

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年4月7日（14:00～16:08）

4月8日（9:00～11:45）

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 佐藤慎一 大臣官房長（7日）
古川禎久 財務副大臣（8日）
内閣府 梅溪健児 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

I. 開会

(14時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、3月10、11日開催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。財務省からは佐藤慎一大臣官房長、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

はじめに金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料-1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降の金融市場は、会合直後はウクライナ情勢や中国経済の減速懸念からややリスクオフの展開の後、3月下旬以降、少なくとも先週末の米国雇用統計まではリスクオンの展開になり、各国でエクイティ、さらにはハイイールド債などのデットが買い進まれた。

図表 2 をご覧頂きたい。金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約 60~70 兆円のペースで増加させる方針に沿って調節を行っている。マネタリーベース、本行保有国債とも着実に増加している。1 点申し上げておきたいのは C P についてである。ご承知のように C P は季節性の強い商品であり、3 月末の大量の期落ちを想定し、3 月中の C P 買入れは、通常 1 回 4,000 億円のところを 1 回 5,000 億円とペースを若干上げて買っており、3 月 20 日時点での残高は 2.5 兆円までいっていたが、期末は本行保有の C P のうち 7,000 億円以上が一気に期落ちし、3 月末時点の残高は一時的に 1.9 兆円と減少している。金融市場局では、4 月は 1 回当たりの C P 買入れを 4,500 億円と若干ペースを上げて、残高を速やかに 2.2 兆円程度に戻していく方針である。

次に、図表 3 をご覧頂きたい。短期金融市場では、本行による潤沢な資金供給のもとで緩和感が浸透している中、多くの市場参加者が、3 月期末のキャッシュ潰し、つまり期末の日銀当座預金残高を少なくみせたいという考えからレポでの資金放出を図った。このため、期末日には短期資金の出し手ばかりで取り手が見当たらないという、金融危機と正反対の現象がみられた。この結果、レポ金利は、期末日には若干のマイナスとなっている。短期国債金利も 0.02% 台へ低下した。4 月入り後は期末のキャッシュ潰しが一巡し、レポ金利は比較的速やかに戻している。短期国債金利も 4 月入り後は 0.05% 前後にまで戻している。もっとも、短期国債については、前回ご説明したとおり、先行き本行がマネタリーベースの目標達成のために相当なペースで短期国債を買わなければならないだろうという思惑のもと、短期国債金利がこれ以上上に戻る可能性は低いという見方が一般的である。

図表 4 は米国の短期金融市場であるが、F e d の tapering に関する市場の見方は、今後の毎回の F O M C で 100 億ドルずつ縮減し、10 月の F O M C で tapering 完了という見方で変わっていない。この間、イエレン F R B 議長が、3 月の F O M C 終了後の記者会見で、tapering 終了から利上げまでの期間について 6 か月という具体的な期間に言及したことが市

場の関心を集めた。市場では、どちらかと言えば議長の失言とみる見方が多く、先行きの利上げ時期についても、例えば、10月プラス6か月で来年4月といったところまで前倒しされた訳ではないが、一方で、議長発言については、議長の深層心理の吐露といった見方も一部にあり、これらの見方の加重平均として、予想される利上げ時期が若干前倒しになった。図表4(3)の米国2年債金利もイエレン発言を受けて若干上昇している。

図表6は内外の長期金利であるが、前回会合直後はウクライナ情勢、中国の景気減速懸念から一旦低下する局面がみられたが、3月末以降は、リスクオンの市場センチメントや各国における株価上昇の中で長期金利も上昇傾向をたどり、その後、本日は米国の雇用統計後の株安を受けて、本邦でも若干低下し、結果的には前回会合時とほぼ同じ水準となっている。図表7の本邦長期金利は、金融調節の関連で、前回会合までの数か月間、オペに新発債が持ち込まれる傾向が強まり、買入国債の平均残存期間が、7年ではなく8年にかなり近づく傾向があった。これを踏まえて、3月13日から10年超の超長期国債の買入オペについて、それまでの1回1,800億円から1,700億円と若干減額した。これを受けて、3月13日の長期債市場では、先物価格が一瞬顕著に反応する局面がみられたが、超長期債市場は、基本的には、金利が少しでも上がったなら買いたいという生保などの安定投資家が待ち構えている市場であり、超長期金利は、上がったところで買いが入り比較的速やかに戻している。

図表10はデットマーケットであるが、市場のリスクオンのセンチメントを受けた search for yield の動きの中で、先進国で比較的利回りの乗っているデットが買い進まれる展開になった。とりわけ、欧州周縁国の国債金利やハイイールド債の金利低下が顕著となっている。

次に、図表11の各国の株価であるが、先進国の株価も前回会合直後はウクライナや中国への懸念から一旦下落した。その後、3月下旬以降はリスクオンのセンチメントの中で買い進まれ、上昇傾向をたどった。米国株については、先週金曜日の雇用統計が市場の期待を若干下回ったことが利喰いのきっかけになり、金曜日には下落した。もっとも、欧州の株価は、

この中でもなお強く、リスクオンのセンチメントは基調としては続いているという見方が市場では多いように思う。新興国の株価も同様に、リスクオンのセンチメントの中で、3月下旬以降は上昇傾向をたどってきている。

図表 13 の為替レートをご覧頂くと、基調的にはリスクオンのセンチメントの中、とりわけイエレン議長の3月FOMC後の記者会見のあと、ドルが再び上昇している。ドル/円レートも、前回会合以降はウクライナや中国の懸念を背景に若干円高となる局面もみられたが、3月末以降は再び円安ドル高方向の動きとなり、その後、先週金曜日の雇用統計で若干円高方向に戻し、現在は103円台で推移している。この間、ユーロは総じて堅調な推移を続けてきたが、4月3日のECB理事会後の記者会見でドラギ総裁が、ユーロ高を牽制する発言、量的緩和の可能性を示唆する発言を行ったことを受けて、ユーロはドルに対して下落し、現在は1ユーロ=1.37ドル前後で推移している。図表 13 (2) のドル/円と日経平均の関係であるが、前回会合後も株価の下落局面でも円高進行の度合いがかなり小さめとなる傾向がある。前回も申し上げたが、マーケットでは1ドル=101円近辺では輸入業者のドル買いが入りやすくなっており、貿易赤字の持続傾向が需給面から円高になりやすくしている格好である。また、本邦については、株価市場の変動に比べて、債券市場、ドル/円市場の変動がかなり小さめになっているが、こういったボラティリティの違いの背景にはこのような実需があると思う。もっとも、3月末以降は、内外のリスクオンのセンチメントの中で、再び円安ドル高と株価上昇が並行して進む局面がみられている。

図表 14 の新興国の為替レートは、新興国通貨は、かつてウクライナや中国への懸念から一旦売られていた中東欧、ラ米の通貨が、3月下旬以降はリスクオンの中で再び買い戻される展開となっている。ロシアルーブルやロシアの株価も一旦大きく値を下げたが、その後、買い戻される展開になっている。この間、図表 15 (2) の中国人民元は、3月17日に変動幅がこれまでの倍に拡大された後、今も1ドル=6.20元付近で推移している。

マーケットでは、長期的には再び人民元高方向とみる向きが多いようであるが、目先については、当局の姿勢を読みかねていると思う。

図表 17 の商品市場をご覧頂くと、典型的なリスクオフ資産である金は、前回会合後もウクライナ、中国の懸念が強い時期にはさらに買い進まれていたが、その後はリスクオンのセンチメントの中で価格は低下傾向をたどっている。銅と鉄鉱石については、前回会合前に、中国においてドルファイナンス目的で使われており、これに対して中国当局が監視を強めているという見方があり、これを受けて価格が下落していたが、足もとではこれらの価格も戻す展開となっている。

続いて、図表 19 の金融調節であるが、国債買入オペは、先程申し上げたように、前回会合以降、新発債がオペに持ち込まれやすいため、平均年限が7年台の8年に近いところで継続的に長期化するという傾向があった。このため、3月13日から、超長期のところを1,700億円と若干減額した。この金額の発表直後、先物価格が一瞬反応する局面がみられたが、実需の買いが根強く比較的速やかに金利は戻している。なお、買入国債の平均残存期間は、1月、2月は7.8年であったが、3月は6.9年となっている。図表 20 の共通担保オペについては、4月初から、昨年供給した1年物のオペが期日を迎えており、金融市場局としては、主要オペ先のニーズを聴取しながら、ロールオーバーのニーズが比較的強いところを狙ってオペを打っている。4月1日、3日分については、それぞれ期間4か月、3か月でオファーしたが、まずまずのロールオーバーであった。マーケットでは、仮にロールオーバーが少ない場合は、その分日本銀行が短期国債買入れを増やさなければならず、結果的に短期国債金利が下がりやすくなるといった見方が多かったように思う。このロールオーバーがまずまずだったことで、短期国債金利はその後比較的速やかに0.05%前後まで戻っている。もともと、共通担保オペがロールオーバーされると、今度はそのキャッシュをどこかで潰すニーズが出てくると思うので、短期国債レートはこの面から下落圧力がかかり、これ以上なかなか上がりにくい状況が続く可能性は高いと思う。金融市場局としては、当面、短国の買入自体が困難にな

る可能性が高いとはみていないが、引き続き、動向を注視していきたいと考えている。

以上、内外のマーケットについて、前回も、世界の金融マーケットが比較的ポジティブな面に目を向けやすいということを申し上げたが、前回合合直後については、ウクライナ、中国に関連してややリスクオフの局面がみられた。もっとも、3月下旬以降、再び市場が様々な事象のポジティブな面に目を向けがちである展開のもとで、株やリスク資産が買われる動きが目立った。例えば、ウクライナ情勢については、ロシア、欧州に大きな影響を及ぼすような制裁合戦にはならないだろう、中国も成長率を確保するための方策を打ってくるだろう、新興国の引締めは内需にはあまり大きな影響を与えないだろう、米国のこれまでの不冴えな指標は天候要因が大きく基本的には米国経済は堅調だろう、一方で、イエレン発言は失言だろうといったように、自らにとってポジティブな解釈をしがちといった面はあったと思う。このような市場の見方には、楽観過ぎるところがないか、仮にこのような見方が正しいとすれば、現在の世界の長期金利の水準や、米国の利上げはゆっくり行われるといった見方と整合的かどうかという論点もあろうかと思う。この点、例えば、先週末の米国雇用統計が19.2万人増加となかなか堅調な数字であったにもかかわらず、利喰い材料となったことは1つの象徴的な出来事かと思う。これらの点も踏まえて、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

ご質問があればどうぞ。

木内委員

長期国債買入れの平均残存期間について、年明け以降、カレント物の落札の比率が高まり平均残存期間がやや長期化し、一方で3月は思いのほか短期化するというように非常に不安定である。ただ、デュレーションが長期化している背景には、既存の既発債の流動性が落ちているという構造的

な背景もあると思うし、もし今後金利先高観が出てきた時には、どうしても長いものが入りやすくなり長期化するので、一時的な問題ではないかもしれないという不安がある。一方で、新発債のデュレーションが長期化していることもあるので、仮に、本行が買入国債の年限長期化を容認しているという見方が出ると、政府の国債発行と併せて財政ファイナンス的なニュアンスも出てくるので、そういった感じが出るのは良くないと思う。3月は一応短期化したが、これはやや水物という感じもする。今後もし長期化する傾向が出た時の方策としては、今のように超長期をさらに減額していくのか、あるいはもう少し踏み込んだ対策が必要になるのかどうかについて、見通しがあれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

本行の買入額が大きいということは、基本的には償還も踏まえると新規の発行額を上回っているということであり、マーケットのどこかから国債を持ってきているということである。マーケットが持っている国債が徐々に減っているという意味では、新発債がオペに入りやすくなっているのは木内委員がおっしゃるとおりで、intended consequence の部分がある。当面は、この方策である程度いけるのではないかと考えている。その理由としては、1月、2月はある程度長くなりやすいという要因もあり、年が明けるとマーケット的には既発債を売ることによって益出ししたいというニーズも若干あるので、これまでに比べれば短いところも入ってきやすいと考えている。当面、この方策である程度はいけるのではないかと考えているが、先行きについては、市場の動向を注視しながら考えていきたいと思う。

白井委員

共通担保資金供給オペであるが、1年物の償還があり、合計3.5兆円に対して2.5兆円程度とそれなりの応札もあり、色々なニーズを聞いて4か月とか3か月という判断をされたということであるが、もう少し長期にす

るとか、1つの満期だけではなくて幾つかの満期を組み合わせたオファーとするなど色々あると思うが、その辺りについてのマーケットの声はどのような感じか。

山岡金融市場局長

率直に申し上げると、1年のニーズはなかなかない。昨年同時期と比べて金利観が大分違って安定してきているということがあると思う。現段階では、3か月物、4か月物のニーズが多いが、これらを組み合わせてオペを打つ時に、向こう側のリスク管理のニーズと合うかどうかである。これについて聴取したところ、固定金利のリスク管理上、デルタの管理がしやすいのが3か月、4か月のところで、それ以外はあまりニーズがない。金融機関側のニーズをみても、実際には共担オペで3か月、4か月を0.1%で取りながらそのキャッシュを0.05%の短期国債で潰している訳である。利回りだけからすると経済合理性はなく、ある程度リスク管理のニーズに訴えていかなければならないので、目先のところはこれが一番良い手ではないかと考えている。

森本委員

それに関連し、1年物のロールの応札倍率が0.7倍程度で安心した。一方、今の資金需要からみると仕方ないとは思いますが、8,000億円の共担オペが0.1~0.2倍台の倍率で推移している。金融では先方に先行きの方向がある程度みえていることは大事だと思うが、金額でも市場のニーズに応じ少し変化をつけるなど、何らかの工夫があっても良いのではないかという気もするが、どうか。

山岡金融市場局長

森本委員のおっしゃることはごもっともであり、われわれも色々考えている。資金調達に対する不安感がある場合には、デュレーションに対する不安感を与えることで資金需要を刺激することは有効かもしれないが、現

在は緩和感が浸透しており、例えば「1 か月であれば取れるが 2 か月、3 か月では取れないかもしれない。6 か月は、もっと取れないかもしれない」といった不安感があるかという、あまりない。率直に申し上げて、資金の期間に関する不確実性を使って刺激するのは難しいのではないかと考えている。

森本委員

ずっと 8,000 億円だが、例えば 4,000 億円にしてみてもどうかとも思う。やはり応札倍率が 0.1~0.2 倍というのは少し気になる。資金調達面で上手く回っているのであればあまり問題ないのかもしれないが、ずっとこういうかたちが続くと、少し気になる。

山岡金融市場局長

8,000 億円については、方針として 8,000 億円を目処と決めているのでそれに従っている。これを例えば 4,000 億円や 2,000 億円にするとどうなるかということだが、倍率そのものはマーケットではあまり気にしていないと思う。日本銀行が色々なオペで供給する中で、8,000 億円という定額のオペが決まっており、この倍率が 0.1 倍や 0.2 倍としても、倍率そのものを気にする人は今はあまりいないと思う。

佐藤委員

目先のマネタリーベースの見通しとオペの運営方針について伺いたい。共通担保オペは、取り敢えず 1 年物が期落ちを迎え始めているが、この先さらに期落ちが続く。これがロールされれば良いが、全額ロールされる可能性はかなり低い。その結果何が起きるかという、4 月はともかく、5 月辺りはマネタリーベースが変動してしまう——有り体に言えば、減ったように見える——ことが起こり得ると思う。基本的には、ディレクティブで、執行部に対して、マネタリーベースを年間約 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言っているのみで、月々の振

れについて特に細かいことは何も言っていないので、執行部の裁量ということになると思うが、執行部としては、月々の振れをある程度均しに行くのか、あるいは全く自然体で臨むのか、その辺りの考えを聞かせて頂きたい。私個人としては、無理矢理均しに行く必要はなく、もしそれをやろうとすると、短国買入れを増やさなければならなくなり、短国金利に余計な低下圧力をかけることになると思う。この辺りはどのような方針で臨むのか、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

私も佐藤委員と同様の考えで、無理矢理均しに行く、すなわち均すためにマーケットに影響を与えてしまうというようなことはしないということかと思う。一方で、年間 60～70 兆円のペースで増やしていくとコミットしているので、全く放置する訳ではないが、季節的な変動を完全に均しに行くことまで考えている訳ではない。自然体で対応できるところはやっけていくということかと思う。

佐藤委員

月末対比でみた時に、5 月末のマネタリーベースが 4 月末対比減っているように見える可能性があると思うが、そこは仕方がないということか。

山岡金融市場局長

それは季節変動であり、マネタリーベースを伸ばしていくという日本銀行のコミットメントに疑念を持たれない範囲であれば、それはそれで説明していくことかと思う。

中曾副総裁

一連の質問の延長線上で確認であるが、共通担保オペは不足日に供給して余剰日に足を置くという平準化の仕方が一般的な運用であったと思うが、今のように超過準備が大量にある場合、オペの期日や足を設定する際、

需給を考慮しても仕方ないというようになってきているのか。

山岡金融市場局長

そのウエイトはかなり落ちてきており、既に借りている人のロールオーバー需要にどの程度配慮するかウエイトが上がっていると思う。新しく借りる人はあまりいないので、実際ロールオーバーをする人が、どのようなタームの資金であれば使いやすいかということへの配慮のウエイトが増えていると思う。

中曾副総裁

例えば、余剰日に足を持っていくことで少しでも応札倍率を高めようとしても、それは限界があるということか。

山岡金融市場局長

例えば、不足日に非常に不安がある、あるいは先行きどの期間で資金が取れるか分からないという不安感が強い状況では、そのような手も考え得ると思うが、今資金を取ることに對して不安がある訳ではないので、ロールオーバーする側のリスク管理上のニーズが、相対的に大きなウエイトを占めることになると思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

資料-3（参考計表）【追加】に沿って、海外経済・国際金融の現状評価についてご説明する。図表1の製造業PMIは、3月のグローバル製造業の生産PMIは53.4と2月に比べ1%ポイント強低下した。中国を中心に新興国の低下が寄与した。因みに、今月、低下幅が最大だったのは日本

で、レベルでは中国が最低となっている。

米国経済については、3月の製造業PMIは55.5と僅かに下落したが、これは寒波で上昇していた入荷遅延が大きく改善したことによるものである。図表2-1(3)のISM製造業指数は、入荷遅延の改善が下押しに寄与しているが、生産の大幅改善によって53.7と着実に改善した。(4)の名目小売売上高(除く自動車、ガソリン、建材ベース)は、2月の前月比が+0.3%と幾分持ち直したが、衣料品、百貨店、飲食店は引き続き弱く、寒波の影響が残っている。一方、3月の自動車販売台数は、年率1,668万台と4か月振りに1,600万台を回復した。図表2-2(1)の実質個人消費は2月までのデータであるが、耐久財を中心に鈍い動きとなっている。サービスが増加しているが、オバマケア関連や暖房支出が寄与したものである。もっとも、3月の消費者コンフィデンスは、コンファレンスボード指数、ミシガン大学指数ともに高水準を維持している。先週末発表の非農業部門雇用者数は、3月は19.2万人の増加、失業率は労働参加率も上昇したため6.7%で不変であった。(5)の非国防資本財(除く航空機)は、このところ冴えない動きとなっている。ただ、(6)の建設支出は、オフィス、ショッピングセンター等で緩やかな回復が続いている。米国経済は、基調の強さを明確に判別できるだけのデータが出揃っていないが、3月中旬辺りから寒波の影響は和らぎつつあり、この間、コンフィデンスは高い水準に維持されたことから、今後も回復基調が維持される可能性が高いという見方を基本に据えて良いと考えている。ただし、設備投資の先行指標や住宅指標をみる限り、一頃に比べ持ち直しているとはいえ、企業や家計は投資活動になお慎重で、回復に弾みがつくフェーズにはまだ入っていない。逆に言えば、企業や家計のバランスシートはさらに改善して、ショックに強い体質になっていることから、角度が顕著に上がっていないにせよ、回復の持続性は高まっていると思う。

欧州経済については、図表3の(2)PMI、(3)コンフィデンス等のソフトデータをみると、3月まで改善基調を保っている。(5)の生産は1月までのデータであるが、鉱工業生産は暖冬によってエネルギー生産が落

