

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年4月30日（9:00～12:46）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 浅川雅嗣 大臣官房総括審議官
内閣府 小泉進次郎 内閣府大臣政務官

（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	川本卓司
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(9時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する執行部報告、金融経済情勢および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、金融市場調節方針の議案取りまとめと採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決、4月7、8日開催の議事要旨の承認の順に進めていく。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。内閣府からは小泉進次郎大臣政務官、財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

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。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に、手短かに報告をお願いします。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

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】に基づき、前回会合からの変化点に絞ってご説明する。図表1にあるとおり、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

針に沿って金融市場調節を行っており、マネタリーベースおよび本行保有国債ともに着実に増加している。この間、CPについては、4月20日時点の残高は1.9兆円であるが、季節性の強い商品であるCPが3月末に大量に期落ちしたために、金融市場局では、通常1回4,000億円のところを4月中は1回4,500億円とペースを上げて買っている。月3回行っているオペのうち、4月20日時点では実行日の関係から1回目の実行分しか計上されていないが、4月末時点の残高は、2.1兆円を超える水準に戻る見通しである。

図表2の国債買入オペは、4月買入分に限れば、平均残存期間は大体7.1年とほぼ7年に近いところで買入れができています。図表3は短期オペであるが、昨年行った7回の1年物共通担保オペのうち、現在までで5回分の期落ちが到来しているが、主要ロール先のニーズも聴取したうえで、期間3か月から4か月のオペでロールしている。これまでのところ、ほぼ8割程度がロールされている。このような堅調なロールの背景としては、主要ロール先の都銀では、1年物0.1%は今の金利環境ではあまり欲しくないが3~4か月であれば取っても良いという先が相応にあるということがあつた。加えて、都銀は自ら債券ポートを抱えているので、金利の急低下を望まないという事情がある。市場では、もしロールが低調であれば、日本銀行がマネタリーベース目標達成のために短期国債オペを増やさなければならなくなるので、短期国債レートは低下するのではないかとみる向きが多いようである。こうした中で、短期国債レートの急低下を避けたい一部都銀が、敢えて共通担保オペのロールに積極的に応じてきたという事情があつたように思う。

図表4の短期金利をみると、短期国債レートはロールオーバーの堅調さもあり、比較的速やかに戻している。3か月物で0.05~0.06%、担保ニーズの強い長めのものでも0.03~0.04%程度である。先行きについては、共通担保オペをロールオーバーした先は、今度はそのキャッシュを潰さなければならないということで、この面から短期国債レートに低下圧力がかかる部分もあると思うので、この水準からさらに上には行きにくいのでは

ないかと考えている。

図表 5 (1) の米国の金利見通しであるが、本年中の毎回の F O M C で 100 億ドルずつの tapering という見方が、市場にほぼ完全に織り込まれており、足もと市場は先行きの F e d の政策運営に関して関心をやや失っている感がある。図表 7 は主要国の長期金利であるが、前回会合以降、市場は総じて小動きであり、その中でウクライナ情勢などが若干の綾をつける展開であった。やや細かくみると、前回会合直後はウクライナ情勢の懸念が再燃し、若干リスクオフの展開となり、金利がやや低下した。その後、ウクライナ情勢に関して、やや鎮静化するという期待が出て、再びリスクオンになり長期金利がやや上昇する展開であった。もっとも、先週末には、対ロシア制裁の思惑から、再びややリスクオフとなる展開もみられた。

図表 11 は国債市場の取引であるが、4 月 14 日に B B 経由の 10 年新発債の取引が 13 年振りにゼロになったことが一部で報じられた。もっとも、先物では取引が成立し続けており、14 日前後では現物取引も成立している。このことから、14 日の事象は報じられているような流動性の枯渇といったものではなく、金利が 0.6% を下回ればさすがに買い手はいないのではないかとといったこの時期の金利観、一方で当時はリスクオフのセンチメントがあったので、これを上回ってくれば買いが入るのではないかとということで、市場の金利の目線が 0.6% に揃ってしまったということがあったかと思う。これに、銀行筋の期初の益出しの売りも一巡していたといった事情が重なり、B B 取引がゼロになったと思う。もっとも、各種指標からみたインフレ予想が若干上昇しているようにみられる中で、債券市場の金利観は需給主導で形成されており、インフレ予想をあまり織り込んでいないように見える点は、今後とも注意深くみていきたいと考えている。

図表 12 をご覧頂くと、市場では、引き続き search for yield の一環で先進国のデットを物色する動きが続いている。この中で、欧州周縁国の国債やハイイールド債などのクレジット物が引き続き買われており、リスクプレミアムの縮小が続いている。図表 13 の株価をみると、先進国の株価も長期金利同様、前回会合直後はウクライナ懸念の再燃などから一旦下落

した後、その後はウクライナ懸念の後退などから値を戻す展開となっている。先週末以降は、ウクライナを巡るロシアの経済制裁懸念などを受けて、再びややリスクオフとなる展開がみられていた。図表 15 (1) の米国株価は、このところの振幅はハイテクやバイオで作られた面が大きかったが、3 月以降、ハイテクやバイオが調整局面を迎え、4 月後半以降は、ハイテク企業の決算が総じて堅調であったこともあり、買戻しの動きがみられている。この間、(2)、(3) で米欧の株価と長期金利の動きをみると、総じて株価が堅調なわりには長期金利は安定しているという傾向が世界的にみて取れる。これは、天候要因があったとしても実体経済は基本的に堅調であろうという見方、一方でウクライナ情勢などのリスク要因は金融緩和長期化の方に働くのではないかといったいわば Goldilocks 的な状況が、基調としては続いていると思う。

図表 16 の為替レートをご覧頂くと、前回会合以降、マーケット全体として、まず若干リスクオフとなり、その後若干リスクオンに戻るという動きは、株価や金利と同じである。円、ドル、ユーロともこのところ変動がかなり小さくなり、ボラティリティが低下している点が特徴である。ドル／円については、(2) が示しているとおおり、従来、日経平均との間にかなり高い相関がみられていたが、本年入り後は、日経平均が下落する局面でもドル／円は 101～102 円で輸入企業による実需のドル買いが入りそれ以上円高が進まない傾向がみられている。またユーロ／円については、ECB のドラギ総裁などがユーロ高を牽制する発言を再三行っているのも、市場参加者からみれば、これ以上ユーロ高になれば、ECB は何がしか手を打ってくるのではないかと、一方で、もし ECB が緩和策を打ってくるにしても、それは結局欧州周縁国の調達コストを下げることになるので、むしろ欧州周縁国の信認が高まり、結局ユーロ高にもユーロ安にもなりにくいのではないかとという見方が多いようである。

以上、このように前回会合以降、市場は総じて小動きであった。Fed の先行きの金融政策が市場にほぼ完全に織り込まれ、米欧の株価が堅調な中で、長期金利は総じて安定している。さらには、先進各国で信用リスク

プレミアムの縮小といった、世界経済にとって総じて favorable な市場環境が基調として続いているように思う。この間、主要通貨の為替マーケットや債券マーケットでは、こういった平穏さの裏返しとしてボラティリティが低下しており、低下したボラティリティの中でマーケットは相対的に利回りの高いものを物色しているという状況ではないかと思う。このような search for yield の動きはどこまで続くのかについては、市場参加者の中には、ボラティリティの中から収益機会を探すタイプもいるので、そうした市場参加者の動きも含めて、引き続き市場動向を注意深くみていきたいと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

短国市場とオペレーションについて1つずつ質問がある。短国レートの振れが非常に大きくなっているが、年度末、期初といった要因以外にも流動性の低さが背景にあって、日本銀行のオペに対する観測によって振れやすい面があると思う。長期国債と比べても短期国債の方が日本銀行のプレゼンスが非常に大きく、その分、市場機能の低下の問題が長国よりも早めに現れやすいような面があるのではないかと思う。本行が長国を今後も買い続けていく中でどのような問題が起こるかをみる時に、短国市場がやや先験的にそれを示し、そこからインプリケーションが得られるのではないかと思っている。例えば、短国レート自体のボラティリティが非常に高くなっていたり、短国レートが下がったことで有担コールの取引が低下するなど、他の市場にも市場機能低下の影響が及んでいる面がある。質問は、短国市場をみることによって将来の長国市場に起こる問題を先験的に得られるのかどうかという点と、今申し上げたようなこと以外に短期国債市場にかかる問題点があれば教えて欲しい。

2点目は、共通担保オペ1年物のロールが思いのほか上手くいっている

ということであるが、3～4 か月後にまた期限がくる。今度は必ずしもあまり上手くいかないという懸念はないのか。特に、7月、8月前の6月に新型オペがあり、そこでオペの額が大きく増えると、その分共通担保オペのロールが空振りになってしまうというようなりスクはないのか。

山岡金融市場局長

1点目の短国と長国のマーケットであるが、性質が似ている部分と違う部分がある。短期国債マーケットは、需給が効くという意味では、実際には短国は海外中央銀行のような安定的な保有者がいるので、130兆円程度のマーケットといっても、40兆円、50兆円はそういった固定的な保有のために、実際にはあまり浮いている玉が多くないマーケットである。その中で、われわれのオペのスタンスが注目されやすいこともあり、もう1つは、短国は期末のキャッシュ潰しやデュレーション調整といったテクニカルな要因による需給の影響を受けやすいために、そういった影響が利付債より大きく出やすいということがあると思う。結論としては、短期国債をみれば長期国債のマーケットが占めるかということ、なかなか難しい面があると思う。

共通担保オペの方については、われわれからみても今回は若干出来過ぎの感がない訳ではない。夏にくる次のロールオーバーが同じようにいくかどうかは、慎重にみておいた方が良いと思う。その場合の大きな要因としては、他の手段で調達しているからという部分があるかもしれない。今回は、貸出増加支援や成長基盤強化支援オペの結果がまだ分からない中で資金を取り敢えず確保しておこうというニーズもあったように思う。夏にもう一度くるロールオーバーの時に下がるとすれば、あり得る理由としては、成長基盤支援や貸出増加支援など他で調達しているからという面があるのかもしれない。全体として、すべての手段を併せてみれば、資金供給が先行き困難となる事態までは生じにくいのではないかと考えている。

白井委員

長国に関して、図表 10 (2) の長国先物の値幅・出来高比率は、QQE 前の水準まで下がってきており、流動性は改善しているように見える。先程 4 月 14 日の説明があったが、一方で、取引が減り跳ねやすくなっているということであり、このデータではなかなか捉えにくいところがあると思う。日本銀行の巨額買入れの副作用があるとしても、この指標がそのような問題を捉えきれていない気がするが、その辺りはどうか。

山岡金融市場局長

おっしゃるとおりであり、市場流動性を捉える「the 市場流動性」のような指標はない。いずれにしても、色々な指標を併せてみていくことが重要である。値幅・出来高比率は、出来高がゼロの日は値幅も出来高もゼロになってしまうので、解はないということになってしまう。各種の指標からみて、これが取引の制約となっているという訳ではないが、4 月 14 日の背景にしては、金利の目線が揃ったこともあり、同時に流動性の懸念が全くないかということ、そこでショートを振ってまで取引にはいけないという事情があったかと思うので、そういったミクロの事情も踏まえて、みていきたいと思う。

中曾副総裁

経済・物価の見通しにかかわらず 0.6% で目線が揃ってしまっているということは、先行きの経済・物価見通しを反映するような鏡としての国債市場の機能が失われていることを意味しているのか。また、それは一時的なものなのか。

山岡金融市場局長

鏡としての機能と、もう 1 つは政策効果をどのようにみるかということである。長期国債金利に働きかける政策との意味合いでは、完璧な鏡としての機能と政策効果との間にはトレードオフの部分が若干あるかと思

う。その意味では、鏡以外の要素が入ってきたということはあると思う。ただ、これは未来永劫そうかと言うとそうでもない可能性があり、マーケットとしてはその状況では需給をみていくことが合理的な行動であろうが、先行きはそうでもない可能性もあるということではないかと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、資料-3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の製造業PMIについては、グローバル製造業PMIはまだ更新されていないが、主要国地域では、米国、ユーロ圏が改善を続けたほか、中国もマイナス幅をやや縮小させた。

