

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年2月17日（14:00～16:11）

2月18日（9:00～12:23）

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（17日）
	古川禎久	財務副大臣（18日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（17日）
	西村康稔	内閣府副大臣（18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
企画局審議役	野村 充（18日）
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司（18日）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	川本卓司

I. 開会

(14時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、預金保険法の改正等に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、貸出支援基金等の制度の概要および利用状況に関する執行部説明、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、1月21、22日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

内外市場の動向および金融政策についてご説明する。本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】の図表1をご覧頂きたい。前回会合以降、2

月初旬にかけて、アルゼンチンやトルコなど一部新興国の問題、米中の弱めの経済指標、中国のシャドーバンク問題など幾つかの要因が重なり、内外市場でリスクオフの流れが強まる局面があった。もっとも、その後は、市場は総じて鎮静化に向かっているように思われる。このようなリスクオフのきっかけの1つは、アルゼンチン、トルコの通貨の急落、これを受けたラテンアメリカや東欧諸国の通貨の下落であった。この間、アジア通貨は総じて堅調に推移した。すなわち、アルゼンチンが1月23日に自国通貨への無制限介入をやめるとアナウンスをしたことを受けてペソが急落し、他のラテンアメリカ通貨も総じて売り込まれる結果となった。図表2をご覧くださいと、トルコや南アといったいわゆる脆弱5か国の中で、特にファンダメンタルズが脆弱な国の通貨や、ロシアやハンガリーといった欧州圏の新興国通貨も一旦大きく売られた。この間、アジア通貨の売られ方はさほど大きなものではなかった。もっとも、足もとでは、市場は総じて鎮静化の方向にある。その1つの理由が、新興国自身による政策対応である。図表3にあるとおり、従来は金融引締めを慎重とみられていたトルコが1月28日に大幅な利上げに踏み切り、インドもさらなる利上げに踏み切りインフレ抑制のスタンスを鮮明にした。さらに翌日には南アも利上げを行うなど、話題の国々のほとんどは、タイを除いて、何らかの引締め対応を行っている。こうした中で、アルゼンチンの問題は、長らく国際金融市場から切り離されていた同国固有の問題であって、必ずしもエマージング諸国全般に共通する問題と捉える必要はないといった見方も徐々に広がっているように思う。裏を返せば、経常赤字や財政赤字、さらに有効な引締め策が採られているかどうかといった各国のファンダメンタルズに一層注目する市場の目が、一段と明確になっているということではないかと思う。

新興国市場の混乱の1つの背景として、しばしば新興国側から指摘されるF e dの tapering については、図表3(2)にあるように、市場の見方は、今後毎回のF O M Cで100億ドルずつ削減を続け、本年第4四半期に tapering 終了という見方に収斂してきている。また(3)が示しているように、 tapering と利上げのデカップルを図るF e dの情報発信——例え

ば、2月11日のイエレン議長の議会証言もその一環であると思う——が、それなりに理解されているように思う。このように、F e dの政策を巡る見方自体に特に大きな変化があるという訳ではない。ロジカルには、米国の量的緩和の縮小が、新興国からの資金流出にダイレクトに繋がっている訳ではないということであるので、市場参加者も、一部新興国の言うことを鵜呑みにしている訳ではなく、それ故に市場も鎮静化に向かっていると思うが、米国の債務上限問題の決着も、1つのリスク低下要因と考えられる。もっとも、少なくとも本年中は、tapering を粛々と進める以外の選択肢は採り得ないという意味で、F e dの政策の自由度は限られているが、その中で tapering は、新興国市場にとっては良くてニュートラル、何らかのきっかけで新興国からの資金流出という連想に結びつけばマイナスとなり、さらにいわゆる脆弱5か国と言われる国々に加えてアルゼンチンやロシアも全部G20国なので、今後様々な場で、tapering が新興国市場と絡めて話題にのぼる可能性はあると思う。

図表4(1)はF e dがテスト中のリバースレポオペの実施状況であるが、最近かなり利用が広がっており、政策ツールとしてそれなりの意味を持ち始めているように思われる。(2)、(3)の欧州や中国の短期金融市場は、一頃に比べれば落ち着きを取り戻している。もっとも、欧州については、デイスインフレ、中国については景気減速懸念が払拭された訳ではなく、例えば、市場ではE C Bが3月に何らかの緩和措置を採るのではないかという予想もある。もっとも、具体的にどのような措置があるのかという点では、市場の見方は必ずしも定まっていない。また、中国については、1月末の信託商品の問題がやや不透明なかたちの決着となったこともあり、引き続きシャドバンク問題が市場のリスクファクターとなる可能性はあると思う。

次に、図表5の長期金利をご覧頂きたい。1月下旬以降のリスクオフの流れを受けて、先進国各国でも長期金利の低下、株価の下落が進むとともに、ドル/円レートも円高・ドル安に進んだのが特徴である。まず、(1)の各国の長期金利であるが、リスクオフの流れの中で低下傾向をたどり、

米国の長期金利は一旦 2.5%程度まで低下した。もっとも、その後は、内外市場の鎮静化、株価の持ち直しを受け、若干戻している。日本の長期金利も米欧同様、一段と低下しており、その後も本行オペによる金利低下圧力が意識される中、足もと 0.6%前後の水準で推移している。

図表 8 のデットマーケットをご覧頂きたい。前回会合以降のリスクオフが具体的にどのマーケットに影響を及ぼしてきたかをみると、どちらかと言えば、新興国、特にラテンアメリカや東欧の新興国への影響が大きかったようにみられる。一方で、先進国のデットマーケットへの影響は比較的小さかったと思う。(1) の欧州周縁国の国債金利では、スペイン、ポルトガル、アイルランドといったところの金利はリスクオフの影響を全く受けていないので、市場の目からみれば、これらの国は危機モードからあく抜けという感じである。他方、ギリシャ国債は一旦は売られており、ギリシャとそれ以外の周縁国の間に線引きがあるといったことではないかと思う。

(2) は米国のクレジット物であるが、ハイイールド債は一旦売られたが、投資適格債や MBS といったところの動きは小さめであった。(3) の本邦クレジット市場は、この間、格下げで一部銘柄のスプレッドが拡大しているが、全体としては他国と比べても安定していた。この点は、後程申し上げる本邦の株価の動向とやや対照的である。

図表 9 (2) は米欧金融機関の CDS プレミアムであるが、今回のリスクオフで特にラテンアメリカや東欧の市場のボラティリティが高まったことを受け、欧州系銀行の CDS プレミアムが目立って上昇した。もっとも、足もとでは鎮静化に向かっている。この間、コモディティ市場は比較的安定している。仮に、市場が、中国などの新興国の成長率が大きく鈍化すると本当にみているとすれば、商品価格は下がってもおかしくないと思うが、コモディティ価格の比較的堅調な動きは、中国株のこのところの堅調さと併せ、市場は、新興国の成長が全体として大きく鈍化するとまではみてないことを示しているように思われる。

図表 10 の株価をご覧頂くと、内外株価は、リスクオフの中で先進国、新興国双方で、総じて、1~2 月初旬にかけて下落しその後持ち直す展開

となった。本邦株価は、海外の株価と歩調を合わせて下落しているが、図表 11 (1) が示すとおり、下落幅が他国と比べてもやや大きめである。(2) の売買動向をみて頂くと、昨年 11 月以降、本邦株式を積極的に買い進めた外国人筋が、本年入り後、売りに転じている。このように日本株については、昨年末にかけて外国人主導で上昇幅が大きかっただけに、年明け後の調整幅が大きくなったと言えると思う。ミクロ情報では、本年入り後、とりわけダボス会議の後、外国人機関投資家の間で、日本の構造改革に対するやや懐疑的な見方が広がり、これが売りに結びついたという声が比較的多く聞かれた。同様に、本邦の企業収益は総じて堅調で、中期的な日本株への投資意欲自体が失われた訳ではなく、今のところは構造改革の行方を見守っているところではないかというミクロ情報も聞かれた。

図表 13 は為替レートである。主要通貨をみると、ドル/円レートは、前回会合以降、株価の下落に歩調を合わせるかたちで円高・ドル安方向の動きが進んだ。この間、ユーロ/ドルは、Fed の tapering の一方で欧州ではディスインフレの中で先行きさらなる緩和を予想する向きもあり、こうした米欧の金融政策の方向性の違いが意識される中、昨年とは異なり、足もとではややユーロ安方向に戻す動きがみられた。この間、特徴的な動きとしては、英ポンドが英国経済の堅調などを反映して上昇しているということがある。

図表 14 のグラフをご覧頂きたい。海外投資家の中には、日経平均とドル/円の相関に注目する向きが多いことはこれまでも申し上げていたが、今回のリスクオフ局面では、株価の下落幅が大きめであった一方、ドル/円は、ある程度円高が進むと本邦企業の実需のドル買いで歯止めがかかるという傾向がみられた。このことは、いわば日本の貿易赤字傾向が円高に歯止めをかけているということでマクロ的には intended consequence かと思うが、株価とドル/円の関係に限界的な変化が生じているようにも思われるところである。

続いて、図表 16 の金融調節である。金融市場局では、引き続き調節方針に沿って調節を進めている。1 月は税揚げを主因とする大幅な資金不足

月であり、銀行券の大幅還流により、1月末のマネタリーベースは前月比若干減少となっているが、日銀当座預金は引き続き増加している。先行きは、マネタリーベースも再び増加に転じていく見通しである。CP等については、CPは3月に期落ちが集中するので、現在本行保有のCPも約1.8兆円分が3月末までに期落ちしてしまう。われわれとしては、調節方針と整合的な範囲内で2月の残高を少し高めにして期落ちに備える予定であるが、それでも3月末のCP残高は一時的には下に振れる可能性が高いとみている。

図表17の短期金利をご覧頂くと、短期国債金利は、本行が短期国債の買入れを1回2兆円から2.5兆円に増やしていく中で、足もとでは0.04%前後へとさらに若干低下している。先行き3月末にかけては、例えば、債券ポートのマチュリティ調整といった季節的な短期国債需要がどの程度増えるのか、注意深くフォローしていきたいと思うが、マイクロ情報によれば、銀行の中には既に期末の短期国債需要分を手当てしている先もあるようであり、先行き短期国債買入自体が困難となる可能性は、現段階では低いと考えている。

以上申し上げたように、前回会合以降、内外市場でリスクオフの動きが強まる局面がみられたが、その後、市場は総じて鎮静化に向かっているように思う。もっとも、逆に言えば、基調としては世界経済が改善傾向をたどる中でも、サマーズ氏やラガルドIMF専務理事の発言にみられるように、世界経済の恒常的な低成長化やデフレの可能性などが意識され続け、またFedがtaperingに入っている中で新興国の減速がどの程度にとどまるのか、先進国の回復が果して新興国の成長鈍化を補うほど強いのかといったことに敏感な市場のセンチメントが続くように思う。こうした中で最近の経験は、世界経済の回復シナリオ自体が維持されるもとでも市場のボラティリティが高まり得るということを示唆したように思える。引き続き市場の動向を注視していきたいと考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

2点ある。1つは、米ドル資金供給オペについての技術的な質問であるが、夏には定期的なオファーはなくなっていくということであるが、図表20をみても、1Wは少額の落札が結構頻繁にある。金融機関がテストをしているということであるが、定期的なオファーがなくなるとこういうこともやりにくくなり、なくなっていくのではないかと思う。金融機関が、もしもの時に利用できるようにテストしているということは、それなりに不安があるからだろうと思うが、夏以降はそれに対して何か手当てをする必要、つまり緊急時に確実にドルが供給できるように慣らしておく、準備しておく必要は、こちらサイドとしてはないのか。

2点目は、図表17の国庫短期証券の利回りについて、昨年末以降のレート動きをみると逆イールドになっており、上から3か月物、6か月物、1年物になっている。これは金利観でこのようになっているのか。例えば、2012年末や2013年初め頃は、短期金利が下がるという期待があって逆イールドになっていた感じであるが、昨年末頃もそのような金利観で逆イールドになっていたのか、それとも需給面の要因か。足もとで逆イールド、つまり金利の差がほぼなくなってきているが、本行のオペ、あるいは買い手が変わったなど、需給面で何らかの変化があったのか。

山岡金融市場局長

1点目はそのとおりであり、現在、関係中央銀行でも内部で議論を積み重ねているところである。ノウハウの維持のためドルオペの練習をしておきたいとする先は当然あり、それに対してばらばらにオファーすると「この国は危ないのではないか」という誤解を招きやすいので、練習についてもある程度協調した枠組みが望ましいのではないかとということで、現在、内々に検討している。

2点目の短期国債利回りのイールド較差については、私の実感では、差が出る時は、金利観というよりはほとんど需給要因であると思う。特に、担保ニーズが主流になってくる時は、3か月ではすぐに期落ちしてしまうので入れ替えが大変で、少し長めの短期国債が欲しいということでそのような差ができやすい。ただ、あまり極端にコストが違うという訳でもなく、限界的にそのような差が出る局面があり、それを反映しているものと思われる。

白井委員

米国の tapering の説明で、デカップリングがそれなりに理解されたかもしれないということであったが、そうかもしれないが、僅かずつではあるが Fed が資産買入額を減らす一方で米国の機関投資家等がまた国債を買っているという話もあり、もしかすると1月に海外からの資本流入があったかもしれないので、需給がそれほど悪くなっていないことが反映されているのかもしれない。また、1月以降出ている米国のデータが結構軟調であったので、データの悪さやインフレ圧力がほとんどないということを反映しているかもしれない。個人的には、デカップリングが理解されたかもしれないし、それ以外の要因かもしれないと思っているが、それについて何かあれば願います。

もう1点は短期国債についてである。1月に短期国債の利回りが下がり今も下がっているが、1月は資金不足期で12月から1月にかけて日本銀行が大量に買ったが、それ以外に外国の投資家が短期証券を相当買っている。1月のデータしかみていないが、指定金融機関の国内の短期証券が1月は相当増えた。今まではネットでマイナス、流出超であったのが、1月は4兆円の流入超となっているので、海外からの需要が相当あった気がする。このように1月に外国投資家の短期国債等への需要は相当大きかったと思うが、その状況は2月以降変わっているのか。何か情報があれば教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

1点目のデカップリングについては、白井委員がおっしゃるとおり、Fedも data-dependent であるという情報発信をしているので、フォワードレートカーブ変動の背後には市場参加者のインフレや景気に対する見方があると思う。逆に言うと、Fedとしては data-dependent であることを強調しているので、こういったフォワードレートカーブがそういったインフレ見通しや経済見通しに沿って動くこと自体、デカップリングの一部が成功していると言えるのではないかという気もする。

2点目は、十分な情報を持ち合わせていないが、2月入り後、特に海外投資家の需要に変化があったという感じはない。短期国債への需要が強い有名な海外投資家は、引き続き買っているという印象を持っている。

白井委員

強さが同じということか。

山岡金融市場局長

強さについて特に大きな変化があるとは思われない。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について説明する。資料-3（参考計表）【追加】の図表1の製造業PMIであるが、グローバル製造業、生産PMIは1月に54.5と前月からやや低下した。日本や中東欧を含む欧州が改善したが、ウエイトの大きい米国、中国は低下した。

米国経済は、第4四半期実質GDP成長率の事前推計値は、前期比年率+3.2%と、+4.1%成長となった前期に続き高めの伸びとなった。個人消

費、輸出がそれぞれ 3 年振りの高い伸びとなったことが寄与している。もっとも、その後公表された輸出や小売売上高を勘案すると、他の条件が等しければ、2%前半まで下方改訂される可能性がある。足もとの指標も寒波の影響を受けており、経済活動の停滞を示しているものが多くなっている。1月の鉱工業生産指数は、前月比-0.3%の減少、1月のISM指数の製造業は前月の56.5から51.3へと大きく低下した。PMIも同様であるが、入荷の遅延や原材料在庫の減少が顕著となっており、寒波の影響が示唆されている。12月の新築住宅販売も前月比-7.0%と大きめに減少したが、特に、気温低下の著しかった南部での落ち込みが目立っている。このほか、自動車販売台数も、1月は年率1,554万台と前月に続き弱めの販売にとどまった。温暖な気候に恵まれた西部での販売は上向いており、他地域では寒波の影響を受けている可能性が高いと思っている。さらに、13日に公表された小売売上高は、自動車、ガソリン、建築資材を除くベースで、季調済み前月比で-0.3%の減少となり、さらに11月、12月の計数も大きめに下方改訂された。輸出は、12月は前月比-3.6%の減少となったが、第4四半期で均すと前期比+1.9%の増加となっている。図表2-2(6)の設備投資の先行指標である非国防資本財(除く航空機)の受注は、12月に-0.6%の減少と反落したが、第4四半期で均してみると前期比+0.8%の増加となった。勢いはないが、持ち直し基調からは外れていないと判断している。一方、(5)の1月の非農業部門雇用者数は11.3万人の増加にとどまった。雇用統計に関しては、調査週の気温が高かったため、寒波の影響はないとみられているが、12月に引き続き、サービス業従事者の増加幅が大きく縮小した。もっとも、1月のISM指数非製造業では、雇用が2010年11月以来の高いレベルとなるなど、他の指標と必ずしも噛み合っておらず、現時点で雇用の伸びが鈍ってきたと判断するのは尚早だと考えている。なお、家計調査では、緊急失業保険給付の打ち切りにかかわらず、労働参加率が前月から上昇したが、就業者数の大幅増加によって、失業率は6.6%まで低下した。

欧州経済は、ユーロ圏の第4四半期実質GDP成長率が前期比年率

+1.1%の増加となり、3 四半期連続のプラス成長となった。イタリアは、10 四半期振りのプラス成長に復した。個別の指標をみても、PMI 生産指数は圏内の多くの国で改善しているほか、消費者コンフィデンスはほとんどの国で改善しており、全体では-11.7 と 2011 年 7 月以来の水準まで持ち直している。国内投資財出荷も、ドイツの自動車を中心に底入れから持ち直しに向けた動きとなっている。ECB のユーロ圏銀行貸出調査をみても、企業、家計とも借入需要が着実に持ち直している。特に、企業の設備投資向けの借入需要の減少幅が大幅に縮小しているのが目立つ。物価面では、1 月の H I C P 総合は、エネルギー価格の下落により前年比+0.7% と 2 か月連続で伸び率を低下させた。

中国経済については、今年の春節は 1 月 31 日からと、前年の 2 月 9 日からに比べ早めの開始となったが、春節の時期は毎年ずれるため、その影響を除去できない単月の指標では、実勢を把握することが難しくなっている。1 月の自動車販売は、季調済み年率で 1,827 万台と前月比 8.3% の減少となった。なお、日系メーカーのシェアは、12 月の 19.7% から 13.6% へと大きく低下した。1 月の社会融資総量は、貸出は増加したが、信託、社債等を中心に全体としては伸びの鈍化傾向が続いている。1 月の輸出は、前年比+10.6%、季調済み前月比で+7.6% と、市場予想を大幅に上回った。昨年みられた水増しの影響を除去するため、香港を除くベースでも、前年比+16.6%、季調済み前月比+12.6% と大きく増加した。また輸入は、前年比+10.1%、季調済み前月比+2.6% と、こちらも力強い伸びを示した。こうした増加には、春節前の駆け込みも一定程度寄与している可能性がある。一方、1 月の製造業 PMI は、HSBC/Markit ベースでも、国家統計局ベースでも、前月から低下した。特に、輸出受注が前月に続き 50 割れで、水準もさらに切り下がっている。もっとも、春節が 1 月中に開始する年には、1 月の輸出受注が弱く出やすく、2 月には改善されるクセがあることも分かっており、PMI がやや過小評価となっている可能性が高いと思う。通関統計と PMI の不整合は見かけほどではなく、輸出は欧米向けを中心に持ち直しに転じつつあるという判断で良いと思うが、さ

らなるデータの蓄積を待ってその力強さを検証したいと思っている。

N I E s ・ A S E A Nについては、韓国・台湾の第4四半期のGDP成長率は、それぞれ前期比年率+3.7%、+10.1%となった。いずれも、復調した輸出が生産増加をもたらしている。年明け後1月の韓国・台湾の輸出は、欧州向けが増加したものの中国向けが減少したため、前月に比べ減少した。もっとも、春節による操業日数の減少の影響もあり、PMIの輸出受注をみても1月は50を上回る水準で改善をみたことから、基調判断を変更する必要はないと考えている。ASEANは、新興国市場を通じた通貨、株価下落やそれへの対応による金融のタイト化、さらには政情不安も手伝い、政策対応効果のみられるインドネシアを除き、消費者コンフィデンスが低下し、とりわけタイで顕著であるが、自動車の販売や観光客の入り込みに影響が出ている。

国際金融市場は、前回会合以降、アルゼンチンが公定為替レートの維持を断念したことに端を発し、中国でのPMIの低下や信託のデフォルト懸念もあって中国経済の先行き不透明感が強まったこと、さらに寒波の影響が大きいとは言え米国の経済指標が弱かったことなどから、リスクオフの流れが強まった。先進国でもエクイティやハイイールド債が一時売られたが、新興国は通貨、株式、債券の市場から大きく資金が流出した。新興国の中では、ロシア、ウクライナ、ハンガリーといった中東欧諸国や、アルゼンチン、チリといった南米諸国が大きく売り込まれた。もっとも、トルコ、南アフリカでの金融引締めや、中国での信託商品のデフォルト回避などをきっかけに相場は持ち直し、さらにイエレン議長の議会証言や債務上限を来年3月まで適用しないこととする法案が米議会で可決されたことなどから、投資家心理は徐々に改善し、足もと、全体としては、下落後かなりの程度戻した水準となっている。

以上をまとめると、中国の春節、米国の寒波等で経済指標は読みづらい局面であるが、世界経済の現状評価としては、「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」との判断を維持することが適当と考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

欧州と中国について質問がある。欧州については、資料によれば、依然として銀行貸出が企業向けを中心にかなりのペースで減っているが、足もと、経済のプラスが定着してきており、整合性にやや違和感がある。図表3(5)の資金需要判断をみると、企業の設備投資向けはそれなりに安定化、ないしは戻ってきているが、これは資金需要が弱いから急激に減っているというだけではなく、ある程度クレジットクランチ的な要素があるのではないかという感じがする。銀行の貸出金利も、周縁国では足もと若干上がってきているが、これも、資金需要はあるが貸出が絞られているという供給サイドに制約があることの表れではないかという感じがする。現状はキャッシュフローの範囲内で設備投資をしているので、銀行借入にそれほど頼らなくても経済はある程度回っていくということであるが、経済がもう少し回復し企業が投資を増やし始める段階で、銀行の問題が成長の制約として表れてくるようなことにならないのか。日本も同様であるが、間接金融中心の地域なので、現状では大きな問題ではないのかもしれないが、銀行のデレバレッジの圧力が長期化する場合、将来的に成長の大きな制約になってくるのではないかという感じもする。こうした見方は悲観的過ぎる見方であり、今のデレバレッジは、AQRやストレステストなど目先の問題への対応であって、早晚それがなくなってくれば、本格的な資金需要が出る頃には間に合うので大丈夫だというような楽観的な見方で良いのか。

