

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年3月10日（14:00～16:21）

3月11日（9:00～11:55）

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（10日）
	古川禎久	財務副大臣（11日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（10日）
	西村康稔	内閣府副大臣（11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（11日9:00～9:18）
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（11日9:00～9:18）
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	東 将人

I. 開会

(14時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、2月17、18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する。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

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

最初に金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いする。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご報告する。図表1はエマージング諸国の金融市場であるが、前回会合以降、金融市場は、1月下旬から2月上旬のグローバルなリスクオフ局面と比べれば、比較的落ち着いた推移をたどった。もっとも、この間、幾つかのイベントが

発生した。具体的には、ウクライナ問題、中国人民元の下落であるが、これらの影響の鎮静化後は、ECBの政策や、本邦市場についてはGPIFの投資スタンスを巡る思惑が市場の材料となった。ウクライナの通貨であるフリヴニャは、政治混乱を契機に下落していたが、3月初のロシアにおけるクリミア半島介入のニュースを契機に一段と下落幅を拡大させた。また、ロシアルーブルやロシアの株価も大幅に下落した。この間、ポーランドズロチ、ハンガリーフォリントといった東欧通貨は、ウクライナ情勢の深刻化に伴い一旦売られたが、その後はユーロの上昇などに伴い、むしろ買い戻されており、最近ではウクライナ問題の波及を巡る市場の懸念も若干鎮静化しているようにみえる。もっとも、ウクライナは難しい国内問題を抱えており、前回のIMFのプログラム運営も1番難しかった国なので、現在の市場の見方は楽観的過ぎる点がないか、また今後の同国の展開に市場がどのように反応していくか、引き続き注視していきたい。

前回会合以降、市場の注目を集めたもう1つのトピックとして、中国人民元の下落があった。図表2(2)は中国人民元の対ドルレートであるが、人民元はこれまで概ね一貫してドルに対して上昇してきており、市場でも、人民元は上昇するものという認識が刷り込まれていたように思う。こうした中で、前回会合以降、中国人民元が、短期間の間に、中国人民元としてはかなり急ピッチで下落したことが市場の関心を集めた。市場では、中国人民元の過剰なロングポジションを牽制する当局の意図的な誘導によるものと捉える向きが多いようであり、最近ではこの動きも一服している。

この間、図表3のコモディティ市場は、全般に上昇傾向が目立っていた。背景としては、米国やブラジルの悪天候、ウクライナ問題などによる食料品やエネルギー価格への上昇圧力が挙げられる。先程の中国人民元の下落については、これは当局主導であって、中国や新興国の実体経済と結びつけた見方があまりなされていなかったことも、1つの背景として指摘できると思う。

図表4は米国の政策関連であるが、マーケットでは今後毎回のFOMCでの100億ドルずつのtaperingがほぼ完全に織り込まれている。余程の

ことがない限り、このテンポを変えることはないだろうとみられている。先行きの利上げ時期の市場の予想についても、前回会合時からほとんど変わっていない。図表 5 (1) はユーロエリアの短期金利等であるが、ウクライナ問題や中国人民元問題の懸念がやや落ち着いた後、足もとで市場の関心を集めたのは E C B である。すなわち、2 月の記者会見などを受けて、市場では 3 月には E C B は何らかの緩和を行うのではないかとみる向きも一部にあったが、E C B は 3 月 6 日の理事会で政策を据え置いた。これを受けて、とりわけ為替市場ではやや大きめの動きがみられた。これについては後程申し上げる。この間、(3) のエマージング諸国の政策金利は、先日のトルコに続き、ロシアも今般、大幅な利上げに踏み切っている。マーケットでは、インドやインドネシアが代表的であるが、これらの引締め措置を、資本流出防止や対外収支の改善、インフレ抑制といった面でポジティブに評価する一方、内需の方への影響はあまりみていないというような印象がある。

図表 6 は先進国の長期金利であるが、前回会合以降、米国における 2 月中の総じて不冴えな経済指標やウクライナ情勢を巡る懸念などを背景に軟化傾向をたどっており、その後、ウクライナ情勢を巡る懸念の後退や比較的好調な米国経済指標を受けた株価上昇などから反発している。

図表 10 の内外株価は、前回会合以降、ウクライナ問題にもかかわらず比較的堅調であった。米国株価は、2 月中の経済指標が総じてあまり冴えなかったが天候要因も大きいといった捉え方がされ、株価はむしろ緩やかに上昇を続けていた。その後、ウクライナ情勢への懸念の後退や比較的好調な経済指標などを受けて米国株価はさらに上昇している。この間、欧州株は、ウクライナ問題の懸念が強まった 3 月初には、エネルギー供給への懸念などから一旦大幅に下落する局面がみられたが、その後は再び戻している。本邦株価は、ウクライナ情勢に伴う円相場の変動などによる振れを伴いつつも、米国経済に関する前向きな見方やウクライナ問題への懸念の後退などを背景に、総じてみれば上昇している。加えて、先週は、G P I F が債券の投資ウエイトを低め株式の投資ウエイトを高めるのではない

かといった市場の思惑も、株価と金利の上昇に繋がっている。(2)の新興国株価は、前回会合以降、ロシア、中国の株価が下落傾向をたどっていたが、足もとではこうした傾向も一服しているように見える。

図表 11 (1) は各国の株価騰落率であるが、前回会合以降、株価の上昇が目立っているのは、これまでの引締めが評価されているインド、インドネシア、それから日本、米国であり、他方、株価が下落しているのはロシア、中国、国内の政治問題が意識されているトルコである。このように、従来脆弱 5 か国と呼ばれた新興国も両極に分かれており、市場は、各国のファンダメンタルズをみて選別色を一段と強めている。(2) は本邦株式の売買動向であるが、昨年秋以降、本邦株式を積極的に買い進め、また本年入り後一転して売りに転じていた外国人勢の動きが、足もとではあまり目立たなくなっていることも特徴である。

図表 12 の為替レートをご覧頂くと、前回会合以降、主要な為替レートは途中までは総じて小動きであったが、3月6日のECBの政策金利据え置きおよびその後のドラギECB総裁の記者会見を受けて、ECBの追加緩和は当面ないといった見方が市場に広まり、ユーロが上昇している。この間、円は、株価の反発を受けて若干円安方向に戻している。図表 13 (1) にあるように、2月までのリスクオフ局面では日本株は大きめの下落となったが、ドル/円については、101円辺りで本邦輸入企業の実需のドル買いで歯止めがかかる傾向がみられた。これは、このところの貿易赤字傾向の反映とみることもできるのではないかと前回申し上げたが、その後、本邦株価の反発を受けて、ドル/円レートも円安方向に戻したかたちとなっている。マーケットでは、日米の金融政策の方向性の違いから、基調的にはドル高円安のモメンタムは続くものの、足もとの貿易赤字もあるので、日本の当局はさらなる大幅な円安を望んでいないのではないかとといった見方が多く、当面は、比較的狭いレンジで推移するのではないかとといった見方が多いように思う。(2)の各国通貨の前回会合からの変化率をみると、上昇しているのはインドネシアルピア、ブラジルリアル、インドルピーなどであり、一方で下落しているのは、人民元、トルコリラ、ロシアルー

ブルである。ここでも従来の脆弱5か国が両極に分かれ市場の選別色が強くなっている。こうしたもとでは、従来の「欧州周縁国」や「脆弱5か国」というような一まとまりの言い方で色分けすることはなかなか難しくなっている。

続いて金融調節である。図表16をご覧頂くと、金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約60~70兆円のペースで増加させるという方針に従って、調節を進めている。2月末の長期国債の保有残高は152兆円と、着実に増加している。図表17の短期マーケットについては、短期国債は、本行が1回2兆円以上の買入れを続けるもとで、これまでも木内委員や佐藤委員が指摘されたとおり、短期国債金利は3月末に向けて、じりじりと軟化してきている。3月末に向けては、日銀当座預金残高をなるべく少なくみせたいという銀行のいわゆるキャッシュ潰しのニーズに加え、期末のディスクロージャー資料で保有債券の平均残存期間を短めにみせたいといったニーズもあり、短期国債への需要が季節的に高まりやすい状況にある。この中で、担保ニーズからは入替えの手間が小さい長めの短期国債が選好されやすい一方で、債券の平均残存期間を短くしたいという観点から期間の短い短期国債にニーズがあり、足もと3か月物の短期国債金利を含めて0.03%割れの水準にまで低下している。以前、木内委員からご質問のあった、担保需要を利付債に振り替える動きについては、一部の先で2年物の利付債などの活用を目指す動きがあり、これが限界的な2年物金利の低下に若干寄与している可能性はあろうかと思う。もっとも、現時点では、これが広範な動きとなっている訳ではないようである。私どもとしては、先行き本行の短期国債の買入自体が困難になるといった印象は持っていないが、引き続き市場の状況を注視していきたい。

図表19の国債買入オペであるが、10年超の超長期債のゾーンは年金や生保の安定保有ニーズが強く、ポートに組み込まれたものがなかなか売りに出にくく、また期末を控えこうした先がさらに買い増してくるのではないかといった思惑もあった。この中で、例えば2月20日の本行オペでは、平均落札レート-0.008%に対して、落札決定レートが-0.019%と乖離が

相当大きくなっており、高値の札を捨つていかないと買えないという典型的な強めのオペとなっている。また、このような超長期債の既発債の安定保有と裏腹の傾向として、オペに売ってくるのは専ら新発債で、2月に限ってみると買入対象国債全体の平均残存期間は7.8年とやや長期化する傾向にあった。これらの状況を勘案して、2月26日のオペからこのゾーンの買入額を1回当たり1,800億円と若干減額している。これは、平均残存期間7年程度を単月ベースで厳密に達成しようというよりは、ディレクティブの範囲内で残存期間が長期化傾向にある中、超長期債市場の地合いを総合的に勘案したためである。

最後に、図表20のCP等買入れであるが、3月以降1回当たりの買入額を5,000億円に増やしている。これは予めから申し上げているとおり、CPは期末である3月に大量に期落ちするので、残高の急減は避けたいためであるが、それでも3月末のCP残高は一旦2兆円割れとなる見通しである。もっとも、その後は、残高は比較的速やかに戻してしていく予定である。

以上申し上げたように、前回会合以降、ウクライナ問題や中国人民元の下落といったイベントがあったが、内外市場は比較的堅調に推移しているように思う。もっとも、2月中の米国の不冴えな経済指標についてもウクライナにしても、債券は買われる一方で株も買われる、あるいは新興国の引締めについても歓迎されるといったように、市場がどちらかと言えばポジティブな面をみたがる傾向もあったように思う。この点、例えば、先週末の米国の雇用統計については、米国の金利上昇に繋がった一方で株価の押し上げにはあまり繋がらなかったということもあるので、市場がこうしたポジティブな面をみていく傾向が続くのかどうかは1つの注目点かと思う。引き続き、市場の動向を注視していきたい。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

オペレーションに関して2点質問がある。1点目は短国についてである。短国レートは一段と下がっているが、貸出支援オペの延長・拡充を決めた直後は、短期資金供給で短期国債にそれほど歪みは出ないだろうということで短国レートは一旦上がったが、それも一瞬でまた金利が下がってしまった。背景には、説明にあったような年度末のキャッシュ潰しがあると思うが、それでは年度末要因が剥落した時にどの程度戻るポテンシャルがあるのか。短国を保有する色々なニーズ、インセンティブがあるために、付利金利よりも下がっても銀行は短国を買っていると思うが、水準観に何か目途、歯止めはあるのか。もし、金利が下がっている背景が年度末要因だけではなく、4月、5月の固定金利オペの多額の期落ち、あるいは新しい貸出支援スキームが稼働してもそれほど大きな額を供給できないという時に、短期国債にもっと歪みが行くのではないかというスペキュレーションがあって、価格が上がる、金利が下がるだろうという投機目的で買うということになると、今度は金利観がなくなってしまうと思う。その場合に、歯止めがなく年度末を越えてもっと下がってしまうというリスクはないのかどうかについて、意見を伺いたい。

もう1点は、セカンダリーマーケットの一部の話であるが、1月の投資家動向の数字によれば、大手の都市銀行が超長期債を結構買うようになっている。われわれの超長期債のオペは少しタイト感があるという話であったが、都銀があまり札を入れなくなっているという変化はあるのか。超長期債をやや増やす一方で短期国債も増やすかたちでバランスを取ってデュレーションを抑え、リスク量を抑えているというようなことはあるのか。そうだとすると、足もとの短国利回りの低下の1つの理由に、都銀がそのようなオペレーションをしていることもあると思うが、どうか。

山岡金融市場局長

1点目については、1か月位前まではメガバンクでは0.05%を下回ると買えないといった目線が多かったように思う。それ以上に下がっている部

分については、やはり3月の期末要因が効いていると思う。このため0.05～0.06%が1つの目線となってくると思う。ただ、先行きについては、本行が短国買入オペを減らせるとまでみている先はないので、そこから先さらに上がる可能性は低いと思う。先行きもっと下がっていく可能性については、われわれもそうだがマーケットの見方でも不確実性は強い。結局、貸出支援オペにどの程度入ってくるかによって短国オペがどうなるかも決まってくるので、状況をみてみないと分からないというのが現段階の感触である。

2点目は、ご指摘のとおり、メガバンクの1行が特に超長期債の20年債への関心を強めている。戦略としては、木内委員がおっしゃったダンベル型ポートをより極端にするようなかたちで、非常に短いものと非常に長いものを併せて買うことによって、平均マチュリティを抑えながら利回りを狙っていく戦略を採っているようである。こうした中で、オペに全く入らなくなっているという訳でもないが、オペの入りが非常に渋くなっている、必ず売りたいという価格——しばしば「必殺レート」と呼ばれる——で指してくるというよりは、売れたら儲けものといった高い値段で指してくることが多くなっている。全体の倍率には表われにくいところが、オペが強く決まりがちとなっている一因になっている。とりわけ20年債はそのような傾向が出ているように思う。

木内委員

20年債を買い増しているのは、基本的には利回りを取りにいくということか。

山岡金融市場局長

10年債が0.6%をなかなか上回らない中で、利回りを求めて少し長いところに行くということかと思う。

石田委員

平均買入期間が7.8年というのは、2月に買入れた分か。

山岡金融市場局長

2月に限ってである。

石田委員

1月分はどの程度か。

山岡金融市場局長

手許に数字がないので、後で報告する。

宮尾委員

エマージング諸国の株価をみると、国ごとに事情が変わってきており、特に、中国の株価が目立って下落している。これについては、マーケットでは、どのような要因と言われているのか。通貨では、実体経済とリンクしないロングポジションを当局が牽制するというように、実体経済への不安というよりは当局のオペレーションが原因ではないかという説明があったかと思うが、株価についてはどのようなことが言われているのか。

山岡金融市場局長

上海株は特にバックグラウンドが分かりにくいマーケットである。例えば、1月初に上海株が相当下がって、その後リスクオフ局面がきたが、その時は上海株はあまり下がらず、それが過ぎ去ってからまた下がった。中国の実体経済については、上海株より香港株の方が反映しているのではないかという見方が強いようである。上海株については色々なことが言われているが、供給圧力の問題のほか、一部マーケットでは、先日の中国国内社債のデフォルト第1号が若干効いているのではないかという見方もある。いずれにしても、これをそのまま実体経済の弱さと捉える見方は少な

いように思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず、図表1の製造業PMIであるが、2月のグローバル製造業、生産PMIは54.6%ポイントと前月から横ばいとなった。ユーロ圏や中国、日本が低下したが、米国の上昇がこれを打ち消したかたちとなっている。

米国経済は、昨年第4四半期の実質GDP伸び率が事前推計値の年率+3.2%から+2.4%へと下方改訂された。内訳をみると、個人消費が大きめに下方改訂されたが、設備投資が上方改訂されたことなどで、国内民間最終需要は小幅の下方改訂にとどまった。その結果、改訂後も、昨年後半の成長を均してみると、高めの伸びであることに変わりはないが、一時的な要因によって嵩上げされていることには留意を要する。輸出の増加は食料品の寄与が大きく、1月の輸出統計では早速その反動が出ているほか、第4四半期に1998年第1四半期以来の水準となった在庫投資についても、農産物の寄与が効いている。足もとの弱い指標は、基本的には寒波の影響によるところが大きいと考えられるが、これら要因の反動もある程度は与かっている可能性があり、米国経済の回復力の強さを正確に読み取るためには、寒波の影響が剥落する時期のデータの公表を待つ必要があると考えている。2月の非農業部門雇用者は17.5万人の増加と、寒波の影響を受けつつもしっかりした増加となった。同日発表された家計調査では、失業率は6.7%と0.1%ポイント上昇したが、労働参加率が横ばいとどまったほか、広義失業率であるU6は12.6%まで低下した。家計部門関連指標をみると、1月の住宅着工件数は、寒波の影響で中西部を中心に大きく下

落した。住宅販売も、新築は持ち直したが中古は反落するなど、金利の変動や寒波の影響もあって、一進一退の展開が続いている。1月の実質個人消費は、季調済前月比で+0.3%と持ち直した。暖房と Affordable Care Act 関連の支出がサービス消費を増加させたと説明されている。消費者コンフィデンスは、比較的しっかりとしたレベルでの推移が続いている。企業部門では、ISM製造業指数が幾分切り上がった。内訳をみると、入荷遅延指数や受注残指数が上昇していたり東海岸で大きく落ち込んでおり、寒波の影響を強く示唆しているものである。

欧州経済については、第4四半期GDPの内訳が公表された。前期の反動減から在庫投資がマイナス寄与となったものの、内外需ともにしっかりと回復している。2月の製造業PMI生産指数は幾分反落したが、均してみれば、ユーロ圏全体でも主要各国別でも、改善基調を維持している。消費者コンフィデンスもほぼ同じ軌跡をたどっているが、VAT引き上げのあったフランスでやや弱く1月の新車登録台数も大きめに反落した。なお、小売売上高は12月の反動から大きめに増加した。2月のHICP総合指数は、前月と同じ前年比0.8%の上昇となった。エネルギーのマイナス寄与が拡大した一方、財コアとサービスのプラス寄与が拡大した。主要国では、ドイツ、イタリア、スペインの前年比が縮小している。ECBスタッフ実質GDP見通しは、2014年が0.1%ポイント引き上げられたほかは不変である。物価については、不確実性が高いとしながらも、2016年末に向けて2%に近づいていくと予想している。

中国経済については、主要経済指標が1、2月分まとめて13日に公表予定となっているので、前回会合に続き更新がない。製造業PMIは、国家统计局ベース、HSBC/Markit ベースともに前月より低下した。内訳をみると、生産、新規受注、輸出受注の弱さが目立つ。3月5日に開幕した全人代で、2014年の成長率目標は7.5%前後に据え置かれ、構造改革を推進しつつも成長、雇用にも配慮する当局の姿勢が確認された。社会融資総量残高前年差が緩やかに低下する中、一部銀行が不動産業——鉄鋼やセメント業も含む——向けの融資を一時的に見合わせると公表して、不動産株が

大きめに下落した。不動産業の流動性負債の高さを嫌気したものとみられるが、主要都市の新築住宅価格指数の伸び率鈍化傾向もみてとれ、中国の不動産セクターに注目が集まっているところである。週末に公表されたCPI前年比は、春節の影響もあって+2.0%まで低下した。輸出は前年比-18.1%と、大幅に増加した1月から大きく反落した。去年は水増しもあったとされているため、実勢をみるために香港を除くベースで1~2月を均してみると、前年比で+2.5%、昨年第4四半期対比では季調済前月比-1.5%となっており、基調としては、昨年末にかけて急速に持ち直した後、横ばい圏内の動きだとみている。

NIEs・ASEAN経済のうち韓国、台湾については、春節の影響もあって公表統計に振れはあるが、輸出や生産が回復しつつあるとの評価に変わりはない。ASEANの第4四半期実質GDPが出揃ったが、前期比伸び率の改善は純輸出が牽引したかたちとなっており、内需の力強さには欠けている。特にタイでは、前期比5.8%成長から2.4%成長へと大きく減速した。自動車等の消費や固定資本形成等の内需が低迷しているほか、観光の不振で輸出の寄与が低下した。

国際金融市場については、図表7-3をご覧頂くと、新興国から資金流出が続き神経質な展開が続いているが、経常赤字是正等構造改革に取り組んでいるとみなされているインド、インドネシア、ブラジルの通貨は持ち直している。ブラジルリアルについては、ブラジル政府が2月20日に2014年度予算において185億ドル相当の歳出凍結を公表したことに加え、ブラジル中銀が2月26日の政策委員会で8回連続の利上げを決めたことが好感された。一方、ロシア、チリの通貨は弱い動きが続いている。チリペソは、アルゼンチンの波及や銅価格の下落、2月18日の金融政策決定会合での利下げが材料とされているが、財務大臣からペソ安を健全な動きと容認する発言もあった。暫定政権発足後も、民族対立やロシアの軍事行動で不穏な動きが続いているウクライナの通貨は大きく売られたが、今のところスピルオーバーがみられているのは、同国に大きな債権を持つロシアにとどまっている。ただし、2月11日には、カザフスタンがロシア通貨の

下落を受け 20%弱のテング切り下げを決めており、ロシアルーブルがさらに減価する展開になれば、ロシアとの関係が深い通貨にさらなる下落圧力がかかる可能性もあるとみている。

以上、米国の寒波と中国の春節が引き続きデータの利用可能域を制約しているほか、ウクライナ情勢の展開には不確実性があり見通しがたい面もあるが、世界経済の現状判断は、前回会合と同様で良いと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