図表2の米国経済をみると、寒波の影響が薄らぎ、公表された指標の多くが緩やかな回復軌道に復しつつあることを示している。生産は2月に前月比+1.2%と、1月の落ち込みから大きめの反動増がみられた後、3月も前月比+0.7%となった。第1四半期を通してみると、寒波により鉱業や電力・ガスの寄与度が押し上げられたとはいえ、製造業についても一般機械、電気機械などで堅調な伸びを示している。3月の小売売上高（自動車、ガソリン、建築資材を除くベース）は、百貨店が持ち直すなど前月比は+0.9%と大きめに伸びた。2月の計数も上方改訂されており、自動車販売を含め、消費は堅調さを維持しているということで良いと思う。一方、住宅着工戸数は、寒波で落ち込んでいた北東部や中西部で回復したが、全体としては回復テンポは極く緩やかなものにとどまっている。この間、消費者コンフィデンスは高い水準を維持している。3月の非国防資本財受注（除く航空機）は、前月低下の反動もあり、前月比+2.2%と大きめに増加した。

図表3の欧州経済は、引き続き緩やかに持ち直している。生産は、暖冬

でエネルギー生産が減少しているにもかかわらず、輸送用機械や化学製品を中心に、緩やかな増加が続いている。コンフィデンスの改善とともに、消費、設備投資が緩やかに持ち直しているほか、輸出も、1月、2月は2か月連続で大きめに増加した。仕向け先別では米国、中国向け、品目別には素材、鉱物性燃料の増加寄与が大きくなっている。H I C Pの総合指数は、3月の確報値は速報値と変わらず前年比+0.5%であった。イースターの月ずれ等でサービス価格の上昇率が低下したほか、天候要因による前年の裏で、非加工食品価格がマイナスに転じたことが寄与している。国別では、ユーロエリア18か国中15か国で前年比上昇率が1%を下回り、そのうち2009年10月以来のマイナスに転化したスペインを含む5か国がマイナスであった。イタリアも、税を除けば2009年7月以来のマイナスに転じた。ただし、ガソリン価格の前年比下落率は足もと縮小しており、この先、エネルギー価格の下押し寄与は薄らいでいくとみられる。4月速報は本日公表される予定になっているが、マーケットの予想は+0.8%の上昇を予想している。

中国経済については、第1四半期の成長率が+7.4%と幾分スローダウンした。3月のハードデータも同様の傾向を示しており、政府が経済のリバランスを進める中で、固定資産投資の前年比伸び率は+17.4%、社会融資総量の残高前年差は16.8兆元にそれぞれ低下した。一方、実質の小売売上高は、前年比+10.8%と前月から不変である。なお、自動車販売は前年比+6.6%にとどまっているなど昨年末頃の勢いはないが、堅調に推移している。一方、輸出は、ヘッドラインで前年比-6.6%、香港を除くベースでも+6.8%の増加にとどまり、ややスローダウンしている。米国向けが寒波の影響で停滞したほか、欧州向けも伸び悩んでいる。

N I E s・A S E A N経済のうち、韓国、台湾の3月の輸出の確報が出ている。韓国が前月比+4.5%、台湾が前月比-6.4%と逆の動きとなったが、第1四半期をまとめてみると、いずれの国も前期に増加した反動で小幅の低下となった。もっとも、韓国では船舶、台湾では素材が下押しに寄与しているが、その他の財は幅広く増加ないし横ばい圏内の動きとなって

おり、基調としては、欧米向けを中心に持ち直しているとの判断を維持できると考えている。一方、ASEANであるが、特にタイの内需の弱さが際立っており、IMFも来年までの成長見通しを大きく切り下げている。インドネシア、マレーシアについては、内需は弱い状況が続くものの、通貨安が輸出を押し上げると見込まれている。

国際金融市場であるが、米欧の株価は一旦調整した。きっかけは必ずしも特定できないが、雇用統計やFOMC議事録といったイベントを経過し一旦手仕舞う動きが出たことや、第1四半期の企業収益について慎重な見方が台頭したこと、ウクライナ情勢が再度緊迫の度合いを強めていたことなどで、IT、バイオ等それまで上昇の大きかった業種を中心にポジション調整の動きが広がった。ただし、足もとでは、こうした調整の動きはほぼ収束している。図表7-2にあるとおり、新興国市場は概ね落ち着いた動きとなっており、ファンドフローをみても、株式、債券ともに流入超が4週連続続いている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

米国経済では、足もと、住宅関連が弱くなってきている一方、自動車販売は強いというコントラストがみられていると思う。歴史的にみると、住宅、自動車は金利感応度が非常に高いので、比較的似たような動き——住宅を買う時に自動車も買うというかたちでの連動もあると思うが——をする。そこで、足もとの乖離の背景は何かということであるが、1つの可能性として、銀行の貸出態度、すなわちクレジットの環境が影響しているのではないかと思う。例えば、住宅関連については、かつての苦い経験から、スコアが低い低所得者向けの貸出には慎重である一方、自動車関連については低所得者向けにも緩い審査で貸すというようなニュースも最近よくみるので、そういった銀行の貸出態度の違いが、パフォーマンスの違

いになっているのか。もしそうだとすると、将来的に自動車向けの貸出で問題が生じてくるリスクはないのかという点を教えて頂きたい。

外山国際局長

確かに、住宅が思ったほどは上がってこない感じはあるが、寒波の影響もあるので、足もとの弱さをそのまま額面どおりに受け止める必要はないと思う。ただ、2007年頃にかけてブームが続いた後、大きな調整が起こったことから、金融機関の融資態度も、2008年以降は非常に厳しくなっていたと思う。ただ、その中でも大手の限られた銀行や中堅規模以下の金融機関では、積極的に住宅ローンを出していこうといった気運も少しずつ出てきており、そういった意味で、厳しさは一頃よりは少し薄らいできていると思う。一方で、自動車の方は、おっしゃるように金利が上昇した局面でも、オートローンはそれまでの水準を維持して頑張ってお出していた。この辺も、住宅が思わしくない一方、自動車販売が好調な1つの要因になっているというのは、ご指摘のとおりだろうと思う。また、将来、自動車ローンが問題化する可能性については、最近そういったことを指摘する報道も出てきている。金利が大きく跳ね上がった場合には、こういったところが火種になるかもしれないといった声も少しずつ聞かれており、これも極く最近の自動車メーカーの株価等に影響を与えているといった見方も出ていと承知している。ただ、足もとでそういった動きが具体的に現れているということではないので、今後の金利の動向と併せて様子を見ていきたいと思っている。

白井委員

ユーロ圏では、ECBのエクセスリザーブが1,000億ユーロを下回り、その前後からEONIAの金利が少しずつ上がっていて、今はMROを少し越えているようである。LTROの償還が大きくエクセスリザーブが減っていることが、AQRと関係があると言われている。資産査定評価で流動性リスクをみるので、stigmaがあるから早く返済するとも言われて

いる。EONIAが上昇し、ボラティリティも上がっていることは、経済にマイナスになるように思うが、反面、キャリートレードで資本流入があり周縁国の長期金利が下がっているのも、そこはプラスになっているのかもしれない。この辺はどのようにみているのか。

もう1点は、アジア、なかでもASEANでは、成長が少し sluggish になっているが、ASEANのGDPギャップの推計などをみると、タイ以外はプラスかゼロと結構良い。それほど経済が悪くないにもかかわらず、全体的にインフレ率が落ちていくような減速感があるが、GDPギャップとインフレあるいは景気の減速感をどのように理解したら良いのか、教えて頂きたい。

外山国際局長

ユーロについては、ご指摘のように足もと1,000億ユーロを割り込む水準までエクセスリザーブが落ちていると思うが、昨日、MROが約500億ユーロ出たので、本日以降は1,000億ユーロを上回ってくると思う。そういった短期的な資金の振れによってEONIAが動いているところもあるので、これまでのようにMROのレートを極端に上回っていくようなことが頻発することはなくなってくるとみている。一方、ご指摘のようにAQRとの関係も言われているが、金融機関の流動性リスク管理に意識が向いてきたこともあり、諸般の情勢をみながら金融機関自らが困ってしまわない程度の運営をしていると思うので、全体としては、景気回復や銀行セクターの改善とともに、流動性が緩やかに後退していく中で、個々の金融機関ごとに色々苦労していくフェーズが暫くは続いていくのではないかと思う。

次にアジアであるが、十把一絡げにASEANの国を語るのは難しいが、GDPで見ると純輸出がかなり伸びている。これは、内需が冷え込んで輸入が落ちており、為替安も手伝って純輸出が大きな寄与度になっている。内需は低下しているので、インフレが落ち着いていることと必ずしもコンシステントではないという訳ではないと思う。特に、インドネシア等、昨

年の tapering の騒動以降、金利をかなり引き上げたところもあり、全体としての金融状況がタイトになってきているので、ラグを持ってではあるがインフレ率の落ち着きに寄与していると思う。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

次に、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

今お配りした資料は今朝発表された鉱工業生産であり、これを簡単にご説明した後、資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。

鉱工業生産は、3月が前月比+0.3%、4月の予測指数が-1.4%、5月が+0.1%となった。この結果、第1四半期が前期比+2.8%、第2四半期の予測指数が-1.9%となっている。今月初めのマイクロヒアリングでは、第1四半期が3%程度のプラス、第2四半期が2~3%程度のマイナスとみていたが、第1四半期は大体そのような感じ、第2四半期についてはまだ6月が出ていないので分からないが、予測指数はどちらかというところ下振れる傾向があるので、今のところ-2~-3%という見方を変えるような数字ではないと思う。在庫は、3月が+1.8%と増えているが、これは、自動車が3月はかなり増えており、恐らく2月に雪で作れなかった分の挽回生産の影響が出ているのではないかと考えている。これによって4月の予測指数が下振れているということではないので、一時的な動きと考えている。生産については、以上である。

資料－4（参考計表）【追加】の図表3は、輸出入である。3月の通関統計は、実質輸出が前月比-3.3%、実質輸入が+8.3%となり、この結果、1~3月で輸出が前期比-1.0%、輸入が+4.5%となった。以前から、駆け込みが1~3月の輸入を押し上げ、輸出には抑制的に働くと申し上げていたが、そうした判断に概ね沿った動きとなった。4~6月以降、その反動が、輸出の押し上げ、輸入の押し下げに働くとみているが、そのように

なるかどうか、注意深くみていきたいと思う。

図表 12 は、企業マインドの今回と 1997 年の比較である。ロイター短観の 4 月の数字をご覧頂くと、製造業、非製造業とも小幅ながら改善している。4 月上旬の調査なので、3 月の売上げ好調がマインドに反映されている面もあると思うが、先行き 3 か月の見方は小幅の反落にとどまっており、1997 年との比較でも非製造業を中心に良好な水準といえるので、取り敢えずは景気の基調的な底堅さを反映したものとみて良いと思う。因みに、今朝発表になった 4 月の製造業 PMI は 49.4 と、3 月の 53.9 から下がっているが、水準としては 50 近傍なので、まずまずの水準と思う。

続いて個人消費について、図表 21、22 で 3 月、4 月の計数とミクロ情報をご説明する。図表 21 は 1997 年との比較であり、3 月までの数字がほぼ出揃い、いずれも 1~3 月辺りに駆け込みが出ている。1997 年との比較では、駆け込みの規模は、家電、百貨店、スーパーで少し大きいが、目立って非常に大きいという訳でもなく少し大きい程度だと思う。当局のヒアリングでも先般の支店長会議でも、かなり大きいという声が多かったが、もしかしたらわれわれが聞いているのが好調な先中心なのかもしれず、それが影響している可能性もあると思う。なお、図表 21 (1) の小売業全体で見ると、1997 年と大体同じ、むしろ若干小さい感じもあるが、この統計では、今回駆け込みがかなりあったとみられるネット販売が、十分には捕捉されていないと思われるので、その影響で少し小さめに出ていると思う。そこまで含めれば、全体としてみれば、駆け込みは少し大きかったという感じだと思う。4 月入り後の状況については、統計はまだないので、図表 22 にミクロヒアリングを取りまとめている。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減はみられているということであるが、全体としてみれば、概ね各社の事前想定範囲内という見方が業界では多い。業態別に簡単に申し上げると、百貨店では、3 月と 4 月を合わせると想定よりも少し良いのではないかという声が多いようである。一方、スーパーでは、聞くところによって、減少幅が想定を上回るどころやそれほど落ちていないところがあり、区々である。自動車などでも、事前想定比で強めの先、弱め

の先の両方がある。外食では、新メニュー導入の影響もあり、底堅さは維持されているのではないかという声が聞かれている。全体としては、現時点で消費の基調判断を変えるような情報は得られていないが、今後ともしっかりみていきたい。