もう1点は中国についてである。図表5の社会融資総量の前年比増加幅でみると、過去1年位は増加ペースが鈍ってきているが、一方で人民元貸出はほぼ横ばいで、足もとむしろ若干増えてきている。社会融資総量全体では、人民元貸出の構成比が上がってきているが、これはシャドーバンク

の部分を抑えられているということなのか、それともシャドーバンクの一部がオンバランスに戻ってきていることを反映しているのか。もし後者だとすれば、金融機関の戦略、判断としてそのようになっているのか、それとも当局の方針、ガイダンスに従った動きなのか。

外山国際局長

欧州の貸出の状況については、E C Bの調査では貸出姿勢について聴取する項目もあり、こちらは顕著に改善してきている。1つは、流動性に対する懸念が一頃に比べれば随分後退してきているので、良い機会があれば貸出に応じていきたいという姿勢が段々強くなってきていると思う。勿論、木内委員がおっしゃったようにAQR、ストレステスト等が今年予定されており、またその他の規制にも対応するために、銀行は、貸出債権を売却するとか、資本を調達することで対応を進めてきており、直ぐにその制約がなくなるということではないが、事態は一頃よりは段々良くなってきつつあると思っているので、それがE C Bの調査にも表われてきていると思う。需要が目覚ましく改善していけば、それに間に合わないかもしれないというご指摘であるが、われわれがみている限りでは、欧州の回復はかなりゆったりとしたペースであり、企業もかなりキャッシュリッチなので、中小企業等の一部でヒッチを来たし得るところがなくはないであろうが、今のところ、事態は改善には向かいつつあると考えている。

中国については、ご指摘のように社会融資総量全体の伸びが鈍化する中で、人民元貸出のシェアは高まってきており、毎年1月はそうなるが、今年の1月も20数%と大きく伸びた。聞いているところでは、シャドーバンキングセクターが急速に伸び過ぎたことへの反省から、当局が、本来の人民元貸出の手綱を少し緩めてこちらの方へのシフトを誘導しているということである。それがどの程度のペースで進むかはまだ分からないが、社会に対して必要な資金は供給していく中で、人民元貸出、銀行貸出でできるだけ賄うようにしたいというのが当局の姿勢であると聞いている。

中曾副総裁

図表 2-2 (5) の米国の失業率について、失業給付の受給停止の影響が出てきているのか、それとも今後出てくるのか。出てくるとすると、どのような影響とみておいたら良いか。

外山国際局長

以前、同じような措置が停止された時には、数か月かけて影響が徐々に出たが、今回は12月31日に打ち切られて一気に出るということであった。昨年ノースカロライナ州が全米に先駆けてこの措置を打ち切ったが、その時には、単純な計算で、緊急失業保険給付を受けていた人の1/4程度が労働市場から退出してしまった。今回は130万人程度の受給者で、これと平行に労働市場から退出してしまうとすれば、全米で労働参加率が0.2%程度下がるだろうとみていた。ところが、雇用統計と必ずしも平仄は取れていないが、家計調査によれば、就業者数は1月に63.8万人増加となり、労働参加率も上昇したが、それを大きく打ち消し失業率は0.2%下がった。各種統計の不整合ということもあるので、これが持続するかどうか、もう少し様子を見てから基調を判断していきたいと思う。

白井委員

米国の失業率に関して、事業所ベースのデータと家計調査との間で大きな差があり、1月の就業者数は、事業所データでは11.3万人の増加、家計調査では63.8万人の増加である。この差についてよく言われるのは、事業所ベースは仕事の数、家計調査の方は労働者の数でみるので、2つ仕事を持っている人の場合は事業所ベースではダブルカウントされ、事業所ベースのデータの方が普通は過大評価になるそうである。ところが、今回は家計調査の方で63.8万人という凄い数字が出ている。自営業者や農家が家計調査に含まれているそうだが、それにしても非常に大きい。今回の家計調査でみると、おっしゃったように長期失業率が下がり労働参加率も上昇しているの、雇用は結構良かった。この差の背景を教えてください

い。

次は、いつも聞いていることだが、住宅市場をどのようにみたら良いのかということである。米国の10~12月のGDPの住宅投資は激減しており、住宅販売のデータをみてもほぼ伸びておらず、横ばいになっている。唯一良いのは住宅価格であるが、住宅価格も在庫が非常に低く、新しい着工が起きていない中でファンドが買っているような感じがする。一方で、ローンサーベイでは住宅ローンの貸出態度がむしろ厳格化しているが、これについてはどのようにみているのか。今後の見通しがあれば教えて頂きたい。ローンサーベイでは、商業用不動産の資金需要は伸びており、貸出基準も良くなっている。住宅ローン市場と違って、商業用不動産市場で何かが起きているような気がする。この辺りの差について、もし分かれば教えて頂きたい。

外山国際局長

2点とも私共が考えあぐね悩んでいる問題である。統計の差については、大きな齟齬がありこれを統合的に理解するのはかなり厳しい。家計調査の方がサンプル数の少ない調査なので、事業所統計の方が全体観をより正しく表しているといつもは思っているが、事業所統計も、これまでずっと伸びていた医療サービス等の従業者数の増加幅がかなり低くなっているとか、これまでのトレンドから外れているところもあり、こちらも弱過ぎるという気がしている。真理は中間にある、ということかもしれないが、事業所統計が少し弱過ぎる、家計調査が少し強過ぎるというのが、1月の姿だったと思う。それから、寒波の影響は取り敢えず出ていないと申し上げたが、12月以降ずっと寒波が波状的に來ている中で、企業の方も収まるまで少し様子を見ようといった動きが出ているかもしれない。2月も先週、大寒波が來ており、事業所統計の調査週に当たるので、2月の統計も恐らく実勢が掴みにくいかもしれない。そういった影響が鎮まって以降の数字をみてみないと、はっきりしたことは言えないと思っている。

住宅市場については、ご指摘のように価格が順調に伸びている一方で、

中古・新築の販売、住宅着工等、一進一退といった動きだと思う。基本的には、昨年5～6月以降の長期金利の引き上げにつられたモーゲージ金利の上昇の中で、少し様子をみたいといった動きが反映されているとみている。ローンサーベイ等についても、一方的に厳格化ということでもなく、需要がある程度高まってきている中で、大銀行を中心に力のあるところは積極的に応じていきたいということだとも聞いているので、そこが制約になっているということではなく、あくまでも実需が全体の景気回復の中で、どの程度上がってくるかといったところが鍵になると思っている。商業用不動産については、CMB Sは昨年辺りは随分増えたが、これから金利が上昇するかもしれないという局面の中で、証券化されたものも含めて商業用不動産でリファイナンスニーズがかなり出て、貸出先がない銀行がそれを競争で取り漁るといったことが起こり、足もと伸びているということだと認識している。

石田委員

今の話に関連するが、資料-3（参考計表）の図表6-6で、FRBの統計だと思うが、銀行貸出の不動産向けが数四半期に亘ってマイナスである。FDICの数字も、もう少し明確にマイナスが続いている。これらとの関係はどのようにみたら良いのか。

外山国際局長

必ずしも細かく分かる訳ではないが、FDICの方は、FRBの統計と比べると、FDICが付保している中小の金融機関も全て含んだベースであるが、先程申し上げたように不動産向けの貸出は現在では大手の方がかなり積極的に取り組んでいる一方で、中小の方はリーマン・ショック以降かなり手控えてきており、そこで大きな差が出ていると思う。

石田委員

大手をカバーしているFRBの統計でもマイナスになっている。

外山国際局長

F D I Cの方はさらに大きなマイナスが続いている。

石田委員

F R Bの統計で不動産向けがマイナスになっているが、これはどのような意味があるのか。

白井委員

住宅ローンが減っているのではないか。

石田委員

住宅ローンは個人向けではないか。

白井委員

不動産向けではないのか。

外山国際局長

不動産向けにはホームエクイティローンを含むので、住宅ローンも不動産向けに入っている。従って、商業用不動産とモーゲージの両方が関連しているが、足もとの落ち込みについては、調べて後で報告する。

佐藤委員

中国で理財商品の償還が難しくなってきたという話がある。先程の説明にもあったが、先月のケースはI C B C絡みの理財商品で、結局、出所不明の資金がどこからともなく出てきて償還され、一応事なきを得たが、また似たような話が今月も出てきている。聞くところでは、この手のデフォルトあるいはデットリストラクチャリングといった話は別に珍しいことではなく、かなり頻繁に起こっており、それがたまたま外電等で報道

されたので、このように話が大きくなってきているらしいが、果たして実態はどうなのか。また、この種の話が大きくなり上げられるようになって以降、中国の社債、CP等への影響、すなわち資金調達が難しくなっているといった金融のタイト化を示すような兆候はあるのか。その辺りを教えて頂きたい。

外山国際局長

まず最初に、理財商品ではなく信託商品である。理財商品は、銀行窓口で販売されバランスシートには載っていないが、銀行がその組成に関与しているものが多く、これまでデフォルト懸念等が伝えられているものはないと認識している。一方、お話のあった中誠信託、それから吉林省信託が組成した山西省の石炭会社向けの貸出を原資産とする信託のデフォルト懸念が立て続けに起こった。私共もこれ以外にどのようなものがあるか、実態を完全に把握している訳ではないが、少なくともこの2つについては、最終的な資金の出し手が現れる、あるいは地方政府等が一体となって貸出先企業の再編を行っていかうとしているため、金融システム全体に対する影響は取り敢えずとどめていると思う。吉林省信託の方は、実は昨年未頃から既に支払いが滞っていたので、そういった意味では、ここにきて外電等が報じたことで騒ぎになったということは、そのとおりだと思う。逆に言うと、大口の資金の出し手のみがこういった信託にお金を出しているので、一定の対応策を取っているといった信託会社側からの説明で、取り敢えず大きな騒ぎにならなかったのだろうと思う。そういったものが他にどれだけあるか、実態は全く分からないが、現地の協会等によると、これまで信託商品等で支払いに懸念のあったものは0.2%程度といったようなことも公表しているので、全体の中で大きな問題になったことはなかったと思う。

宮尾委員

欧州の物価動向に関し、デフレーション傾向が続いていることの背景で

あるが、国それぞれに色々な個別事情があるが、全体としては下がっている。一方で、他の実体経済の指標はそれぞれ上向いており、1年位前からどの指標もしっかりと上向いてきている。GDPも3四半期連続でプラスなので、長い目でみれば、実体経済が回復するにつれて、数四半期のラグを伴って物価も上がってくるのではないかとも思うが、その辺はどのように考えれば良いか。ユーロはそれぞれ特殊な要因があってまだピックアップしてこないとみるべきなのか。

外山国際局長

足もとのHICPの低下はエネルギー価格低下の影響で、これはまだ続いているので、恐らく来月もさらに下がるかもしれない。ただ、エネルギー価格以外で大きく低下しているものがある訳ではないので、エネルギーを除いて考えると、現状程度のインフレ率が当面は続いていく可能性が高いと思う。さらにその先、インフレ圧力が抑制された状態が続くかどうかは、おっしゃるように経済全体の体温が上がってくるかどうかにかかっていると思う。今のところ、極く緩やかではあるが、欧州経済がボトムアウトし回復の方向に向かっていると思うので、さらなる大きなショックに見舞われるようなことがなければ、厳しい状態だろうとは思いますが、ドラギ総裁の言うように、デフレにまで陥ることは回避できる公算が強いのではないかと思う。

宮尾委員

確かに、2009年、2010年度辺りのエネルギーを除くコアは、総合と比べて非常に緩やかで反応が遅いので、もう少ししっかりと経済の回復が続けば、コアの方はじわっと上がってくるという感じか。

外山国際局長

そのようにみている。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。

(14時56分中断、15時01分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

決定会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

本日お配りした資料－4（参考計表）【追加】でGDP統計および企業物価を含む物価についてご説明した後、事前にお配りした資料－4（参考計表）に沿って説明する。

最初に、資料－4（参考計表）【追加】の図表1の実質GDPは、10～12月の1次QEで前期比+0.3%、年率+1.0%と、7～9月と同程度の伸びとなった。内需の寄与度は、10～12月も7～9月と同様+0.8%と引き続き高めであった。中身をみると、公的需要、特に公共投資はさすがに伸び率が低下したが、民間需要、消費が伸び率を高め、企業設備についてもはっきりとしたプラスとなった。この結果、民間需要は+0.6%ポイントの寄与度で、幾分伸び率を高めた。一方、外需、純輸出の寄与が7～9月に続き-0.5%ポイントとかなり大きなマイナス寄与となったが、これが成長率の抑制要因となった。このGDP成長率の+0.3%は、潜在成長率——前期比で+0.1%か+0.2%程度——を上回っているが、やや低めの感は否めない。内需の強さなどを背景とした輸入の大幅増によってGDPが低く出ている面が大きいと思うので、それを除いた最終需要の概念でみると、ゼロ%台後半位、+0.7%程度としっかりした伸びである。7～9月が+0.4%であったので、輸出も含めて最終需要の伸び率は少し高まった。後程述べるように、企業マインドは10～12月は着実に改善し、労働需給も着実にタイト化している。図表1(3)の景気動向指数(CI)をみる

と、一致指数、先行指数、遅行指数ともこの間しっかり上昇していることなども併せてみると、10～12月の景気は順調であったと思う。成長率の評価についても、2次QEあるいは統計の振れもあるので1～3月も含めてトレンド的な動きをしっかりとみていく必要があると思う。ただ、外需については、輸出が10～12月もなお勢いを欠いているところはやや気になるが、この点については、輸出入のところで詳しく申し上げたい。

図表 36 の物価関連指標であるが、国内企業物価は3か月前対比で+0.4%と、12月と同程度の緩やかな上昇となっている。当面、緩やかな上昇傾向をたどるとみている。一方で、前年比は昨年11月の+2.6%をピークに緩やかに低下し、1月は+2.4%となっている。中身を申し上げると、建材や機械類は、需給改善やコスト転嫁がラグを伴って生じ、前年比を次第に高めているが、企業物価は、CPIに比べ国際商品市況あるいは為替の影響を受けやすいので、そのプラス効果の減衰が起きてきている。今後もその辺りの影響がより強く出ると思うので、前年比は次第に低下していくとみている。一方、CPIは、12月の全国の除く生鮮食品で+1.3%と、11月に比べさらに若干伸び率を高めた。東京の1月の動きなどを踏まえると、1月も恐らく+1.3%程度ではないかとみているが、その後2月、3月にはエネルギーのプラス幅が縮小していくため、プラス幅は一旦少し縮小し、+1.1%や+1.2%辺りになるのではないかと思う。4月以降については、消費税率引き上げの影響に不確実性はあるが、基本的には1%台前半の上昇率が暫く続くと考えている。なお、先般総務省より、4月に料金が徴収される公共料金等のうち、3月分を料金計算に含み経過措置の対象となるものについては5%の消費税率が適用されることが公表された。対象となる品目のウェイトは1割程度なので、これまで消費税率引き上げの影響は2%程度と申し上げていたが、4月については2%を幾分下回る1.7%程度と、現時点ではみている。4月以降消費税率を除く伸び率を計算していくつもりではあるが、その際の消費税率の影響を今申し上げたような考え方に基づいて行っていきたいと考えている。

次に、事前にお配りした資料-4（参考計表）の図表5の輸出入である

が、12月の通関が出ており、輸出入とも前月比では小幅の減少となり、その結果、輸出は、7～9月に前期比-1.1%と小幅反落した後、10～12月は+1.1%の小幅増加にとどまり、引き続き勢いを欠く状況であった。一方、輸入は、7～9月、10～12月と2四半期連続で増加し、10～12月も輸出の伸びを上回る+1.5%であった。輸入の増加については、内需が基調的に強いことのほか、消費税率引き上げ前の駆け込みの影響も加わっているとみているので、4～6月には反動が出ると考えている。輸出は、自動車や鉄鋼で一部供給制約が影響し始めていると思っているが、今のところは、基本的には需要サイドの要因が大きいのではないかと考えている。

図表7で実質輸出を国別にご覧頂くと、米国は、年前半のかなり高い伸びの後、第3四半期、第4四半期と小幅のマイナスとなっている。10～12月は、特に12月の寒波による自動車販売の低迷といった一時的な要因と思われるので、いずれ再び持ち直すと考えている。気になるのは、ASEAN、その他の新興国・資源国が引き続き弱めである点である。ASEANについては、10～12月は+1.0%と一応プラスになっているが、それまでがかなり弱かったので、現時点で下げ止まり、底打ちとまで判断するのは早過ぎる。やはりタイが弱いことの影響が大きいと思う。このASEANにしてもその他の新興国にしても、米欧の景気が回復していけば基本的に次第に持ち直しに向かうという考えで良いとは思っているが、日本企業の見方を聞くとなお慎重で、企業によってはこのところやや慎重化している感じもある。これには、多分に最近の新興国市場の動揺が心理的に影響していることもあるかと思うが、現時点では受注面での持ち直しがまだ感じられていない状況が続いていることが影響していると思う。いずれにせよ、中国も含めて新興国向けの需要については、引き続き注意深くみていく必要があると考えている。

続いて図表14の企業マインドであるが、製造業・非製造業、大企業・中小企業いずれも昨年の秋頃から着実に改善を続けている。例えば、上場企業の収益は10～12月は5割増程度であったが、それに代表されるように引き続き収益は良い。これは、需要がしっかりしていることを反映した

ものと考えている。ただ、これらの調査は1月までなので、最近の株価の反落等の影響については、2月以降注意してみていく必要があると思っている。

設備投資について図表15をご覧頂きたい。先行指標である機械受注は、船舶・電力を除く民需で10～12月が+1.5%と引き続き増加、建築着工床面積も増加、そして一致指数である資本財総供給はかなりはっきりした増加となり、いずれも均してみれば設備投資はしっかりしてきた感じである。12月の機械受注の前月比の大幅減少がやや気になるが、12月の段階では海外経済あるいは国内の株価等も強かったのも、基本的には11月の大幅増の反動とみて良いのではないかと考えているが、引き続き注意してみよう。図表18の中小企業の設備投資実施企業割合は、やや振れがあるが、製造業・非製造業ともにしっかりと上昇してきている。金融機関の貸出でも中小企業向けがじわじわ増えてきているという情報も踏まえると、設備投資は次第にしっかりした足取りになりつつあるのではないかと感じている。

続いて、個人消費について、幾つかポイントを申し上げたい。図表21(2)の耐久消費財は、1月まで乗用車販売が出ているが大幅に増加している。これには駆け込みが影響していると思うが、乗用車は高額品なので、いくら税率引き上げ前の駆け込みだと言っても、将来所得に不安があればそれほど盛り上がらないと思うので、足もとの動きには、雇用・所得環境の改善も支えになっていると言えらると思う。とはいえ、これだけ増加すると、4月以降、一時的には相応の反動が出るとみておく必要がある。図表22をみると、個人消費は全般に底堅く、サービス消費についても、月々の振れはあるが、基調が変わったという感じはない。業界では、財消費の駆け込みが出てくると年度末にかけてサービス消費が抑制されるのではないかという見方もあるが、1997年の例などをみると、サービス消費でも幾分駆け込みが起きており、当面は強めと思っている。一方、図表23の消費者マインドをみると、あまり変化はない。10月以降、消費税率引き上げが視野に入ってきて、なお慎重めの動きが続いている。

住宅にはあまり変化がないので、図表 26 の生産・出荷・在庫についてご説明する。生産の 10～12 月の前期比は+1.9%とあるが、先程確報が出て+1.8%となった。いずれにせよしっかりした伸びである。出荷はこれ以上に伸びており、速報の+3.4%が確報で+3.5%とかなり強い数字であった。その結果、在庫は、速報の-2.4%が確報で-2.5%となり、かなりはつきり減った。在庫がかなり減ったが、これには自動車などの予想以上の出荷増が影響していると思うが、企業サイドでも消費税率引き上げに伴う需要の振れに対して、在庫である程度対応する、あるいは輸出も 1～3 月に多少抑制して 4～6 月に少し多めに出すというような企業もあり、こうした企業行動は、1～3 月、4～6 月の生産の平準化に作用すると思う。ただ、自動車の需要の振れが大きそうだということは先程申し上げたとおりで、現時点での企業ヒアリングでは、1～3 月の生産は前期比で 3%弱の増加、4～6 月は同程度の減少との感触である。やはり 4～6 月については相応の反動減が出るとみておく必要があると思う。

雇用について図表 31 をご覧頂きたい。有効求人倍率は、12 月にさらに上昇し 1.03 倍となり、リーマン・ショック前のピークの 1.08 倍に近づいてきている。新規求人倍率は 1.64 倍で、これはリーマン・ショック前のピークの 1.63 倍を超えている。新規求人倍率は有効求人倍率に先行するので、いずれ有効求人倍率も前回ピークを超えてくる可能性がある。労働力調査でみた失業率は 3.7%と、月々振れはあるが下がっており、リーマン・ショック前のボトムの 3.6%に近づいてきた。一般的に自然失業率は 3%台半ばと思われるので、それに近づいてきている。こうした労働需給のタイト化は、企業収益の増加と併せて賃金上昇に繋がり得ると思うが、12 月の賃金は、速報段階で毎月勤労統計の名目賃金が+0.8%と 11 月に続いて小幅のプラスとなった。所定内給与はまだマイナスであるが、所定外、そして特別給与がプラスであったということである。図表 35 で特別給与をご覧頂くと、冬のボーナスは 11 月、12 月で大体 95%位がカバーされるので、これでほぼ着地だと思うが、冬季の賞与は前年比+1.9%と夏に続いてはつきりしたプラスであった。製造業についても伸び率が高まっ

てきた。今後、賃金については、春闘においてベアや賞与がどのように設定されていくかを注視していきたいが、最近の株価反落、あるいは新興国需要に関する慎重な見方がどのように影響するかという点も含めて、注視していく必要があると思っている。

最後に簡単にまとめさせて頂くと、景気、物価とも、GDPは多少弱めに出たが、総合的に判断すれば、現状、先行きとも前月の判断に変更を加える必要はないと考えている。不確実性という観点からは、これまで同様、新興国向けを中心とした輸出動向、春闘の行方、消費税率引き上げ後の展開などを、引き続き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

ご質問があればどうぞ。

白井委員

GDPベースの輸入の伸びが非常に大きく、第1四半期から伸びがどんどん高まっているが、駆け込みの影響はそれほど大きくないのではないかという気がしている。情報関連の輸入が急増しているが、これには、例のWindows X Pのサポート終了の関連で、一時的にパソコンやソフトの需要が大きくなっていることの影響も相当ある気がする。そうだとすると、これは消費税率引き上げ前の駆け込み以外のある種の駆け込みなので、その部分は10～12月と1～3月に出るのではないかと思っている。もし、消費税率引き上げ前の駆け込みであれば、消費財の輸入が増えても良さそうだが、そこはそれほど伸びていないので、私にはWindows関連の影響という感じがする。また、資本財の輸入も増えているが、これは設備投資が結構良いので伸びているのではないか。その辺はどのようにみているのか。

