2014年度の終わり頃から2015年度にかけて、物価安定目標であ  
る2%に達するとみている。先に述べた海外経済のダウンサイド・リスク  
の低下などを踏まえると、経済・物価見通しの実現の蓋然性は高まってき  
ていると言っているのではないかと考えている。私からは、以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、10月末の展望レポート時点と比較した変化点を申し上げます、  
①円安・株高が一段と進んだこと、②2012年度の公共支出データの方



修正によって先行きの見通しが上方修正されたこと、③米国において財政問題や tapering の開始時期を巡る不確実性が改善したことが挙げられる。こうした中で、わが国経済は、公共投資、設備投資、住宅投資、耐久財を中心とする個人消費を主因に緩やかな景気回復を続けている。雇用・所得環境が改善しているほか、鉱工業生産も内需を主因に緩やかに増加しているが、輸出や海外向けの機械受注は伸び悩んでいる。

2015 年度までの経済成長率の見通しについては、先程指摘した変化点を反映して 10 月時点よりも多少上方修正をしているが、委員の中央値対比で慎重にみている点に変化はない。この理由として、製造業、非製造業ともに建設部門およびその関連部門が企業の業況判断の改善に大きく寄与しているが、同部門の今後の持続性に疑問があることに加え、製造業の活動と耐久財を除く個人消費の基調的な動きからは、自律的な民間経済活動の強まりが必ずしも確認できないからである。すなわち、製造業については、運転資金対比で設備投資の資金需要が伸び悩んでおり、生産、輸出が好調なわりに自動車産業の機械受注額の水準はここ 1 年ほど横ばいで推移している。これは企業による国内販売、輸出の先行きに対する自信の弱さが反映されている可能性がある。

次に、個人消費についても、①消費動向調査と生活意識に関するアンケート調査のいずれも 12 月の消費者マインドが悪化していること、②第 3 次産業活動指数の中の生活関連サービスセクターの水準がほぼ横ばいで推移しているほか、消費動向調査の先行き 1～3 月のサービス支出 D I が全項目で悪化していること、③収入に関する消費者調査において現時点での収入が増えているとの回答が減り、減少しているとの回答が増えていること、しかも先行きの収入見通しについても同様な回答がみられることなど、幾つか懸念されるデータがみられる。さらに、労働市場を詳細にみると、パート労働者については雇用が増え続けているが、労働時間が減少していることから 1 人当たり現金給与総額自体は減少しており、経済全体への収入増加の寄与度が小さくなっており、しかも駆け込み対応等の一時的な雇用増にとどまる可能性もある。他方、一般労働者については、現金給

与総額は増えているが、これはボーナスと超過労働時間によるものであり、雇用は伸びておらず、比較的高めの収入を持ち得る世帯の数が増えている訳ではない。以上から示唆されることは、消費の広がりがあっても、それは株高の恩恵のある富裕層とボーナスや超過労働時間の増加を受けた一般労働者にとどまる可能性があり、正社員と非正規社員の間での消費の二極化が起きている可能性がある。

景気のリスク要因については、10月時点ほどではないものの、依然として下方に傾いていると判断している。特に、賃金の動向と消費税率の引き上げの影響は引き続き注視している。消費税率引き上げの駆け込みと反動については各種補助金による耐久財の需要の先喰いが既に行われているために、然程大きくないとみているが、恒常所得の低下が低中所得者層や年金受給者に及ぼす影響のほか、ゼロ金利政策下での財政乗数が大きい可能性もあり、消費が景気を牽引する力が想定以上に弱まる可能性を意識している。また、ここには株価などの動向も大きく影響するとみている。さらに、成長戦略が期待外れとの認識が広まれば、企業、家計による成長期待が高まらないリスクもあり、事実、12月の生活意識に関するアンケート調査では、日本の成長力DIは、9月時点からは多少改善したものの6月時点の水準を下回っている。財政リスクにも注視しており、特に2回目の消費税率引き上げについての最終判断が年末にかけて実施される見込みだが、追加景気対策を打ち出さずに実施を決断できるのかが焦点になると思う。仮に、追加景気対策を打ち出す場合や2回目の引き上げを先送りする場合には、景気にはプラスとなる反面、2015年度までにプライマリーバランスの対GDP比を半減するという国際公約を満たすのが難しくなり、財政リスクが高まる可能性がある。なお、海外関連のリスク要因については、米国の中長期金利の上昇ペース、ユーロ圏景気のデフレーション傾向、アジア新興諸国の政治情勢に注目している。

最後に、物価の動向については、コアCPIの伸び率は1%を上回って上昇しており、中長期インフレ期待も一部の指標で幾分上昇しているが、BEIについてみると、消費税率の上昇分と買入償却分のプレミアムを機

械的に除くと、リーマン・ショック前のレベルとほぼ同じでまだ低い状態にあるようである。2015年度までの物価の見通しについてはこれまでと同様に、緩やかなペースで上昇していくとみている。この見通しのリスク要因についても、これまでと同様に下方に傾いていると判断している。当面は、消費税率の引き上げによる幅広い品目での物価上昇を契機に中長期インフレ期待が上昇していくのか、あるいは一時的な景気減速によって低下するのかに注目している。フィリップス曲線のステープ化や上方シフトは少しずつ実現しつつあると思われるが、今後の展開を注視している。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、海外経済の全体観から申し上げる。前回会合以降、米国では良好な経済指標が相次ぎ、回復の裾野が広がるとともに、韓国、台湾など一部新興国でも輸出が持ち直してグローバル貿易の改善が窺われてきた。これらの動きから、情勢判断を一步前進させて、「先進国を中心に回復しつつある」として良いと思う。

個別にみると、米国経済は、良好な経済指標が相次ぎ、個人消費、小売売上、輸出、生産、設備投資などで改善の動きが確認された。振り返って、10月の政府閉鎖の影響は、結局、家計消費などのハードデータには表われず、それだけ家計部門の回復の基調がよりしっかりとしてきたことが窺われる。また、議会では2014年度歳出法案が成立し、財政を巡る不確実性もさらに後退した。こうした中で、第3四半期のGDP成長率は+4.1%と上方改訂され、第4四半期の成長率の市場の見通しも、足もと+3%程度まで高まってきている。こうしたGDPの持続的な改善を、成長期待の改善と企業が解釈すれば、これまで出遅れてきた設備投資も回復に向かうことが期待できる。勿論、一部クレジット関連商品の資産価格上昇など過

度なリスクテイク、あるいは金融不均衡のリスクには注意を払わなければならないが、実体面での米国の自律回復のモメンタムは、相応に高まってきているとみられる。

欧州経済は、底を打って持ち直しているということで変わりないと思う。金融市場の動きをみても、スペイン、イタリアの長期金利が危機前の3%台に低下するなど改善がみられている。この動きには、様々な解釈があり得るが、いずれにしても、回復へ向かう動きを金融面から下支えすることが期待される。

アジア新興国だが、中国経済は、引き続き安定した成長を続けている。直近の実質GDPの指標でも+7.7%となるなど、総じて堅調であり、こうした動きは当面続くとみられる。また、NIEs・ASEAN諸国についても、全体としては持ち直しに向かっているとの評価に変わりはない。一部NIEs諸国——韓国と台湾——において、欧米や中国の内需回復などに伴って輸出が持ち直してきている。グローバルな貿易活動の改善が窺われている。

続いて、わが国経済であるが、前回会合以降、労働・雇用環境、個人消費、設備投資、消費者物価などで改善の動きが確認され、メインシナリオどおり、緩やかな回復を続けていると判断される。とりわけ、ポジティブな動きとしては、設備投資と物価動向である。設備投資に関しては、機械受注などで、非製造業の増加基調とともに、漸く製造業でも持ち直しの動きが確認されてきた。物価については、11月の消費者物価上昇率が、食料・エネルギーを除いた基調的な指標でも、前年比+0.6%と伸びを高めてきた。個人消費、非製造業主導による回復により、財・サービスの幅広い品目で物価の改善が続いている様子が窺われる。

以上を踏まえて、展望レポートの中間評価について申し上げる。点検の結果、10月展望で示された中心シナリオは、引き続き維持できるものと考えている。基本的な景気・物価の回復メカニズム、並びに2%物価目標達成に向けた道筋などに変更はない。そのうえで、今回の中間評価では、次の2点を私自身のメインシナリオに織り込んだ。第1は、この間の円安・

株高の進行であり、これは景気・物価見通しへのプラス要因となる。第2は、前回会合で議論した製造業の一段のグローバル化の影響である。具体的には、海外経済の回復が輸出へ及ぼす感応度を低下させることで、輸出や国内設備投資などのパスを明確に下振れさせた。それと同時に、日本企業は海外での稼ぐ力、収益力を高め、所得収支、経常収支に対して増加圧力を高めることを通じて、国全体の貯蓄並びに対外純資産を支え、消費主導の成長を下支えするというメカニズムも追加的に考慮した。

以上の影響を総合した結果、景気見通しについては、2014年度、2015年度とも若干引き下げ、また物価見通しについては、2014年度の値を僅かに引き上げた。なお、物価の見通しについて確認しておく。今後、石油製品、エネルギー関係のプラス寄与は減少する一方で、消費関連などの需要の持続的な改善が続く、企業の価格転嫁の動きも広がり、財・サービス関係のプラス寄与は幅広く高まっていくとみている。暫くは、両者の動きが拮抗して、消費者物価上昇率（除く生鮮）は1%台前半の水準で推移していくが、景気の持続的な改善が続くとの見通しが広がる中で、人々の中長期的なインフレ予想、つまりフォワードルッキングなインフレ予想も来年にかけて徐々に高まり、2%に向けて物価上昇率が高まっていく姿を想定している。

最後にリスクバランスであるが、景気見通しのリスクについては、製造業のグローバル化の影響をメインシナリオに織り込んだことも含めて海外経済関連の下振れリスクを後退させたことから、ほぼ上下にバランスしているとみている。また、物価固有のリスク要因については、中長期の予想インフレ率の立ち上がりについて不確実性を意識していることから、概ね上下にバランスしているがやや下方に厚いと判断している。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国景気の現状だが、緩やかな回復を続けており、10月展望レポートの中心的な見通しに沿ったものと判断している。また、先行きについても、緩やかな回復を続けていくとみており、基本的には10月展望レポートの見通しから変化はない。

内外の経済情勢や個別の経済指標の動きについては、既に色々と言及があったので省略し、当面ポイントとなる事項について3点申し上げる。1点目は、消費税率の引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の大きさである。足もと既に乗用車や白物家電などの耐久財消費や住宅で駆け込み需要が相応の規模でみられているが、想定を上回る規模で発生する場合には、その分、その後の反動も大きくなる。予てより消費増税が2014年度の成長を大きく損なうと言ってきた人々もおおり、4～6月の落ち込みが大きくなると景気失速を言う声も増え、全般的な景況感、マインドを悪化させる惧れがある。見通し実現のためには、景況感の悪化を回避することが何よりも必要であると考えている。