続いて雇用関係であるが、連合の春闘についての追加的な集計があるので申し上げておく。図表 28 の (2) をご覧頂くと、4 月 23 日現在で全体で 2.14%と前回集計から若干下がってきている。ただ、ベアの部分をみて頂くと 0.48%と若干上がっている。いずれにしても大きな差はなく、賃上げ全体としてみれば 2.1%程度、ベア部分は 0.4~0.5%程度となっている。(3) の夏季賞与の見通しをご覧頂くと、月数としては高いことがお分かり頂けると思う。多少の賃上げ、あるいは賞与の上積みも、これからの消費を何とか下支えしてくれるのではないかと考えている。

最後に物価である。図表 29 で 3 月の全国、4 月の東京の C P I が出ており、全国 C P I (除く生鮮食品) は、3 月は 2 月と変わらず前年比+1.3%であった。4 月の東京は、消費税を除いた試算として書いてあるが、4 月が+1.0%と 3 月の+1.0%と変わらなかった。東京の表面上の数字は図表 30 にあるとおり+2.7%であったので、われわれは消費税の影響は 4 月が 1.7%と試算しているので、それを除いた数字となった。図表 38 は、東京の 4 月の C P I について品目別に消費税を除いたベースで示したものであるが、これをみると、全体として、3 月から 4 月にかけて大きな段差が生じている訳ではなさそうである。やや細かく申し上げると、(2) の 4 月の財は「その他財」が少し高くなっているが、これは日用品関係で 3 月に駆け込みがあって品不足になっている影響が出て強めになっていると思う。逆に、(3) の一般サービスの「外食」は、一部先でのハンバーガーの値下げの影響でやや弱めであるが、それも含めて全体として大きくは変わっていない。個別品目を細かくみると、サービスを中心に 3 月に比べて前年比が 3%前後上昇しているものが多かったようである。また、東京では前年の 3 月から 4 月にかけて前年比が若干改善していたということもあるので、これらを考え併せると、本年の 4 月は、全体として消費税率引き

上げ分が概ね順調に転嫁されたと考えて良いと思う。消費税率引き上げ分の転嫁については、強弱双方のミクロ情報があると申し上げてきたが、4月の東京をみる限り、それらが概ね相殺され、全体としては、消費税率引き上げ分が順調に転嫁されたと思うので、現時点でこれまでの物価の見方を変えるような材料は出ていない。ただ、これは東京のみの動きであり、全国の4月については、現時点では3月と同じ+1.3%程度、場合によっては+1.4%ではないかと思っているが、消費動向次第では5月以降変わり得るので、引き続き注意深くみていきたいと思う。

最後に、簡単にまとめると、景気、物価は現状、先行きとも、4月初時点での基調判断に変更を加える必要はないと考えている。1月の中間評価との比較では、これまでも申し上げていたとおり、輸出が弱めに推移しているため、GDPは2013年度から2014年度にかけて幾分下振れると思う。もっとも、内需主導の景気を反映して、労働需給、物価は概ね想定どおり、どちらかと言えば若干強めに推移していると思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

佐藤委員

消費税率引き上げ後の反動減については、先般の支店長会議での各支店からの報告、先程の前田調査統計局長からの説明、ミクロヒアリングなどを総合すると、概ね想定範囲内で、3~4月の消費税率引き上げ前後を総合すると、見込みを上回るといったような話も一部には出てきており、良かったと思う。4月の反動減が想定範囲内にとどまった、ないしは想定よりも小さかったことの要因としては、例えば自動車販売などをみると、昨年度、特に1~3月期に積み上がっていた受注残が年度を跨いで出てきていることも寄与しているといった話もある。そうだとすると、4月は取り敢えず良いが、5月以降、あるいはもう少し長い目でみて4~6月、7~9月の落ち込みが逆に心配されるかもしれない。この辺りの見解をお聞か

せ願いたい。

もう1点は、物価についてであるが、全国のコアコアをみると、2月が+0.8%、3月が+0.7%と、ピークアウト感がなきにしもあらずとされている。先程の説明では、サービスが強めで、確かにサービス価格は少し強めに出ている気がするが、財の方でピークアウト感があるのではないか。データとして気になるのはデジタル家電類であり、2月の前年比+6.9%程度から3月は+0.1%程度へと伸び率は急落している。前年の裏が出ているなどの要因があるかもしれないが、円安に伴うデジタル家電類の価格上昇の動きが一服しているようにもみえる。このように財のところは少し気になっているが、その辺りの見解をお聞かせ願いたい。

前田調査統計局長

先程申し上げたのは、あくまでも現時点では、反動減は想定範囲内であり、反動減が長引かないかどうかは、今後みていかなければならないということである。自動車については、受注残が結構あるため4月は意外と落ちず、多少反動減が長引くかもしれないという声は、1か月以上前からあった。今のところ、それがさらに長引くかどうかについての追加的な情報はない。自動車会社各社とも、受注残で4~6月が良くて7~9月が弱いかもしれないことを懸念しているが、そこはもう少しみないと分からない。それ以外の消費については、4~5月が底で6月以降は少し持ち直していくと思っている。いずれにせよ、これから企業ヒアリングで7~9月にかけての生産がどのような感じか情報収集していきたいと思うので、その辺りがみえてくれば報告したい。

3月のCPIは、除く食料・エネルギーで2月の+0.8%から+0.7%に落ちたが、これはほぼわれわれの見通しどおりで、何か変なことが起きているとは思っていない。佐藤委員がおっしゃったようにデジタル家電類が落ちているが、これは元々、昨年3月辺りから強くなったので、その反動が出ていると思っており、特段変な動きが出ているとは思っていない。全国では、3月は被服関係の前年比が低下したが、これは恐らく消費税率引

き上げ前の駆け込みを狙ったセールのようなものが一時的に影響しているのではないかと考えている。ご指摘のような円安の影響が既に出尽くして、これから小さくなっていくという見方があることは承知しているが、ものによってはもう少しラグを伴って転嫁されるものもあると思うので、今のところ、見方を変える必要はないと考えている。

木内委員

需給ギャップと物価について質問したい。調査統計局の資料で、需給ギャップの試算値と、雇用人員判断D I と設備判断D I を加重平均した短観加重平均D I を重ねたチャートを見ると、需給ギャップはほぼゼロであるが、短観加重平均D I は 2000 年代後半のピークにほぼ並ぶところまで逼迫している。短観加重平均D I の信頼性と、需給ギャップの試算値とずれている背景について、教えて頂きたい。

関連するが、需給ギャップの試算値では、資本投入のギャップと労働投入のギャップの内訳をみると、ともにゼロ程度となっており、偏りがあまりないようなかたちになっている。過去のバブル時、あるいは 2000 年代後半の需給が改善した時は、労働投入の需給ギャップのプラス幅はあまり拡大せずに、資本投入の方が拡大するかたちになっていたが、この先についての見通しはどうか。これまでと同じように、労働需給はあまり改善せずに需給ギャップのプラス幅が拡大するかたちになるのか。需給ギャップ全体では、この程度のギャップの時には物価上昇率はこの程度という目途は立つが、資本と労働の需給ギャップに格差がある時に、物価に与える影響にどのようなインプリケーションがあるのか。

前田調査統計局長

短観加重平均D I は、木内委員ご指摘のとおり、短観の雇用人員判断D I と設備判断D I を、労働分配率と資本分配率で加重平均したものであるが、これはあくまでも参考で、われわれの需給ギャップだけで全てを語る訳にはいかないの、短観のD I も一緒にみている。過去は大体同じよう

な動きであったが、今回は、短観で1万数千社の大半を占める中小非製造業の雇用不足感が非常に強いため、1人1票で計算すると短観加重平均D Iがやや強めに出るというバイアスがかかっているのではないかとみている。

需給ギャップについても、木内委員ご指摘のとおり、過去、特に2000年代半ばと比べると、今回は労働投入ギャップの改善が目立っている。基本的には、内需主導の景気回復を示したものと考えているが、先行きそれぞれがどうなるかを予測するのは難しいが、われわれとしては遅れ気味であった資本投入、設備稼働についても、これから上がっていくのではないかとみている。これまでかなり内需に偏った成長であったが、今後も内需は引き続き堅調であると考えているが、今後は、設備投資、輸出がこれまでよりしっかりしてくると思うので、それ自体が製造業の活動に影響し、それによって資本投入ギャップが改善していくと考えているので、これまでよりは、バランスがとれた需給の改善に繋がっていくと考えている。

白井委員

図表38の東京の消費者物価では、耐久消費財の寄与度が小さくなってきているがそれでもプラスを維持している一方、C G P Iの耐久消費財はかなり落ちている。C G P Iの耐久消費財を、国内生産財と輸入に分けると、輸入の方は相当強かったが今は相当落ちている。国内品の方はずっとデフレで、プラスになったことがない。ウエイトは、輸入品の方が多いかというところではなく国内生産財の方が多い。C G P Iで見ると、耐久消費財は、改善はしているが物価の上昇の圧力は相当弱い。むしろ円安の効果が剥げてきて、上がる力が弱いというのが事実だと思う。C G P Iは、耐久消費財が国内品もマイナスで、国内品と輸入品を合わせたものもマイナスだと思うが、C P Iの耐久消費財ではプラスになる。この背景は、普通に考えると小売のマージンということになると思うが、C P Iベースでも伸び率が小さくなっており、耐久財の価格上昇がこれから持続するかどうか、注視している。そのうえで確認したいが、C G P IとC P Iの耐久

消費財の乖離はどのように考えれば良いのか。

前田調査統計局長

CGPIの耐久財のデータが手許にないので確かなことは申し上げられないが、基本的に採用品目もウエイトも異なるので、両者は時折乖離する。さらに、品質調整の仕方も結構違っている。白井委員ご指摘のように、過去1~2年前までの状況をみると、同じパソコンを取っても、CGPIとCPIを比べるとCPIの下落幅の方が大きく、これはCPIの品質調整の問題の可能性もあるが、流通で価格を下げる圧力が働いた結果だと思っている。特に、ここ1年、その面で少し改善してきているので、両者の逆方向での乖離に繋がっていると思う。ここから耐久財がどんどん上昇率を高めるとまではみておらず、ゼロを少し越えれば良いという程度にみており、今後、耐久財が消費者物価を押し上げるとまでは考えていない。

宮尾委員

消費税の駆け込み需要の反動について、耐久財、日用品、百貨店売上など財についての説明が多かったが、サービスの駆け込み需要の反動で何か気になるところはあるか。サービス全般では駆け込み需要の大きさはどんな感じなのか。それと関連するが、物価上昇圧力の観点からは、財よりもサービスの方がしっかりと上がっているという印象を持っており、東京もサービスがしっかりとしている感じで、企業向けサービス価格も3月は着実に上がってきている。仮に、サービスの駆け込み需要と反動減が財に比べて小さいとすると、サービス価格の上昇圧力は、引き続きしっかりと働いていくと思えるが、その辺も含めて説明をお願いします。

前田調査統計局長

図表22で外食について申し上げたが、外食は元々駆け込みがそれほどないので反動もそれほど出しておらず、ファミリーレストランなども4月にメニューを変えて、それが意外と当たっているという話がある。旅行につ

いても、ゴールデンウィークの予約状況などはそれほど悪くないと聞いているので、サービスは底堅いと考えている。物価に関しては、4月は、確かにサービスで3%程度上がったものが多いが、外食が例のハンバーガー要因であり強くなかったため、財とサービスのどちらが強かったかはなかなかはっきりとは言えないが、宮尾委員ご指摘のとおり、サービスがしっかりし、人件費も上がってきているので、今後その辺りからの物価上昇圧力がじわじわ高まっていくと考えている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

次に金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1のインフレ予想は、全体的にじりじりと上昇という感じの数字が多かった。(2)の消費動向調査では、「上昇する」の割合が88.2%と高いレベルで横ばいとなっている。図表3(2)のESPフォーキャストは、4月は極く僅かずつではあるが各年度について切り上がってきている。(3)のコンセンサスフォーキャストは、半年に1度の調査であるが、4月は各年限に亘り上昇している。1~3年後の平均だけ横ばいになっているが、これは、昨年10月時点では2014年が入っていたが、4月時点での今後3年は、2015、2016、2017年となり、消費税の影響の部分が変わったためである。そこを除くとこの年限も上がっているため全体に上昇している。(4)のESPは、前回上がらなかったが、これは6月と12月という調査時点の違いということも考えられるので、次の6月の調査を待ちたい。図表4の市場のインフレ予想であるが、(1)のQSSが出ているが、各年限に亘って若干上昇している。例えば、2年先から10年後までの8年間の平均値が1.3%から1.37%、四捨五入で1.4%へ、0.1%ポイント程度上がっている。(2)のインフレーション・スワップ・レートは、大まかにみれば横ばいである。5年先5年のところ