もう1点は、機械受注は10～12月もそれほど良くなく、1～3月の見通しはもっと悪いが、これに関連し、少し早すぎるかもしれないが、現段階で1～3月の成長率——設備投資だけでも良いが——についてはどのようにみているのか。

前田調査統計局長

輸入が増えていることについては、内需が基調的に伸びていることが背景にあると申し上げたつもりで、全て駆け込みで説明できるとは思っていない。X P も言ってみれば駆け込みである。

白井委員

これは情報関連に入っているのか。

前田調査統計局長

情報関連に入っている。情報関連については、Windows X P のサポート切れに伴って、パソコンが増えているという部分もあるが、iPhone やタブレットのいわゆるモバイル関連は、駆け込み需要なのか新製品効果なのかよく分からないが、そういうものも増えており、全て Windows X P 関係という訳ではないと思う。資本財については、基本的には設備投資がしっかりしてきたことを反映したものだと思うが、統計上の制約から、一部の白物家電が資本財に含まれている。電気機械という分類で分けられないので、一部駆け込みに起因するものも資本財にも入っている。従って、基本的に内需が良いことに加え、駆け込みの影響もあって少し強めに出過ぎている感じがしている。

1～3 月の GDP については、まだ 1 月の統計も出ていないので、何とも申し上げられないとしか言いようがないが、常識的に考えると、消費は駆け込みもあってさらに強くなり、設備投資は、機械受注が 12 月に大幅減となったが、まだ見通しの段階でしかもラグもあるので、1～3 月にかけて増え、全体としては 10～12 月より強くなると思っている。読みにくいのは外需であるが、10～12 月は通関統計等からみてやや弱過ぎる感じもあり、GDP と通関との関係で、GDP 統計は 10～12 月は弱く出て 1～3 月に強く出るという感じ——これは統計のクセとしか言いようがない——があるので、多少そこに期待したいと思うが、いずれにせよ輸入は

それなりに入ってくるし、輸出がどこまで回復するかは分からない。現時点では、1～3月は10～12月より高いことはほぼ間違いないと思うが、もう少しデータの蓄積を待って検討したい。

木内委員

3点質問がある。1点目は、今の話とも絡むが、機械受注が12月に過去最大の下落となり、単月なので振れが大きいということは分かっているが、それだけではなく1～3月の見通しもマイナスになっている。達成率で非常に振れているという感じでもないので、実際にマイナスとなる可能性もあると思う。四半期で均してみた機械受注も、前期比増加率は今年の4～6月をピークに着実に落ちてきている。昨年4～6月の前期比+6.8%が今年1～3月では小幅マイナス見通しになっている。これは、設備投資の確実な回復という流れの中で、どのように解釈できるのか。少なくとも機械受注統計のコアでみる限りにおいては、増勢は着実に落ちていくとみる方が自然な感じがする。これは全体の設備投資の見方の中で、どのように整合的に説明できるのか。

2点目は、円安効果についてである。企業が円安を競争力向上にどの程度繋げているのかは分からない部分もあるが、契約通貨建ての輸出価格が1つの指標になると思う。これが大幅に下がったのは今年の春頃で、足もとではほぼ横ばいになってきている。ドル建てで契約している企業が、円安分だけ輸出価格を下げる動きは、足もとではなくなっていると思う。このような中で、今後円安の効果が出てくると言えるのかどうか。ラグがあるということだろうと思うが、そのラグは、円安から契約通貨ベースの輸出価格引き下げまでのラグなのか、価格を下げてから実際の輸出数量に繋がってくるまでのラグなのか。その辺りを教えて頂きたい。

最後は、漠然とした質問だが、資料-4（参考計表）の図表13の企業収益の経常利益見通しで、10～12月は前年比5割増程度と聞いているが、7～9月期も5割増程度だったので、そういう意味では頭打ちになってきているのではないかと。一方で、2013年度の予想も、9月時点と12月時点の

比較では僅かな上方修正で、2014 年度についてはむしろ下方修正されてきているという。前年比は依然として5割増ではあるが、瞬間風速でみた場合、企業の増益ペースが急速に落ちてきている可能性があり、これはGDPの成長率が昨年と比べると後半は少し落ちていること、あるいは円安のペースが落ちていることと関連していると思う。これが足もとの株価の下落に影響しているのかどうかという点にも関心はあるが、それは別にし、企業収益のモメンタムが落ちてきていることを企業が認識してきた時に、企業のマインドや設備投資、賃上げにどのような影響が出てくる可能性があるのか。

前田調査統計局長

機械受注については、おっしゃるとおり達成率は一頃に比べ上昇し、見通しの計算の際に使う達成率も上がってきているが、今後、達成率が大幅に上振れることでプラスになるかどうかは分からない。横ばいあるいは若干マイナスとなる可能性もあると思う。ただ、図表 17 をご覧頂いて分かる通り、機械受注は四半期でも相当振れるので、この1年間段々鈍化してきているようにも見えるが、1四半期マイナスになったからといってそれで設備投資の鈍化と言えるかどうかは分からない。基調的な動きは、数四半期均してみてもいく必要がある。季節調整が変わると全く違う姿になってしまう可能性もあるので、それだけで設備投資が鈍化していくと判断するのは早過ぎると思う。

それとの関係で企業収益であるが、おっしゃるように上場企業の企業収益の伸び率は、7～9月と比べてどんどん伸びるという状況ではなくなってきた。大雑把に申し上げると、4～6月は大体3割の増益、7～9月が5割弱位、今が5割強位という感じになっている。企業収益はいつまでも伸び率が拡大し続けるものではなく、景気回復初期に比較的伸び率が高まりいずれ伸び率が落ちていき、どこかで安定していくものである。企業収益の5割の増加は、円安による面も大きいので、そこが落ち着いていけば伸び率は下がっていく。ただ、その場合でも、安定的にある程度の伸び

が実現していけば、5割から4割、3割に下がったからといって、設備投資や賃金設定等でそれほど大きな悪影響はなく、企業行動を急に慎重化させるものではないと思っている。

円安効果については、われわれも悩んでいるところであるが、事実関係を申し上げると、以前にも申し上げたとおり、過去と比べて契約通貨建ての引き下げが小さいとは考えていない。最近、契約通貨建てが下がらずにむしろ横ばいになってきている原因は2つある。1つは円建てが遅れて上げられている。海外子会社向けに円建ても結構あるので、これが少し遅れて上げられており、契約通貨建ての上昇に効いている。もう1つは、個別にはややイレギュラーな値上げ——多分仕切り価格の問題ではないかと思う——があり、その辺りが影響していると思う。値下げの動きは今でもちらほら聞こえており、大きな変化が生じているとは思っていない。そのうえで、為替円安から輸出数量までのラグは、まず契約通貨建てをどうするか、ドル建てをどうするか、それを下げると実際に数量に結びつくか、だと思う。さらに言うと、2011～2012年に相当円高になって海外シフトを決めた企業が多かったと思うが、その時に決めたもので、今実際に海外生産シフトが起きている。これが、輸出がなかなか出ない1つの要因になっている可能性がある。逆に、円安になってくると、1～2年後の海外生産はどうするのかという場合に、トレンドとしては増えていくがそのペースを少し緩めようという動きがちらほら出始めている。そうになると、円安から輸出数量への影響が、ラグは従来より長引きつつも、出てくる。

佐藤委員

生産の評価について、先程の説明では、企業の消費税率引き上げ前の駆け込み需要に対応した在庫運営で、例えば、輸送用機械や電子部品・デバイスでは在庫の減少幅が拡大し、駆け込み前の出荷増が影響していると分析されていたが、先行きの駆け込みの反動あるいは海外での販売鈍化に備えて、在庫水準を敢えて高めないような企業側の戦略もあるのではないかと思う。こうした企業側の非常に慎重な在庫運営の結果として、生産の動

きは非常に鈍い。一応増勢をたどり四半期ベースでも緩やかに伸び率は拡大しているが、それにしても、輸出同様、動きは鈍い。その一方で企業マインドは、PMIだけではなく短観やQUICK短観などの民間サーベイにおいてもかなり堅調である。非常に慎重な在庫運営、その結果としての慎重な生産の足取りと好調なマインドとの乖離は、どのように説明できるのか。

前田調査統計局長

在庫が減っている理由は、先程ご説明したとおり、思いのほか販売が良かったことと、企業が比較的慎重な生産スタンスにあることの両方が効いていると思う。10～12月の生産は前期比+1.8%であったが、私共が企業から聞いている感じでは、1～3月は3%近くまで伸びそうである。3%というのは相当強く、企業が直面している需要は相当強いということなので、PMIが上昇していることとそれほど非整合とは思っていない。

佐藤委員

先程のご説明では、マイクロヒアリングベースでは、1～3月に伸びて4～6月はほぼ同幅で生産減になるということなので、年前半はほぼフラットという感じか。

前田調査統計局長

フラットではないと思う。1～3月に上がって4～6月に下がるが、1～6月を平均すれば、計算上は、7～12月よりは1.5～2%程度は上がると思う。4～6月の水準を10～12月と比べれば横ばいだが、半期の平均で見れば上がっている。そもそもPMIが、3か月先、6か月先を予測したものかという、過去のトラックレコードではそこまでの予測性はない。生産に比べ1か月程度先行している感じで、1月まで上がっているが3月位までの極く短期の動きではないかと思う。もし反動減があれば、いずれこれも下がってくると思っている。

石田委員

図表 18 の中小企業の設備投資実施企業割合について、アンケート調査なので仕方ないかもしれないが、設備投資実施企業割合と設備投資実績の形があまりにも違う。これはどのように理解したら良いのか。

前田調査統計局長

この2年間で突然乖離が始まり、乖離が広がっている。われわれも何が正しいかよく分からないが、2点申し上げたい。1つは法人季報でみると2012年度の設備投資は横ばいだが、短観では増えていた。法人季報の回答率がかなり低下しているので、法人季報の方は振れかもしれないという仮説が考えられ、本当の設備投資はこれよりはもう少し強かったのだろうと思う。一方で、設備投資実施割合は、実施したか実施しなかったかだけであり、多くの企業は設備投資を実施しているが少額の投資だということかもしれない。

石田委員

少額だからマクロではあまり効かないということか。

前田調査統計局長

そういうことかもしれない。例えば、耐震強化や太陽光発電への投資は、額はそれほど大きくない。いずれにせよ、普通は、実施割合が増えれば設備投資も増えると思うので、大雑把に言えば、設備投資は、両者の間位の緩やかな増加ではないかと思う。

中曾副総裁

輸入が強いことに関しては、原発が停止しているので他のエネルギーを輸入し続けなければならないという構図だと思うが、仮に原発再稼働が展望しにくければ、その部分は貿易収支の足を引っ張り続けるのか。定量的

なイメージがあれば教えて欲しい。

また、駆け込み需要で輸入が強いとすると、駆け込み需要の輸入の反動があった場合は、GDPベースでは内需の反動をオフセットし、GDPベースではむしろ平準化する効果があるのか。あるいは、そこまでは輸入は強くはないのか。その辺りの感じはどうか。

前田調査統計局長

先程も、北海道電力がまた値上げをするというニュースで流れていたが、経産省の試算では、原発が停止していることで3.6兆円程度の燃料コストが余計にかかっているということである。昨年の貿易赤字は10兆円程度であったので、そのうちの1/3程度が燃料関連で、これがなくても赤字であったが、その部分が変わってくれば赤字幅はある程度は縮小していただろうと思う。もしこれがずっと続き、かつ省エネが進まなければ、3兆円程度の下押しに効き続ける。経常収支では比較的微妙な状況であるので、経常収支が黒字か赤字かの大きなキーポイントになるかもしれないと思っている。

輸入が、駆け込みとその反動をオフセットするかについては、完全なオフセットは難しいと思っている。ある程度抑制する位かと思っている。われわれは、輸入が増え反動で減る、在庫が減り反動で増えるということで、GDPの振幅をある程度均すと思っているが、それでも普通に計算すれば、4~6月に相応のマイナス成長になることは、覚悟しておいた方が良いと思っている。

白井委員

天然ガス、原油の実質輸入はそれほど増えていないのではないかと。ほとんどが円安と天然ガスなどの価格の上昇で貿易収支が悪化しており、燃料の実質輸入はそれほど増えていないと思う。実質GDPで輸入が増えている背景は、燃料の輸入以外の要因が大きいのではないかとと思う。

前田調査統計局長

足もとはそのとおりである。中曾副総裁の質問は、もう少し構造的な話だと認識している。ここについては、一方で、省電力も相当進んでいるので、その分は輸入を押し下げる方向に働いていると思うが、仮に省電力が進んでも、そのもとで原発が稼働している場合と停止している場合では、3兆円程度は違うので、原発が稼働するかどうかは対外収支に影響することは間違いないと思う。

白井委員

名目ではそうである。

前田調査統計局長

実質でもそうである。

白井委員

燃料の実質輸入はそれほど増えていないのでないか。

黒田議長

東日本大震災前の原発がフルに稼働していた時と、今のように全部停止している時との比較ということではないか。

白井委員

2010年と比較してもあまり増えていないはずである。

前田調査統計局長

燃料輸入は、電力だけで決まる訳ではなく、色々な要因で決まってくる。

白井委員

色々な要因があるが、燃料輸入は増えていないと思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1の家計・企業のインフレ予想は、(2)の消費動向調査だけ新しい数字が出ており、「上昇する」割合は1月88.1%と、このようなアンケートの性格上ほぼ上限のため、「上昇する」の割合はほぼ同じ状況である。

図表2のESPフォーキャストであるが、2月調査の結果が出たので申し上げますと、2013年度は1月が0.72%の後、2月が0.75%、2014年度は1月の2.89%の後、2月が2.93%、消費税率引き上げの影響を除くベースで0.92%である。2015年度は1月1.64%の後、2月が1.67%、消費税を除くベースで0.99%である。いずれも僅かずつであるが、上方にシフトしている。

図表3の市場のインフレ予想については、(1)のQSSはこれまでと同じトレンドであり、今後1年間の平均値は上がっている。2年先から10年後まで、1年先から2年後までは、僅かに上昇、ないしは横ばいである。

(2)のインフレーション・スワップ・レートは変わっていない。5年先5年、5年物については、ほぼ横ばいである。2年物のところは、前回申し上げたが、2回目の消費税率引き上げを織り込み、前月大きく上昇した後、同じ水準である。因みに、この水準では2回目の消費税率引き上げはほぼ100%織り込まれている状況である。

(3)のBEIはやや動いており、旧物価連動国債ベースでは前月が1.95%であったが、今月は2.32%とかなり大きく上昇している。新物価連動国債ベースは、前月の1.15%から今月は1.17%となっており、僅かではあるが緩やかに上昇している。因みに、消費税を除くベースで計算すると、旧物価連動国債ベースで1.54%、新物価連動国債ベースで0.82%

となる。このところ少しBEIが上がっている背景について、レポート等では、GPIFの買入報道があったこと、CPIコアの実績値が実際に上がってきていること、難しいと思っていた消費税の転嫁が想定よりも進みそうであること——これは一部の海外勢が言っているようである——等が挙げられている。なお、旧物価連動国債と新物価連動国債の差については、買入償却の違いだと思う。直近のところも財務省の買入償却でわりと良い条件が出たことで上がっているようである。

企業金融関係では、図表8の貸出約定平均金利で12月にまたボトムを更新している。新規貸出約定平均金利の総合除く交付税特会向けが12月に0.976%となり、既往ボトムを更新した。長期の0.867%もボトムであり、貸出金利は引き続き下がっている。CP、社債の発行レートはあまり変わっておらず、全般に資金調達コスト、金利は下がっている。

図表12のボリュームも緩やかに増加している。民間部門総資金調達の全体では、12月前年比+1.0%の後、1月+1.1%となっている。増えているのは、銀行・信金・外銀計が+1.4%から+1.5%になっているが、これは四捨五入の関係で0.1%ポイント増えており、実際はほぼ横ばいである。実際に増えているのはCPで、-0.2%ポイントの寄与から-0.1%ポイントと、CPのマイナス寄与が小さくなったことが要因である。貸出は、銀行だけでみると+2.6%から+2.5%へ0.1%ポイント落ちているが、これは外貨インパクトローンの換算の関係であり、実際は横ばいと考えて頂いて結構である。その横ばいが、民間部門総資金調達の方では特殊要因を除いたベースで計算しているのでも0.1%ポイント拡大し、民間銀行貸出残高の方はそれを除かないベースなので0.1%ポイント縮小した。2%台半ばの伸びで変わっていないという評価だと思う。先程申し上げたように、CPが-2.4%と大きく減少しているが、前年に電機関係で幾つか大きなCPの発行があったことの裏が出ていると聞いている。国内公募社債とエクイティファイナンスについては、国内公募社債の1月は3,225億円と少なめにみえるが、1月は例年3,000億円台なので普通である。エクイティファイナンスは、株式調達額は大口があり2,548億円と、引き続き好調である。

J-REITは少なめにみえるが、2月に大口が1件予定されているので、状況は良いということで変わっていないと思われる。

図表14の民間銀行貸出の内訳をご覧頂くと、銀行貸出が増えてきている背景としては、住宅向けはずっとプラス、地公体向けも大体プラスで、企業向けがマイナスからプラスになり、伸び率を段々高めているので、伸び率に対して寄与が出ているのは基本的には企業向けである。企業向けの内訳が(2)であるが、大企業向けの伸び率は、引き続き高いが前年比で少し下がってきている一方で、中小企業向けがマイナスからプラスとなり、その伸びを高めている。今回、非製造業向けが、+1.7%から+2.4%へと伸びを高めている。金融、卸売、不動産等が伸びを高めている一方で、プラスではあるが、製造業向けは、+3.1%から+1.7%へ伸びをやや低下させている。電気機械、輸送機械、汎用生産用・業務用機械辺りが伸びを低めていると聞いている。全体としては、中小・非製造業の伸びが高い。

このことは、図表17の1月のローンサーベイとも平仄が合っている。1~3月の資金需要DIは、季節調整値で企業全体が4から8と伸びている。とりわけ、中小企業が2から7と大きく伸びている。企業の貸出態度も、貸出運営スタンスの大企業向け、中小企業向けともに、それぞれ「積極化」超幅が拡大しているが、とりわけ中小企業が18から24と伸びているので、供給、需要の双方から中小企業向けが強いという感じが出ている。図表19の企業倒産は、1月864件と1991年以来の低水準となっている。

最後に、マネー関連であるが、マネタリーベースは前年比+51.9%増、5割程度の増加となり、3月頃まではこのような水準で推移すると思う。マネーストック、M2は12月+4.3%の後、1月に+4.4%と4%台半ばで推移しており、主として貸出の増加を映じたものである。水準としては、金融不安でマネーが伸びていた1998年以来の水準となっている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

今さらではあるが、貸出金利がどんどん下がっていることは長い目でみるとやや不安である。図表 9 (2) の貸出金利をみると、長期より短期の方が高く逆イールドがさらに拡大してきている。これは先行きの金利期待を反映して合理的に決まっているのか、あるいは短期の貸出は結果的にクレジットリスクの高い先向けであることが、逆転の背景なのか。また、長い目でみて銀行の財務体質に大きな問題を起こすようなことに繋がっていく心配はないのか。

内田企画局長

短期、長期で貸出先が大きく違うことは常識的にはないと思う。貸出約定平均金利を出す際には全ての貸出を悉皆的に計算しているが、クレジットの違いを反映しているというほどの違いではないと思う。そのうえで、こういうことが先行きの金融機関経営に影響するかどうかについては、どの程度が適正かはなかなか言いづらいが、貸出金利を設定するうえでは、ベースレートに経費率とクレジットに対する備えを足し、それに一定の利鞘を乗せる。経費率は平均的に 1%弱と計算され大手行でも 0.7%程度はあると思われるが、貸出だけに充てられているものではないので実際にはもう少し低いと思われる。これにクレジットへの備えと利鞘を足して貸出金利が設定されるので、このような 1%を切る水準での貸出は、相当程度クレジットコストは圧縮されている、つまり貸倒れをあまりカウントしていないような水準まで来ていると言えると思う。そういう意味で、ベースレートが極めて低いという前提では、ここからさらに下がっていくことは、あまり想定しづらいと思う。この金利水準では、かなり利鞘が薄い、あるいはクレジットコストについて大きなものを取っているという水準ではないことは、間違いなく言えると思う。

短期と長期のところで何か特殊要因があるかもしれないが、もしあれば後でご説明したい。

白井委員

図表 3 (3) の B E I については、残存期間が全然違うので、気を付けてみなければならないと思っている。例えば、旧物価連動国債の 2007 年、2008 年の最長物は 10 年であり、現在は 5 年以下なので、期間が違うものを比較するのは難しい。2007 年から 2008 年半ばまでは 10 年債があるので、それと比べるのであれば新物価連動国債の 10 年物と比べた方が良いと思う。先程の説明では、現在 1.17% であるが、そこから消費税の影響の 0.34% を機械的に取り除くと 0.8% となる。2007 年当時の 0.5% に対して、消費税を機械的に除けば現在は 0.8% になる。因みに、2004 年～2006 年までの 10 年物の B E I は、当時 1% 弱から 1% で、そのようにみると 10 年物のインフレ期待が上がっているかと言うと、当時と比べると必ずしもそうではなく、リーマン・ショックで大きく落ちたものが上がってきて、漸くリーマン・ショック前の 2004 年～2006 年辺りに並んだとみえるが、その辺りはどうか。

内田企画局長

計算上は、旧物価連動国債、新物価連動国債、それぞれこのとおりになるが、先程申し上げた消費税の影響の除き方も 5 年ではなくきちんと 4 年数か月で計算しているので、計算上は今申し上げたとおりである。問題は、流動性が低い中であって、特に旧物価連動国債は買入償却が行われているので、その影響で高めにしているということはあると思う。これだけの差はなかなか説明しづらいので、その要素はあろうかと思う。ただ、1 点だけ申し上げると、新物価連動国債については、最近、取引も大分出てきて売り買いされているので、気配値ではなく実態である。旧物価連動国債については売買がある訳ではないが、この価格自体は実際に買入れられた価格とあまり変わらない。例えば、直近で 2.3% 強であるが、財務省の買入れでついた価格は 2.3% 強であった。このように、実際その価格で取引されており、実売買があるので、それなりの意味はあると思う。

白井委員

意味がないと言っているのではなく、期間の違うものを並べて上がっているという見方に対しては、私自身は気をつけているということである。おっしゃっている情報は承知している。有用性を否定している訳ではなく、期間の違うものをこのように並べてみる時には注意が必要ではないかということを示している。

内田企画局長

以前、5年物と最長物を別々に出していたが、あまり変わらなくなったので最長物を出しているが、5年物と最長物を並べることも可能で、その数字自体はある。新物価連動国債と旧物価連動国債は全然違うが、旧物価連動国債どうして比べるとそれほど違う訳ではない。