ち込み、横ばい圏内にとどまったが、製造業生産は改善を続けている。製造業PMIは改善基調を続けている。(6)の物価は、HICP総合指数は前年比+0.5%と、2009年11月以来の低い伸びにとどまった。ただし、前月との乖離幅である0.2%ポイントの大半は、昨年为天候不順による食料品価格上昇の裏やイースターの月ずれによるもので、実勢は前月と不変である。

図表5の中国経済は、1~2月の諸統計が公表されソフトデータが示唆していた以上に鈍化した。なかでも工業生産は、電力、ガス、鉱業、鉄鋼、非鉄、輸送機械等幅広い品目で伸び率を低下させ、前年比伸び率は12月の+9.7%から+8.6%まで低下した。暖冬で燃料需要が低下したことや、昨年ミニ景気対策の反動も寄与しているとみられる。また、(3)の小売売上高も、前年比が昨年12月の+13.6%から+10.8%まで低下したが、理由は不明だが過去にも1月に階段状に伸び率が低下している。また、物価上昇率が下落していることから、実質で見れば昨年1月よりはやや高い滑り出しとなっている。3月のHSBC/Markitベースの製造業PMIは48.0とさらに低下した。国家統計局ベースの統計では50を僅かに上回っているが、過去も3月に上昇するクセがみられるので、割り引いてみる必要があるかと思う。ただし、輸出向け受注指数は、いずれのベースでも4か月振りに50を上回った。中国当局は中小企業支援、バラック住宅地区の改造、鉄道建設等景気失速を回避するための措置を取る構えをみせているが、具体的な効果がどのように発現してくるか注目される。シャドーバンキングセクターの一部で綻びがみえ始め、不動産市場の一部に変調の兆しも窺える中で、中国の国有銀行が不良債権処理に積極的に対応する姿勢に転じるなど、金融システムを巡る動きにも変化がみられ始めており、今後、実体経済への影響を最小化しつつ、過剰債務問題を処理していくことができるかどうか、注目される場所である。

図表6のNIEs・ASEAN経済については、韓国、台湾の輸出は月々の振れはあるが、欧米向けを中心に改善基調が明確になってきている。一方、生産についてみると、韓国では、中国で罹災した半導体工場の復旧や

自動車のスト終了後の在庫復元一巡から、足もとやや弱い動きとなっているが、達観してみれば、持ち直し基調が維持されている。ASEANの内需は、インドネシアは底堅い動きとなっているが、タイを中心に鈍化した状態が続いている。

国際金融市場は、概ね落ち着いて推移した。材料として、ウクライナ、ロシア情勢、米国金融政策、中国の金融システム問題、ユーロ圏のデフレリスク等を掲げていたが、思惑に振れつつも、全般に楽観ムードが支配してきた。図表7-3(2)の新興国向けファンドフローをご覧頂くと、新興国の通貨、株価は、これまで下落幅が大きかった銘柄を中心に戻しているが、ファンドフローも、株式で足もと半年振りに流入超に転じたところである。

以上をまとめると、一部に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今回も踏襲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。

森本委員

減速が心配されている中国であるが、1~2月の足もとの経済指標は弱く、金融をはじめとして色々なリスク要因がある。昨年秋口頃から、統計の信頼性が比較的高いと言われていた電力消費量が大幅落ちてきており、心配している。そうした中で、先程、政府が政策対応を打ち出してきたという話があったが、民間では、少し小粒で効果はどうかという話が出ているようである。効果を注視していく必要があるという説明であったが、即効性はどうかという気がしている。その辺りは、どのような見方をしているのか。

外山国際局長

まさにその点が一番気になっているところである。確かに、政府に近いエコノミストと香港ベース等の民間エコノミストの間で、見方がかなり分かれているようである。政府に近いエコノミストは、7.5%近くまでもっていくことは比較的容易であると言っているが、民間では即効性も含めて厳しい見方をしている。第1四半期は7.2~7.3%にとどまるのではないかとといった見方をする向きもある。また、今回の景気刺激策については、政府としてもできれば民間の内需が自立的に上がってくる、あるいは輸出が上がってくることによって、できればこういったことを繰り返しは投入したくないということだろうと思うが、事務所を通して聞いているところでは、そのような展開にならなかった場合には、繰り返し波状的に色々な策を講じる用意があり、7.5%前後という目標を掲げた以上は、少なくともそれに近いところを狙って、当局は今後も動いてくる可能性が高いとみている。

木内委員

ユーロ圏と米国の景気の話をお聞きしたい。ユーロ圏で企業向けの貸出が安定化し、やや回復しているという数字になっている。国別にみると、中核国というよりはイタリア、スペイン、周縁国で伸びており、イタリア、スペインでは貸出金利も少し上がっている。これからすると、それなりに資金需要が出てきて、それに合わせて貸出が増えていると素直に回復と考えて良いのか、あるいは別の理由があるのか。家計向けではなく、特に企業向けだけが伸びているが、設備投資がまだ弱い中で資金需要が本当に回復しているのか、見方を教えて頂きたい。

もう1点は、米国についてである。米国の足もとの状況は、先程ご説明のとおりであるが、敢えて弱いところをみると、図表2-1(5)の実質輸出が、振れがあるとはいえ、足もとなぜこれほど弱いのか。前期比で1~2月はマイナスになっているが、世界情勢を考えるとそこまで弱いのはなぜか。また、図表2-2(5)の非国防資本財の出荷・受注であるが、昨年

からほぼ横ばいになっている。ただGDP統計で見ると、設備投資は昨年
からそれほど弱くなく、第1四半期では機械設備も結構出ているが、先行
指標である資本財の出荷・受注と実際のGDPの設備投資とのずれを、ど
のように解釈すれば良いのか。

外山国際局長

ユーロ圏では、確かに貸出金利が少し上がっていることも含めて、貸出
が漸く出てきた。基本的にはペントアップで、前向きの動きも出てきてい
るということで良いと思うが、アネクで聞こえてくる話としては、追い貸
し的なものもあり、その両面が作用して数字を作っていると思う。10月
以降に行われる悉皆的な調査等の結果をみて、判断できると思っている。

アメリカについては、輸出が足もと確かに弱くなっているが、基本的
には寒波の影響だろうと思う。生産が自動車等で落ち込んだといったこと
もあるので、サプライチェーンに組み込まれているカナダあるいはメキシコ
の部品の輸出入が少し落ちている。もう1点は、欧州と米国との間の貿易
関係が冬場にかけて大きく変化している。石油製品や化学といったところ
であるが、欧州は暖冬、米国は東海岸で寒波だったことで、どこで製造す
るか、何を持ってくるかというところで通常とは違う動きをしたことも影
響していると考えている。従って、基本的には、冬場の低調は一時的と考
えている。確かに、設備投資の指標が必ずしも整合的ではないようにみえ
ることがあるかと思うが、その背景は2点考えられる。1点目は、資本財
の輸入が結構持ち直してきていると思うので、設備投資に用いられる機械
類等が、必ずしも米国国内で供給されずに海外から輸入されている可能性
があるということ。もう1点は、オフィスやショッピングセンターなどの
建設関係の設備投資が持ち直しているので、こういったところが、GDP
ベースでの設備投資を比較的堅調なものにしていると思う。

白井委員

先程の説明では、米国の労働市場は順調に伸びているということである

が、専門家でも見方が分かれている。1つの見方は、短期失業率はリーマン・ショック前に戻っておりかなりタイト化しているが、長期失業率はまだリーマン・ショック前の倍であり回復していない。長期失業率には構造的な要因があり、建設や製造業がそれほど伸びておらず、そこが回復しない限りは改善しないと考えると、短期のところはかなりタイト化しているので、雇用はそれほど伸びないが賃金は上がっていくという見方と、もう1つの見方は、もっと成長していくと建設や製造業も良くなってくるので、長期失業者の数も減っていき、そうすると雇用が伸びて、その間賃金は直ぐには上がらないという見方がある。国際局としてはどちらの見方をしているのか。

外山国際局長

国際局としては、なかなかいずれにも決められないと思っている。

白井委員

どちらかと言うと、どうか。

外山国際局長

今回、雇用統計と家計調査と色々な指標が出て、先般、イエレン議長が気にしていると言ったその他の雇用関連指標も区々の動きをしており、労働市場がどんどん回復しているということではないと思う。Fedも色々な試みをしていると聞いているが、短期失業率、長期失業率、心ならずもパートタイムをしている人、心ならずも労働市場から出てしまった人など、色々なレベルの人がいて、この間、イエレン議長は具体的な例を挙げながら、困窮しているアメリカの市民を救わなければならないとスピーチで言っていた。物価に与える影響も、短期から長期など幾つかの段階で異なるので、どれがどれだけ作用しているかについて、それぞれの掛け目のようなものを考えて、そのうえで総合的にどれだけ物価に影響を与え得るかを、Fedも含めて色々な主体が試算していると聞いている。われわれも

同じようなことをやっていきたいと考えており、有意な結果を導き出せるのであれば、6月頃には報告できるのではないかと考えている。それまでは試行錯誤しながら考えたい。

白井委員

ユーロ圏の17か国の物価動向をみると、ほとんどの国は物価上昇率が下がってきているが、ドイツは表向き下がっているが2%台の伸びの項目もあり、デフレーション的などが改善する可能性もあると思っている。そこで少し疑問に思っているのは、ドイツのGDPデフレーターは2%を超えているが、HICPは0.9%で、この差がどこから来るのかという点である。消費は弱く、投資も最近若干伸びているが、GDPデフレーターが2%までいくのが不思議である。何が押し上げているのか、何か気がつくことがあれば教えて欲しい。

外山国際局長

ドイツが他国に比べて強いのははっきりしており、輸出セクターを中心として統一的な金融政策がドイツにとっては非常に favorable に作用しているということである。為替も含めてひとりだけ頭抜けているということだろうと思う。GDPデフレーターとHICPとの差については、HICPはかなりテクニカルな要素によって左右され、ドイツの場合、1年ごとにサンプル変更などがあり、今年1月に大きな話題になったのはパッケージツアーの料金である。ここで、昨年1月の変更の裏が今年出たということではあったが、その影響で0.2%程度の影響が出たと聞いている。

白井委員

それは下がったのか。

外山国際局長

そうである。そういったものの集積であるので、そこだけで評価するの

は難しいと思っている。

中曾副総裁

ECBの金融緩和政策について色々言われており、ドラギ総裁自身が記者会見で「あれも検討した、これも検討した」と言っている。イメージの湧きやすいものとしてはマイナス金利で、多分ユーロ安方向を狙っているような気もする。イメージが湧きにくいものとしては、SMPの不胎化の停止もメニューにあると聞いている。これはどの程度の流動性解放効果があり、狙いは何なのか。元々ECBに預けている先は流動性が潤沢なはずであり、流動性が解放されてもfragmentationにはあまり効果がないような気もする。この辺り、もし知見があれば願います。

外山国際局長

手許に具体的な計数がある訳ではないが、SMPについては、当初の段階ではそれなりに使われて不胎化もしてきているが、その後、発動実績が続いている訳ではないので、現在の過剰流動性の水準等に照らしてみても、これを停止したからといって、LTROの返済で大きく変動を積み重ねている過剰流動性にとっては、1つの要素程度のインパクトしか持たないと思う。ただ、このところは、SMP導入当初には、国債を買入れることに対して不胎化するのでこれは金融政策ではなく単に国債市場の安定を目指すものだという説明をしていたが、それを停止することについては、国債の買入れを必ずしもタブー視しないといった方向に舵を切り得るといったメッセージがあるのではないかと思う。

黒田議長

他にご質問がなければ5分間のコーヒープレイクを取りたい。再開は14時55分とする。

(14時50分中断、14時55分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

会合を再開する。国内経済情勢について執行部から説明をお願いする。

前田調査統計局長

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。図表1の3月短観では、製造業、非製造業、そして大企業、中小企業ともに「良い」超幅を拡大した。とりわけ非製造業については、大企業、中小企業ともリーマン・ショック前のピークを上回り、1991年11月以来の高さとなった。基調として内需が良好であることに、足もとの駆け込み需要の影響が加わったものと判断している。先行きについては、駆け込み需要の反動の影響から比較的大きめの反落が予想されている。ただ、短観では、水準が高い時には企業は先行きを慎重にみやすい傾向があり、反落後も水準としては総じて高めであることなどを踏まえると、景気の腰折れが懸念されているものではないとみている。

続いて、図表5の公共投資である。先行指標である（2）の公共工事請負金額は、高水準の中で一進一退となっており、工事ベースの（1）の公共工事出来高でも多少増加ペースが落ちてきている兆しが出ている。今後は、従来の経済対策の効果が減衰する一方、新しい対策が春以降押し上げ方向に作用するので、次第に高水準横ばい圏内の動きとなっていく見通しである。

図表6の輸出入は、2月の通関が発表になり、輸出は1月減少のあと2月は前月比+3.6%と大きめの増加、輸入は1月に大きめの増加となったあと2月は反落と、違う動きとなっている。この振れは、基本的には春節が1月末からと例年より早めに始まったことが影響しており、これが1月の輸出にはマイナス、輸入にはプラスに働いており、月々の振れもアジア向けが大きくなるなど地域別の特徴がみられた。1～2月を均してみると、1～2月の10～12月対比は、輸出が-0.8%と小幅の減少、輸入は+2.6%

とかなりの増加となっており、基調判断としては、輸出は横ばい圏内との評価で良いと思っている。先行きについても、前月と同じ見方を維持することで良いと思っているが、繰り返しになるが、4～6月には、米国の寒波、国内供給制約といった一時的な下押し要因が減衰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増加していくとの見方を維持することで良いと思う。ただ、先程も議論があったが、中国を含めた新興国需要の動向、海外生産シフトの影響などについては、下振れ要因とならないか、引き続き注意深くみていく必要があると思っている。

続いて国内であるが、図表 15 で短観の経常利益をセクターごとにみると、2013 年度はいずれのセクターもはっきりとした増益で着地し、2014 年度についてはまだ腰溜めの計画だと思うが、駆け込みの反動の影響もあって概ね横ばいの予想となっているが、水準としては高水準である。為替相場の想定は1ドル=99円台と現状の水準よりはやや保守的なので、製造業大企業を中心に上振れ余地もあると思っている。企業収益については、先行きの消費税等で振れを伴うこともあると思うが、改善傾向を続けるという見方を維持することで良いと思う。

図表 17 の設備投資は、色々な月次指標が出ているが、前月の判断を変える材料はないと思う。機械受注は、12月に落ちたあと1月は増えており、この結果、1月の10～12月対比は民需除く船舶・電力で+4.0%と引き続き増加している。建築着工床面積についても、月々の振れはあるが1、2月で前期比小幅プラスと増加傾向が維持されている。資本財総供給は、2月の数字が出ており、1～2月の10～12月対比は、資本財総供給全体で+11.8%とあるところが+9.3%となった。10～12月+6.4%のあと、1～2月+9.3%であり、1月が強過ぎたので2月が反落したが、基本的にはかなりしっかりしているという評価で良いと思う。

図表 20 の短観の設備投資計画をみると、2014年度の3月の出だしは、非製造業中小企業を除いて、過去2000年以降の平均と比べいずれも少し高めの出発である。特に、製造業大企業においては、2013年度がそれほ

ど高くないこともあり、比較的高めのスタートとなったと思う。収益の増加、生産の増加などが投資に結びつき始めたのではないかと考えている。非製造業中小企業の出だしは弱めであるが、短観では2012年度、2013年度と2年連続でかなり高い投資水準で、特に、2013年度は土地投資などもあって高めとなっており、その反動が期初の計画に出ていると思っている。従って、投資意欲が減退している感じは受けていない。

続いて個人消費について、図表23、24でご説明する。各種販売統計は、自動車を除いて2月までの結果にとどまっている。自動車は、1月をピークに2月、3月と少し落ちているが、季節要素が1月は相当低く3月は相当高いので、同じ100台でも季調値がかなり違うこともあるので、多少大雪の影響はあるかもしれないが1~3月は高水準であったと思う。それ以外は、家電、百貨店、コンビニ等も、2月までは雪の影響もあって増加は緩やかで、ヒアリングによれば3月はかなり強いと聞いている。百貨店については、前年比で3割近い増加、家電量販店でも5割以上の増加といった声が多く、駆け込みでかなり増加したと聞いている。1997年と比べてどうかはなかなか分からないが、販売サイドの言い方としては、自動車、家電を含めて駆け込みは1997年より少し大きいのではないかということである。もしそうであるとすると、その背景として3点あると思う。1点目は、雇用・所得の見通しが改善していることがあると思う。2点目は、消費税率の引き上げ幅が前回より今回の方が1%大きく、物価全般の上昇予想が多少強まっているということがあると思う。3点目に、ネット販売、ドラッグストアの普及など、日用品を駆け込み購入しやすい環境となっていることも影響しているのではないかと思う。駆け込みが大きいとすると、4月以降の反動——既に始まっている訳であるが——が、やや大きくなる可能性もあると思う。ただ、自動車、家電は、3月中に納品できずに4月にずれ込んだものも相応にある模様で、その場合、各種統計は4月がなお高め、5月はかなり落ち込む可能性も考えられる。いずれにせよ、今後情報を丹念に集めていきたいと思っている。

住宅については、受注が9月をピークに反動が出ていると申し上げてい

たが、図表 26 にあるように、着工面でも 2 月が 91.9 万戸と、それまでに比べると少し下がっており、反動が出始めたと思う。このため、機械的に進捗展開する GDP ベースの住宅投資は、4~6 月にかけて少し減少していく可能性が高いと思う。ただ、実際の工事は、色々な供給不足からゆっくるとしか進んでいない。また、住宅需要の基調はしっかりしているという声が引き続き多いので、工事進捗の実勢としては、先行きも然程落ちることなく底堅く推移するのではないかとみている。

図表 28 の鉱工業生産の 2 月の数字をご覧頂くと、前月比で -2.3% と、雪の影響で自動車などの生産に支障が出たために減少している。ただ、いわばボトルネックの生産減であるので、在庫も小幅減少しており、予測指数では、3 月小幅増加のあと、4 月小幅減少となっているが、4 月の減少幅は小さいとっており、4 月の 1~3 月対比でも 0.8% の減少にとどまっている。本当に減少幅が小さいかどうかについては、一応慎重にみておきたいと思う。1 つの理由は、予測指数は下振れる傾向があるので、実際には 4 月の落ち方はもう少し大きくなると思う。2 つ目は、4 月は 3 月中に納品し切れない自動車等の後ずれ生産の影響が残る可能性もあるので、4 月に仮に落ち込まなくても、ゴールデンウィークを挟んだ 5 月に大きめの減少となる可能性もある。今月も企業ヒアリングを行ったが、4~6 月の落ち込み幅は前期比で 2% 台半ば程度と聞いており、前月は 3% 程度と聞いていたので、はっきりと反落はするが、現時点の企業ヒアリングでは落ち込み幅は少しは小さくなっている。もしそうであるとすると、企業の言い振りとしては幾つか理由があるが、1 つは、1~3 月に作り切れなかったものを 4 月に作る——雪で作れなかったものも含めて——、2 つ目に、日用品等で 3 月にかけて想定以上に在庫が減少し、その補填をしなくてはならないところがある。さらに 3 つ目に、自動車や家電で予想以上に内需が強いのではないかという感じになってきている。輸出についても、電子部品などは次の iPhone 向けにはではないかというような話も出てきている。いずれにせよ、生産動向については、上下双方向の可能性を念頭に置いて、引き続き丁寧にフォローしていきたいと思っている。

雇用については、図表 33 にあるとおり、新規求人倍率が 1.67 倍とリーマン・ショック前のピークである 1.63 倍を上回り、水準としては 1992 年 5 月以来の水準となっている。失業率は 3.6% とリーマン・ショック前のボトムまで低下している。図表 35 は短観でみた雇用の不足感は、非製造業を中心にかなり不足の方向に振れてきており、全規模全産業は 12 の「不足」超で、リーマン・ショック前のピークと同水準となっている。春闘については、ご案内のとおり 3 月 12 日以降回答が続いているが、4 月 1 日の第 3 回目の集計段階で全体の 3 割程度が回答したということであるが、定昇も含めて 2.20% で、ベアがほとんどなかった前年比で 0.4~0.5% 高めとなっている。このほか賞与の引き上げ、正社員化の広がりなども報道されている。これらが今後どのように展開し、マクロ統計面でどの程度賃金に影響するか、みていきたいと思っている。