2つ目は、Jカーブ効果が出てこないという問題である。これまで指摘されてきた海外生産移転や部品の現地調達化、一部産業の国際競争力の低下の影響に加え、今回は輸出産業が価格引き下げを通じて数量効果を狙う戦略を取っていないことを指摘する向きもある。これらの要因が影響して輸出数量が伸びてこないのだと思うが、輸出が伸びてこないことの他の要因として、世界各国における設備投資が極めて弱く推移してきたことも大きいと思う。海外景気の回復が期待される状況下、わが国の資本財輸出も増加に転ずるものとみられ、またその他輸出全般の水準も徐々に切り上がってくるものと考えている。今後輸出は、設備投資の増加と相俟って、消費税率引き上げ後の消費へのマイナス影響を補うとともに、景況感を下支えしていくものと考えている。

3つ目は、賃金の動向である。来月以降、春季労使交渉が本格化するが、物価が上昇するもとの経済の好循環を維持していくためには、賃金の上昇が不可欠である。2014年度単年でみると、物価上昇率を賃金の上昇がカ

バーしていくことは困難である。ただし、足もとの労働需給の引締まり傾向をみると、4～6月以降の景況感の落ち込みが回避され経済成長がもう少し続けば、正規社員を含め雇用の増加や賃金水準のさらなる底上げが実現していくものとみている。雇用・所得環境の改善が続くという期待が出てくるのが、見通し期間の終わりの2015年度へ向けて、安定した物価上昇を伴う経済成長をもたらすものと思う。

次に、物価についてだが、今のところ展望レポートの見通しに沿って順調に上昇してきており、今後も展望レポートの中心の見通しに近いところで推移していくものと考え。2014年度は、円安の直接的効果や石油製品を中心としたエネルギー関連の押し上げ効果が一巡するとみられること、また消費税率の引き上げにより消費に下押し圧力がかかることから、物価の持続的上昇にとって大変重要なステージになると考えている。ただ、今申し上げた3つのポイントがクリアされれば、見通しの達成は可能とみている。以上である。

#### 黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢と中間評価について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、ほとんど一致していたと思うが、米国は、財政の下押し圧力が和らぐ中で大変堅調な民需を背景に、回復ペースは徐々に速まっていくとみられる。また、欧州についても、何人かの委員の方が指摘されたように、債務問題の帰趨などになお注意が必要ではあるが、景気の底堅さが増してきているとみられる。中国も安定した成長が続いている。一方、アジア新興国の中でNIEsはかなり明確に回復しているが、ASEANなどの一部はまだ成長に勢いを欠いた状況が続いているということであると思う。

以上、全体を踏まえると、海外経済の判断について、先進国を中心に回復しつつあるという評価へ、半歩あるいは一步前進させることが適当という見方が、概ね共有されたと思う。また、海外経済を巡るリスクについても一頃に比べ、低下しているという認識が共有されたと思う。因みに、私

が先日出席したB I S総裁会議でも、各国の中央銀行総裁から同様の見方が聞かれたところである。

次に、わが国の景気であるが、緩やかな回復を続けているとの評価で概ね一致していたと思う。先日の支店長会議でも、業種、規模、地域それぞれの面で回復の裾野の広がり確認されたところである。設備投資はやや出遅れていたが、先行指標の機械受注その他において改善傾向がはっきりと出てきている。また、住宅投資、あるいは新車販売などの耐久財消費では、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要が顕在化してきているのではないかという見方も多く聞かれた。物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、順調にプラス幅の拡大を続けており、足もとは1%台前半となっている。予想物価上昇率については、引き続き、全体として上昇しているという評価で良いのではないかと思う。

中間評価については、昨年10月の展望レポートで示した見通しと比較すると、実質GDP成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移する、メインシナリオに沿って推移するという見方が共有されていたように思う。すなわち、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いう見方で一致していたように思う。物価面では、消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的影響を除いたベース、いわゆるトレンドのベースで、暫くの間、1%台前半で推移するという見方が多かったと思う。その後については、次第に上昇傾向に復帰し、見通し期間の後半には、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いというのが多くの委員の意見であったと思うが、この点については慎重な見方もあった。

まとめると、わが国経済は2%の物価安定の目標の実現に向けた道筋を順調にたどっており、また海外経済を中心として下振れリスクはこれまでより低下しており、見通しが実現する蓋然性はやや高まってきていると思う。物価見通しについては、特に、佐藤委員と木内委員は、昨年10月の展望レポート時と同様に、より慎重な見方を示されたと思う。物価の見通しについては、委員の間で若干幅があることについては、大勢見通しの表



をみれば分かって頂けると思うが、記者会見では留意して発言したいと思っている。

以上が私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば、議論をしたいと思う。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済の状況についてご意見を頂きたいと思う。

海外経済についての見方は、かなり共有されていたということかもしれない。海外経済に関して追加的なご意見等がなければ、わが国の経済・物価情勢についてご意見があればどうぞ。特に、委員方から指摘されていた駆け込み需要の評価、つまり住宅投資や乗用車などの耐久財消費で顕在化しているとみられる駆け込み需要をどのように評価するか、それから消費者物価の見通しについては、先程申し上げたようにやや幅があるが、これまで押し上げに寄与してきたエネルギー関連のプラスが縮小する可能性があるが、一方でマクロ的な需給バランスの改善やインフレ予想の改善で上昇圧力も強まってくる。このように両方があり得るので、その辺りの見方についてさらにご意見があればどうぞ。また、ベアを含めた春闘について多くの方が触れられたが、さらにご意見があればどうぞ。

#### 木内委員

次の消費税率引き上げに向けて今年の7～9月期の数字に注目しようという機運が強まっていると思うが、少し懸念しているのは、消費税率引き上げ前の駆け込みの反動の影響は、解消されるまで結構時間がかかるということである。どのタイミングで駆け込みがあって反動が出るかは、耐久財、非耐久財によっても違う。例えば、住宅や耐久財などは消費税率引き上げ前に反動が出てきたり、それらが合成されて経済への影響が出てくるので、反動減は4～6月期で終わり7～9月期に経済のトレンドがみえてくると決めつけるのは、少しリスクが高いと思う。前回1997年の例では、4～6月期に落ち込み、7～9月期は結構プラスとなり、10～12月期に落ちた。10～12月期については、アジア通貨危機や金融不安の影響で景気後

退が始まったということであるが、恐らくそれだけではない。統計自体が非常に振れるので、消費税の影響がなくなるのを見極めるまでには時間がかかると思う。7～9 月期の数字だけで消費税率引き上げ後のトレンドを判断しようとする、7～9 月期は4～6 月期の反動で少し上振れて出やすいということもあるので、あまり決め打ちしない方が良いと思う。統計の攪乱は比較的長引くものと考えていた方が安全なのではないかと思っている。

#### 佐藤委員

12 月末までに消費税率引き上げを判断するに当たって、木内委員から指摘があったように 12 月末までに入手できる経済指標で 1 番大きなものは 7～9 月期の GDP である。7～9 月期に如何に立ち上がってくるか、景気が持ち直してくるかが税率引き上げをみるうえで重大な判断材料になるということであるが、恐らく違うと思う。違うというのは、最終的には、また日銀の 12 月短観が判断材料になるのではないかと思うということである。今回の 8%への引き上げの時も、最初は GDP をみて判断ということであったが、判断が段々先送りされていく中で、最終的には日銀短観で判断するという事になった。今回もそうなるのではないかと思う。7～9 月期の景気がいかに立ち上がってくるかがポイントであることは間違いないが、7～9 月期を超えて 10～12 月期も順調に回復軌道が続くかどうかもポイントである。前回の 1997 年とは外部環境、内部環境ともに全然違うので、私はそこのところは楽観的にみているが、最終的には 12 月辺りの企業マインドが重要になってくるのではないかと思う。

#### 白井委員

自動車や家電で駆け込みは確かにあるが、他の部分が減っている。他の娯楽などを含むサービス支出は元々マイナスで、ここのところずっと減っているうえに、1～3 月の見通しがまた減っている、駆け込みはあるが全体の消費が増えているかどうかについては、そこは慎重にみている。

とはいえ、昨年の株価上昇で大きな利益を得た人もいるので、そういう人達は幅広く消費していると思う。また、ボーナスも春、冬と増えたので、そういった人達の消費には広がりがあるのかもしれないが、そうではない人達もかなりいるので、全体としてみれば、駆け込みがある半面、他のところで絞っているという傾向はあるのかもしれないとみている。

もう1つは、支店長会議でも、1997年の消費税率引き上げ時と比べると今回の駆け込みの勢いは小さいという声もあり、確かに自動車は11月から勢いが増しているが、家電に関しては、前月比でみると9月、10月と強いが11月はマイナスになっている。それは1997年と比べて低いというよりも、既に各種のエコカー補助金、家電のエコポイントなどで需要の先喰いもかなりあるとみている。消費税率引き上げの影響は、基本的には一時的な動きで、家計は消費のレベルをそれほど変えるものではないので戻ってくるだろうと思うが、一方で、どちらかと言えば可処分所得が減っている状況——消費税だけではなく保険料も含めて——なので、私としては、消費は4~6月には減少しその後戻ってくると想定しているが、それ以降の基調的な動きに関しては、果たして想定通りになるかどうかについては、下振れリスクとしてみている。

#### 中曾副総裁

消費税については、ご指摘のあったとおり消費に対する課税であるので、実質所得を低下させるという意味において、単なる駆け込み・反動減以上のマイナスのインパクトがあるというのは、そのとおりだと思う。そのリスクがあることはそのとおりであるが、10月に比べてそのリスクが増しているかという点、そうでもないと思っている。これまでも言われているとおりであるが、短期的には幾つか要因があり、政府の対策が講じられていること、それからかなり長い間消費税の議論がされているので消費者の行動にある程度織り込まれているところもあると思う。財政との関係で言えば、消費税の増税自体は財政規律に資する面もあり、長い目でみれば、社会保障や財政の健全性に資するので、消費へのマイナスインパクトはあ

る程度オフセットされる部分があると思う。より重要なことは、消費へのマイナスのインパクトをある程度オフセットし、補っていくようなメカニズムがどの程度働くかであろう。ざっくり言えば、景気回復の持続性が維持され賃金が持続的に上昇していくのであれば、そういったマイナス効果はオフセットできる。特に、重要なコンポーネントとして投資と輸出があると思うが、投資については、心配はしていたが結構良い指標が出てきている。輸出についても、石田委員も言っておられたと思うが、今までグローバル経済はどちらかと言うと消費主導であったと思うが、最近の指標をみるとグローバル経済にいよいよ設備投資が出てくる兆しがある。つまり、資本財輸出の先行指標である機械受注の外需は、振れはあるが持ち直しを続けてきていると思うので、投資がグローバルレベルで上がってくれば、日本が比較優位を有する資本財の輸出に結びついていくと思うので、設備投資、輸出が補っていくメカニズムは期待できるのではないかと、私自身は思っている。