白井委員

対外的な説明でそう思ったということである。

内田企画局長

了解した。

佐藤委員

図表 12 の民間部門総資金調達の内訳で、直近 1 月の銀行・信金・外銀計が速報値で 1.5%ポイントの寄与で、全体では+1.1%の伸びである。この中で政府系の住宅機構がコンスタントに-0.3%ポイントの寄与が立っている。借換え、返済、約定返済でこのようになっているのであろうが、銀行・信金・外銀計のベースで住宅ローンの寄与はどの程度あるのか。住宅絡みの貸出は、住宅機構の減少分とネットアウトするとどの程度の伸びになっているのか、あるいは全く伸びていないのか。

内田企画局長

図表 14 をご覧頂くと、住宅向けは1%程度の寄与がある。2%強伸びているうちの1%程度である。そういう意味では、1.5%ポイントと先程の住宅機構の-0.3%ポイントを考えると、きちんと計算しなければ分からないが、住宅機構のマイナス分と住宅ローンのプラス分が似たり寄ったりではないかと思う。

佐藤委員

全体としてはほとんど伸びていないということか。

内田企画局長

後程計算してお答えするが、目の子の計算ではそのような感じである。銀行・信金・外銀計の1.5%ポイントの1/3程度の寄与で、一方で住宅機構の寄与が-0.3%ポイントなので、似たような数字になりそうな感じはする。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

事前にお配りしている「金融経済月報「概要」の前月との比較」をご覧頂きたい。当月は、実体経済の現状、先行き、物価について前月から変更ない。景気の現状判断は、「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」である。物価面でも、12月のCPIが前年比+1.3%となったので、現状については引き続き「1%台前半」であり、先行きについても、「暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」と、前月から変更はない。

正木企画局政策企画課長

金融面であるが、総括判断は、「わが国の金融環境は、緩和した状態に

ある」との判断を維持している。次に、それぞれ計数面の変化を踏まえた修正としている。まず、マネタリーベースについては、前年比の伸び率が12月+46.6%から1月+51.9%に上昇したことを受けて、「4割台半ばの伸び」から「5割程度の伸び」に変更している。銀行貸出については、前年比伸び率が昨年11月は+2.4%、12月が+2.6%、1月が+2.5%と推移していることから、「2%台半ばのプラス」という表現を維持している。一方、CP・社債については、総じて良好な発行環境が続いているが、先程あったように、CPについては前年比マイナス幅が大幅に縮小しており、CP・社債計で見ると、発行残高の前年比は12月の-0.2%の後、1月+0.9%になっている。これを受けて、「概ね前年並みとなっている」から「前年比は、プラスとなっている」に変更している。マネーストックは、12月のマネーストック前年比の+4.2%が+4.3%に上方修正されるとともに、1月は+4.4%になった。これを受けて、「4%台前半の伸び」を「4%台半ばの伸び」に変更している。

マーケットについては、前回会合終了時点の市況は、日経平均15,800円程度、ドル/円104.30円程度、10年債利回り0.68%程度であったが、その後は一部新興国通貨の下落など、いわゆるリスクオフモードとなり、円高・株安が進行する一方で、長期金利は幾分下がっているが低位で安定していると言えらると思うので、そのような表現にしている。ターム物金利は、短国レートが先月の0.06%程度から足もとは0.04%程度にまで低下していることを受けて、「ターム物金利はやや弱含んでいる」という表現にしている。このパラグラフについては、明日までの状況を踏まえて、適宜修正することとしたい。

黒田議長

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

(16 時 11 分中断、18 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、「預金保険法の改正等に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正」に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、「貸出支援基金等の制度の概要および利用状況」に関する執行部説明、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、1 月 21、22 日開催の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。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する。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 「預金保険法の改正等に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正」に関する執行部説明と採決（資料－7）

黒田議長

それでは最初の議題である「預金保険法の改正等に伴う「共通担保資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正」について、討議、採決を行いたいと思う。まず執行部から説明をお願いする。

野村企画局審議役

資料－7 で簡潔にご説明する。本日お諮りしたい内容は 2 件である。

1 件目は、本年 3 月までに施行予定の改正預金保険法により、「特定承継金融機関等」という概念が導入されるが、この機関をオペの相手方とし

ないことを明確化するものである。この「特定承継金融機関等」とは、広義の金融機関が破綻した時に、破綻先から重要な市場取引等を引き継ぐものである。既存取引の履行確保を目的とした一時的な存在であり、また預金保険機構の子会社として設立され、必要な流動性についても預金保険機構が支援することになっている。従って、本行オペの対象には相応しくなく、オペの基本要領上、対象先から除外しておくことが適切と考えられる。こうした取扱いは、整理回収機構、承継銀行といった同種の機関の取扱いとも整合的である。

お諮りする 2 件目は、1. の最後のパラグラフにあるが、LIBORの公表主体が、今月初めに、BBA（英国銀行協会）から世界的な取引所グループであるICE傘下の子会社に変更されたので、その旨を成長支援資金供給の米ドル特則の貸付利率の定めに反映させるということである。

具体的な改正内容は、2 頁以下の付議文のとおりである。2 頁、3 頁、4 頁に記載のとおり、全部で 20 の基本要領に手を加えることになるが、内容はいずれも極めて形式的なものであるので、一つ一つの説明は省略をさせて頂きたいと思う。

改正実施日は、1 頁の 2. に記載のとおり、預金保険法改正対応の方は同法の施行日から——施行日を定める政省令はまだ出ていないが、3 月前半の予定と聞いている——、LIBOR対応については本日からを予定しており、その旨各要領の記書きで定める、という扱いにさせて頂きたいと思う。私からの説明は以上である。

黒田議長

今の執行部からの説明に関してご意見やご質問があればどうぞ。なければ、本件に関する採決を行う。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁
中曾副総裁
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員

反対：なし
棄権：なし
欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

木内委員

前回会合以降、新興国を中心に世界の金融市場は一時不安定になった。新興国が抱える各種の構造問題、米国金融政策の正常化の過程で生じ得る国際資金フローの変化、米国経済への過度の楽観論の修正などが重なると、金融市場が動揺する潜在的风险があることを改めて思い知らされた感

がある。米国の金融政策は、緩和強化のペース鈍化の初期段階にあり、将来的には中央銀行が保有する証券の残高削減、政策金利の引き上げと、未だ正常化への長い道のりが残されている。その過程において、現在は2%台後半の米国長期金利にはなお相応の上昇余地があり、これが新興国から米国への資金移動をより大きな規模で引き起こす可能性があると思う。

こうした可能性を踏まえると、米国の金融政策が本格的な正常化過程に入るまでのいわば猶予期間中に、新興国が過度の成長期待に基づいて形成された不均衡の是正、すなわち、経常赤字削減、財政再建、民間債務削減、物価安定確保などに取り組むことが、世界の経済と金融市場の安定にとって重要である。ただし、各国の不安定な政治情勢を踏まえると、その実現可能性には、なお不確実性がある。他方、住宅市場、家計債務の構造調整が進んだ米国でも、その調整期間が長引いた結果、労働市場への参加や復帰が困難な生産年齢人口が増加し、いわゆる経済のスラックが固定化するなど、新たな構造問題に繋がっている側面がある。こうした問題に対しては、金融政策に過度に依存せずに官民共同で構造改革に取り組むことが必要である。それが新興国の構造調整を側面から支援し、世界経済および金融市場の安定に寄与すると考える。

各国ごとの足もとの経済状況に目を転じると、米国では弱めの経済指標が目立つようになり、年初にかけて高まった景気楽観論は、多少なりとも修正を迫られている。弱めの指標を寒波要因だけで説明するのは、無理がある。1月の製造業ISM指数では、天候要因の影響を受けない海外新規受注も2か月連続で低下したし、天候要因の影響が小さかったとみられる1月の雇用統計でも、雇用者増加数は予想外に小幅であった。設備投資も引き続き勢いを欠いているように思う。昨年後半の成長率の加速には在庫投資の寄与が大きかったことから、今年前半にはその反動が出ることも考えられる。

中国経済は、成長鈍化傾向が明確になっているとみている。1月の製造業PMIは、政府発表、民間発表ともに半年振りの低水準となった。過去数か月間は信用拡大ペースの鈍化と連動して、投資増加率も落ちているよ

うに思う。注目されていた信託商品のデフォルトは1月末にぎりぎり回避されたが、不透明な決着で今後の問題解決への指針とはならず、シャドーバンキングの膨張に根差す潜在的な経済の下方リスクはなお軽減されていないと思う。

国内経済は、総じて良好さを維持しているが、輸出の弱さが継続していることに加え、足もとでの機械受注の大幅減少、消費者心理の悪化は、設備投資と個人消費を軸とする自律的な本格回復の実現という観点からやや気掛かりである。12月の機械受注は過去最大の下落を記録し、1～3月期には4四半期振りに前期比減少に転じる可能性もある。駆け込み需要という追い風がある中での予想外の下振れは、外需や増税後の内需についての企業の慎重な見方を一部反映しているように思う。また、1月の消費者態度指数が1年1か月振りの低水準まで下落したこと、1月の景気ウォッチャー調査の先行きDIが家計関連を中心に大きく下落し、1年2か月振りに判断の分かれ目である50を下回ったことは、消費者心理変調の兆しかもしれない。

消費者にとって増税が生計費に与える影響は比較的予見しやすい一方、物価と賃金のトレンドや両者のバランスについては予測が難しく、期待の変化が先行きの消費行動に大きな影響を与え得ると思う。今回の春闘では大企業で2%を超える賃上げが予想されるが、このうち1.8%は定昇部分であることや、非正規社員の比率が依然上昇基調にあることなどを踏まえると、個人消費に影響を与えやすい所定内給与、基本給は僅かなプラスにとどまり、増税の影響を除いた物価上昇率を下回り続ける可能性が高いと思う。こうした傾向が、物価と賃金のバランスに関する消費者の先行きの予測の変化を通じて、経済および物価の主要な下振れリスクになり得ると、引き続き考えている。

前月比など瞬間風速でみた消費者物価上昇率は、昨年10～12月期に再び増勢を強めた。物価は、引き続き為替に左右されると考えているが、加えて、増税に前後して企業の価格設定行動が非常に不安定になりやすい点にも注意しておきたいと思う。前回指摘したように、既に増税前の駆け込

み的な値上げの動きもあるとみられる一方、増税後の消費者の節約志向を取り込むために、増税直後に大幅な値下げの実施を決めた企業も出てきている。その他の経済指標と同様に、物価指標も増税の影響を大きく受けることなどで、基調判断が難しい時期が相当長引く可能性に留意しておきたいと思う。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。

まず、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いう見方に変わりはない。国際金融資本市場をみると、一部の新興国における政治情勢の混迷や構造的問題、米中経済でみられた一部の弱めの経済指標など幾つかの要因が重なって、新興国市場は、通貨・株価・債券のトリプル安となり、グローバルにリスク回避の動きが広がったことから、先進国株価も一時大きく下落した。足もとでは、新興国の一部での政策金利の引き上げに加えて、米国の債務上限引き上げやFRB議長が従来の政策方針の継続を表明したことなどもあり、ひとまず落ち着きを取り戻しているが、新興国を中心に暫くは神経質な状況が続くとみられることから、注意が必要である。

実体経済を地域別にみると、米国経済は、寒波の影響などから一部に弱めの経済指標もみられるが、家計部門と企業部門の双方の幅広い分野で緩やかな回復が続いている。雇用については、非農業部門雇用者数の増加幅が2か月連続でやや小幅増にとどまったが、失業率は就業者数の大幅な増加を伴って低下するなど、全体としてみれば改善基調にあると考えている。先行きは、財政面からの下押し圧力が和らぐほか、緩和的な金融環境も維持されるとみられることから、米国経済は徐々に成長ペースを強めていく

とみられる。

次に、欧州経済は、10～12月期の実質GDPが3四半期連続のプラスとなるなど持ち直しており、スペインなどの周縁国にも景気回復の広がりが見られる。先行きも、経済主体のマインドの改善や海外経済の回復を背景に持ち直しを続けるとみられるが、緩和的な需給環境のもとで賃金調整圧力が続き、デフレーション傾向が長期化する可能性や、ECBの資産査定を控えた金融機関の貸出態度等には引き続き注意が必要である。

中国経済をみると、製造業PMIがやや低下しているが、GDP成長率が7%台半ばで推移していた昨年央と同程度の水準であり、安定的な拡大が続いていると考えている。先行きは、理財商品のデフォルト懸念など金融面の動向には一定の注意が必要であるが、当局が景気への配慮を続ける姿勢を示すもとで、輸出の緩やかな改善が見込まれることもあって、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の持ち直しの動きは弱いものとなっており、当面調整局面が続くとみられる。もっとも、先行きについては、先進国経済の回復が見込まれる中、ASEANも含めて徐々に成長テンポを高めていくものと思われる。

わが国経済については、10～12月期のGDP成長率は、純輸出の減少もあって前期比+1%と伸び悩んだが、内需が底堅く推移するもとで緩やかな回復が続いていると考えている。内需についてみると、個人消費では、新車販売が一段と増加するなど耐久財を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み需要が強まっている。先行きも、雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅い動きが続くとみられる。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。設備投資についても、一致指標である資本財総供給が足もとで強めの動きとなるなど持ち直している。10～12月期の良好な企業決算や機械受注等の先行指標が振れを伴いつつも増加傾向にあることなどを踏まえると、設備投資は、今後、緩やかな増加基調をたどるとみている。輸出は幾分勢いを欠く状況が続いているが、ASEAN向けなどの弱さに加えて、自動車や鉄鋼等の一部の財では

国内需要の強さも輸出抑制の一因として影響している可能性がある。先行きの輸出は、海外経済の回復などを背景に、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、新規求人倍率がリーマン・ショック前のピークを上回り、失業率も 2007 年 12 月以来の水準にまで低下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、所定外給与や冬季賞与が増加するもとで、全体としても前年比プラスになっている。今春の賃上げ率について、対象先に労使双方を含む民間調査では昨年を上回る見通しとなるなど、企業業績が改善するもとで、雇用者所得の持ち直しがさらに明確になると考えられる。このところは消費者マインドが弱めとなっているが、その背景には消費税率引き上げ後の実質所得の減少への懸念があるとみられる。こうした懸念を払拭するためにも今春の賃上げが鍵となるので、引き続き動向を注視していきたいと思う。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、12 月に +1.3% にまでプラス幅を拡大した。除く食料・エネルギーの前年比も +0.7% に拡大しているほか、上昇品目数の割合が全体の 5 割を超えるなど、マクロ的な需給バランスが改善するもとで幅広い品目でコスト転嫁の動きが継続している。目先はエネルギー価格による押し上げ効果が剥落していくが、個人消費が底堅く推移するもとで、外国パック旅行で 4 月出発分から値上げが予定されるなど、コスト高を転嫁する動きは続くともみられるので、消費者物価は、暫くの間、1% 台前半で推移するとみられる。その後は、マクロ的な需給バランスの改善や、中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを反映して、2% に向けて次第に上昇していくものとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

世界経済については、「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」と考えている。国際金融資本市場は前回会合以降、新興国を中心に神経質な動きがみられるが、全体としてみれば、一頃に比べて下振れリスクは低下していると思う。

まず、米国経済だが、昨年末から今年1月にかけて、雇用や小売売上高などに弱い指標がみられたが、これは主として異例の寒波の一時的な影響と思われる。今後は、財政面の下押し圧力が和らぐこと、債務上限問題も解決したこと、家計の債務調整も進んだこと、製造業も回復しつつあることなどを考慮すると、成長率はさらに高まると予想している。

ユーロ圏では、製造業PMI、輸出受注指数、消費者コンフィデンス、生産、設備投資の改善など、ハードデータとソフトデータの両面で改善傾向がはっきりしてきた。金融資本市場も安定している。ただし、ディスインフレが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、最近では、米欧向けに輸出が大きく改善している。中国当局は景気に配慮しながら、構造調整を推進する立場を取っているため、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、NIEs経済は輸出の増加に支えられて改善している。一方、ASEAN諸国は金融環境のタイト化により緩慢な状況が続いており、今後暫くその状況が続くと思う。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、および為替安が働くことで輸出の増加が期待されること、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強まると予想している。

先月末から、構造的な問題を抱える一部の新興国の金融資本市場での混乱が投資家のセンチメントを慎重化させたが、今後もこれらの国の金融資

本市場の動向には注意が必要であるが、やや長い目でみれば、先進国を中心とする景気回復がこれらの国にも好影響を次第に及ぼしていくと考えている。

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どおりに沿って推移していると考ええる。しかし、輸出は為替安が始まってから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。輸出が低調に推移している主たる原因は、中国を除くASEANをはじめとする新興国の経済成長が鈍化したために、それら諸国向けの輸出が停滞していることにあると考えている。しかし、タイを除くと、ASEAN諸国の成長率が高まりつつあることを考慮すると、今後はASEAN向け輸出も次第に回復するとみている。

一方、設備投資は企業収益が改善する中で、持ち直し傾向が次第に明確になってきたと考えている。機械受注（民需、除く船舶・電力）の前月比は2013年9月に大きく上昇した後、12月は大きく低下したが、均してみれば改善傾向にあり、12月の落ち込みは一時的なものと考えている。

雇用者所得は、雇用者の増加、所定外給与と特別給与の増加、所定内給与の減少幅が縮小したことにより堅調に増加している。今後、賃金上昇圧力は、労働需給の改善が明確になるにつれて一層強まると予想している。雇用者所得の増加が見込まれるため、消費は消費増税後の反動減はあるが、その後は堅調に推移すると考えている。

物価については、除く生鮮食品は次第に上昇率を高めており、昨年12月のエネルギーと食品を除いたコアコア消費者物価指数の前年比は+0.7%まで上昇した。上昇品目もエネルギー関連以外に広がっている。今後も、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上昇が続くと見込んでいる。なお、物価の上昇に関しては、円安によるコストプッシュ型のインフレだと言われる場合があるが、もしそうであれば生産の縮小が伴うはずだが、実際は生産は拡大している。それは、需要が増加し、従ってコストが需要増に支えられて転嫁される状況が続いているということであり、コストプッシュ型と

いうよりも、需給ギャップの縮小が物価上昇の主たる要因だと考えている。

以上から、今後の日本経済の実質成長率と消費者物価は、前回会合時と同様に、これまでの見通しに概ね沿って推移すると考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

1月下旬以降の国際金融資本市場の変動は、昨年末にかけての極く短期間に長期平均P E Rを突き抜ける水準まで急ピッチで上昇した欧米株価や、為替市場で積み上がっていた円のショート・ポジションが、米国や中国の弱めの経済指標などをきっかけとして巻き戻されたという、基本的にはポジション調整とみている。実際、寒波や春節の影響でややみえにくくなっている面はあるが、米国や中国の実体経済に変調が生じている訳ではない。従って、今回の調整は、基本的に一過性のものと考えて良いように思っている。ただし、ボラティリティが高い状態が続くと、それ自体がリスクオフによる売りを誘発するメカニズムがあることに留意する必要があると思う。また、F e dの tapering が進んでいく過程では、今回のような国際金融資本市場の不安定な動きが繰り返される可能性も相応にあるとみておいた方が良いと思う。

海外経済については、当面焦点の新興国・資源国では、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。もっとも、通貨や株の動きをみると、全面安ではなく、ファンダメンタルズや政治情勢が不安定な国が選択的に売り込まれていると思う。そうした問題を抱えていない国、例えば、韓国、台湾では輸出が持ち直しており、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みている。

世界経済の回復テンポを左右するのは米国経済だと思うが、最近の指標をみると、1月の雇用者数、あるいは製造業ISM指数など弱い指標もみられたが、個人消費が堅調に推移し、輸出も増加基調をたどっており、これを受けて生産も増加するなど、前向きの循環が働いていると思う。政府の債務上限問題に決着が付き、不確実性がさらに除去されたことも支援材料となって、先行きは回復テンポが徐々に増していくとみている。

中国経済は、安定した成長を続けており、先行きも現状程度の安定的な成長が続くとみている。ただ、金融システムの脆弱性が意識されている中で、信託商品の投資家にやや唐突に損失負担が生じるような対応が取られると、中国の金融システムの動揺が世界経済回復に冷や水を浴びせかねないということは気になる。

以上を踏まえると、今述べたような気掛かりな点は残存するが、海外経済全体としては、下振れリスクは低下した状態が続いており、先進国を中心に回復しつつあるという評価を維持することが適当であると思う。先行きについても、先進国を中心に緩やかに回復していくと考えている。

次に、わが国経済であるが、景気回復のモメンタムを維持していくうえでは、当面、企業の設備投資と輸出がポイントになる。このうち、設備投資は、このところ一致指数である資本財総供給がはっきりと増加しており、持ち直している。先行指標の機械受注は確かに振れが大きいですが、10～12月で均してみると前期比で増加しており、設備投資は先行き緩やかな増加基調をたどるとみている。

輸出については、ASEANなどの新興国経済のもたつきもあって、全体としてなお勢いに欠け、これは気になるところだが、10～12月の輸出はリバウンドしているので、方向としては持ち直し傾向にあり、先行きは、期待も込めてであるが、海外経済の持ち直しにつれて緩やかに増加していくとみている。

以上を踏まえると、景気の現状は、生産・所得・支出の前向きな循環メカニズムが引き続き働いており、「緩やかな回復を続けている」との判断を維持するのが適当と思う。また、先行きについては、消費税率引き上げ

後に一時的な落ち込みが予想されるが、輸出が海外経済の回復を背景に、そして設備投資が企業収益の改善を背景に、ともに緩やかに増加していくことで、家計支出の落ち込みをカバーするとみており、景気の前向きなモメンタムは維持されると考えている。

こうしたシナリオに死角があるとすると、人々のマインドの萎縮だと思っている。つまり、人々のマインドが何らかのきっかけで悪化すると、消費、投資行動を萎縮させ、自己実現的に景気の下振れを招く可能性があるという点である。そのマインドとの関係では、今後の本邦株価の動向が重要であると思う。この点、鍵を握るのは個人投資家、そして海外投資家のうち特に短期筋ではないかと思う。個人投資家については、昨年末の証券優遇税制の終了前の12月中に売却された現物株あるいは株式投信の代り金で、現在MRFや預金に滞留している約3兆円規模の資金が、今後株式市場に回帰してくるかどうかポイントであると思う。また、海外投資家については、昨年1年で約15兆円の買越しとなったが、このうち秋口以降の株価押し上げに寄与したとみられるのは、約4兆円規模とも推測されている短期筋の資金である。年明け後に日本株の下落幅が相対的に大きかったのは、この短期筋のポジション調整が寄与したとみられるので、株価の動向を占ううえでは、こうした短期筋の動きも同様にポイントとなると思う。消費税率引き上げを挟む時期において、これらの投資家層を惹きつけるだけの材料を日本経済が間断なく提供できれば、本邦株価とマインドを下支えし、景気の本筋維持に寄与していただろうと思う。是非はともかく、われわれの経済・物価シナリオを実現していくうえで、株価から目を離せない局面が暫く続くともみている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の動きとしては、新興諸国の金融市場での動揺と米国経済