物価については、図表 38 をご覧頂きたい。国内企業物価は、2 月までは 3 か月前対比 +0.3% と緩やかな上昇を続けているが、為替、国際商品市況の動向を反映し、輸入物価が段々横ばいになってきており、当面はその影響から国内物価も横ばいになってくると考えている。CPI は、2 月の全国除く生鮮食品は、3 か月連続の +1.3% となっており、除く食料・エネルギーで +0.8% と若干伸びを高めている。3 月の東京などの動きを踏まえると、3 月も恐らくは +1.3% を維持するとみている。なお、除く食料・エネルギーは、2 月が +0.8 となった後、基調的には上昇率を高めていくだろうと思っているが、3 月以降は、昨年、耐久財が急に上がったとか、4 月に自動車保険が上がったということがあるので、その裏から伸びが一旦少し低下する可能性を念頭に置いて頂きたいと思う。

4 月以降の CPI について、図表 40 で需給環境をチェックしておきたい。(2) は当局の推計する需給ギャップで、短観加重平均 DI とともに、いずれも改善傾向が続いている。短観では労働面を中心に需給の引締まりが観察されている。こういった需給環境を反映したものだと思うが、(3) の販売価格判断 DI についても、非製造業は上昇方向の動きがはっきりしてきており、先々も上がりそうだという見方になっている。この辺りを踏

まえると、4月以降、消費税の影響を除いた前年比は、これまで同様、大きく反落することはない、1%台前半の上昇率が維持されるという想定で良いと思っている。足もと色々なマイクロ情報が出ているが、強い情報、弱い情報両方ある。弱い方では、大手スーパーで売上げの反動減に対応して値下げする、あるいは税を含めても値上げしないというような情報がある一方、強い方では、サービスを中心に税率分以上に転嫁が進むという情報もある。最近では、日次物価指数なども含めて様々な評価がなされているが、いずれにしても、まずは今月下旬に公表される統計をみる必要があると思う。

以上を簡単にまとめると、景気、物価の評価については、時間の経過に伴い消費税の影響の書き振りを修正する部分はあるが、基調判断については、現状、先行きとも変更を加える必要はないと考えている。不確実性については、実体経済面で、先程も申し上げたように駆け込みが1997年、あるいは企業の想定に比べて幾分大きめとなった感があり、その分反動が大きめとなる可能性には注意が必要かと思うが、そのかなりの部分は、輸入や在庫の変動で吸収されるので、現時点では、想定に比べて国内経済の変動が目立って大きくなるとまでは考えなくても良いのではないかと考えている。いずれにせよ、基調的な動きに関するリスクとしては、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つである。物価面では先程も申し上げたとおり、当面は上下双方向の可能性を念頭に置いておく必要があると思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

消費増税前の3月末は、日本全体でボトルネック的な状態であり、特に建設では、復興需要と公共投資の拡大に一部で増税前の駆け込み需要が重なるかたちになった。また、物流等でも一種のボトルネックが生じる非常

に特殊な状況だったと思う。4月以降解消されるとはいっても、建設ではなかなか解消されずにボトルネック的な状況が残ると思う。そのなかで政府が予算執行を前倒しで行う方向に動いているが、こういう状況で、果して執行前倒しがどの程度可能なのか、経済見通しに影響を与え得るのかどうかという点を教えて欲しい。

もう1点は、消費増税後の消費持ち直しの1つのきっかけになると期待されているのが夏のボーナスであるが、主要企業ではそれなりに夏のボーナスも増えると思うが中小企業も含めた毎勤ベースでは、昨年度でも非常に小幅なプラスにとどまっている。2012年度までは大幅なマイナスであったので、小幅ではあるがプラスになるということは消費に何がしかのプラスの影響はあったと思うが、今年の夏は、増加幅としては全体としてそれほど大きくならない中で、ボーナスの動きが昨年度ほど消費に影響を与えるのか、夏のボーナスに消費が持ち直す後押しになるほどの影響があるのだろうかという気がする。その辺りの見方を教えて頂きたい。

前田調査統計局長

1点目の建設関連であるが、木内委員ご指摘のとおり、建設分野では相当ボトルネックがあり、これまでも発注してもなかなか進まなかったということがあろうと思う。政府が前倒し発注するということではあるが、元々前の対策の効果が切れて落ちていく部分や住宅などで駆け込みの反動があるので、放っておけば落ちていくと思うので、それを埋めるかたちで建設活動が高水準で続くというイメージで、これは前からそのように思っており、今も特段イメージに変更はない。仮に、ボトルネックが強いとすれば、下期にかけては公共工事等が減る可能性もあるが、その減り方を緩やかにすることになるのだろうと思う。

2点目のボーナスについては、経団連などが集計するがまだ何も出てきていないので分からないが、言われているとおり、自動車などは相当上積みされそうである。中小については、私自身は中小も昨年度後半にかけて収益がそれなりに増えたと思っているので、そのラグを考えると、夏もそ

れなりにボーナスは払われるのではないかと思う。昨年に比べて弱くなる、あるいは伸び率が大幅に鈍化するようなことはなく、むしろ増加がこれまでよりはっきりしてくるのではないかと考えている。

宮尾委員

物価の見通しについて、上下双方向、すなわち下振れと上振れの説明があった。特に上振れについては、報道ベースでは、4月1日以降の企業の価格転嫁で、これまでコストをちゃんと上乗せできていなかった部分を上乗せして価格転嫁するような動きもある。先程説明のあった日次の物価統計も、4月1日、2日、3日が前年比プラスに出てきているという報道もあった。これを「便乗値上げ」というネガティブなワードで表現するのか、「適正な価格転嫁」と表現するのは別にして、その辺の情報、感触などで、追加的に情報があれば願います。

もう1点は、4月以降、値下げや色々なキャンペーンで需要掘り起こしに向けた取組みが進められていると思うが、それは価格低下圧力なのかもしれないが、需要を掘り起こし消費を下支えする面があると思う。月次の消費のヒアリング等で、需要減退をカバーするような色々な新たな需要掘り起こしの取組みなどについて、追加的な情報があれば、教えて頂きたい。

前田調査統計局長

最初の物価の上振れの可能性については、前月、前々月も申し上げたと思うが、これまで企業は、サービス業などを中心に、コストが上がってもずっと我慢していたところが多い。本当は値上げしたかったが、今回は消費税引き上げという言い訳がつくので良い機会であり、消費もそこそ良いので、一気に上げるという動きがそれなりに出てきているのではないかと考えている。ただ、先程の日次物価指数について2点ほど申し上げておくと、1点目は、除く生鮮食品の2割弱しかカバーされておらず、対象となっている店もかなり限られている。2点目は、短期的には、日次指数とCPIは結構乖離する。

宮尾委員

対象品目が乖離しているのか。

前田調査統計局長

対象品目が乖離するので、4月1日、2日、3日の日次指数が強いからといって、必ずしも4月のCPIの上昇を保証するものではない。とはいえ、出だしとしては転嫁しているようであるというところまでは言えると思うが、日次物価指数はその程度のもの——勿論、今後のパフォーマンスが良ければ変わってくると思うが——だと考えておいた方が、現時点では良いと思う。そういう意味で結構上がる可能性もあると思うが、一方で、宮尾委員ご指摘のとおり、ここ10日位で大手スーパーが価格を据え置くといった話も出てきている。最大手がそのようなことを言ったので、他のスーパーもどうしようかといった感じになっている。仮に、1日、2日、3日が上がったとしても、その後また下がるかもしれないので、上下双方向と申し上げた。

消費の刺激策については色々あり、百貨店などは値段を下げることなく催事やイベントで人を呼び込んでいるが、業績があまり芳しくないとみられるスーパーでは、値下げが念頭にあるようである。これがCPIにどのように表れてくるかだが、上方向だけではなく下方向の可能性も念頭に置いてみていく必要があると思っている。

白井委員

短観で今回初めて企業の物価見通しが出たが、それによるとCPIは1年後1.5%、3年後1.7%、5年後1.7%と緩やかに上がっていく感じであるが、販売価格の見通しは、1年後1.1%、3年後1.8%、5年後2.1%で、現在の価格水準に比べた1年後、3年後、5年後の見通しなので、前年比に換算すると伸び率が下がってくる。この解釈であるが、CPI全体は上がっていくが自社の価格はなかなか上がらないとみているのか、あるいは

前年比と勘違いしているということはないのか。私は後者ではないかと心配している。C P I は上がっていくが自社の販売価格が上がらないというのが少し分かりにくい、その辺はデータをみてどのように感じられたか、伺いたい。

2点目は、第3次産業活動指数の小売業、卸売業をみると、ここ1年以上ずっとフラットであるが、別の卸売販売額や小売販売額のデータや家計消費サイドのデータでみると良くなっている。このギャップは、カバレッジが違うことによるのか。改善の兆しがみえないので、教えて欲しい。

最後に、雇用についてであるが、今製造業が良くなっているが、その内容を見ると、パートの採用と超過労働時間が増えている。ところが、一般労働者の採用はマイナスが続いている。この解釈であるが、採用したくても労働者側が応じてこないで採用できないという労働供給側の要因なのか、あるいは企業が先行きを懸念してパートや超過労働で埋め合わせたいということを反映しているのか。どちら側の要因を反映しているとみているのか。

前田調査統計局長

1点目であるが、白井委員が2つ仮説を述べられたが、統計を作っている者としては、2つ目の要因は然程ないと信じたいが、正直分からない。逆に、物価全般とC P I を間違えて水準で答えてきたところもあって、そういうところは修正して頂いている。

白井委員

どうやって分かったのか。

前田調査統計局長

あまりにも高いC P I の数字が出てきたので、確認したら——別に下げようとして聞いた訳ではないが——、間違っていたということであった。このようなことがあるので、おっしゃるように前年比と勘違いされている

ところが何がしかあるかもしれないが、基本的には、最初にご指摘のとおり、日本企業では計画を立てる際は慎重に置いておきたいということがあり、特に、製造業大企業はグローバルな競争に直面しているので、ほとんど販売価格は上がらないということで、最初の要因が大きいのではないかと考えている。

2番目の第3次産業活動指数については、ここ2四半期は、卸売、小売も増えているので、それほど大きな違いはないと思う。そもそも商業販売統計などを使って第3次産業活動指数が作られているので、それほど乖離はなく、カバレッジもほぼ同じと考えて頂いて良いと思う。ただ、季節調整の違いはあるかもしれない。

最後の雇用であるが、製造業に関しては、昨年の半ば頃まではどちらかと言うと雇用調整の雰囲気が強かった。特に、電機、弱電関係が非常に弱かった。それが漸く生産も回復してきて雇用を増やそうとしている段階なので、初めは期間工などが中心になるのだらうと思う。この間出された内閣府の企業行動アンケート調査によれば、製造業についても、向こう3年間辺り、正社員を含めて雇用を増やそうという感じになっているので、段々その方向にいくと思う。企業に聞いていても、団塊の世代がやめて若い世代は正社員があまりおらず——気がつくと言われれば5割以上というようなこともある——、現場で技術継承がなかなかできなくなっているから、多少は正社員化していこうとしているようである。

佐藤委員

1点目は消費者物価の少しテクニカルな話、2点目は企業の物価見通しに関する質問である。総務省の消費者物価統計の作り方は、特売価格は含めずに作っていると思うが、消費税率が上がって、この1週間ほどは、先程のご説明にあったように、スーパーでは価格を据え置いたり、あるいは私の経験では割引クーポンを配ったり、レジで一括して値引きするといった動きが出てきているが、こういったものは物価統計にどのように反映されるのか。

2点目は、先般公表された企業の物価見通しについて、今回は初回の調査であり、統計上のバイアスやクセは今後のデータの蓄積を待たなければならず、その評価は慎重であるべきだと思う。先行きになるほど未回答の企業の割合が多いとも伺っており、その点でも簡単には評価できないと思うが、過去2回の予備調査との比較で——乱暴な比較になることは承知のうえだが——、何らかのバイアス、クセのようなものはあるのか。

前田調査統計局長

1点目のCPIについてであるが、極く短期間のセールは入らず、クーポンもCPIには入らない。というのは、調査員が店頭で価格をみるので、クーポンが配られたとしてもそれは勘案されずCPIにははねない。特売は、先程話題に上った日次物価指数には反映されると思う。

物価見通しについては、まだ初回のためデータの蓄積を待たないと分からないので、はっきりしたことは言えない。予備調査については、2回目の予備調査の概要は対外的に出しているが、細かいところまでは公表していないので数字は言いにくいですが、2点申し上げておく。1点目は、予備調査の時はかなり絞って1つの調査項目で200社しか聞いていない。例えば8パターンをみるために200社ずつ聞いているので、サンプルが小さく、今回と比べて何らかのクセが明らかになると言うことは難しい。2つ目は、そうは言っても、あの時は、日本銀行は中長期で1%を目指すと言っていた時代で、3年先、5年先に1%に行くかどうかといった感じであったので、その時点と比べると、さすがに今回1.7%となっているので、今回の方が少し強いという感じはする。

佐藤委員

予備調査の時も消費税の要因は勘案しなかったのか。

前田調査統計局長

消費税を除いたベースで回答してもらった。

佐藤委員

ベースは一緒か。

前田調査統計局長

ベースは一緒である。

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ついて説明をお願いします。

内田企画局長

事前にお配りしている資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。まず、図表1の家計のインフレ予想であるが、生活意識に関するアンケート調査が出ており、(1)は数字を質問した量的質問であるが、平均値では振れるが中央値をみると大体横ばいである。レベル的には2.0%~3.0%程度が、家計に聞いた時のレベル感である。また、「上がる」、「下がる」の回答シェアからの推計値は、昨年前半に少し上がった後、横ばいである。(2)の内閣府の消費動向調査は、「上昇する」の比率が限界に近い88%であるが、まださらに緩やかに上がっている。

図表2は企業のインフレ予想であるが、(1)の短観の価格判断DIから推計したものは、昨年初め頃に上昇してあとは横ばい圏内となっている。

(2)の短観での物価見通しは大分議論になったが、CPIのイメージで聞いた物価全般が、1年後1.5%、3年後1.7%、5年後1.7%となっている。特徴としては、図表3のエコノミストのインフレ予想よりも強い点である。エコノミストのインフレ予想に新しい数字はないが、図表3(2)の3月調査をみて頂くと、2013年度0.79%、2014年度0.95%、2015年度1.01%と1%程度で、それに比べて強い。(4)のESPフォーキャストの長期予想の1.2%や1.4%に比べても強いということが1つの特徴だと

思う。もう1点は、1年後1.5%、3年後1.7%、5年後1.7%と先に行くほどインフレ率が高まると予想している点も特徴かと思う。大企業・中小企業別に1点だけ申し上げると、大企業は同じ数字で1.1%、1.3%、1.3%と今のマーケットの予想に比較的近い。社内に調査部等があるので、そういうことを反映していると思うが、一方で、中小企業の方は1.7%、1.9%、1.9%とそれよりも少し強めである。販売価格は、1年後1.1%、3年後1.8%、5年後2.1%であるが、これは現在の水準と比べたものであり、CPIに比べるとやや弱めである。これについては、前田調査統計局長から説明があったとおり、経営計画の前提として慎重に置いているためと思われる。

図表4は市場のインフレ予想であるが、これまでの傾向と変わらない。今後1年間の平均値は引き続き高まっているが、それ以外のところはここへきてほぼ横ばい圏内である。(2)のインフレーション・スワップ・レートも横ばい圏内の動きになっている。一方で(3)のBEIは、旧物価連動国債、新物価連動国債とあるが、旧物価連動国債の方がやや急であるが、いずれも上昇しており、消費税要因を除いて計算してみると、旧物価連動国債で1.736%、新物価連動国債では初めて1%台に乗り1.030%である。

図表9の資金調達コストは、貸出約定平均金利の新規・除く交付税特会向け・総合が0.996%から0.991%と1%を切るボトム圏内で横ばいとなっている。CP発行レート、社債発行レートとも引き続き低水準横ばいである。

図表13のボリュームについては、3月の貸出の数字がまだ出ていないが、CP・社債の末残が出ているので申し上げると、CP・社債計が2月+0.3%のあと3月が-0.9%、CPが2月-2.9%のあと3月が-8.8%、社債が2月+0.9%のあと3月が+0.3%となり、全体のCP・社債合計がマイナスになっている。大口が期落ちしたなど色々な要因があるが、銀行が貸出を積極化しているので貸出へ振り替わっているといったことが聞かれている。それから、全体を左右するようなものであったかどうかは分からないが、小売でCPが少し落ちているが、駆け込みでキャッシュインが増えたので、CP調達の必要がなくなったという話も、極く一部である

が聞かれている。マイナスではあるが、状況が悪くなっている訳ではなく、例えば社債では、電力等も含めて増額発行という話も聞かれており、スプレッドも縮小している。状況が良い中での資金需要に伴う動きであろうと思われる。国内公募社債は3,760億円と例年比若干少なめであるが、今申し上げたような事情かと思われる。一方で、エクイティ調達関係は、転換社債、株式、J-REITとも大きな数字が入っており、中身としても設備資金や新規出店といったものが出ているようであり、エクイティ調達として前向きな動きがみられていると思われる。

図表19は金融機関の貸出態度、企業の資金繰りであるが、貸出態度、資金繰りとも改善しており、レベルも高い。例えば、(2)の企業の資金繰りは、中小企業でもプラスになっており、これはバブル期以来である。資金繰り、貸出態度ともに緩和した状態にあるということで間違いのないと思う。

最後に、図表23のマネー関連であるが、3月のマネタリーベースは前年比54.8%増となった。伸び率は1月、2月、3月辺りがピークで、昨年4月以降量的・質的金融緩和でマネーを増やし始めているので、前年比では4月以降は4割台に落ちていくと思っている。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

前回説明のあった新型の支援オペに関して、この1か月で、金融機関の利用について何か動きがあったかどうか教えて頂きたい。メガは非常に前向きな反応であったと思うが、一方で、レバレッジ比率規制を気にする声もあるので、これが支援オペの利用を増やしていくことへの障害にならないかどうか。地域金融機関からは、引き続き、貸出競争を煽っているというような批判を頂いたりもする。一方、貸出のスプレッドが落ちてきた時に、メガでは海外での貸出を増やして海外で儲けるという方向にシフトで

きるが、地域金融機関ではそれができないので、運用部門で穴埋めして儲けようという傾向が強いと思う。その過程で、例えば、国債運用でデュレーションを長くする——そういう動きが今出ているかどうか分からないが——ために、それに応じて負債サイドでマッチングするかたちでデュレーションを長くするニーズが出てきた時に、この支援オペが意外と活用されていく可能性があるようにも思える。ヒアリングなどでそのような動きが聞かれていれば、教えて欲しい。

2点目は、図表 22 のマネー関連指標で、日銀券の発行高の伸び率が高まり依然加速しているが、所得要因を考えればおかしくないという気もする一方で、インフレ期待が高まっていく過程では、現金を持つインセンティブは下がっていくのが普通だと思う。それは、インフレ期待よりも金利の感応度の方が大きく、金利が上がらず逆に下がっているので、そちらの影響の方が強く出て、インフレ期待の変化に対する感応度が下がっているということなのか。また、金融機関の保有現金は、金額は少ないが伸び率は非常に高く、やや不可解な感じがする。これには何か理由があるのか。

内田企画局長

貸出支援の関係では、積極的に使うという話が聞かれているのは前回申し上げたとおりである。成長基盤支援については、われわれからは0.1%の金利で貸し出すが、そのまま営業店に繋ぐという声の一部が聞かれている。つまり、資金部門が本支店の仕切りレートに何も乗せずに営業店に流すなど、比較的積極的に使うと言っているメガバンクがあり、利用についてはかなり伸びるのではないかということであった。

レバレッジ比率については、気にしている金融機関は当然ある。レバレッジ比率規制は2018年からの規制であるが、来年位からディスクロージャーに入れていくので、見映えを気にして意識せざるを得ない金融機関がある——全行ではないが——ので、1つの制約要素になり得ると思う。