#### 森本委員

物価については、春先からエネルギー価格の押し上げ要因が剥落していくが、一方で足もと幅広い品目で上がってきており、そこに消費税も影響してくるというのが共通認識だったと思う。そこで、個別費目になるが独断を恐れずに申し上げると、今までのところ家賃が動いていないが、建設費の高騰等を反映し新築マンションの価格が上がり、つれて既設も上がってきており、統計的にもそのような数字が出ている。過去をみると、2007～2008年、2010～2011年に既存マンションの価格が上がっているが、その時は、家賃のマイナス幅が縮小したり少し上がっていた。こういうことからすると、私は、これまで動意がみられなかった家賃も少し動いてくるのではないかと思う。特に4月からの契約更改などを睨んで、注目していきたいと思っている。

## 木内委員

消費税率引き上げの経済への影響について、駆け込みは、長い目でみると一種のノイズであって経済の流れを大きく変えるとはみていない一方で、一時的な増税よりも、もう少し長い目でみた賃金と物価の関係の方がよりリスクだと思っている。駆け込みについては、エコポイントなど需要を前倒しするような施策が打たれてきたため 1997 年と比べて小さいと言われているが、必ずしも決め打ちはできないと思っている。それは何かと言うと、物価上昇、つまり消費税率が上がるだけではなく物価上昇率が高まっているので、円安による輸入品価格上昇に関する駆け込みもいくらか入っていることを考えると、前回よりも小さいとは、まだ決め打ちできないと思う。駆け込みが小さいという判断を固めてしまうと、基調部分が非常に強いということになり、景気判断自体が上振れてしまう可能性もあるので、反動までみてから考えないとならないと思っている。増税ではない部分の物価上昇の駆け込みの動きについては、今後の物価動向や所得、春以降の賃金と物価との関係で決まってくるので、消費税率引き上げとタイミングが重なるかどうかはよく分からないが、こういった要素もあるということには注意しておいた方がよいと思う。

## 佐藤委員

駆け込みとその反動減については、他の委員と大きな意見の相違はない。景気の基調をみていくことが重要という点では、消費税率とあまり関係ない輸出、設備投資もしっかりとみていく必要があると思う。そこで設備投資であるが、少しパズリングだと思うのは、月次のデータと GDP ベースの設備投資の乖離がずっと続いていることである。機械受注、資本財総供給といった月次指標はかなり以前から持ち直し傾向がみられる、あるいは持ち直し回復しているということであるが、実際の GDP ベースの設備投資はほとんど横ばいにとどまっている。1 つには、GDP ベースの QE の設備投資の作り方にもよると思う。というのは QE ベースの民間設備投資は、総固定資本形成から公共投資を差し引いて作られているが、その公共

投資は月次指標から推計してかなり強めに出ているので、差し引きで出る民間の企業設備投資がどうしても弱めに出てくる傾向があるということではないかと思う。よりパズリングなのは、先般、年末に公表された2012年度のGDP確報では、公共投資が10%ポイント以上の大幅な下方修正となり、全体の成長率も1.2%から0.5%ポイントの非常に大きな下方修正になった。公共投資が下方修正になってそうになっているが、そのわりに民間の企業設備投資は上方修正になっていない。そういう点で設備投資に関しては、二重の意味で非常にパズリングな部分があって、月次指標は強く、機械受注等も持ち直している兆しはみられるが、これが実際の法人企業統計、あるいはGDPベースの設備投資に反映されてくるのかどうかは、もう少し慎重にみていく必要があると思う。

#### 宮尾委員

駆け込み需要と反動減、そしてその反動減をオフセットするメカニズムについて皆さん言及されたが、ある程度共通しているのは、輸出や設備投資、賃金がしっかり立ち上り、反動減をオフセットするかどうかということである。今回、輸出や設備投資があまり立ち上がらなくても回復するかどうかを確認してみた。私自身、個人消費、あるいは非製造業主導の回復の持続性に若干ポジティブであり、持続性がしっかりしてきているのではないか、むしろアップサイドの可能性もあるのではないかということ、これまでもこの場で何度か議論してきたし、そのような可能性に私自身着目している。それを踏まえて今回はメインシナリオどおりいくのではないかという結論に至った。私自身は、輸出や設備投資がある程度想定より下を走っても、あるいは賃金が上がらなくても、個人消費、あるいは非製造業主導の基調的な需要回復が持続するメカニズムに注目している。これについては、例えば先程の白井委員の見方と少し違いがあることは理解している。

物価に関し、物価安定目標の実現の可能性がやや高まってきているのではないかという発言が中曽副総裁から、あるいは黒田議長の最後の総括で

も若干あったかと思うが、この情報発信については本当にそうなのだろうかという感じがしている。最終的な見通し分布のチャートの9名全体の散らばり具合からいうと、恐らく前回の展望レポートとほぼ変わらないのではないかと思う。先程内田企画局長から説明があった大勢見通しの下限値が、それぞれ0.1%ポイント切り上がっているという意味では、分布が若干縮まってきているのかもしれないが、あまり明確に分布が縮まったとか、蓋然性が高まったとは言えないのではないか。その情報発信は慎重にした方が良いのではないかと、私は思っている。私個人の見通しとしても、これから立ち上がってくるのが期待される人々の中長期のインフレ予想がちゃんと立ち上がるかどうかについては、引き続き下振れリスクが残っていると思う。明確にリスクバランスの分布の幅が縮小したのは、例えば2014年のGDPの分布であり、前回の10月展望レポートと比べてはっきりと幅が狭まったところだと思う。いずれにせよ、客観的にリスク・バランス・チャートを眺めて、情報発信すべきではないかと思う。

#### 石田委員

賃金に関し1点申し上げたい。今回の賃上げは1%ちょっと程度と言われており、消費者物価の上昇には追いつかないが、今回は物価の後追いで賃金を上げるという議論はあまりなかったように思う。15年以上前の賃上げの時には、前年度の物価上昇率がベースになり、1つのルーティンがあったと思うが、今はそれがなくなっている。今回は、長年に亘って賃金が抑制され、急に景気が良くなって、「企業は収益が出ているので還元しろ」という議論であったように思う。ところが、われわれの見通しでは、消費者物価は2014年度には3.3%、2015年度には2.6%上がり、その後2%ずつ上がっていくという時に、何らかのルーティンがなければ、一部の企業が言っているように、収益に応じて還元するという議論では社会が持たなくなってくる。そういう意味では、これから来年にかけて、その面の議論をしっかりとやっていかないと、かなり混乱するのではないかと思う。物価が2014年度に3.3%、2015年に2.6%上がるという時に、「収益は伸び

ていない。消費税分をなぜ企業が負担しなければならないのか」という議論になってしまうと、実質ベースの所得が下がってしまうので、その点については、意識して詰めた議論をしていくべきであると思う。

#### 白井委員

2%の実現の可能性に関し、宮尾委員のおっしゃったこともそのとおりでと思うし、私自身もそこは少し慎重で、例えば中長期のインフレ予想のデータをみると、消費税率引き上げの織り込みとそれ以外が分けられないので難しいが、先程申し上げたように、機械的に消費税率引き上げ分を除くとリーマン・ショック前とほとんどフラットなので、そのような見方もできるので、ここのところはインフレ期待全体としては上がっているが、消費税率引き上げ分込みの部分も多分にあるので、私自身、発言には気をつけている。私自身は10月以降の見通しを全く変えていないということを一言申し上げておきたい。

先程から消費税の話をしているが、その影響をオフセットするのが輸出と設備投資なので、そこが強くなることを当然想定している。ただ、昨日議論があったように、設備投資、機械受注はそれほど強いのだろうか。今1番競争力のある産業である自動車で、2012年に緩やかに上がったがここ1年はほとんどストップしているということや、一部の委員からは、今は駆け込みがあるから国内生産を優先して輸出の方は減らしているかもしれないので、消費税率が引き上げられる4月からは逆になるという話があったが、そうであれば結局はオフセットされるので、勢いはない訳である。製造業がどんどん上がっていくという感じはなく、自動車産業でもそうなのかというところである。機械受注で増えているのは電気機械であるが、半導体などの極く一部だけである。本当に広がっているのかどうかは、今後注視していきたい。輸出と設備投資が——設備投資は出ているが——、果してどの程度強いのか、慎重にみていきたいと思う。



## 岩田副総裁

予想インフレ率については、10年物ではなかなか上昇がみられないが、5年物でみるとB E Iは最近急激に上がっている。これは、5年程度のタームがこの金融緩和を続けている期間だと考えられているからだと思う。それでみると、消費税を除いて予想インフレ率は大体1%前半である。つまり現状のインフレ率に近づいている。バックワードにアダプティブに予想インフレ率が着実に上がっているとみるのが妥当ではないかと思う。追加緩和のことがよく言われるが、今の金融政策は、実は毎月毎月、追加緩和している。残高を一定にしているのではなく、どんどん増やしているので、毎月金融緩和を実施しているようなものである。金融政策の実体経済への効果の遅れを考えると、今後、金融緩和効果は強まると考えるべきであり、予想インフレ率を引き上げる効果も強まってくると思っている。

## 宮尾委員

賃金動向について、追加でコメントしたい。今後われわれの経済・物価見通しが順調に回復していく中での実質賃金の動きであるが、望ましくは実質賃金がちゃんと上がり、物価上昇以上に名目賃金が上がっていくことが望ましいが、仮にそうならなくても、われわれの自律的な回復メカニズムが維持できるシナリオ——定性的な議論であるが——も、私自身はあり得ると思っている。それは労働供給の上昇である。需要が回復し、あるいは生産性が上昇すると、労働需要曲線がシフトすることから実質賃金が上がるが、一方で、実際にこの間起こっている女性の労働参加、配偶者の有業者比率の上昇など、広い意味での就業者の増加は労働供給が増えるということである。ここで増える労働供給は、短時間の低賃金労働でもあり、供給が増えることで労働供給曲線はシフトして実質賃金には低下圧力がかかる。しかし、労働供給が増えるということは、雇用が増えて生産が増えるということなので、われわれの目指す自律的な景気回復と矛盾しないというメカニズムは一応ある。「実質賃金が上がらない」イコール「物価安定の目標を実現出来ない」ということではないという側面があることは、

踏まえておくべきだと思う。

#### 岩田副総裁

宮尾委員のおっしゃったのは、まさにケインズ経済学のモデルのとおりである。完全雇用まで名目賃金はほとんど上がらないモデルで、物価だけが上がって実質賃金が下がるから雇用が増え、全体の雇用が増えるから消費が伸びるというメカニズムになっている。原理的な1番プリミティブなケインズモデルではそのようになっている。その意味では、宮尾委員がおっしゃるとおり、実質賃金が上がらなくても、雇用が増え、消費が伸び、マクロ経済全体の所得が伸びるという経路はある。ただ、実際には、需要が出てくると労働の付加価値が大きくなるので、過去をみると後追いか同時か分からないが、実質賃金も上がる傾向がある。このため、実質賃金が上がらないことについてそれほど悲観的になる必要はないと思っている。