だけ若干上がってきているようにも見えるが、横ばいから少し上がってきている程度だと思う。(3)のBEIは、前回対比でほぼ横ばいである。これまで少し上がってきたが、今回は横ばいである。

図表13の資金調達のボリュームであるが、民間部門総資金調達全体は、3月は2月の+1.2%から+1.1%へ0.1%ポイント下がっている。下がった理由は、銀行・信金・外銀計の貸出とCP、社債である。貸出は、2月の+2.4%から3月+2.3%と0.1%ポイント下がっている。下がったのは都銀等で、2月の+1.6%から3月+1.3%へ下がっている。地銀はあまり変わらない。昨年メガバンクで大口が幾つか出ていたので、その裏が出ている。全体観が変わってきているとまではみていないが、今月に関しては、いわゆるインパクトローンの為替換算ではなく、実際に数字自体が落ちているので、前年比でこれ以上伸びていく感じがあるのかどうか、注目していきたい。国内公募社債は5,745億円で、平年並みである。転換社債発行額、株式調達額は、小さい数字となっているが、パイプラインを含めるとまずまずであり、この辺もあまり変わっていないと思う。

図表18のローンサーベイであるが、主要銀行貸出動向アンケート調査の数字が入っている。季節調整値をみて頂くと、大企業向けの資金需要は+4から+3でほぼ変わらず、中小企業向けは+6から+1と少し下がっている。これは季節調整による若干の振れで、大きな傾向が変わっているという感じではないと思っている。逆に、個人向けがかなり上がっており、季調前の生の数字で+20、季節調整値で+19と大きなプラスになっている。これは過去のピークであるが、駆け込みの住宅ローンが出ていることを感じて金融機関が回答してきていると思う。住宅ローンの残高自体はあまり増えていないので、その意味では、そのような感じを持ったという程度の話だと思う。金融機関の貸出運営スタンスは、大企業向けが1~3月の+13から4~6月は+12、中小企業向けが+24から+21と、いずれも高いレベルで横ばい圏内であり、貸出を増やしたいという感じがでている。図表20の倒産件数は、3月が814件と引き続き1,000件を切る少ない状況が続いている。

最後に、図表 22 のマネー関連であるが、マネーストックはM2 が 2 月の+4.0%から 3 月は+3.5%へ下落した。これには幾つか要因があるが、民間部門総資金調達で 0.1%ポイント程度であるが貸出等が落ちていること、それからこの間、個人、企業のマネーホルダーの株買いによってマネーからシフトアウトが起きていること、経常収支が昨年と比べると悪化していることなどに伴って落ちている。+3.5%自体は高い伸びと言えると思うが、先程の貸出と併せて、今後の前年比という意味でよくみていきたいと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 1 (2) 消費動向調査で、「上昇する」の回答比率がピークでこれ以上上がりにくいという説明であったが、一方で加重平均をみると、2008 年は今よりも高かったのもので、技術的な上限という訳ではない。そうすると、少し頭打ち感が出てきている、あるいは上昇期待が少し弱まっているということを反映しているという解釈になるのではないか。

内田企画局長

調査では何%上昇するかを聞いており、2008 年当時はガソリン等が大きく上がっており、「5%以上上昇する」と答えた人の割合が多かったのもこのような数字になっている。今回の家計のインフレ予想は、2%程度のところに集中し、5%も大きく上がるという回答はむしろ減っているので、その辺が影響している可能性が高いと思う。その意味で 2008 年がやや特殊であり、現在の消費動向調査は今の家計のインフレ予想の特徴を表していると思う。

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

他にご質問なければ、これから金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付して頂きたい。

[事務局より展望レポート案を配付]

それでは展望レポートの案について執行部から説明をお願いします。

内田企画局長

お配りした資料の10頁の2013～2016年度の政策委員の大勢見通しをご覧頂くと、2013年度は実績見込みだが、中央値でみて、GDP成長率が+2.2%と前回1月時点の+2.7%から下方修正となっている。2014年度以降は見通しで、2014年度+1.1%、2015年度+1.5%、2016年度+1.3%と、1%台の成長が続く見通しになっている。前回見通し対比では、2014年度は1月時点の+1.4%から+1.1%と0.3%ポイントの下方修正となっている。過去の例では、0.3程度では幾分下振れという評価をしてくている。

消費者物価は、2013年度は+0.8%で確定し、前回対比0.1%ポイント上振れた。2014年度以降は見通しで、消費税の影響を除いたベースで、2014年度+1.3%、2015年度+1.9%、2016年度+2.1%となり、2014年度、2015年度については前回と全く同じで、新しく数字が出た2016年度は+2.1%となっている。11頁の分布チャート、いわゆるリスク・バランス・チャートについても大きな変化はないが、実質GDPについては左右にバランスし、消費者物価についても、中央値が大体50%前後のところに来ているのでほぼバランスしているが、実質GDPに比べると、完全にバランスという感じではないので、後程申し上げるように、文章の書き分けをしている。

1 頁の概要は後で申し上げるので、2 頁をご覧頂くと、シャドー部分が頂いた数字をベースに書き加えたところである。まず、足もとまでの動きは、「国内需要は雇用の誘発効果が大きいいため、2013 年度の成長率の下振れにもかかわらず、労働需給は概ね想定に沿って引き締まり傾向が強まっている」と現状を記述している。4 頁は、「2015 年度までの成長率の見通しを、1 月の中間評価時点と比べると、2014 年度は幾分下振れるものの、2015 年度は概ね不変である」としている。6 頁の C P I の見通しは、「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である 2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が 2%程度に向けて収斂していくも、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる」としている。中間評価と比べると、2015 年度について「概ね不変」としている。

金融政策運営のパートについては、今の数字を踏まえて、第 1 の柱の中心的な見通しについては、「わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される」としている。第 2 の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについては、「中心的な経済の見通しについては、輸出の動向など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる。物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる」と、物価については「概ね」を付けている。金融政策運営については、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、今後とも、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、これまでの方針を述べている。

最後に、1 頁では今申し上げたことを「概要」にしている。3 パラ目で、

今回の見通しで成長率が下振れている一方、物価は変わらない点の理由を簡単にまとめており、「従来の見通しと比べると、成長率の見通しは、輸出の回復の後ずれなどから、2014年度について幾分下振れるものの、物価の見通しは、①雇用誘発効果の大きい国内需要が堅調に推移するもとの、労働需給が引き締まっており、この傾向はさらに強まることや、②中長期的な予想物価上昇率の高まりが実際の賃金・物価形成に影響を与え始めているとみられることから、概ね不変である」としている。以上である。

黒田議長

執行部の説明に関してご質問があればどうぞ。なければ、今から10分程度コーヒブレイクとし、10時30分に再開する。

(10時20分中断、10時30分再開)

IV. 金融経済情勢および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。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価および次回決定会合までの金融政策運営について、1ラウンドで1人7分程度を目途に発言をお願いします。中曽副総裁からお願いします。

中曽副総裁

はじめに、内外経済・物価情勢について、ポイントを絞って述べたい。実体経済のポイントとなるのは、輸出の動向と消費税率引き上げの影響を含めた家計支出の動向の2つである。輸出の前提となる海外経済だが、現状は、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思う。先行きについては、先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及していく中で、緩やかに成長率を高めていくと考えている。今月公表されたIMFのWEOも、先進国が牽引するかたちで次第に成長率が高まっていく姿を維持しており、われわれの見通しと整合

的なものとなっている。気になる足もとまでの輸出の弱さについては、海外生産移管の拡大といった構造的な要因も影響していると思うが、基本的にはASEANなどの新興国経済のもたつきの影響が大きいと思う。これに加え、駆け込み需要への対応から国内向け出荷を優先する動きや、米国の寒波といった一時的な要因も影響したと考えられる。しかし、今後は、これら一時的な要因の影響が薄らいでいくほか、海外経済も先進国を中心に緩やかに成長率を高めていくことから、輸出は、緩やかながらも増加に転じていくとみておいて良いのではないかと考えている。

2点目の家計支出については、前提となる雇用・所得環境は、労働需給がタイト化するもとの、春闘でも相応のベア回答が行われるなど、改善してきている。こうした雇用者所得の増加は、家計支出を着実に下支えしていくと考えている。消費税率引き上げの影響については、現時点で断定的なことは言えないが、先の支店長会議の報告やマイクロ情報を踏まえると、少なくとも想定を大きく上回る反動は起こっていないとみている。また、駆け込みの反動の影響は然程長く続かないとの見方が多いように思う。これらを踏まえると、現時点では、家計支出は、早晚底堅い動きへと戻っていくと考えておいて良いのではないかと考える。

以上を踏まえ、わが国経済の先行きの中心的なシナリオを申し上げますと、消費税率引き上げの影響で一旦は落ち込むものの、国内需要が堅調さを維持する中で、輸出も緩やかながら増加していき、生産・所得・支出の好循環は維持される。このため、わが国経済は、2回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、2016年度までの見通し期間を通じて、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるとみて良いと思う。1月の中間評価時点と比べると、輸出の回復の後ずれなどから、2014年度の成長率は幾分下振れるが、2015年度については大きく変わらないとみている。

次に、物価情勢についてであるが、ポイントとなるのは、労働力のスラックの縮小と予想物価上昇率や企業の価格設定行動の変化の2つである。1点目の労働力スラックについては、これまでも指摘してきたが、今回の景気

回復では、相対的に雇用誘発効果の大きい内需、特に非製造業が牽引役となっているため、成長率下振れにもかかわらず、雇用面ではタイト化が進んでいる。今春の賃金交渉の結果に表れているように、これは賃金への上昇圧力になってきており、この面から、物価は、私が従来思っていた以上に上がりやすくなっているように思う。

2 点目の企業の価格設定行動に関連して注目された東京の4月速報は、消費税率引き上げの影響を除いたベースで+1.0%と、3月から横ばいであった。消費税率引き上げに際し、一部で懸念された実質値下げの動きは広がらず、増税分の価格転嫁が進んでいるように見える。それを超えてこれまでのコスト上昇分を転嫁するまでの動きは確認できなかったが、マイクロ情報などによると、企業の価格設定スタンスや予想物価上昇率に変化が出てきている可能性もあるように思う。いずれにせよ、予断を持つことなく、今後とも基調的な物価動向をよく見極めていく必要があると考えている。

これらの点を踏まえ、先行きの中心的なシナリオを申し上げると、消費者物価の前年比上昇率は、暫くの間、1%台前半で推移し、その後、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」の2%程度に達すると考えている。その理由は、第1に、マクロ的な需給バランスはゼロ近傍に達しており、今後も改善を続けるとみられること、第2に、中長期的な予想物価上昇率は全体として上昇しており、実際の物価上昇率が高まるもとの、今後とも上昇傾向をたどるとみているからである。なお、リスクバランスについては、経済、物価とも概ね上下にバランスしていると考えている。以上、総合的にみると、展望レポートの表現は、本文の通りで良いと判断している。

次に、当面の金融政策運営について述べる。量的・質的金融緩和は、所期の効果を発揮しており、今後ともこれを着実に進め、政策効果のさらなる浸透を図ることが重要であるので、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。今回、見通し期間の中盤頃に「物価安定の目標」である2%程度に達し、2016年度も2%程度の物価上昇率になるとの見通しを示すことに

なると、一部ではいわゆる「出口」に関する思惑が出てくる可能性がある。この点、われわれが約束しているのは、「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」現在の政策を継続するということである。その「必要な時点」が何時なのかを判断する際には、物価上昇率の実績だけでなく、予想物価上昇率が2%にアンカーされる方向に向かっているのか、そしてそのもとで、さらにその先の経済・物価見通しがどうなっていくのかを見極める必要があると思う。すなわち、消費者物価指数が何か月連続で2%を超えたら、というだけの機械的な判断ではないと考えている。

昨年来の米国F R Bの tapering に関する情報発信をみても分かるように、出口に言及した途端、市場の期待が大きく変化し、資産買入れの効果が減殺される可能性も十分留意しておく必要がある。従って、出口に関する情報発信については、慎重に適切なタイミングを計っていくことが重要である。いずれにしても、現在、日本銀行は「物価安定の目標」を目指し、国債買入れを進めている最中であることを踏まえれば、現時点で出口論に踏み込むべきでないということは、これまでと変わりはないと思う。

最後になるが、労働需給のタイト化などにより、経済のスラックが思いのほか早く縮小していることを目の当たりにすると、人口高齢化やデフレ経済のもとでの設備投資先送り等によって、日本経済の供給の天井が思いのほか低くなっていることを改めて実感せざるを得ない。したがって、日本経済が持続的な成長を続けていくためには、物価安定の実現に加え、潜在成長率の引き上げが喫緊の課題であり、政府における成長戦略の早期かつ着実な実行を強く期待したい。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