指標が軟調であったことをきっかけに、世界投資家のスタンスがリスクオフに転じポジション調整がみられた。足もとでは落ち着きを取り戻しているが、わが国については、幾分円高・ドル安、株安で推移している。

こうした中、わが国経済では耐久財を中心とする消費、設備投資、公共投資等の内需を中心に景気回復が続いている。それにより、鉱工業生産や雇用も拡大している。先行きについても、本年4月前までは高級品、耐久財の駆け込み需要やOSサポート期限切れに伴うパソコン、ソフト等の買替え需要が続き、比較的高い経済成長を維持すると思われる。ただし、10～12月のGDP速報によると実質輸入の前期比伸び率が予想以上に大きいため、駆け込みの勢いが想定を超え、反動もその分だけ大きくなる可能性を意識している。全体としては執行部の現状、先行き判断で良いと考えているが、先行きの判断については、①製造業と輸出は足もとでは若干回復がみられるものの、年度を通して外需の強さには不確実性があること、②駆け込み需要を除く基調的な消費も堅調とまでは言い切れず、今後の動向を注視していきたいと思う。以下、この点をもう少し説明する。

まず、第1に製造業の動向であるが、10～12月の製造業の機械受注の前期比伸び率が大きく低下し、先行き1～3月についても下落が予想されている点は気になる。雇用についても、製造業では一般労働者の採用は少なく、パートの採用と超過労働時間によって一時的な需要の拡大に応じているように思われる。これらのデータは、先行きの輸出に関する企業の慎重な見方を反映している可能性がある。昨年1年間をみると、大幅な円安にもかかわらず、むしろ実質輸出は減少し、地域別では米国向けが伸びたが、欧州、アジア向けは減っている。一方、財の実質輸入は増えており、それは、一般に言われるような燃料の輸入量の増加によるというよりも、消費財、資本財、情報関連における伸びが主因である。このことは、わが国の製造業の輸入依存度が高まっていることも一因とみられ、貿易構造面から貿易赤字化が進み定着したとの側面もあるように思う。今後は、貿易赤字が今より大きく悪化するとはみていないが、海外経済の動向次第では、わが国の製造業の生産と設備投資の動きがある程度抑制される可能性は

ある。

第2に、駆け込みを除く消費の基調的な動きについてであるが、第3次産業活動指数が昨年半ばから低調であるうえに、直近の昨年12月のデータをみると、卸・小売、生活関連サービス、飲食宿泊といった幅広い業種で指数が前月比低下している。このことから、耐久消費財への支出を増やす分、それ以外の消費が抑制されているように見える。この原因は、雇用・所得環境の改善ペースが緩慢なことにあるように思う。つまり、雇用・求人は増えているが、パートが中心で、しかもパートの労働時間自体が減少傾向にあるので家計への収入増加幅は限定的であること、一般労働者についても、企業は超過労働時間の延長を優先しており、足もとでは漸く増加に転じている雇用が持続するのかどうか、今のところ不透明である。他方、ボーナスが昨年に続き今年も増加が見込まれること、公務員の給与削減の特例措置の解除で給与増加が見込まれる点はプラスの動きと捉えているが、家計はそれらを一時的な動きとして捉え、先行きの収入増加を然程期待していない可能性もある。この点、6か月先を示す消費動向調査では、雇用環境の判断は改善が継続しているが、他方で「収入の増え方」や「暮らし向き」の判断はいずれも2か月連続で下落している点に注目している。加えて、「資産価値の増え方」の判断も2か月連続低下しており、足もとの株安や幾分の円安修正によって家計による資産価格上昇期待が剥落している可能性がある。以上より、資産価格の動向を含め、今後、所得・消費の好循環が働いていくのかを注目していきたいと思う。

次に、物価の動向については、コアCPIは1%台前半で推移している。幅広い品目で価格上昇の広がりが見られるし、単価が上昇しているサービス、財も増えているようである。エネルギー価格の寄与度が徐々に低下してきているので、今後、昨年からの需給ギャップの改善やインフレ期待の上昇などでそうした影響を相殺できるのか注目している。この点、先程も指摘したが、家計の所得や暮らし向きについてのマインドが悪化している点が気になるところである。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済から申し上げる。まず、米国経済であるが、寒波の影響により一部弱めの指標もみられたが、引き続き堅調な回復を続けているとみている。弱めの指標としては、雇用統計と製造業ISMが目立ったが、雇用に関しては、労働参加率の上昇を伴う失業率の低下など、堅調な動きもみられた。また、製造業の生産活動については、異例の寒波が続いて企業活動に一定程度支障を来したとみられているほか、消費関連も強弱区々であった。他方で、議会では債務上限引き上げに関する合意が成立し、財政を巡るリスクは一段と後退した。今後のデータを丁寧に検証していく必要があるが、現時点では、米国経済の堅調な回復のモメンタムは引き続き維持されているとみている。

欧州経済は、持ち直している。ユーロ圏のGDPは年率+1.1%と、3期連続プラスとなり、持ち直しの動きが確認された。輸出受注、消費者コンフィデンス等の様々な指標で確認でき、また、こうした動きはドイツだけでなく周縁国でも確認できている。こうした状況と好調な英国経済も踏まえると、欧州経済は今後も持ち直しを続けていくとみている。

アジア新興国、中国経済であるが、引き続き安定した成長を続けている。製造業PMIはやや低下したが引き続き50以上を維持し、輸出、輸入はともに高い伸びを記録した。当然、春節の影響など均してみる必要があり、またシャドーバンキング問題などのリスク要因も引き続き残るが、当面は安定した成長を続けていくとみている。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。韓国と台湾においては、欧米や中国の回復などに伴い輸出が持ち直しており、個人消費などにも改善の動きが確認できる。またASEAN諸国も、タイの個人消費動向はやや気になる訳だが、それ以外のマレーシア、フィリピン、インドネシアなどでは、内需あるいはGDP全体で堅調に推

移しているともみている。

続いて、わが国経済である。引き続き、個人消費、非製造業を中心とした設備投資、並びに労働・雇用環境、さらには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している。そうした中で、昨日公表の10～12月期のGDP統計は、内需は堅調、外需は弱めで、全体としてやや弱めの結果となった。

以下、弱めに推移している輸出動向と、堅調を続ける消費主導の回復の持続性について敷衍していきたい。まず、輸出が想定比弱めに推移している理由については、一部新興国向けの輸出が鈍化していることに加え、根底には、これまでも述べてきたとおり、日本企業、とりわけ製造業企業がグローバル化の取組みを一段と加速させており、海外需要地での生産、調達、設備投資などをさらに積極化させていることがあるとみている。ただしこれは、海外で稼ぐ力を一段と高める動きなので、所得収支の改善を通じて、国民全体の貯蓄や純資産を高めて、成長力の向上に寄与するというプラス面もあることを再度指摘しておきたい。

次に、消費主導の回復の持続性だが、足もとの消費者態度指数や景気ウォッチャー調査などの指数が鈍化してきている一方で、ハードデータは引き続き堅調を維持している。家計は、4月からの消費増税に伴う実質賃金あるいは実質所得の低下を意識しているように窺われる一方で、実際の消費は、雇用・所得環境が一層改善するもとの腰折れる様子はみせていない。また、消費者態度指数の内訳でも、雇用環境の評価は着実に改善している。この背景として、これまでも何度か指摘したが、以下の諸点を簡単に申し上げる。まず、第1に、経済の供給面だが、非製造業中心に需要を喚起する新しい取組みが進捗し、より高い付加価値が生み出され、生産性向上の基調を支えているとみられていること。第2に、労働面あるいは雇用・所得面だが、中小企業を中心に労働需要が幅広く増加する一方、女性や配偶者の自主的な労働供給も増える結果、雇用者数は大きく改善し、雇用者所得は基調的に改善していくこと。第3に、これらの結果、経済の需要面において、消費需要は基調的に増加するとみられていることである。

こうした面から考えると、私自身は消費主導による自律回復のメカニズムは、現在の回復の底流で今後も持続すると考えている。

最後に物価動向であるが、消費者物価上昇率は、除く生鮮で+1.3%、除く食料・エネルギーでも順調な改善が続けている。物価上昇圧力が幅広く高まってきている背景には、消費主導の景気回復、需要の増加が持続する中で、企業はより高いマークアップを設定したり、コストをよりストレートに価格に反映させるなどの強気の企業の価格設定行動がその背景にあるとみている。その結果、フィリップス曲線の傾きはより急になる、つまり同じ需要の増加に対してより価格上昇が大きくなっていく可能性があるかとみている。こうした動きは、様々な品目で幅広くみられ始めており、当面はこういったメカニズムを背景に、除く生鮮でみて1%台前半の水準を消費者物価上昇率は維持していくとみている。

なお、消費税増税後の価格転嫁の大きさについては、総務省で公表されたように、電気代あるいはガス代など一部品目——全体で1割程度——で、4月は経過措置として旧税率が適用される予定とみられている。その結果として、4月導入当初の上昇幅は、フル転嫁の2%ではなく、恐らく1.7%程度と見込まれる。少し早いですが、こういう点を指摘しておきたい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

本年に入ってから、米国の12月雇用統計の弱さは寒波による異常値として消化されつつあったが、1月のISMや雇用統計、さらには中国PMIが予想外に弱い結果となり、アルゼンチンに端を発しエマージング諸国の為替相場が幅広く下押しされたこともあって、リスクオフの流れが強まり、株価や為替市場でかなりのコレクションが発生した。米国の長期金利も低下し、わが国の長期金利も低下している。

年末にかけて、2014年の世界経済について、米国経済はバランスシート調整が終了するもとでフィスカルドラッグから解放され成長へ向かうこと、欧州が底を打ち中国も安定成長へ向かうこと、エマージング諸国についても一部に問題があるとしても、外準の積み上がりなどショック耐久力は増しており、米国をはじめ先進国の成長により下支えされることなどから、世界全体の成長は2013年度より加速されるという楽観的見方がコンセンサスとして定着していた。

これらの見方に疑問が出てきたことから、一方方向に傾いた市場にコレクションが生じたものである。マーケットのセンチメント悪化の引き金は、やや異質なアルゼンチン問題を除けば、米国、中国の各種インデックスであるが、米国の寒波は12月、1月に続き2月前半も続いており、波及するところは広く、経済活動全般での下押し圧力は避けられないところである。また、中国についても、春節の時期の影響もあることから、当面公表される各種インデックスについて基調判断をすることは難しい面があると思っている。しかしながら、米国については、第1四半期の下振れは不可避としても、消費者心理などの悪化はみられず、寒波の影響がなくなるにつれ、これまで想定していた成長過程に戻ってくるものと考えている。また、このところのリスクオフの傾向は是正されつつあり、エマージング諸国についても次第に落ち着きを取り戻すものとみており、中国、欧州を含め先行きの海外経済の基本的な見方は変更していない。

わが国については、経済活動の現状は、消費税率引き上げ前の駆け込みの影響や4月以降の反動を見込んだ思惑もあり、各種インデックスがやはり見極めがたくなっているように思う。また、12月機械受注のように想定外の弱い数字が出てきていることも気になるところである。10～12月実質GDPに表れている輸出の弱さについては、構造的要因など色々言われているが、一部には堅調な内需を受け、国内向け出荷を優先している向きもあるのではないだろうか。その場合は、4～6月に内需が落ち込めば輸出ドライブがかかってくる可能性も考えられる。また、駆け込みの動向に対応する生産・在庫の推移等にも注意しているところである。わが国経

済の先行きについては、米国が第1四半期に弱くなったとしても第2四半期でリバウンドすればわが国のサイクルを補完することとなる。また、そのほかにこれまでの見方を変える有力な材料も出てきておらず、雇用・所得環境も順調に改善を続けていることから、先月同様の評価で良いと思う。

物価については、12月ヘッドライン総合で+1.6%、コアで+1.3%、コアコアで+0.7%となった。基調をみていくということでコアに注目が集まることになるが、元々物価目標は総合指数であり、その他の指数を広く参照しつつ政策判断を行っていくものではないかと考えている。その点、もう少し理解を広げておく必要があるのではないかと思う。その点からも、家計の消費支出や賃金の実質化に使用される「帰属家賃を除く総合」の12月が前年比+2%に達したことについては、本指数が家計部門における消費の現実に最も対応したものであることから、大いに注目しているところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と見通しについては、昨日の執行部報告どおりで良いと思う。前回会合で海外経済の現状判断と見通しを半ノッチ引き上げた直後から、国際金融市場では新興国市場が不安定化し、米中の弱めの経済指標もあって主要国市場も相応の影響を受けた。しかし、結論的には海外経済の見通しに影響するほどではないと判断している。理由は、第1に、ここもとの国際金融市場の振れは昨年末までの急ピッチの上昇の反動という面があること、第2に、新興国市場については経済改革に乗り遅れた、あるいは政治情勢から改革が困難であると見込まれる一部の国に選別的にアタックがかかっている状況で、経常黒字国の市場パフォーマンスは相対的に良好であること等から、新興市場全般の危機に発展する公算は低いと見込まれること、第3に、米国の生産・小売・雇用統計やISM、中国

のPMIがここもと弱めの動きとなっている点は、確かに気掛かりではあるが、前者は寒波の影響、後者は季節性が影響した可能性があり、仮にそうであればこれも見通しに大きく影響するものではないと見込まれることである。米国については、確かに、雇用統計は強弱混在で寒波の影響があるのかどうか判然としない部分がありパズリングではあるが、雇用統計以外の雇用関連指標、例えば、ISMの非製造業などにおける雇用判断が底堅い点に注目している。中国のPMIの低下は、恐らく春節が影響した可能性があり、2月以降の指標がどの程度持ち直すかを注視している。

国内経済については、10～12月期GDP1次速報値はネット外需の予想以上のマイナス寄与から低調であったが、輸入を差し引いた国内最終需要で見れば前期比1%近い伸びとなり、ヘッドラインほどは弱くないと思う。輸出・生産が持ち直しつつあるとはいえ、引き続き精彩を欠く中、内需は消費税率引き上げ前の駆け込み需要が自動車等の耐久消費財や住宅建設にみられ、足もとは総じて堅調と判断している。前回消費税率引き上げ前との比較で、自動車販売が強めのため、税率引き上げ後の反動減も相応にありそうなこと、また調査統計局のミクロヒアリングでは、4～6月期に生産面で駆け込みの反動減が自動車中心にやや大きめに出る見通しとなっていることが気掛かりではある。マインド面でも景気ウォッチャー調査の先行き判断が急落するなど、家計、企業は消費増税後への懸念を強めている。一方、4月以降は公務員給与の減額措置終了といったプラス材料もある。震災復興への協力のため平均1割弱カットされていた国家公務員および地方公務員の給与が回復することのマインド面および賃金統計面への好影響を注視している。毎勤統計ベースで医師、教員などの地方公務員は5%程度を占めるだけに、全体への押し上げ影響も無視できないものになると思う。

最後に物価については、「暫くの間、1%台前半」という表現は、私自身の頭の中にある物価のパスとの比較でやや強めの印象だが、前回英文リリースの「around 1 1/4 percent for some time」ということであれば、感覚的によりフィットするのでこのままで良いと思う。

4月からの消費税率引き上げの物価への影響だが、昨日の執行部報告にもあったように、従来は非課税品目割合を勘案して、表面上の物価上昇率から単純に2%を引くことにしていたが、一部の公共料金のように制度的に転嫁が遅れる、ないしは4月は転嫁されないものとして集計される品目があるので、実際の物価への影響は、少なくとも4月は2%に満たない可能性が高い。その場合、表面上の物価上昇率から単純に2%を差し引くと実勢を過小評価することになるため、少なくとも4月分の消費者物価上昇率の評価および対外情報発信の仕方については工夫が必要であろうと思う。

消費者物価は、耐久消費財の輸入浸透度上昇により円安の影響を受けやすくなっているとみられる。エネルギー以外では主に情報通信関連の耐久財での物価上昇率の変化が顕著で、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。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生産性や競争力低下を映じたものか峻別しにくいだが、私としては後者の要素を無視できないとみている。仮に、円安の影響を受けやすくなっているのであれば、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があるし、その逆もあり得る。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ろうと思う。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方の意見を私なりにまとめると、ほとんどの方が触れておられたが、国際金融資本市場では前回会合以降、新興国を中心に色々な動き、特に神経質な動きがみられた。ただ、何人かの委員が指摘されたように、海外経済全体としてみると、引き続き一頃に比べると下振れリスクは低下した状況にあると思われる。

まず、米国については、何と言っても債務上限問題が決着し、財政面の下押し圧力が和らぐ中で、景気回復の裾野を家計から企業部門へと広げな

がら回復ペースは徐々に高まっていくとみられる。寒波の影響がどの程度指標に出ているかについては、色々なご意見があったが、回復ペースが徐々に高まっていく点については、大方の意見が一致していたと思う。欧州については、景気は緩やかに持ち直しを続けていき、中国についても、シャドバンキングその他の懸念が残っているが、当面の成長については、安定した成長が続くということであったと思う。

一方、新興国・資源国は、全体としては、当面、やや成長に勢いを欠く状況が続くのではないかとということであった。特に、経常赤字や財政赤字など構造面で課題を抱えている国の通貨や株価が下落している。ただ、アジアを中心にファンダメンタルズが良好な国では、市場は比較的落ち着いているので、新興国・資源国全体でみると、次第に先進国の回復の好影響が及んでいくのではないと思われる。

以上を踏まえると、海外経済の現状判断は先進国を中心に回復しつつあるという評価を維持することが適当という見方が共有されたと思う。また、先行きについても、先進国を中心に緩やかに回復していくということであったと思う。

次に、わが国の景気については、緩やかな回復を続けているという評価で一致していたと思う。ただ、色々な指標についての見方はやや読みにくくなっており、例えば、設備投資については、先行指標の機械受注が振れの大きい展開になっており、何人かの委員が指摘されたように、資本財総供給は明確に増加しており、持ち直しているという評価は維持することで良いと思うが、指標がやや読みにくくなっている面はあると思う。他方、住宅投資、新車販売などの耐久財の消費では、駆け込み需要が顕現化しているのではないかとという見方が多く聞かれた。もっとも、こうした駆け込みの影響を除いたトレンドとしても比較的堅調であり、その背景には、冬のボーナスなど雇用・所得環境の改善があるということであったと思う。

物価面については、大方の意見が一致していたと思うが、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、順調に拡大を続け、足もとは1%台前半となっており、予想物価上昇率についても、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。

以上、私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したい。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢に分けて議論したいと思う。海外経済について、特に多くの方が既に触れられたが、前回会合以後の国際金融市場の変動、神経質な動き、わが国の輸出等に与える影響、海外経済の回復ペースについてもニュアンスの違いはあったと思うが、これらの点についてご意見があればどうぞ。

海外経済について、追加的なご意見がなければ、わが国の経済・物価情勢についてご意見があればどうぞ。指標の見方が難しい設備投資や、消費税率引き上げに関し消費の駆け込みとその反動をどのようにみていくか、単に指標云々というよりも、そもそも消費動向にどのような影響があるかについて不確実性があると思う。また、ベアを含めた賃金についても、既に始まっている交渉でどのような結果が出てくるかは労使交渉次第だが、これも不確実性が残っていると思うが、どうか。

岩田副総裁

輸出が伸びない要因について、海外移転が進んだとかASEANが弱いなど色々あると思うが、なかなか見極めにくいので、調査統計局でもう少し要因分析——私は、世界経済が2000年代前半よりも全体的に弱いことの影響だと思っている——をしてもらいたい。

宮尾委員

消費の回復の持続性については、委員間でニュアンス、トーンの違いがあると思う。私自身は、どちらかと言うと楽観的、強気の見方をしているが、その背景は物価との関係において整合的に説明できていると思っている。先程申し上げたように、幅広く消費関連あるいは非製造業関連、サービス関連の需要が堅調であるからこそ、物価の上昇も比較的しっかりとしている、つまり価格の転嫁がわりと進んでいるということが、今の私の判断の大きな拠り所である。この点について、物価はしっかりとしているが消費の

基調は弱いということが成り立つかどうかという点が、私自身、まだしっかりこない。例えば、白井委員は、消費は慎重にみている一方、物価はしっかりしているとみておられると思う。物価は、輸入物価とコストアップでしっかりしているということかもしれないが、需要がしっかりついてきて初めてコストアップ分を転嫁できる。この転嫁は、これまでの円安では全然みられなかったので、基調的な底流では、構造変化と言うと大袈裟かもしれないが、消費あるいは非製造業関連の回復メカニズムがじわじわと強まっているのではないか、あるいは回復の持続性がよりしっかりとしてきているのではないかとみている。

白井委員

私も、ベースラインではサポートしているので、そのようになっていくことを望んでいるが、今のデータでそこまで言い切るのは難しいのではないかと申し上げている。確かに、今物価は上がってきているが、輸入価格の影響が全体に広がっていると思うし、何よりも消費動向調査などをみても、収入が1年前よりも減ったという回答が多くなっている。私は、今年の賃金動向だけをみているのではなく、収入が増えていくという家計の期待が重要だと思っている。すべてが春闘で解決するとは思っておらず、収入が上がっていくという期待があれば良いが、少なくとも消費動向調査や生活意識アンケート調査ではそれはみえない。収入が下がった、あるいは下がると思っている人達が多くなっている。耐久財を除いた消費の基調が強ければ全体の消費が増えていくはずだが、前回も指摘したとおり、耐久財は増えているが耐久財以外は結構減っているところがある。それは、景気ウォッチャー調査でも第3次産業活動指数でもそうであるし、消費を耐久財と非耐久財に分けるとその傾向は明確に出ているので、私は、消費全体が強いとまで言い切るのは、まだ早いと思う。強くなることを望んでいるが、今はまだ不確実性が高いので、確認していく必要があると思っている。

木内委員

私も、個人消費動向についてはやや慎重にみている。足もと、所得と消費の乖離は依然として大きく、昨日のGDPをみると、実質の個人消費は前年比で+2.4%程度伸びているが、実質の雇用者報酬は+0.7%しか伸びていない。雇用・所得環境からすると、強い消費があつて、そこには駆け込みの要因があつたり、物価に遅れて賃金が伸びてくるという期待に支えられている部分があると思うが、そこにはやはり不確実性があると思う。

白井委員がおっしゃったように、駆け込み分をどこかで調整しているということは、感覚としてはあり得ると思っており、私もサービス関連の指標の弱さには注目している。ただ、昨日のGDPではあまり確認できなかった。耐久財は消費の中では1番強いが、サービスも結構伸びていたもので、ブレークダウンすれば、耐久財を増やしている分、減らしている部分があるかもしれないが、数字としては明確には確認できなかったように思う。

宮尾委員

賃金動向の先行きに不確実性があるのはそのとおりだと思う。一方で、雇用・所得と言った場合の雇用について、先々の雇用の見通しが安定化しているかどうかは、先程ご紹介した消費者態度指数の雇用環境ではわりとしっかりしている。賃金動向の不確実性は、所定内、所定外の両方にあり私も気にはしているが、雇用全般の安定性は着実に増してきている。そのことは、将来の不確実性から来る予備的貯蓄をそれほどしなくても良く、むしろ積極的に消費しても良いというかたちで、消費を支える力の1つになっているのではないかと、私自身はみている。