#### 佐藤委員

先程の宮尾委員のご指摘はそのとおりで、低賃金、短時間の雇用でも、増えていくことが全体の雇用を押し上げ、1人当たりの賃金はパート比率等の増加で低迷が続くかもしれないが、掛け算をすると雇用者所得としては伸びていき、消費を引っ張っていくというメカニズムは勿論あると思う。前にも申し上げたが、それと期待形成との関係であるが、マクロの雇用者所得全体が持ち上がってくるのが、予想インフレ率の形成にどのように関わってくるかということであるが、人々の予想インフレ率は、個々の世帯所得よりも個々人の所得、あるいは賃金が毎年上がっていくかどうかという期待によるのではないかと思う。パート労働者が拡大してくること自体、経済全体にとってプラスであるが、それが果して予想インフレ率を押し上げ、実際の物価にフィードバックされてくるかどうかというところのメカニズムには、いまひとつ自信がなくまだ懐疑的である。

黒田議長

それでは、本件についての議論も一段落したので、今から 10 分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。

(10 時 23 分中断、10 時 33 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。佐藤委員からお願いします。

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。先のセッションで展望レポートの中間評価に関連して述べたとおり、経済・物価は政策委員会の見通しの中央値に沿って推移し、11 月の全国消費者物価コアの前年比上昇率は 1% を超え、かつて日本銀行が掲げていた「物価安定の目途」に一応到達した。日本銀行としてはこれに安住することなく、2% の「物価安定の目標」に示す雇用・賃金をはじめとする好循環の実現を目指し、引き続き量的・質的金融緩和を着実に進めていくことが重要である。そのうえで、前回会合以降の展開を踏まえ、量的・質的金融緩和の継続期間に関する対外的な情報発信について 1 点申し上げる。

昨年 4 月 4 日の量的・質的金融緩和導入に際しての対外公表文で、われわれは「消費者物価の前年比上昇率 2% の「物価安定の目標」を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」こととした。一方、毎月の会合後の対外公表文では、「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」としている。昨年 4 月 26 日の会合以降、「2 年程度の期間を念頭に」と言及しなくなったのは、私の理解では、時

間の経過にもかかわらず「2年程度」と述べ続けると、世間一般にローリングターゲットと受け止められることを避けるためであり、「2年程度」で2%を目指すというターゲット政策の本質は変わっていないと思うし、私自身も変えたつもりはない。

然るに、先般の決定会合後の会見では、政策の継続期間についてオープンエンドとの言及があったことを私自身は意外感をもって受け止めている。そもそも、現行政策の継続期間については先に述べた対外公表文が全てであり、オープンエンドが現時点での委員会の総意なのかどうかはよく分からない。あくまで私個人の意見だが、現時点でオープンエンドを前面に出すことは、政策目標の達成をより難しくする可能性があると思う。第1に、オープンエンドであることを強調すると、肝心のターゲット政策の意味合いが薄れ、日本銀行は2年で2%の実現について自信を失い始めたと思われる可能性がある。これは期待の転換を図るという執行部の描く政策の波及経路からすると逆効果であるし、現に一部の市場関係者からはそのようなコメントが聞かれている。第2に、政策の継続期間について、仮に、2年を超えて延長することを検討するのであれば、政策継続の限界的なベネフィットとコストについて、あるいはそもそもの問題として今年末目標の270兆円を超えてマネタリーベースの積み上げが可能かどうかといったオペレーションの実行可能性が主要な問題となり得る。とりわけオペレーションの実行可能性の検討抜きに政策の継続・拡大を論じるのは無意味である。第3に、昨年4月4日の対外公表文、とりわけ政策の継続期間を示す部分について、私個人は先行きの不確実性に対応する柔軟な概念であるとの解釈で小異を捨てて大同についた。これについては委員方でそれぞれお考えがあると思うので深く立ち入らないが、執行部の方で解釈に変更を加えるのであれば、対外的に明示する前に委員会できちんと議論するのが筋である。

最後に、Fedのtaperingを巡る昨年の一連の経緯が示すように、オープンエンドの政策は、入口は容易で市場に一時的に歓迎されるかもしれないが、出口では国際金融市場等でさまざまな摩擦を引き起こし、出口の入

口に立つことさえ容易でない。昨年5月以降のF e dの情報発信をみる限り、F e dはQE3を始めるのに当たって元々それほど長く続ける意図はなかったように見受けられるが、一連の経緯のなかで、中央銀行による情報発信の難しさ、透明性と柔軟性のバランス、出口を語る際に必ず起こる動学的非整合性の問題とどのように向き合うかなどは、オープンエンドを語る際に、われわれにとっても示唆に富むものであったことを改めてテイクノートしておきたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

政策に関わる情報発信、今後の資産買入れ・資金供給オペ、展望レポート中間評価の3点について、発言する。

まず第1の点だが、経済のさらなる改善に向け、追加措置を含めて本行の金融政策運営に期待する機運は概して強い状況である。これは金融政策への信頼感の反映である一方、金融政策に過度に依存する傾向を表している面もあり、やや警戒している。市場では、今年4～6月期か7～9月期に追加緩和が実施されるとの予想が有力のようだが、消費税率引き上げで景気情勢が著しく悪化するからというよりも、駆け込みの反動減を理由づけとした外部からの要請を受けて本行が追加緩和実施に追い込まれるといった見方を一部反映しているようである。まさに、追加緩和ありきの側面があるようにも見受けられる。

量的・質的金融緩和策を決めた際に、私自身はそれが3つの点で大きな「きっかけ」となると考えた。第1は、需要面から経済を刺激し前向きの循環を作るきっかけとなること、第2は、供給面から成長力強化に資する政府の成長戦略や財政健全化、企業や家計の前向きな動きを引き出すきっかけとなること、第3は、経済・物価の改善を通じてゼロ金利が効果を発揮し、伝統的な金利政策を取り戻すきっかけとなることの3点である。こ

のうち第1の点については、十分に成果を挙げていると考えられる一方、第2の点については、量的・質的金融緩和策が作り出した良好な経済・金融環境を、官民が十分に活用して成長力強化にしっかりと繋げるにはなお至っていないと見受けられる。こうした段階で、金融政策への過度の依存傾向を背景に追加緩和期待が高まると、痛みを伴う構造改革を進める機運が削がれ、長い目でみた日本経済の発展にマイナスに働いてしまうと考える。この観点から、本行としては、追加緩和観測を自ら高めてしまうことに繋がる情報発信は極力避けることが重要だと思う。これに関連して、私自身は削除を提案してきたが、対外公表文で「必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する」と既に明記していることを踏まえると、一部で期待が高まっているが、例えば2015年末のマネタリーベースの目標数値を示すなど、将来の緩和継続を殊更示す情報発信は望ましくないと思う。そうした情報発信は、徒に緩和継続期待を強め、追加緩和期待と同様に金融市場での行き過ぎたリスクテイク傾向を生じさせ、金融・経済面での不均衡形成を助長してしまう可能性がある。

第2は、資産買入れ・資金供給オペとマネタリーベースの目標についてである。当座預金残高が積み上がる中、金融機関の短期資金需要は低下し、共通担保オペや短国購入を通じた短期資金供給が次第に難しくなっている。現時点ではまだ差し迫った問題でないものの、市場でマネタリーベースの目標達成に懐疑的な見方が一気に広がる前に、政策委員会内で予め対応策を議論しておくことが有益だと考える。ここではその選択肢を整理してみたいと思う。第1の対応策は、オペ金利の低下を容認しつつ短国購入拡大を通じて短期資金供給を進めること。この場合、金利がゼロあるいはマイナスにさえなることを覚悟する必要があると思う。しかしこの際には、①短期金利の先安観が強まり、固定金利オペを一層困難にさせる、②金融政策運営の行き詰まりと受け止められる、③デフレ継続観測を生じさせるなどの弊害が可能性として考えられる。第2の対応策は、短期資金供給の減少分を長期国債残高目標の引き上げでカバーし、マネタリーベースの目標水準を維持することである。われわれはマネタリーベースを操作目標と

しているため、それを変更しなければ形式的には政策変更にはならないが、長期国債残高目標の引き上げは実質的な追加の緩和効果を生み、市場でも追加緩和措置と受け止められる可能性が高いと思う。第3の対応策は、短期資金供給の減少分だけマネタリーベースの目標水準を技術的な観点から引き下げる調整を行うことである。この場合、政策効果の観点からは政策変更にあたらないと私自身は考えているが、形式的には政策変更となりうる。もっとも、年末に日経クイック社が公表した為替・債券の市場参加者19人に対する追加緩和策についてのサーベイ結果をみると、複数回答で14人がETFの買入れを増やすとし、長期国債の買入れを増やすとした8人を大きく上回った点が注目される。リスク資産の買入増額では、マネタリーベースを大きく増やすことができないことを踏まえると、政策効果はわれわれが操作目標とするマネタリーベースの変更ではなく、資産買入れの目標の変更から主に得られるとの見方が市場ではなされていると考えられる。実質的な政策変更を避けるという観点からは、将来、第3の対応措置も十分検討に値するのではないかと考えている。

最後に、展望レポート中間評価については、私自身の物価見通しを幾分上方修正したが、足もと調整の域を出ないものである。従って、10月の展望レポート・基本的見解について、消費者物価上昇率並びに中長期的な予想物価上昇率の見通しの2か所について修正案を提出した時点から、私の考えに変わりはない。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、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、中小企業に着目すると、企業からみた金融機関の貸出態度の改善傾向が続いており、資金繰りも直近ピークの2006年頃の水準にまで改善している。さらに企業向け貸出の内訳をみても、プラ

ス幅が拡大するなど中小企業も含めて経済活動が活発化してきていることが窺える。この間、企業倒産件数も12月としては1990年以来の低水準となっている。

次に金融資本市場をみると、短国利回りは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、米国金利の上昇や本邦株価上昇を受けて一時小幅に上昇したものの、足もとでは前回会合時点と概ね同じ水準となっている。この間、為替市場では、対ドル、対ユーロともに振れを伴って推移しているが、期間を通じてみれば横ばい圏内の動きとなっている。株式市場は、米国株価の上昇を背景に一旦上昇したが、その後は為替の動きなどを映じて下落し、足もとでは前回会合時と概ね同じ水準となっている。国際金融資本市場は、米国の財政や金融政策を巡る不透明感がほぼ払拭されたこともあって総じて落ち着いた動きとなっているが、新興国では、構造的な課題への対応や政情不安などから国・地域ごとのばらつきがみられており、引き続き注視が必要である。

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・質的金融緩和を着実に実行し、早期のデフレ脱却を実現していくことが重要だと思う。