本日は、2013年度～2016年度までのわが国経済、および2014年度～2016

年度までの物価について、私自身の見通しとそのリスク評価をご説明する。

まず、経済の見通しだが、2013年度については、本年1月予想対比で下振れたとみている。その原因は、輸入が想定以上に伸びたこともあるが、主因は、輸出の伸び悩みにあり、設備投資も製造業を中心に余り伸びなかったことにある。この点について、私は、昨年10月の展望レポートの評価において、輸出が伸び悩む可能性を1つの要因として、「景気は全体として下振れリスクを意識する必要がある」と明記することを主張し、議案を提出した。結果として、その時点での私の下方リスクの懸念が現実化したかたちとなったと思う。その一方で、潜在成長率が低下する中で、内需を中心に急速に経済活動が活発化したことから、需給ギャップはほぼ解消され、2014年1～3月期には需要超過の状態へ転換したと予想される。この背景には、少子高齢化と団塊世代の退職によって2012年から労働供給量が急速に減少している一方で、非製造業の活動が活発化したことによる労働需給のタイト化や、設備の不足感が強まったことが挙げられる。以上より、2013年度の経済成長率は下方修正となるが、景気の前向きの動きは継続しており、日本銀行の基本シナリオから外れていないと判断する。ただし、人手不足による供給制約も顕在化している。従って、2014年度以降は、潜在成長率は緩やかに上昇していくと見込まれる中、経済成長率はそれを少し上回る程度を実現していくとみている。

景気見通しのリスクバランスについては、2014年度は上下にバランス、2015年度以降についてはやや下方に傾いていると判断している。これは、2015年度以降も、わが国の輸出回復が想定より緩やかなペースにとどまるリスクがあるからである。また、消費の基調についても、ベアやボーナスが改善したとしても、物価上昇率に追いつかず実質所得が減少し続けることが見込まれ、家計の成長期待が改善しない可能性があるからである。なお、所得環境の評価に関して、私は、本年1月から前回会合まで4回連続して対外公表文のリスク要因の記述に対して反対を表明してきた。これは、リスク要因として、海外要因だけの記述にとどまり、国内の雇用・所得環境の改善ペースについて触れていないことに違和感を覚えたからで

ある。実質所得や消費者マインドは、昨年から悪化を続けており、家計による先行きの所得・支出の予想が改善していない事実を重視している。この点、今回の展望レポートでは、昨年 10 月レポートの記述をほぼ踏襲するかたちでリスク要因に挙げており、しかも消費税率引き上げの影響について、雇用・所得環境や物価の動向に加えて、新たに消費者マインドにも触れている点は、私の見方と同じであり、賛同する。また、この記述から、私が 1 月から表明してきた懸念と執行部の見解とには、基本的に違いがないことが確認できたので、安堵している。

次に、わが国の物価見通しは、まず 2014 年度については、これまでの見通しにあまり変化はなく、今後、物価上昇率は、円安効果の減衰によって幾分低下した後、10～12 月期から再び緩やかに上昇していくとみている。ただし、10～12 月期は 4 月からの駆け込みの反動による需給ギャップの一時的な悪化のラグ効果もあるので、物価上昇圧力は緩やかだとみている。その後、2015 年度に入り、物価上昇率は上昇を続け、年度平均で 1% 半ば、あるいはそれを少し上回る程度の上昇率となり、2016 年度に 2% に達しているの見込んでいる。この間、人手不足による賃金上昇圧力は継続していくが、厳しい企業間競争と人口減少による販売量の減少傾向を考慮すれば、コスト上昇を販売価格にフル転嫁できる企業数は緩やかに増えていくと想定するのが現実的である。

以上の理由により、見通し期間全体を通じて、私の物価見通しは政策委員見通しの中央値対比で下方に位置し、やや慎重にみている。さらにもう 1 つ理由を付け加えると、見通し期間中の長期予想インフレ率の上昇は、緩やかなペースで上昇していくと想定していることにある。こうした私の見方を踏まえ、展望レポートにおける物価見通しに関する表現については、後程、議案を提出する。

物価見通しのリスクバランスについては、やや下方に傾いていると判断した。2%の実現に向けた道筋は、これまでのところ順調にたどっているが、先行きについては、2%の達成の時期、および 2%を安定的に持続する成長経路へと移行していく時期については、不確実性があると引き続き

判断している。特に、2%が安定的に実現していくと見通せるには、2回目の消費税率引き上げ後の動向をみないと判断が難しいと考えている。この点、昨年10月に、「わが国経済は2%の実現に向けた道筋を順調にたどっている」とする展望レポートにおける表現に違和感を覚え、私は「順調」を「緩やか」へと修正することを提案した。今回のレポートで、この文章自体が削除されたことは、私のこうした違和感を解消するものであり、歓迎している。なお、以上の私自身の経済・物価の見通しは、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」との現行の枠組みの下で、2015年以降も金融緩和が継続されることを前提にしている。

最後に、展望レポートの執行部案の記述について、意見を申し上げる。まず、第1に、2つの柱の記述について、私は昨年の4月と10月の2回に亘り、分かりやすさ向上の観点から記述方法についてそれぞれ異なる提案を行った。今回の執行部案は、私の10月提案を反映して頂いたと理解している。第2に、私は就任直後から、1ページ程度の要約を冒頭部分に付けたほうが良いと、執行部に数回にわたって指摘してきたが、今回新たに挿入された「概要」は、その趣旨を汲み取って頂いたと理解している。こうした、読者の分かりやすさに配慮した記述に向けた改善の試みが、少しずつ日本銀行内で進展していることは評価する。先日公表した中期経営計画でも、コミュニケーションを重視する方針が盛り込まれていたが、今回の展望レポートにおける記述の変更は、そうした方針を具体化した事例といえる。2%の物価安定目標の実現には、国民の理解やサポートが不可欠になってきている現在、日本銀行に関心を持って頂き、目標に対する理解を深めて頂くように、あらゆる面での努力が必要である。中期経営計画で明確化された各局の担当業務が、計画に沿って、今後しっかりと実現に移されていくよう、見守っていきたいと思っている。

最後に、金融市場調節方針については、現状維持が良いと思う。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

経済・物価情勢の現状認識から簡単に申し上げる。前回会合以降、基調判断に変化はない。海外経済は「先進国を中心に回復しつつある」、日本経済は「消費税引き上げによる振れを伴いつつ、基調としては緩やかな回復を続けている」が良いと思う。また、国際金融市場については、実体経済の緩やかな回復が続く中で市場センチメントが程良く維持され、総じてボラティリティの低い、落ち着いた展開となった。

海外経済の各地域の状況は割愛し、わが国経済の動向について若干補足する。全体観としては、外需は弱め、内需は堅調という状況に変わりはない。外需については、実質輸出は、3月が前月比マイナス、1～3月で均してみても弱めの動きが続いた。一方、内需については、消費に関する駆け込み需要と反動減の大きさについて、これまでのヒアリング情報などに基づき、現時点での各業界の反応をみると、概ね想定の範囲内であり、消費の基調的な底堅さは維持されているとの見方が多いように見受けられる。この点、引き続き今後のデータをしっかりと点検していきたいと思う。また、設備投資については、2月の機械受注が前月比減少したが、振れを均せば増加基調を続けている。公共工事、住宅投資、雇用・所得環境も引き続き良い状況である。

物価動向に関しても何点か補足する。3月の消費者物価（除く生鮮食品）は4か月連続で+1.3%となり、引き続きオントラックで推移している。その結果、2013年度のインフレ率は、見通しよりも若干強めの+0.8%で着地した。また、需給バランスとの相関が高い企業向けサービス価格も3月は+0.6%の上昇となり、着実に伸び率を高めてきている。4月の東京の消費者物価は、除く生鮮食品で+2.7%、除く食料・エネルギーで+2.0%、それぞれの消費税転嫁分を差し引くと、前者は前月と同じ、後者はわずかに上昇した。ここから、消費増税分は総じて物価に着実に転嫁されている

こと、食料・エネルギーを除く実力ベースでも物価の上昇圧力がかかり続けていることが窺われる。中長期の予想インフレについても、エコノミストによるサーベイ調査であるコンセンサスフォーキャストの結果が公表されたが、着実に上昇してきている。

わが国の金融環境は、引き続き緩和した状態にある。

続いて、展望レポートについて申し上げる。経済・物価の2016年度までの中心見通しとそのメカニズムについて、執行部の原案に基本的に違和感はない。すなわち、景気動向については、国内需要の堅調さが持続し、輸出も緩やかに持ち直していくとの見通しのもと、2度の消費税率引き上げによる振れを伴いつつも、各年度とも潜在成長率を上回る成長を実現していくと思う。物価動向についても、先行き、需給ギャップが緩やかにプラス幅を拡大し、中長期的な予想物価上昇率についても徐々に上昇していくとみられることから、上昇していくとみている。

こうしたもとの、今回の見通しでは、さらに次の3点を私自身のシナリオに織り込んだ。第1に、消費、非製造業が牽引する景気回復の基調的な強さが続くこととみて、消費のパスをやや強めた。第2に、足もとまでの物価動向を踏まえ、これまで慎重にみていた需給ギャップに対する物価の感応度をやや高めた。第3に、前回よりも緩やかな円安・株高の進行を想定し、輸出についても製造業の更なるグローバル化などを反映して慎重な上昇ペースを想定した。以上の結果、見通し期間の中盤頃には景気の改善を伴って2%程度の物価上昇率を実現し、その後、それを安定的に持続する成長経路へと次第に移行していく可能性が高いとみている。なお、見通しの前提に関して若干補足すると、潜在成長力について、緩やかに上昇を続けると想定しているが、足もとまでの動きを確認すると、企業による需要掘り起こしや設備投資の進展、雇用逼迫を背景とした労働参加率の高まりなど、既に潜在成長率上昇の兆しが窺われている点も指摘しておきたい。

物価への影響という点で、企業の価格設定行動と賃金上昇にも触れておきたい。企業の価格設定行動については、景気の持続的な改善が続くとの見通しが広がるもとの、コストをよりストレートに価格に転嫁する動きや、

付加価値を高めて新たな需要を掘り起こしながら販売価格を引き上げる動きがみられ始めており、その傾向は今後も続くともみている。賃金上昇については、とりわけ、今回ベースアップが復活した意義は大きい。景気回復と人手不足が続くなかで、メカニズムとして、来年以降の賃金交渉にも繋がりうる重要な一歩である。今後、賃金と物価の両者が循環しながら緩やかに上昇するという動きが期待され、こうした動きは、需給バランスに対する物価の感応度を高めるとともに、人々の物価観、中長期的な予想インフレ率を高める方向に作用するとみている。

最後に、リスクバランスについてである。景気見通しに対するリスクについては、輸出動向、労働需給の動向や雇用・所得環境、潜在成長力や成長期待の上昇ペースなどが挙げられるが、総じて上下バランスしているとみている。物価固有のリスクについても、中長期のインフレ予想を巡る不確実性を中心に、上下概ねバランスしているとみている。なお、リスクの大きさは、景気、物価とも前回1月中間評価時点よりは縮小してきているとみているが、特に見通し期間の終盤にかけて、不確実性は相応に大きいことから、引き続き、注意深くリスクを点検していきたい。

最後に、金融政策に対する意見を申し上げる。以上の経済・物価見通しとリスクバランスを踏まえ、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、従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営についても、従来通りのガイダンスを維持することが適切と考える。

政策を巡る論点について、1点だけコメントしたい。わが国経済は、全体として物価安定目標の達成に向けて順調な歩みを進めているが、一方で、先行きの見通しは、相応の不確実性を伴っており、とりわけ市場の物価見通しは、引き続き慎重である。その結果、市場では、量的・質的金融緩和の一段の強化や長期化を予想する声が強くなるが、それが長期金利の安定に寄与し、政策効果を高めている面があるという点を、まず確認しておきたい。そのうえで、仮に、本行の見通しに沿って経済・物価の改善が続くとすると、早晩、来年以降の資産買入れの見通しや tapering を含めた

出口戦略を巡る思惑が高まってくることになる。その結果、何らかのきっかけで債券市場等の変動が大きくなる可能性も否定できない。昨年5月、F e dの tapering に関する情報発信がもたらした教訓を踏まえ、自らの情報発信が将来の政策運営を困難にすることがないように、さらに慎重を期することが重要であると考えている。その意味で、現行のガイダンスは、政策目標にリンクした、ブロードで、過不足ない情報発信であり、それをベースに今後も粘り強く発信し続けることが、何よりも重要であると考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