佐藤委員

賃金について補足しておきたい。国家公務員、地方公務員の給与の減額措置が3月で終了し、4月から10%弱賃金が上がることになる。国家公務員は毎月勤労統計に含まれていないが、地方公務員の中の病院や学校の職

員は毎月勤労統計に入っており、全体の 5%程度を占めている。ここで 10%弱上がると約 0.5%のプラス要因になってくるので、所定内賃金に結構大きく効いてくる。しかも、地方公務員は昨年 7 月から引き下げられているので、7 月以降はダブルで効いてくる。これは、マインド面だけでなく、統計面からも押し上げ要因になってくるので、期待している。だからといって賃金動向全般に楽観的ということではない。民間では 3 月 12 日に春闘の一斉回答があり、そこでどのような結果が出てくるか分からないが、トヨタでは定昇を除く部分で 1%強程度の要求になっているが、これがマクロ全体に波及するかどうかは、別問題だと思う。執行部の説明にあったように、派遣労働者など非正規雇用の拡大に伴って構造的に所定内が押し下げられている部分もあるので、決して楽観はできない。ただ、国家公務員、地方公務員の給与の減額措置の終了は、統計的にもそれなりにインパクトのあるものではないかと思う。

白井委員

雇用は、指標によっては上がっているものもあるが、景気ウォッチャー調査の先行きの雇用関連は下がっている。本当に雇用がこれから伸びていくとすれば、家計のマインド調査で、暮らし向きがこれから良くなるとか、収入が上がっていくという回答が増えるはずだが、それが無い。雇用が伸びているところは良いが、パートが中心でしかもパートの労働時間が減っているということは、マージナルなコントリビューションが減っている訳である。一般労働者が増えているかどうかポイントになるが、自動車などでも一般労働者の雇用はほとんど増えていないので、やはり不確実性が高いのではないかと思う。

米国については、確かに、消費も家計調査などでは良かったし、全体的に設備投資も漸く出てきている。企業の資金需要も出ているので表面的には良いが、果たして米国経済は、雇用面で本当に良いのかという点には少し疑問がある。色々指摘されているが、失業率が相当低下した背景には、デモグラフィックというよりも、長期間失業していた人達がパートか

transitory の仕事しかできずに、あきらめて撤退することが結構あり、それが米国の潜在成長率や需給ギャップに影響しているという話を聞いている。そのような長期の失業者がほとんど仕事に就けず、仕事に就けない比率も高まっており、それによって表面的な雇用のデータが良くなっていることもあるので、そういう人達を全部含めると、米国のGDPギャップは4%ではなくて10%と言われている。諦めた人達の労働市場からの撤退はそれほど大きく、クルーガーの研究によると、長期労働者は仕事が見つからず毎月労働市場から撤退している。それが実態なので、表面的なマクロデータは良いが、本当に米国経済が良いかというところでもないかもしれないと慎重にみている。

岩田副総裁

米国の労働参加率の低下については、ご指摘のような面があり、リーマン・ショックで仕事を辞めたのはベビーブーマー世代で、労働市場が良くなってもそのまま引退しこれ以上働かないというようなことが、労働参加率を下げているという話を聞いた。

また、日本ではパートしか増えていないではないかという点であるが、日本の雇用慣行では正規社員は主に4月に採用するので、そこを待たないと分からないのではないか。4月以前の景気の立ち直りの局面では、パートなど非正規で調整するのが日本の雇用慣行なので、4月以降、正規社員は増えてくると考えている。

木内委員

労働需給が逼迫しているわりに賃金が上がりにくい点については、非正規雇用が増えているからというのはそのとおりだが、最新の有効求人倍率は、全体では1.03倍であったと思うが、正社員の分類では0.66倍でしかなく、正社員の労働需給はそれほど逼迫していない。賃金の決定メカニズムをみると、春闘がリード役を果たしているが、今年の春闘は色々な要因で強めになるかもしれないが、正規社員の労働需給を反映しているとする

と、持続的に上がっていくかどうかについては、過去と比べると労働需給と賃金の乖離は意外と長く続くのではないかと思う。

石田委員

労働需給が締まってくると、まず非正規が締まるので、4月の定昇を待たずに賃金上昇圧力がかかってくるとみている。非正規が多いから、あるいは正規でスラックがあるから賃金が上がらないというのは、全体の数字としてはギブンとして比率があるので、ロジックとしてはあまり成り立たないような気がする。

中曾副総裁

イエレン新議長のこれまでのスピーチ、国際会議での言動などをみると、労働市場を非常によくみているという印象を持っている。長期失業者の退出も含めた労働参加率の問題や生産性——米国の労働生産性はかなり低い状態が続いている——もよくみている。そのうえで tapering を進めているとすれば、FOMCは、労働市場の問題はあるが底流の基調的な経済の強さには自信を持っているのではないかと思う。tapering を着実に進めていく背景には、米国経済の緩やかだが着実な回復に対するFOMCの自信があるのではないかとみている。いずれにしても、今回の tapering が国際金融市場の動揺の一因となっているが、FOMCあるいはイエレン議長の言動をみると、基本的には、米国の景気回復は世界経済の回復にも資するという点には揺るぎないものがあると思うので、新興諸国が多少ぶれてもFOMCは米国経済を中心にみながら tapering を進めていくとみている。

白井委員

私は、米国の雇用が回復していないと言っているのではなく、回復しつつあるが色々な研究成果をみた方が良いと言っている。構造的な失業率の問題についても、推計は人によって相当異なり、イエレン議長も、雇用に

は満足していないとおっしゃっている。岩田副総裁がおっしゃったベビーブーマーの早期退職もあるだろうし、そのようなことを含めて、米国の景気は回復していくと思うが、それでは非常に良いのかというと、そこは慎重にみており、色々な研究成果をみた方が良いと思う。

黒田議長

それでは今から 10 分程度、コーヒブレイクを取りたい。

(10 時 14 分中断、10 時 23 分再開)

V. 貸出支援基金等の制度の概要および利用状況に関する執行部説明

(資料-8)

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは、当面の金融政策運営について討議するが、貸出支援基金等の期限が近く到来することを踏まえ、それらの取扱いも含めて議論したいと思う。そこで、まず執行部から現行の貸出支援基金等の制度の概要およびその利用状況について報告をお願いします。

内田企画局長

資料-8 をご覧頂きたい。まず、(1) の「成長基盤強化を支援するための資金供給」は、「金融機関が成長基盤強化に向けた取り組みを進めるうえでの「呼び水」となること」等を狙いとして実施しているものである。各金融機関はこの制度を使い、様々なファンド——成長ファンドと呼んでいる先が多い——を作って営業しており、それなりの効果を発揮していると考えている。スキームの詳細は 1 頁の表にあるとおりであるが、このうち総枠と個別枠については後程、利用状況とともにご説明する。貸付期間は、ABL 特則は 2 年、その他は 1 年となっているが、いずれも借り換えによって 4 年まで利用できる仕組みになっている。なお、ここには書いていないが、金利は政策金利とされており、現在は 0.1% としている。今の

ところ、市場の1年から2年物の市場金利は0.1%よりも低いので、金利面で特にメリットがある訳ではないが、営業推進上、日本銀行のスキームを利用した商品として販売できるという点が魅力になって利用されていると聞いている。

次に、(2)の「貸出増加を支援するための資金供給」であるが、これは、「金融機関の一段と積極的な行動と企業や家計の前向きな資金需要の増加を促す観点から」実施している。この点については、昨日ご報告したとおり、貸出の前年比は2%台半ばで推移しており、貸出は増えている。増加の背景は、基本的には経済情勢が好転していること、またその背景にある量的・質的金融緩和を含む経済政策全般を受けたものと考えられるが、この制度も、貸出増加に向けた日本銀行のメッセージとして相応の効果を有していると考えられる。制度の詳細については、貸付の期間は1年から3年の固定金利を選択できるとしているが、多くの金融機関は3年を選んでいる。3年物の市場金利は今ちょうど0.1%位であるが、金利面でメリットがないということではなく、金融機関が3年の固定金利の調達手段がほとんどないので、ALM上貴重なメリットがあると考えられる。因みに、銀行は普通社債で3年物を調達しているが、国債金利対比で10bp弱の高めの金利を設定する必要があり、1回のロットが数百億円という単位でしか出せないので、数千億円単位で3年固定0.1%は、それなりのメリットがあると考えられる。

(3)の「被災地金融機関を支援するための資金供給オペ」は、「被災地金融機関による復旧・復興に向けた資金需要への対応を支援する観点」から実施している。総枠は1兆円である。

続いて2.の利用状況について説明する。まず、成長基盤であるが、本則は、総枠の3.5兆円に対し、貸付残高は3.2兆円と総枠にかなり近づいてきており、利用を申し込んできてでも按分になってしまう可能性が意識されており、その分営業推進にブレーキがかかっているという声も聞かれるところである。また、個別行の枠は1,500億円だが、6先で既にヒットないしそれに近い状況になっており、増額して欲しいという要望がある。こ

の点、仮に延長という議論になる場合には、総枠および個別行枠を増額するかどうかが論点の1つになるだろうと思う。2つ目のABL、3つ目の小口特則については、5,000億円の総枠に対して、それぞれ1,036億円、75億円の利用なので、枠には十分余裕がある。4つ目のドル特則は、120億ドルの総枠に対して、74億ドルの利用である。個別行枠は10億ドルであるが、3行が既にヒットしており、これも増額要望がある。ただ、この点は、われわれの方に問題がある。日本銀行の外貨保有の目的は、これ以外にも国際金融協力、邦銀の緊急時の流動性支援もあるので、総枠を引き上げるということであれば、これらの目的も考慮したうえで、考えなければならぬが、実務上は若干厳しいと考えられる。

次に、貸出増加支援資金供給については、総枠はなく無制限である。利用は5兆円強となっている。導入当初に想定したよりはやや少なめであるが、相応の利用がある。この点、利用については、大手行と地域金融機関で大きく異なっており、大手行は先程申し上げたALM上のメリットから基本的に100%使うというスタンスである。ただ、一部行で金利観から後で借りた方が得ということで後ろ倒ししているところがあるので、現状の利用率は80%程度となっている。一方で、地域金融機関は、預金超過で資金は不要と考える先が多く、利用率は3割程度にとどまっている。

最後に、被災地金融機関支援オペであるが、被災地支援については、1兆円の枠に対して4,000億円程度の利用で、これはほぼ一定してこの水準にあるので、枠としては十分かと思っている。

以上、成長基盤、貸出支援については金融機関にインセンティブを与え、本行としてのメッセージを発するという両面で効果を発揮していると考えられる。また、借り手の産業界、貸し手の金融機関の双方から延長の要望が聞かれている。反対論はそれほど多くはないが、地域金融機関の一部から、低利競争を煽っているのではないかという声が聞かれている。ただ、この制度があるからといって、適切な与信管理のもとで利鞘を乗せることができないということは論理的にないので、表立った声にはなっていないのが実情だろうと思っている。以上である。

黒田議長

今の執行部からの説明に関して、ご質問があればどうぞ。なお、意見については次のラウンドでまとめて表明して頂きたい。

石田委員

貸出増加支援資金供給については、地域金融機関が3割利用しているとのことだが、3割は大手地銀なのか、それともばらけているのか。

内田企画局長

ばらけているが、大手地銀が多いと思われる。ALM上の意識の強いところだろうと思う。

森本委員

成長基盤強化支援資金供給は、金融機関が独自のファンドを組成し、これをベースに色々な取組みを進めているということであるが、ファンドの融資という性格からして、長期のものが多いような気がするがどうか。

内田企画局長

様々であるが、おっしゃるとおり、性格上、成長に資することが条件で、取組み方針を作ったうえでわれわれに知らせて頂き、何らかのファンドを組成することになる。少なくとも長期のものも出せるようにしていることが多いように思う。最長4年までとしているが、比較的長いものを出すニーズがあり、外貨についても同じようなことが言われている。

VI. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

他に質問がなければ、当面の金融政策運営に関する討議に移る。この討議では、今執行部から説明があった貸出支援基金等に関する対応も含め、

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、その後自由討議したいと思う。木内委員から願います。

木内委員

オペについては後でお話ししたい。政策については、「物価安定の目標」について、従来からの自身の提案も踏まえ、最近特に気になる点を3点申し上げる。第1に、「物価安定の目標」の意味するところが、未だ広く理解されていないように感じられる。人々の関心は毎月の消費者物価上昇率の数字に注がれる傾向が強いが、改めて言うまでもなく、「物価安定の目標」は、一時的でなく持続的に達成することを目指すものである。エネルギー価格の上昇、急速な円安進行、需給ギャップの大幅なプラスなど、特殊な環境下で物価上昇率が一時的に目標水準にまで達しても、それは「物価安定の目標」の達成とは言えない。達成の判断基準としては、実際のインフレ率の数値以外に、賃金上昇率と中長期の予想物価上昇率の2つの指標が特に重要だと思うが、これら2つの指標に照らしてみると、インフレ率は継続的に上昇しているにもかかわらず、2%の物価安定の目標達成への道のりは依然厳しいと言える。仮に、労働生産性上昇率が1%程度、物価上昇率が2%程度で経済が安定状態にあるとすれば、名目賃金上昇率は3%程度であるはずである。これは、定期昇給を含む春闘賃上げ率では5%程度に相当すると思う。また、企業、家計が経済活動の前提とする物価上昇率が中長期の予想物価上昇率であるとしたら、2%の物価安定が達成されている状態では、中長期の予想物価上昇率もほぼ2%であることが必要である。

第2は、インフレ率のコントロールあるいは「物価安定の目標」が金融政策の最終目標であるかのような認識が広がっている点が懸念される。これも改めて言うまでもないが、「物価安定の目標」は金融政策の中間目標であり、最終目標は日銀法にある「国民経済の健全な発展」、つまり金融政策を通じて経済の実力が最大限発揮される好ましい経済環境を中長期的に実現することだと考える。例えば、賃金がインフレ率見合いでなかな

か十分に上がらないもとで短期間でインフレ率が大幅に上昇し、一旦物価安定の目標の水準に達したとしても、実質所得減少への懸念などから個人消費が抑制され、インフレ率が再び低下する可能性がある。インフレ率の上昇を強く促すことで経済が不安定化するのであれば、金融政策の最終目標に照らして本末転倒である。増税による一時的な影響はさておくとしても、実質賃金が急速に下がり続けている状況では、こうしたリスクにも注意を払うことが必要だと思う。

第3に、昨年1月に2%の物価安定の目標導入を決めた際には、各主体の取組みがその前提となっていた。現時点でみると、政府や企業の前向きな取組みは出ているが、少なくとも短期間で妥当な物価の目標水準を大幅に押し上げるほどの急激なものではないと思う。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みている。こうした段階で金融政策への過度の依存傾向が高まると、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。

次に、量的・質的金融緩和策の運用姿勢に関して、私の従来からの提案も踏まえて、最近気になる点を2点申し上げたいと思う。第1は、物価押し上げに脇目も振らず突き進むのではなく、多くの経済事象に幅広く目配せすることが、「国民経済の健全な発展」という最終目標を達成するには必要なことだと思う。強力な緩和策が市場での過度のリスクテイク行動や資産価格の行き過ぎなど不均衡を生まないかどうか、いわゆる政策の枠組みの第2の柱への配慮を怠ってはならないと、改めて思っている。

第2は、ゼロ金利の政策効果についても、そろそろ配慮が必要な時期に来ていると思う。テーラールールに照らすと、政策金利の適正水準はゼロ近辺あるいはプラスの領域に入ってきている。これは、量的・質的金融緩和の奏功で、ゼロ金利政策の効果がこの先再び高まることが、視野に入りつつあることを意味していると思う。将来的には、量的・質的金融緩和と金利政策のそれぞれの効果・副作用の差異に注目しつつ、両者の望ましい組み合わせで、「国民経済の健全な発展」の達成を目指すことが重要だと

思う。

量的・質的金融緩和は大きなきっかけを作る政策には適しているが、副作用の面で不確実性が大きく、ファインチューニング的な政策手段には必ずしも適さないように感じる。政策で経済に大きなショックを与えることを目指す局面から、将来望ましい環境に経済を誘導していく局面に移っていく中では、金利政策に徐々に比重を移していくことで、政策の正常化を円滑に実現できる蓋然性が高まると考える。量的・質的金融緩和の継続時期に関する私の提案には、このような考え方も背景にある。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、金融機関の貸出運営スタンスについても「積極化」超幅を拡大している。銀行貸出残高は、中小企業向けのプラス幅が拡大するなど貸出先の裾野を広げつつ、2%台半ばのプラスで推移している。そうしたもとで、マネーストック（M2）の前年比は4%台半ばの高い伸びとなっている。

この間、金融資本市場をみると、短国利回りは、本行の短国買入れのオファー額が高水準で推移するもとで需給が幾分タイト化しており、いずれのタームも0.05%を下回る水準に低下している。長期金利については、1月下旬以降、新興国市場でのトリプル安を契機に、投資家のリスク回避姿勢が強まる中で、米国長期金利の低下や本邦株価の下落などを受けて幾分低下し、足もとでは0.6%程度で推移している。この間、為替市場では、リスク回避姿勢の強まりなどから、対ドル、対ユーロともに幾分円高となっている。株式市場は、新興国市場の神経質な動きを受けて一旦大幅に下落した後、一部値を戻したが、なお前回会合時を大きく下回る水準となっている。

国際金融資本市場は、米国の債務上限引き上げやF R B 議長の議会証言などを受けて落ち着きを取り戻してはいるが、新興国の一部が構造面の脆弱性を抱えている中で、市場全体として悪材料に反応しやすい地合いにあり、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の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、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つつ、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。政策の運営状況を見ると、マネタリーベースは200兆円程度で推移しており、前年比では5割程度の大幅な伸びとなっている。この間、実質金利についてみると、リスク回避の動きもあって長期金利が幾分低下する中、予想物価上昇率は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。今後も、マクロ的な需給バランスが改善するもとの、現実の物価上昇とも相俟って、予想物価上昇率も徐々に上昇し、物価安定目標の実現に向けた道筋を着実にたどっていくものと考えている。

次に、貸出支援基金については、成長基盤支援と貸出増加支援のいずれも本年3月末に新規貸出受付の期限を迎えるが、これらの制度を思い切った拡充したうえで1年程度延長することが適当だと思う。成長基盤支援は、国を挙げて競争力と成長力の強化に取り組むもと、金融面からの後押しとして前向きの評価を受け、着実に利用されてきた。現在の利用状況を見ると、先行して導入された本則では、枠の上限近くで、借換えを重ねながら概ね残高を維持している。個別行の中には、ニーズがあるにもかかわらず1先当たりの上限に達して、利用を拡大できないでいる先もみられる。遅れて導入したA B L 特則、小口特則、ドル特則については、それぞれの制度目的に応じ利用を拡大してきたが、A B L と小口は設定した上限にはまだ大分余裕を残している。一方、貸出増加支援については、制度導入以降、実際の貸出は過去3回だが、残高は5兆円強に達し、金融機関からも一段と積極的な貸出行動を促す制度として評価されている。こうした措置に対

し、企業や産業界からは継続を希望する声が寄せられている。また金融機関では、一部に金利競争を煽るものとの批判は根強くあるようだが、銀行協会からは日本経済にとって望ましい措置として前向きに捉え、延長を希望するとのコメントが出されている。これからも経済の好循環を持続させていくためには、企業や家計が緩和的な金融環境を実際に活用して資金を調達し、これが投資や支出の増加を通じて、マクロ的な需給バランスの改善につながり、そのうえで成長力も高まっていくことが大事である。政府が「日本再興戦略」の具体的展開に取り組んでいる現在、民間の成長力強化に向けた取組みを強力に支援するためにも、これらの措置を拡充し延長することが必要だと考えている。現在の成長基盤支援については、前述したように、一部で個別行ごとの上限額に達している先もみられるため、こうした制約を緩和するとともに、双方の制度について、固定金利での貸出期間を長期化し、金融機関のリスクポジションを取りやすくしたり、規模の面でもある程度インパクトのある拡充をしてはどうかと思う。金額等の具体的な貸出条件は、執行部の意見も聞いて決定したいと考える。被災地金融機関を支援する資金供給オペについても、被災地の状況に鑑み、現行の枠組みをさらに1年間延長することが適当だと思う。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・質的金融緩和政策により、日本経済の金融環境は緩和した状態が続いている。国債や銀行貸出の名目金利は、量的・質的金融緩和効果により、低位に安定している。一方、5年物物価連動国債のBEIの動きをみると、昨年5月末の米国の tapering 観測の台頭直後は大きく低下し、その後は、投資家がリスクオンになったりリスクオフになったりするたびに上下運動を繰り返し不安定化した。しかし、FRBの tapering 開始が決まった昨年12月半ば以降は、株安・円高の影響をほとんど受けずに、B

E Iは堅調に上昇し続けている。以上の名目金利の低位安定とB E Iに示される予想インフレ率の持続的上昇の結果、予想実質金利はマイナス圏で低下し続けている。こうした予想実質金利の大幅な低下傾向は、株高・円安傾向を維持するとともに、総需要と雇用需要を刺激し続ける。その結果、消費者物価前年比は、賃金上昇を伴いながら2%に向かって上昇すると予想される。

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みているため、金融市場調節方針はこれまで通りで良いと考える。

次に、貸出増加支援と成長基盤強化支援の両制度については、われわれは量的・質的金融緩和という異次元の思い切った緩和を行っているので、両制度を量と質の両面で適切に拡充することによって、量的・質的金融緩和に見合った思い切った政策とすることが適当である。貸出の増加などポートフォリオリバランスはすでに起きており、今後その傾向は強まると思われるが、貸出増加支援と成長基盤強化支援の両制度を拡充することによって、量的・質的金融緩和の効果波及はより円滑に進むことが期待される。また、被災地支援資金供給についても、延長すべきであると考えてるので、貸出増加支援、成長基盤強化支援および被災地支援については、先程の森本委員の提案に賛成する。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

今回は貸出支援基金等が近いうちに期限を迎えることから、この延長と見直しについて絞って申し上げたい。先程執行部から報告があったが、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給については、それぞれ積極的な利用がみられている。これらの制度は、金融機関が企業の資金需要を掘り起こすうえで呼び水になっていると評価する声が聞かれており、貸

出増加や成長基盤強化の取組みを促す観点から、引き続きその意義は大きいと思う。したがって、両制度については、1年間延長するのが適当だと思う。そのうえで、森本委員や岩田副総裁もお話しになったように、延長にあたっては、これらの制度がこれまで以上に効果を発揮しやすくするとともに、日本銀行としての強い意志を改めて示す観点からも、思い切った拡充をするのが良いのではないかと考えている。