中国の P P I はずっとマイナスが続いており、衣類以外はほとんど全部マイナスの状況で、足もとマイナス幅が拡大している。P P I を生産財と消費財に分けた時に、生産財のマイナス幅の方が大きいので、恐らく過剰生産もあるとは思いますが、全体的に悪いという点をどのようにみたら良いのか。また、C P I も若干下がってきたがまだ 2~3%前後で推移しているので、大幅なマイナスが続いている P P I と C P I との間で、流通やマージンの問題があるのかもしれないが、何か分かれば情報をお願いします。

もう 1 点は、米国についてである。米国は失業保険の延長を今年からやめたが、その結果、12 月から 1 月にかけて一旦減った長期失業率が、足もとのデータによると再び上がっている。月ごとの振れがあるのでもう少しみなければならぬかもしれないが、長期失業率がまた高まっているようにみえる。長期失業率が上昇していることについて、長期失業者が給付を受けられなかった状況とは関係ないところで起きていると思うが、何か情報があれば教えて頂きたい。

外山国際局長

中国の P P I が下落傾向にあり、足もと大きめに下落しているというこ

とはおっしゃるとおりである。これまで、鉄鋼がだらだらと下がってきたことが目立っていたが、このところ、非鉄金属についても大きめの下落となっている。これは、昨年中盤から後半にかけて、小規模なカンフル剤を打って、公共インフラ関係の需要が少し増加したところで、業者がそれに期待して、多めに作り過ぎ在庫がまた増えてきていることも関係しているとみている。特に、鉄鋼については、鉄鋼業PMIでも足もと大幅な下落となっており、内訳項目としての在庫がかなり上がってきているが、こうしたことを反映しているのではないかと思う。CPIも2.0%まで下がってきているが、これは春節明けで野菜や豚肉などの食料品価格が大きく下落したことが効いていると理解している。日本と違って中国は暖冬なのでそういったことで生鮮食品の価格が上昇しているということもない。そのため、消費者物価指数は比較的安定しているとみている。それでは、PPIとCPIの間に断絶があるのではないかというご指摘であるが、詳しいことはよく分からないが、PPIの下落基調が続いている限りやがてCPIにも下方圧力がかかってくると指摘する識者もいる。いずれにしても、中国経済が安定基調に向かっていけば、そのような心配も和らいでいくであろうし、一層鈍化すれば大きな圧力になってくると思っている。今のところは、当面、安定基調が続くとみている。

米国については、ご指摘はそのとおりではあるが、1月、2月の雇用統計と家計調査は振れがかなり大きかったため、ここで労働参加率や長期失業のトレンドが変わったとまで言えるかどうかは、まだ分からない。失業保険の延長取り止めと関係しているのではないかとも思うが、もう少しデータの蓄積を待ってから判断したい。

石田委員

中国のCPIは安定しているが、一方でここ数年に亘って賃金の上昇が非常に大きい。賃金上昇にもかかわらずコストプッシュで物価が上がってこないことについては、どのようにみたら良いのか。

外山国際局長

基本的には、生産能力の過剰があるからだろうと思う。賃金は大幅に上昇しているが、供給力が増えているため、物価に賃金の影響がそれほど出てこないということだと思う。

石田委員

労働生産性が急速に上昇しているということか。

外山国際局長

急速というよりは安定的に高い伸びを示してきていると思う。ただ足もと、賃金がなかなか上がりにくい状況が発生しているとも聞いているので、将来的には先程申し上げたこととも相俟って、物価をむしろ押し下げる方向に働いてくるかもしれないと言う人もいる。

森本委員

中国の輸出は、1～2月を均して水増しを補正すると+2.5%程度で、これからも横ばい圏内という説明だが、数%程度の横ばい圏内とみているのか。このところ、人件費や人民元の動向で、中国の輸出における優位性が薄れてきているということがあると思う。先日の香港事務所の報告でも、先進国における中国製品のシェアが段々頭打ちになってきているという話があった。コスト競争力が回復してきているメキシコから米国への自動車輸出がずいぶん出てきているが、家電についてもメキシコからの輸出が増えてきている、といったような、中国の輸出があまり増えないような動きがあると分析されていたと思う。これからは、例えば5%を超えるような輸出の伸びは見込みにくいというような感じを持っているのか。

外山国際局長

特定の数字を頭に置いている訳ではないが、これまで1～2月にかけては横ばい圏内にとどまっているが、今後も横ばいが続くと申し上げている

訳ではない。今後については、米国、欧州が輸入を増やしていけば、確かにシェアはこれまでと比べると頭打ちかもしれないが、中国からの輸出も緩やかに増えていくとみている。

森本委員

中国製品の優位性が薄れてきていることについては、どのように評価しているのか。

外山国際局長

森本委員がおっしゃったことはそのとおりだと思っているが、人件費や人民元のこともあり、中国の労働集約的な産業は、省力化して生産性を上げていかない限りは、後続の新興国に対して相対的な優位性を失っていくことはあると思う。ただ一方で、中国の強みがあるのも事実である。日本企業等の外国企業は中国からなかなか撤退しない、むしろ既に中国に進出している企業はさらに投資を増やそうとしているところに表れていると思うが、部品や素材、原料に至るまで中国国内でかなりの程度内製化できるようになってきて、サプライチェーンが外国に頼らずとも国内でかなり完結し、効率的な生産ができ、新製品を開発する時にもそういったものを使いながら色々なことができるようになってきているとも聞いている。優位性のありかが、圧倒的なコストの低さから、基盤が備わっていることによる強さに、中国自身が段々と移ってきているということだろうと思う。

木内委員

引き続き中国についてであるが、図表 5 (2) の政府の成長率目標は、概ね予想どおりだとは思いますが、全人代で 7.5% 前後とされた一方で、各省レベルの成長率見通しは、今年は 2/3 程度に下がっている。調整をしていないということかもしれないが、これらはどのように整合性が取れるのか。また、この目標が出た後、ある大臣が、成長率目標よりも都市部の 1,000 万人の新規雇用の方が重要だと発言したというような記事を読んだ。

以前に李克強首相も言及していたと思うが、新規雇用 1,000 万人に必要な成長率は 7.2%で、7.5%まで行かなくても雇用の目標は達成でき、7.2%や 7.3%でも 7.5%前後の範囲内だ、というようなことを大臣が言っているという記事を読んだ。従来、政府の成長率目標は実際の成長率の下限になっており、これ以下には下げないという政治的な意志が働いていたように思うが、どうもそのような運用ではなくなってきたようである。まさに 7.5%前後で、7.2~7.8%といった程度の幅を持った運用になってきているのか。その場合、仮に 7.2%程度であれば、去年の 7.7%から 0.5%ポイント下がることになり、それなりの減速になると思う。この成長率目標の運用について、従来のように下限とするといった運用ではなくなってきた可能性についてお聞きしたい。

外山国際局長

中央と省レベルの差については、おっしゃったように各省が評価の基準を変え、これまでのような成長一本槍から構造改革等にも力点を置くという意味合いもあって、これまでのかなり高い成長率目標を下げてきたということだと思う。ただ、下げてきたと言ってもかなり高い目標で、昨年よりは今年の方が差は縮まっているかもしれないが、レベル的にみて、必ずしも中央の 7.5%と齟齬がないという訳ではない。また、省レベルの達成状況をみると、目標と達成状況にかなり乖離がある。その意味で、省の目標は、気合いの入れ方程度にみておけば良いと思っている。

次に、「7.5%前後」の意味合いであるが、これは、何が何でも達成しなければならない目標ではなく、予想ということも含めたものと聞いている。ただ、北京事務所等からの情報によれば、中国政府の中でも、7.5%前後の意味についての解釈は分かれているようであり、例えば、

や
は、できるだけ構造改革を推進したいという観点から、何が何でも 7.5%ということではないと言っている一方で、
等は、どの四半期も 7.5%を下回らないように運営するようなことを言っているようであり、その辺は、政府部門内での綱引きで実際の運営が決まってくる

とみている。

中曾副総裁

先程多少説明があったが、ウクライナの地政学的なリスクが国際金融市場に引き起こす影響については、どのようにみておいたら良いのか。マーケットは、多少 complacent になっているのではないかという気もするが、先般、米国は制裁措置を打ち出したが、ロシアとの相互依存関係がより強いEUは、どのような金融・経済面の制裁を検討しており、その効果はどのようなものになると考えておけば良いのか。

外山国際局長

米国はいち早く幾つかのウォーニングを発して、軍事介入を牽制しようとしているが、おっしゃるようにEUについては——EUの中でも温度差があるが——、特にドイツ等はロシアに対する輸出も相当な額に上っており、昔のグルジア危機の時に比べれば、依存度が減っているとは言えロシアのガスに頼っているのも、どれだけ強硬な措置を打ち出せるかどうかは、まだ定まっていないと思う。経済的にみると、ウクライナの問題により勿論オーストリアあるいは周辺国等は影響を受けるとは思うが、ロシアがどの程度の経済制裁を受けるのか、またウクライナの一部を併合するようなことがあるとそれに対するコストが相当な額に上ってくると思うが、そうしたことも含めてどの程度の影響を受けるのかが、もっとも大きなリスクではないかとみている。今後、クリミアの問題、あるいは東部地区の問題等どのように発展していくか、それに対してEUがどのような対応を示していくのかが、大きな鍵になっていくと思う。もし、ロシアが経済的に孤立度を高めるようなことになると、世界経済のシナリオを少し変えていかなければならない位のインパクトになってくると思う。

佐藤委員

それに関連して、ウクライナ政府のソルベンシーの状況が仮に変化した

時に、国際金融情勢にとって大きなテールリスクになり得るのかどうかについて、見解があれば教えて頂きたい。私の理解では、

IMFもEUも支援に動いているので、そのような支援話で取り敢えず時間を買う戦略かと思うが、果たして今後はどのような展開になりそうか。

外山国際局長

ウクライナは、このような情勢になる前でも大きな双子の赤字を抱えていた。財政赤字はGDP対比4%を超えるような規模で、それにも増して経常収支が大きな赤字で外貨準備も低下してきているので、元々EUと支援協議を行わざるを得なかったところ、それが不調に終わり、ロシアの支援があったが、今回の事態を受けて停止されている。ウクライナ政府は、当初350億ドル必要と言っており、EUがそれに対して日本円で2兆5,500億円位の支援を決め、米国が10億ドルの保証を行うことを矢継ぎ早に打ち出しているが、当然、IMFもこれと並行的に支援していくことになっていくと思う。もしウクライナが、選挙を経るかどうかは分からないが、政府の自立性が維持され、きちんとしたIMFやEU等との交渉当事者としての能力があるということであれば、必要な調査、交渉を経て、デフォルトする前に資金が供与されることになると思う。当然、IMFとしても、貸した金をウクライナ政府が返してくれないと困るので、コンディショナリティーについてきちんと約束できることを確認する必要があり、そのような確認等に時間を要するが、その間に国民の外貨への逃避等が思った以上のスピードで進むようなことがあると、対外的な支払いが急速に厳しくなってくることもあり得るので、テールリスクとしてみておかなければならないと思う。ただ繰り返しになるが、ウクライナだけのデフォルトであれば、過去にも処理をしたことがあるので、それほど大きな影響はないと思うが、問題はロシアがどうなるかだと思う。

宮尾委員

ASEANに関して、内需の今後の回復見通しについてであるが、タイは足もとわりとはっきりと減速し、マレーシアも若干小幅だと思うが減速していると思う。インドネシアやフィリピンは、元々内需が強いのでそれほど減速していないようにみえる。特に、タイとマレーシアの今後の内需の回復について、この2国は外需、輸出のウエイトが大きい国なので、海外経済、先進国がしっかりと回復すればそれにつれて輸出が伸び、内需が引っ張られるということだと思うが、特に、政情不安が続くタイが心配だが、内需の落ち込み、減速がどの程度続きそうかについて、ご意見があれば教えて頂きたい。

外山国際局長

タイについては政情不安がどうなるかにかかっているが、マーケットでは今年の成長率を3%前後とみている人が多い。それも前半はゼロ%成長で、年央までには何とか政情が安定するとの見通しのもとに後半4%以上の成長で、均して3%と言っているので、取りも直さず、政情が安定するか否かが今後を左右すると思う。ただ、そういった要因を除いても、ASEAN、特にタイ、マレーシアについては、民間部門の債務がリーマン・ショック後の梃子入れの中で増加してしまい、このことも足を引っ張っているので、調整はもう少し時間がかかると思う。現在、足もとの成長率がネット外需中心ではあるが、均してみると4か国平均で5%程度、潜在成長率自体も5%程度とみられている。まだキャッチアップの段階なので、もう少し高めでも良かったのが5%位に低下してきている。今後考えられることは、元々は、ギャップが解消していくにつれ、もう少し高めのところから数年かけて5%に収斂していくはずであったところが、5%前後で——来年以降少し緩やかに上がっていくかもしれないが、それでも然程持ち上がった状態にはならず——潜在成長率にそのまま収斂していくようなパスを描くのが、1番あり得るシナリオではないかと思っている。

宮尾委員

図表 6 (4) の ASEAN の実質 GDP について、四半期の内需の落ち込みは来年にかけて戻るとみておいて良いか。輸入の減少で純輸出が非常に大きくなり GDP ベースでは非常に改善しているが、肝心の内需は——GDP はあまり心配していない——、タイが最大の原因で落ち込んでいる。トータルの内需は来年以降戻るとみて良いのか。

外山国際局長

今年については、盛り上がりせずにこのまま推移する可能性が高いと思うが、来年にかけては緩やかに持ち直していく展開ではないかと思う。

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 57 分中断、15 時 02 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

本日お配りしている資料-4 (参考計表) 【追加】で GDP について説明した後、事前にお配りしている資料-4 (参考計表) に沿ってご説明する。

今朝、10~12 月の実質 GDP 2 次速報が出たが、前期比+0.2%、年率+0.7%と、1 次 QE の前期比+0.3%、年率+1.0%から僅かの下方修正となった。これは、法人季報などを踏まえて、民間企業設備の寄与が+0.2%から+0.1%へ若干の下方修正となったことが原因である。ただ、全体の姿としては、内需が強く、輸入の増加もあって外需が大きく減少という姿に変化はない。これによって、1~3 月がかなり伸びたとしても、

今年度のGDP成長率の着地は、1月の中間評価の見通しに比べると低めとなる可能性が相応にあると思うが、それでも2%を上回るので、潜在成長率を大きく上回る姿となる。景気動向指数の昨年秋からの動き、あるいは企業マインド、労働需給の改善ペースなどを踏まえると、10～12月も景気は順調であったとみて良いと思っている。以上がGDPである。

資料-4(参考計表)の図表5にあるとおり、輸出は10～12月に小幅反発した後、1月は大きめの減少となった。一方、輸入は1月に大幅に増加した。この結果、実質貿易収支は大幅に悪化し、1月の名目収支も大幅な赤字となった。今回、国際収支が改定されベースが変わるが、1月は経常収支が0.59兆円の赤字、貿易・サービス収支が1.82兆円の赤字、貿易収支が1.38兆円の赤字であった。これは単月の動きで、12月以前が季調替えもあってかなり変わっているが、いずれにしても、遡ることができる1996年以降では最大の赤字となっている。図表6(1)の実質輸出入をみると、実質輸入ははっきりと増加し、実質輸出は、前月までは増加傾向としていたが、1月の計数まで含めると横ばい圏内という評価が適切かと思う。輸出は、一時的な要因も影響していると思うが、1月にかなり落ち込んだ。図表7の地域別の輸出で幾つかご説明したい。米国は、1月は10～12月対比で1.8%増えているが、2四半期連続マイナスの後の小幅増加であって、自動車中心になお力強さに欠けていると思う。これには、米国での寒波の影響が考えられる。東アジアが1月に相当大きく落ちた。とりわけ中国や香港などが大きく落ちている点からみて、春節が今年は1月末からと少し早いですが、このことの影響が出ているのではないかと思う。2月上中旬の数字が出ており、1月に比べると持ち直している感じがあり、2月は春節の下押し要因が剥落したのではないかとみている。図表7(2)の財別をご覧頂くと、1月の自動車輸出がかなり減っているが、中国の要因やASEANが弱いことなどが影響しているが、国内の供給制約も影響している可能性があると考えている。ただ、今申し上げたように、3つの一時的な要因を除いた基調としても、勢いを欠く状態がやや長引いていることも事実である。これまで申し上げているとおり、新興国を中心とした

海外需要のもたつきや海外生産シフトの加速などが影響していると考えている。先行きについては、4～6月は一時的な要因が剥落することから、プラスに転じていくとみており、その後も米欧の景気回復に伴い緩やかに回復していくという見方を、現時点では維持することで良いと思っている。ただ、中国を含め新興国向けの需要について、日本企業の見方はこのところやや慎重化している感じがないではない。また、海外生産シフトの影響も強まっていかないかなどについて、引き続き注意深くみていく必要があると思う。

一方、輸入については、図表 12 (2) の財別をご覧頂くと、1月はいずれの財も大幅に増加している。1月は春節前の輸入集中による振れの面もあるので、2月は、上中旬の動きなどをみると反動減になるのではないかと考えている。1～3月全体で見れば、前回も議論があったが、色々な駆け込みが重なっている。3つ位重なっていると思うが、消費税率引き上げ前の駆け込み、Windows X P のサポート切れ前の駆け込みに加え、環境税が4月に上がるがその前の駆け込みで3月にかけて原油等の輸入の押し上げに寄与していくのではないかと考えている。このため、輸入は1～3月に増加した後、4～6月には反落すると思っている。こうした輸出入の動きに伴い、対外収支も1～3月を底に改善するとみて良いと思っている。

次に、図表 13 の企業収益関連であるが、10～12月の法人季報が出ている。売上高経常利益率が、全産業全規模で10～12月は4.89%と4～6月の4.68%を上回り、季節調整値が利用可能な1985年以来のピークとなっている。これを図表 14 でセクター別にご覧頂くと、四半期の振れはあるがいずれも増益傾向にあることがみてとれる。このもとで設備投資であるが、図表 16 の法人季報は、全産業で4～6月にかけて比較的高めの伸びとなったが、7～9月、10～12月ともに微減にとどまっている。一方、企業が最近積極化しているソフトウェア投資を含むベースは、7～9月に一旦下がったが、10～12月に再び増加しており、前年比でも7～9月の+1.5%から10～12月は+4.0%と伸び率を高めている。建築着工床面積は、1月の10～12月対比は+4.4%——前年比でも+13%——と、10～12

月の前期比+2.9%に引き続き、しっかりした動きとなっている。資本財総供給は、1月の数字が出ているので申し上げると、1月の10~12月対比が+11.8%、10~12月の前期比は+6.1%から+6.4%に上方修正され、7~9月+1.9%、10~12月+6.4%、1月が+11.8%と大幅に増加している。大型機械の出荷が集中したことなども影響しているが、傾向的にみても持ち直しが次第に明確になってきていると考えて良いと思っている。

次に、図表 20 でやや長い目でみた企業の見方をご覧頂くと、(1) の中長期の実質経済成長率の見通しは、今後 5 年間と今後 3 年間も同じであるが、2012 年度から 2013 年度にかけて幾分上昇し、2013 年度が+1.5%となっている。(2) は名目成長率見通しであるが、こちらはさらに上昇しており、2013 年度が+1.8%となっている。この+1.8%は、2003 年度以降最も高い数字である。実質が+1.5%であったので、名実逆転し、名目が実質を上回ったのは初めてである。(3) は連結ベースの設備投資で、設備投資計画も若干上向いている。それ以上に目立ったのは(4)の雇用の動きであり、製造業を含めて前年に比べてかなり伸びが高まっている。この調査では、製造業では海外生産をさらに拡大させる計画にあるが、同時に国内の雇用もしっかり増やす見通しにある。仮に、両者が正しいとすれば、一応の解釈としては、企業が海外との棲み分けを意識しながら、国内では研究・開発の積極化、本社機能の向上といったかたちで事業を充実させる方針にあることを示唆しているのではないかと思っている。

続いて個人消費であるが、図表 23、24 はほとんどがまだ 1 月までの統計で、2 月の統計が出たのは自動車だけである。図表 23 (2) の新車販売は 2 月に反落しているが、これは基本的には雪の影響だと思っている。ただ、かなり高い水準という点では変化はない。2 月については、企業ヒアリングでは、雪がサービスを含めて個人消費に影響したという声は結構あるが、百貨店などはかなり好調を維持しているようであるし、家電でも駆け込みが出てきたという話を聞く。また 1997 年の時は、日用品や飲食品の駆け込みが 3 月中頃から始まったが、今回は少し早いのではないかという見方もある。この点も含めて 1997 年との比較は、後程まとめてお話し

たい。

図表 28 の生産・出荷・在庫であるが、生産は、10～12 月の前期比が +1.8%の後、1 月の 10～12 月期比は +4.6%と大きく上昇しており、一方で在庫は -0.9%と引き続き減少している。1～3 月の生産について、企業から聞いているところでは、1 月の数字ほどは高くなく、+3%強程度で着地するのではないかとみている。2 月は自動車で雪の影響が多少出て、3 月は生産面では駆け込み対応も一巡するので、1 月辺りがピークではないかという話を聞いている。4～6 月については、前月時点での情報とほぼ同様に、自動車を中心に -3%弱の減少といった感触を受けている。このうち自動車については、4 月以降の引き渡し分の受注が、新車効果から思いのほか堅調で、従って生産計画も幾分上方修正するといった声も一部に出ているが、この点はまだ不確実で基本的には相応の反動減をみとっておく必要があると思っている。