次に、地銀に関しては、感触も含めて申し上げますと、思ったよりは抵抗感が大きくなかったと感じている。困ったという声をもっと聞かれるかと

思っていたが、あまり聞こえていない。運用との関係では、地銀の一部では、貸出に直結しないような使い方をしてはいけないのではないかという感じを持っていたところがあるようだが、そのようなことはないということ、地銀懇の場や支店長を通してこちらからもう一度説明している。特に、今後は2倍になるので、元々そのまま繋ぐことはできない、どのような使い方をしていても良いと申し上げている。ただ、その結果、より長めのデュレーションを取るといような声が聞こえている訳ではなく、今の時点ではその方向に繋がっていくとは考えづらいと思っている。前回ご報告したとおり、地銀の利用率が大幅上がり、累積で30%から35%に5%程度上がっているので、今回に限って言えば相当上がった。その意味では、地銀も積極的に使いたいと思っていると思う。

日銀券については、私も若干気持ち悪いと思っている。これについては、現金と預金の選好という意味では、ものを買うのでなければ同じであるので、インフレ率というよりも、預金金利が低いことが圧倒的に効いていると思う。気持ち悪いと申し上げたのは、経済規模対比でみた銀行券が通常時に比べ倍近く出ているが、金利が低い状況がずっと続いているので、減らない理由はともかく、増える理由にはならなくなっても不思議ではないが、なお増え続けている。それ以外の要因を含めて、何か変なことが起きていないかどうか、若干気になる場所である。高齢化が影響しているのではないかといった説もあるが、よく分からない。金融機関保有現金の伸びが若干高いのはおっしゃるとおりであるが、金融機関保有現金は変動幅が大きく、10%程度のプラス・マイナスが付くことがあるので、それほど大きな変動ではないと思う。また、消費増税前の駆け込みで備えて多めに準備しておくといった話があったかもしれないが、それが決定的な要因になっているとは考えづらい。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表でご説明する。今月は変更箇所が多いが、多くは駆け込みと反動に関する文章の変更で、基調判断に大きな変更はない。

冒頭のがが国の景気は、前月は「緩やかな回復を続けており、このところ消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられている」としていたが、当月は「消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている」としている。3月末で駆け込み需要が終わり、データはまだないが4月に入ってその反動が生じているとみられることから、それに併せて表現を変更している。また、内訳についても、駆け込みと反動に関連する2か所で同様の変更を行っている。具体的には、個人消費と住宅投資の部分と、鉱工業生産の部分である。当月は「個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している」、「鉱工業生産は緩やかな増加基調をたどっている」という表現にしている。

今回は3月短観の公表があったので、企業の業況感に関する一文を加えている。「企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている」としている。因みに、前回の短観を踏まえた昨年12月の月報では、「企業の業況感は、広がりをおよぼしつつ改善を続けている」としていた。

次に、実体経済の先行きについては、先行きのがが国経済全体にかかる部分は「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響を受けつつも」、個人消費と住宅投資にかかる部分では「駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも」と、先程申し上げた現状のパートと同じく、駆け込みの反動の局面に入ったことを意識して表現を変更している。公共投資の先行きに関しては、先程前田調査統計局長から説明があったが、先行指標等の動きを踏まえて、当月は「高水準で横ばい圏内の動きとなっていくとみられる」としている。また、設備投資にかかる企業収益は、前月は

「改善を続ける」としていたが、今月は短観の来年度の事業計画も踏まえて「改善傾向を続ける」としている。

最後に物価だが、1点だけ変更している。国内企業物価の先行きに関して、先程前田調査統計局長から説明のあった目先の予想を踏まえて、前月は「緩やかな上昇を続ける」としていたが、当月は「横ばい圏内の動きとなる」と変更している。

正木企画局政策企画課長

金融面では、総括的な判断は「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。次のパラグラフではマネタリーベースについて、前年比伸び率が2月55.7%、3月54.8%と推移しており、「5割台半ばの伸び」との表現を維持している。企業金融のパートでは、CP・社債市場はいずれも発行環境は良好だが、資料をお配りしたあとに数字が発表になり、先程、内田企画局長から説明があったように、CP・社債を合わせた発行残高の前年比は2月+0.3%の後、3月は-0.9%となった。従って、「CP・社債の発行残高の前年比は、プラスとなっている」の「プラス」を「マイナス」に修正させて頂きたい。なお、銀行貸出、マネーストックはいずれも決定会合終了後の公表のため、前月の表現をそのまま踏襲している。

最後の市況であるが、ターム物金利は、短国レートが期末明けで需給に幾分引緩みがみられる中で若干上昇し、具体的には0.03%~0.05%程度に上がっているので、「ターム物金利は横ばい圏内の動きとなっている」を、「ターム物金利はやや強含んでいる」と修正したい。市況については、前回決定会合が終了した3月11日時点で、10年債利回りが0.625%、日経平均株価は15,200円強、ドル/円は103円40銭程度で、その後の動きは山岡金融市場局長から説明があったように、会合直後はウクライナ情勢を巡る不透明感などを受けて、一時円高・株安に振れる局面もみられたが、その後は円安・株高方向に振れており、概ね前回会合時と同じ水準である。ただ、先週末の雇用統計を受けて若干振れているが、現時点では、いずれ

も「前月と概ね同じ水準」という表現で宜しいかと思っている。具体的には明日までの状況を見て、適宜修正したいと考えている。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

佐藤委員

テクニカルなところで、生産の現状判断と物価の見通しについて2点確認したい。1点目は、前月は「鉱工業生産は伸びが幾分高まっている」という表現で、これは1月の生産統計を受けた評価だったと思うが、今月は「鉱工業生産は緩やかな増加基調をたどっている」となっており、2月の生産統計を受けて幾分下方修正したようにも見えるが、そのような理解で良いのか。このように変更したからといって違和感がある訳ではないが、下方修正しているように見えなくもないので、そのニュアンスを教えてくださいというのが1点目である。

もう1点は、消費者物価指数の先行きの「暫くの間」という表現であるが、これは1月から3か月使い続け今月もまた「暫くの間」ということである。1月にこの表現を初めて使った時に私は質問したが、具体的なイメージとしては大体半年程度のイメージということであったと思う。この表現を4月まで引っ張ってきている結果として、先行きの見通しも、この「1%台前半」が3か月程度伸びているようなイメージがあるが、それで良いのか。

亀田調査統計局経済調査課長

生産については、下方修正ではない。元々、生産——および家計支出もそうであるが——は、データとしては2月あるいは3月までしかなく統計データでは確認できないが4月入り後反動がほぼ間違いなく起きているであろうこのタイミングで、駆け込みまでで表現をとめ置くこと自体、4月の月報としてはそぐわない面があると考え、はっきり分かっている駆け

込みと間違いなく足もと現れているであろう反動を踏まえて、「消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には」という表現で全体を揃えている。従って、鉱工業生産については、1月に少し高い伸びになり、その後2月は雪の影響もあってやや弱くなったが、今の時点でも1～3月の生産見通しはそれなりに高めになるとみている。従って、4～6月はそれなりの反動になるという見方は全く変わっていない。今月は、既に反動が現れているであろう部分もニュアンスとして出しながら、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも基調は変わっていないということを表示している。

佐藤委員

先程の前田調査統計局長の説明で、マイクロヒアリングの結果では、駆け込みとその反動減の影響で、1～3月期が+3%前後の伸び、4～6月期が-2%台半ば程度の落ち込みということであったが、「緩やかな増加基調」というように「基調」と付けているのは、そのような駆け込みや反動減を含んだ表現と理解すれば良いか。

亀田調査統計局経済調査課長

駆け込みと反動を均した表現ということである。

物価について、「暫くの間」がいつまでを指しているか、3か月が経過したが変わらないのかということであるが、「暫くの間」が示している期間についての説明はこれまでと変わらない。機械的な定めはないが、「当面」という言葉で表現される1、2か月よりはやや長く、ただ月報自体が毎月公表されていることもあって、先行き非常に長い期間を見通して書かれている訳でもないので、半年ちょうどとは申し上げなかったと思うが、長くて精々半年程度で、「当面」よりはやや長く、月報が先行きとして見通している期間の中に入る程度ということには変わっていない。言葉の定義は変わっていないが、その中で1月から4月で3か月经過したので、「暫くの間」という意味ではロールオーバーされているということだと考えて

いる。

佐藤委員

半年と厳密に区切っている訳ではないと思うが、調査統計局では大体秋口頃まで1%台半ばが続くとイメージしていると理解して良いか。

亀田調査統計局経済調査課長

いつまでかをピンポイントで申し上げるのは難しく、秋口という言い方が良いのかどうかは分からない。

佐藤委員

1月時点では夏場頃までというイメージであったが、3か月間ずっとこれを使っているので、伸びてきているということになる。

亀田調査統計局経済調査課長

先程申し上げたことの繰り返しになるが、長くて半年程度、短ければ「当面」よりも少し長い程度と意識しながら月報では書いており、その後のところまで踏み込んでいる訳ではないので、今申し上げたような期間の中で中心的な見通しを記述している。

正木企画局政策企画課長

若干補足すると、1月に「暫くの間」という言葉を使ったが、1か月前の12月は「当面プラス幅を拡大していく」としていた。イメージとしては、プラス幅を拡大したあとそのプラス幅が暫くは横ばうというものであったが、1月にこの言葉を使った理由は、前月に「当面」という言葉があり、中間評価月であったこともあり、展望レポートで想定しているようなイメージで2~3年ずっと横ばう訳ではないということで、「暫くの間」と月報で記述の対象としている期間を確認するようなかたちで書いたものであり、6か月ということに大きな意味がある訳ではない。展望レポー

トのように2～3年ということでもないし、目先1～2か月だけでもないということを確認するために書いたと思っている。従って、今後この表現がどうなのか、ということについては、次回金融政策決定会合での展望レポートの中で、物価のパスのイメージを改めて委員方に議論頂いて取りまとめるということなのではないかと思っている。

白井委員

些細なことかもしれないが、企業の業況感について、企業の業況感の先行きは、正確に言うと先行きのパラグラフに入る気がするが、一文にまとめたということか。先程の説明では、12月の時は「広がりを伴いつつ拡大を続けている」であったが、今月は、現状と先行きと判断が違っている。正確に言えば、先行きの方は次のパラグラフだと思うがどうか。

亀田調査統計局経済調査課長

おっしゃっているように、一文の方が文意が伝わりやすいであろうということと、先程の佐藤委員のご質問への回答にも関連するが、現状のところも駆け込みまでのイメージだけでなく、足もと起きているであろう反動も含めて振れを均したかたちで書いているので、短観の業況感でも、足もとの評価については駆け込みの影響も大きく、先行きについては反動後の不透明感をみているであろうという意味で、ここに両方書いておく方が他の表現ともタイミングが合うと考えている。

黒田議長

他にないか。それでは、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、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をくれぐれも願います。

(16時08分中断、8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。最初に金融経済情勢に関する討議、2 番目に当面の金融政策運営に関する討議、3 番目に政府出席者からのご発言、4 番目に金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、最後に3月10、11日開催の決定会合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。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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、岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

まず、海外の金融経済であるが、国際局の見方と同様、「一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつある」と考えている。

米国経済であるが、個人消費が堅調であることが米国経済を基本的に支えている要因であると考えている。個人消費が堅調で、消費者コンフィデンスも高い水準で推移しているのは、家計の過剰債務が解消したこと、住宅価格が2012年を底に上昇トレンドにあること、失業率が6.7%まで低下し非農業部門の雇用者数が安定的に増加し続けていることから雇用が安定化していること、などによるものと考えている。因みに、家計の可処分所得に対する債務残高は、2008年第4四半期の127%から2013年第4四半期には104%まで低下している。今後は、個人消費の一時的な下押し

要因となった寒波の影響がなくなること、財政面の下押し圧力が和らぐこと、消費者マインドもしっかりしていることなどを考え合わせると、米国経済の先行きは、家計から企業部門へと裾野を広げつつ、その成長率は次第に高まっていくと予想している。

ユーロ圏では、ソフトデータでみてもハードデータでみても改善が続いており、緩やかな回復が続くとみられる。ただし、デysin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だと思っている。

中国経済は、生産PMIが50を割り込むほど低下するなど、前回会合以降の経済指標は総じて弱めであるが、中国当局は景気に配慮しながら構造改革を推進する立場を取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諸国経済は、金融環境のタイト化等により内需が弱く、今後も暫くの間、緩慢な状況が続くと思う。しかし、それでも中長期的にみれば、世界経済の回復により国際商品市況が改善すること、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り製造基盤が改善することなどから、成長モメンタムは次第に強まると予想している。

次に、日本経済については、全体としてみれば、量的・質的金融緩和政策が想定したメインシナリオに沿って推移していると考えている。純輸出はメインシナリオから下方に乖離しているが、その主たる要因は、日本経済の内需が強い一方で海外の成長率が過去平均を下回って推移しているという内外景気格差であると考えている。今後、欧米の成長率が高まるにつれて、この内外景気格差は縮小すると予想される。その結果、実質実効為替レートの低下と相俟って輸出が伸びる一方で、輸入の伸びは鈍化し、純輸出は次第に成長に寄与するようになると予想している。

なお、電気機械産業など日本企業の国際競争力が低下していると言われるが、清水順子学習院大学教授と佐藤清隆横浜国立大学教授の最近の共同研究によると、産業別生産者物価データベースを用いて構築した産業別の

実質実効為替相場は、リーマン・ショック後急激に上昇したが、2012年の後半から始まった円安への転換によって同産業別の実質実効為替相場は大幅に低下している。これは、リーマン・ショック後の円高で失われた日本産業の国際競争力が急速に回復していることを意味する。この意味での国際競争力の回復は、特に電気機械や輸送用機械などで著しいことが、両氏の研究結果で分かっている。

設備投資は、企業収益が改善する中で、今後は、予想実質金利の低下の効果が発揮されて、持ち直し傾向が次第に明確になっていくと考える。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、所定内給与の減少の縮小により持ち直しが続いている。この度の春闘では、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増えた。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、今後は名目賃金が予想インフレ率を考慮して決定されるようになると考えている。そのため、労働集約的なサービスの価格を中心に上昇すると予想している。

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、不安定化した。しかし、ウクライナ情勢を悪化させることはどの国にとっても利益がないことを考慮すると、今後はウクライナ情勢の安定化を背景に、国際金融資本市場も安定化に向かうと予想している。

以上から、今後、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、総じてみると、取り敢えずウクライナ情勢が小康状態になっていること、米国で前向きな経済指標が出てきたことなどから、徐々にリスクを取る動きが出てきている。新興国市場も、各国による経済構造問題への取組みもあって、全体として落ち着いてきている。このウクライナ問題は、欧州とロシアの経済的な相互依存関係を踏まえると、私は de-escalation が基本シナリオだとみているが、当面は打開策を見出しにくい中で、地政学的リスクが暫くは固定化されることになるのではないかとみている。

海外経済について、まず米国では、寒波の影響で弱めの経済指標もみられていたが、3月の自動車販売が年率1,668万台と回復したほか、3月の雇用統計で20万人近い雇用者数の増加が確認できるなど、このところ回復継続を示す指標がみられており、米国全体としては、緩やかに回復しているとみておいて良いと思う。先行きも、裾野を広げつつ回復のテンポは次第に増すとみており、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。

欧州経済は、持ち直しが明確になってきており、先行きは緩やかに回復していくとみている。ただし、物価情勢次第でやがて金融緩和政策に踏み切るかもしれないが、その場合は、恐らく貸出増加やユーロ安に寄与するような政策手段を選択することになるのではないかと推測している。

中国経済は、成長の勢いが幾分鈍化しているが、当局が安定成長を維持する姿勢を示し、実際に都市化対策や鉄道建設などの具体策も出てきていることから、現状程度の安定的な成長が続くとみている。

以上、幾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。また、一頃に比べれば、引き続き下振れリスクは低下した状態にあると思っている。

わが国経済については、2014年度入り後、消費税率引き上げに伴う駆

け込み需要の反動で一旦は落ち込むことが見込まれるが、これを乗り越えて再び緩やかな回復軌道に復するという見方を変えていない。そのためには、生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムが働き続けるかどうかのポイントとなる。

この点で、まず企業部門についてである。輸出は、勢いに欠ける状況が長引いており、このところ横ばい圏内の動きとなっている。ただし、今後は米国の寒波、駆け込み需要への対応による供給制約といった一時的な影響が減衰し、加えて海外生産拠点へのシフトなどの影響も現状以上に下押しすることはないと思っているので、先行きは、海外経済の回復に伴って緩やかに増加していくとみている。

設備投資については、資本財総供給が伸びを高めるなど、持ち直しが明確になっている。先行きについては、機械受注や建築着工床面積が増加傾向にあるので、企業収益が改善傾向を続ける中で、緩やかな増加基調をたどるとみている。なお、3月短観の結果をみると、企業の業況感は、幅広い業種で引き続き改善しており、全産業全規模ベースではDIが+12と1991年11月調査以来の水準となっている。先行きについては、駆け込み需要の反動減の影響などから慎重な見方もみられるが、水準は高めとなっている。また、2014年度の設備投資計画もしっかりしたスタートになっており、企業の前向きな姿勢は維持されるとみておいて良いと思う。

次に、家計部門であるが、雇用・所得面をみると、失業率が構造失業率に近い3.6%まで低下しているほか、3月短観でも雇用人員判断DIの「不足」超幅が一段と拡大するなど、労働需給は着実に改善している。こうした労働需給の改善は賃金上昇の後押しとなっており、今春の賃金改定交渉でも相応の企業でベアが提示されている。今後は、所定内給与も含めた賃金の改善が見込まれ、雇用者所得の持ち直しが明確になってくるとみている。個人消費など家計支出をみると、駆け込みの反動から一旦は落ち込むとみられるが、今述べたような雇用・所得環境の改善を背景に次第に改善に向かうと思っている。

生産については、駆け込み需要で1~3月は高めの伸びになったとみら

れる。先行きは、その反動から一旦減少するが、需要動向を反映して、緩やかな増加基調に復していくと考えている。このところ駆け込み需要への対応などから在庫が圧縮されていることも、このシナリオを後押しすると思う。

以上を踏まえると、景気の現状は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、「基調的には緩やかな回復が続けている」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おいて良いと思う。

最後に、物価面である。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は、2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、暫くの間は現状程度の+1%台前半で推移すると考えている。このままでいくと、2013年度は中間評価を0.1%ポイント上回る+0.8%で着地する可能性が高く、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いう印象を私自身は持っている。なお、今回の短観から集計・公表を開始した企業による予想インフレ率については、データの蓄積を待って評価する必要があるが、市場関係者やエコノミストの見通しに比べて高めとなっている点に注目している。また、短期よりも中長期の物価見通しが高くなっており、企業は先行きの物価上昇率が高まっていくとみているように思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降、世界金融市場が落ち着きを取り戻し、幾分リスクオン姿勢に傾いている。こうした中、わが国では緩やかな景気回復が続いている。景気の現状判断については、前回会合時点と然程変化がなく執行部の判断で良いと思うので省略し、本日は、向こう半年ほどの先行き、すなわち消

費増税の駆け込みの反動とその後の景気回復力に注目し、特に、輸出、設備投資、消費の3項目について、リスクバランスを含めて私の見解を申し上げる。

まず第1に、輸出である。2月に前月比プラスに転じているが、4～6月頃に実質輸出の伸び率が維持され、その後も2～3%程度のプラスを実現できるかが、日本銀行のベースラインシナリオの実現を左右すると思う。現在、世界貿易量の伸び率は2012年の底から脱して上昇しており、今後は先進国を中心にさらに上昇し、わが国の輸出も増えていくと予想している。その一方で、米国の金融緩和縮小がもたらす市場のボラティリティの上昇やウクライナ情勢の不透明さ等によって海外経済が順調に回復していかないリスクもある。加えて、米国では今後成長率は高まっていくと思われるが、その一方で構造的な要因の影響を受けやすい非自発的パート労働者数が足もと高止まりし、住宅着工件数も横ばいで推移しているため、米国の輸入が安定的に増加していくかは不透明である。ユーロ圏に至っては、一部周縁国による労働規制緩和以外はさしたる構造改革の進展もみられず、ユーロ高、高い失業率、低迷する信用貸出からデフインフレ傾向の解消には時間がかかり、経済成長が順調に改善していかない可能性もあるとみている。