政策の運営状況をみると、2013年末のマネタリーベースの目標を達成し、政策の波及効果の観点でも概ね当初に見込んでいた姿となっている。幾つかの波及経路のうち、実質金利についてみると、長期金利が安定的に推移する中、予想物価上昇率も全体として上昇しており、引き続き低下傾向にあるとみられる。中長期の予想物価上昇率については、昨年末にかけて横ばいを示す指標が多くなっていたが、ここへきて再び上昇を示す指標もみられている。消費者物価（除く生鮮）の11月の前年比が+1.2%となるなど、現実の物価上昇が市場予想対比強めに推移しており、これが適合的に予想物価上昇率にも反映されているものと考えられる。消費者物価は、やや長い目でみるとプラス幅を拡大していくとみられるので、予想物価上昇率も徐々に切り上がっていくと思う。



次に、ポートフォリオリバランスの動きについて、資金循環統計などから、家計も含めたマクロの投資フローをみると、国債保有が減少する一方、貸出のほか、株式、投信、社債への投資が増加していることが確認できる。これらの規模は、マネタリーベースの拡大規模に比べるとまだ小さいが、企業の資金需要の増勢は続いており、設備投資の先行指標の改善も明確となってきたので、リスク性資産へのシフトを中心とするリバランスの動きは、今後、徐々に本格化していくと考えている。

実体経済面では、今後、消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動が予想されるが、政策運営方針を判断するうえでは、そうした振れを均したうえで、物価安定目標の実現に向けた道筋を順調にたどっているかどうかことが重要である。引き続き、実体経済の動向と併せて金融政策の波及効果およびそのメカニズムを丹念に検証していくことが適当だと思う。また、今後も当預残高の大幅な積み上げを予定しているので、オペ先と緊密なコミュニケーションを取りながら、当預の保有スタンスなども確認し、市場動向も注視しつつ、柔軟かつ着実に買入れを進めていくことが必要だと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

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緩和した状態が続いている。各種の指標は、名目金利が低位安定する中、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ことを示している。予想実質金利の低下は、株高・円安をもたらし、これら3つの経済変数の変化は需要を拡大し続け、物価を引き上げると考えている。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、これまで押し上げに作用してきたエネルギー関連の寄与が縮小する一方で、需給ギャップの縮小と予想インフレ率の上昇による押し上げ効果が強まるため、今後、半年程度は概ね1%台前半で推移す

ると考える。その後は、足もとの消費者物価上昇を受けて、投資家をはじめ、家計や企業の予想形成もこれまでの適合型に加えて、フォワードルッキング型の要素を強めると予想される結果、予想実質金利はさらに低下すると考えている。フィリップス曲線も既に昨年1月以降、ステープ化が始まっている。この傾向が今後強まり上方にシフトすることにより、量的・質的金融緩和の効果は一層高まると思う。以上から、消費者物価の前年比は2014年度の終わりから2015年度にかけて、2%程度に達する可能性が高いと考える。金融緩和の実体経済に対する効果の遅れを考慮すると、量的・質的金融緩和の物価および実体経済に対する効果は、これから減衰するのではなく、むしろ高まると思うのが妥当だと思うので、金融政策はこれまでどおりで良いと考える。

なお、先程、佐藤委員がオープンエンドに関して言及されたので、私の考えを申し上げておきたい。オープンエンドということは、この政策をいつまで続けていつやめるというものではない、カレンダーベースではなくアウトカムベースであるという意味だと思う。従って、量的・質的金融緩和そのものは変わらないが、その緩和の程度は、将来の見通しの変化によって変化すると考えている。それが、「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。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」という意味であると思う。量的・質的金融緩和は、最初のステートメントで出したマネタリーベースはいくら、長国買入れがいくら、ETFがいくらという固定的なものではなく、基本的な姿勢を指して「量的・質的金融緩和」と言っているのだと考える。その程度は、リスクが下方に強まれば再考してより緩和の程度を強くする、あるいは質的な程度を強くすることもあるし、その逆もある。それが、安定的に2%が達成するまでは基本的な考え方として量的・質的金融緩和を続けるということであり、その程度は変化し得る可能性がある。ただ、変化したからと言って、量的・質的金融緩和が終わったとは考えない。要するに、これを続ける限り引締め効果は現れないという意味で、オープンエンドであり、アウトカムベ-

スだと思っている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にあると判断している。すなわち、資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利は長期を中心に既往最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にある。また、量の面をみると、銀行貸出は12月に前年比+2.6%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さらに拡大している点に着目している。このほか、CP・社債市場の発行環境は、総じて良好な状況が続いており、エクイティファイナンスも全体としてみると活発に行われている。

予想物価上昇率については、全体として上昇しているとみている。各種指標をみると、短期、中長期インフレ予想ともに、こここのところ上昇を示すものが多い。11月の消費者物価は+1.2%と節目の1%を超えてきたことから、インフレ予想に今後これがどのように作用していくのか注視していきたいと思う。いずれにせよ、2%の物価安定の目標を安定的に持続していくためには、インフレ予想の上昇が不可欠である。その評価にあたっては、各種のサーベイデータなどを用いて総合的に評価していくほかないが、インフレ予想の分布動向など今後とも分析手法に工夫を凝らしていく必要があると思っている。

ここで、欧州債務問題と金融市場について申し上げておきたい。ユーロ圏では銀行同盟で一定の前進がみられるほか、アイルランドが金融支援プログラムを卒業し資本市場に復帰するなど、問題国の改革も進みつつある。これ自体は評価でき、こうしたもとで、金融市場では周縁国の国債金利が低下するなど、市場のセンチメントは大幅に改善している。しかし、例えば、銀行同盟についての最近の合意も、その内容や実行ペースは十分なも

のとは言いがたいと、私自身は思う。金融機関に対するAQRやストレステストも控えており、資産内容の評価に時間をかければかけるほど、個別銀行はバランスシートを良くみせようとしてデレバレッジを進めるか、安全資産の国債保有に傾斜しがちになるので、結果として、経済を支える信用仲介機能が低下する。こうしたことは、日本でも過去に経験したことがあるが、現在の欧州周縁国長期金利の低下には、元々インターナショナルデバリュエーションの圧力に晒されているうえに、金融機関の国債保有の選好といった要因もあるのではないかとみている。いずれにせよ、欧州景気回復の持続は、わが国の景気回復の前提条件の1つでもあるだけに、欧州諸国が自己満足に陥ることなく、構造改革をスピーディに実行していくよう、折りに触れ注意喚起していく必要があると思っている。

次に、わが国の金融政策運営と情報発信について申し上げたい。第1ラウンドで申し上げたとおり、量的・質的金融緩和を進めるもとの、わが国経済は、先行きも基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとみているが、物価安定の目標を実現できるように、しっかりと現在の政策を続けていくとともに、その効果が最大限発揮されるよう努めることが肝要である。物価安定目標の達成を目指していくうえでは、消費者物価がいよいよ1%を超えてきたこれからは、私たちの情報発信の巧拙が問われる大事な局面であると思う。情報発信を行っていく際に重要なことは、第1に分かりやすいこと、第2にコミットメントの強さに些かの疑念も生じないようにすること、これらに加え第3に、自分達の情勢判断について正確な情報発信を行っていくことだと思っている。これまでのところ、わが国経済はわれわれの見通しどおりに推移しており、リスクという点では、昨日の執行部からの説明にもあったように、海外経済、国内経済の両面で下振れリスクが幾分低下したと考えられるので、従来よりも、私たちの見通しが実現できる蓋然性は高まる方向にあると思う。少なくとも、下振れリスクが増加している訳ではないと思っている。にもかかわらず、世の中の一部に「日本銀行は2%実現への自信を失っている」とか「従来よりも下振れリスクを重視している」と、あたかも下振れリスクが高まっているかのような受

け止め方がある。これは、追加緩和を促すポジショントーク的な市場の意図的な受け止め方もあろうが、われわれとしても、先行きのリスクについての情勢判断——私はリスクは低下しているとみている——が正確に伝わるような、バランスのとれた情報発信を心がけていく必要が従来にも増してあると思う。

消費税率引き上げについては、私自身は、先の支店長会議での報告を聞いて、日本経済はその影響を吸収していけるとの感触を幾分強くしたところだが、暫くは、「上下双方向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っている。

最後に、当面の金融政策運営であるが、当面の金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。このうち、C P等、社債等については、当初予定どおり、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持しその旨ステートメントに記述することでよいと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国の金融環境は引き続き緩和的な状態が続いている。金融市場調節方針については、現状維持で良いと判断する。

わが国の金融緩和政策が実体経済に及ぼす影響については、これまでのところ主に円安と株高による資産効果、企業収益・マインド改善、デフレ圧力の緩和といったプラスの影響をもたらしてきたと考えている。実質長期金利がマイナスの領域で推移していることも、極く緩やかなペースだが企業向けの貸出増加率の上昇傾向に寄与しているようである。なお、ポートフォリオバランス効果については、まだ一貫した動きは確認できない。海外投資は昨年 11 月までは拡大していたが、12 月に処分超に転じている。株式投資についても優遇税制の廃止による利益確定売りもあって個人投

資家、投信による積極的な投資は確認できない。今月からのN I S Aの開始で個人投資家の株式投資が増えているが、口座開設の多くは利益確定売りを済ませた既存の投資家との見方もあり、どれだけ新規マネーが流入しているのか今のところ明確ではない。N I S Aが資産運用への関心を高めるきっかけになるのか、今後の動向に注目している。また最近では、東証住宅価格指数の上昇傾向が鮮明になっており、住宅の建替え・買替えを促し新たな経済活動や資金需要を高める可能性に期待している。

なお、既に指摘しているように、非伝統的な金融緩和政策のチャネルは、わが国の場合も、欧米と同様に、伝統的な銀行の貸出チャネルよりも資産効果、ポートフォリオリバランス効果、為替効果等、従来とは異なるチャネルによる効果が期待されている。こうした政策の効果については、わが国や欧米のデータをもとに、効果があったとする研究論文が少しずつ蓄積されている。それもあって、主要中央銀行の間では、効果がある点についてはほぼコンセンサスが形成されつつあるようである。その一方で、その効果の大きさや実体経済への影響については、研究結果の間でばらつきがあり、しかも中央銀行による資産買入れの効果を、例えばポートフォリオリバランス効果とシグナリング効果に区別するのが難しいため、具体的なトランスミッションメカニズムについて明確なコンセンサスがある訳ではない。この点が、わが国を含め非伝統的な金融緩和政策の効果を対外的に説明することを難しくしている面があると思う。

そのうえ、わが国の金融緩和の効果は、欧州と同様、米国の金融政策の行方に大きく影響を受けている。従って、米国の金融政策の動向と中長期金利の上昇ペースには特に注視している。この点、昨年12月のFOMCの資産買入額縮小の決定はサプライズではあったが、①縮小額が毎月100億ドルペースと限定的なこと、②政策金利のフォワードガイダンスを強化したこと、③メンバーによる政策金利の引き上げペース見通しの下方修正によって金融緩和の度合いがニュートラルと市場に受け止められたこともあり、今のところ市場は落ち着いている。今後の金利上昇ペースは、年末までは3~3.5%程度へと緩やかに上昇していくとの見方が大勢を占