前回会合後の金融経済情勢については、この間公表された経済指標は限られており、これまでの見方を変えるものではない。

海外経済については、先進国を中心に緩やかに成長率を高めていくとの見方を維持している。その牽引役として期待される米国については、寒波の影響がなくなるにつれ、想定されていたように、強めの指標発表が続いている。ただし、住宅関連指標がやや弱めとなってきていることが若干気になっている。この点については、今後注意してみていく必要があると考えている。

わが国の景気の現状についても、「基調的には緩やかな回復を続けている」との判断で良いと思う。消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動については、企業のマインド指標や支店長会議での報告、マイクロ情報などを踏まえると、今のところ想定した範囲内にあるとの情報が多いように思う。ただし、ハードデータはほとんど出ていないため、データの蓄積を待つて慎重に点検、判断していきたいと思っている。

物価については、先週公表された3月の全国C P I、東京の4月の中旬速報値について、いずれも引き続き想定どおりの展開となっている。企業

の価格設定行動は、需給環境の改善に沿うかたちで前向きに転換してきているとみているが、今後駆け込み需要の反動が予想以上に大きく、消費の腰折れが懸念されるような状況になれば、そうした前向きになりかけているスタンスも元の本阿弥となる可能性もある。景気の回復基調が維持されるもとの、既往の仕入価格の上昇を販売価格に転嫁する動きが広がっていくのか、引き続き注意してみていく必要があると考えている。

わが国の金融環境については、引き続き緩和した状態にあるとの見方に変わりない。また、金融市場についても、わが国の10年物国債利回りは、引き続き極めて低い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る。

次に、展望レポートについては、経済情勢の中心적인見通しとしては「基調的には潜在成長率を上回る成長を続ける」、物価については「見通し期間の中盤頃に「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い」とする基本的見解の考え方で適当と考えている。

現行の大規模な緩和政策は、「物価安定の目標」を、「2年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に実現する」ことを目指すものだが、実行期間が長くなるほど限界効果が逡減し、副作用が大きくなることが避けられないと思う。それ故、私は「できるだけ早期に」ということに大きな意味があると考えている。この観点から、私が最も注目しているのは円相場の動向である。「できるだけ早期に」目標を実現するためには、為替相場が円安気味で推移する必要があるとみている。円高方向への基調変化は、これまでの円安・株高の動きを逆転していくことになり、大きなリスクとなる。為替相場が円安方向に動いていくかどうかは、米国との金利差が拡大していくことが鍵となる。中心적인見通しでは、米国経済が徐々に回復していくとみており、金利にも上昇圧力がかかることになるが、現在の米国金利のイールドカーブには、そうした見通しが既に織り込まれているため、一段と金利が上昇していくためには、まず実体経済面でアップサイドの要因が必要となる。しかし、これについては今後の推移を見守っていくほかない。一方で、米国金利のイールドカーブが足もと比較的落ち着いた状態

にあるのは、インフレ率が低めの水準となっていることがベースにある。そこには大量の長期失業者の存在や低下した労働参加率を背景に、雇用者数が伸びても賃金上昇圧力は低位にとどまるという市場参加者の見通しがあると思う。これについては、長期失業者が賃金水準に与える影響は小さく、短期の失業者の方がより大きな影響を与えるという見方がある。こうした見方に従えば、失業期間が 27 週未満の短期の失業率は、足もと 4.3%と長期平均を下回るレベルまで低下していることから、今後雇用がさらに改善していけば、予想より早く賃金上昇を招く可能性がある。その場合は、先行きの金利パスに対する市場の見方が変化し、金利上昇期待が高まり、イールドカーブが一段とスティープ化し、円安方向の圧力が強まっていくことになる。そして、中心の見通しの蓋然性もより高まることになると考えている。その観点から、今後の米国における賃金の動向に特に注目しているところである。

当面の金融政策運営としては、金融市場調節方針、資産買入れとも、現在の方針を継続することが適当と考える。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

国内経済の現状について、4月以降の統計に限られる中、アネク情報は、国内民需は消費税率引き上げの影響を受けつつも、基調としては底堅く推移しているとみられる。先般の支店長会議での報告も、全般に需要の底堅さを示唆する内容であった。一部マインド統計の下振れには注意が必要だが、先行きも、前回示した判断に沿い、基調的には緩やかな回復を続けていくとみている。ただし、4月が概ね想定どおりでもまだ留意すべき点がある。例えば供給側に着目すると、自動車業界では供給制約から1～3月期の受注残が積み上がり、4月の生産には影響が出ない見通しの一方、5～6月や7～9月期以降が逆に不安との声もある。このように反動減につ

いては警戒を要するが、先行きは、足もとみられるベースアップ等、雇用・所得面のプラス影響により増税のマイナス影響をどれだけ吸収できるかがポイントであると思う。

増税後初の物価統計である4月の東京都区部消費者物価は、消費税要因を除けばコアの伸びは前月並みであった。事前には便乗値上げや値引きセールといったアネク情報が錯綜したが、全体として概ね適正な転嫁がなされたとみられる。見方によっては、消費者が適正な転嫁を受け入れるほど需要の趨勢は底堅いとも言える。このことも基調判断を据え置いて良いとみる1つの判断材料である。

海外経済について、前回判断を変えるほどの材料は出ていないが、米国については、寒波の影響が着実に剥落しつつあることが好材料である一方、中国経済は、1~3月期のGDP統計が予想を幾分上回ったとはいえ、製造業PMIが、依然、精彩を欠いている点が気掛かりである。

展望レポートについては、物価の先行きに関する記述以外は執行部案で良いと思う。物価の先行きに関する表現については、私自身の物価見通しとの関係で違和感があること、また、私自身は「物価安定の目標」の枠組みは柔軟なものとの理解のもと、実績として2%の消費者物価上昇率を達成することは必ずしも必要ではなく、達成のハードルもまた柔軟であるべきと考えているので、私自身の考えを反映した修正案を、後程議案として提出したいと思う。

見通し期間中の経済・物価の回復メカニズムについては、執行部案では、足もとの需給ギャップはゼロ近傍で、雇用面のスラック縮小が賃金・物価に影響を及ぼし始めているとの評価であった。これに対し、内閣府の推計による需給ギャップは依然マイナス1%台半ばだが、資本ストック統計にまつわる諸問題を勘案し、また足もとの雇用情勢や先の短観における生産設備の過剰感の後退等の情報を総合すると、執行部案にあるように、需給ギャップはゼロ近傍にあると考えた方が実感に近い。ただし、こうした需給ギャップ縮小は、生産性の低下などに伴う潜在成長率の低下によるとみられ、経済・物価の回復メカニズムとして本行が本来目指している姿とは

異なる可能性がある点には注意が必要である。すなわち、製造業では、とりわけリーマン・ショック以降、国内での設備投資が低迷したことから設備ストック蓄積のペースが鈍り、その結果として潜在成長率が低下した可能性がある。非製造業中心の回復で雇用情勢が逼迫しているのも、非製造業の生産性が製造業対比劣ることが影響しているとみられる。こうした中で、持続的な回復に必要なことは、例えば、省力化投資による非製造業の生産性の底上げであろう。そうした非製造業の生産性の改善努力が製造業にフィードバックされ、全体として好循環が形成されれば、先行き潜在成長率の底上げ、ひいては2%の物価安定の目標達成の蓋然性も高まると思われる。

次回会合までの金融市場調節および資産買入等の方針については、現状維持で良いと思う。その点で展望レポート公表に当たり、当面の政策運営について思うところを2点申し上げる。

第1は、柔軟な金融政策運営の重要性についてである。昨年1月の物価安定の目標決定に際して出した文書では、「金融政策は、物価安定のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面での不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら、柔軟に運営していく必要がある」こと、また「持続可能な物価の安定を実現するには、特定の物価上昇率を特定の期限内に達成するといった機械的な金融政策は適切ではない」ことを明記している。また、特定の物価上昇率という点では、展望レポートにおける政策委員の物価見通しがコアで示されていることから、物価安定の目標の達成度合いがあたかもコアのみで判定されるかのような誤解がしばしば見受けられる。しかし、物価安定の目標の定義は、単に消費者物価であってコアではない。だからといって、私は物価安定の目標の達成度合いをヘッドラインのみで判定すると言っている訳ではない。達成度合いをみるに当たっては、ヘッドラインやコア、あるいはコアコアのみならず、帰属家賃を除く総合といったより生計費に近い概念、ひいては賃金を含む幅広い概念を包括的にみていくことが大事で、特定の指数に政策が紐付きになっているかのような情報発信は、政策の柔軟性確保

という観点からは避ける方が無難と考える。

第2は、長期金利の動向についてである。今回の展望レポートの見通し計数策定に際し、長期金利の先行きについては、それぞれの物価見通しを勘案して想定を置くこととしている。一方、市場参加者の物価見通しは、これまでの本行の中心的な物価見通しより低く、結果的に長期金利は本行の買入れの効果もあり低位安定している。先行きの長期金利は、市場参加者の経済・物価見通し次第ではあるが、それにしてもコアの消費者物価上昇率が1%台前半という状況が5か月続く中で、0.6%前後という10年国債の利回りが、投資の観点から果していつまで許容され得るのかというところを、関心を持って見守っているところである。本行の一貫した情報発信もあり、市場参加者の追加緩和期待は後退してきているが、先行きの経済・物価情勢がこうした本行の姿勢に沿う展開となる場合、予想インフレ率の変化から名目長期金利は水準訂正に見舞われる可能性があるだろう。この辺りは仮定の話なので現時点では頭の体操程度に考えておけば良いかもしれないが、経済がデフレ脱却に向かい、その影響が長期金利に及び始めた時、本行としてはあくまでも物価安定の目標実現の観点から、量的・質的金融緩和の継続を判断することが重要である。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

足もとの経済・物価情勢、展望レポートの経済・物価見通し、金融政策姿勢の3点について発言したいと思う。

消費増税後の経済情勢については、今のところ概ね想定内と考えている。増税による経済への影響を厳密に見極めるには相当の時間を要すると思うが、短期的には5、6月分の小売販売統計で持ち直しの動きが確認できると考えている。ただし、3月の消費者態度指数が大幅に低下したことは、増税に対する一時的な懸念のみならず、賃金上昇率の改善ペースが物価上

昇率の基調には容易に追いつかないことへの警戒や、株価上昇の一服等を反映している面もあり、先行きの個人消費の下振れリスクを示唆していると思う。

1～3月の実質輸出は前期比マイナスとなり、輸出は引き続き軟調である。輸出余力が一部回復する4～6月期も、実質輸出は前期比小幅な増加にとどまるとみている。海外需要の観点からは、中国の動きに引き続き注目しているが、1～3月期の成長率は前年比+7.4%と事前予想並みながらも、1年半振りの低水準となった。今後不動産市場の調整が見込まれることや、政府が構造改革を重視する中で7.5%の年間成長率目標を柔軟に捉えていることなども踏まえると、成長率の鈍化傾向は年後半にまでずれ込む可能性があり、輸出の下方リスクとして暫く残ると考えている。

消費増税後の物価動向に関して、4月の東京都区部消費者物価指数は、増税分を概ねフルに転嫁した程度の上昇率にとどまり、その他原材料費上昇分などの追加上乗せの動きは、全体としては顕著でなかった。他方、1～3月期の食料・エネルギーを除くコアコアの全国消費者物価指数の季節調整値をみると、前期比ゼロ、横ばいと駆け込み需要の強い追い風にもかかわらず、円安の影響が薄れてきたことを受けて、1年振りの低い水準となったことが注目される。コアおよびコアコアの前年比も、この間、概ね横ばいの推移となった。ただし、企業が価格改定を4月の増税実施時に集中させるため、この時期の価格引き上げを一時的に見送ったことが一部影響した可能性も考えられる。その場合、増税後も暫くの間は企業が価格改定を見合わせると思うので、賃金上昇の影響も含め、企業の価格設定行動の基調的な動きを確認できるタイミングとしては、本年7～9月期に注目している。

次に、展望レポートの見通しについてであるが、2014年度～2016年度にかけての私自身の経済・物価見通しは、ともに中央値を下回っている。2014年度の私自身の見通しを前回対比で見ると、物価上昇率がやや上方修正された一方、成長率は下方修正されている。昨年後半以来の輸出の下振れを勘案したほか、物価上昇率が高まったために成長率が足もと下振れ