まず、貸付限度額であるが、貸出増加支援では、多くの大手行が貸出枠をフルに利用している状況にある。また、成長基盤強化については、本則の貸出残高が3.5兆円の上限近くに達しているほか、個別行毎の貸出上限である1,500億円を使い切る先も出ており、この制度の利点を最大限引き出せないとの声も聞かれている。したがって、両制度の使い勝手を高める観点から、この際、貸出限度額を、例えば2倍といった規模で思い切って増やしてはどうか。具体的には、成長基盤強化については、金融機関が成長力強化に向けた取組みを行ううえで、十分余裕のある金額とすべきである。例えば、本則の総枠は倍増、対象金融機関毎の上限は1兆円といった水準であれば、金融機関は制約を感じることなく取り組めると思う。

また、貸出増加支援について、貸付限度額を金融機関の貸出増加額の2倍にすることが考えられないか。貸出増加額以上の金額ではバックファイナンスという説明はできないが、イングランド銀行のFLSの事例が示すように、金融機関にインセンティブを与えるコンセプトは不自然なものではないと思う。

次に、貸付期間と貸付金利であるが、市場金利が3年ゾーンまで0.1%に低下してきていることを踏まえると、現在の最長3年よりも長期間、固定の低金利で貸し出すことが適当ではないか。具体的には、4年固定、0.1%で貸し出すことが考えられる。これによって、金融機関のALM運営上、4年固定の負債を作り出すことができることから、資産側で金利リスクを取る許容度が大きくなり、長めの満期の資産取得を促す効果も期待できる。一方で、一度貸付を受けると4年間、その部分が膨らんだまま固定されてしまうと、バランスシート運営上、利用を躊躇する金融機関も出てくるか

もしれない。こうした懸念に対しては、金融機関に期日前返済を認めるオプションを与えることで対応できるように思う。

一方、貸出増加支援について、個別行への貸付限度額の算定において、現状のように一時点の貸出残高を基準とし、その後の貸出増加額の全額を貸付限度額にする方法では、例えば金利の先高観が生じた場合には、最終の貸付実行回に貸付が集中してしまう可能性がある。これを防ぎ利用額が平準化されるような何らかの工夫をすることが適当ではないだろうか。

こうした見直しを行った場合の日本銀行の市場オペレーションへの影響については、両制度の利用が進めば、量的・質的金融緩和のもとでのマネタリーベースの積み上げをより円滑に行うことができると考えている。また、今は対外的にはなかなか言えることではないが、出口を展望した場合のメリットとして、買入国債の平均残存期間7年程度に対し、両制度は4年なので、バランスシートの固定化の度合いは低いと評価できる。さらに、両制度を通じた資金供与は貸付であり、期落ちのタイミングと金額が予測できるので、出口の状況如何で、期落ち分の一部を短期オペでロールするなどの手法により、バランスシートの規模をファインチューニングするという金融調節上の柔軟性を確保できる利点もあるように思う。

最後に、両制度の見直し・拡充については、経済・物価情勢に下振れリスクが顕現化している訳ではないので、追加緩和には当たらない。その意義は、量的・質的金融緩和により供給している大量のマネタリーベースが、金融機関の貸出増加や成長力強化の取り組みに利用されることを促し、ポートフォリオリバランスをはじめとした量的・質的金融緩和の効果波及メカニズムを強化することにあると思っている。2%の物価安定の目標の実現への道のりはまだ半ばであることを踏まえれば、両制度を延長し、適切に見直し・拡充することの意義は大きいと考えている。なお、被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションについては、復興に向けた被災地金融機関の取組みを引き続き支援する観点から、現行の枠組みを1年間延長することが適当だと思う。

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。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合との違いとしては、年明けから前回会合までにみられた世界経済についての楽観的な見方が変わったように思う。現在は落ち着きを取り戻しているが、米国、中国、他の新興諸国の経済および金融市場の動向については不確実性が高く、わが国にどのような影響を及ぼすのか注視している。

2%物価安定目標について改めて意見を申し上げる。私自身は、昨年1月の同目標の導入を支持した。重要な点は、2%の採用は、政府との共同声明に明記されているように、「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と統合的な物価上昇率が高まっていく」との認識に基づいているということである。今後、そうした取組みが進展していく必要があり、日本銀行としてそのような説明を対外的にリマインドし、政府や企業との共通認識を高め、あらゆる経済主体が努力していくことが重要だと思っている。

次に、QQEの時間軸に関し、2年程度を念頭に2%を実現するという表現と、2%を安定的に持続するまでQQEを継続という表現について、現在でも外部の見方がばらばらで、十分理解されているとは言えない。この背景として、昨年4月の記者会見において、日本銀行の強い覚悟を分かりやすく伝えるコミュニケーション上の工夫として、「2年程度を念頭に2%を実現」を前面に押し出し、また、その後も、その表現について明確なコミットメントとして言及している結果として、対外的には、時間を限定したコミットメントとの誤解を一部に与えてしまったのではないかと思う。特に、「2年程度で2%」という表現のみが明確なコミットメントとして示されたので、2%を安定的に持続するまでQQEを継続するという

表現への印象が弱まったのではないかとと思われる。現在でもそうした説明が、国会答弁や国内外でのセミナー資料等に散見されることは、却って混乱を招くのではないかと思う。

すなわち、コミットメントという言葉は、フォワードガイダンスを採用している他の中央銀行は決して使わない中で、日本銀行だけがその言葉を使って説明を続けているため、対外的には「強い約束」と理解されていると思う。そうした強い言葉を使う一方で、最近ではQQEについて、カレンダーベースではないとの対外的な説明がなされているとも聞いており、これらが矛盾して聞こえている可能性がある。もし執行部が、「2年程度が努力目標であり、カレンダーベースでない」と考えているのであれば、今後は、コミットメントという言葉はできるだけ避けた方が良いのではないだろうか。仮に、今年度後半以降にインフレ率が上昇していく兆候がみられず、ベースラインシナリオの下振れリスクが明白になる状況が起きたと仮定すると、日本銀行がそのコミットメントを果たすべく当然大掛かりな金融緩和を2014年度内に実施するだろうとの期待を生むのではないかと思う。

なお、私自身は昨年4月から表明しているように、2年程度という表現には幅をもって合意している。2年以上かかる可能性を当初から意識しているし、2%を安定的に持続する期間についてはさらに時間がかかると考えている。想定される達成期間は、国内の雇用・所得環境の改善ペースに依存しており、これに関連して企業・家計の行動を注視している。私自身は、あくまでも2%の安定的実現に向けた物価上昇率の実現を目指したいと考えているので、雇用・所得の改善ペースや企業・家計の動向によっては、今後の金融緩和の必要性とその内容も変わりうると考えている。

また、2014年度の見通しが大きく下振れると判断される場合、安定的に2%を実現する目的との整合性を踏まえたうえで、以前から申し上げているが、まずは株式の買入額の増額、あるいは効果があると判断される場合には、短期オペから長期国債へ一部転換させるオペレーションツィスト等を検討してみてもどうかと思っている。

次に、本日は、成長基盤強化支援、貸出増加支援の1年間の延長を検討するのが良いと思う。前回も指摘したが、この際、従来のやり方を機械的に延長するのではなく、貸出を促進すべく思い切った追加策を導入すべきだと思う。まず、成長基盤強化支援の本則については、1行あたりの上限に抵触している金融機関もあるため上限を大幅に拡大し、かつ全体の資金供給額を現在の3.5兆円から2~3倍増やすのが良いと思う。そして、貸出増加支援については、金融機関への貸出インセンティブを高めるためにベースとなる貸出額に対する日本銀行による貸出額を2~3倍まで拡大するのが良いと思う。また、これらの支援策に4年間の0.1%固定金利を適用し、魅力を高め分かりやすくした方が良くとも思う。被災地金融機関支援オペも1年延長で良いと思う。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境から申し上げる。まず、企業の資金調達環境については、金利、量、アベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」との評価で良い。銀行貸出も着実に伸びを高めてきており、中小企業向け、並びに非製造業向けなど明確に伸びを高めてきている。わが国の景気回復、成長へ向けた取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/円レートで101~102円台、株価はTOPIX1,200程度と、前回会合時に比べ円高・株安で推移している。これは新興国市場の動揺などからリスクオフの流れとなったことが原因とみられるが、今後とも市場動向については注意深くみていきたい。

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。したがって、次回決定会合までの金融調節方針は現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れを含め従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営についても、従来通りのガイダンスを維持することが適切と考える。

そのうえで政策に関する論点を2点申し上げる。1つ目は、市場の追加緩和期待をどのように考えるか、2つ目は資金供給オペについてである。1点目の追加緩和期待については、市場の追加緩和期待が根強いもとで、市場との間合いをどのように取るか、本行全体としてどのような情報発信を心掛けていかなければならないかという問題である。市場の追加緩和期待の現状は、マイクロヒアリングや、例えば為替市場のIMMポジションをみると、このところ足もとで減少したとはいえ10万枚という総じて非常に大きな円売りポジションが過去1年根雪のように存続しており、本行への追加緩和期待などを1つの背景に円安にベットしている短期投機筋が根強く存在しているということだと思う。人々の政策見通しは、当然ながら経済・物価情勢の見通しに依存する。そうだとすれば、市場で追加緩和期待が根強いのは、基本的には、市場参加者の経済・物価見通しが、本行のメインシナリオよりも慎重であることが原因かと思う。本行が総裁記者会見などで、経済・物価情勢はオントラックであると強調しても、追加緩和策の発動時期の予想が後ずれすることはあっても、追加緩和期待自体はなかなか消えないようにみえる。市場の慎重な経済・物価見通しが修正されないのはなぜかと言うと、1つには、われわれが考える物価上昇のメカニズムが説得的と受け取られていないことがあると思う。この点は、様々な機会を通じて物価上昇のメカニズム、たとえばフィリップス曲線の傾きや切片がどのようにシフトしていくのか、現状どのような兆しがみられるのかといった点について、より丁寧に説明していく必要がある。もちろん、市場の追加緩和期待が、すべて悪いとは考えていない。やや皮肉な状況であるが、市場が本行の見通しや政策効果を信じていないことが、円安傾向を部分的に持続させ、政策効果の一部を形成している面がある。このよう

な市場状況のもとで、追加緩和期待を過度に高めることは避けなければならないと思うので、われわれの情報発信には細心の注意が必要であると思う。この点、ボード内部にも経済・物価見通しに関する様々な意見があるが、その情報発信についてどのようにコーディネートしていくか、バランスが求められると考える。

論点の2点目の貸出増加支援、成長基盤支援の資金供給についてである。3月末で期限を迎える貸出増加を支援する資金供給ならびに成長基盤強化を支援する資金供給について意見を申し上げる。両資金供給スキームについては、金融機関の貸出増加や民間部門の成長力強化を促す狙いのもと、本行の強力な金融緩和による実体経済への効果波及を強める措置として、重要な役割を果たしてきたとみている。貸出増加支援スキームについては、大手行を中心に積極的に利用されており、この間の前向きな貸出姿勢やリスクテイク意欲を支えているとみられる。成長基盤強化のスキームについても、成長力強化につながる資金需要の掘り起しなど、金融機関による自主的な取組みを後押ししてきたとみられる。そうした中で、両スキームが近く期限を迎えるにあたり、現在強力に進めている量的・質的金融緩和の効果波及を一段と強めるうえでも、両制度の期間を1年程度延長し、かつ規模についても、ある程度インパクトのあるかたちで拡充を行うことが適切と考える。具体的な拡充の方法については、先程森本委員あるいは中曾副総裁から提案があったような方向性が1つの案であり、私自身も賛同したいと思う。その案に従った場合、本行のバランスシートの資産サイドも相応に拡大すると思うが、どの程度の拡大が見込まれるのか、執行部の意見を聞きたい。

また、被災地支援のための資金供給オペについても、系統金融機関を中心とした資金ニーズがあり、現行のスキームで1年間延長することが適当であると考えます。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境は、本行の強力な緩和政策のもと緩和した状態にあるとの見方に変わりない。企業の資金調達コストは低水準で推移しているほか、企業からみた金融機関の貸出態度も改善傾向が続いている。最近の特徴としては、銀行の貸出運営スタンスや実際の貸出動向、あるいは企業からみた金融機関の貸出態度などの指標において、中堅・中小企業向けが堅調に改善してきている点が挙げられる。このことから、緩和環境が一段と浸透していることが窺われる。

貸出支援基金については、この極めて緩和した金融環境のもと、金融機関の企業・家計への貸出をできる限り後押しする狙いがあり、ここでさらに強化し継続することは意味あるものと考え。強化策としては、これまで中曽副総裁をはじめ皆さんから発言があった方向で基本的に結構であると考え。具体的な案の骨子について執行部において取りまとめて頂き、改めて詰めていきたいと考える。

なお、貸出支援資金供給については、1年延長するとすれば、貸出期間を4年とするとこれから最長5年間の低利・固定金利で供給することになる。現行緩和政策の想定される期間をかなり超える可能性もあり、長すぎるのではないかと懸念がある。しかしながら、現行実質4年で実施していることをここで変更することは無理があるとも考えるので、4年でやむを得ないと思う。

長期金利の動向については、海外市場のリスクオフの流れも受けて、10年物で0.6%近傍まで低下してきている。以前にも触れたが、強力な金融緩和により実質金利をできる限り押し下げ、景気刺激効果を強めることが政策目的に合致するとしても、名目金利があまりに低位にあることは、市場が将来の物価上昇を見込んでいないか、あるいはそのリスクを無視しているかということにもなる。現に、国債市場が、本行のインフレ目標達成の可能性をみていないという見方が度々出ているが、元々債券市場の期待インフレ率が上がってくれば、長期金利も上がる筋合いにある。二律背反

という面もあるが、展望レポートの見通しに沿った経済・物価の動きが続くとすれば、やはり今後緩やかに長期金利が上昇していく姿が望ましいと考えている。

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」という現行の政策を継続することが適当と考える。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針および資産買入方針は現状維持で良いと思う。先ほどのセッションで述べた通り、前回会合以降、国際金融市場は、新興国を中心にやや不安定化する局面がみられ、日本市場も相応の影響を受けたが、展望レポートおよびその中間評価で示したシナリオの蓋然性を損なうものではないと判断しており、現在の方針のもとで量的・質的金融緩和をしっかりと推進していくことが適当である。

それぞれ 3 月末および 4 月末に期限を迎える貸出増加支援、成長基盤強化のための資金供給、および被災地支援のための資金供給については、2 年程度で消費者物価の前年比上昇率 2%を目指す量的・質的金融緩和の導入から 1 年も経っておらず、その効果を見守る現段階で打ち切る理由はなく、延長が望ましい。ただし、民間貸出は緩やかに増加しつつあるとはいえ、内容は電力会社や地方公共団体向けおよび住宅ローンが目立ち、これらは既存の社債や地方債等による資金調達からのシフトであって、本源的あるいは前向きな資金需要増大を映じたものかどうか疑わしい。海外の M & A 関連の大口貸出で残高を相応に稼いでいる面はあるが、肝心の国内の設備投資絡みの資金需要は持ち直しつつあるとはいえ、潤沢なキャッシュフローのもとで、企業規模を問わず精彩を欠く。こうしたなかでは、貸出増加支援と成長基盤強化のための資金供給については、この際、延長を機

会に、貸出の増加を強力に後押しするための一段の工夫があればなお望ましい。先程、中曽副総裁から制度の拡充策について踏み込んだ発言があったが、執行部で具体的な制度の拡充策を取りまとめて改めて教えてほしい。

貸出増加支援制度に関して補足すると、国内向け貸出の低迷から預貸率が低迷し、海外向けの外貨建て貸出で全体の伸びを稼いでいる現状では、銀行にとって円資金調達面で貸出のボトルネックがある訳ではない。それでも貸出増加支援制度の利用率が大手行は100%近いという事実は、銀行がALM戦略上長めのタームの固定負債を持ち、金利リスクを削減することに相応の意義を感じているためと考えられる。私としても、このスキームは、量的・質的金融緩和策導入当初の昨年4～5月のように、国債市場が仮に再び不安定化した場合に備えた長期金利の安定化策になりうると思うし、こうした資金供給スキームを非常時のツールキットとして持つておくことは、長い目でみて、デフレから脱却し、量的・質的金融緩和が出口に向かう際、スムーズに出口を迎えるために必ず役立つと思う。現状、地域金融機関によるこの制度の利用率は大手行対比大きく見劣りしている。地方における資金余剰感が非常に強いことのほか、地域金融機関の間で長めの固定負債を持つというALMの発想が十分に浸透していない可能性も窺わせるが、今回、思い切って制度を延長・拡充するということであれば、これを機会に、金融機構局の考査・モニタリング等を通じて、大手行対比で大きめの金利リスクを抱える地域金融機関全般に対する啓発活動を一層強めていくことも考えられよう。

最後に、このところ本行による国債買入れのフローの金額について、これが当初示した月額7兆円強程度から6兆円台に減少するとの見方から、緩和効果が弱まるのではないかといった意見が、メディアや市場参加者の間にみられる。本行としては、金融政策の主たる目標はあくまでもマネタリーベースを年間60～70兆円増やすことであり、その達成に向けて本行による国債保有額を年間50兆円程度ネットで増やすとしていること、すなわち主たるコミットメントはネットの増加額でありグロスではないこと、またその政策効果は買入れの進展により逐次増加するストックにより

発現するのであってフローではないこと、あるいはフローの買入額は月毎に技術的な要因から振れ得ることを丁寧に説明していけば良いと思う。以上である。

黒田議長

ただ今の委員方のご意見をまとめると、まず金融市場調節方針については、「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いうことで、反対はなかったと思う。なお、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いうこと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。

期限の到来する資金供給制度のうち、まず、被災地支援資金供給等については、復興に向けた被災地金融機関の取組みを引き続き支援するという観点から、現行制度を1年延長することが適当ということで意見が一致していたと思う。また、貸出増加支援資金供給、成長基盤強化支援資金供給についても、1年延長することが適当であるということで意見が一致していたと思う。

貸出期限を延長するに当たっては、思い切った拡充を行ってはどうかという意見が多かったように思う。具体的な意見としては、貸出増加支援については、金融機関が貸出を増加させた額の2倍、あるいはそれ以上まで日本銀行からの資金供給を受けられるようにしてはどうか、そして成長基盤強化支援については、本則の総枠を現在の3.5兆円から7兆円に倍増してはどうか、さらに両資金供給について固定金利0.1%で4年間の資金供給を受けられるようにしてはどうかといった意見が聞かれた。

それでは、これまでのご意見を踏まえ、貸出増加支援資金供給等を延長するに当たり、見直しの骨子を執行部に作成してもらい、より具体的に議

論を進めたいと思う。

木内委員

その前に、皆様のご意見を聞いたうえで、オペの延長・拡充についてコメントしたい。私は、金融緩和政策の運営が、相応の副作用を持つ量的・質的金融緩和に過度に依存するのではなく、様々な政策を並行的に活用しつつ、中長期的に望ましい経済環境の達成を目指すのが良いと考えてきたので、これに照らすと3つのオペの延長・拡充には、総論で全く賛成である。これらの措置には、将来的に銀行貸出を過度に拡大させてしまう、あるいは銀行への補助金という性格が強まるなどのリスクはあるが、1年の延長であればそうしたリスクは抑えることができると考えている。ただ1点気になるのは、銀行の貸出増加のインセンティブを高める、あるいは資金を成長分野に向かわせて成長力を強化するという本来の目的が、現時点で十分達成されていない中で、貸出増加支援と成長基盤強化支援の本則について、提案があったように枠を一気に2倍とすることについては、政策の有効性の観点から多少の違和感を感じる。量的・質的金融緩和導入時と同様、期待に強く働きかける狙いもあると理解しているが、一方で、2倍という数字が先にありきという感もある。私自身は、期待への影響よりも、制度が本来持つ機能をより重視したいという思いがある。ただ、最初に申し上げたとおり、総論には賛成である。量的・質的金融緩和の長期化や強化などと比べると、これらの制度の延長・拡充に伴う副作用の方がずっと小さいということを考えると、政策委員会の多数意見に従いたいと思っている。そのうえで、貸出増加支援オペが将来貸出競争を煽ったり、あるいは利鞘の縮小を助長することで将来の金融機関の財務体質を脆弱にするリスクに配慮する必要があること、貸出増加支援オペの1年延長あるいは4年の固定貸出が量的・質的金融緩和の継続期間と何らかの関係があるとの思惑を生じさせないよう情報発信面で工夫する必要がある、という2点を付け加えたいと思う。

黒田議長

執行部は骨子案を作成、配付し、説明をお願いします。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

ただ今の議論を踏まえて、叩き台として骨子案をお示しさせて頂く。「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」をご覧頂きたい。「骨子」としているのは、(注 1)にあるように、制度を変えるためには基本要領等の改正が必要になるが、ここでそこまで行うのは難しいので「骨子」とさせて頂き、所要の改正等は、この叩き台で議論して頂いた後決まったものに沿って、次回金融政策決定会合で行うこととしたい。

1. が貸出増加支援である。受付期限については、1年延長でご意見が揃っていたと思うので、1年延長としている。延長とすると移行措置が必要となるので、(注 2)で技術的なことを書いている。現行制度をいつやめるかが議論になるが、現行制度に基づく貸付については、今の制度のもとで5回のうち4回目に当たる3月実行分を最後とし、5回目以降すなわち6月実行分から新制度に移行することとしてはどうかと考えている。なるべく早く実施してはどうかということである。制度が変わるので、現行制度のもとでの貸付限度枠の使われなかった部分は、新制度には引き継がれないとしている。

中曾副総裁や他の委員からご指摘があった点で、今の制度では最後にまとめて使われてしまうことについて何か工夫ができないかという点については、四半期ごとに貸出をするが、貸付限度額を使わなかった場合、未利用枠は次回以降に引き継がれないこととし、各回使い切りにしてはどうかと考えている。これにより4回ないし5回の中にばらけていくと思う。②の貸付限度額については、一応、金融機関の貸出増加額の2倍としている。白井委員からは2倍ないし3倍、他の委員からは2倍、あるいは「思い切った」ということで数字にリファアされなかった委員もいらっしゃる

たが、取り敢えず2倍としている。

宮尾委員からどの程度の残高のイメージかというご質問があったが、(注3)で残高のイメージを書いている。これは金融機関の貸出増加率と利用率によってかなり変わってくるが、現状程度の貸出増加率と、本制度の利用率が大手行100%、地域金融機関30%であまり変わらないと仮定し、増加額の2倍で計算すると、旧制度の分を含め最終的に30兆円程度になると見込まれる。大雑把に数字のイメージを申し上げると、延長せずに元々の制度で打ち切った場合に10兆円強、単純に1年延長した場合は10兆円程度上乗せされて20兆円程度、2倍で延長するのでもう10兆円増えて30兆円程度となる。

③の貸付金利については、現状3年までを選択できるが、それを延ばしてはどうかというご意見であったので、4年固定0.1%としている。バランスシートの関係で早く返済したいニーズもあると思われるが、いつでも返済できるとするのは実務的に難しいので、1年ごとに金融機関のオプションで期日前返済を認めることにしてはどうかと思う。今の制度では1~3年の固定0.1%で借換えによって4年まで延長できるが、これをひっくり返したかたちにし、4年固定0.1%としたうえで1年ごとに返済できるとしている。0.1%という金利を考えると、返済は考えづらいが、金利面に目をつぶってもバランスシートのサイズ等を気にして返済したいという金融機関があれば、そのオプションを残してはどうかということである。