続いて図表 33 の雇用をご覧頂くと、労働需給はいずれも改善傾向を維持していると思う。1 月の賃金は、名目賃金全体で前年比 -0.2%と若干ながらマイナスに転じている。これは、特別給与の -14.6%によるものであるが、これは恐らく 11 月、12 月に冬季賞与が前倒しで払われたことの反動が 1 月に出ているのだろうと思う。今のところ、賃金については、所定内はまだはっきりとはプラスになってこない一方で、所定外、特別給与が強いという基調に変化はない。注目されている春闘について様々な報道がなされているが、まずは、今週 12 日の一斉回答をみないと何とも言えない。報道ベースでは、ベアは 2,000 円～3,000 円前後という数字が多いようであるが、仮にそうであるとすると、ベースとなる給与は 30 万円台前半位なので、ゼロ%台半ばから後半になると思う。いずれにせよ、賞与を含め前向きに対応が採られそうであることは確認できたと思っている。

次に、図表 38 の物価である。消費者物価は、1 月の全国、除く生鮮食品で +1.3%、除く食料・エネルギーで +0.7%と、12 月と同じであった。2 月の東京は少し上がっているが、東京における石油製品のウエイトが全国と違うこと等を考えると、全国では、場合によって +1.2%ということ

もあるかもしれないが、恐らく 1 月と同じ+1.3%位とみている。元々2月は少し低下するのではないかと思っていたが、原油の反発などもあり、思っていたよりは若干強めである。3月以降も、基本的には消費税の影響を除いて+1%台前半の上昇率が暫く続くという想定に変化はない。なお、前回4月の消費税率引き上げの影響は2%ではなく1.7%程度と申し上げたが、その旨は今月の月報のBOXで記述している。

最後に、消費税率引き上げ前後の動きの1997年との比較であるが、資料の参考1~3で特徴点を幾つか申し上げたい。駆け込みが前回と比べてどうかは3月までみないと分からないが、今のところ、基本的には1997年と大きく変わらないのではないかとみている。特徴を3点申し上げる。まず第1に、新車登録台数は今回の駆け込みの方が大きそうである。第2に、住宅着工は漸くピークアウトし、マンションも1月は振れで少し弱くなっているが、駆け込みと反動は前回より少し小さいとみて良いと思っている。自動車が大きめ、住宅はあまり大きくなく、両者でほぼ相殺し合っていると思っているが、それ以外は2月から始まっているのでまだ統計には表れていないが、先程も申し上げたように、日用品等において前回よりやや早めに駆け込みが顕在化しているという声が聞かれている。また、統計では掴みにくいですが、今はネット販売のウエイトが相当高まってきており、クリック1つで買えるので駆け込みのコストが小さく、それが駆け込みの規模を大きくする可能性はあると思っている。一方、最近の輸入にみられるとおり、輸入が相当変動し、これが国内需要をある程度オフセットすると思う。現時点でははっきり言えないが、そういった強弱両面あるということ念頭に置いておきたいと思う。

もう少し基調的な動きを申し上げますと、参考2では、輸出は少し弱い、公共投資は強め、有効求人倍率はかなり強めである。企業マインドは、前回既に弱くなっていた非製造業を含めて、今回の方が企業マインドはしっかりしているので、基調的な動きは、前回よりはしっかりしていると思う。ただ、本日出た景気ウォッチャー調査では、先行きについてかなり落ちたようである。2月の現状が1月の54.7から53へと若干下がったが、先行

き2～3か月先が40まで下がっているのも、まだまだ心配する声はあるということである。

以上をまとめると、景気・物価の全体評価は、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。ただ、景気のコンポーネントについては、足もとの指標を踏まえて、輸出をやや弱め、設備投資をやや強めの方向に修正することが適当と考えている。不確実性については、実体経済面では消費税率引き上げによって消費が一旦落ち込むことが不可避だけに、春以降、輸出が増えていくかどうか、引き続き重要なポイントの1つと考えている。ただ、仮に輸出の持ち直しが多少もたついたとしても、それが海外経済の回復の遅れに起因するものか、あるいは海外生産シフトに起因するものかによって、国内景気への影響は異なると思っている。海外生産シフトが進む場合は、国内景気にマイナスの影響も勿論あるが、海外経済が回復していけば、海外生産分も含めて日本企業の売上げが増えることになるので、企業価値、ひいては国内需要のサポート要因にもなると考えられる。先程の雇用計画はその1つの証左ではないかと考えている。一方、物価面では、消費税率引き上げの影響について、値上げが控えられる可能性とともに、サービス業などを中心に、値上げに言い訳が付きやすい局面でもあるので、これまでのコスト増と合わせて価格転嫁が強めに出る可能性の双方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。

木内委員

2点質問がある。1つは需給ギャップの実績と見通しについてであるが、10～12月の成長率は2次速報で下方修正され年率+0.7%となり、潜在成長率並みか若干高い程度であった。需給ギャップは、潜在成長率と実際の成長率の差で簡便的に計算すると、昨年前半は相当改善し、後半はあまり改善していない。今年、1～3月は駆け込みがあつてかなり高い成長に

なるが、4～6月期は相応に落ちることからすると、今年前半も需給ギャップは変わらないと思う。そうすると、昨年後半から今年前半の1年位は需給ギャップの改善があまりみられないことになるが、このことが物価にどのような影響を与え、先行きの物価を予測する時にこの点についてどのように配慮すれば良いのか。物価は色々な要因で決まるが、需給ギャップの改善によってインフレ率が押し上げられるという要素は弱まってくるのではないか。また、需給ギャップの変化とインフレ率の関係は、従来半年から1年位のラグがあると考えてきたように思うが、ここは足もとも変化はないという考えで良いか。もし、半年のラグであれば、昨年前半の需給ギャップの大幅改善の効果は消えつつあるということであり、1年のラグであれば、今年の前半は残って後半は消えることになる。いずれにしても、今年後半の成長率が上がったとしても、ラグを考えると物価の押し上げ効果は剥落していくことになるので、こういった需給ギャップの動きと物価の見通しや、ラグが足もとで変化している可能性があるかどうかについて、教えて頂きたい。

2点目は、個人貯蓄率についてである。2013年度の個人貯蓄率はマイナスではないかという見通しが出てきているが、場合によっては、財政赤字と経常赤字と併せて三つ子の赤字になってしまい、金融市場の安定という観点からすると非常に心配な状況であるが、金融市場への影響はともかくとして、実体経済の観点から貯蓄率の先行きをどのようにみるかである。足もとは、貯蓄率の低下、消費性向の上昇が消費の堅調の背景にあるということだが、この先はどうなりそうかを教えて頂きたい。過去、個人貯蓄率は低下傾向にあり、最新の改定された数値はみていないが、特に物価が下がり始めた1998年頃からは下落ペースが上がっていたように思う。通常、デフレ期には消費は先送りされ貯蓄率は上がっても良さそうだが、実際は下がってきている。それは、所得の伸びが低い中で消費を維持しようとするラチェット効果の方が大きく出てくるということであるが、仮にこれからインフレ率が上がっていき個人のインフレ期待が高まってくると、貯蓄率は上がっていくことになる。これも、インフレ期待よりも実際の所

得の変化の方が大きな影響を与えるかもしれないが、インフレ期待と今後の所得環境を踏まえたうえで、貯蓄率のやや中期的な見通しがあれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

需給ギャップについては、内閣府とわれわれで作り方が少し違うということは何回か申し上げたと思う。われわれは、稼働率や労働統計で直接需給ギャップを推定している。4月の展望レポートに向けて需給ギャップを再推計しているところであるが、われわれの推計によると、10～12月は需給ギャップはかなり改善することになる。なぜなら、労働投入が相当上がっており、稼働率の統計でも、製造業、非製造業とも上がっているの、それらから推計するとかなり改善するかたちになる。当然、需給ギャップもGDPも四半期では振れのある統計なので均してみる必要はあるが、この1年位は均してみてもわれわれの需給ギャップの改善の方が少し強い感じがあり、間違っている可能性もなくはなく、双方とも色々な問題があるかもしれないが、一応の解釈としては、この1年、建設部門、消費・サービスなど内需中心の労働需給にはねやすい回復であり、逆に言うと、労働生産性が短期的には若干下がっていたと言えるかもしれない。このため、われわれのやり方では、需給ギャップの改善ペースが鈍ったという感じは、今のところ受けていない。おっしゃったように、4～6月は反動減があり、7～9月も全てを取り戻すほど伸びてこないの、需給ギャップが反落する、あるいは改善ペースが鈍ることが暫く起こり、そのことが来年度前半あるいは中頃に物価形成に影響するというような感じではないかと思っている。

需給ギャップと物価のラグについては、大体2四半期から1年で、大きくは変わっていないと思う。ただ、ある時の需給ギャップが厳密に1年後に効くというよりも、傾向的な動きで決まってくる。一旦反動が出てギャップが開き、それが物価にも影響するとは思いますが、基本的には均した傾向的な姿で効いてきて、景気はその後戻ってくると考えているので、そ

れほど物価を下押しするとは思っていない。また、CPIが1%を超えてきたことで、中長期のインフレ期待が少しずつ上がっていくと考えれば、物価が腰折れすると考えなくても良いのではないかと考えている。

貯蓄率については、統計がないので本当にマイナスになったのかどうか何とも言えない。去年は、雇用者所得が1%程度しか伸びない中で、消費が実質で2%程度伸びているので、その面で貯蓄率が下がっている可能性はあるが、一方で個人の所得という点ではキャピタルゲインを得ている人もいるので、貯蓄が下がったという感じもない。SNA上キャピタルゲインは貯蓄率には入ってこないが、実際の現金としては結構裕福になっているのではないかと思う。来年度は消費増税の駆け込みの反動で落ち込むこともあるので、一旦貯蓄率は上がるかもしれないが、今のところ貯蓄率がマイナスになってこれが何か消費の先行きを抑制する要因になるとは、現時点では考えていない。

白井委員

1点目は消費についてであるが、1月、2月はともかく、駆け込みを除いた基調的な消費が強いのかどうかという点で、あまり強くないのではないかという気もしている。今朝発表されたGDP統計で消費支出の財別項目をみると、耐久財は明らかに伸びているが、それ以外の半耐久財や非耐久財はマイナスが続いているので、私は、消費の基調がそれほど強いのかという点に少し疑問を持っている。鉱工業財総供給のデータをみても、耐久消費財は非常に出ているが非耐久財は弱い。駆け込みを除くと消費の基調はどの程度強いのかという点に前から注目しており、その辺の意見を伺いたい。

2つ目は、データで教えて頂きたいのだが、今回GDPが下方改訂になったのは法人企業統計の設備投資があまり良くなかったからということであるが、資本財総供給は非常に良かった。この差として、例えば建設財が入っていないということがあったとしても、建設財はプラスなので下げ要因にはならない。GDP、法人企業統計と比べて資本財総供給が非常

に良いのは、季調のかけ方なのか、それ以外に何かあるのか、教えて頂きたい。

3 点目は、やや大きな話である。労働市場が非常に良くなっているが、それはその前から起きている人口動態の影響があったところに、景気が良くなって労働市場の逼迫感が非常に強く出たという気がしている。例えば、労働力人口比率や就業者人口比率はずっと下がっており、確かに 2013 年は少し上がったが極く僅かで、トレンド的にはずっと下がっている。しかも、女性も高齢者も圧倒的に非正規で労働時間が短いので、こういう流れでは、確かに人の数では労働力不足を若干補ったとしても、トレンドとしては労働人口が減っているし、総労働時間も減っている中で、潜在成長率には下押し圧力がかなりかかっているという感じがある。そういう中で、2020 年まではオリンピックもあり、復興需要も続くと建設のところはずっと人手不足があり、社会全体では医療・介護への需要が増え、非正規の人達が増えると、普通に考えると、余程のことがないと成長率もそれほど上がらず、生産性もそれほど伸びるとは思えない。構造変化が国内で相当起きるかもしれないし、場合によっては製造業がより海外に出ていくことになるかもしれないので、そういう中で賃金が持続的に上がっていくことが可能なのかどうかという点で、意見を伺いたい。つまり、労働市場の改善が構造的な人口動態の要因によっても起きているし、循環的な要因によっても起きているので、そういったところを分けた分析があればお聞きしたい。今回でなくても別の機会でも良いのでお願いしたい。

前田調査統計局長

3 番目のご質問に若干コメントさせて頂くと、おっしゃるように労働参加率はマクロで見るとずっと下がっているが、これは高齢化によるものである。60 歳以上、70 歳以上になると労働参加率が非常に低く構成要因で下がっているが、私自身はこの 1 年間はそれなりに頑張ったと思っている。普通であれば下がるところが上がったということは、本来働かない人達が働いたということである。非正規が増えているのは問題ではないかとおっ

しゃるかもしれないが、非正規で働いてもポテンシャルを多少は上げていると思うし、家計の所得を増やしているので、潜在成長率を引き上げる方向の動きだと思っている。ただ、これがこれからどの位続くかは分からない。いずれにせよ、もし労働参加率が各年齢層で上がらなければ、毎年平均で0.5～0.6%程度労働人口が減るが、継続的に労働参加を増やす、あるいは生産性上昇率を高めていければ賃金も上がっていくと思う。

白井委員

生産性が上昇すれば、そうである。

前田調査統計局長

そのような動きは少しずつ出ており、製造業でも国内では採用できないので海外で生産した方が良いと言う人もいるので、海外生産はそういう前向きの面があると思っている。

1番目のご質問については、私共は、消費はそれほど強いとも思っておらず、底堅いということである。実質所得がそれほど伸びない中で意外と頑張っているという程度で、所得が大きく増えない中で、耐久消費財が増えればそれ以外はそれほど増えないということかと思っている。

2番目の設備投資については、パズリングである。法人季報は振れの大きい統計でいつも悩まされる統計で、設備投資が、法人季報で示されているようなものかどうか分からない。堅い統計は、生産動態統計から作られる資本財総供給、あるいは全数調査である建築着工統計だと思っており、これら両方とも増えてきているので、GDPにははっきりとは表れていないが、設備投資は増えてきていると考えても良いと思っている。

中曾副総裁

物価が心持ち強いという話があった。これに関し、先程の需給ギャップの議論とも関係すると思うが、どのような業種で、どのようなかたちで、企業の価格設定行動の変化が起きているのか、補足説明をお願いします。

前田調査統計局長

足もと、物価が強いのは色々な要因があり、必ずしも価格設定行動だけではない。原油が強いこともあり、見通しから大きく上振れている訳でもない。長い目でみると、ここ数年、企業が価格を以前のようにどんどん引き下げて価格競争をするというよりは、高い付加価値で勝負しようという方向にきており、景気が良くなっても物価が上がらないという 2000 年代半ばにみられたような情勢ではなくなってきたと思う。そうした中で、例えば、耐久消費財で輸入コストが上がっているということもあるが、どんどん価格を下げて価格競争するというよりは、少し上げて売れるだろうという面がある。また、アネクドータルには、最近サービス価格がどうやら少しずつ上がるのではないかとということがある。デフレ下でサービス価格がほとんど上がらなかったが、その間、色々なコスト上昇があった。そのコスト上昇分を、消費税率が上がる際に合わせて転嫁しようという動きが少しずつ出ている。例えば、これまで税込みで 1,000 円であったところを 4 月からは税込みで 1,080 円、すなわち税抜きで 1,000 円にして税込みで 1,080 円にする、というようなことがある。税抜きを 950 円から 1,000 円に上げたうえで、内税だったものがいつの間にか外税になっているというようなサービスがある。ずっと我慢していたが、多少上げて良いという雰囲気になっているので、サービス業などを中心に価格転嫁が広がるのではないかという感じを受けている。ただし、これは 4 月に蓋を開けてみないと分からないということも、同時に申し上げておきたい。

4. 金融環境等に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

次に、金融環境、成長基盤強化を支援するための資金供給について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5 (参考計表)【追加】に沿ってご説明する。インフレ予想については、図表 2(2) E S P フォーキャストの 3 月調査で、2013 年度が 0.79%、2014 年度が 0.95%、2015 年度が 1.01%と、僅かずつではあるが改善している。図表 3 (1) の Q S S 債券月次調査をみて頂くと、今後 1 年間の平均値は上がっているが、1 年先から 2 年後まで、2 年先から 10 年後までは横ばい圏内で、今までのトレンドと変わっていない。(2) インフレーション・スワップ・レートは上がったたり下がったりし、5 年先 5 年のところが若干上がってきているようにもみえるが、おおまかに言って横ばい圏内である。(3) の B E I は、旧物価連動国債は買入償却が進む中でかなり大きく上がっている。新物価連動国債も緩やかにではあるが上がってきている。数字で申し上げると、旧物価連動国債が 2.433%、新物価連動国債が 1.203%である。消費税をフル転嫁として計算すると、旧物価連動国債が 1.638%、新物価連動国債が 0.847%となり、1.6%や 0.8%といった水準になっている。

図表 8 の貸出約定平均金利は、引き続きボトム圏で、短期 (除く交付税特会向け) は 1.273%から 1.268%と少し下がっている。長期は、前月のボトムの 0.867%から 0.876%と僅かではあるが上がっている。総合 (除く交付税特会向け) は 0.976%から 0.996%と、こちらも前月のボトムから若干上がっているが、ほぼボトム圏で推移している。資本市場は、C P 発行レートが引き続きタイトで 0.12%から 0.11%、社債発行レートは 0.44%から 0.41%と下がっている。社債については電力債のスプレッドが開いていたが、ここへきて、2 月に 1,000 億円程度の発行がありスプレッドも縮小しているので、環境は良くなっていると思われる。

図表 11 は、法人季報を使って R O A と平均支払金利の差をみたものである。企業にとって、金利面からみた金融緩和の度合いを調べるものであるが、R O A が上がる一方で、支払金利は極く緩やかであるが下がってきているので、その差は開いている。(2) でその差をみて頂くと、2007 年頃のボトムにほぼ来ているので、このベースでも企業にとって金利は

ボトム圏内であると思う。

図表 12 のボリュームは、1 番上の民間部門総資金調達全体でみると、2 月は+1.2%と 1 月から 0.1%ポイントの改善である。寄与度としては、銀行・信金・外銀計が+1.5%から+1.6%と改善している。また、パズリングではあるが、銀行貸出をみると、今朝ほど+2.4%という数字が出て前月の+2.5%から 0.1%ポイント下がっている。これは外貨インパクトローンの為替換算の影響であり、実質横ばいあるいは若干伸びを高めている。都銀等が 0.2%ポイント下がっているのは為替換算要因で、実態は横ばいとみて良いと思う。CP、社債も、CPが若干のマイナス、一方で社債がプラスで、これまでの傾向は変わっていない。国内公募社債の 2 月は 5,840 億円で平年並みである。エクイティ関係は、株式調達額が 932 億円、J-R E I T が 1,089 億円で、いずれも引き続き好調である。

図表 19 の企業倒産関連では、2 月は 782 件で、引き続き 1,000 件を切る少ない状況である。マネタリーベースは、2 月は+55.7%増と 5 割台半ばの伸びとなった。3 月も 5 割台であるが、恐らく 2 月がピークで 4 月からは 4 割台に下がってくるであろう。昨年 4 月から量的・質的金融緩和を始めているので、ここからは前年比では下がってくる。この前年比 5 割増はピークだろうと思う。

次に、資料-7「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」をご覧頂きたい。成長基盤強化支援オペは、前回金融政策決定会合で延長を決定する前に申し込みを受け付けているので、その効果は反映されていない。本則の第 15 回をみて頂くと、貸付残高が 3 兆 1,419 億円と前回の 3.2 兆円から若干減少している。この減少については、ほとんど大手行のロールオフであり、大手行からは、個別枠の 1,500 億円の上限に達している、あるいは制度終了前——延長という声はあったが——で営業を控えていたという声を聞いている。極く一部では、合併した先は合わせて 1,500 億円しか使えないので営業推進できないというところがあるので、そういった問題もあった。期間を延長し、枠を 1 兆円にするという決定を頂いたので、それがこれにミートするのではないかと思っている。新聞等でも

出ているが、3メガはそれぞれファンドの増額を早速発表しているので、対応してくれているということかと思う。

3. のABLであるが、807億円とこちらも少し減っている。これまで1,000億円程度できたところが少し減っているが、これも大手行のロールオフであり、事務上のことで実勢とは関係ないと聞いている。小口特則は、ボリュームは大きくないが、第8期は80億円と引き続き地道に増えてきている。

続いて、米ドル特則であるが、第7期は87億7,700万ドルと順調に増えている。こちらは枠を増額せずに延長を決めて頂いているが、この後、メガや信託、農中など外貨に強い先がフルに利用してきた場合、105億ドル程度になる計算である。従って、120億ドルの枠に対して15億ドル余るので、15億ドルの枠を地銀以下で使って頂きながら、1年延長していくことになろうかと思う。

最後に、資料はないが口頭で2点申し上げる。1点目は、貸出増加支援の旧制度の最終回は、まだ数字はまとまっていないが、速報値で申し上げると——公表していないので機密管理を宜しく願います——、3.5兆円程度の申し込みになる予定である。これは前回の制度変更を織り込んだうえで、出して頂いている。前回会合直後の2月20日が受付期限であったが、1週間延期して2月27日まで待ったうえで受け付けた。3年まで借りられたものが4年になるので、要らないという人がいるかと思ったが、そういうことはなく、ほぼ予想どおり——4兆円位と申し上げたと思う——となった。大手行、地銀別では、若干変わるかもしれないが、大手行が2.4兆円程度、地域金融機関が1.1兆円程度、合わせて3.5兆円と、引き続き大手行が中心である。ただ、地域金融機関の1.1兆円は、今までの累計では3割と言ってきた利用率は35%程度で、最後に幾つか大きいところが使い、若干増えた感じはある。この流れが新しい制度で続けば良いと思っている。期間別では今回は1年物が増えた。これは来年の6月まで今の金利水準が続く、すなわち今の量的・質的金融緩和が続くとすれば、0.1%で1年借りてそこからまた3年借りれば、実質4年0.1%で借りら