ている可能性や、前回会合でも議論になったように供給制約が出始めてきている可能性も考慮に入れた結果である。一方、私が中央値と比べて低めに成長率を予想しているのは、需要面で輸出環境と個人消費をより慎重にみていることと、供給面での制約が今後次第に深刻になっていく可能性をより高めにみていることが主因ではないかと推察する。

輸出に関連して、やや長めの視点で世界経済を展望すると、世界経済の牽引役である米国経済には、見かけよりもスラックが大きい可能性がある中、景気回復期間が今月で米国の戦後平均である 58 か月に達したことなどを踏まえると、展望レポートの今回の予測期間である 2016 年度まで堅調な回復が続くかどうかは不確実性がある。また、一方で欧米のハイイールド社債のスプレッドの平均が、既にリーマン・ショック前を下回っていることや、欧州周縁国の国債利回りが大きく低下していることは、先進国で長期化している強力な金融緩和が、市場に過度のリスクテイクを促した結果である可能性も考えられる。景気が悪化したり、逆にインフレリスクから米国債利回りが大きく上昇することなどをきっかけに、国際金融市場の攪乱要因となる可能性もあるため、注視していく必要があると思う。

次に、物価の見通しである。過去 1 年間の物価上昇率は、自身の当初見通しを上回った。これは物価の為替感応度が従来よりも高まったことが主因であると考えている。ただ、先行きは、円安の効果が徐々に剥落していく可能性が高いと思う。これは、企業物価の前年比が昨年 11 月をピークに明確に低下傾向をたどっていることにも示されている。他方、労働需給の逼迫を受けた賃金上昇を背景に、サービス価格が今後上昇ペースを概して速めていく可能性は比較的高いと思うが、円安効果の剥落分を相殺できるほどかどうかは不確実である。労働需給の逼迫が賃金全体をどれだけ強く押し上げるか不確かであることに加え、円安などによる原材料価格上昇分の価格転嫁と比べて、賃金上昇分を価格転嫁することは、消費者に受け入れられにくい面があると考えられるためである。また、中長期の予想物価上昇率は、足もとの物価上昇分を反映した程度しか上がっておらず、実際の物価上昇率を大きく押し上げる力を欠いていると引き続き考えてい

る。これらを踏まえ、全国消費者物価のコアの前年比は、増税の影響を除いて暫く1%台前半で推移した後、夏場以降1%を割り込んでいくことを自身のメインシナリオとしている。

他方で、想定以上の需給逼迫から賃金・物価の上昇率が先行き上振れる可能性を排除するものではない。ただ、その場合は、成長ののりしろが限られているため、成長率は容易に高まらない一方、経済が不安定化することで物価上昇率の高まりも一時的に終わりやすいと思うし、その結果、中長期の予想物価上昇率も高まりにくいと思う。従って、物価上昇率が持続的に2%程度で推移することを目指す「物価安定の目標」の達成に近づくことには、必ずしもならないと考えている。

最後に、こうした経済環境下での政策姿勢についてであるが、需給ギャップがゼロ近傍にあるとすれば、それは量的・質的金融緩和が既に相応の成果を上げたことを意味するとともに、需要側に働きかける金融政策の役割は低下してきているとも考えられる。このような環境のもと、緩和強化を通じて需要をさらに押し上げていくことは、経済の安定を逆に損なう可能性がある点にも留意し始めるべきかもしれない。今後は成長余力が次第に縮小することが見込まれる中、成長率が巡航速度を保つことで息の長い景気回復が実現し、その間に、供給側では企業の取組みや政府の成長戦略などを背景に生産性上昇率や潜在成長率が高められ、それに応じて物価や実質賃金の基調的な上昇率が安定的に高まっていくことが望ましいパスであると考えている。私自身が今回の展望レポートで示した成長率、物価見通しは、こうした姿に近いものと考えている。

以上の考えに基づいて、今回の展望レポートでは、前回と同様、先行きの物価見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、政策姿勢に関する記述の3か所を修正する議案を提案したいと思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気判断は、前回会合時から基本的に変更はない。

まず、海外経済であるが、引き続き新興国の一部で緩慢な動きが残るが、先進国を中心に回復しつつあると考えている。地域別にみると、米国経済は、消費者マインドの改善にもみられるように、悪天候の影響から脱し、景気回復の流れを取り戻している。住宅部門にはやや緩慢さが残ってはいるが、財政面での下押し圧力の弱まりや雇用・所得環境、企業マインドの改善等を受けて、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、構造的な問題を抱えながらも、家計や企業のマインドが改善傾向にあるもとで明確に持ち直しており、先行きは緩やかに回復していくとみられる。

中国経済をみると、1～3月期のGDP成長率は小幅に伸び率が低下したものの、公約の7.5%前後の安定成長が続いており、4月のHSBCの製造業PMIもやや持ち直した。政府は、構造調整に取り組むと同時に、状況に応じ景気下支え策も打出しているので、先行きも現状程度の安定した成長が続くとみている。

この間、国際金融資本市場をみると、新興国市場も含めて落ち着いて推移しているが、ウクライナ情勢等の地政学リスクや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は強く、引き続き注視が必要である。

次に、わが国の金融環境は緩和した状態が続いているが、あまり変化はないので、詳細は省略する。こうした状況のもとで、わが国の経済についてみると、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要が明確に確認された後、足もと、その反動がみられているが、基調としては内需を中心に緩やかな回復が続いており、先行きも生産・所得・支出の好循環が持続していくと考えている。税率引き上げ後の動向については、耐久財や住宅等を中心に反動減がみられ、データ確認が必要であるが、支店長会議での報告や最近の諸調査からは、各業界で様々な取組みが行われていることもあり、全体としては、想定の範囲内であり、業種により幅をもってみる必要はあるが、3か月程度の比較的早期に反動減から回復するとの声が多いように窺われ

る。先行きの個人消費や住宅投資は、雇用・所得環境が着実に改善するも
とで、経済対策による下支えなどもあり、基調としては底堅く推移すると
考えられる。

雇用・所得面については、大手非製造業におけるパートの正社員化の事
例が象徴するように、小売、建設、流通、外食業等では逼迫化が進んでお
り、失業率が構造的失業率に近づくもとで労働需給は引締まり、所得にも
波及し始めている。また、好循環が維持され、企業収益が改善するもとで、
今春のこれまでの賃金改定交渉では、中小企業も含めた全体で0%台半ば
のベア込みで平均2%台前半のアップが提示されており、賞与の増加も加
味すると、実質所得の低下を相応にカバーするかたちとなっている。こう
した動きは、増税の影響を緩和するとともに、物価にも徐々にプラスに作
用していくとみられる。

他の需要項目についてみると、1~3月期の輸出は、新興国経済のもた
つき、さらには米国の寒波などの一時的な要因もあって、10~12月期対
比で小幅に減少したが、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。設備投資は持ち直しがはっきりし、先
行きも企業収益の改善や設備稼働率の上昇を受けて、緩やかな増加基調を
たどるとみており、公共投資も高水準横ばいで推移するとみられる。こう
したもとで、生産も、出荷・在庫のバランスが改善した状態にあり、消費
増税の影響を乗り越え、先行きも緩やかな増加基調をたどるものと思われ
る。

次に、物価である。全国の消費者物価（除く生鮮）の前年比は、エネル
ギー関連品目の押し上げ寄与が縮小傾向にあるが、その他の幅広い品目の
改善が続くもとで、1%台前半で推移している。4月の東京都区部につい
ては、税率変更の影響を差し引くと、除く生鮮では+1.0%と前月と同水
準、食料・エネルギーを除くベースではプラス幅が拡大した。需給ギャ
ップがゼロ近傍となる中で、増税を機に既往のコスト増を転嫁する動きもみ
られるなど、企業が価格設定に強気な姿勢で臨み、転嫁が順調に行われた
ことが窺われる。消費者物価の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移す

るとみられるが、基調的に潜在成長率を上回るペースでの成長が続くもとで、予想物価上昇率の高まりなども反映し、目標の2%に向けて次第に上昇していくとみている。

こうした経済・物価情勢を踏まえた展望レポートであるが、基本的に執行部案に違和感はない。1月の中間評価と比べると、成長率は、外需の下振れを反映し、2013年度と2014年度でやや下方修正となるが、物価については見通しに概ね変化はない。2014年度は、駆け込み需要の反動から4～6月期の成長率は一旦落ち込むが、雇用・所得環境の改善を受けて個人消費が基調的に底堅く推移するほか、輸出や設備投資は緩やかに増加基調をたどるとみられ、7～9月期以降は潜在成長率を上回る成長テンポを取り戻すと予想される。2015年度、2016年度は、2回目の消費税率引き上げの影響を受けつつも、緩和的な金融環境のもとで、企業や家計の成長期待の高まりや海外経済の改善を受けた内外需の増加に支えられるかたちで、所得から支出への好循環が持続し、潜在成長率を上回る成長を見込んでいる。消費者物価（除く生鮮）は、需給バランスの改善や予想物価上昇率の高まりなどを背景に上昇し、2015年度中には前年比2%程度に達し、その後、安定的に推移する可能性が高いとみている。また、経済情勢と物価情勢について、リスクは概ね上下にバランスしていると考えている。上振れ・下振れ要因としては、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペース、また企業や家計の成長期待などに留意していくことが必要だと考えている。

以上を踏まえた金融政策運営であるが、次回までの金融市場調節は、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、リスク要因を肌理細かく点検しつつ、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。現在の政策の運営状況をみると、マネタリーベースは順調に拡大し、220兆円を超え前年比では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し、新しく採取した企業の物価見通しも含め予想物価上昇率は全体として上昇するもとで、実質金利は引き続き低下

しており、量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮していると考えている。

なお、今回の展望レポートでは、消費者物価の前年比が安定的に2%に達した後の金融政策運営については、その実現にかかる不確実性も注視していく必要があり、現段階では執行部案どおり具体的な示唆は必要ないと考えている。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

金融経済情勢については、前回決定会合で述べた点と変わらない。世界経済は、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と考える。敢えて世界経済の下振れリスクを言えば、当面はウクライナの政治情勢が依然として不安定で、先行きも不透明であることが挙げられるが、あまり心配はしていない。

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おり、今後も内需中心の回復が続くとみている。内需のうちこれまで比較的弱かった設備投資は、予想実質金利の低下、長らく先送りされてきた更新投資、好調な企業収益、賃金上昇を背景とする労働節約型投資の必要性などの要因を考慮すると、今後その増加テンポは、前年度よりも高まると予想している。

一方、昨年後半から鈍化した輸出の伸びは、消費増税前の駆け込み需要に優先的に対応することによる供給制約要因が剥落する一方で、大きく低下した円の実質実効為替相場のもとで、世界経済が先進国を中心に回復するため、今後は堅調に持ち直すと考える。他方、輸入は昨年末から今年の3月までにみられたような消費税増税と環境税増税前の駆け込み需要に基づく増加要因が剥落するため、伸びは鈍化すると考えている。そうした輸出・輸入動向から考えると、今後は、これまでマイナスの純輸出による成長下押し圧力があつたが、それは低下し、中長期的には消滅していくと

思っている。

雇用・所得については、今回の春闘では、企業業績の大幅改善を受け、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強まると予想する。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する。

以上の総需要の動向からみて、今後は、労働需給が一層タイト化し続けると思う。そのため、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り、物価は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。以上述べたことから、展望レポートについては、執行部案に賛成である。従って、ほとんど追加することはないが、敢えて、今後の物価動向を考えるうえで注目している点を申し上げたい。今回の景気回復は、労働集約的でかつ製造業に比べて生産性の低い非製造業が主導するため、需給が改善するにつれて、賃金が上がりやすく、それが物価を押し上げる要因になっていることに注目している。この点を考慮すると、非製造業の労働生産性を引き上げるような規制緩和などの競争政策が伴わなければ、実質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っているという状況にあると考える。

金融政策運営については、量的・質的金融政策は、その導入当初に想定していたメカニズムに概ね沿った効果を発揮してきたと考えている。いつも申し上げるように、金融緩和政策の実体経済に及ぼす遅れを考慮すると、実体経済に対する効果は、今年度以降、前年度よりも一層高まると考える。また、既に述べた非製造業主導型の景気回復を考慮すると、量的・質的金融緩和のもとで、消費者物価の前年比は2014年度の終わりから2015年度の初めにかけて、2%程度に達する可能性は、2013年4月4日に量的・質的金融緩和を導入したときに私が考えていたよりも、その確実性はむしろ高まっているというのが、私の見解である。従って、金融緩和政策はこれまでの方針どおりで良いと考える。