第2に、設備投資については、昨年から緩やかに上昇しているが、伸び率が今後一段と上昇していくことが重要である。この点、3月の日銀短観では、2014年度設備投資計画が過去2年間の設備投資を牽引した非製造業において大企業、中小企業ともに前年比下落しており、今後は製造業大企業を中心に計画の上方修正が期待される。とはいえ、製造業の生産・営業用設備判断DIは非製造業と比べて過剰感があり、しかも消費税の影響によって一時的に国内需要が抑制されるほか、輸出見通しの大幅な改善が見込めなければ、設備投資が順調に拡大していかないリスクを意識している。

第3に、消費の基調的な動きについては、今後も底堅く推移すると判断している。しかし、実質所得は昨年7月から下落が続いており、4月以降

も下落が見込まれる中で、果して恒常所得の上昇予想が高まっていくのかを注視している。将来所得の予想については、3月の生活意識アンケート調査において、1年後の収入見通しDIが12月時点よりも幾分改善しているが、詳細をみると減少を見込む回答比率も増えており、しかも良好な雇用環境のわりには改善幅は極めて緩慢である。また、1年後の支出見通しDIもむしろ悪化し、1年後の収入見通しDIの改善幅を上回っている。さらに、今後1年間の支出で重視する最大項目として収入の増減を指摘する回答が全体の6割を超えていることから、将来所得の予想が改善しなければ、消費の基調が下振れる可能性があるとみている。

以上、わが国の景気については下振れリスクを意識しているが、より重要な点は、設備投資や消費の持続的な改善には中長期的な成長期待が不可欠だということである。この点、内閣府の企業行動に関するアンケート調査によると、企業の中長期の予想成長率が上昇している点は確かに良いが、家計の生活意識に関するアンケート調査では、ここ半年ほど経済成長力DIに改善がみられない点を懸念している。わが国は高齢化や政府債務の累積等によって厳しい環境にあるが、構造改革、人口減少対策、社会保障制度改革、中期的な財政健全化計画について、引き続き政府による包括的な対応を期待している。

最後に、物価についてであるが、現在は緩やかに上昇を続けている。4月以降は、消費税率の引き上げを契機に過去に企業が負担したコストを上乗せする可能性もあるので、消費税の影響を除いた物価上昇率はむしろ高まる可能性があるかとみている。私自身はそうした一時的な影響よりも、持続的な物価上昇を可能にするような、需給ギャップ、予想インフレ率、成長・所得上昇期待の動向との総合的な関係を重視していきたいと思っている。短観の企業の中長期予想インフレ率については2%には達しなかったが、緩やかに上昇していく傾向が確認できたことは前向きに受け止めている。しかし、販売価格の見通しについては伸び率が次第に低下していく見通しで、自社製品サービスの販売価格については引き上げが難しいと判断している可能性に留意している。生活意識に関するアンケート調査でも、

家計支出で重視する項目として価格の安さを1位に挙げた回答がまだ5割弱にも達していることから、価格転嫁の傾向が社会に定着するにはもう少し時間がかかる可能性があるかとみている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

前回会合以降、中国の経済指標が幾分弱含むなどの動きはみられたが、米国で寒波の影響が和らいだほか、金融市場も総じて落ち着いている。海外経済は、引き続き「先進国を中心に回復しつつある」という判断を維持できると思う。

米国経済は、寒波の影響が和らぐ中、引き続き堅調な回復を続けている。直近2~3月のデータをみる限り、これまで寒波の影響を受けてきた個人消費や鉱工業生産は前月比上昇に転じた。家計や企業のコンフィデンスも底堅く、雇用統計でも緩やかな改善が確認された。今後、財政の下押し圧力が和らぎ、想定どおり、回復のテンポを増していくとみている。ポイントとなる企業の設備投資行動について力強さを増していくかどうか、注視していきたい。

欧州経済は、持ち直しの動きが明確になってきている。ペントアップ需要などから内需の改善が続き、輸出、生産も持ち直してきている。先行きも緩やかに回復していくとみているが、何らかの追加的なショックにより低インフレ・低成長が長期化するリスクは、引き続き意識する必要がある。

アジア新興国については、中国経済は、足もとやや弱めの経済指標もみられているが、引き続き安定した成長を続けるとの評価に変わりはない。NIEs・ASEAN諸国についても、全体として持ち直しに向かっているとの評価に変わりはない。

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。先日公表された3月短観でも業況判断DI

が改善を続けており、緩やかな回復が確認された。足もと最大の焦点は、消費税率引き上げによる駆け込み需要の大きさをどのようにみるか、そしてその後の反動減などにより景気が腰折れしないかという点である。まず、駆け込み需要の大きさについては、ハードデータがまだ揃わない中で、ヒアリング情報などを総合して現時点で判断する限り、1997年当時と比べて、自動車や家電製品などを中心に幾分大きめとみられる。その理由としては2つ考えられるが、1点目は、今回は税率引き上げ幅が大きく、それだけ駆け込み需要が大きくなっている可能性、2点目は、労働需給並びに雇用・所得環境が持続的に改善を続けており、実力ベースで消費が強含んだ可能性の両方を指摘できる。特に後者は、従来から申し上げてきた、「幅広い需要を喚起する取り組みが進展する中で、企業収益や家計の恒常所得見通しが改善し、消費・非製造業主導による景気回復が持続する」という見方と整合的である。なお、メインシナリオとの関係で言えば、足もとみられる程度の駆け込み需要であれば、その後の反動減は想定した範囲に収まるのではないかとみられる。

そのうえで、消費税増税により景気が腰折れる懸念はどうかという点であるが、私自身はその懸念は小さいとみている。第1に、短観の業況判断DIは先行き落ち込んではいるが、同じ短観の設備判断DIをみると、先行きは小幅「不足」超へとさらに改善し、雇用人員判断DIでも足もとの大幅な「不足」超が先行きも続くとみられている。それとも関連するが、第2に、稼働率ベースでみた需給ギャップは改善傾向が続き、労働需給のタイト化は続くとみられる。第3に、賃金改定交渉では0%台半ばのベースアップが提示され、賞与の増加や優秀な労働力確保のため非正規雇用の正規化や組合化の動きもみられ始めている。第4に、設備投資も持ち直しが明確になってきており、短観による来年度の設備投資計画も総じてしっかりした発射台となっている。以上の中でも、特にベースアップという賃金上昇のメカニズムが復活したことの意義は小さくない。先行きの見通しを考えるうえでも、景気回復と労働需給のタイト化が持続するもとの足もとの物価上昇が賃金上昇に反映されるメカニズムが復活する可能性が

ある。以上を総合すると、内需を中心とした前向きの循環メカニズムは引き続き維持され、景気腰折れのリスクは小さいとみられる。

この間、輸出は横ばい圏内で推移している。今後は、北米の寒波の影響が剥落し、アジア諸国も持ち直しに向かい、また円安基調が維持される前提のもと、緩やかに持ち直していくとみている。今後の輸出の回復ペースや各種のリスク要因などについては、次回展望レポート作成に向けてしっかりと点検していきたい。

最後に物価動向であるが、先月から基調判断に変わりはない。消費者物価は、引き続き幅広い品目で上昇してきており、上昇品目の割合も全体の50%を超えて高まっている。CPI上昇率は、暫くの間1%台前半で推移するとみている。なお、今回の短観より集計し始めた企業の物価見通しをみると、全体では、1年後の物価見通しは+1.5%、3年後および5年後は+1.7%となった。これは、市場参加者や民間エコノミストの見通しと比べると強い見方であり、徐々にインフレ予想が立ち上がってくるとする本行の見方と整合的と言える。ただし、今回が初めての調査であり、回答のクセなど統計の特性はまだはっきりしないため、現時点では幅を持って評価する必要があると認識している。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず海外経済であるが、米国については、先週末に発表された3月雇用統計は、1~2月の雇用者数増減の上方改訂および労働参加率の上昇などを勘案すると、しっかりした内容だったと思う。その他最近公表された指標をみても、ISM指数や新車販売台数が1~2月の落ち込みから持ち直しており、米国経済はひとまず寒波の影響を乗り越え、先行き回復テンポが増していくシナリオの蓋然性が高まりつつあるとみている。

その他の国・地域については、欧州は、3月CPIが4年4か月振りの

低い水準となるなどデフレーション懸念が強まっているが、景気自体は循環的な持ち直し傾向が続いている。一方、先進国以外では、中国の成長のモメンタムが幾分鈍化しているほか、ASEANも内需を中心に弱めの動きとなっているなど、やや成長テンポの鈍化が窺われるところである。

海外経済全体では、1～3月は米国を中心にある程度下押しされるとみられるが、先行き4～6月は先進国を中心に緩やかに成長率を高めていくとの見方に変わりない。

わが国の景気についても、「緩やかな回復を続けている」という判断を維持している。4月に入って消費税率が引き上げられたが、先週発表された短観では、業況判断DIは足もとの改善に対して先行きは自動車を中心に大幅に低下するなど、駆け込み需要の反動に対する企業の警戒感が色濃く表れる結果となった。その一方で、鉱工業生産をみると、4月の生産予測指数は、製造工業全体で前月比-0.6%、先行きDIが大幅に低下した輸送用機械も-0.6%と小幅の低下にとどまっており、マインド指標のような大幅な落ち込みはみられない。生産予測指数については、このところ下方修正される傾向がある点には留意する必要があるが、自動車であれば、4月以降は、輸出向けの増産やリーマン・ショック以降のボトム付近まで低下した在庫水準の復元のための生産が、全体を下支えするとのミクロ情報もあり、それらが4月以降の国内向けの落ち込みを緩和させる方向に寄与する可能性もある。4～6月は、個人消費の一時的な落ち込みによりマイナス成長となるとみているが、輸出の持ち直しや公共投資の前倒し執行などで下支えされる構図がハードデータで明らかになってくれば、やや悲観方向に振れ過ぎている消費者コンフィデンスなどのマインド指標も再び持ち直してくると思われる。いずれにしても、先行きについては、基調的には緩やかな回復を続けるとみられる中で、当面、内需面では反動減の規模や持ち直しのタイミング、外需面では輸出が再び勢いを取り戻していくのか、しっかりと点検していく必要があると考えている。

物価については、CPI（除く生鮮）はこのところ1%台前半の推移となっており、概ね想定どおりの展開となっている。3月短観では、中小企

業非製造業の先行き販売価格判断D I がバブル期以来のプラス水準に転じた。企業の価格設定行動も前向きになりつつあるとみられ、今後も有効求人倍率や失業率の改善など労働需給の引締まり傾向が続いていけば、所得面からの改善に加え、労務コストの上昇をサービス価格に転嫁する動きなどが広がっていき、消費者物価に対してプラス方向の圧力がかかっているものとみており、注目しているところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員をお願いします。

佐藤委員

内外景気の現状判断と見通しについては、執行部報告で概ね良いと思う。

海外経済について、前回会合以降の主な変化点と私の見方は以下の3点である。第1に、米国経済指標には依然寒波の影響が残るものの、足もとはその影響が徐々に剥落し、財政引締めによる下押し圧力や家計のバランスシート調整圧力の低下とともに、米国経済は想定どおり春先以降回復傾向が明確化する道筋にあると見込まれる。

第2に、春節以降のPMIに代表される中国経済指標には依然弱さが残り、年明け以降の指標の弱さは単に春節の影響にとどまらないと見込まれる。1~3月期のGDP成長率も本年の目標である+7.5%に満たない可能性がある。こうした中でも、当局は成長率のフロアを意識し、仮に景気が一段の減速の兆候を示せば、昨年同様に小刻みな経済対策を発動し、景気底割れ防止に動くであろう。最近の人民元変動幅拡大や企業の資本調達面での規制緩和の観測は、そうした当局の意思を示唆するものと理解している。

第3に、ユーロ圏の景気は循環的には底堅さを増す一方、物価指標はイースターに伴う季節要因はあるものの、足もと一段と下振れ何らかの追加的なショックが生じた場合に経済がデフレ均衡に陥るリスクは、一段と高まっているように見込まれる。ECBは、先の理事会でそのようなリス

クを念頭に、先行き非伝統的金融政策を強化する可能性を示唆したが、他の中銀と異なり資産買入れの拡大といった選択肢を採りにくい中、果して有効な政策を打出すことができるかどうか、不確実性は高いように思われる。

以上、海外経済は、米国、欧州が循環的には想定どおりで、中国が想定をやや下振れたものの、全体として概ねシナリオに沿う動きと総括して良いと思う。

こうした中、国内経済については、輸出・生産の動きが引き続き想定未満である一方、消費税率引き上げ前後の駆け込みとその反動減について、特に直前の非耐久消費財の消費動向は、アネク情報に頼らざるを得ず全体像を把握することは現状困難である。駆け込みとその反動減については、ヒアリング調査等を含めた今後の情報収集に期待するが、極く雑駁な印象としては、家計は税率引き上げに比較的冷静に反応しているように見える。

輸出については、米国経済の持ち直しを受け自動車中心に目先持ち直しが期待される一方、中国をはじめアジアの足取りの鈍さが抑制的に働く可能性には引き続き留意が必要である。また、消費税率引き上げ前の駆け込み需要から自動車、鉄鋼等では供給制約が生じ、それが輸出低迷の一因となっているとのことだが、仮にそうであれば、4月以降の輸出は供給制約から解放され、持ち直しの動きが強まることが期待される。さらに、こうした輸出の持ち直しが内需の反動減のクッションとなり、税率引き上げ後の国内経済の落ち込みが想定未満にとどまる効果も期待される。

この間、雇用情勢は逼迫の度合いを強めており、その影響が非正規雇用等の賃金に及んだり、家計のマインド悪化に対する若干の歯止めとなることも期待される。足もと進んでいる基本給改定の動きに夏場の賞与増額といった所得面からのプラス要因が加われば、消費税率引き上げの所得へのマイナス影響を幾分なりとも吸収することも期待される。

最後に、物価見通しについて、「暫くの間、1%台前半で推移する」との見通しを本年1月の会合で示して以来既に3か月が経過したが、この表現を維持することについては、私自身の物価見通しとの関係で若干違和感が

ある。すなわち、夏場の物価は、円安効果一巡等でやや下押す可能性があると思う。ただし、物価見通しは次回会合で展望レポートの議論の際に見直すと思うので、今回は意見表明にとどめておく。消費税率引き上げ後の物価動向については、税率引き上げを超える価格設定が見受けられる一方、その逆の動きもあるようであり、現状では全体像の把握が困難なため今後の統計を待ちたい。

なお、今回短観で初めて企業の物価見通しが公表された。初回調査であり、その評価については基本的には慎重であるべきだと思うが、素朴な感想として、多少乱暴な比較であることは承知のうえで、過去2回の予備調査との比較では、今回の調査結果は、予想インフレ率の上向きの変化という点で、量的・質的金融緩和の効果をサポートする材料であったと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済と国際金融市場にとって、ウクライナ情勢は引き続き大きな潜在的リスクである。軍事衝突等を機に事態が一気に悪化する可能性は、一時期より低下したが、緊迫した状態が長期化しエネルギー価格や商品市況が上昇することで、経済に悪影響を及ぼす可能性が残されている。また、地理的に近いユーロ圏では、一部企業で設備投資を見合わせる動きも報じられており、周辺国も含めた企業、家計の景況感に与える影響にも引き続き注意を払いたいと思う。

米国では、3月のデータをみると、自動車販売が3か月振りに前年比で増加に転じた一方、ISM製造業指数は昨年後半の水準を依然下回っている。設備投資が引き続き勢いを欠いている点や、在庫抑制の動きが先行きの生産・雇用の回復力を弱める可能性にも留意すると、寒波の影響を完全に脱した後も、経済の基調が大方の期待どおりの強さに達するかどうか

については依然不確実性が残ると思う。

世界経済の下方リスクとして重要性を増しているのは、中国である。1～2月分の各種経済指標と3月分製造業PMI指数を踏まえると、中国经济の下振れリスクは着実に高まっている。早期の景気刺激策実施への期待が金融市場に安心感をもたらしているが、小規模な景気刺激策が早期に実施されても、当面は成長率の鈍化は避けられず、日本を含むアジア経済全体にも下押し圧力になるとみている。また、構造改革を緩やかに進めながら、景気が下振れれば一時的に景気刺激策に政策の重点を移して乗り切るという今までの手法が、今後も上手く機能し続けて安定成長を維持できるかは、やや疑問である。多くの構造問題の中で、現在私が最も注目するのは不動産市場の問題である。統計では十分に捕捉されない地方の中堅以下の都市での住宅価格引き下げのニュースを最近よく耳にするが、近年、価格上昇期待で住宅の供給過剰傾向が強まる一方、都市部への人口流入ペースの鈍化などから住宅需要が後退しているため、需給バランスが悪化し、大きな価格調整や投資減速に繋がるリスクがある。その場合、不動産関連収入への依存度が高い地方政府の財政やシャドバンキング問題といったその他の構造問題にも影響が波及し、相乗的に事態が悪化する可能性もあると思っている。

国内については、2月鉱工業生産速報での実現率の大幅低下や3月短観での先行きDIの下落に表れているように、企業は増税後の需要減を警戒している。これは増税前の慎重な生産活動を促し、むしろ増税後の生産の落ち込みを小さくする効果もある。もっとも、1～2月の実績値と予測調査から推測される増税前後の四半期の生産増加率は、前回増税実施時に近く、やや気掛かりである。在庫水準に着目すると、4月以降の生産活動で上振れリスクは輸送機械、下振れリスクは電気機械で特に大きいと思っている。企業が消費増税時に価格改定を集中させる傾向が影響している可能性もあるが、足もとの消費者物価指数をみると、基調部分の上昇ペースはやや鈍化している。食料・エネルギーを除く季節調整値で、2月分の全国指数は前月比+0.1%となり、7か月振りに下落した1月分の前月

比-0.1%と均せば横ばいである。また、東京都区部では、5 か月振りに上昇がとまった2月分に続き、3月分も前月比横ばいとなった。他方、消費増税分の価格転嫁に関して企業の戦略は、同業種内でも区々の状況で、増税直後の物価は上下に攪乱されやすいと思うが、駆け込み需要の反動減を抑えるために4月からの値下げを決めたメーカー、飲食業も少なからず存在することや、前回1997年の増税直後と同様、大手小売店で値下げの動きが広がっていることを踏まえると、増税後暫くは物価上昇のモメンタムが下がることも考えられる。

今後は、賃金上昇率の高まりが物価押し上げに繋がると思うが、円安効果の剥落や需給ギャップ改善ペースの鈍化の影響を凌駕して、基調的な物価上昇率を着実に高めていくかどうかは不確実である。主要企業の賃上げ率は、3月末時点での連合発表で、定昇を含み2.3%と昨年水準を0.4%ポイント程度上回っている。また、300人未満の中小組合では昨年を0.3%ポイント程度上回るペースにあり、ともに私自身の事前予想よりも若干低めである。今年度は企業の増益率が低下する可能性が高いことや、賃上げを巡る政治的・社会的環境が変化する可能性等を踏まえると、来年の春闘では賃上げのモメンタムが後退する可能性も相応にある。こうした点を踏まえると、基調的な賃金上昇率が基調的な物価上昇率になかなか追いつかない状況が今後も続くとの見方が家計の間に徐々に広がり、これが消費者心理の慎重化を通じて国内経済および物価見通しの下振れリスクになり得ると、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、足もとで消費税率引き上げの反動減が生じているとみられるが、基調的には緩やかな回復を続けているとの判断に変化はない。

海外経済については、新興国の一部で緩慢な動きがみられるが、米国で寒波の影響からの回復傾向が確認されるなど、引き続き先進国を中心に回復しつつあると考えている。国際金融資本市場をみると、ウクライナ情勢を受けてロシア周辺国では引き続き神経質な動きもみられるが、全体としてみると落ち着きを取り戻してきている。もともと、地政学リスクに加えて、経済に脆弱性を抱える新興国の動向など先行きの不透明感も強く、引き続き注視が必要である。

実体経済を地域別にみると、米国経済は、足もと自動車販売やISMの生産指数が明確に回復するなど、寒波の影響から脱し従前の景気回復テンポを取り戻しつつある。また、雇用面でも、非農業部門雇用者数の増加幅が2か月連続で20万人弱に拡大するなど、改善基調が続いている。先行きも財政面の下押し圧力が弱まるとともに、雇用・所得環境の改善が継続するもとの、徐々に成長テンポを増していくと考えている。