続いて、2.の成長基盤強化支援であるが、受付期限の延長については1年間延長で皆さん揃っていたと思うのでそのようにさせて頂いている。4つの本則と3つの特則それぞれについて、1年延長である。(注4)は適用開始時期であるが、こちらも、新制度をできるだけ早く実施するために、6月実行分から実施してはどうかと考えている。②では、本則の総枠を3.5兆円から7兆円に倍増、対象金融機関ごとの個別行の枠については1,500億円から1兆円に引き上げてはどうかとしている。議論にあったように、金融機関が取組みを行ううえで十分余裕のある水準——極く一部の大手

行を除けば、1兆円というのはほとんど青天井に近いイメージになると思う——を設定している。

最後に、③で貸付金利については4年固定0.1%と同じ制度にしている。当然ドル特則は違うが、円の資金供給である本則、ABL特則、小口特則については、貸出増加支援と同様、4年固定0.1%としている。これらは元々1~2年であったので、期間としてはかなり大幅な延長になるが、4年まで借りられるということでは変わらないので、固定の期間が延長になるということである。以上である。

黒田議長

執行部から説明のあった制度見直しの骨子案についてご意見があれば願います。

白井委員

私は2~3倍と言ったが、イギリスのFLSは面白いやり方をしている。最初は、家計・企業の全体を対象に10倍だったが、それなりに効果が出た住宅ローンではバブルの兆しもあるのでやめ、今年から企業の方だけにして5倍にしたそうである。10倍から5倍というやり方もあるのだなと思ったが、一方で企業の融資がなかなか伸びないので、企業融資に対して敢えてインセンティブを付けている。そのようなことを考えると本行も2倍以上でも良いと思ったが、皆さんが2倍とおっしゃるのであれば、例の「2・2・2」の持つメッセージ性との関係も考えると、2倍で良いと思う。

宮尾委員

成長基盤強化支援の資金供給で、本則の総枠を3.5兆円から7兆円に倍増、個別行の上限も1兆円に引き上げてスキームを拡充する結果、バランスシート、資金供給はどの程度増えそうなのか。

内田企画局長

今は3.5兆円の枠であるが、4年固定にすることでどの程度利用が増えるのか、個別行の枠を1兆円に拡大することによってどの程度増えるのかに、かなりの程度依存すると思う。1,500億円の枠を変えずに固定1~2年0.1%とすると、今は3.5兆円から大きく増えるとは予想しづらいと思う。むしろ個別行枠が膨らむことに伴って、対象金融機関、特に大手が、今使い切っている枠が増えた分をどの程度使うか、4年固定がインセンティブとなってどの程度使うか次第だと思う。1兆円という枠がかなり大きいことを考えると、そこまでいく可能性のある金融機関はほとんどないので、7兆円の枠であれば、総枠の天井としては十分ではないか、そこまではいかないのではないかと予想している。

中曾副総裁

宮尾委員の質問の関連で確認であるが、両制度の拡充で30兆円程度ということであるが、一方でベースマネー、中間目標は変わらない。コンポーネントにどのような変化があり得るのかについて、説明してほしい。

内田企画局長

30兆円というのは貸出増加支援の方で、それと成長基盤強化の本則の拡大の両方でその分資金供給量が増える。今の制度では、長期国債、ETF、それからCPその他については伸ばす方針を決めており、それ以外の部分は、差し引きとして短期の資金供給オペ、すなわち短期国債買入れと固定金利オペによって補っている。従って、貸出増加支援で資金供給が増えれば、その分だけ短期の資金供給オペが減るという関係にある。オーダーとしては、例えば今年末で30兆円の半分程度の20兆円程度になると思うので、今の状況に比べると10兆円程度、短期資金供給オペへの負荷が減る——金額が落ちる——ということになるろうかと思う。

黒田議長

骨子案の内容が適当であるという意見が多かったと思うので、後程議長案として採決に付したいと思う。そのほかにも、金融政策運営あるいは金融環境についてさらにご意見があれば願います。

それでは、政府からの出席者の方々にご発言頂く。まず、財務省の古川禎久副大臣願います。

古川財務副大臣

日本経済は、昨日発表された平成 25 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前期比年率で +1.0% と、4 四半期連続でプラス成長となるなど、着実に成長を続けており、また物価についても、昨年を通じてみると、生鮮食品を除く消費者物価の上昇率が前年比 +0.4% と 5 年振りにプラスに転じるなど、底堅く推移している。しかしながら、デフレ脱却には未だ道半ばであり、日本銀行におかれては、引き続き量的・質的金融緩和を着実に推進され、できるだけ早期に 2% の物価安定の目標を達成することを期待している。

先般、平成 25 年度補正予算が成立した。消費税率の引き上げに際し、景気を下振れさせることなく、経済を成長軌道に早期に復帰させるため、本補正予算を含めた「好循環実現のための経済対策」の各施策が、来年度前半に的確に効果を発揮するよう、公共工事の早期かつ円滑な実施に努めるなど、迅速・着実な実行を財務大臣からも各大臣に要請したところである。

平成 26 年度税制改正については、昨年末閣議決定した「平成 26 年度税制改正大綱」に沿って、投資減税や所得拡大促進税制の拡充等を盛り込んだ所得税法等の改正案や、地域間の税源の偏在性を是正する取組みとしての地方法人税法案を国会に提出したところである。現在国会で審議中の平成 26 年度予算と併せ、早期成立に向けて引き続き取り組んでいく。

また、社会保障制度改革を推進する観点からは、昨年成立した社会保障改革プログラム法に基づき、総理を含む関係閣僚からなる社会保障制度改

革推進本部を立ち上げたところである。受益と負担の均衡がとれた持続可能な社会保障制度の確立に向けて、総理のリーダーシップのもと、関係閣僚が一体となって、改革を進めていく。

成長戦略の具体化に向けた取組みを含め、こうした一連の施策により、デフレからの脱却・経済再生と社会保障制度の安定化・財政健全化の好循環を実現できるよう全力で取り組んでいく。以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣をお願いします。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、緩やかに回復している。昨日公表した2013年10～12月期のGDP速報（1次QE）では、実質成長率は前期比年率+1.0%と4四半期連続のプラスとなった。先行きについては、輸出が持ち直しに向かい各種政策の効果が下支えする中で、家計所得や投資が増加し、景気の回復基調が続くことが期待される。なお、最近の新興国を中心とした金融資本市場の動向とその影響に関しては、政府としても注視していきたいと思う。

2月6日に平成25年度補正予算が成立したことを受け、安倍総理から、「好循環実現のための経済対策」の早期実行と進捗管理について指示があった。これを受けて、国の各府省庁は勿論のこと、総務省からは地方自治体に対しても早期執行が要請された。また、国土交通省においては、「公共事業の円滑な施工確保対策」を取りまとめるとともに、公共工事設計労務単価の引き上げが実施された。内閣府としては、経済対策の進捗状況の調査を実施していきたいと思う。これらの取組みにより、経済対策の各施策が、来年度前半に的確に効果を発揮し経済の成長力の底上げに繋がるよう、国・地方をあげて迅速かつ着実な実行に取り組んでいく。

デフレ脱却・経済再生に向けては、好転している企業収益を賃金の上昇に繋げていくことが重要である。具体的な賃金の水準は、個別労使間の交

渉を通じて決定されるものであるが、今年の春闘では労使間で真摯な議論が行われており、賃金上昇が実現することを期待している。

2013年の経常収支が公表され、貿易赤字が拡大したが、この状態を恒常化させてはならず、日本の産業競争力を強化して、アジアをはじめとする国際マーケットの成長力を取り込むこと等によって、貿易収支の改善を目指すとともに、海外投資の収益である所得収支黒字を拡大していくことにより、経常収支全体の改善を目指す必要があると考えている。このため、成長戦略をさらに深化させていく。

来月3月には、国家戦略特区の地区指定を行うなど、規制緩和をさらに進めていく。また、同じく来月には、建設分野における外国人労働者の活用の方向性を決める予定であり、こうした改革についても議論を深めていきたいと思っている。

また、グローバル経済の中での競争力の観点から、世界で最もビジネスがしやすい環境を整えることにより、海外および国内の企業が日本への投資を増やし、強い経済成長の好循環を取り戻すことが重要である。このため、法人実効税率のあり方について、与党および政府税調とも連携しつつ検討を進めていく。

わが国経済は、デフレ状況ではなくなっているが、デフレ脱却に向けては道半ばである。本日ご提案のあったこの貸出増加支援資金供給等の制度見直しについては、時宜を得たものと考えている。日本銀行においては、引き続き2%の物価安定目標の実現に向けて取り組んでいかれることを期待したいと思う。以上である。

VII. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」の公表に関する議案、被災地支援資金供給等の延長に関する議案、および対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

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8. のパラグラフについて、従来と同様の修正の提案をしたいと思う。考え方については特に変わっていない。先程追加で申し上げた点に尽きる。

黒田議長

執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

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4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

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

続いて骨子だが、先程お配りしたとおりであるので、読み上げは省略したい。これを対外公表文と同時に公表することをご決定頂きたい。

3つ目は、「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション基本要領」等の一部改正に関する件」である。こちらは日付を変えるだけなので、今回ご決定頂きたいと思う。中身を簡単に申し上げるが、3つの

改正がある。1つ目が被災地支援資金供給に関する基本要領、2つ目が貸付先、対象先の選定に関する基本要領、3つ目が担保の要件を緩和しているので、担保に関する特則である。まず、別紙1. が基本要領そのものであって、貸付の受付期間を平成26年4月30日から平成27年4月30日まで1年延長する。別紙2. は、同じく選定要領について、平成26年4月30日を平成27年4月30日に変えている。最後に、別紙3. は担保に関する特則で、来年まで貸し付けてあと1年間の貸付になるので、1年ずれて、平成27年4月30日を平成28年4月30日に変えるという改正になっている。

次に、公表文の議長案を読み上げさせて頂く。「2014年2月18日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。①長期国債について、保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。3. 近く期限の到来する「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」について、規模を2倍としたうえで、1年間延長することを決定した（全員一致／賛成○反対○）。すなわち、「貸出増加を支援するための資金供給」については、金融機関が貸出を増加させた額の2倍まで、日本銀行から資金供給を受けられることとする。「成長基盤強化を支援するための資金供給」については、本則の総枠を3兆5千億円から7兆円に倍増する。また、両資金供給について、固定金利0.1%で4年間（現在は1～3年間）の資金供給を受けられることとする。日本銀行としては、こうした見直しは、貸出増加や成長基盤の強化に向け、金融機関の一段と積極的な行動や企業・家計の前向きな資金需要の増加を促

すことを期待している」。注として、「詳細は別紙のとおり」としている。続いて、「4. 被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーションおよび被災地企業等にかかる担保要件の緩和措置について、1年間延長することを決定した（全員一致／賛成○反対○）。5. 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。6. 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。7. 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。8. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。別紙は、先程申し上げた骨子である。

最後に、木内委員案であるが、公表文案の8. 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」と見直すという案である。

公表文の骨子の部分以外、すなわち3. と4. 以外については、前月と全く同様である。経済情勢の認識等について変えている部分はない。以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった5つの議案について、ご意見があればお願いします。

佐藤委員

公表文について、大筋では異論はないが、1点引っかかる点がある。それは、3. で「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」の規模を2倍とし、「貸出増加を支援するための資金供給」について金融機関の貸出増加額の2倍まで、「成長基盤強化を支援するための資金供給」の本則の総枠を倍増としているが、「2倍、2倍、倍増」と2倍が強調されているように見える。昨年4月に、2年で2%、マネタリーベース2倍、国債の残存期間も2倍と、「2」がキーワードになっているが、今回も、偶然かどうか分からないが「2」が強調されているように見える。受け止め方によっては、節操がない、悪のりしているとみられかねないので、情報発信には注意すべきだと思う。

白井委員

「2」の意図が問われるとは思いますが、私はこの案に賛同する。

ただ、前回同様、公表文案の7. のリスク要因の記述には反対する。「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」としているのは良いが、「国内の雇用・所得環境の改善ペース」が含まれていない点に反対する。私自身は、2014年度の経済・物価の見通しは、現在および先行き期待される

雇用・所得環境の改善ペースに大きく依存しているとみているが、足もとの消費動向調査や生活意識に関するアンケート調査では、収入が減ったとする回答や減るだろうと予想する回答が増えているため、当面のリスク要因として認識した方が良いと思う。また、向こう3年の期間においても重要なリスク要因としてみており、2%の達成可能性や達成にかかる期間もこれに関係しているとみている。1月会合では昨年10月の展望レポートの中間評価を実施し、対外公表文でも展望レポートの見通しに言及しているので、経済のリスク要因として展望レポートで指摘した5点が対外的にも改めて連想されると思った。展望レポートは向こう3年、毎月の対外公表文は向こう半年なので、全てのリスク要因を対外公表文に明記する必要はないが、当面のリスク要因としては、海外要因に加え、家計の所得・雇用動向を勘案すべきであると思っている。私自身は、雇用・所得環境の改善ペースについては下振れリスクの方を意識しているが、公表文に含める文言としては、リスクの方向には言及せず、展望レポートで採用した表現と同様、中立的に「雇用・所得環境の改善ペース」とすることを提案している。このように、敢えて消費税率引き上げの影響には触れていないので、消費税率引き上げへの反対として受け止められるのではないかとといった懸念は、特段強く意識する必要はないと思う。むしろ、世の中が注目している喫緊の課題を明記しない方が不自然ではないか。

展望レポートに記述されている中立的な表現を挿入するという私の提案に反対する理由としては、そのリスクが低下しているからという理由以外にはなかなか考えにくいと思う。その点、1月会合の議事要旨（案）において、私の提案への反対理由として、「何人かの委員は、雇用・所得環境に関する指標には、むしろ、このところ改善の動きがみられており、先行きも、企業業績の回復などを背景にこうした動きが続いていくとみられると述べた」とある。確かに何人かの委員は、雇用・所得環境が改善しており、今後も改善し堅調に推移するという意見であった。そこで確認したいのだが、先行き半年を見通し雇用・所得環境の改善ペースに関するリスクが低下したという理由で反対するのであれば、現段階では展望レポート

でもリスク要因として認識せず、従って削除する方向でお考えなのかという点をお聞かせ願いたい。

黒田議長

ただ今の白井委員の修文意見にご意見があればお願いします。

宮尾委員

私自身は、展望レポート記述の時から雇用・所得環境については上振れリスクも考え得るという見方をしていたので、私の中ではリスク要因として認識することに全く矛盾はない。これを展望レポートのリスク要因から取り除くのかということについては、リスクとしては上振れも下振れもあるので取り除く必要はないし、またそのような意味合いは持たないと思う。

白井委員

私は、中立的に記述してはどうかと言っている。展望レポートと同じ表現を使っているので、上振れも下振れも両方あり、上振れも入っている。なぜ反対されるのか。

宮尾委員

前回も議論したとおり、展望レポートで記述した「家計の雇用・所得動向」や「企業や家計の中長期的な成長期待」などの様々なリスク要因は、対外公表文の「米国経済の回復ペースなど」の「など」に入っているので、そこを新たに「雇用・所得環境の改善ペース」として4番目のリスク要因として記述すると、追加的な下振れリスクと受け止められ、誤解される可能性があるのではないかということである。勿論、中立であると説明することは可能であるが、展望レポートの5つのリスク要因は、「米国経済の回復ペースなど」の「など」に入っているものでそれで十分ではないか。

白井委員

1 月会合の議事要旨（案）では、「何人かの委員は、雇用・所得環境に関する指標には、むしろ、このところ改善の動きがみられており、先行きも、企業業績の回復などを背景にこうした動きが続いていくとみられると述べた」と、下振れリスクが減っているので反対したという書き方になっている。仮に、先行き展望レポートで入るとすれば、足もとリスクとして認識していないのに半年先にリスクがあるのかと取られるが、そこはどうか。確かに、「など」に含まれているということは分かるが、私は、4 月に文言が足りないとして議案を出し、それが反映されたのかどうかは分からないが、10 月には詳しい記述が入り、わざわざ雇用・所得環境が入ったが、なぜ入れたのかという話になる。そこに入っているのであれば、それを言うていくことが必要であるということになる。私は下振れリスクだと思うが、下振れリスクとしてではなく中立的に入れてはどうかと言っているので、入れない方が不自然だと思う。実際、色々な有識者と議論してもこれは非常に重要な課題であり、なぜこの文言を入れないか、私には理解できない。

石田委員

文章の問題については、全部のリスクを言えばきりが無い。どこまで記述するかは、個人的な判断になると思うので、あまり議論しても「私は必要だと思う」、「私は不要だと思う」ということになる。委員会制なのでそれ以上のことは仕方がないのではないかと。

中曾副総裁

前回と同じ提案だと思うが、目先、所得の改善ペースが緩慢になるリスクは否定できないと思うが、そのリスクの程度については、3 月半ばに集中回答があるベアの帰趨がみえてきて、それに伴って一般労働者の特別給与、所定外給与、さらにはパート労働者の賃金にも波及することが考えられるので、もう少しみえてきてからの方がリスクをより良く評価できるの

ではないかと思う。

いずれにしても、われわれの景気・物価見通しにかかわる問題なので、月々の対外公表文で取り上げるよりは、4月の展望レポートに関する議論の中でどのように取り扱うかを議論すべき性格のリスク要因ではないかと思う。

佐藤委員

白井委員の見解は重要な論点だと思うので、考えとしては十分尊重したい。ただ、政策の変更・継続と直接関係のない対外公表文のリスク要因の記述にわざわざ反対することについては、個人的には、そこまでする必要があるのかという気がしている。もし、リスク要因でその点をどうしても強調したいというのであれば、議事要旨で、一人の委員からこういう強い意見があったと書けば済む話ではないか。

森本委員

リスク要因は、上下双方向ありニュートラルだと思うが、雇用・所得環境については、公表文案の5.で「雇用・所得環境が改善するもとで」とあるので、7.でリスク要因として入れると、全体として下方リスクとみられる惧れがある。雇用環境は明らかに改善しているという委員の意見もあり、これから注視していきたいというスタンスを取っているので、無用な憶測を呼ぶような表現はせず、「など」に含まれているということで良いのではないかと思う。

白井委員

わざわざ今回も申し上げたのは、皆さんの意見を確認するためであり、それぞれの意見があるのは分かっている。要は、矛盾していないのかということを知りたいだけである。おっしゃっていることは良く分かるが、私自身は、2%の達成に向けてはここがキーだと思っているので、ここは譲れない。10月の展望レポート時に反対票を投じたように、私自身は大

変重要だと考えており、ここ6か月では海外経済よりも重要だと思っているので、ここは記述すべきだと思う。皆さんが、下振れリスクと受け取られることを懸念されている、あるいは中曽副総裁がおっしゃっているように、リスクとしては意識しているがそれがどのようなリスクかはこれから展望レポートで議論していくことであるということも理解しているが、いずれにしても、これを敢えて指摘することによって何かマイナスになるとは思っていない。なぜなら、雇用・所得環境の実際のデータは、市場で注目されているように、総裁が前回おっしゃったインフレ率が半年間程度1%程度を維持するかどうか判明するのと同じ時期に確認されるので、今、雇用・所得環境に関するリスクを言ったからといって、それによって日銀のメインシナリオが下振れするのではないかといった憶測が出てくるということは考えていない。

宮尾委員

今回拡充する「貸出増加を支援するための資金供給」と「成長基盤強化を支援するための資金供給」の2つのスキームの位置付けについて、対外公表文はこれで良いと思うが、「これは追加緩和ではない」と明言してしまうことでネガティブな情報発信と誤解されないようにした方が良いと思う。勿論、狭い意味での追加緩和か否かと言うと、マネタリーベースの拡充を伴っていないので追加緩和ではないが、一方で皆さんが強調されているように、緩和的な金融環境やわれわれが毎月拡大している量的・質的金融緩和の効果波及を追加的に強めるものであり、短期の資金供給からより長期の4年の資金供給に10兆円程度増額されるので、バランスシートの資産サイドのデュレーションもより長期化することになる。こういったことを考えると、このスキームの拡充は、緩和効果を追加的に強めるというメッセージは非常に重要だと思うので、追加緩和ではないと変に誤解されるような情報発信はしない方が良く、私は思う。

佐藤委員

先程申し上げたように「2」というキーワードがあるために、追加緩和と受け止められる可能性があるが、その時に、「これが世間が期待していた追加緩和の中身なのか」とマーケットがずっこけてしまうリスクもある。従って、追加緩和ということをあまりショーアップするのは、逆にリスクキーだと思う。

木内委員

佐藤委員がおっしゃるように、「2」をあまり強調するのはやや品がないと思う。これをみた人は「量的・質的金融緩和策第2弾」と受け止めかねない。その意味で、量的・質的金融緩和の追加緩和ではないということは、誤解のないように言った方が良いと思う。市場で燻っている追加緩和期待に対して、これが答えだという受け止め方をされた場合には、市場はネガティブに反応する可能性がある。広い意味での追加的な緩和措置ではあると思うが、市場は狭い意味での追加緩和かどうかを探ってくるので、それに対しては、中曽副総裁がおっしゃったように、追加緩和ではないという面を強調した方が良いと思う。

中曽副総裁

両制度の見直し・拡充は、緩和波及効果を強化することは間違いないが、われわれが従来ステートメントで言っている「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」の「調整」に含まれるような措置ではないという意味で、追加緩和ではないと申し上げた。

宮尾委員

リスク要因が変わった訳ではないので、そのとおりだと思う。

白井委員

追加緩和の意味が人によって全然違っており、色々なことがごちゃまぜ

[12時06分 政府からの出席者退室]

まず、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

中曽副総裁

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、「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」の公表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

次に、被災地支援資金供給等の延長に関する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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：木内委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員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、貸出増加支援資金供給制度の見直しの骨子、被災地支援資金供給等の延長、白井委員の反対理由、木内委員案に関する記述と採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

内田企画局長

前回と一緒にあるので、読み上げだけにさせて頂きたい。まず採決については、金融市場調節方針、貸出増加および成長基盤強化に関する資金供給、被災地支援にそれぞれ「全員一致」を入れている。

脚注は、リスク要因のところに（注 1）として、「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、7. の記述に反対した」、それから 8. に（注 2）として、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文にご異議はないか。それでは、最終案がまとまった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。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 18 分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針、貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子の公表に関する件、被災地支援資金供給等の延長は、全員一致で可決された。木内委員案は、反対多数で否決された。

VIII. 議事要旨（1 月 21、22 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、1 月 21、22 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。お手許に配付し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、21 日金曜日 8 時 50 分
に对外公表する予定である。

IX. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、3 月 10、11 日に開催する予定
である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席
者限りとし、議事要旨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

願います。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

解禁は12時28分の予定である。

黒田議長

解禁時刻は12時28分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時23分閉会)

以 上