れるという合理的なことを考えた金融機関があったので、1年が増えている。

2点目は、成長基盤と貸出増加支援の見直しの反響について、簡単に申し上げる。全体としては良好であったと思っている。特に大手行では、ALM上の金利上昇時のリスクヘッジ等に使えるというメリットから基本的に歓迎すると言っており、積極的に利用する方向と聞いている。地域金融機関も概ね好意的で、低金利調達の機会として前向きに使うとか、本気度が分かったといった色々な声が聞こえてきている。一方、予想どおりではあるが、もう資金は要らないというところがかかなりあり、思ったほどではないが極く一部では、低金利競争を煽るのではないかという声も聞かれた。引き続き温度差はあるが、全体としてみれば比較的前向きに、好意的に受け止められたと思っている。その理由は、貸出増加支援の方はマクロで増加していなければ使えないが、成長基盤は個別に使えるので、成長基盤の方を4年の使い勝手の良いものとしたことが、地域金融機関等にとってはそれなりにインパクトがあったのではないかとと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

金融情勢と成長基盤に関し、それぞれ1点ずつ質問したい。資料-5の5頁に「社債の発行環境については、一段と良好な方向に判断を進めることが適当」とあり、月報で表現を変えるのはこれと対応していると思うが、なぜ今月なのかがよく分からなかった。例えば、社債の発行額が2月に特別多かった訳でもなく、社債発行スプレッドも足もとではあまり動きがないようにみえる。一方で、資料-5では、全体というよりは電力債をみて判断しているというようなことが書いてある。電力債については、2月に色々な電力会社が発行したのは事実だが、スプレッドは昨年から緩やかに

下がっているが、特に足もとで急に大きく下がっている感じもない一方、一部銘柄は依然として非常に高いスプレッドであることなどを考えると、なぜ今月判断を引き上げるのか、もう少し詳しく教えて欲しい。

2点目は、本行が成長基盤強化オペの拡充を発表した後、メガが各行の成長基盤ファンド的なものを増額する——ある銀行では従来の5,000億円から1兆円に増やす——というような記事があったが、本来、本行の成長基盤強化オペの限度は1,500億円であるので、これは、本行の成長基盤強化オペだけではなく、単にそのような名前で実施しているものを含めて倍増するということなのか。

内田企画局長

1点目の社債市場の発行環境については、今回、「総じてみれば、良好な状態が続いている」の「総じてみれば」を取ることを提案させて頂きたいと考えている。長いトレンドとしては、社債スプレッドはずっと落ちてきてきたが、例外が2つあり、1つは震災直後から、最初は東京電力、その後他の電力銘柄も含めてスプレッドが上がってきたということがある。それがここにきて落ち着いてきている。おっしゃるように、落ち着いてきたのは少し前であるが、その時は今度は電機関係で発行が少し難しくなったり、スプレッドが上がったので、こちらが落ち着くのを待とうということで、社債の発行環境については、暫く「総じてみれば」を付け続けたというのがこれまでの経緯である。おっしゃったとおり、表現を変更するのは今月である必然性はないが、これまでのトレンドでゆっくりみてきたが、今回、特に電力については3銘柄出ており、それぞれが以前よりもスプレッドがタイト化してきているので、そろそろ良いのではないかとということである。そういう意味では、前月でも良かったのかもしれないし、来月でも構わないかもしれない。このように電力、電機の2つの問題が、解消ではないがほぼ落ち着いてきており、またいずれにしても電力銘柄が震災以前の状況に戻ることはないだろうと思うので、この辺りで「良好な発行環境」に戻してはどうかと考えている。

2点目については、様々ではあるが、基本的にはわれわれのファンディングを全部使うのが理想だということではあるようだが、そうでないもの、あるいは条件を満たさないものもあるので、ファンドはそれぞれが独自に作っている。取組み方針をわれわれに提出して頂き、その中で実行しているので、18銘柄全部が入る必要はない。大手の場合には大体入っているが、地域金融機関ではその中の一部でファンドを組成している。それを事前に取組み方針として提出して頂いているが、1兆円を超える枠を作っても全く問題はない。そのうち1兆円しかわれわれとしては供給できないというだけである。1兆円のファンドを発表したところでは、インパクトも含めて——この点はわれわれと同じかもしれない——1兆円の方が良いということを行っているようである。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

最後に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表でご説明する。景気の冒頭表現については、前月と全く変わっていない。景気の現状判断の内訳は、3か所変更している。最初は、輸出に関して、前月の「持ち直し傾向にある」から、当月は「このところ横ばい圏内の動きとなっている」としている。先程、前田調査統計局長から説明があったとおり、実質輸出がこのところ勢いを欠く状況が続いていることを踏まえた現状判断の下方修正である。ただ、これも先程の説明のとおり、このところ輸出の弱さの背景には、一時的な要因も幾つか重なっているほか、海外経済が回復に向かうという先行きの見通しも基本的には変わっていないので、輸出の先行きの判断に関しては、今回変更していない。2点目は設備投資である。設備投資については、前月の「持ち直している」という表現から、当月は「持ち直しが明確になっている」と表現を少しだけ前に進めている。これも先程の

説明のとおりだが、法人季報でみた設備投資は弱めであったが、それも反映した2次QEで、10～12月期のGDP設備投資は前期比プラスに転じたこと、また個別の指標をみると、1月入り後も資本財総供給や建築着工床面積がしっかりとした増加となっているので、設備投資が上向いていることは足もとの指標でも明確になっているとみているためである。3点目は鉱工業生産であるが、前月は「緩やかに増加している」としていたが、当月は「伸びが幾分高まっている」としている。実際に足もとの生産が高めの伸びとなったことを踏まえたものである。ただ、その背景は前月見込んでいたとおりだが、消費税率引き上げ前の駆け込み需要に対する増産対応を含めてこういった動きになっているので、生産の基調的な判断を変えたということではない。実体経済の先行きと物価面については、前月から変更は全くない。

正木企画局政策企画課長

次に、金融面であるが、総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。マネタリーベースについては、前年比伸び率が1月51.9%から2月55.7%に上昇したことを受けて、「5割程度の伸び」を「5割台半ばの伸び」に変更している。今朝発表になった銀行貸出の前年比伸び率が、1月2.5%から2月2.4%となったので「2%台半ば」という表現を維持したいと思う。CP・社債の発行環境については、先程内田企画局長から説明があったとおり、私共としては、社債の発行環境についての表現を少し前進させて、これまでCPと社債で若干差を付けていたが、今月は両方あわせて、「CP・社債市場では、良好な発行環境が続いている」と、前月までの社債の「総じてみれば」というヘッジを外したかたちになっている。なお、マネーストックは明日発表なので今のところ「4%台半ば」という数字を入れているが、適宜修正したいと考えている。

市況面では、まず短期金融市場は、資料では「ターム物金利は横ばい圏内の動きとなっている」としているが、先程の山岡金融市場局長の説明に

もあったように、短国レートがここに来て一段と下がっており、足もとは0.03%を下回る水準となっているので、ターム物金利はやや弱含んでいるといった表現が適切と考えている。その他のマーケットは、前回決定会合の終了時点の市況は10年債が0.60%、日経平均が14,500円台、ドル／円が102円ちょうど位であったが、結果公表後、貸出支援策の延長・拡充が好感され、当日中に日経平均は300円程度上がって14,800円台に、為替は50銭程度円安が進んで102円50銭程度まで株高・円安が進んだ。前回会合終了時との比較では、株は上昇、為替、長期金利は概ね横ばいであるが、いつも同様、明日までの動きを反映して適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

今回、輸出の現状判断を下げたのは妥当であると思っている。2月が多少リバウンドするとしても、横ばい圏内ということで良いと思う。一方で、輸出の先行きは「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られる」とあり、主に海外需要が戻っていくことを念頭に、輸出は増加していくということであるが、ただ、例えば、米国などもまだ天候要因も残っており、持ち直していくとしても、今1番弱いアジアに波及するまでにはやや時間がかかるように思う。また先程報告があったように、アジア地域の経済は、日本からの輸出という点では、ASEANだけではなくNIEsも弱く、さらに中国が下振れているということなので、シナリオとしては「海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加していく」が良いのだろうが、まだ時間がかかる感じがする。そうすると、この表現を残しておく、暫くの間は日本銀行の見通しが外れ続けるような感じになってしまうようにも思えるが、良いのだろうか。例えば、「当面は弱さが残るものの」というような言葉を入れた方が、少しリスク回避になるような気

がするが、どうか。

同じく輸出の先行きの表現で、従来は「持ち直し傾向にある」と現状判断をしたうえで、先行きを「緩やかに増加していく」と自然な持ち直しでそのまま増加ということであったが、今回現状のところを「横ばい圏内の動き」とフラットという判断にした時に、先行きを「緩やかに増加していく」とすると連続性がなくなってしまうような気がする。むしろ「緩やかに持ち直ししていく」というように変化を示す表現の方が、良くフィットするのではないかという気がするが、どうか。

亀田調査統計局経済調査課長

先程の説明に尽きるが、先行きについては「海外経済の回復など」を挙げているが、それ以外に足もとの一時的な要因が複数重なっていることも、このところの弱さに繋がっているので、それぞれ具体的な時期は細かくは色々あるかもしれないが、春先以降、米国の寒波や春節の影響もなくなってくるほか、駆け込み対応も変わってくるので、そここのところが先行きの輸出を上げていく部分、逆に言えば今の輸出が弱すぎる部分としてあると思う。

木内委員

輸出の緩やかな増加がみえてくるまでには時間がかかるのではないか。

亀田調査統計局経済調査課長

大きな流れはそういうことなので、先行きの理由自体を変える必要はないという判断からきているということである。今おっしゃった表現の連続性であるが、基本的な先行きの見方をあまり変えないので、そここのところまで大きく流れを変えてしまうと、例えば、先行きも含めて弱くみているということになると思うが、そこまでではない。ご指摘のように繋ぎを考えていくということかもしれないが、これまでも「持ち直し」と言っていて、足もと「横ばい圏内」と変えているので「再び持ち直してまた緩やか

に」というややこしい表現を敢えてするかどうかということだが、そこは先行きの基本的な見方は変わっていないので、今月は敢えて変えていない。

佐藤委員

明日討議すれば良いことかもしれないが、設備投資の現状判断を上方修正し「持ち直しが明確になっている」としているが、先程の前田調査統計局長からの説明でもあったが、直近に出た指標では、法人企業統計の設備投資が今ひとつで、今朝のGDPも設備投資中心に下方修正されている。強気の根拠としては、資本財総供給が伸びているということだと思うが、先程の説明では、大型機械の出荷が集中したということであった。そうだとすると、出荷は非常に振れが大きいので2月は反動減が出てくると思う。そういうことを考えると、「持ち直している」という点に異論はないが、「明確になっている」とまで言うのは、少し強いのではないかという印象がある。

亀田調査統計局経済調査課長

われわれとしては、「緩やかに増加している」とまで言わずに「持ち直しが明確に」ということで、半歩前進程度のイメージである。そういう意味で、設備の見方を急速に強めたというよりは、個別の指標と法人季報も含めたQEをみて、半歩前進程度は妥当だと思っている。資本財総供給に関しては、先程前田調査統計局長からも説明があったが、1月単月では2桁の伸びになっており、さすがに10%を超える伸びには大型案件が入っているであろうということであり、逆に言うと、それを除いてもこれまで四半期でみてプラスとなっていた中で、1月もしっかりとしたプラスという判断である。多少数字は割り引くべきだという気持ちはあるが、1月も良い数字が出たということは、大型案件を除いても持ち直してきていると思う。建築着工床面積も年明け後もプラスで、それらを含めて少しだけ判断を進めたいと思っている。それほど強気に傾いているということでもないが、設備投資は、GDPでもしっかりとプラスになったので、それを踏

まえて少し表現を前に進めたいということである。

白井委員

私もこの表現に少し違和感があった。機械受注の予測はあまり良くなく、7～9月に比べて10～12月の伸び率が下がっているので、対外的には違和感があるかもしれない。GDPをみた人からは違和感がある表現なので、そこは総裁に記者会見でしっかりと説明して頂きたいと思う。

浅川財務省大臣官房総括審議官

白井委員、佐藤委員から法人企業統計の話が出たが、財務省の統計なので1点だけ解説させて頂く。実は、ソフトウェアは強い。法人企業統計は内閣府や日銀とは別のオペレーションをしており、特に季調のところはまだソフトウェアに関して十分なデータの蓄積がないので、法人企業統計は季調のデータは落ちている。従って、ソフトウェアが強い場合には、法人企業統計の数字は実態よりも弱めに出るというバイアスがある。

木内委員

設備投資について、「持ち直しが明確になっている」とあるが、強く反対する訳ではないが、「明確になっている」まで言わなくても良い気がする。ところで、これにはやや戦略的な背景があるのか。つまり輸出の判断を下げているので、内需のところを若干上げるかたちにして、われわれの景気判断は変わっていないということを総裁記者会見で言うための意図があるのか。

亀田調査統計局経済調査課長

戦略ということではない。ただ、実態として、足もとの輸出の数字が幾分弱め、気持ち弱いという流れのわりに、需給ギャップの議論も先程あったが、実際の国内景気全体でみると、それが景気全体にそれほど大きく悪さをしていないという印象もあり、そうした中には消費の駆け込みもある

が、設備投資も薄くではあるがプラス圏内になってきているので、そのコントラストが多少出ているということかと思う。

木内委員

資本財総供給を内需と外需に分けるところが正確ではない可能性はないのか。つまり輸出全体は弱いが資本財はそれほど弱くない感じであるが、国内の資本財出荷に実態よりも大きく割り当ててしまっているというような問題、歪みはないのか。

亀田調査統計局経済調査課長

資本財総供給自体、国内向けらしきものがしっかり出ているようにみているので、そういうところで特にバイアスが大きいとはみていない。

石田委員

そもそも「持ち直し」があまり強くない表現ではないか。「明確」と言うとか何か緊張してしまうが、「持ち直し」は「回復」よりずっと前の状態なのではないのか。

亀田調査統計局経済調査課長

おっしゃるとおり、設備投資の先行きの表現については「緩やかな増加基調をたどる」と、「緩やかな」が付いているが「増加」という言葉をしっかり使っており、「持ち直し」がその前の段階の言葉であるので、その中で少しだけ表現が進んだというのは、おっしゃるとおりである。

森本委員

私も石田委員と同じ感じで、最初みた時は、「「明確」だろうか」と思ったが、「持ち直しが」ということだからおっしゃるようなことであろうという感じであった。

黒田議長

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

(16時21分中断、11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、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、2月17、18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. 「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明 と採決（資料－8）

黒田議長

最初の議題である「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する件に入る。執行部からの説明、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。まず説明をお願いする。

野村企画局審議役

資料-8 に沿って説明する。1 頁目の冒頭にあるとおり、本件は前回の決定会合において決定頂いた「貸出増加支援資金供給等の制度見直しの骨子」を踏まえ、関連の基本要領等に所要の改正を加えるものである。

まず 1. 貸出増加支援資金供給の見直しである。同制度の見直しについて、骨子では、①受付期限の 1 年間の延長、②貸付限度額は各金融機関の貸出増加額の 2 倍相当額、③金利は 4 年固定 0.1%、ただし 1 年毎に金融機関のオプションによる期日前返済を認める、という内容を決定頂いた。今回の要領の改正は、(1) 新制度における主な変更点の①、②、③のとおり、基本的には骨子の内容を正確に規程に落とし込む作業である。やや技術的になるが、ポイントを 3 点ご説明する。まず 1 点目は、新たな制度においては、未利用枠が次回以降に引き継がれないように手当をせよというご指示を頂いた。この点については、本日お諮りする改正案で、「具体的には、貸付限度額の算出の基礎となる貸出増加額について、『直前四半期の貸出残高』から『直前四半期を除く既往の貸出残高のピーク額』を控除した金額」として算出する」という定めを置いている。考え方を 2 頁の図で説明すると、ある金融機関の貸出の総額が図の折れ線グラフのように変動すると仮定すると、現行の制度では、図にお示ししているように、例えば、2013 年 1～3 月の貸出増加に対応した当制度の利用を金融機関が見送ったとしても、その後の 7～9 月、あるいは 10～12 月時点で上向きの矢印でお示したとおり、その分も含めて貸出を受けることが可能な作りとしている。これに対して、新たな制度では、例えば 2014 年 1～3 月の貸出増加を見合いとした借入を金融機関が見送ったとすると、その後 10～12 月における当制度の利用は既往の貸出残高のピーク時、すなわち 2014 年 1～3 月の残高を上回る金額を基礎として算出することになる。次の 2015 年 1～3 月も同様に、過去のピーク時——すなわち図の例では直前の 10～12 月——からの増加分のみを基礎として算出する。このように過去の貸出残高のピークと比較することで、増加額を算出することとすれば、結果として未利用枠が権利落ちするかたちが作り出せる。

ポイントの2点目は、貸付の期間である。お諮りしている改正案では、新制度の貸付期間は4年以内の期間と定めている。骨子で決定頂いた貸付期間は4年であるが、ここでは4年後の応答日が休日、あるいは事務繁忙日に該当する場合などを想定して、若干幅のある表現としている。オペ関連の規程については、これまでも同様の考え方で策定している。

ポイントの3点目は、現行制度のもとで実行した貸付の取扱いである。既に実施済みの貸付については、従前の枠組みを維持することが適当と考えられるため、ここでは当初貸付から通算した4年に至るまでの借り換えを認めている。ただし、借り換えの金利については、原則として誘導目標金利、誘導目標金利を置かない現行の政策が続く当分の間については年0.1%とする趣旨の規定を置いている。将来の借り換え時点で誘導目標金利が復活し、その金利が0.1%を上回る場合には当該金利での借り換えとなる。

3頁目は2. 成長基盤強化支援資金供給の見直しである。これについて骨子では、①制度全体の1年間の延長、②本則の総枠の倍増、対象金融機関毎の上限額を1,500億円から1兆円への大幅引き上げ、③金利は、ドル特則を除く3制度について4年固定0.1%で、1年毎に金融機関のオプションによる期日前返済を認めるというご決定を頂いた。こちらについても、補足が必要なポイントのみご説明申し上げる。

まず1点目は、貸付限度額である。本則の貸付先毎の上限は骨子に従って、1兆円に引き上げることとしている。一方、小口特則については、従来より、本則と合算で上限を適用しており、新制度においてもこうした現行の取扱いを踏襲し、本則、小口特則合算ベースで1兆円の上限を適用するかたちとしている。なお、ABL特則、ドル特則については総額は不変で、貸付先毎の個別枠も不変としている。

2点目は、本則における貸付実行日毎の貸付総額上限の取扱いである。現行制度では、貸付実行ペースの平準化を図る観点から、ワンショット1兆円の上限を設けているが、今回は、貸付先毎の上限を1兆円まで大幅に引き上げて金融機関が制約を感じることなく貸出を伸ばせる環境を整え

ることになっている。そうしたこととの平仄を考え、新たな制度では1回当たりの上限を撤廃することを提案させて頂く。

次に、現行制度のもとで実行した貸付の取扱いについては、こちらについても通算4年までの借り換えが可能、金利は原則として誘導目標金利という現行の枠組みを維持している。金利の定めの意味合いは、先程の貸出増加支援についての説明がそのまま当てはまる。

最後に、対象投融資の一部見直しについてである。4頁の(3)に「国内企業海外子会社等向け円建て投融資の対象化」とあるが、平たく言えば、日本企業が海外に展開した現地法人向けの円建ての投融資を成長基盤強化支援の対象に取り込んではどうかという提案である。やや細かい話なので骨子を議論頂く過程では紹介しなかったが、これには若干の経緯がある。昨年3月に協同組織金融機関の員外貸付にかかる規制が緩和され、取引先の海外子会社に向けた融資が解禁された。これを受けて一部の信用金庫が、取引先の海外進出に際し、現地法人向けの円建て融資への取組みを積極化している。こうした先からは、この融資についても成長基盤強化支援の対象に是非取り込んで欲しいという要望が寄せられている。海外の現地法人に対する投融資については、親企業である本邦企業の雇用、設備投資の増加、あるいは国際的分業体制の構築などに資する場合がある。こうした観点から、海外現地法人向けの投融資については、それが外貨建てで行われていれば、国内へのこうした反射的効果が認められることを条件として、既にドル特則の対象としてきている。従って、円建ての投融資についても同様の効果が認められる限り、本制度の対象に加えることが適切であると思われるので、事務方としては、制度改正を行うこの機を捉え、こうした制度拡充を併せ行うことを提案したい。

5頁の改正の実施時期をご確認頂きたい。新制度による初回の貸付けは、いずれも本年6月を予定しているが、貸付けに向けての一連の事務手続き開始に間に合うよう、成長基盤強化支援に関するものは3月末、貸出増加支援に関するものは4月末までに実施することとしたい。