次に、欧州経済は、持ち直しが明確になってきている。先行きも、経済主体のマインドが改善基調をたどるもとの緩やかに回復していくとみられるが、デフインフレ傾向も含め構造的な問題が成長の抑制要因として働くもとの、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、安定成長が続いているが、1~2月の小売売上、固定資産投資、生産の前年比伸び率が幾分鈍化し、3月のHSBC製造業PMIも弱めとなるなど、景気のパフォーマンスがやや弱まっている。政府は、ここにきて幾つかの景気下支え策を打出すなどしているため、当面は現状程度の安定した成長が続くとみているが、構造問題の調整を推進するもとの、先行きは極く緩やかではあるが成長率が低下していくと考えている。他のアジア新興国については、前回以降特に変化はなく、先進国経済の回復につれて徐々に成長テンポを増していくと思われる。

次に、こうした中でのわが国経済であるが、3月短観での現状は、駆け込み需要による押し上げ効果もあって、全規模全産業の業況判断DIが5四半期連続で改善し、その水準も1991年11月以来の極めて高いものとなっている。先行き判断は慎重だが、なおプラスの水準を維持しており、

1997年時点に比し、反動減に対して悲観的にはなっていないとみている。景気については、目先は反動減の影響はあるものの、生産から所得、支出へという前向きの循環メカニズムが引き続き働いており、基調としては緩やかな回復を続けていくと考えている。

需要項目別に足もとの動きをみると、1～2月の輸出は10～12月対比で若干減少したが、米国の寒波など一時的要因の影響が大きく、基調としては横ばい圏内の動きとみられる。足もとではそうした影響も剥落してきているので、先行きは海外経済の回復などを背景に緩やかながらも増加していくと考えている。次に設備投資をみると、資本財総供給や機械受注が伸びを高めるなど、持ち直しの動きがはっきりとしている。短観の事業計画をみても、2013年度はしっかりとした計画が維持され、2014年度も大企業を中心に過去平均を幾分上回る発射台となっている。今後も、設備過剰感が解消に向かい、企業収益が良好に推移するもとの、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。公共投資は、人手不足問題等に注意は必要だが増加を続けており、先行きも高水準横ばいで推移するとみられる。この間、労働需給は、失業率が3%台半ばに低下し、短観の雇用人員判断D Iでも全産業ベースで大幅な「不足」超が継続するなど、着実な改善が続いている。所得面では、公務員給与減額が終了し、重要な今春の賃金改定交渉において、これまでの経営側の回答で0%台半ばのベアが提示されているほか、動向が心配される中小企業においても連合の途中報告からは一定の広がり期待される。個人消費や住宅投資では、消費者マインドがやや弱めとなっており、反動減の動向に十分な注意が必要だが、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、各種政策対応が用意されていることもあり、基調的には底堅い動きが続くとみている。こうした内外需要のもとで、鉱工業生産は4月の予測指数のマイナス幅も0.6%と比較的小さく、振れを伴いつつも基調としては緩やかに増加していくと見込まれる。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、3か月連続で+1.3%となった。石油製品の押し上げ効果が縮小傾向にあるが、燃料費

調整制度を通じた電気・ガス料金のプラス寄与がラグを伴い当面は残るほか、非製造業を中心に販売価格判断D Iも改善傾向にあり、エネルギー関連以外の品目の改善が続くとみられるため、暫くの間、1%台前半で推移すると見込まれる。やや長い目でみれば、基調的に潜在成長率を上回るペースでの成長が続く中で、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

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、国際金融市場では、多くの方が触れられたように、ウクライナ情勢などを背景に神経質な動きとなる局面もみられたが、足もとでは幾分落ち着きを取り戻していると思う。また、様々な構造的に脆弱性を抱える一部の新興国では、構造問題などへの取組みもみられていることもあり、このところ、通貨や株価は堅調に推移している。引き続き、ウクライナ情勢を含めて地政学的リスクなどには十分注意していく必要があると思う。

海外経済をみると、多くの委員が共通して述べていたように、米国では、寒波の影響で弱めの指標もみられたが、このところ緩やかな回復が続いていることを示す指標が出てきており、先行きも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。また、財政面からのいわゆるフィスカルドラッグも減少していく点も指摘された。欧州も持ち直しが明確になっており、先行きは緩やかに回復していくとみられるが、デシインフレの傾向には注意が必要であるという意見があった。中国は、このところ成長のモメンタムが若干鈍化しているように見えるが、政府が安定成長維持の姿勢を示しており、何らかの対応策が採られつつあるということもあり、現状程度の安定した成長が続くということであったと思う。これらを踏まえると、海外経済については、先進国を中心に回復しつつあり、先行きも緩やかに回復していくという見方で概ね一致しており、一頃に比べると下振れリスクは低下した状況にある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、ほとんど全ての委員方が述べられた点であるが、消費税率引き上げの影響が1つのポイントになる。駆け込みとその反動減という振れを伴いつつも内需を中心に前向きの循環メカニズムが引き続き働いているということであったと思う。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の見方が共有されたと思う。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が概ね共有できたと思う。

そのうえで、こうした見通しに関連して、ほとんどの委員が述べられたが、以下の4点が挙げられると思う。第1に輸出であるが、このところ横ばい圏内の動きとなっている。1月に減少し、2月に回復したが、全体として横ばい圏内の動きである。今後は米国の寒波、国内の駆け込み需要への対応といった一時的な要因が剥落していくので、海外経済の回復に伴って輸出は緩やかに増加していくのではないかとと思われる。

第2に企業部門について、3月短観では企業の業況感は幅広い業種で引き続き改善した。何人かの委員が指摘されたように、レベルについては1991年以来といった非常に高い業況判断DIになっているが、先行きについては、駆け込み需要の反動減の影響などから慎重な見方もみられている。ただ、今申し上げたように水準はかなりまだ高めで、2014年度の設備投資計画も概ねしっかりとしたスタートとなっているので、企業の前向きな姿勢は維持されていると思われる。

第3に雇用・所得環境であるが、労働需給は失業率が構造失業率に近い3.6%まで低下するなど着実に改善しており、こうした状況は3月短観でも確認できたところである。雇用環境の改善は今春の賃金改定交渉にも影響を及ぼしており、これまでの経営側の回答では相応のベアの提示も行われている。これを受けて、今後は所定内給与も含めた賃金の改善が見込まれ、雇用者所得は持ち直しがさらに明確になっていくと考えられる。

第4に家計支出であるが、これもほとんどの委員が述べられたように、駆け込みと反動の大きさについては、現時点で追加的な情報は限定的でミ

クロ的なヒアリング情報しかないが、そういった限定的な情報その他を踏まえると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動で、家計支出は一旦は落ち込むとみられる。その先は、今申し上げたような雇用・所得環境の改善などに支えられて、徐々に改善方向に向かうとみて良いと思うが、何人かの委員も述べられたように、駆け込みと反動の大きさ、状況については、ミクロ情報も含めて状況把握に努める必要があると思う。

最後に物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は+1%台前半、最近時点で+1.3%になっており、先行きも暫くの間、+1%台前半で推移するという見方が多かったと思う。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いう判断で良いと思う。3月短観の企業による予想インフレ率については、数名の委員の方が触れられていた。初回調査であって、その結果は幅をもって評価する必要があるが、市場関係者やエコノミストの見通しに比べて高めになっている。短期に比べて中長期の物価見通しが高くなっていることから、企業は先行きの物価上昇率が高まっていくとみているように思われる。ただ、繰り返しになるが、幅を持って評価する必要があり、調査を重ねていくことによって、より信頼性の高いものになっていくと思う。

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、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。

中曾副総裁

海外経済については、先進国中心の回復が基本シナリオだと思うが、米国では不確実性がずいぶんと低下してきている一方、欧州については、黒田議長が指摘されたようにデフインフレ懸念が残っていると思う。色々な政策手段が議論されているようだが、佐藤委員が指摘されたように政策手段は限られていると思う。限られている中でいくつかのオプションがあると思う。1つは、MROの金利を引き上げて同時に預金ファシリティーを若干マイナスにする案であるが、これは為替には一過性の効果はあると

思うが one-off だと思う。昨日、外山国際局長に聞いたSMPの不胎化を停止する案は、確かにQE、資産買入れへの道を開くという部分でのアナウンスメント効果はあるが、ハードルはかなり高い気がする。準備率引き下げもなくはないが、これを実施するといわゆる平準化機能が阻害されるので、金利のボラティリティを却って高めてしまう副作用があると思う。LTROを紐付きにする、すなわちわれわれの貸出増加支援的なLTROは1つのオプションかもしれない。特に欧州の場合、中小企業向けの貸出が伸び悩んでいると聞くので、中小企業向けの債権を原資産にしたABSを買い取るという案もあると思うが、適格性の線引きの問題があると思う。いずれも pros and cons がある。伝えられるところでは、ECB内部で色々な意見があり結構ノイズも多いようであり、各種政策をタイムリーに実施できるかどうか不透明だ。いずれにせよ、欧州景気が持続的に回復していくことは、われわれにとっても大変重要なので良くみていきたい。

木内委員

現時点で下振れリスクが1番大きいのは中国だと思う。これは、年間目標の7.5%にどの程度コミットし、目標をどの程度守ろうとするかにかかっていると思う。第1四半期については、市場のコンセンサスは7%台前半に下がってきているが、それでも当局が静観しているということは、四半期ベースで7.5%を一時的に割り込むことは容認しているということではないかと思う。年間で7.5%の成長目標を守ることは基本にあるのかもしれないが、ただ年間目標はまだ先なのでまだ慌てていない。慌てていないということは、政策を小出ししやすいということからすると、それによって市場の安定は維持できるかもしれないが、实体经济としては、下振れリスクは暫く続き、場合によっては年半ばあるいは年後半まで続く可能性がある。7%を一気に割り込むほどの調整でなくても、去年の7%後半から7%前半が暫く続くことは、周辺国への波及効果を考えれば、インパクトはそれなりにあると思う。

白井委員

海外経済についての全体的な見方については、他の委員と同じで特段の違いはない。その中で、やはり欧州がポイントだと思う。今後のわが国の輸出動向の鍵は、欧州が握っていると思う。米国と欧州が最大の最終輸出先なので、欧州の景気が予想どおりに回復してくるかどうか非常に重要である。過去ほど財政を引締めなくても良いとしても、フランスのように目標を達成していないので引締めを続けなければならない国があるうえに、規制改革がなかなか進まず内需がそれほど増えていかない中で、予想どおり成長するのかが問題である。一方で、最近、周縁国に資金が流入してきておりそれはそれで良いが、内需がなかなか出てこない中で資金流入なので、私自身は、欧州景気が順調に回復するかどうかを1番注視している。ドイツが少し良くなりそうだがドイツだけという感じであり、他は完全にデysinフレ傾向なので、その辺を注視している。

米国については、成長率が高まっていくことは間違いないと思うが、輸入をしっかり伸ばしていくかどうか注目している。ここ数年の動きをみると、名目・実質GDPの伸びに比べて、名目・実質輸入の伸びはずっと低い。その背景には、もしかしたら、雇用が良くなっているにしても雇用の質が悪いということがあるかもしれない。たとえば、非自発的にパートの仕事を強いられている人が750万人、失業者は全体で1,000万人近く——そのうちの半分程度が中長期的な失業者である——、これに仕事が見つからず諦めた人たちを加えると相当な数になる。この人たちが消費にどのような影響を与えるかは非常に重要である。特に、建設、製造業の雇用の伸びが大きくなり、雇用者数がサービス業を中心とするパート労働者に依存しているのが現実なので、成長率が上がってくるにしてもわが国からの資本財の輸出増に直結するかどうかについては、慎重にみている。

岩田副総裁

中曾副総裁、白井委員がおっしゃるように欧州がキーポイントだと思う。中国がどうなるかも欧州に依存している。デysinフレが長引くことの

最大の問題は、実質の債務負担がじわじわと大きくなることである。インフレ率が低下していくと、予想インフレ率がアンカーされていると言っても下がってくる可能性があり、その場合、金利がかなりゼロに近づいてくると、金利政策で元のようにアンカーさせるのは無理な局面が出てくるが、欧州ではインフレ期待を上げていく政策に頼りにくいという点が心配である。

宮尾委員

中国経済について、基本は政府によるコントロール、すなわち景気対策が発動されるので、当面は7.5%程度の成長を維持できるのではないかと思う。やや長い目でみると、木内委員がおっしゃったように民間部門の自律的な力で7%台半ばの成長を実現するのが望ましい訳だが、小規模ながら政府が景気対策を打ち続けることで7%台半ばの目標を維持し続けると、民間自身の自律的な回復の力を阻害し、過剰供給能力を高めるので、長い目でみれば7.5%程度を維持することが本当に望ましいかどうかは別問題だと思う。そうは言いつつも、われわれの1~2年の見通しという観点からすると、安定成長は維持できるとする見方で良いと思うが、長期的な観点からはそのようなリスクはむしろ蓄積されるという懸念もあると思う。

佐藤委員

私も同感である。中国では7.5%成長が目標になっているが、恐らくこれは成長率の上限であって、今後のリスクプロファイルは、長い目でみてそこからどの程度下振れるかだと思う。今年に関しては、昨年同様景気対策を発動して何とか成長率の辻褄を合わせることになると思うが、人口動態等を考えた時に、潜在成長率はかなりのペースで下がってきており、この2~3年で恐らく2%程度は下がってきている。先行き、少し長い目で見た時に、中国経済に関しては、アップサイドのリスクはほとんどないと覚悟しておいた方が良いと思う。

岩田副総裁

中国経済は、短期的には景気対策、経済政策を打たないと安定成長を維持できないのではないかと思うが、先日の北京事務所長の話によれば、習近平主席の構造改革は本格的で市場経済化を目指しているが、国有企業とその他の企業では生産性、収益性に格段の差があるとのことであった。このため国有企業を民営化、市場経済化していくと、生産性が上昇してくるが、それには時間がかかる。従って、短期的には、政府の支援がなければ安定成長できないが、中長期的には構造改革が効いてくると思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢についてご意見を伺いたい。重要なポイントは、中間評価の見通しとの対比で、2013年度——終わった年度であるが——の成長率が下振れる可能性が高いが、一方で消費者物価は幾分強めになっている。成長率がやや下振れる一方で消費者物価はやや強めということ、どのように考えるかである。素直に考えれば、今回の景気回復が消費、住宅投資、公共投資といった内需中心であったために、非製造業を中心に景気回復が進んできたが、非製造業は製造業に比べ労働集約的な産業が多く雇用の誘発効果が高いので、明らかに非製造業を中心として労働需給がかなりタイトになってきている。失業率は3.6%まで低下し、有効求人倍率も極めて高くなっている。こういった指標からみると、労働市場はかなりタイトになっていると思う。先程の議論の中でも、一部の委員は、企業の価格設定行動に変化の兆しがあるのではないかという点に触れられていた。労働需給がかなりタイト化していることと、そのことの今後の賃金・物価への影響もポイントになるのではないかと思っている。いずれにせよ、国内の経済・物価情勢に関して追加的なご意見があれば願います。

岩田副総裁

黒田議長がおっしゃったとおり、今は非製造業中心になってきており、

その意味で製造業主体の産業構造が変わりつつあると、前から思っている。そうすると、非製造業は製造業に比べ生産性が低いため、実質成長率は高めには推移せず少し低めになる。一方、物価上昇圧力という観点では、非製造業は労働集約的なので、雇用が逼迫すると賃金が上がりやすくなり、それが物価に跳ね返りやすい。そのため、成長率がそれほど上がらなくても物価は上がりやすくなるという構造変化が起こっているのではないかと思う。

中曾副総裁

黒田議長が指摘された点は非常に重要なポイントであると思う。第2ラウンドで言おうと思っていたが、問題提起されたのでここで自分なりの考えを述べてみたい。確かにGDP成長率自体はこのところ下振れて、内閣府が公表しているGDPギャップがなかなか縮小してこないで、物価が下振れるのではないかという見方があることは、われわれも承知している。一方で、黒田議長や岩田副総裁がおっしゃったように、また私自身も先程言ったように、失業率が構造失業率に近いところまで下がってきて、短観のDIでもタイト感が着実に強まっている。従って、労働市場サイドからみると、物価は上がりやすくなっていると言えると思う。それではこのギャップをどのように考えるかであるが、今回の景気回復の特徴は、相対的に雇用誘発効果の大きい非製造業が牽引役となっている点であると思う。従って、景気回復につれてまず労働需給面でタイト感が強まってくるのは自然なことだと思っている。この点、内閣府が推計しているGDPギャップは、まず潜在GDPを推計したうえで、これと実際のGDPとの乖離としてGDPギャップを推計していると認識しているが、今回のような非製造業主導の景気回復のもとでは、労働市場のタイト化を十分捉え切れていない可能性があるのではないかと思っている。この点、調査統計局が試算している需給ギャップは、労働や設備といった生産要素の稼働状況から計測、推計しているが、これをみると雇用のタイト化を反映して、最近では過去の長期平均並みであるゼロ近傍まで需給ギャップが縮小して

いる。こうしたことを踏まえると、GDP自体が下振れたとしても、実際の需給ギャップは縮小してきている可能性が強いと思う。従って、むしろ物価は上がりやすい状況になっていると思う。

黒田議長が指摘されたもう1点の企業の価格設定行動面でも、変化が生じていると思う。つまり、需給環境自体が改善していることに加え、円安による競争緩和、予想インフレ率の上昇もあって、企業はこれまで抑えてきた価格引き上げにやや前向きになってきており、この辺の可能性を念頭に置いておきたいと思う。いずれにしても、まだまだ詰めなければならない論点は多く、展望レポートではこの辺りも重要な論点になると思う。

白井委員

この辺りは次回の展望レポートで議論することになると思う。2013年度は政府支出の貢献度が相当大きく、これで成長率が1%ポイント上がっているので、それによるタイト感は相当あったと思っている。従って、短観の業況感DIでは、建設、窯業、建設機械のレンタルといったところで格段に良くなっており、そこの部分が大きかったと思っている。それ以外の部分も大きいですが、そこの景況感が格段に良くなっていることから分かるように、公共投資や政府支出の貢献度が大きかったと思う。今年も補正予算もあり比較的高いレベルが維持されたが、今後は下がっていく。2020年のオリンピックに向けて民間の都市開発もあると思うが、金額的には下がっていく方向なのでその辺のタイト感は少しずつ減っていくと思う。今後は、高齢化、人口減が非常に速いスピードで起きているので、女性や高齢者の労働参加でも補えない位の人手不足となり賃金は上がっていくと思う。その中で、賃金だけを上げていくのは企業にとっては難しいので、これからは企業の再編、廃業、淘汰が進んでいく可能性があり、人手不足による賃金上昇を支えられるような生産性の高い企業が残っていく。そうではない企業は、後継者がいないということもあるが、段々淘汰されていく。その過渡期は、政治的にも社会的にも難しいことが起きてくる可能性があると思っている。

また、賃金と物価の関係であるが、確かに1対1で動いていくと思うが、マクロでみると、賃金の伸び率の方が物価の伸び率より高い傾向が続く可能性があると思う。なぜならば、高齢者が25%もいる中では、物価を上げることを非常に躊躇する人達が多いと思う。先程も申し上げたように、生活意識に関するアンケート調査では、家計支出で重視する項目として価格の安さが1番多く5割近くにも達しているので、物価をなかなか上げにくい状況が続く中で賃金が上がっていくので、実質賃金が上がるだろう。繰り返しになるが、そういう中では生産性が高いところが残る社会になるのではないかと考えているが、価格を上げられない企業の収益は非常に厳しくなるのではないか。こういうところを、総合的にみていかなければならないと思っている。

森本委員

企業の価格設定行動については、確かにD Iをみても本当に変わってきていると思うし、消費者行動にも付加価値の高い質の良いものを追求する動きが出てきていると思っている。PB商品や外食産業などでもそのような面がみられていると思う。一方で、小売ではディスカウント路線を採っているところもある。高付加価値を追求しているところと低価格志向のところと、これからどうなっていくかという点は、私も非常に注目しており、その辺を良くみていきたいと思っている。