めている。これが実現すれば、米国の株価や住宅市場へのマイナスの影響は限定的となり、米国経済の景気回復が持続すると期待される。このことは、わが国経済の下振れリスクも低減させることになり、日本銀行の金融緩和の効果を間接的に高める可能性がある。

しかし、今後の米国の長期金利の上昇ペースについては予想以上に加速する可能性も否定できない。第1に、メンバーによる政策金利の見通しの中央値をみると、2016年末までマイナスの実質金利が継続すると見込まれており、潜在的にインフレの上昇圧力が高まる可能性を示唆している。つまり、実際のインフレ率が上昇を始めると、政策金利を長く低水準で抑えたとのコミットメントに対して市場が疑いを持ち、予想以上に金利の上昇ペースが速まる可能性がある。第2に、政策金利のフォワードガイダンスを強化したとはいえ、実際の失業率が6.5%に接近するか下回れば、短期金利の将来経路の市場予想が上昇するきっかけとなる可能性は否定できない。つまり、現在の米国長期金利の水準が、フォワードガイダンスの効果を反映しているのか、当面の景気回復力やインフレ率の低さを反映しているのかは明確ではなく、今後ともこの点を注視していきたいと思う。

最後に、成長基盤強化支援資金供給の貸付受付期限が本年3月末に到来し、貸出増加支援資金供給とともに新規貸付は本年6月末以降実施しないことになっている。これらについては、1行あたりの上限を拡大すればそれなりの需要も見込まれるので、貸出支援基金のもとでの2つの仕組みをともに1年間延長し、成長基盤強化支援供給の資金供給額を1~2兆円程度増額してはどうかと思う。2つの仕組みを1つに統合することも考えられるが、金融機関の使い勝手を踏まえて、併存させるのが良いと思う。ただその際に、執行部においては、これまでの仕組みを機械的に延長するのではなく、たとえば貸出期間や政府の総合特区制度等との兼ね合いで、何らかの工夫の余地がないか検討して頂ければ幸いである。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は、企業の資金調達環境は、金利面、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」との評価で良い。1点だけ付け加えると、銀行貸出もこのところ緩やかながら伸びを高めてきており、中でも中小企業向けの貸出も前年比プラスに浮上し着実に伸びを高めてきている。こうした動きから、わが国経済の回復、成長へ向けた取り組みを金融機関サイドからも幅広くサポートしてきている様子が窺える。

実体経済へ影響を及ぼしうる金融資本市場動向については、長期金利は0.6%台、為替レートはドル/円で104円台、株価はTOPIXで1,290～1,300と、前回会合時とほぼ同水準で推移している。なお長期金利は、本行による国債買入れにより落ち着いて推移しているが、何かのきっかけで金利変動が大きくなるリスクには引き続き注意が必要である。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済は、全体としてメインシナリオに沿って、物価安定目標の達成へ向けて順調な歩みを進めている。従って、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。先行きの政策運営についても、従来通りのガイダンス、すなわち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というガイダンスを維持することが適切と考える。

政策に関する論点を1点申し上げる。ちょうど今回の会合が2%の物価安定目標を導入して1年となる。この間の動きをどう整理するかであるが、2%の物価安定目標導入の際には、2%の目標の達成には、本行による金融面からの強力な後押しと、幅広い主体による成長力・競争力強化の取り組みの両方が必要という認識を持っており、この点は議事要旨等でも明確にされている。金融面からの後押しは、4月の量的・質的金融緩和により一段



と強化され、現在も毎月強化されているが、それでは幅広い主体による成長力強化の取組みはどの程度進展したのだろうかという点について、考えてみたい。

まず、民間企業自身による取組みは、少なからず進展してきたと考える。第1に、前回会合でも議論し先程も触れたように、日本企業、とりわけ製造業企業はグローバル化の取組みを一段と加速させており、需要が伸びる海外での生産、調達、設備投資などをさらに積極化させ、海外で稼ぐ力を一段と高めている。それは、所得収支、経常収支の改善を通じて、国全体の貯蓄や純資産を高め、わが国の成長力の向上に寄与する動きであるとみている。

第2に、国内では個人消費・非製造業主導の回復が示すように、潜在的な需要、新たな需要を喚起する取組みが、小売、飲食、観光、運輸、IT、金融、建設、医療・福祉など様々な分野で、幅広く進展してきているように窺われる。具体的な事例は、先般の「さくらレポート」でも紹介されているが、例えば、拡大するシニア層の生活の便や質を高め健康寿命を伸ばすようなサービスの開発や提供、外国人観光客の需要を喚起するような各種の取組み、より高いあるいは多様な顧客ニーズに応える企業向け・個人向け新サービスの提供などである。これらの動きは、いずれも本源的な需要に裏打ちされたより高い付加価値を生み出す取組みであり、息長く持続しうるものである。また1つ1つは小粒であっても経済全体に幅広く広がっていることから、それらを合計することで、全体でわが国の生産性向上の基調を支え、成長力強化に寄与すると考える。また、一段と緩和的な金融環境、株高・円安なども、これらの取組みを後押ししている。このように民間企業による取組みは、少なからず進展してきているとみられる。また、そうした取組みが進む中で、実際、消費者物価も幅広く上昇してきている。こうした動きを踏まえると、1年前、2%物価目標導入時に必要とみていた成長力強化の動きは、民間部門において、相応に進展してきたと言って良いと思う。そのように申し上げたうえで、民間の取組みをさらに前進させ、より確かなものにするには、政府による規制・制度改革の実

行が大変重要であることは言うまでもない。現在計画ないしは検討されている政府の取組みが実行に移されることを、改めて強く期待したい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

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る。現在、本行が掲げている 2% の物価安定の目標をなるべく早期に達成するためには、まずわが国経済が展望レポートの中心の見通しに沿って推移する必要がある。

その際、実体経済面での課題を別にして、当面特に留意すべきは、先程も触れたが、4～6 月に想定されるマイナス成長による景況感、マインドの悪化を回避することである。この点で、本行からの発信、コミュニケーションの役割が重要と考えている。要は、4～6 月の落ち込みは、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動であり、それ自体は予想された自然な動きであり何ら問題ではないこと、また消費増税による景気全般への悪影響は、雇用・所得の改善や政府の経済対策、輸出や設備投資の拡大等によりある程度カバーされ、景気の回復トレンド自体が失われることはないこと、機会を捉えて発信していく必要があると考えている。

また、景況感に対しては、株価や為替相場の動向も大きく影響する。現状、マーケットでは、来年度についても株価上昇、円安気味の相場動向を期待する向きが大勢であり、それが実現すれば景況感の維持にも大きな支えになると思う。そのような見通しの前提としては、米国経済の回復、Fed の tapering の進展のもと債券から株への資金の流れが続き、内外金利差が円安方向へ働くというストーリーに負うところが大きいと思う。本邦においても、昨年末の証券優遇税制の廃止を前に大幅に売り越してきた

わが国の個人部門が、N I S Aの導入もあり大幅な買越しになると予想されていることも、強気な株価見通しを支えていると思う。

大勢はそのようにみているが、米国の株価が既に史上最高値圏にあり、P E R等の各種指標から既にお買い過ぎの段階にあるとして大きな修正の可能性を予想する向きも増えている。このところ米国経済がしっかりしてきたため、大きな修正が顕在化する蓋然性は必ずしも高くはないと考えるが、米国発の株安・円高が起こるリスク、またそれが景況感を下押しするリスクも一方で念頭に置いておく必要があると思う。そのような際には、現在実施している長期国債、E T Fの買入れ、長期の固定金利オペなどで、これまでの政策の枠組みの中でも必要に応じて機敏に前倒しの買入れを実施するなどの対応を採ることも予め考慮しておく必要があると考えている。以上である。

#### 黒田議長

それでは、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず金融市場調節方針については、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という方針を維持することが適当との意見で一致していた。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「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。なお、佐藤委員が言われたように、量的・質的金融緩和策は、われわれとして2%の物価安定目標を 2 年程度の期間を念頭に置いてできるだけ早期に実現するために導入した訳であり、このコミットメントを弱めることのないように十分留意する必要があると思う。一方、岩田副総裁も言われたように、先行きの金融政策運営については、一定のフレキシビリティを持っておく必要があり、カレンダーで切っている訳ではなく、あくまでも2%の物価

安定目標を目指していくということを、昨年4月以降ずっと言ってきた。この点も重要なコミットメントであると思う。

量的・質的金融緩和の効果については、着実に浸透してき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安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って実質金利は低下傾向にあると思う。

企業や家計の支出行動を支える金融環境の評価については、緩和した状態にあるという見方で一致していた。貸出金利は既往最低水準まで低下しており、銀行貸出残高の前年比も2%台半ばのプラスとなっているなど、様々な金融環境の評価については緩和した状況にあるということで一致していたと思う。

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、願います。

#### 佐藤委員

岩田副総裁から、この政策はアウトカムベースであるという指摘があったが、アウトカムベースであると同時に、昨年4月4日のステートメントでは、カレンダーベースでのターゲット政策に強くコミットしている。カレンダーベースとアウトカムベースの両方が1つのステートメントに入っており、根源的には矛盾している。ただ、2年で2%を展望できる限りでは、矛盾はない。私としては、アウトカムベースが、2%が展望できるかどうか、すなわちCPIが実現ベースで2%をピンポイントでつけるかどうかではないということは、前々から申し上げているとおりである。要は、フォーキャストターゲットの考え方である。2%を見通せるのであれば、それはそれで当初の政策目的を果たしたことになるのではないかと評価で良いのではないかと思う。私自身、4月、10月の展望レポートに修正案を議案として提出した。具体的には、執行部案の「2%が実現する」を「2%が見通せる」というように、フォーキャストターゲットをより前面に出した方が、本行としてもよりフリーハンドを持ちやすく、先々に縛られないのではないかという観点で、修正案を出した。どこで折

り合いをつけるかは、これから重要になってくるだろうが、政策の継続期間に関して将来をがちがちに縛ってしまうような情報発信は、後々の政策の柔軟性の障害になる可能性があるという点で、気をつけた方が良いのではないかということで、考えを述べさせてもらった。

#### 中曾副総裁

佐藤委員のアウトカムベースというのは、ステートメントに則して言えば、「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」の「安定的に持続」がどのような状態を表しているかという問題に帰着すると思う。ここの議論は詰めていく必要はあると思うが、ステートメントの読み方としては、確かに、「2年程度」はカレンダーベース、「安定的に持続する」はアウトカムベース、state-contingentで、2つの矛盾する要素があるという点は、その通りだと思う。ただ私自身の理解では、2年程度で2%というのは一種の強いコミットメントであるが、当時——今もそうだが——世の中では、「2年で2%が実現できる訳がない」と思っている人達がいたのも事実であり、そういう人達に対しては、「2年経ったらやめてしまう訳ではなく、安定的に持続するまで続ける」と二重のコミットメントを示しているということである。そこは、必ずしも矛盾するものではないと理解している。