付議文は8頁以下にある。ご説明した内容の規程の改正案であるので、

繰り返し申し上げないが、最後にご説明した海外現地法人向けについては、15 頁にあるように、海外現地法人向けの円建て投融資について、一定の条件を満たした場合に、同制度の対象にすることとし、その条件を別紙 2 に新たに定めている。先程申し上げたように、例えば別紙 2 の 1. (2) で、資金が国外において使用される投融資であっても、期間 1 年以上で、①国内における生産・サービス活動、設備投資または雇用の増加に資する、②国内における企画・研究開発機能の強化、新規事業の立ち上げ、業務継続態勢の強化等を伴う国際的分業態勢の構築に資する、③国内において使用する原材料の安定調達に資する等の条件が満たされる場合には、成長基盤強化に資するものと考えて、制度の対象としている。これと同趣旨のことはドル特則においても定められている。ドル特則と同様に、国内向けに効果が反射的に戻ってくるような場合には、同制度の対象とすると定めている。以上である。

黒田議長

今の説明に関してご意見やご質問があればどうぞ。

木内委員

1 点、確認したい。貸出増加支援資金供給の貸付限度額は、従来方式では、最後に目一杯借りようとするインセンティブが働くので、そうならないようにしようということか。後で借りた方が 4 年より長く借りられるので、この制度でも最後に貸出を増やすというインセンティブ自体は残ると思う。貸出をコントロールできるのであれば、最後の方に貸出を増やして、最後に目一杯借りようということになると思う。

野村企画局審議役

金融機関自体が貸出の量をコントロールできると仮定すればそういう面もあるかもしれない。

木内委員

貸出を目先はあまり増やさないという逆のインセンティブが働く可能性もある。

野村企画局審議役

可能性としては否定できないと思うが、貸出には当然季節性もあり、金融機関は期末に限らず、常時貸出を伸ばそうと努力していると理解しているので、制度の作りとしては、貸出が増加すれば着実に使われていく制度に仕立てたということである。

宮尾委員

海外子会社向けの円建て融資を今回対象に加えるという点について、信金から規制緩和に伴ってそういうニーズがあるという話だったが、他の地域金融機関からのニーズもあったのか。

野村企画局審議役

あまりなかった。地銀などでも同様のことは当然行われているはずであるが、海外現地法人向けの円建て融資なので、融資額自体は限定的である。主に信用金庫からこのような話が聞かれるというのは、信金の場合は、基本的にドル調達する体力もなく、そういう意味では企業が海外へ出て行く時の手助けとしては、円建て融資が精一杯というような先が多いことを反映して、このようなニーズになっていると思う。

黒田議長

それでは本件に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

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

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日、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、森本委員からお願いします。

森本委員

わが国の景気については、緩やかな回復を続けているとみており、基調判断に変化はない。海外経済は、新興国の一部に緩慢な動きが残っているが、引き続き先進国を中心に回復しつつあるとの執行部の見方に、違和感はない。国際金融資本市場をみると、ウクライナ情勢の悪化を受けてロシ

ア等の市場が不安定化し、一時は先進国市場にも波及した。足もと先進国市場は落ち着きを取り戻してはいるが、先行きの不透明感は強く、関係の深い欧州市場や国際商品市場等を中心に注視が必要である。また新興国市場では、このところ一服感はあるが、政情不安を抱える国などで神経質な動きが続くなど全体として区々の動きとなっており、引き続き注意が必要である。

実体経済を地域別にみると、米国経済は、寒波の影響が引き続きみられるが、個人消費や企業部門の受注関連指標は底堅さを維持するなど、景気回復のモメンタムは失われていない。雇用面でも、2月の非農業部門雇用者数の増加幅が拡大するなど、改善基調が続いている。先行きは、財政面の下押し圧力が弱まるほか、緩和的な金融環境も維持されるとみられるため、IMF等多くの機関の見通しのように、米国経済は徐々に成長テンポを増していくと考えている。

欧州経済は、緩やかながらも持ち直しが続いている。先行きも、内需や輸出の緩やかな回復を背景に持ち直しを続けるとみられるが、経済が様々な調整圧力を抱える中で、そのペースは緩やかなものとなるとみられる。

中国経済をみると、安定した成長が続いているが、足もとの製造業PMIや1~2月を均してみた輸出は幾分弱めとなっている。春節や輸出を抑制した金融取引等の影響もあるとみられるので、今後公表されるハードデータも含めて実体を見極めていく必要があると考えている。なお、今般の全人代では、今年の成長率目標を7.5%前後とし、構造改革を進めると同時に安定成長を目指す姿勢が改めて確認された。先行きは、金融面の動向には一定の注意が必要だが、こうした当局の姿勢に加えて、輸出は持ち直し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一方、ASEANの調整局面が続いており、全体としては勢いを欠く状況が続いている。ただ先行きは、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増していくと思われる。

次に、わが国経済については、10～12 月期の実質 GDP 成長率は、外需の影響を受けて 2 次速報でも前期比年率+0.7%と伸び悩む姿となったが、内需が底堅く推移するもとで 0%台半ばとみられる潜在成長率を上回るテンポでの回復が続いている。需要項目別に足もとの動きをみると、輸出は 2 か月連続で減少したが、これには、東アジアでの春節や米国の寒波の影響、駆け込み需要に対応するための国内出荷の優先といった一時的な要因が作用している面もあり、基調としては横ばい圏内の動きとみられる。また、輸入の急増にも消費増税や一部基本ソフトのサポート期限切れに伴う駆け込み需要等が影響している。先行きはこうした要因が剥落するとともに、海外経済の回復などを背景に輸出が緩やかながらも増加していくことで、貿易収支も緩やかに改善していくと考えている。

次に、内需についてみると、個人消費は駆け込み需要が強まっており、極く足もとでは衣料や食料品等の耐久財以外でも本格化してきているとみられる。また住宅投資も増加している。消費者マインドはやや弱めとなっており、先行きある程度の反動減は避けられないが、雇用・所得環境が着実に改善するもと各種経済対策の効果もあって、個人消費や住宅投資は基調的に底堅い動きが続くとみている。企業経営者にもそうした見方が多いように見受けられるが、駆け込みと反動についての見極めは現時点で難しいため、今後の推移を注視していきたいと思う。この間、公共投資は当面増加傾向をたどり、その後、高水準横ばいの動きになるとみられる。設備投資についても、GDP ベースで 10～12 月期は 3 四半期連続のプラスとなり、足もと資本財総供給が強めの動きとなるなど持ち直しの動きがはっきりしてきている。今後も、企業収益が改善するもとで、減税措置の後押し等もあり、設備投資は幅広い分野で緩やかな増加基調をたどるとみている。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産の伸びは高まっており、緩やかな増加基調をたどると見込まれる。この間、雇用・所得環境は着実な改善を続けている。所定内給与の前年比はなお弱めだが、来年度のベアについては大企業を中心に前向きに検討する動きがみられるほか、公務員給与の減額措置も今年度一杯で終了するため、雇用者所得の持ち直しが次

第に明確になっていくと考えられる。

最後に物価であるが、消費者物価（除く生鮮）については、足もと、石油製品のプラス寄与縮小傾向もあって前年比伸び率は一服しているが、前年比上昇した品目の割合は引き続き拡大しており、幅広い品目でコスト転嫁の動きが継続していることが確認できる。そうした動きは今後も続くともみられ、消費者物価は、暫くの間、1%台前半で推移すると見込まれる。潜在成長率を上回るペースでの成長を続ける中で、需給ギャップは着実に縮小しており、やや長い目でみれば、予想物価上昇率の高まりなども反映し、消費者物価は目標の2%に向けて次第に上昇していくとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

世界経済については、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。まず、米国経済については、前回会合以降も、生産や住宅着工などに弱さがみられるが、これは、異例の寒波の一時的影響と思われ、寒波が収まれば、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、消費者マインドもしっかりしていること、などを併せて考慮すると、先行きは堅調な回復基調をたどると予想される。

ユーロ圏では、内外需ともにしっかりしており、ドイツをはじめとする主要国の製造業PMI生産指数は改善傾向を示しており、消費者コンフィデンスの改善基調も維持されている。ただし、デイスインフレの期間が長引くにつれて、実質債務負担が増大し、それが総需要を抑制する要因として作用することには注意が必要である。

中国経済は、前回会合以降の経済指標は総じて弱めであるが、春節が影響していると思われる。今後は、米欧向けを中心とする外需の持ち直しが

見込まれる。中国当局が景気に配慮しながら構造調整を推進する立場をとっていることから判断して、先行きも現状程度の成長を維持するとみている。

一方、ASEAN諸国は金融環境のタイト化等により、緩慢な状況が続いており、今後暫く緩慢な状況が続くであろう。しかし、それでも中長期的にみれば、世界経済の回復により国際商品市況が改善すること、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などから、今後は成長モメンタムは次第に高まると予想する。

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メインシナリオに沿って推移していると考えられる。メインシナリオから下振れしているのは輸出である。2014年1月の輸出が前月比で-2.3%と減少する一方で、輸入は前月比+6.6%と大きく増加した。こうした大きな変動には少なからず一時的要因が働いていると思われる。まず、輸出の弱さには中国の春節、米国の寒波、駆け込みを含めた国内需要への対応を優先することによる輸出供給能力の低下などが影響していると思われる。一方、輸入の急増をもたらした要因としては、消費増税前の駆け込み需要、Windows X Pのサポート中止に伴うパソコンの買い替え需要、2014年4月からの石炭・ガス・石油に対する環境税の引き上げ前の燃料輸入の増加などが考えられる。今後、こうした一時的要因が剥落し、海外経済が回復することを考慮すると、輸出は持ち直す一方、輸入の増加速度は低下すると考えられる。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る。機械受注の前月比は2013年9月に大きく上昇した後、12月は大きく低下し、2013年10~12月期の前期比も+0.8%と弱かった。しかし、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られ、実際、資本財出荷は強めで推移している。

なお、2013年10~12月期の実質成長率が年率+0.7%にとどまったことが注目されているが、この低めの成長率の最大の要因は、民間設備投資の弱さというよりも、一時的な要因による輸入の急増であることに注目す

べきだと思う。輸入の一時的要因による急増だけで成長率を0.6%ポイントも引き下げたことに注目すべきである。

次に、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縮小により持ち直しが続いている。今次春闘では、企業業績の大幅改善を受けて、ベアを含めて賃上げに踏み切る企業がかなり増加すると予想している。求人倍率の上昇や失業率の低下から判断して、今後、賃金上昇圧力は一層高まると予想する。このように雇用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、その後は堅調に回復すると予想している。

物価については、消費者物価除く生鮮食品は次第に前年比上昇率を高めており、1月は昨年12月に続き+1.3%を記録し、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も2か月連続で+0.7%まで上昇した。上昇品目もエネルギー関連以外にも広がっている。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の上昇が続くことが見込まれる。

国際金融資本市場は前回会合以降、ウクライナ情勢の悪化により不安定化しているが、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。

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、不確実性はあるが概ねこれまでの見通しに沿って推移すると考える。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

国際金融資本市場については、ウクライナ問題が長引くことによる影響にも目配りしていく必要があると思う。一時の株安・債券高のような動揺は、足もとでは鎮まっているようにみえるが、問題が除去された訳ではな

い。脆弱化が進むロシア経済に大規模な介入を行う余力は乏しく、経済相互依存関係を深めるEUにとっても、事態をエスカレートさせるメリットはあまりない。従って、EUはロシア側の出方をみながら、徐々に制裁の度合いを引き上げていくのではないかと推測している。キプロスの金融危機で明らかになったように、ロシアから海外への逃避資金の規模が大きいことは、資産凍結のような制裁措置の有効性を示唆している。しかし、仮にこうした展開になることは、事態が膠着化し地政学的なリスクがこの地域にビルトインされることを意味するので、国際金融市場動向をみていくうえで注視すべき要因がまた1つ増えることを意味する。

次に、海外経済である。まず米国経済は、一時的にみられた弱めの経済指標は、異例の寒波の影響が大きいのではないかとみている。基調的な動きをみると、雇用情勢が改善基調を続けるもとで、個人消費は資産効果もあって堅調に推移している。こうした改善の動きは企業部門にも広がっており、設備投資は緩やかに持ち直し、生産も改善基調をたどっている。従って、米国経済全体としては、緩やかに回復しているとみておいて良いと思うし、先行きも、回復のテンポを次第に増す中で、世界経済の牽引役を果たしていくことが期待できると思う。

欧州経済については、全体として底堅さが増しており、先行きも持ち直しを続けるとみている。

中国経済は、安定した成長を続けている。全人代では今年目標成長率を昨年と同じ7.5%前後とすることが決まり、当面雇用を重視する方針が示されたことから、先行きも、現状程度の安定的な成長が続くとみている。ただし、マクロ経済運営に加え、シャドバンキングを含めた金融システムの安定を図りながら金融自由化を進めることや、外為市場や不動産市場への投機資金流入を抑制しながら短期金融市場や外為市場を運営すること等、政策当局にとっての課題は多い。

以上、いくつかの留意点はあるが、海外経済全体としては、「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。4月の消費税率引き上げの影響を踏まえると、来年度は家計支出を補って設備投資と輸出が景気の牽引役になることが期待される。このうち、設備投資は、10～12月のGDP設備投資が法人企業統計を反映して1次速報値から下方修正されたが、小幅ながらも3四半期連続でプラスを維持した。また、一致指数である資本財総供給については、10～12月にはっきりと増加した後、1月も大幅に増加していることを踏まえると、その評価を「持ち直しが明確化している」へと引き上げても良いと考える。先行きについては、先行指標の機械受注は振れが大きくなっているが、企業収益が改善を続ける中で、設備投資は緩やかな増加基調をたどるとみている。

一方、輸出については、ASEAN経済の成長力が弱まった状態が続いていることもあって、全体として勢いに欠ける状況にあり、このところ横ばい圏内の動きとなっている。ただし、1月の輸出の減少には中国の春節や米国の寒波等、一時的な要因も影響しているとみられるため、2、3月の計数で基調的な動きを確認していきたい。

家計部門については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要も加わり、個人消費や住宅投資は底堅く推移している。家計支出の先行きを占ううえでポイントとなる賃金交渉の状況を見ると、ある程度のベアも含めた賃金上昇が実現する可能性が高まっているように見える。こうした動きを踏まえれば、先行きの家計支出は、消費税率引き上げ後の反動による振れを伴いながらも、雇用・所得環境の改善などに支えられ、底堅く推移するとみている。この点については、第2ラウンドでもう1度触れたい。

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」と判断することが適当だと思う。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、生産・所得・支出の好循環が維持されるかたちで、基調的には緩やかに回復していくとみている。なお、10～12月のQEが+0.7%まで減速したことを踏まえると、中間評価での成長率見通しの中心値である2013年度+2.7%、2014年度+1.4%は下振れる可

能性が高まっているように思う。

最後に、物価面について述べたい。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は、1月のプラス幅も+1.3%となり、幅広い品目で改善がみられている。先行きについては、暫くの間、現状程度の+1%台前半で推移すると考えているが、2月の東京の除く食料・エネルギーベースをみると、前月からプラス幅を拡大し+0.5%となっており、基調的な物価の動きはオントラックあるいは想定よりもやや強めとの印象を持っている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の世界経済については、今のところ、テールリスクとまでは言えないものの不確実性が高い状態が続いている。すなわち、ウクライナについては、今後の政治情勢に関する国際的な緊張が当面継続すると思われる。それに加えて、米国経済の景気回復の弱さが天候等の一時的要因によるものなのかどうかの正確な判断には、この先1~2か月を要すること、中国経済も民間債務問題が幾つか露呈する中で経済の安定性について懸念があり、わが国経済の先行きを下振れさせ得る要因として注視している。

そうした中、昨年10~12月の実質成長率の速報値は予想を大きく下回ったうえに、第2次速報値はさらに下方に修正された。下振れの原因はソフトウェアを除く設備投資、輸出、輸入を除く個人消費の弱さにあった。以下、設備投資、輸出、個人消費について私の見解を申し上げる。まず、設備投資だが、法人企業統計の10~12月のソフトウェアを除く設備投資が前期比幾分下落したが、カバレッジがやや狭い資本財総供給が大幅なプラスへと転じている。このことから、セクターによっては設備投資が積極化していると思うが、各種データが一貫した方向を示していないことから、

「設備投資は持ち直しが明確になっている」との執行部の現状判断には多少躊躇する気持ちはある。今後の見通しについては、先行指標であるコア機械受注の10～12月の伸び率が低下し1～3月は下落が予測されている点が気になるが、企業利益と企業の成長期待が改善していることから、「緩やかな増加基調をたどる」との判断で、現時点では良いと考えている。

第2に、実質輸出については改善がみられないので、執行部が現状判断を「持ち直し傾向」から「横ばい圏内の動き」に修正した点は支持する。昨年は大幅な円安にもかかわらず財の実質輸出は下落し、いまだJカーブ効果がみられない。先行きについては、駆け込み需要対応による一時的な輸出の抑制、ASEANの内需の低迷、米国の寒波による経済活動の停滞といった一時的要因が剥落し、欧州や中国でも緩やかな景気回復が継続すれば、次第にわが国の輸出も増え始め、為替効果も発揮されると想定している。しかし、各国・地域の景気回復のペースには依然として不確実性があるとみている。

第3に、消費については以前から指摘しているように、駆け込みの影響を除く基調的な動きは強くはないと判断している。この点、執行部案の「基調的には、雇用・所得環境の改善などに支えられて、底堅く推移する」という表現が「然程強くも弱くもない」という状況を示すとの理解の下で支持する。今後半年ほどの先行きについての焦点は、賃金の動向である。政府による強力な賃金引き上げ要請の下で、春闘での賃金上昇率が比較的高い水準で決着し、現金給与総額の所定内給与がプラスに転じる可能性はあり得る。とはいえ、所定内給与の上昇の一部には企業による一度限りの協力、および地方公務員の賃金削減の復元による教育・医療分野での表面上の賃金上昇率の改善等も影響している。消費の基調を決定するのは、一時的な所定内賃金の上昇よりも、恒常所得の上昇期待の方だと思うので、所定内給与の実現増加額だけではなく、賃金の上昇期待を確認できるかについても重視している。

わが国の景気については、消費税率の影響だけでなく、人口動態の構造的要因が強く作用しているため、判断が難しくなっている点を強調してお

きたい。特に、わが国ではベビーブーマーの退職によって 2010 年頃から非労働力人口の増加と労働力率の低下傾向が一段と進んでいるため、趨勢的な労働力不足が続いている。労働力不足が顕在化する中で 20 代～50 代の女性と 65 歳以上の男女高齢者による主に非正規労働者としての労働参加が増えているが、わが国全体の労働力人口の減少を補い切れていないので、今後も労働力不足が続いていくと予想される。無論、景気回復という景気循環的な要因がこの労働力不足を加速した面はあるが、一見したところ、労働市場の改善とみえる現象を全て景気循環要因に帰することはできないと考えている。今後も、医療・介護サービスへの需要が高まるうえに、復興需要と 2020 年のオリンピックまでは、建設・不動産で比較的高い経済活動が維持されるので、わが国の産業構造は、非製造業のウエイトが一段と高まる方向に進むと思われる。こうした中で、現状のライフスタイルを維持したままで女性と高齢者の雇用を増やそうとすれば、非正規労働者の増加は進むものの、IT 技術の一段の普及と生産性を引き上げる力が働かなければ、潜在成長率や賃金上昇率を中長期的に引き上げる力は限定的だと考えている。

最後に、物価の現状と半年ほどの先行きの物価動向については、執行部判断で良いと思う。特に中長期インフレ予想の動向には注視している。私からは以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回会合以降、ウクライナを巡る地政学リスクの台頭など新たな動きもみられたが、金融市場は総じて落ち着いており、海外経済は基本的に、「先進国を中心に回復しつつある」との情勢判断に変更はない。

米国経済は、寒波の影響により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。異例の寒波の影響は、企業活動、個人消費、住宅投

資などで確認され、第4四半期の実質GDP成長率も下方改訂された。もともと、寒波の影響を受けにくい設備投資受注は好転しているほか、消費者コンフィデンスは緩やかな改善基調を維持し、先週末の雇用統計も予想を上回る改善を示した。FRBによる3月ページブックでも、足もとの経済回復の動きが寒波の影響を受けていること、しかし先行きは楽観的にみていることが報告されている。これらを総合して考えると、今後、寒波の影響が収まるにつれ、回復のテンポは増していくとみている。

欧州経済は、持ち直している。改善の動きは、輸出受注、製造業・サービス業PMI、消費者コンフィデンスなどで確認できる。この間、スペイン、イタリアの国債金利は、ソブリン格付け等の改善もあって一段と低下し3%台前半で推移している。その結果、資金調達コストの国ごとの乖離、いわゆる金融のfragmentationも改善してきているように窺われる。金融システムが引き続き脆弱であることなどリスクは残るが、好調な英国経済なども踏まえると、欧州経済は今後も持ち直しを続けるとみられる。

アジア新興国について、中国経済は、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、輸出も減少したが、この時期は春節の影響などもあり、均してみる必要がある。中国株式市場や銅相場などにはやや神経質さが窺われ、シャドバンキング問題なども引き続きリスク要因であるが、当面は全人代で目標とされた7.5%前後の安定した成長を続けていくとみている。

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。韓国と台湾では、輸出受注の持ち直し傾向とともに、個人消費などにも改善の動きが確認できる。ASEAN諸国では、タイの内需の減速がやや気になるものの、インドネシア、フィリピンでは自動車販売などが底堅く推移している。今後、先進国の回復に伴って輸出が増加し内需へ波及するという小国開放経済の基本メカニズムは維持できるとみているが、そのスピードや力強さについては、動向を注視していきたい。