石田委員

賃金や物価については、最近の大企業のベースアップ等を捉えて、「中小企業は賃金を上げられない。非正規も上げられない。仕入価格が上がっても販売価格が上げられない状況では、賃金は到底上げられない」という議論が、これまでは非常に有力であったと思う。仕入れも労働もインプットという点では同じなので、これからは積極的に賃金を上げて良い人を採用していくところが生き残り、そうでないところは負けていくと思う。そういう点で、分かれ道に来ているのではないかと考える。一部の企業が非

正規を正規にするという囲い込みは、そうしないと引き抜かれてしまうのが非常に怖いという実感が現実にあるのではないかと思う。私は、そのような点に注目している。

佐藤委員

成長率の下振れ、物価の上振れをどのように考えるかという問題提起であるが、供給力の低下あるいは潜在成長率の低下に伴って物価が上がりやすくなっている可能性はあると思うが、実体的にみれば、恐らく輸入がキーワードになると思う。成長率の下振れについては、昨年後半、予想外にGDPのヘッドラインが低迷したが、輸出の低迷もあるが輸入が非常に強かったことが効いている。輸入が強かったのは内需堅調の反映でもあり、輸入を控除した実質国内需要は年率+3%前後の成長ペースを年後半も維持しているので、その意味で、この成長率の下振れについては、2013年度に関して若干の見込み違いはあったが、基本的にそれほど大きな問題ではないと思う。

次に、物価の上振れをどのように考えるかであるが、これも輸入がキーワードになってくると思っている。何度も申し上げていることであるが、輸入品の浸透度がかつてに比べ格段に上がってきている。特に、電気機械類、デジタル家電類の輸入浸透度が上がってきた結果、為替円安の影響を非常に受けやすくなってきていると思う。実際、消費者物価統計で見ると、デジタル家電類は、一昨年の1番悪い時期で前年比-22%程度と20%を超える下落であったが、直近の消費者物価統計では前年比+6%超となっている。その変化だけでコアコアへの寄与が+0.5~+0.6%ポイント程度あり、変化のモメンタムへの寄与はこれが1番大きく、物価への影響も1番インパクトがあったと思う。裏返してみると、国内のコンシューマーエレクトロニクスが競争力を失ってきており、海外の供給主体が価格支配力を持ち始めているということであって、為替円安になると簡単に国内で値上げしてくるといった供給構造の変化があると思う。この点、先行きのことを考えると、為替円安の影響一巡は無視できないファクターになってく

と思う。先程の意見表明で、夏場にかけて若干下押す可能性があるのではないかと申し上げた。これは展望レポートで議論することになると思うが、これから先、夏場に若干下押した後——恐らく執行部もそういう認識だと思うが——、その後2%に向けて切り返していくかどうかという点で、今年が正念場だと思う。

木内委員

物価については、佐藤委員もおっしゃった為替の影響力が大きく電機のところが予想外であったというのは、全くそのとおりだと思っている。ここでは、最初の供給制約について申し上げたい。みかけほど需給ギャップは大きくはないのではないかという点は、日本だけでなく米国も含めてグローバルな問題意識として持っている。日本についてみると、足もとの純輸出の急激な悪化は、部分的にはそういった面を反映しているのではないかと考えている。ただ、供給制約があるということは、成長の伸びしろが小さくなってきているということなので、あまり好ましいことではないと思う。このような局面での金融政策は非常に難しくなってくると思う。仮に、みかけよりも需給が逼迫して供給制約が出てきているとすれば、確かに一時的には賃金が上がりやすく物価が上がりやすいかもしれないが、供給制約がある中ではそれは長続きしないと思う。それではわれわれが目指している持続的な物価の安定という概念に着実に近づいているということにはならないのではないか。生産性が上昇し、企業の収益性が高まり、それに応じて賃金、物価が上がっていくことが望ましいが、人手不足で賃金が上がり、それで物価が上がっていくことは、物価を上げることを目標にしている訳ではないわれわれにとっては、必ずしも望ましい環境ではないと思っている。

黒田議長

この点は展望レポートでじっくり議論したいと思うが、生産性の上昇、実質成長率の上昇が望ましいのは全くそのとおりだと思うが、そのことか

ら離れても、実際問題として、非製造業を中心に回復が続いてきたために、労働需給がかなり逼迫していることは事実だと思うし、それが賃金や物価に好影響を及ぼしていることも事実であろう。それをどのように捉えていくかが問題である。長い目でみれば、政府の成長戦略その他によって、中長期的な生産性、供給力、潜在成長率が上昇していくことが望ましいというのもそのとおりだと思う。その点は政府にしっかり頑張ってもらいたいことであって、われわれの金融政策としては、物価が2%程度で安定的に上昇していく姿、またインフレ期待もそれに沿ったものになる姿を、できるだけ早く実現するというに尽きるのではないかと考えている。

それでは、10分程度コーヒーストップを取りたいと思う。

(10時24分中断、10時33分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

岩田副総裁

量的・質的金融政策により、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2月の新規長期貸出金利(除く交付税特会向け)が0.991%まで低下する一方で、3月短観によると、企業の物価見通しは平均で、1年後+1.5%の上昇、3年後+1.7%の上昇であった。このことから判断すると、企業の長期予想実質金利は-0.5%~-0.7%程度にまで低下することになる。こうした企業の長期予想実質金利のマイナス圏での低下と、3月短観で示された企業の設備判断における過剰感の解消は、今後、企業

の設備投資の増加をもたらす大きな要因であると考えます。

予想実質金利の大幅な低下は、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と思う。失業率は3.6%まで低下し、有効求人倍率は1.05倍まで上昇しており、3月短観で示されているように、雇用人員の不足感も一段と高まっている。こうした労働需給の逼迫は、名目賃金の上昇を伴う消費者物価の上昇をもたらす。従って、今後、消費者物価の前年比は名目賃金の上昇を伴いながら、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考えるので、金融市場調節はこれまでどおりで良いと考える。

なお、日本のインフレ率に対して下押し圧力がかかるとすれば、その圧力は、主として米欧中の景気回復の遅れ、地政学的リスクの高まりなど海外要因であると考えます。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とは思うが、現在はそのような状況にあるとは考えていない。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

先程、成長率と物価上昇率の話をしたが、金融環境については、引き続き「緩和した状態にある」という評価である。すなわち、3月短観で金融機関の貸出態度判断DIをみると、「緩い」超幅がさらに小幅拡大している。そのもとで、新規の銀行貸出金利は、長期を中心に既往ボトム圏で推移している。また、量の面でも、銀行貸出は2%台半ばの伸びを維持している。このほか、CP・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、短観やQSS債券月次調査などアンケート調

査やB E I 等各種の指標を踏まえると、全体として上昇しているとみている。

フォワードガイダンスについて一言述べておきたい。今年に入ってから、F e d、B O Eにおいてフォワードガイダンスの見直しが行われた。すなわち、両者とも先行きの低金利維持について、具体的な失業率水準と紐付けたフォワードガイダンスを設けていたが、当初見通しよりも予想以上に早く失業率が低下し、言及している水準に接近してしまったため、見直しを行ったものと理解している。新しいフォワードガイダンスは、雇用環境やインフレ動向など幅広い経済指標を考慮するという総合判断の金融政策に先祖返りしたようにもみえる。今回のF e dやB O Eの事例をみると、特定の経済指標を threshold として用いるフォワードガイダンスを採用する場合には、金利抑制など狙った効果を十分に発揮するような経済指標を選ぶことと、適度な柔軟性を温存することのバランスを取る必要がある。しかし、実際にはそのような微妙なバランスが保たれたフォワードガイダンスの策定は至難であることを示したのが今回の米英の経験であり、われわれにとっても示唆に富むと思う。

成長率と物価上昇率については、先程申し上げたとおりである。いずれにしても、4月の展望レポートはこの点を十分念頭に置いたうえで作成に臨む必要があると思っている。

最後に、当面の金融政策運営であるが、当面の金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の金融環境は、引き続き緩和的な状態が続いている。金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。本日は、日本銀行の金融政策の効果について、私の見解を申し上げる。

まず第 1 に、金融緩和はインフレ期待を高め、2013 年度には潜在成長率を上回る成長の実現に寄与したと思う。しかし、政府の財政支出も大きく、それがなければ、2013 年度の経済成長率は 1%前後下振れて半分程度の成長率になった可能性があり、金融緩和だけでは 2013 年度の景気回復力は予想したほど強くなかった可能性がある。2014 年度の経済見通しについては、政府支出による成長への寄与度はほぼゼロとなるが、金融緩和の効果は継続し、海外需要も回復していくとの前提のもとで、経済成長率は潜在成長率を上回ると考えている。しかし、仮に輸出が伸び悩むと、物価については、人手不足による賃金上昇もあってベースラインシナリオからあまり乖離しない状態が続く一方で、経済成長率が下振れる状況が生じる可能性がある。その場合には、基調的には物価は緩やかに上昇しつつも、需給ギャップ、成長期待、インフレ期待の改善ペースが緩慢になり、2%目標の安定的な実現の達成時期が後ずれする可能性があるともみている。なお、次回会合では展望レポートを公表するが、その際に 2013 年度の成長率が下方修正され、2014 年度も多少の下方修正がなされる可能性もあると思っている。仮にその場合には、日銀短観の業況判断の先行きが市場予想対比で悪化しており、企業の中長期的な物価見通しも 2%に達していないという現状を踏まえると、QQE への信認が低下することのないよう丁寧な対外的な説明を行っていく必要があると考えている。

第 2 に、高齢化により年金受給者の人口に占める割合が増えるにつれて、ジニ係数が上昇し所得不平等が拡大することが統計的に知られている。特に、高年齢層は資産の偏在が大きいため、実際の経済格差はさらに大きくなっている。資産を持たない高齢者層が増える中で、消費税率の引き上げに加え、年金給付額のインフレ調整は現役人口の減少や平均余命の上昇によって不完全になる。その結果、実質給付額は減少が見込まれ、本行を含む経済政策に対する不満が高まっていく可能性がある。一方、マクロ経済スライドや増税は年金財政の持続性を高めるうえで不可欠であるし、社会保障改革の方向性をきちんと示すことができれば、社会保障制度の持続性に関する不安が和らぎ、現在の消費の基調を維持できると思われる。以上

の点について国民の間で理解がさらに進むように、政府と協力して広報活動を進めていく必要性があるように思う。

第3に、一般的に金融資産は勤労世代よりも退職世代がより多く持っているため、資産効果は高齢者に対して強く働く傾向がある。しかし、複数の研究によれば、退職世代は金融資産がロスを受けた場合に相対的に回収の期間が短いため、元本を維持できる資産を選択しリスク回避的になる傾向が指摘されている。最近では、高齢化が金融政策の効果を減退させる点を指摘する研究も増えており、私自身もこの点について2012年の北欧の講演で言及したことがある。QQEの1つの狙いは、投資家の適度なリスクテイクを促すことを通じて実体経済や物価に好循環をもたらそうとするものであり、そのためにも勤労世代の間で資産の分散投資の重要性への理解が進むことが重要だと感じている。この点、NISAの開始に加えて、GPIFによる運用の適度な分散化が進む中で、日本銀行の政策への理解や金融教育の普及が進めば、金融緩和政策の効果も高まっていく可能性があるかと期待している。

最後に、株価の動向は金融緩和の効果を考えるうえで重要だと考えている。まず、株価が消費者マインドにプラスの影響があることは、消費者態度指数の改善に及ぼす寄与度が大きいことを示す統計分析からも明らかである。この点、家計の消費動向調査で資産価値の増え方がここ3か月連続して前月比減少していることが気になる。また、先進国を対象に株価と景気後退の開始時期の関係を分析した研究によると、実質株価の変化は、景気後退の開始の先行指標として有効なことが明らかにされている。わが国の企業収益見通しなども確認しながら、今後の株価の動向を注視していきたいと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について申し上げる。金融環境は引き続き「緩和した状態にある」との評価で良い。短観で示された金融機関の貸出態度や企業の資金繰りも改善を続けており、3月のエクイティファイナンスも活発であった。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、株価は前回会合時と同程度か若干下振れた程度かと思う。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、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れを含め、従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営に関するガイダンスも維持することが適切と考える。

政策に関する論点であるが、量的・質的金融緩和の政策効果について、1年が経過した現時点での私なりの評価を申し上げる。量的・質的金融緩和は非伝統的な政策のため、政策効果をリアルタイムで定量的に測定することはそもそも容易ではないが、少なくとも定性的には、この間のわが国経済の景気回復を金融面から強力に後押ししているとみている。この間の一段の緩和的な金融環境、すなわち低い長期金利、株高・円安基調などは、内需中心の前向きな循環メカニズムを強力に後押ししている。銀行貸出も2011年末から前年比プラスに転じ、その伸びも着実に高まってきている。

因みに、非伝統的金融政策の効果に関しては、2001年から2006年の日本の量的緩和政策に関する実証研究が進んできている。私自身の研究も含め時系列分析による推計結果からは、株価上昇や為替円安などの波及経路を通じて生産を増やすという結果が示唆されている。現在の量的・質的金融緩和は、当時の量的緩和政策と比べると、バランスシート全体の大幅な拡大、資産サイドのデュレーションの長期化、明確な物価安定目標の導入、目標にリンクしたガイダンスの設定などの点で、一段と強力な措置である。

また、日本経済の基礎体力の面でも、金融システムは健全で、企業の収益力や家計の雇用・所得環境などファンダメンタルズも大きく改善しており、強力な緩和政策がより効果を発揮しやすい状況にあると言える。以上を総合すると、当時の量的緩和政策より、高い政策効果が今後さらに期待できるとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国の金融環境については、緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。企業の資金調達コストは低水準で推移しているほか、CP・社債の発行市場も引き続き良好な状態にある。3月短観では、企業からみた金融機関の貸出態度が企業規模を問わず改善したほか、資金繰り判断も、引き続き中小企業を含めて「楽である」超にあるなど、企業金融は全体として極めて緩和した状況にあると思う。また、金融市場についても、わが国の10年物国債利回りは、0.6%台前半の水準で横ばい圏内の推移となっており、リスクプレミアムは大きく圧縮されている状況にあり、名目金利は引き続き極めて低い水準にある。

量的・質的金融緩和の導入から1年が経過した。この1年間を振り返ってみると、金融環境、金融市場の動向については、先に申し上げたとおり、十分な政策効果が発揮されていると思う。また、実体経済についても、内外需のバランスが当初の見通しとやや異なっているが、全体としてはほぼ想定どおり、緩やかな回復のパスをたどっている。さらに、物価についても、CPI（除く生鮮）の前年比は、昨年3月の-0.5%から足もと2月は+1.3%まで上昇してきている。これまでのところ、2%の物価安定の目標の達成に向けて順調に進んでいると判断しており、金融政策については、現行の方針を維持していくことが適当と考える。しかしながら、現行の金融政策における予想インフレ率を高める効果やポートフォリオリバランス

ス効果、実質金利の低下による設備投資の誘発効果については、当初期待されていたかたちでの効果が出ているとは言いがたいと思う。マネタリーベースの量そのものが金融政策として効果をもたらすメカニズムは、必ずしも明確ではなかったと思う。現行の大規模な金融緩和政策は、元々、物価安定目標を2年程度で達成することを目標として設定されたものであり、当然ながら2年程度経過後、あるいはそれ以前でも、経済・物価情勢についてリスクが顕現化した際には、その時の状況に応じて調整されることとなる。そのような際には、マネタリーベースの量を追っていくという考えは、物価に対する効果や波及ルートがはっきりしない限り、採るべきではないのではないかと考えている。当面、まずは消費税率引き上げ後の足もとの経済・物価動向を注視していくべきと考えるが、私としては、今後の金融政策については、以上申し上げたことを前提に考えていきたいと思っている。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、市場の追加緩和期待への対応についてである。3月中下旬に米国に出張し連銀関係者や学者、市場関係者と意見交換する機会があったが、海外投資家の本行による追加的な政策発動への期待感の強さは、事前に予想していたとはいえ、圧倒されるものがあった。私としては、経済・物価情勢はオントラックで日本経済は2%の物価安定の目標実現のパスに乗っていること、本行シナリオに消費税率引き上げによる駆け込みとその反動減は織り込み済みであること、昨年4月に量的・質的金融緩和を発動するに当たり戦力の逐次投入は行わないことを明確にしていることなど、本行の立場を粘り強く説明したが、必ずしも理解が得られたかどうか自信はな

い。彼等は、日本株市場をここまで回復させたのは自分たちの力であり、目先見込まれる経済の落ち込みに対し本行が preemptive に対応することが必要で残された時間は多くないこと、仮に本行がビハインド・ザ・カーブに陥れば、たとえ追加策を打っても効果がないことを一様に主張していた。こうした投資家の意見はポジショントークを含んでいる可能性があり、われわれがそれに迎合する必要はないが、一方で、実際に日本株市場で存在感を発揮しているのはこれら海外投資家であることも事実で、われわれとしては彼等の期待を真っ向から否定することもまた得策ではないように思われる。expectation control は難しいが、本行としては、これまで同様、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の立場を、愚直に繰り返すことで、失望感を煽ることがないようにしていくほかはないであろう。

第2に、量的・質的金融緩和から1年が経ち、取り敢えず折り返し点に差しかかったところで、改めてデフレ脱却と長期金利の関係について申し述べたい。先のセッションで述べたように、企業の物価見通しが1%台半ばとなるなど、家計・企業の予想物価上昇率が全体として上昇しているとみられるなか、JGB市場参加者の予想物価上昇率はあたかもそれと分断されているように見受けられる。しかし、デフレ脱却の兆候をJGB市場参加者が認識すれば、名目長期金利水準に不連続な変化が生じる可能性がある。純粹にマクロ的な見地からは、予想物価上昇率の上昇により名目長期金利が上昇しても、実質金利に変化がなければ問題なしと言えるかもしれない。しかし、名目長期金利に水準訂正があれば、デュレーションリスクを相対的に多く抱える地域金融機関の資本基盤への影響を通じて金融システムに影響を及ぼしたり、政府の限界的な調達コスト上昇を通じて政府と中央銀行の関係について様々な思惑を呼び、結果的に財政ファイナンスへの懸念を高める可能性がある。重要なのは、その際に本行はあくまでも2%の物価安定の目標実現の観点から政策運営を行うのであり、財政への配慮が金融政策を左右することがあってはならないという点である。その点、経済がデフレ脱却の兆候を示す中、政府の中長期的な財政健全化へ

のコミットメントが、JGB市場の安定や量的・質的金融緩和の最終的な成否に決定的に重要であることを改めて強調しておきたい。

第3に、若干テクニカルではあるが、目先大量に期日を迎える1年物共通担保オペへの対処についてである。執行部へのディレクティブは、「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調節を行う」ということであり、月々のマネタリーベースの振れをどのように均すかは執行部に一任しているので、この場でとやかく言う性質の話ではないかもしれないが、私としては、昨日の山岡金融市場局長の説明と同感で、月々のマネタリーベースに若干の振れが生じることはやむを得ないと思う。政策委員会としては、われわれのコミットメントはあくまでも年間でのマネタリーベースの増加額であり、月々のマネタリーベースの振れにより本行の緩和スタンスは些かも影響されないこと、また長期国債については年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを続けており、そのストック蓄積によるリスクプレミアムの押し下げ効果は買入れの進捗とともに強まっていくことを、市場に丁寧に説明していけば良いと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

先程の中曽副総裁からのコメントと重複するが、英国および米国での最近のフォワードガイダンスの修正と日本へのインプリケーションについて、私なりの考えを述べたいと思う。フォワードガイダンスは、政策金利のゼロ制約の下、中央銀行による資産の大量購入と並んで、非伝統的金融政策の一翼を担う政策手法と位置付けられると思う。その種類は、経済指標に基づく条件付け、すなわち state-contingent、カレンダーベース、定性的なタイプの3つに大別できると思うが、先駆的形態である日銀の時間軸効果等を踏まえれば、第1の将来の政策を経済指標に結びつけて予め