#### 白井委員

「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」と「これを安定的に持続するために必要な時点まで」という2つの時間軸の表現があり、これについての捉え方が、ボードメンバーによって違い、恐らく市場参加者によってもかなり違うと思う。私自身は、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ということは、最大限努力することではあるが、そこが最終目的ではなく、「安定的に持続する」まで継続するのが目的である。従って、私自身は、どちらかというところ、2%を「安定的に持続するために必要な時点まで」継続することが、本来の時間

軸表現であると思っている。従って、4月4日の記者会見での黒田総裁の「2・2・2」という打ち出し方は、分かりやすく、非常に強烈で世界にインパクトを与えたと大変評価されたとは思いますが、正直申し上げて、個人的には、「2%を安定的に実現するまで量的・質的金融緩和を継続する」という脚注でもあった方が良かったと思っている。その後、4月半ばの金融環境の点検時に申し上げたように、本来のコミットは2%を安定的に実現する方なので、「2年程度で2%」の方だけをコミットすると言っているような紙が配られた——他のところでも配られていると思うが——ことに関しては、私は、異論があると申し上げた。結局は、「2・2・2」が効き過ぎ、「2年程度」が多くの方に強くビルトインされている。だから、黒田総裁は、2%を安定的に実現することも重要であるということ伝えており、それが名古屋での講演資料のマネタリーベースの図表で示された点線のところであると思っている。その意味では、誤解を取るために良かったと思っているが、人によって捉え方が違うので、そこは難しい問題があると思う。

オープンエンドということについても、人によって捉え方が違っている。中には、マネタリーベース 60~70 兆円、国債 50 兆円をそのまま続けると思っている人もいるし、量的・質的金融緩和自体を続けることだと思っている人もいるように、オープンエンドの意味が、誤解も含めて人によって違うと感じている。

また、今の感じからすると、今年のマネタリーベース実現のために、仮に長期国債買入れを 50 兆円程度としておくと、相当部分を固定金利オペと短国買入れの短期のオペに依存することになる。そこだけで昨年 42 兆円程度のところが今年は 10 兆円以上増えると思うが、その部分の負担が大きいのではないかと感じている。この点はいずれ議論することになると思うが、長国をもう少し買っていくとなると、市場が議論しているところから察するに、マネタリーベースがわれわれの最大の目標なので、60~70 兆円が優先されるとすれば、長国の 50 兆円はセカンダリーな目標になるのでそこは増えても良いと捉えるのか。仮に、短期オペが難しくなり長期

国債で補う場合——例えば 10 兆円以上となった場合——、4 月 4 日の公表文を変える必要があるのかという問題が出てくると思う。いずれにしてもそこは市場でもよく分からないので、色々な意見が出ているのだと思う。

最後に、宮尾委員がおっしゃったように、昨年 1 月に 2% の物価安定の目標を掲げた時に、金融緩和だけではなくあらゆる経済主体が頑張ることを約束した。私自身も、金融緩和だけで 2% が実現出来るとは思っていない。確かに、例えば物流やコンビニ等企業は頑張っていると思うが、地方に行って感じるのは、やはり公共工事依存であるということであり、観光も円安で少し増えているが、今政府が掲げている観光客の目標も、観光大国に比べれば極く僅かである。GDP への寄与度からみても観光は非常に少ないので、もっと地方政府にも企業にも努力して頂きたいと思っている。

#### 岩田副総裁

「2 年程度」という表現がカレンダーベースであるとのことだが、カレンダーベースでも何でもないとというのが私の考えである。今まで日本銀行は、一応、「デフレ懸念がなくなるまで」とか「1% の目途が立つまで」というような表現をしてきたが、そのような表現だけでは、「一体、いつまでの話なのか。1% になるのは、10 年後なのか、20 年後なのか、30 年後なのか」ということになる。金融政策に対するコミットメントが全くないので、そういうものは全然効かない。日本銀行に、言ったことは 2~3 年で達成するというクレディビリティがあれば、敢えてそのようなことを言う必要はないが、今まではなかった。いつも「デフレ脱却に向けて邁進している」と言っていたが、結局 15 年間もデフレ脱却ができなかった。このようなことがあるので、さしあたりどの程度の期間を念頭に置いているかということ、2 年程度であるということである。ただ、経済は不確実なので 2 年程度で達成できる保証はないため、「できるだけ早期に」と入れている。そして、「できるだけ早期に」達成することに努めるが、最終的には「安定的に持続する」までということである。ただ、「安定的に持続する」までだけでは、市場は「10 年先なのか、20 年先なのか」とコミッ

トメントに対する弱さを感じ、金融政策の効果は出てこないので、「2年程度」で「できるだけ早期に」としている。「できるだけ早期に」と言っているのに、「2年程度ということは、2年程度でやめてしまうということか」という誤解もあるので、その辺は黒田総裁から記者会見等で丁寧に説明して頂きたいと思っている。

#### 森本委員

白井委員がおっしゃったように、黒田総裁の記者会見での「2・2・2」が相当強烈に皆さんの頭の中に入って、2年経つと終わるようなイメージで捉えている人もいたので、黒田総裁は、そういうことではないと説明し、記者会見で「オープンエンドか」と問われて「そうだ」とお答えになったと、私は理解している。一方、米国のように、経済が回復し労働需給が改善するまでというような純然たるオープンエンドと、われわれのそれは違うと思っている。「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という姿勢を打ち出し、それが「安定的に持続する」までということなので、「2年程度の期間を念頭に」である程度、網をかける格好になっていると思っている。私は、オープンエンドかどうかというより、言葉のとおり捉えている。

#### 石田委員

金融政策は効いてくるまでに時間がかかるので、何らかの政策を打って、その結果が出るまでは何も動かさないというのはあまりにも酷いと思う。ある程度の判断は、日本銀行がやらなくてはならないと思っている。

#### 宮尾委員

オープンエンドについて、政策の効果という点に絞って申し上げる。今般の米国でQE3の tapering の議論で長期金利が跳ねたことから明らかなように、当初労働市場が十分改善するまでQE3を続けるというある種オープンエンド性があり、当時マーケットで言われていた「QE



infinity だ。超過準備を 6 兆ドル、7 兆ドルと無限に増やす。どこまでやるかわからない」というような予想、期待をマーケットに与えるような政策の効果は非常に大きく、大きかったからこそ逆に tapering の議論で長期金利が 1% 近く跳ねた。資産買入れのオープンエンド性が潜在的に持っている金利の低下、リスクプレミアムの低下圧力は相当大きいのではないかと、私自身は考えている。このため 4 月に導入した量的・質的金融緩和のオープンエンド性のコミットメントの部分は、その効果という意味でも重要ではないか。

一方で、いつまでやるのかというカレンダーベースの目途のようなものもあった方が良くという意見もあり、その両者が相俟って、建設的あいまいさというようなかたちでわれわれは全体で合意し情報発信してきたと、私自身は理解している。オープンエンドということになると、これだけ大規模な買入れを永久に続けられるのかというフィージビリティや副作用の問題からくる懸念は当然あると思うが、純粹に効果だけでいうと、そのような期待ができる面はあると考えている。

黒田議長

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

古川財務副大臣

政府と日本銀行の「共同声明」の発表から 1 年が経過したが、この間、日本銀行による大胆な金融緩和の効果もあって、日本経済は着実に上向ってきており、物価も底堅く推移している。

政府は昨年末閣議了解した政府経済見通しにおいて、平成 26 年度の経済状況について、好循環が徐々に実現していく中で、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれるとの見通しを示したところである。本日の展望レポート中間評価の議論も、日本経済が、2%の物価安定目標の達成に向けて着実に前進していることを確認するものと受け止めている。

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

政府としては、昨年末、平成 26 年度の予算案および税制改正大綱を閣議決定したところである。平成 26 年度予算案については、日本の競争力強化に繋がる施策等に予算を重点化しつつ、歳出の効率化を図るとともに消費税増収分を活用し、社会保障の充実と安定化を図っている。

こうした取組みに加え、経済成長に伴う税収の自然増等もあり、新規国債発行額について前年度比約 1.6 兆円の減額を行い、一般会計の基礎的財政収支についても「中期財政計画」の目標を上回る 5.2 兆円の改善を実現している。

平成 26 年度税制改正については、昨秋決定した投資減税や所得拡大促進税制の拡充等に加え、復興特別法人税の 1 年前倒しでの廃止、民間投資・消費の拡大のための税制上の手当等等を講ずることとしている。

これらについては、先に閣議決定した平成 25 年度補正予算と併せ、今月 24 日から始まる通常国会での早期成立に向けて取り組んでいく。

賃金引き上げに向けた環境整備を進める観点からは、昨年末、企業収益の拡大を賃金上昇に繋げていくことを含め、経済の好循環実現に向けて一致協力して取り組むことについて、政労使三者で共通認識を取りまとめたところである。

また、「日本再興戦略」に基づく施策を迅速・確実に実行していくため、主要な施策の実施期限や担当大臣を明示した「実行計画」の策定を進めるとともに、成長戦略のさらなる進化に向けた「今後の検討方針」を取りまとめたところである。

こうした一連の施策により、デフレ脱却・経済再生に向けた道筋を確かなものとするとともに、社会保障制度の安定化・財政健全化を進めていく。以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣願います。

## 西村内閣府副大臣

わが国の景気は、緩やかに回復をしている。昨年12月21日に閣議了解した政府経済見通しでは、2014年度のわが国の経済は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減には留意が必要であるが、各種の施策の推進等により、年度を通してみれば2013年度に続き堅調な内需に支えられた景気回復を見込んでいる。この結果、2014年度の実質GDP成長率は+1.4%程度、名目成長率は+3.3%程度と見込まれる。また、消費税率引き上げの影響を除いた場合の消費者物価上昇率は+1.2%程度となるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれている。ただし、海外景気の下振れリスクには引き続き注意していく必要があると考えている。このような政府の見方については、日本銀行と同じであると考えている。

1月20日の経済財政諮問会議で「中長期の経済財政に関する試算」を示し、併せて「好循環実現に向けての経済財政の展望」を公表した。中長期試算では、財政の展望として「中期財政計画」を踏まえて収支改善努力等の前提で、国・地方の基礎的財政収支は2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減する目標が達成される姿となっている。ただし、2020年度に黒字化するとの目標は達成されない姿となっており、さらなる収支改善努力が必要と認識している。この目標達成に向けた具体的な道筋を描くことができるよう、2015年度の半減目標に向けた取組みを進めながらさらに検討を進める必要がある。経済財政諮問会議では、金融政策を含むマクロ経済政策の整合性の確保、ミクロの成長戦略との連携等を重視しながら具体的な改革に向けて取り組んでいく。