続いて、わが国経済は、全体として、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。まず、輸出については、一時的要因と循環的要因、すなわち米国の寒波、中国の春節、アジア諸国の回復の遅れなどが重なって、弱めの動きが続いており、従来の「持ち直し傾向」から「横ばい圏内の動き」へと現状の判断を引き下げることが適切である。一方で、昨日公表のGDPの2次QEでは、実質成長率は小幅下方修正となったが、消費は全般に堅調さを維持しているとみている。すなわち、最大の消費項目であるサービス消費は堅調に増加し、耐久財消費も、単に足もとの駆け込み需要だけではなく、前期比年率15%以上の高い伸びを過去4四半期続けており、基調の強さが窺われる。また設備投資は、資本財総供給、建築着工などで明確に増加し、全体として弱めであった法人企業統計でも非製造業では持ち直し基調が続いている。労働・雇用関連指標の改善も続いている。

先行きについては、まず輸出は、一時的な要因が剥落し、アジア諸国も持ち直しに向かい、また円安基調も続くとの前提のもと、緩やかに増加していくとみて良い。同時に、製造業企業が海外需要地あるいは地域貿易圏での生産、調達、設備投資などを一段と積極化している状況を勘案すると、輸出を起点とする従来の自律回復のエンジンは、若干パワーダウンするのではないかとみている。

一方、消費・非製造業が主導するもう1つの自律回復のエンジンは、力強さを増してきているとみている。雇用・所得環境は各指標から一段と改善が続いているほか、報道ベースでは、一部大企業のベースアップも実現される見通しである。また、内閣府の企業行動アンケート調査によれば、企業は今後3年間、製造業、非製造業とも、より積極的に雇用を増やすと回答している。さらには、非製造業の売上高経常利益率をみると、大企業、中小企業とも、リーマン・ショック前のレベルを大きく上回って基調的に収益力は高まってきている。これは、以前データで示した非製造業の労働生産性が基調的に上昇してきているという事実をサポートする1つの傍証であるとみている。これらを総合すると、輸出のエンジンが多少パワーダウンしても、消費・非製造業のエンジンにより、振れを均してみれば、

潜在成長力を上回る成長を続けるというメインシナリオは維持できるとみている。

最後に、物価動向であるが、先月から基調判断に変わらない。消費者物価は、引き続き幅広い品目で上昇してきており、上昇品目の割合も 50% を超えて高まってきている。C P I 上昇率は、しばらくは 1% 台前半で推移するとみている。以上である。

黒田議長

石田委員をお願いします。

石田委員

まず海外経済だが、今年は成長加速が期待されていたが、年初より米国経済への記録的な寒波の影響やエマージング諸国の動揺などから、やや不安定な幕開けとなった。足もと 1~3 月については、米国を中心に下押しされることは避けられないが、春先より回復するとみており、通年ではこれまでの見方を変えていない。

世界経済に対して大きな影響を与える米国と中国について、まず米国は、各月の指標の振れはあるが、基調自体は引き続き強いとみている。家計の債務残高の推移をみると、2008 年 7~9 月のピークからほぼ一貫して減少してきたが、2013 年 7~9 月よりしっかりした増加に転じている。長らく重荷となっていた家計部門のデレバレッジの動きが転換点を迎えていると判断している。また、本年初にかけて、財政面で、支出の一律削減や予算、デットシーリング等の問題が一定の解決をみており、いわゆるフィスカルドラッグが大きく軽減されている。当面、以上の 2 点に対応するようなマイナス要因は現れていないので、景気の先行きを強めにみている。ただし、このところ米国株価の過熱を言う向きが増えてきている点については、今後注意を要するとみている。F e d 関係者が一様に tapering 中断のハードルが高いと言っているのは、景気や雇用の基調が強いと判断していることに加え、金融市場の状況についても何がしかの懸念を有している

ことが背景にあるのではないかと考える。

中国については、種々弱い指標も出ているが、成長目標を7.5%としたことから、減速すれば適宜対策が打たれることになると考えられる。ここ暫くに限れば特段の心配は不要ではないかと考えている。

わが国の経済については、消費税率引き上げ前の駆け込み需要や2月の降雪の影響など実勢ベースの変化を見極めがたい状態が続いているが、今のところ「緩やかな回復を続けている」という判断を変更するような事由はないとみている。1月実質輸出の弱さについては、種々の特殊事情があるとしても、輸出の現状判断を「横ばい圏内の動き」と下方修正することが適当であると考え。輸出がなかなか伸びない理由の1つとして、内需優先で輸出に回らないという話があるほか、建設関係以外でも色々なところで人員の逼迫が言われるようになってきている。このところ長らく企業が雇用や設備の整理を進めてきたもとの、内需が強めに推移してきたため、人員や実稼働ベースの設備のスラックがかなりタイトになってきているものとみている。

輸出は今ひとつだが、雇用関係については引き続き順調に推移してきており、当面はこの傾向が続くのではないかと思う。賃金面では、2014年度のベースアップの動向が注目を集めている。また、有効求人倍率も、2013年3月の0.87倍から足もと1月は1.04倍まで上昇している。昨年4月の展望レポート作成時に、ここまでの状況は想定されていなかったと思う。雇用・所得については、今までみていたより上振れ気味でいく方向にあるのではないかとみている。

先行きについては、外的な大きなショックがなく、海外経済が見通しどおり推移すれば、4~6月の駆け込み需要の反落と消費税率引き上げによる下押し圧力を十分打ち返していけるものと考えている。

物価については、前回会合より日も浅く見方も変わってないので、省略する。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合からちょうど3週間で、内外経済ともに現状と先行きの全体判断を変えるほどの材料は見当たらない。強いて挙げれば、市場はウクライナ情勢という地政学的要因に一時振らされる展開となったが、関係国・地域の政治的駆け引きが続くなか、材料としては一旦消化された感がある。ウクライナ情勢は確かにリスクだが、現状では、これまで挙げてきた新興国の状況に含めて整理しておく程度で良いと思う。

こうした中、米国経済は寒波の影響が一部に尾を引き、指標は全体として依然力強さに欠ける。寒波により需要の一部は先送りではなく失われること、また先般の個人消費支出の統計にみられるように、消費の基調は堅調といってもその一部は暖房のための光熱費の増加によるもので、裁量的支出にはマイナス影響が出ると見込まれることから、1~3月期のみならず年間の見通しに幾分影響が出る可能性はある。しかし、家計のバランスシート調整進展やフィスカルドラッグの影響剥落を背景に、回復メカニズム自体が変化したとは看做しがたい。2月の雇用統計も寒波の影響を差し引くと底堅く、米国経済の先行きについて個人的にはあまり心配していない。

一方、中国は各種PMIの下振れが景気の実勢を反映するかどうか春節の影響から読みにくい。春節を過ぎた2月もこれらの指標は引き続き低調で、これらは景気実態をある程度反映しているとみておいた方が良くも。先人の全人代で当局は、7.5%の成長目標を堅持すること、またこのところの人民元安はマイルドな景気刺激を狙う当局の意向を反映している可能性もあると思われる。仮に景気にさらなる減速の兆しがあれば、当局はこれまで通り7%の成長率のフロアを意識して小刻みな景気対策を発動する可能性が高いとみられるが、目先一段の下振れがないかどうか警戒感を持って見守っている。

国内景気の現状判断については、執行部報告では、輸出を下方修正、設備投資と生産を上方修正とのことだが、輸出はともかく、設備投資については、前期比でほぼ横ばいとなった法人企業統計をベースに10～12月期GDP2次速報の実質設備投資が下方修正となった直後だけに、上方修正にはやや違和感がある。また、生産も消費税率引き上げ前の駆け込み需要が影響した可能性が高く、4～6月期は相応の反動減が見込まれるので、わざわざ現状判断を引き上げるほどではないように思われる。ただし、輸出の下方修正だけでは本行の景気判断が慎重化したという誤ったメッセージを市場に送ることになりかねず、内需の基調自体は執行部報告どおりしっかりしていると思うので、ここは特に反対するものではない。

輸出の足取りの鈍さについては、輸出先の中国・ASEAN諸国の景気の足取りの鈍さが影響した可能性がある一方、消費税率引き上げ前の国内需要増に対応して企業が国内出荷を優先しているという事情もあるようだ。後者の理由であれば、4～6月期以降、国内需要の正常化とともに輸出も持ち直しに転じることが見込まれる。また、堅調な内需や駆け込み需要の影響で高い伸びが続いている輸入も反動が見込まれ、これらは総じて4～6月期に予想される国内需要の反動減に対するクッションとなり得る。

前回展望レポートの中間評価以降の国内経済の足取りは、内外合算では想定を下振れて推移しているが、税率引き上げ前の駆け込み需要等による山が低ければ、反動減による谷もまた浅くなることを期待している。ただし、非耐久消費財も含めた駆け込み需要は目先3週間が山場なので、予断を持つことなく見守っていきたい。

最後に、このところの消費者物価は、エネルギー関連以外では主に情報通信関連の耐久財で上昇率の変化が顕著で、これは広い意味で円安の影響とみられる。消費者物価の為替感応度が輸入浸透度の上昇により高まっているとすれば、これは今後の為替相場動向次第で一段の物価上昇、下落方向どちらにも作用し得るであろう。なお、消費税率引き上げの影響については、執行部の資料にあるとおり、4月中は税率5%として集計される幾つかの品目のため、税率引き上げの影響はコア指数に対し計算上2%未満

になると見込まれる。4月以降の物価の基調は税率引き上げによりみえにくくなるため、無用の誤解を避けるためにも、こうした考え方を市場に丁寧に説明しておくことが重要である。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合以降、国際金融市場は徐々に安定を取り戻しつつあるが、これは一部新興国での金融引締め策の一時的効果によるところも大きく、持続的な通貨の信認回復に必要な構造問題への対応が、不安定な政治情勢下で進むかどうかは依然不確実だ。さらに寒波の影響を脱した後の米国経済の回復力が市場予想より弱ければ、FRBの tapering が一定ペースで進んでも、政策姿勢がよりタカ派に変化したと受け止められ市場に影響を与える可能性がある等、なお多くの不確定要因が残されている。またウクライナ情勢の今後の展開次第では、エネルギー、商品市況の上昇を通じて、従来の新興国市場の動揺よりも格段に大きな悪影響が世界経済におよび得るといふ地政学的リスクがある点にも留意が必要である。米国経済の基調を正確に判断するためには、寒波の影響が薄れる3月以降の経済指標の発表を待つ必要がある。しかし、下振れた1月の小売売上高で11月、12月分も遡って大きく下方修正されたことなどは、足もとでの消費下振れが天候要因だけではない可能性を示唆している。さらに、昨年後半の成長率が在庫投資に依存していた面があったことに加え、足もとでは寒波の影響もあって小売在庫が積み上がっているとみられる。このため3月以降も、在庫調整の動きが、暫くの間、生産・雇用活動を抑制する可能性が考えられる。

海外経済の下方リスクでは、中国が最も注目される。1月に続き2月の製造業PMIも政府、民間ともに下落し、昨年半ば以来の低水準に達した。この連続低下は、春節要因だけでは説明しきれない基調的な弱さを示して

いると思う。昨年来、固定資産投資の増勢鈍化が続いている一方、生産面では鉄鋼、石炭、セメントなどの素材業種で在庫調整が起こっている模様である。最新値では輸出も大きく下振れた。さらに足もとでは不動産市場に変調がみられている。大都市では過去1年以上に亘る価格高騰に変化が生じており、一部では住宅価格の下落も伝えられている。これ自体は不動産市況の健全な調整とも言えるが、この先価格が広範囲で下落すれば、实体经济や銀行システムに打撃となることが考えられる。また、足もとで不安定な状況が続く為替市場が、輸出や銀行の流動性に与える影響、中国企業の海外での資金調達に与える影響なども当面の注目材料である。

国内経済については、緩やかな回復を続けていくというメインシナリオに照らした場合、輸出の弱さが看過できない状況に至ったと考えている。アジア地域の春節要因があるとはいえ、1月の実質輸出は前月比-2.3%と大きく落ち込んだ。2、3月に相当強く戻らないと1~3月期の実質輸出は前期比で減少するという事を考えると、「輸出は持ち直している」という前月までの現状判断を見直すことが適当である。地域別には、アジア向け輸出の弱さが際立っているが、南米やロシア向け等も弱く、輸出の弱さは新興国経済の脆弱さを幅広く反映している面がある。また、最新の内閣府の調査では、円安進行にもかかわらず製造業の海外生産比率が先行きも高まる計画となっており、外需と比べて相対的に弱い内需の見通しが国内生産回帰の障害となり、円安の輸出増加効果を殺いでいる面もあると思う。

内需は、消費増税の影響を強く受ける状況が続いている。駆け込み需要が色濃くみられる自動車産業では、1月に生産を増加させたが、増税後の反動減を警戒してなお慎重な姿勢を崩していないようにみえる。これは消費増税に伴う経済の変動を生産面から小さくするが、他方、小売店では駆け込み需要を煽る動きが顕著でこれは需要の変動を大きくするなど、業種によって対応は区々である。

物価は、消費増税に前後して企業の価格設定に大きなばらつきが生じ、基調判断が難しい局面が当面続くと思う。例えば、百貨店は増税前の生活

雑貨や食品の買いだめセールを実施し、報道によれば通常価格よりも2～3割程度引き下げるようだが、増税後にこれらの価格がどのように再設定されるか不透明である。

最後に、個人消費と物価の見通しに大きな影響を与える春闘の動向だが、自動車、電機の一部など好業績企業でベースアップの動きが広がっているとはいえ、中小企業も含む多くの業種の企業では先行きの内需拡大には依然自信を持ってないために、将来の固定費上昇を警戒して月例給の引き上げ、ベースアップにはなお慎重な姿勢を崩していないように見受けられる。これは、企業が正社員の雇用拡大に依然慎重であることとも整合的である。労働需給を示す有効求人倍率は、1月に1.04倍と1倍を超えているが、正社員の同倍率は0.67倍にとどまっている。正社員の労働需給はそれほど逼迫しておらず、賃金全体のベンチマークともいえる春闘での正社員の大規模なベースアップは、そもそも生じにくい環境とも考えられる。春闘後も名目賃金上昇率は、消費税率引き上げの影響を除いたベースでみた消費者物価上昇率をも下回り、実質賃金の低下が続くことが見込まれる。これは消費者心理の慎重化を通じて、この先国内経済の主要な下振れリスクになりうると、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず、多くの委員が触れられた市場の動きであるが、一部の新興国で通貨が下落するなど神経質な動きはあったが、総じて選別色の強い動きでもあり、このところ小康状態にあるとみられる。ただ、これも多くの委員が触れられたウクライナの問題については、いわゆる地政学的リスクに今後とも注意が必要であると思う。

海外経済をみると、米国はこのところ寒波の影響で数字の解釈が難しくなっているが、基本的には財政面からの下押し圧力が和らぐ中で、家計から企業部門へと裾野を広げながら景気回復ペースを徐々に高めていくと考えられる。欧州も景気は持ち直しを続けるほか、中国も、色々な要因は

残っているが現状程度の安定した成長が続くということが、多くの委員の意見であったと思う。これらを踏まえると、海外経済の現状については、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であるとの見方が、概ね共有されたと思う。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見方で一致していたと思うが、引き続き、様々なリスクについては注意していく必要があると思う。

次に、わが国の景気であるが、内需を中心に前向きの循環メカニズムが働いているということは、多くの委員が認めておられたと思うので、総括判断としては、緩やかな回復を続けているという評価を維持することが適当ということであると思う。また、先行きについても、前向きの循環メカニズムが働くもとの、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくという見方を概ね共有できたと思う。

そのうえで、多くの委員が指摘された論点が4点ほどあったと思う。第1に、全ての委員が触れられた輸出である。このところ、勢いに欠ける状況がやや長引いており、従来の「持ち直し傾向にある」ではなく「横ばい圏内の動きとなっている」ということで、皆さんの意見が一致していたと思う。この背景には、米国の寒波や東アジアの春節、国内の駆け込み需要への対応といった一時的な要因も影響していると思われるので、先行きについては、現時点では緩やかに増加していくという考え方で良いのではないかと思う。

第2に、これも多くの委員が触れられた設備投資であるが、法人季報がやや弱めであったが、一方で、資本財総供給がはっきり増加する、あるいは幾つかの先行指標もプラスを示しているということで、ややニュアンスに違いはあったが、持ち直しが明確になっているという点では、概ね意見が一致していたと思う。ただ、回復がはっきりしていると言うまでには、まだ至っていないということだと思う。

第3に、消費税の駆け込みとその後の反動減の問題であるが、住宅投資のほか自動車や家電など耐久消費財で駆け込み需要が既に顕在化してお

り、3月末にかけて非耐久財も駆け込みが出てくる可能性がある。先行きについては、駆け込みの大きさ次第でもあるが、駆け込みとその反動減の見方については、駆け込み自体がまだ続いており、その程度もベースラインからどの程度上に出ているかという判断の問題でなかなか難しいが、何がしかの反動減があることは間違いないので、先行きは、家計支出は反動減で落ち込みがあるとは思われるが、一方で、雇用・所得環境の改善が続いているので、夏場以降には反動の影響が減衰していくのではないかと思われる。

この点に関連して第4点目は賃金である。春闘が大詰めを迎えており、既に幾つかの産業でベアの動きがはっきりしてきているが、まだ最終的な状況ではなく、最終判断はもう少し先になると思う。この趨勢が、今後の特に消費税率引き上げに伴う駆け込みとその反動減の後、消費動向がどうなるかについて、非常に重要なファクターであるので、この帰趨を注視していく必要があると思われる。

物価面については、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は1%台前半となっており、先行きについても暫くの間、1%台前半で推移するという見方が共有されていたと思う。また、予想物価上昇率については、引き続き全体として上昇しているとの判断で良いと思う。

以上が私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したい。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。まず、海外経済に関して、ご意見があればどうぞ。

森本委員

中国経済に関し、全人代でも色々議論はあったようだが、結果的に、2014年も7.5%を維持していくことが決まった。このため、下振れ方向になった場合は政策対応がなされると思うので、当面、現状程度の安定した成長が続くとみていると思うが、その一方で、注意すべきリスク要因が少しずつ増えており、金融面の動き、過剰設備や不動産の問題等、今後も注意が必要だと思う。全人代でも消費主導の経済を目指していくと言っており、

具体策も打ち出されている。これまで経済を支えてきていた固定資産投資の伸び率を落として、消費の目標数値を引き上げているが、その中で円滑な移行が図られていくのかどうかという点で、今の状況をみると、個人消費については、質素節約令や、ずっと伸びていた賃金がこのところ鈍化傾向にあることなどの影響が考えられる。こうした状況の中で、このようなバランスが上手くいくのかどうかについても、これから気をつけて行かなければならないと思う。いずれにしても、中国については注視すべき要素が増えていると感じている。

木内委員

中国経済が、成長率7.5%が下限となるように運営されるかどうかについては不確実性がある。政府の見通しでは潜在成長率は緩やかに下がっていき、10年経つと7%と言っている。目標は0.5%刻みで設定せざるを得ないということかもしれないが、従来よりは下がっていくのが自然であり、ぴったり7.5%となるかどうかは分からないと思う。昨日も申し上げたが、大臣のコメントによれば、7.2%程度であれば7.5%前後の範囲内ということであり、昨年、一昨年が7.7%成長で、7.2%でも目標の範囲内に入っているということであれば、それなりの減速であると思う。安定していると言えるかもしれないが、数年前までは9%成長であったものが2%近く低い水準で安定するだけでも、周辺国へのマイナスの影響はそれなりにあるのではないかと思う。

白井委員

中国については、極端な言い方をすると、貿易主導から内需主導に移っている。元々経常収支が10%近くの黒字であったものが、今は1~2%の黒字であり、明らかに貿易ではなく投資中心になってきた。今後、投資中心から消費中心に移ることができるかどうかについてだが、第3次産業がGDPの5割を超えるなど明らかに移ってきてはいるが、7~7.5%の高い成長を維持できるか——できると思うが——という点で、民間の債務問

題が上手く落ちついてくれると良いと思うが、その点をしっかりみたい。特に、政府も、太陽光発電企業の社債のデフォルトを容認するなど、恐らく、政府は、採算が立たない一部企業はデフォルトさせていく方針に変わったと思うが、上場企業の社債のデフォルトをきっかけに、実態はそれほど悪いのかということになり、他のシャドールバンクは規制対象外なのでもっと悪いと思うが、その辺りに懸念が波及していくことが心配される。中国では、民間債務の対GDP比が急激に伸びたが、そこが持続的な成長を支えるところなので、うまくソフトランディングできるかどうかをしっかりとりたいと思う。

石田委員

個人的な感想だが、過剰融資問題や不良貸金問題が上手く着地することはあり得ないと思う。資産が傷んでおり、上手く着地するためには資産価格が上昇しなければならない。ということはバブルということであり、さらに資金が出てこなければならない。そこから逃げるために資金を回収するということになれば、バブルが破裂する。いずれにせよ、今が過剰であればどこかで出てくるので、それはタイミングの問題だと思う。

黒田議長

それでは、次に、わが国の経済・物価情勢に関してご意見があれば願います。

石田委員

賃金に関し、「ベースアップは大企業の話である。大企業に勤めている人は少なく、新たに正規社員にもなれない。非正規が増えており、非正規の給料は正規の1/3とか1/2である」ということがよく言われる。なぜそのようなことになったかであるが、私が思うに、正規社員はその法的身分、慣習的身分のためにコストが高く、企業が正規社員を雇わないため、それが非正規に行っている。正規社員は、ある意味特権があるので、基本