約束する state-contingent commitment がフォワードガイダンスの本来の意味と理解している。

次に、このフォワードガイダンス導入の目的を時間軸効果に即して考えると、第1に、将来、経済情勢が好転しても解除条件が満たされるまで超緩和的な政策を維持することを約束し、期待の変化を通じて緩和効果を高めることを目指すいわゆる「政策効果の前借り」、第2に、短期金利を暫く低水準に維持することを約束することで、長期金利に影響を及ぼすことの2つと考えることができると思う。本行がかつての量的緩和時に目指していたのは、双方であったのに対して、昨年欧米でフォワードガイダンスやそれに類する政策が導入あるいは強化された際に主に意図されたのは、出口が視野に入る中、経済や金融システムを不安定化させる可能性がある長期金利の大幅上昇を回避することだったと思う。しかし、フォワードガイダンスの導入、強化から短期間のうちに、米国、英国では軌道修正が図られた。英国では政策金利引き上げに関わる失業率の閾値は維持されたが、その重要性は大きく低下した。米国では失業率の閾値自体が撤廃された。さらに両国の対応に共通していたのは、多くの経済指標を参考にする姿勢へのシフトである。このことは、本来フォワードガイダンスが持っている「期待への強い働きかけ」という性格が弱められ、政策の自由度、柔軟性を重視した総合判断という伝統的な金融政策手法へ回帰する動きとも解釈できると思う。

一般にフォワードガイダンスが抱える問題点として、インフレ圧力が実際に高まった場合、中央銀行が当初の約束を果たさずに政策変更を実施する、いわゆる「時間的非整合性」の問題がしばしば指摘されてきた。その可能性が市場で意識されれば、期待される効果が金融市場や実体経済に現れないことになる。逆に、中央銀行がフォワードガイダンスで示した政策を実行するとの期待が強い場合には、将来インフレが起こって、いずれ大幅な金融引締めが実施されるとの観測から長期金利が上昇したり、行き過ぎた緩和策がいずれ経済の安定を損なうとの観測から株価が下落するなど、金融市場が期待された方向と逆に動き、経済を不安定化してしまう可

能性もある。今回の英国と米国の場合には、むしろ意図せざる早期の政策変更を回避するために当初の約束を短期間で修正せざるを得なくなった訳であるが、フォワードガイダンスが内包する難しさを改めて印象づけた。

翻って日本について考えると、2%の物価安定の目標と量的・質的金融緩和を強く結びつけた現在の本行の政策姿勢も、広義のフォワードガイダンスと言える。特に、対外公表文にある「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「量的・質的金融緩和」を継続する」との文言は、state-contingent なフォワードガイダンスの性格を強く帯びている。さらに、2%の物価安定の目標が容易に達成できない高い水準と考える人が多ければ、「政策効果の前借り」というフォワードガイダンス導入の目的にも合致するように思う。

最後に、英国、米国でのフォワードガイダンスが修正された経緯を踏まえ、本行の政策について幾つかの注意点を挙げてみたいと思う。第1に、経済指標は多くの歪みを含んでいるため、単一の経済指標を政策姿勢と強く結びつけて約束すると、政策の自由度が過度に狭められ、市場とのコミュニケーションに支障が生じる可能性がある。この点に関連して、第2に、現在の本行の政策は、総合判断を基調とする伝統的金融政策のもとで広く利用されてきた柔軟なインフレーションターゲット政策を、より厳格なものに変容させて、非伝統的政策と結びつけた特殊な枠組みと整理できるように思う。第3に、今回、英国、米国でフォワードガイダンスが修正されたことで、市場は、時間的非整合性などのフォワードガイダンスが内包する問題を従来以上に意識し、それが日本でも期待を通じた経路での政策効果を減じてしまう可能性があると思う。第4に、2%の物価安定の目標が、中長期的な経済の安定と整合的でないと市場および経済主体が考える際には、金融市場の不安定化を招くなど、期待された効果が発揮されないばかりか、逆に実体経済に悪影響を及ぼす可能性が高まると思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

まず、わが国の金融環境であるが、執行部の説明や委員方からもあったように緩和した状態が続いているが、詳細については省略する。

この間、金融資本市場をみると、短国利回りはいずれのタームも 0.05% 以下の水準が続いており、G C レポレートでは、期末要因もあって一時マイナスの水準にまで低下した。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を背景に低下する局面もみられたが、足もとでは前回会合時点と概ね同水準となっている。ドル／円は、海外情勢を受け幾分円高方向に動く場面もみられたが、足もとは前回と概ね同水準となっている。株価は、一旦下落した後、米国株価の上昇時には反発する局面もあったが、期間を通してみると幾分低下している。国際金融資本市場については、ロシア周辺国など一部を除いて総じて落ち着いてきているが、新興国の中には目先に主要な選挙を控える国も多く、地政学リスクに加えて、経済構造に脆弱性を抱える国の動向には引き続き注意が必要である。

前段の経済・物価情勢やこうした金融動向を踏まえた次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、量的・質的金融緩和を引き続き着実に実行し、早期の物価安定目標の実現に繋げ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 220 兆円に達し、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、予想物価上昇率は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。企業の予想物価上昇率についてやや仔細にみると、3 月短観から推計した 3 か月後の予想物価上昇率は緩やかな上昇傾向にある。特に、消費者物価に関連の深い業種の販売価格判断 D I をみると、小売や対個人サービス、宿泊・飲食サービスなどで先

行き予測が総じて改善しており、企業は価格設定において強気の見通しを持ちつつあることが窺われる。また、今回から新たに採集した企業の物価見通しについては、水準自体の評価は難しく今後の推移をみる必要があるが、1年後で+1%台半ば、3年後、5年後のいずれについてもややこれを上回るかたちとなっている。また、物価水準を回答した企業——回答を控えた先も多いが——の半数程度が「2%程度」以上を選択するなど、全体としてデフレ脱却が比較的強く意識された内容となっていると考える。こうした傾向は、価格へのコスト転嫁が難しいと言われる中小企業の方に強くみられることが注目される。いずれにしても先行きの物価動向については、基調的にはマクロ的な需給バランスの改善が続くとみられるもとの、消費者物価の前年比プラス幅も徐々に拡大するとともに予想物価上昇率も徐々に上昇し、物価安定目標の実現に近づいていくものと考えている。今後も、反動減による一時的な需給緩和が物価に与える影響や、海外経済の動向等のリスク要因を肌理細かく点検しつつ、2%の物価安定の目標の実現を目指し、量的・質的金融緩和を着実に進めていくことが適当だと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、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現在の方針を維持することが適当という意見で一致していたと思う。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということであると思う。

なお、量的・質的金融緩和を導入して1年であるが、その効果は引き続きしっかり働いていると考えられる。日本銀行による巨額の国債買入れも

あって、わが国の長期金利は低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って実質金利は低下傾向にあると考えられる。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の見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

宮尾委員

先程の木内委員のガイダンスについての説明の中で、本行のガイダンスは state-dependent である——それはそのとおりである——が、単一指標と結びつけたやや厳格なもので、柔軟なインフレターゲットではないとみられるのではないかとの発言があったが、私自身は、柔軟なインフレターゲットであると理解している。われわれが掲げている物価安定目標自体は、単一の指標だがブロードにリンクしている。米国の失業率のように個別指標の数値を含めて、その結果マーケットの変動を大きくするというよりも、われわれの場合は、政策目標にシンプルにブロードに紐付けて運営しており、しかも上下双方向のリスクをしっかりと点検し、必要と判断されるまで続けるというように、柔軟な枠組みが維持されている。私は、厳格で機械的なインフレターゲットではないと考えている。

白井委員

宮尾委員のご指摘のとおりで、学界における柔軟なインフレーションターゲットングについての理解は、インフレ目標を機械的に早急に達成しようとするのではなく、経済成長などとバランスを取りながら進め、最終的にインフレ目標を達成するという考え方であり、今の日本銀行のフォワードガイダンスはこれに沿っていると思う。ただ、以前から申し上げているように、2年程度と言っているところでカレンダーベースのコミットメントと受け取られたところもあるので、その点でリジッドなものともみられた点があったかもしれないが、基本的にはフレキシブルなフォワードガイダンスであると理解している。米国と英国が threshold として失業率を

入れた理由は、米国の場合は、ご存知のように2大命題の中で何らかの雇用のデータが必要で、事後的には失業率が適切であったかどうかという問題はあるが、何らかの指標が必要であったということだと思う。英国については、本来、失業率の閾値を入れる必要はないが、最近まではインフレ目標と失業率のトレードオフがあり、インフレ率が5年以上もインフレ目標を上回っている中で、失業率が高水準で推移していたので、不可避的にトレードオフを説明する必要があった中で行われたもので、例外的な措置であったと理解している。

先程からも意見が出ているように、2013年度の成長率は日本銀行の当初の想定よりも恐らく下振れるであろう。その理由としては、輸入の伸びもあったが、輸出も、一時的かもしれないしそうではないかもしれないが、明らかに想定したほどは伸びなかったということがある。ただ、それで説明が済むのかどうかは分からない。先程、2001年～2006年のQEの話があったが、あの時は世界の需要が旺盛で効果もあった。輸出が伸びるから、あるいは伸びないからということで、金融政策に関し、成長が下振れた時にそのような説明で大丈夫なのだろうかと思っている。例えば、ある連銀総裁は、米国で成長率が思ったほど伸びなかったとしても、金融政策を実施しなければもっと悪くなっていただろう、と言っていた。米国の場合、フィスカラドラグがあり、1.5%の成長下押しになっても、2013年の成長率は1.9%とかなり良かった。日本の場合、成長率が想定より低かった場合に、輸出が弱いからという説明で済むのか、これから輸出は伸びていくと説明しているが、いずれ出てくるにしても時間がかかるかもしれない時に、そのような説明で済むのだろうかと考えているところである。

マネタリーベースの増加がインフレ期待や物価に影響を及ぼしたかどうかについては、効果はあるという分析結果と効果はないという分析結果の両方があるが、この点、海外の学者と議論した際の彼等の考えでは、マネタリーベースの増加が効果があったかについては、「そこはイシューではない」ということであった。つまり、日本銀行が長い間デフレ脱却に積極的でないと捉えられてきたので、今回、レジームチェンジをする必要が

あったので、マネタリーベースの採用はそのための1つの方法であり、マネタリーベースが物価やインフレ期待に効果があるかどうかはイシューではないということ、市場参加者も含めて色々な人から聞いたので、私もそのように捉えている。

佐藤委員

先程の宮尾委員の指摘には全く同感である。昨年1月に「物価安定の目標」を決定した際の声明文を改めて読み返してみると、柔軟な枠組みであることが強調されている。背景としては、金融政策には波及ラグや政策効果の不確実性があるため、その中で物価をピンポイントで安定させることは非現実的であり、その意味で柔軟な枠組みである。もう1点、金融システム安定への配慮が欠かせないことも言っている。あの時の声明はこの政策委員会で覆していないので、今も生きているはずである。その意味では、元々この枠組みは柔軟な枠組みであると理解している。

フォワードガイダンスに関しては、一般論としてフォワードガイダンスの限界が認識されつつあるのではないかと思う。木内委員から指摘があったが、フォワードガイダンスに関する動学的非整合性、時間的非整合性の問題が広く浸透し、認識されてきたと思う。日本銀行は、凶らずもフォワードガイダンスの点ではフロントランナーであったが、当時の消費者物価指数を条件としたフォワードガイダンスは、当時は時間軸効果と言っていたが、長期金利の押し下げに絶大な効果があったと思う。その後、2006年に量的緩和を解除したが、ご存知のとおり後からみればデフレはまだ続いており、物価統計も後から改定されマイナスになった。単一の消費者物価指数に紐付けした政策運営の危うさを端的に示したと思う。昨年 Fed の一連の情報発信に関する展開もそれとよく似ていると思う。基本的には失業率等に紐付けした政策運営であったが、インフレ率あるいは失業率が longer-run goal に達していない中で、QE の解除に関するコミュニケーションを始めたのが昨年春先であった。その意味では、指標に紐付けしたフォワードガイダンスを設定しても、所詮、中央銀行はいつかは約束を破

るものだという認識が、マーケットに浸透してきていると思う。その点で、この政策は、ゼロ金利制約の下での非伝統的政策で限られた有効なツールと当初は思われたが、その限界が段々露呈しつつあるということである。このことは、今後のQQEの展開を考えるうえでも、示唆に富むのではないかと思う。

黒田議長

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

古川財務副大臣

黒田総裁をはじめとする現執行部が発足してから1年が経過した。発足して早々の昨年4月4日、日本銀行が2%の物価安定目標の実現を目指して、これまでの金融政策の枠組みを大きく見直した量的・質的金融緩和を導入し、以来これを着実に推進してきたことは、政府として高く評価している。この1年間、日本銀行がこのような大胆な金融緩和を着実に推進する中で、日本経済は実質GDP成長率が5四半期連続でプラスとなり、物価についても、生鮮食品を除く消費者物価の上昇率が足もと+1.3%まで上昇するなど、デフレ脱却・経済再生に向けて着実に前進してきていると認識している。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し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成することを期待している。

当面の経済財政運営において最も大切なことは、消費税率の引き上げに当たり、景気の下振れリスクを回避し、足もとの景気回復を持続的な経済成長に繋げていくことである。このため、先般成立した平成26年度予算について、本年度前半に適切に経済効果を発揮するべく、公共工事等および早期の経済効果の発揮に繋がる経費については、政府全体として、本年6月末までに4割以上、9月末までに6割以上を実施するという目標を設定した。先に成立した平成25年度補正予算と併せて、国・地方を挙げて

早期実施に取り組んでいくことで、景気下振れリスク等に適切に対応していく。

春闘の回答状況について、これまで回答のあった企業全体でみると、平均賃上げ額は 6,000 円を超え、賃上げ率は 2%を上回っており、過去 10 年の同時期の集計に比べて最高の水準となっている。年間分のボーナスについても、前年同時期の集計に比べて平均で 10 万円以上増加しており、近年にはない規模の賃上げが実現しつつある。また、中小企業や非正規雇用労働者にも前向きな賃上げの動きが波及しつつあるところである。こうした賃上げの動きが、経済の好循環へと繋がることを期待している。

また、成長戦略については、今国会に 30 本以上の関連法案を提出することとしているが、既に多くの関連法案が国会に提出され、審議が進められているところである。さらに、成長戦略の改訂に向けて「成長戦略進化のための今後の検討方針」を踏まえ、政府全体として、エネルギーコストの抑制や雇用・人材、医療・介護および農業分野における改革等、さらなる構造改革に取り組んでいく。こうした一連の施策により、民需主導の自律的・持続的な経済成長と財政健全化の好循環を実現すべく、不断の取り組みを強力に進めていく。以上である。

黒田議長

内閣府の梅溪健児内閣府審議官をお願いします。

梅溪内閣府審議官

量的・質的金融緩和の導入後 1 年が経つが、昨年の中頃はマイナスであった消費者物価が、最近では幅広い品目で上向き、全体として緩やかに上昇するなど、着実な成果が上がっているものと認識している。こうした中、わが国の景気は緩やかに回復している。

4 月 1 日に消費税率が 8%に引き上げられた。政府は、「好循環実現のための経済対策」を具体化する平成 25 年度補正予算について、6 月末までに 7 割程度、9 月末までに 9 割程度、平成 26 年度予算についても、本年 6

月末までに4割以上、9月末までに6割以上という実施率目標を設定し、年度前半の早期執行に努め、景気下振れリスクに対応する。そして、特に個人消費を中心に入手可能な週次データやヒアリング情報をもとに丁寧に景気動向をみていく。また、海外景気の下振れリスクについても注視していく。

政府においては、経済の好循環実現のため、所得拡大促進税制の拡充など思い切った税制措置を講ずるとともに、政労使会議の共通認識を取りまとめるなどの取組みを進めてきたところである。こうした取組みを踏まえ、労使が真摯な議論を重ねた結果、今年の春闘では近年にない賃上げの動きが力強く広がっていると感じている。具体的には、連合が4月1日に公表した内容では、月例賃金について1人当たりの平均賃上げ額が6,495円、賃上げ率は2.20%である。これに加えて、一時金についても年間分の月数回答で5.19か月、前年同時期比0.57か月分増となり、いずれも過去10年の同時期比でみて最高の水準となっている。さらに、中小企業についても、賃上げ率は過去10年の同時期比でみて最高の水準となっている。現在も多くの企業において労使交渉が進められており、経済の好循環実現に向けて賃金上昇の動きがさらに広がっていくことを強く期待している。

その他の政府の取組みについて、3点申し上げる。第1に、3月28日には東京圏、関西圏などの6か所を国家戦略特区の指定区域とし、各区域の改革の方針を示した。今後、それぞれの具体的な事業計画を、国・自治体・民間が一体となってまとめていく。第2に、経済財政諮問会議・産業競争力会議の合同会議を開催し、内なるグローバル化について議論を行った。女性の活躍促進については、今後関係閣僚において、税・社会保障制度等について検討していく。外国人材の活用については、政府を挙げて検討していく。まずは、復興事業のさらなる加速を図りつつ、2020年のオリンピック・パラリンピック東京大会関連の建設需要を担うため、技能実習制度修了者について最大2年以内、再入国者のうち本国に帰国後の期間が1年以上の者は最大3年以内、建設業務に従事できるよう在留資格を付与することが、先日の関係閣僚会議において決定された。さらに、対日直接投

資残高の倍増に向け、今後、在外公館、JETRO、閣僚レベルによる政府一体での外国企業への働きかけを抜本強化するとともに、その司令塔として経済財政政策担当大臣が主催する「対日直接投資推進会議」を立ち上げ、必要な制度改革の実現に向け取組みを促進していく。第3に、消費税率引き上げで国民に負担をお願いしている中、デフレ脱却・経済再生と財政健全化に向けた取組みを着実に推進する。まずは、来年度のプライマリーバランス半減目標を確実に達成することが重要である。平成27年度予算において、歳出効率化を徹底して進めることができるよう、今後経済財政諮問会議でしっかり議論を進めていく。

最後になるが、日本銀行には、引き続き2%の物価安定目標の実現に向けて取り組むことを期待する。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案および対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出する方はいるか。

木内委員

項目6. について従来どおりの修正の議案を提出したいと思う。考え方は同じである。

黒田議長

それでは執行部は木内委員の議案を用意し、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。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

金融市場調節方針に関する議長案を読み上げさせて頂く。「議長案。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である。「2014年4月8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、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には緩やかな回復を続けている。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。個人消費や住宅投資は、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも、基調的には、雇用・所得環境が改善するもとで底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかな増加基調をたどっている。企業の業況感、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている。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、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている。以上」である。

最後に木内委員案であるが、議長案の6. について、「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」としている。

前回との比較では、変更点は議長案の対外公表文の3. と4. である。中身については昨日月報で申し上げたとおりだが、3. の景気全般に対する評価、個人消費、住宅投資について、消費税率の引き上げの時点が変わっているのも、その点を踏まえたものとなっている。それから生産について、「緩やかな増加基調をたどっている」という表現にし、短観月なので企業の業況感を加えている。先行きについては、全般の評価のところを消費税率の反動だけをリファーするかたちになっている。以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった3つの議案についてご意見があればご発

言頂きたい。

白井委員

前回に引き続き、対外公表文のリスク要因を記述した 5. のところについて反対する。その理由は、リスク要因の記載が、海外要因のみの記述となっており、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。反対の理由を申し上げますと、確かに、現在雇用環境は改善しており、2014 年度の大企業のベアも決まり、ボーナスも改善が予想されている。しかし、その一方で、実質所得の低下は昨年から続いており、今後も実質所得の低下が長期化すると見込まれる。そうした中で、雇用の改善は少子高齢化による人手不足から今後も継続すると思うが、果してそれだけで先行き期待される所得が上昇していくのか、今のところ不確実性があるとみている。従って、雇用・所得環境の改善ペースを、わが国経済の先行きのリスク要因として含めるべきであると考えている。以上である。

黒田議長

この点についてご意見はあるか。なければ、この点については先月と同様、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、ご異議ないか。

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 32 分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。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します。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

前月と同じなので、配付は省略し読み上げさせて頂く。白井委員に関する注は、「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」、木内委員案の注は、「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」である。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。それでは最終案がまとまった。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

それでは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。政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[11時40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。

VI. 議事要旨（3月10、11日開催分）の承認

黒田議長

最後に、3月10、11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、11日金曜日8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4月30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11時50分である。

黒田議長

解禁時刻が11時50分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11時45分閉会)

以 上