成長戦略については、今後成長戦略関連の施策の実行を強化するための実行計画を策定し、24日に閣議決定を目指している。約30本の法案の提出・成立を目指すなど、着実に推進していきたいと考えている。また、産業競争力会議において年央の成長戦略改訂に向けた「成長戦略進化のための今後の検討方針」を20日に取りまとめた。昨日、安倍総理より、関係大臣は実現に向けて検討を進めるよう指示があったところである。成長戦

略のさらなる進化に大胆に取り組んでいく。

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

## V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、議案の取りまとめを行いたいと思う。まず委員方には、成長率と物価の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回、見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通しおよび分布を回収]

内田企画局長

計数については、変更なしである。

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案および見通し計数等も含めた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

対外公表文の7. について従来と同様の修正案を提出したいと思う。考

え方については従来と変わらない。

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。

[事務局より木内委員提出の議案を配付]

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

内田企画局長

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

続いて、対外公表文案の議長案である。「2014 年 1 月 22 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-R E I T について、保有残高が、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP 等、社債等について、それぞれ約 2.2 兆円、約 3.2 兆円の残高を維持する。3. わが国の景気は、緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。海外経済は、一部になお緩慢さを残し

ているが、先進国を中心に回復しつつある。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いる。雇用・所得環境が改善するもとで、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、これらの分野では消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半となっている。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、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。5. 昨年10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる。6. リスク要因としては、新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復ペースなどが挙げられる。7. 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」。参考1として先程ご説明した政策委員の大勢見通し、参考2としてリスク・バランス・チャートを掲げている。

最後に木内委員案だが、対外公表文の議長案の7.を、「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」と変更する案である。

2番目にご説明した公表文案について若干ご説明する。2.③は、前月

までは、「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」としていたが、年を越したので「それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する」としている。なお2.2兆円、3.2兆円には「約」を付けているが、CP、社債等については、買入れのタームにより日々の残高はかなり振れるので、平均的にこのような残高が維持されるところご理解頂きたい。特にCPについてはそうである。それから3.と4.については、昨日ご説明し議論にもなった月報の表現をそのまま入れている。予想物価上昇率については変えていない。続いて5.の中間評価については、0.1%ポイント程度の変化であるので、「概ね見通しに沿って」と評価している。最後に6.であるが、「リスク要因としては」と、今まで後ろの方にあった新興国・資源国経済を前の方に持ってきている。全体評価として、「日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい」という表現は取っており、海外中心に若干リスク要因が減っているという点を記述している。7.については変更がない。以上である。

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。

白井委員

公表文の6.のリスク要因で、「新興国・資源国経済の動向、欧州債務問題の今後の展開、米国経済の回復のペース」に加えて、国内の雇用・所得環境の改善ペースが入っている方が良いと思っている。公表文で、今回新たに消費税率の引き上げに言及している。3.で消費税率引き上げ前の駆け込み需要に言及し、4.では「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」と書いてある。その後に5.で、展望レポートの見通しに言及している。10月の展望レポートでは、経済のリスク要因として5つ、物価のリスク要因として3つ挙げていたが、公表文では海外経済の不確実性が大きいと書いてきて、今回は

それを上方修正しそれを明記しているのが6. だと思う。展望レポートで書かれている中長期的なリスク要因をここに記述しないのは分かるが、今回、消費税に初めて言及したのにもかかわらず、リスク要因のところに、先行き数か月から半年程度のスパンで起きる問題である所得・雇用環境に言及しないのは不自然な気がする。敢えてそこで消費税と言う必要はないと思うが、「国内の雇用・所得環境の改善ペース」と言えば、全てがそこに凝縮されていると思うので、それを入れたらどうかと思っている。また今回の6. は、今までの「不確実性が大きい」から「そのようなリスク要因がある」と上方修正しているので、ニュートラルである。展望レポートの大勢は上下バランスしているということだから——私はそうではないが——、ここに所得・雇用環境の文言を入れても良いのではないかと思っている。

佐藤委員

5. の「昨年10月の「展望レポート」で示した見通しと比べると、成長率、消費者物価ともに、概ね見通しに沿って推移すると見込まれる」という中間評価の部分だが、消費者物価に関しては、政策委員会の中心的な見通しと私自身の見通しでは若干乖離があるので、個人的にはやや違和感がある。この記述自体に特に反対はしないが、見通しのばらつきがあること、リスク・バランス・チャートを見ると、特に2015年度の物価の見通しに関しては下にややテールが長いことについては、留保しておきたいと思う。

黒田議長

白井委員の修正案について何かご意見はあるか。

岩田副総裁

消費税を念頭におっしゃっていると思うが、ただそれは前々から分かっており、所得環境のリスクがここにきて急に高まったということではないので、今回それを加えることには違和感がある。



宮尾委員

そもそも対外公表文でどの程度のスパンでの不確実性を列挙するのか。来月の次回会合までの不確実性なのか、もう少し長く3か月とか半年位までの不確実性を列挙するのか。私自身は、とりあえず次回会合までというイメージで、どちらかと言うと非常に短い期間で認識していたが、その辺はどうなのか。

内田企画局長

はっきり決まっている訳ではないが、今までの月報ないし対外公表文では、半年からもう少し長い9か月程度である。

宮尾委員

月報はそうであるが、この対外公表文もそうなのか。

内田企画局長

同じだと思う。その程度のタームをベースに物事を記述している。ただリスク要因について、必ずそこまででなければならないということはなく、そこは判断だと思う。われわれとしては、展望レポートで2~3年程度の長いところをフルテキストで書き、その中で特に重要な部分、注目されるものを対外公表文で書いていくという構成で作っているので、必ず何か月でなければならないとか、半年でなければならないとか、次回会合まででなければならない——次回会合まででは短いとは思いますが——ということではなく、われわれとしてこのタイミングで情報発信したい内容を選んで書いていくということだと思う。

中曾副総裁

白井委員は、消費税のことを念頭に置いているのか。

#### 白井委員

消費税率引き上げを含めて、「所得・雇用環境の改善ペース」が良いと思う。10月の展望レポートでも、経済情勢の上振れ要因、下振れ要因の第2の点として、新たに所得・雇用環境のことを入れ、第3の点として、消費税率引き上げの影響を入れた。敢えてそこを言わなくても、「所得・雇用環境の改善ペース」に所得・雇用環境の全てのことが凝縮されている。そこが今1番の注目点なので、消費税に言及してそれを入れない方が不自然だと、私は思っている。

#### 中曾副総裁

その判断の部分に関わってくると思うが、私自身は先程申し上げたように、展望レポート時の情勢判断以降の動きとしては、所得・雇用環境は、状況としてはむしろ良くなっているのではないかとの印象を持っているので、客観的に判断して、ここで殊更リスクとして挙げる必要はないと思う。また表現はともかく、消費税を念頭に置いているということだとすると、それ自体があらぬリスク感覚を惹起してしまう懸念はないだろうかというところを若干心配している。

#### 佐藤委員

消費税率引き上げをリスク要因として念頭に置かれているということであれば、確かにそれはそうだが、日本銀行が、消費税率引き上げ、ひいては財政の健全化に対するスタンスに若干の疑念を惹起するリスクもあるのではないかと、すなわち日本銀行が消費税率引き上げに反対しているようなあらぬ受け止め方をされる可能性もあるのではないかと思う。元々日本銀行では、消費税率引き上げにもかかわらず、経済・物価は緩やかな回復軌道をたどるというシナリオを掲げているので、わざわざそこがリスクだと書いてあらぬ誤解を惹起するようなことは、避けた方が賢明ではないかと思う。

## 宮尾委員

私自身のイメージとしては、雇用・所得環境のリスクについては中曽副総裁と同じで、どちらかと言うと上振れリスクをみている。リスク要因として挙げると、上下双方向あるときっちり説明すれば良いが、恐らく下振れリスクと解釈されるリスクがあるのではないかと思う。白井委員は下振れリスクが強いとみておられるのだろうが、私自身はどちらかと言うと上振れリスクもあるという立場で、情報発信が難しくなることを懸念している。そういうものを全部呑み込んだものが展望レポートのリスク表現で、不確実性が上下双方向にあるというかたちで、委員の多様なリスクバランス、リスクの評価を記述していると思うので、私の結論としては現状のままで良いと思う。

## 白井委員

皆さんの意見は分かった。私もそれは想定しているし、おっしゃることは良く分かる。ただ、私がまず思うのは、5. で展望レポートを書いて、6. でいつもどおりとすると、いつもの公表文とは違うと捉えられると思う。展望レポートがあるのでその内容が連想され、人によっては捉え方が違うのではないかと思う。それと、所得環境に関しては、黒田総裁も色々な所で、ベース賃金が上がることを望むとおっしゃっている。今まで日銀が言ってこなかった訳ではなく、注目していることをお話している訳である。私は下振れだと思っているから、10月の展望レポートには反対したが、ここはあくまで中立的な内容を書いているので、私は入れない方が不自然だと思う。そのように思われない皆さんのご意見も尊重したいと思うが、10月末に申し上げたように、私のコミュニケーションの仕方としては、自分が本当にそう思っているのでやはりそれは伝えていきたい。そのうえで、それに対して自分がどのように考えているかを説明していくのが、私なりのコミュニケーションの仕方なので、私は入れた方が良いと思っている。このため、私は6. の記述に対しては反対したい。については、もし可能であれば、国内雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとい

う理由で6. の記述に反対があったことを、対外公表文に明記して頂ければと思う。

黒田議長

この点については、岩田副総裁、中曾副総裁、宮尾委員、佐藤委員がおっしゃったことに尽きると思うが、雇用・所得環境を巡るリスクについては、既に昨年10月の展望レポートで詳しく記述しており、毎月の金融政策決定会合における議論を踏まえて当面の金融政策運営について出すステートメントに、展望レポートに掲げていたことを全て網羅して書くという訳にもいかない。白井委員のご提案の理由は良く分かったが、ここに来て特に雇用・所得環境のリスクが高まったとは思われないので、この対外公表文に明記すると却って誤解を生じてしまう惧れがあると思う。大方の委員はリスク要因について議長案通りの記述で良いという意見だったと思うので、白井委員から反対があった事実については、例えば、対外公表文の最終案に簡潔な脚注を付けるという取扱いにしてはどうかと思うが、如何か。それでは執行部は具体的な脚注案を作成し、後程説明して頂きたい。

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

[11時59分 政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員  
石田審議委員  
佐藤審議委員  
木内審議委員

反対：なし  
棄権：なし  
欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

内田企画局長

2 頁の注についてご説明する。6. に（注 1）を打ち、「白井委員は、国内の雇用・所得環境の改善ペースにも言及すべきであるとして、6. の記述に反対した」としている。木内委員案については、前回と同じだが、7. に（注 2）を打ち、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を 2 年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。それでは最終案がまとまったので、対外公表文に関する採決をお願いします。

[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。

[12時08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。なお、木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（12月19、20日開催分）の承認

黒田議長

最後に、昨年12月19、20日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付された議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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



## VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、2月17、18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する。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時20分の予定である。

黒田議長

解禁時刻が12時20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。

(12時15分閉会)

以 上