的には会社から出て行きたくなく、会社を変わるという装置もわが国ではあまりない。そのため、経営者との間で賃上げ交渉というパワーゲームを行うレバレッジ、梃子がない。今回は、ある意味で非常に上手くいっているが、本来問題になるのは非正規のところであって、非正規の方は退職金などの特権やFRINGEがないので、給与水準や労働環境が嫌なら会社を変わることができる。このため需給関係が反映されやすい。そうすると、今有効求人倍率が非常に上がってきているので、非正規の給料は必ず上がってくる。非正規の時給は正規の定例給与だが、個人的にはかなり上がってくるかとみている。

木内委員

春闘に関し、足もとのニュースでは、自動車、電機の一部で思ったよりやや高めに出ている感じがある。小売業界でもそうだが、小売業界はそもそも正社員の数が少ないので上げることができるということかもしれない。若干高めの数字が出て、全体ではベースアップが0.5%か0.6%弱か分からないが、その程度のペースでは来ている感じがする。ただ、そもそも労働側の1%強の要求が、意外とモDESTだという感じがする。これだけ政治的、社会的にも強い追い風があって、業績も大企業では5割増益という、これ以上はないほどの追い風がある中での1%強である。そうすると、来年度、例えばベースアップが0.5%程度でボーナスなどの押し上げもあって1%弱程度になるとしても、物価上昇率2%に生産性上昇率分が上乗せされて賃金が決まるとすると、安定した姿は3%程度となる。それからすると、まだイニシャルな段階であるが、今年はある程度成功しベースアップが0.5%としても、果たして来年以降はどうかというと、非常に強い政治的、社会的なバックアップは薄れるかもしれない。業績、増益率についても、来年度の方が小さくなる可能性が高く、来年度は、今年消費増税分をどれだけ反映していくかが大きなテーマになる。組合側としては、前年度の物価上昇分を反映するのが原則のようであるが、例えば、前回の消費税率引き上げの時は、その後景気が落ち込んでしまったので評価

は難しいが、増税分を転嫁した証拠はあまりない。こういうことを考えると、増税分の物価上昇が来年度の春闘の追い風になるかということ、それも難しいのではないか。イニシャルなステップとしては悪くないと思うが、まだまだ先は長く、2%の物価安定と整合的などところに行くまでには結構時間がかかるが、それまで内外経済がしっかり支えてくれるかどうかについて、不確実性があるのではないかと思う。

石田委員

世帯や個人ベースでは定昇はかなり大きく、その意味では、個人あるいは家計の所得額の前年比は、ベースアップよりずっと大きくなる。そこで、そういう人達がどのような消費行動を取るかである。それと定年退職、あるいは継続雇用で給与が落ちた人達がどうなるかが問題である。普通の人達は、ベースアップ以外に定昇があり、普通の会社ではこれは非常に大きい。

木内委員

定昇は 1.8~1.9%なのだが、過去をみると、ベースアップと所定内賃金を比べると、定昇部分は全体の賃金の上昇には貢献していないという姿になっている。

石田委員

入ってくる人と出ていく人がいるから、全体ではおっしゃるとおりである。ただ、それは消費行動に対しては別問題だと思う。定年退職者と勤めている人達の消費行動は違う。今、初任給を上げていくという話があるが、初任給が上がればなだらかに他の基準値も直していかなければならない。これからそういうことが起こってくるとみておくべきで、あまり短期的にみても仕方ないのではないか。

中曾副総裁

確かにベア 1% 要求はモデストにみえるところがあると思うが、問題は持続性だと思う。ベアがあった場合の波及メカニズムはみておく必要がある。これは第 2 ラウンドで言おうと思っていた点であるが、ベアは直接的には所定内の増加に繋がり、これは支給基準なので、ベアが上がれば基本給が上がリ、そうすると算定基準が上がるのでボーナス、時間外も上がっていく。さらに景気回復局面では、人々がより長く働くようになり、時間当たりの名目賃金も上がっていくメカニズムがあると思っている。そのような波及的なメカニズムを考えておく必要はあると思う。もとより、来年以降どうなるかという持続性が大切であるという点はそのとおりだと思う。

消費税との関係では、消費税は税金なので、これが物価上昇と直接関係ある部分かどうかを考えるべきであり、所得・雇用という意味では、われわれとしては、税金は税金、賃金が上がっていくメカニズムはメカニズムとして、分けて考えた方が良いのではないかと考えている。

森本委員

皆さんおっしゃっているように、賃金・所得の問題は一時金や時間外、定昇を含めたトータルの話だと思うが、消費の 4 割以上を占める高齢者消費には、これらはあまり関係がない。若年層の消費が落ちているところが課題だと思うが、初任給を上げたり若年層に傾斜をつけたアップが検討されるなど、トータルとして配慮する姿勢が出てきているので、私としては全体的に良い方向に行っているのではないかと考えている。

佐藤委員

賃金を考える時に、マクロの雇用者所得をみるのか、あるいは 1 人当たり賃金、時間当たり賃金でみるのかで、それぞれインプリケーションが違おうと思う。マクロの賃金は消費のベースになるので、消費の先行きの地力、底力をみていくうえで重要だと思うが、今の政策は、人々の予想インフレ

率に働きかけているので、それには、個人の所得、給与が先々どのようなペースで上がっていくかという期待形成に負うところが非常に大きいと思う。そういう点では、雇用者所得は、1人当たり賃金×雇用者数で、今はそれが1%であり、先々ベアや公務員給与減額措置の終了でそれなりに戻ってくると期待されるが、私としては、問題は、予想インフレ率がどのようなメカニズムで上がっていくかであると思う。期待形成にとって重要なことは、先々自分の給与がどのように上がっていくかである。今回は、春闘で色々な追い風、政治的なバックアップがあつて、若干なりともベアが実現しそうであり、これは非常にポジティブなニュースであるが、重要なことは、これが複数年実施されていくことであり、単年度限りで終わってしまったのでは元も子もない。来年もまたきっと上がるであろうといった期待が醸成されていくことが、予想インフレ率の改善に繋がっていくと思う。

白井委員

先程も申し上げたが、4月の所定内給与の実額は多分増えると思うが、それよりも重要なのは、収入が上がっていくという期待だと思う。先程中曾副総裁がおっしゃった税金とそれ以外を分けるということは、私達も前から議論していることだが、家計はそのような見方はせずに可処分所得でみるので、恒常所得が上がっていく期待があるかどうかが一番重要である。ここが上がっていくのであれば心配はないが、足もとの調査では、収入期待はむしろ下がるという結果が出ているので、ここが上がっていくように頑張っていくことが大事だと思っている。高齢化、労働人口減少の中での人手不足なので、賃金、時給は上がっていくと思うが、私が注目しているのは、収入期待と、収入と物価の関係がどのようになっていくかである。最終的には、賃金上昇は生産性が上がっているところで起きると思うので、生産性の上昇が非製造業で持続していくのか、注目していきたいと思う。

宮尾委員

私も、先々の景気・物価あるいは予想インフレ率にとって重要なのは、恒常的な所得の予想だと思う。そこで、賃金か雇用かという話になるが、正規も非正規も労働市場が非常にタイトで、安定した職があり、賃金が多少上がればなお良いが、まず雇用がしっかりあって、自分の将来の支出計画を立てられることがベースだと思う。1/3 が非正規と言われるが、失業率 3.7%、有効求人倍率 1.04 倍という極めて良好な労働環境で、非正規でこれだけタイトだという状況は当然正規雇用のベースになり、正規の人もクビが切られるという不安はなくなる。Fed も雇用を重視しているが、雇用がベースにしっかりあるということが、日本経済の 1 番根底を支えているのではないか。それが、基調的な需要を増やし、インフレ率も上がり期待インフレ率にも働きかけるということに繋がっていくのではないかと思う。そういう意味で好循環メカニズムのベースは雇用だと思う。

岩田副総裁

宮尾委員の意見に賛成であるが、もう 1 点、生産性について追加で申し上げる。供給側が独立に生産性を上げて TFP が上がるという供給側の研究者もいるが、経済史をみると、景気が良くなる時に TFP が上がり、生産性も上がる。それは、景気が良い時の方が研究開発投資をするし、デフレで景気が悪い時は皆縮こまってしまうので、生産性に影響してくる。2% のインフレ目標を達成するということは、景気が今より良くなるということなので、生産性も循環的なメカニズムで上がってくると思っている。

黒田議長

それでは、今から 10 分程度コーヒーストップを取りたいと思う。再開は 10 時 40 分とする。

(10 時 30 分中断、10 時 40 分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

森本委員

わが国の金融環境は、引き続き緩和した状態にある。企業の資金調達コストが低水準で推移する中、資金需要は運転資金や企業買収関連を中心に緩やかに増加しており、銀行貸出残高は前年比2%台半ばのプラスとなっている。また、企業の資金繰りは中小企業も含めて改善した状態にある。そうしたもとの、マネーストック（M2）の前年比は4%程度の伸びとなっている。

この間、金融資本市場をみると、短国利回りは、都銀が年度末に向けて短国購入姿勢を強める中、本行買入れの高水準のオファーもあって、いずれのタームも0.05%を下回る水準が続いている。長期金利については、ウクライナ情勢を巡る不透明感等からリスクオフの動きとなり低下する局面もみられたが、期間を通じてみれば、米国長期金利がほぼ横ばいで推移していることもあって、概ね横ばいの動きとなっている。次に、為替市場では、ウクライナ情勢等を受けて幾分円高方向に動く場面もみられたが、足もとでは円安方向での動きとなっている。株式市場では、前回会合での貸出支援基金の延長・拡充の決定を受けて上昇した後、海外情勢等で振れを伴う展開となったが、期間を通じてみるとやや上昇している。国際金融資本市場をみると、先進国市場は総じて落ち着いているが、一部の政情不安を抱える国等を巡って新興国市場で神経質な動きが続いており、引き続き注視が必要である。

前段の経済・物価情勢やこうした金融動向を踏まえた次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、量的・質的金融緩和を引

き続き着実に実行し、早期のデフレ脱却を実現していくことが重要だと思う。

政策の運営状況をみると、マネタリーベースは200兆円台で推移しており、前年比では5割台半ばの大幅な伸びとなっている。この間、名目の長期金利が安定的に推移する中、予想物価上昇率が全体として上昇しており、実質金利は引き続き低下しているとみられる。ただ、前段のパートでも申し上げたように、外需の影響を受けて足もとの実質GDP成長率は伸び悩んでいるが、政策運営にあたり上下双方向のリスク要因を点検する際には、単に経済・物価見通しからの乖離のみを捉えて議論するのではなく、基調的に経済の好循環が持続しているか、物価安定目標の実現に向かった動きを続けているか、という大枠で捉えていくことが大事だと思う。このところ、市場参加者等の間には追加緩和に対する思惑もみられるが、経済・物価情勢を点検すると、潜在成長率を上回るペースでの成長を続ける中で、需給ギャップは着実に縮小している。そうしたもとで労働需給は改善し、雇用者所得も持ち直している。また、設備投資の持ち直しもはっきりしてくるなど、生産・所得・支出の好循環は維持され、経済全体がバランス良く改善しており、物価安定目標の実現に向けた道筋を順調にたどっていると評価できる。このため、対外的な情報発信に際しては、改めて経済・物価見通しについて、短期的な変動に左右されることなく、そのトレンドが維持され、物価安定目標の実現に向けた経済のメカニズムが順調に稼働しているかどうかを重要であるということを、丁寧に説明していく必要があると考えている。

最後に、貸出支援基金については、前回決定した枠組みを踏まえて先程基本要領を決定したが、前回会合時以降、大手行ではこの基金の利用を念頭においたファンドを組成する動きがみられており、金融機関の貸出増加や成長力強化の取組みの実効性を高めていくうえで非常に心強い動きだと受け止めている。今後は、こうした金融機関の取組みが、実際に企業や家計の前向きな活動を後押しし、設備投資や研究開発投資の積極化などにつながっていくか、引き続き注視していきたい。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。名目金利の低位安定と予想インフレ率の上昇、その結果としての予想実質金利のマイナス圏での低下という傾向は、前回会合以後も継続している。2014年1月の新規長期貸出金利が0.876%まで低下する一方で、国内企業物価は2%台半ばで上昇し続けている。その結果、企業が長期資金を借り入れるときの実質金利は、-1.5%程度まで低下している。国内企業物価が2%台半ばで上昇し続けていることからみて、企業の予想国内物価上昇率も相応に上昇していると考えられる。そうであれば、企業設備投資の重要な決定要因の1つである企業の予想実質金利も-1%台程度まで低下していると考えられる。こうした企業の予想実質金利のマイナス圏での低下は、今後、企業設備投資の増加をもたらす大きな要因である。予想実質金利のマイナス圏での大幅な低下は、今後も株高・為替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（除く生鮮食品）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。

なお、日本のインフレ率に対して下押し圧力が加かるとすれば、その圧力は、主として米欧中の景気回復の想定以上の遅れ、地政学的リスクの大幅な高まりなど海外要因にあると考える。そうした要因を含めて、何らかの要因により、消費者物価の前年比が、2014年度の終わりから2015年度にかけて2%程度に達することが見込めなくなった場合には、それに対応する調整が必要である。しかし、現在はそうした状況にはない。

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非常に高いと考えるので、金融市場調節方針はこれまで通りで良いと考える。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にある。すなわち、資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利は長期を中心に既往ボトム圏で推移している。また、量の面をみると、銀行貸出は2%台半ばの伸びを維持している。このほか、C P・社債市場の発行環境は良好な状況が続いている。予想物価上昇率については、B E I 等各種の指標をみると、全体として上昇しているとみている。

次に、賃金と物価の関係について改めて触れておきたい。2%の物価安定の目標を持続的に実現するには、最初のラウンドで触れたように、賃金の動向が鍵を握るため、大詰めに迎えた春闘の結果に注目している。以下では、この先、賃金の動向を物価安定の目標との関係で評価していくうえでポイントとなる2つの論点、すなわち、第1に2%の物価上昇と整合的な賃金上昇率の水準、第2にベアが名目賃金に与える影響について、考え方を整理しておきたい。

まず、2%の物価上昇率と整合的な賃金上昇率についてである。長い目でみれば、実質賃金の上昇率は労働生産性の伸びによって決まるため、2%の物価上昇率と整合的な名目賃金の上昇率は、2%に労働生産性の伸びを加えたものになる。90年代後半以降の労働生産性の伸びをGDPベースで測ってみると、概ね1%程度とみられる。ただし、この間のGDPデフレーターは、C P I よりも1%近く低い状態が続いている。従って、ある程度幅をみる必要があるが、2%の消費者物価上昇率と整合的な名目賃金上昇率は、必ずしも $2\%+1\%=3\%$ ではなく、2%を少し超える程度から精々2%半ばということになるだろう。今後、名目賃金上昇率を評価していくにあたっては、こうした水準が目線になるのではないかと思う。

次に、ベアが名目賃金に与える影響についてである。ベアは直接的には

正社員の基本給の引き上げであるが、過去の実績をみると、非正規社員も含めた労働者全体の時間当たり名目賃金とも高い相関を有している。特に、景気回復期においては、時間外労働の増加やボーナスの支給月数の増加もあるので、支給基準である基本給の引き上げが名目賃金に与える影響は、その分大きくなる傾向にある。具体的な数字のイメージについては、1%のベア要求に対し、仮に、近年の賃上げの平均妥結率並みの60%で0.6%のベアが実現した場合、過去の傾向を踏まえると、時間当たり名目賃金で1.0%程度、1人当たりの名目賃金で1.5%程度の上昇は見込めるとの試算も可能である。中間評価における2014年度のCPI見通しは+1.3%であるから、物価上昇分程度の賃金上昇は展望できるように思う。

次に、先行きの物価動向についてであるが、第1ラウンドで申しあげたとおり、今年度、来年度の成長率が下振れる可能性が高まっている。一方で、物価は、想定通りか心持ち強い動きとなっている。成長率のわりに物価が底堅い大きな理由の1つは、非製造業中心の回復の中で、労働需給がタイトになっていることである。実際、失業率は構造失業率近くの3.7%まで低下し、有効求人倍率は1倍を超えている。これを受けて、パートの時間当たり賃金にも上昇圧力がかかっているほか、正社員でベアを実現する機運も高まってきている。すなわち、GDPの減速にもかかわらず、投入要素である労働の稼働率は上がっているので、その面から物価に上昇圧力がかかりやすくなっていると考えられる。

もう1つの理由としては、企業の価格設定行動に変化が生じつつある可能性も指摘できる。需給環境の改善に加え、インフレ予想の上昇、円安による競争緩和もあって、これまで抑えてきた価格引き上げに前向きになっているのかもしれない。いずれにしても4月の展望レポートに向けては、成長率見通しの下振れが即座に物価見通しの下振れに繋がる訳ではないことを念頭に置いて考えていきたい。

最後に、金融政策運営面について、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

足もとでは、わが国の景気回復のモメンタムが、駆け込みを除けば幾分弱まっていると感じている。引き続き、緩和的な金融環境の継続が重要であり、金融市場調節方針は現状維持で良いと判断する。

先月末に米国において経済学者、多数のFOMCメンバー、主要金融機関、メディアが集まる会議に出席し、その他の講演会や複数の会合で専門家と意見交換をする機会があったので、本日は、米国およびわが国の金融政策についてそこで得られた印象を申し上げる。

まず、米国の金融政策については、非伝統的な金融緩和政策の継続が金融不均衡に及ぼす影響が、足もとで顕在化しつつある点を懸念する見方が会議で聞かれる中、FOMCメンバーからはその懸念を否定する反応は聞かれなかった。むしろ、メンバーの中では資産買入政策が不均衡に及ぼす影響を懸念する声も聞かれ、このため余程のことがなければ、予定どおりの緩やかなペースで資産買入額を縮小させていくコンセンサスが形成されているとの印象を受けた。一方、フォワードガイダンスについては、引き続き重要なコミュニケーション手段と評価する見方が多かったが、かといって失業率の閾値の有効性への疑問もあるため、今後も効果的に活用するために、今月のFOMCでそのガイダンスの表現が定性的表現に修正される可能性が高いと感じた。しかし、メンバーの間での意見の隔たりも大きく、特に以下の3点で乖離が大きいと感じた。それらは、①政策の意図をより明確にすべきとの見方がある一方で、ルールと裁量のトレードオフの中でガイダンス表現の難しさを指摘する見方との間での乖離、②労働参加率の低下傾向は構造的要因でほとんど説明できるので、失業率の低下は労働市場の改善を示しているとの見方に対して、循環的要因によっても労働参加率が低下しているので、失業率の低下は労働市場の改善を過大評価しているとの見方との間での乖離、③低いインフレ状況について、直ちに

は上昇しないと懸念する見方と比較的早く上昇するとの見方の間での乖離である。なお、各メンバーともガイダンスの問題点を指摘しても具体的な妙案があるようにもみえず、昨年12月のガイダンスの追加修正以上の変更が果たして可能なのかという疑問も感じた。

なお、市場参加者の間では、米国経済指標が軟調でインフレ圧力が低い現状ではフォワードガイダンスは受け入れやすいものの、やがて経済指標が改善し市場参加者が他よりもアウトパフォームしようとして投資行動を変化させる局面に入ると、果たしてFRBの望むような緩やかな金利上昇というソフトランディングが可能かどうかは分からず、市場参加者の多くは現在もフロービューを維持しているとの見方も耳にした。いずれにしても、米国の金融政策と経済情勢のわが国への影響は大きいので、今後とも注視していきたい。

次に、わが国のQQEについては、米国での評価は高い一方で、過去15年に亘りデフレを克服できなかったことから、金融政策に対する信認がFRBと比べてかなり低い日本銀行に対しては、是非とも今回はQQEを継続してデフレを完全に克服し2%の達成に向けて努力して欲しいとの声が大勢、全てであった。そのうえで、2%目標の達成については、早々と勝利宣言することなくしっかりと見極める必要があるといった声が聞かれたほか、その達成に向けてさらに大胆な対応が必要との見方が、昨年比に格段に強まっていた。

また、日本銀行が目標の達成まで金融緩和を継続する覚悟がどこまであるのか、またその実施のためにどの程度有効なツールを有しているのかという点について、現在の日本銀行による情報発信では見極めにくくなっているが故に、QQEの枠組みが十分クレディブルではないとの指摘も複数耳にした。国債利回りが低水準で推移している点についても、日本銀行による国債買入れによる効果の表れである反面、国内投資家による目立ったポートフォリオリバランスがみられない中で、QQEの効果や継続性について国内投資家が疑問視していることの表れではないか、との見方が聞かれた。この点、QQEの効果を高めるために、いかにして国内投資家のポー

トフォリオリバランスを一段と促すことができるのか、もっと工夫すべきだとの指摘も複数聞かれた。足もとではG P I Fの動きが注目されているが、然程予定運用利回りに変化がなく新たな投資方針が大きなりバランスをもたらさない場合、落胆を誘う可能性は否定できないと思う。ただし、市場とのコミュニケーションにおいては、ヘッジファンド等の短期筋の思惑と中長期的な金融政策の意図との間には自ずと乖離があるため、あまり短期筋を気にし過ぎた過度な対応をするよりも、長期投資家を念頭において、基本シナリオに基づき必要に応じた微調整を伴いつつも淡々と分かりやすいメッセージを出し続けることが有効との声も聞かれた。

なお、先行きの金融政策についてのリスク要因として、わが国の構造改革の進展が不十分との意識が海外では強まっており、仮に、来年10月の2回目の消費税率引上げが予定通り実施されないと、昨年1月の日本銀行との共同声明に沿った改革が実施されていないと判断される恐れがある。今回の出張では、「政府による改革が遅れる場合、日本銀行はどう対応するのか」との質問を何度も受けたが、仮に、改革が不十分との判断が定着すると、金融政策によるマネタイゼーションあるいは金融抑圧の見方を惹起する可能性は否定できないと感じた。政府におかれては、構造改革に懸命に取り組んでおられると思うが、今後ともスピード感を持って頑張って頂きたいと願っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境については、「緩和した状態にある」との評価が良い。銀行貸出、民間総資金調達額も着実に伸びを高めてきており、社債の発行環境も良好である。また、金融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103円台、株価はTOPIX1,230程度と、前回会合時に比べてやや円安・株高で推移している。こういった金融市場

面からも、緩和的な金融環境が維持されており、わが国のデフレ脱却へ向けた取組みを金融面から幅広くサポートしている様子が窺える。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済は、全体としてメインシナリオに沿って、物価安定目標の達成へ向けて順調な歩みを進めている。従って、次回決定会合までの金融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、すなわち物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続するというガイダンスを維持することが適切と考える。

政策に関する論点を1点だけ申し上げる。前回も申し上げたが、市場の追加緩和期待についてである。前回のわれわれの貸出支援スキーム拡充の発表により、市場では、本行による積極的な緩和姿勢が改めて意識されることとなり、量的・質的金融緩和における追加緩和への期待が高まっているように見える。また、市場関係者あるいはエコノミストの経済・物価見通しが、本行に比べて慎重であるという状況にも変化はない。前回も申し上げたが、まずは、われわれの経済・物価見通しのメカニズムを丁寧かつ粘り強く説明すること、そしてそのうえで過度に市場の追加緩和期待を高めないよう、ボード内部にある多様な見方に関する情報発信についても細心の注意が必要であるということ、この2点が今後益々重要になってくると考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境については、引き続き極めて緩和した状態にあるとの見方に変化はない。当面の金融政策運営方針についても、「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」という方針を継続することが適切と考える。

金融政策に関連して2点申し上げる。まず、長期金利についてだが、10年物国債金利は0.575%まで低下した後、足もとはやや上昇し0.6%を若干上回る水準で推移している。国債市場参加者のインフレ予想レートが、必ずしもいわゆる期待インフレ率ではないと考えているが、彼らのインフレ率の見方が、本行の長期国債買入れとともに現在の極めて低い水準の長期金利を形成している。その見方とは、2%物価目標の達成は不可能であり、足もとの物価上昇は主として円安によるものであり、円安影響が一巡すれば上昇の勢いはなくなるというものである。このように、ほとんどの市場参加者が一様に将来の物価上昇について悲観的な見方となっていることから、今後その見方に疑念が生ずることになると相場観が非連続的に変化し、大きなコレクション、国債価格の急落が生ずる惧れがある。今後、本行の大勢見通しのとおり、消費増税後も景気の緩やかな回復基調が保たれ、物価についても円安要因の一巡やエネルギー関連の下押しにもかかわらず1%台前半の水準で推移していくとすれば、いずれ物価上昇圧力の強さが改めて認識され、市場の見方が大きく変化する可能性があるとみている。現在の長期金利の水準に対する懸念については前回も申し上げたところだが、市場急変の場合に備えての対処策について頭の体操をしっかりとやっていく必要があると思う。

2つ目は長国買入れについてである。2月26日、10年超の買入額を200億円減額したが、これは当該期間の応札の状況に対応したものとのことである。一方、2月の長期国債買入れの平均残存期間は7.8年となっているとのことであるが、従前より、現行の買入方法では各期間のロングエンドに札が入りやすく、平均残存期間が想定比長めになるとの話は聞いていた。月々のオペレーションについては、市場情勢に応じ柔軟な買入れを行う必要があるが、元々6~8年という期間の前提は7年という目標があつての話である。月により7年超となる場合は、その後のオペレーションで適宜調整していくべきものと考えている。累計買入額の平均残存期間についても、既に7年を超えているのであれば、7年までにとどめるよう今後調整することが望ましいと考えている。

今後、短期の固定金利オペが貸出支援基金の4年固定貸出にある程度振り替わっていくと、本行資産全体のデュレーションがこれまでの想定に比して長期化していくことになる。また、将来、マーケットで物価上昇が織り込まれイールドカーブがスティープ化していく際は、状況によっては本行として残存期間が長めの国債を機動的に買っていく必要も出てくる可能性もある。そういう点も考慮して、買入れの平均残存期間については、できる限り7年以下で運営することが、私は望ましいと考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針および資産買入方針については、現状維持で良いと思う。そのうえで思うところを3点申し上げる。

第1に、前回会合で骨子を決定した貸出支援基金の延長・拡充については、低金利の貸出競争を煽るとの批判は一部にあるものの、貸出増加に向けた本行の断固たる姿勢を示すものとして、金融界の受け止め方は概ね肯定的であるように見受けられる。メガバンクを中心にALMの観点から積極的な利用が期待され、先行き長期金利のボラティリティ上昇時の市場安定化にも資するであろう。本行の短国買入れによる短期金利のマイナス化を予防するうえでも一定の効果が期待される。ただし、前回会合で「2倍」というキーワードを多用することに若干の懸念を表明したが、発表直後の市場はやはり公表文の「2倍」という部分に強めに反応し、その後の追加緩和期待を若干強めた憾みがある。私としては、調節目標であるマネタリーベースの目標額は不変であり、従って今回の延長・拡充策は政策変更ではないとの認識であり、市場もそのように捉えたものの、それが却って将来の追加緩和期待を強めたとすれば皮肉な展開であり、なかなか悩ましい。

第2に、10～12月期GDP2次速報が予想比弱めとなったことで、2013年度の政策委員見通しの中央値+2.7%の達成は難しくなったが、これも一部で追加緩和観測が煽る理由の1つのようなのである。本行としては、政策の調整を行う際はあくまで2%の物価安定の目標の達成見通しの観点から行うこと、また政策の調整はGDPといった特定の指標に紐付けされているものではないということを、改めて市場に丁寧に説明していく必要がある。

第3に、目先の消費税率引き上げ後の消費者物価の姿については、先のセッションで述べた通り、4月の物価押し上げ幅はテクニカルな要因から当初から想定している2%より小さくなる可能性が高く、無用の誤解を避けるためにも市場に丁寧な説明が必要である。また、便乗値上げ、あるいは転嫁が十分に行われないケース等を総合して、5月以降の消費者物価コアの押し上げ幅が当初想定していた2%に落ち着くかどうかにも注視している。仮に、5月以降の押し上げ幅が2%に満たなければ、それは需要の基調が弱いために転嫁が十分になされなかった、すなわち物価の基調が弱いというように解釈できるし、逆もあり得ると思う。ともあれ、税率引き上げを除くベースの消費者物価コアが、本行の見通しどおり暫くの間1%台前半に踏みとどまるかどうか注視したい。

なお、消費者物価については、政策委員の見通しがコアで示されていることもあり、コア指数に過度の注目が集まっている憾みがある。コア指数は物価の趨勢を示す重要な概念の1つであるが、「物価安定の目標」はコアで定義されている訳ではない。私としては、コア指数も重要だが、より重要なのは賃金を含む幅広い物価指標のバランスの取れた改善であり、それが「物価安定の目標」に込められた精神であると思うので、そうした情報発信も重要であると思う。4月からの消費税率引き上げで人々の物価上昇に対する関心は必然的に高まるであろう。そうした中で、日本銀行が、物価さえ2%上がれば良いというスタンスを取っているかのような誤解が生じないように、改めて丁寧に説明していく必要性を感じている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合で決定した支援オペの拡充・延長の評価とそれを受けた今後の政策姿勢について、4点申し上げたい。第1に、今回の措置への金融機関の反応は概ね良好で、大手行では成長基盤強化ファンドを拡充する動きが出ている。借入需要が依然強くない中、今回の措置だけで銀行貸出が大きく増加しそれを通じて景気刺激効果が発揮されるとは思わないが、多少後押しとなることは期待される。前回は申し上げたが、量的・質的金融緩和に過度に依存すべきでないという私自身の考えに照らしても、今回の決定は妥当だったと改めて思う。

第2に、今回の措置の副次的効果として期待されたのは、当預先金融機関への短期資金供給を強化することで、マネタリーベースの目標達成を容易にすることだったと思う。固定金利オペを通じた資金供給拡大が次第に難しくなったことを受け、本行が今後短国オペによる資金供給を強化するとの観測から、短国レートが大きく低下していた。今回の措置は、マネタリーベースの目標達成を助ける効果は相応にあると思うが、その後も短国レートが再び大きく低下したことを踏まえると、金融市場では、短国オペに強く傾斜しないとマネタリーベースの目標達成は難しいとの見方がなお根強く残っていると思う。他方で、短国レートが大きく低下しかつ不安定であることは、量的・質的金融緩和が円滑に進んでいない等の観測を生みやすいという問題があると思う。今回の措置を経てもなお、マネタリーベースの目標達成には不確実性が残ることから、将来仮に追加緩和措置を検討する場合には、その効果と副作用の比較衡量に加えて、こうした技術的な面も十分にも配慮してその是非を慎重に議論すべきと考える。

第3に、今回の措置が貸出金利の引き下げ競争を煽り、利鞘の縮小を助長すること等を通じて金融機関の財務体質を脆弱にするリスクには、十分

に目配りしていく必要がある。既に銀行の平均貸出金利は歴史的低水準を更新し続けており、ひとたび景気情勢が悪化すれば問題が顕在化する可能性があると思う。他方、地域金融機関の中には、貸出利鞘の縮小を運用部門の利益拡大で穴埋めしようとする傾向も見受けられる。リスク資産の保有拡大は、量的・質的金融緩和で期待された効果の1つであるとはいえ、リスクテイク行動が行き過ぎれば市場価格を歪め、金融機関の財務リスクを高めることになりかねない。こうした点については、考査を通じて今後しっかりと点検していくことが必要だと思う。

この点に関連して、海外の状況をみると、リーマン・ショック後、金融面での不均衡形成を回避し金融システムの安定を維持する手段として、プルーデンス政策が重視される傾向が強まっている。反面、この分野でのマクロ金融政策の重要性が相対的に低下しているように見受けられることは気掛かりである。例えば、国内銀行の不動産向け貸出だけを監視していても、その他のチャネルを通じて不動産取引がファイナンスされ、バブルに繋がる可能性がある。中国ではシャドーバンク問題が起きているし、ドイツでも、国内銀行の不動産向け融資が抑制される中で大都市を中心に不動産価格が高騰している。わが国でも銀行の不動産向け貸出が依然抑制される中で、個人マネーも集めるREIT等を通じたファイナンスにも助けられ、不動産取引はかなり活況である。金融資産市場で各種価格に行き過ぎが生じれば、経済と金融システムの安定を揺るがすことにもなりかねないので、プルーデンス政策を過信することなく、マクロ金融政策面からの十分な配慮が必要だと考える。

第4に、今回の決定を受けて金融市場では、措置本来の効果よりも、「2倍」というキーワードを含めたメッセージ性や追加緩和への期待を繋いだといった側面がより注目された感があり、やや残念に感じている。加えて、金融市場は、本行の政策が株式市場の動きと関連しているとの認識を従来よりも強め、その結果、追加緩和を巡る市場の思惑からボラティリティが高まりやすくなった可能性もある。金融市場の動きには常に注意を払うべきだが、ファンダメンタルズに大きな変化がない中で、サプライズの演出

等も含めて市場の期待をコントロールしようと試みることは、一時的にはともかく持続的には実現が難しく、また危険を伴うと思う。一時的な効果であれば実体経済を攪乱させるだけで、仮に、ある程度の期間影響を与えることができるのであれば、それはファンダメンタルズから乖離した不均衡形成に繋がりやすいと思う。またそうした試みは、結局は、逆に金融政策が金融市場に強く影響される結果になりやすく、それは金融政策の自主性が失われた状態、市場に支配された状態である。市場の動きや期待にも配慮しつつ金融政策を調整するファインチューニング的手法は、確かに1つの政策のあり方だとは思いますが、量的・質的金融緩和という大きな副作用を孕む政策の下では、このようなアプローチは妥当ではないと考えている。以上である。

黒田議長

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従来からの方針を維持することが適当ということ意見が一致していた。先行きの金融政策運営についても、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が大方の意見であったと思う。すなわち、日本銀行は2%の物価安定の目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うということである。

量的・質的金融緩和の効果については、引き続きしっかり働いていると思う。巨額の国債買入れもあり、わが国の長期金利は低位で安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下方向にあると考えられる。企業や家計の支出活動を支える金融環境については、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

貸出増加支援資金供給などの制度の見直しについては、多くの委員が触れられたが、基本的には金融機関から前向きに受け止められており、メガ

バンクがこれらに応じた貸出ファンドの増額を決めるなど、早速反応もみられており、今後、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が期待できると思う。この制度の見直しについては、前回基本的な決定が行われ、今朝、具体的な制度の見直しの決定が行われたが、一方でこれが何らかの追加緩和期待を高めることになったのではないかという懸念も表明された。執行部としては、この制度が金融機関の積極的な融資活動、そして企業や家計の前向きな資金需要の増加を促すことに繋がるよう、努力していきたいと思う。

金融政策運営や金融環境に関してさらにご意見がありましたら、どうぞ。

岩田副総裁

ポジショントークの面もあると思うが、市場では追加緩和期待が根強いと言われている。ただ、最近の大勢を観察してみると、「消費税増税後辺りから円安の効果が剥落し、需要面からの上昇要因も大したことがないので、物価見通しが 2%のトラックから外れてしまい、1%台も維持できないのではないか」と言うマーケットエコノミストがいるが、これは、アウトカムベースで日銀のシナリオが崩れるから追加緩和が必要であるという見方であって、これは見通しの違いによるものである。逆に言えば、2%の目標がオントラックであれば追加緩和は必要ないということが、市場も段々分かってきていると思う。総裁記者会見等での説明もあって、日本銀行のスタンスが前よりは理解されてきていると思っている。ポジショントークで追加緩和を言う人はいるが、全体では理解されてきていると思っている。

黒田議長

他にご意見がなければ、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。まず、財務省の古川禎久副大臣お願いする。

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（2次速報値）が前期比年率で+0.7%と、5四半期連続でプラス成長となるなど緩やかに回復しており、物価についても緩やかに上昇している。

日本銀行におかれては、引き続き量的・質的金融緩和を着実に推進され、できるだけ早期に2%の物価安定の目標を達成することを期待している。この観点から、前回の金融政策決定会合で決定された貸出増加支援資金供給および成長基盤強化支援資金供給の延長・拡充は、量的・質的金融緩和の効果波及メカニズムを強化する適切な取組みと評価している。

政府としては、来月実施される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ことが極めて需要と考えている。このため、平成25年度補正予算が来年度前半に的確に経済効果を発揮するよう、政府全体として同予算の7割程度を本年6月末まで、9割程度を9月末までに実施するという具体的目標を設定し、各省庁における早期実施の取組みを強力に促すこととしている。

加えて、平成26年度税制改正法案とともに先般衆議院を通過した平成26年度予算案についても、早期成立に向けて引き続き取り組むとともに、成立後に着実な執行に努めることで、来年度前半の景気下振れリスクに万全を期していく。

民需主導の持続的な経済成長を実現する観点からは、先般取りまとめた「産業競争力の強化に関する実行計画」と「成長戦略進化のための今後の検討方針」を踏まえ、成長戦略の迅速な実行・さらなる構造改革に取り組んでいるところである。

先般開催されたG20では、今後5年間でG20全体のGDPの水準を2%以上引き上げることを目指すことが合意されたところであり、世界経済の成長に貢献する観点からも、成長戦略を通じてより高い成長の実現を目指すことが重要と考えている。

デフレ脱却・経済再生にはここからが正念場となるが、こうした一連の施策により、経済の好循環実現に向けて全力で取り組んでいく。私からは

以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣お願いする。

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（2 次 QE）では、実質成長率は前期比年率 +0.7% と 5 四半期連続のプラスとなった。また、最近では個人消費や住宅投資で一部に駆け込み需要がみられる。先行きについては、輸出が持ち直しに向かい各種政策の効果が下支えする中で、家計所得や投資が増加し景気回復基調が続くことが期待される。ただし、国際金融資本市場の動向やその影響、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減には注視していく。

本日の金融政策決定会合において、貸出増加を支援するための資金供給、成長基盤強化を支援するための資金供給の具体的な制度見直しが決定された。政府としても、補正予算の早期執行や 26 年度予算の早期成立を図り、需要を創出していく。また、2 月 25 日に「国家戦略特別区域基本方針」の閣議決定を行い、本方針に基づき 3 月末までに具体的な区域の選定を行うなど、成長戦略をさらに加速させ、企業の新たなチャレンジを後押しし、投資機会を創出していく。こうした政府の取組みと相俟って、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が高まっていくことが期待される。

また、約 130 兆円の運用資産を持つ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）については、そのポートフォリオの見直しをはじめ、今後の賃金・物価の上昇なども視野に入れたフォワードルッキングな改革を行っており、2 月 27 日、国内外の機関投資家との共同投資協定に基づくインフラ投資の開始を決定したところである。

安倍内閣は、世界で 1 番企業が活躍しやすい国の実現を目指し、「日本再興戦略」において、対日直接投資残高を 2020 年に倍増する目標を掲げ

ている。2月27日から対日直接投資に関する有識者懇談会を開催し、外国企業経営者の方々から直接ご意見をお聞きしながら、税制、規制改革、外国企業の誘致支援策などの課題について検討を深めていく。委員からの提言を、年央を目途に予定している骨太方針の策定や「日本再興戦略」の改訂に反映させていく。法人税改革については、明日から政府税制調査会のディスカッショングループにおいて本格的な議論が始まる。経済財政諮問会議においても、検討を深めていく。

TPPについて、2月に行われたシンガポール閣僚会合では、ルール分野においては、これまで難しい課題が残されていた知的財産、国有企業などでも多くの進展があった。また、市場アクセスについても、物品のほか、サービス、投資、政府調達、一時的入国など、全般に亘って精力的に交渉を行い、実質的な協議を進めた。各国が抱えるセンシティブティに配慮しながら、アジア太平洋地域に21世紀型の新たな経済統合協定をともに作るという共通の機運と信頼関係が醸成され、交渉全体に方向感が出てきたと評価している。引き続き、TPPが目指す包括的でバランスの取れた合意を達成できるよう、各国とも最大限協力していく。

2月20日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。消費者物価は緩やかに上昇している。先行きについては、景気回復に伴う需給ギャップの改善が消費者物価の上昇に寄与していくことが期待される一方で、今後の為替動向によっては、輸入物価の上昇による押し上げ効果が低減していくことも見込まれることから、その動向を注視していく必要があると考えている。日本銀行には、2%の物価安定目標に向けて引き続き取り組むことを期待する。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、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。

[事務局より議長案を配付]

他に議案を提出される方はいるか。木内委員どうぞ。

木内委員

パラグラフ 6 について、前回と同様の修正を提案したいと思う。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

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

内田企画局長

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

続いて、議長案の対外公表文案である。「2014 年 3 月 11 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. 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。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直しが明確になっている。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の、引き続き住宅投資は増加し、個人消費は底堅く推移しており、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、鉱工業生産は伸びが幾分高まっている。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%台前半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、暫くの間、1%台前半で推移するとみられる。5. 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。6. 日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。このような金融政策運営は、实体经济や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

最後に木内委員案であるが、議長案の6.の記述を、「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」とする案である。

公表文案の変更点は3.のみで、輸出について「このところ横ばい圏内の動き」としたこと、設備投資について「持ち直しが明確になっている」としたこと、鉱工業生産について「伸びが幾分高まっている」としたこと、この3点である。

黒田議長

ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればどうぞ。

白井委員

前回に引き続き、対外公表文の5.のリスク要因の記述についてのみ反対したい。リスク要因が海外要因のみとなっており、「国内の雇用・所得環境の改善ペース」が含まれていないからであるが、簡単に理由を申し上げる。私自身は、経済・物価の見通しは、現状だけでなく、期待される先行きの所得環境の改善ペースに大きく依存するとみている。第1に、現在は様々なアンケート調査で先行きの所得が減少するとの予想があること、第2に、実質可処分所得は昨年8月以降マイナスが続いていること、第3に、春闘での所定内給与の上昇率がプラスに転じる可能性はあるが、大半は一度限りの企業の協力、あるいは地方公務員の賃金削減の復元も影響しているので、一時的である可能性があり、恒常所得の上昇期待は今のところ確認できないことである。このため、現段階ではリスク要因と認識しており、このリスク要因を記述した方が良いと思っている。以上である。

黒田議長

白井委員の修文についてご意見があればどうぞ。それでは、白井委員の反対があった事実については、先月同様、対外公表文の最終案に脚注を付して記述する取扱いとしたいと思うが宜しいか。

それでは最初に金融市場調節方針、その後に木内委員案も含め対外公表

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

[11時35分 政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

次に、木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員が提出された対外公表文に関する議案は、反対多数で否決された。執行部は、金融市場調節方針、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

配付は省略させて頂くが、1つ目の注で、白井委員の反対理由として「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、5. の記述に反対した」、2つ目の注で、木内委員案として「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。

黒田議長

ただ今説明のあった修正後の対外公表文に異議はないか。それでは、最終案がまとまった。対外公表文に関する採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[11時42分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針は、全員一致で可決された。木内委員案は、反対多数で否決された。

VII. 議事要旨（2月17、18日開催分）の承認

黒田議長

最後に、2月17、18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、14日金曜日8時50分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4月7、8日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時ちょうどである。

黒田議長

解禁時刻は12時ちょうどとなった。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お願いします。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。

(11時55分閉会)

以 上