なお、今回この展望レポートが出た後の市場とのコミュニケーションの

あり方や、出口論が台頭するかもしれないがそうした出口論に対する対応については、中曾副総裁が述べられた見解に全面的に賛成である。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートについて委員方の意見を私なりにまとめると、海外経済については、これまでの判断に概ね沿った動きであると考えられる。すなわち、新興国経済では成長に勢いを欠く状態が続いているが、米国で寒波の影響が剥落し、多くの指標がリバウンドするなど、先進国では景気回復が続いているということである。

わが国経済については、「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いている」という評価で良いと思う。先行きについては、2回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、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるというのが大方の委員の見方であったと思う。

次に、物価情勢の先行きであるが、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%台前半で推移した後、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いとの見方が多かったと思う。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%に向けて収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる。なお、白井委員、佐藤委員、木内委員は、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高いとの点について、それぞれニュアンスは異なるものの、慎重な見方を示された。

先行きの金融政策運営に関する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方針を維持することが適当との意見で一致していた。また、資産買入れに関しても、これまでの買入方針を継続することが適当との意見で一致していたと思う。

以上の整理を踏まえて、議論のポイント、論点として4点ほど提示したい。第1は、輸出の回復の時期やペースについてである。駆け込み需要への対応や米国の寒波といった一時的な下押し要因が剥落していくもとの、先進国を中心に海外経済の成長率が高まっていくことから、輸出は増加に転じていくとみられるが、その時期やペースについてどう考えるべきか、という点である。

第2は、個人消費の先行きについてである。雇用・所得環境の改善に支えられて、個人消費の基調的な底堅さは維持され、駆け込み需要の反動の影響も、夏場以降、減衰していくというのが標準的なシナリオであるが、4月入り後の状況を踏まえ、このシナリオの蓋然性をどう評価するか、また消費税率引き上げが実質所得の減少を通じて個人消費に及ぼす影響をどのようにみるかといった点がある。

第3は、労働需給の引締まりが企業行動に及ぼす影響についてである。先行き労働需給の引締まり傾向が一段と強まっていく中で、企業は人手確保のために賃上げに一段と積極的となったり、労働節約的な設備投資意欲を高めたりする可能性をどのようにみるかという点である。

第4は、最近の企業の価格設定行動についてである。この点については、多くの委員が既に述べられているが、消費税率引き上げ分の転嫁状況や年度替わりの価格設定という観点から、4月の東京の消費者物価は注目されたが、概ね想定に沿った動きであって、消費税率引き上げ分の価格転嫁も順調に進んでいるようにみえる。やや長い目でみて、企業の間では、従来の低価格戦略から、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる戦略へと切り替える動きもみられるが、その背景や持続性をどのように理解すれば良いかといった点である。

この4点に限ることなくさらに議論したいと思うが、議論を整理するために、経済・物価情勢と金融政策運営の2つに分けて議論したいと思う。まず、経済・物価情勢に関して追加的なご意見があればどうぞ。

石田委員

4月の東京の消費者物価について、「2.7%の上昇のうち1.7%が消費税率引き上げの影響であり、差し引き1.0%が消費税を除く分で、これは前月と同じ水準なので、消費税分がフルに転嫁され基調はあまり変わっていない」との判断が多いようであるが、消費税の転嫁に絞ってみれば、転嫁しなかった人——1番典型的なのはスーパーマーケット業界だと思ふ——も多かったと思う。転嫁しなかったところを他の一般的な上昇が埋めた結果、1%という数字が計算上出ている。消費税を転嫁する人とならない人がいて、消費税率以上に値上げした人の転嫁分が転嫁しない人に補給される訳ではないので、転嫁しない人の収益は減り、その分を仕入先に負担させるか自分の収益が減るかは別にして、いずれにせよ、ろくなことではない。ただ、そうだとすると、今後、消費者の消費意欲がリバウンドすれば、転嫁できなかつた人たちが徐々に3%引き上げてくると思う。その意味で、消費税分が全部転嫁されたというよりは、実質的には将来の価格引き上げ余地が残ったというのが私の考えである。その意味では、なかなか良い数字であつたと思つている。

中曾副総裁

黒田議長が論点として挙げられた3番目のポイント、すなわち労働需給の引締まりが企業行動や賃金引き上げにどのように影響してくるかという点であるが、労働需給がタイト化し賃金への上昇圧力が高まっているので物価は上昇しやすくなっていると述べたが、問題は持続性である。生産・所得・支出の好循環が働き始めているので、その下地はできていると思つているが、物価安定目標の達成をより確かなものとするためには、ベア——調査統計局によれば0.4%ないし0.5%の上昇が実現した——が重要だと思ふ。先程宮尾委員は、ベアがメカニズムとして入ってきたことが重要だと指摘されたが、私もそのとおりだと思ふ。ちょっと気は早いですが、このメカニズムに沿って、今年度の物価上昇率を反映して来年度もベアが実施され、結果として名目賃金が2%の物価上昇率と整合的な水準に向け

て持続的に徐々に上昇していくかどうか、ポイントになると考えている。

岩田副総裁

物価動向については、エコノミストフォーキャストは別にして、家計と企業という実際に買い物をしたり現場で仕入れたり売ったりする人の判断が、物価上昇方向に歴然と変わってきていると判断している。先日、連合の人と会ったが、今後の賃金も企業の価格設定も、これまでのような「物価は下がるもの」との前提で行動するのではなく、上がることを前提にしなければ、収益が確保できないような状況になってきているということであった。デフレマインドから穏やかなインフレマインドに変わり、家計や企業の行動が変わってきていることが、2%へ向けた物価の持続的な上昇を担保すると考えている。

佐藤委員

成長、物価上昇の持続性の観点から、若干付け加えたい。先程中曽副総裁から、物価上昇の背景には、需給バランスがゼロ近傍で供給の天井が思いのほか低くなっていることがあり、この供給の天井を上げていく、すなわち潜在成長率を底上げしていくことが、持続的な物価上昇のために必要であるという趣旨の話があったが、これは非常に重要な指摘であると思う。対外的に発信している公式の文章においては——今回の展望レポートのドラフトにもあるが——、調査統計局の試算では、わが国の潜在成長率は0%台半ばで相当幅を持ってみる必要がある、とある。潜在成長率は一段と下がっている可能性が高いと思うし、実際に執行部の資料でもそのようになっている。調査統計局の試算では、潜在成長率は足もと0.2%近くまで——0.5%と0.2%でどの程度違うのかという問題は別にして——来ている。このように0%近傍に潜在成長率が下がってしまっている中での物価上昇をどのように評価するかであるが、これが、物価回復のメカニズムとしてわれわれが目指している望ましい姿かどうかという点は、留意が必要であると思う。潜在成長率を引き上げていくことが重要だが、例えば国

内での資本ストックの蓄積が進まないことで上がっていかないとすると、均衡実質金利が下がり、それと整合的な均衡インフレ率も下がっていくことになる。足もとは供給制約、供給の天井で思いのほか物価が強くなっているということかも知れないが、中長期的にみた時には、成長の天井が下がる中でそれと整合的な物価水準も下がっていく可能性があると思う。その点では、潜在成長率の低下と物価が中長期的にシンクロナイズしていかないように、本行の政策の範疇をやや越えるが、成長戦略の重要性をリファーしておきたい。また、先程申し上げたように、非製造業の生産性は製造業に比べかなり劣る。一説では、日本の非製造業の生産性は米国のそれに比べ半分以下との試算もある。その中で、非製造業の生産性を如何に底上げしていくか、すなわち非製造業の設備投資を増やし省力化等を進め供給の天井を底上げしていく努力が、中長期的に重要になっていくと思う。

白井委員

物価は緩やかに上がっていくとみているが、その間の企業の対応としては異なるものが出てくると思っている。賃金や生産コストが上昇した時の企業の対応は、大きく分けると3つある。1つ目は、自らの販売価格を上げられずに企業収益、マージンが縮小するケース。この場合は長続きしないので、企業は廃業したり再編されたりする。2つ目は、賃金や生産コストが上昇していく時に、生産性をもっと上げようと努力するケースで、この場合、賃金の上昇には寄与するが、生産性が上昇するので物価はあまり上がらない。3つ目は、企業が潜在的に需要の高い財・サービスを生産し需要がついてきている状況で、賃金やコストの上昇を販売価格に反映させることができるケースである。3つのケースのうち、企業マージンが減るケースと生産性が上がるケースでは、物価は大きく上がることはない。需要がついてきて販売価格を上げられるケースはCPIを上げていくことになるので、これをアグリゲートしたマクロ経済で見れば、物価は緩やかに上昇していくと考えるのが自然で、賃金の伸び率が物価上昇率を超えていき、単純に言えばその差が生産性と考えるのがリーズナブルである。

2%をいつ達成するかという点で執行部案とは多少ずれはあるが、今の景気が続いていけば、漸く出てきている前向きの循環が続くと思っている。

潜在成長率が低下したことでGDPギャップが改善したケースもある。米国も欧州も潜在成長率は下落しているが、世界金融危機があり head wind もあるので成長率が落ちること自体は驚くことではないが、日本の場合はそれに少子高齢化も加わっている。調査統計局の計算では潜在成長率が0.5%以下の見通しとなっているが、このままのかたちでいくことは望ましくない。今までは減価償却を超える設備投資をせず、その分資本ストックの蓄積がなかったが、前向きの企業マインドにより設備投資が出てくるという見通しで、設備投資が減価償却費を超えると資本ストックは増えるので、その部分は潜在成長率を引き上げていくとは言えると思う。あとはワークライフバランスや女性や高齢者が働きやすい環境に向けて企業が努力していくことで、少子高齢化のマイナスの影響は多少は緩和されるので、その点から潜在成長率は少しずつ上がっていくと考えている。その中で潜在成長率を超える成長率を実現していくことで需給ギャップがさらにタイト化していくことが望ましい姿で、執行部もそのような見解ではないかと思っている。

宮尾委員

先程から議論になっている潜在成長率の足もとの評価と先行きが非常に重要であるという点には全く同感である。佐藤委員から指摘のあった調査統計局の潜在成長率の推計値が足もと下振れている点であるが、ご承知のとおり、本行の需給ギャップは、足もとのGDPではなく、労働と資本の稼働率を使用して需給ギャップを計算し——今はゼロ近傍であると評価しているが——、それに現実のGDPを加えて潜在成長率を出している。現実のGDPは輸出の減少で下振れているので、これが計算上、潜在GDPの足もとの下振れに出してしまう。これは残差の全要素生産性、TFPの下振れに表れると思うが、推計上どうしてもそのようになってしまう。この間の趨勢的な労働参加率の低下や設備投資の下振れは当然あるが、この

数ヶ月で下振れた1つの要因は、計算上、足もとのGDPが輸出で下振れたことによってTFPが見かけ上低下し、それが足もとの潜在成長率の推計値に影響していることであると思う。

私自身は全く逆の見方をしており、先程も申し上げたとおり、非製造業の生産性に関してむしろ上がっているとみている。これにはいくつか理由があり、1点目は、非製造業の設備投資が製造業に先んじて堅調に推移していること。2点目は、非製造業の収益力は、売上高経常利益率などでみても、ここ2~3年、基調的には収益力が上がってきていること。3点目は、アネク情報ではあるが、流通、小売、旅行、飲食、建設など幅広い分野で、小粒ながらも様々な需要の掘り起こしの取組みが進んでおり、これは付加価値を高め、成長力、TFPを引き上げることになる。これらは統計データでは把握しづらいかもかもしれないが、非製造業の生産性、競争力、あるいは収益力、成長力は、足もと既に上がってきているとみている。それが、今の日本経済の改善を持続的にしうる重要なファクターだとみている。この動きが続くかどうかしっかりみていかなければならないが、私自身はそういった良い動きが続いていくとみている。そうだとすると、特に非製造業に関しては、成長の天井、供給力の天井が少しずつ上がっていく動きが続いていくとみており、そのような動きを、私自身の中心シナリオでは織り込んでいる。つまり、潜在成長率の立ち上がりはメインシナリオよりも少し強めに置いているので、望ましい供給力の改善を伴いながら、物価と景気の上昇、改善が持続的に続いていく姿が、メインシナリオとして描けるのではないかとみている。

森本委員

岩田副総裁から、家計と企業の物価観は重要であるという話があったが、企業の物価観に関連し、今回の短観で初めて企業の物価観、予想物価上昇率が出た。この1.5%、1.7%、1.7%については、1回だけで評価は難しいと思うが、私は、一般的に慎重な見方をする企業が先行き高まっていくという予測を出したことには、非常に意味があるのではないかと思う。こ

れから注視していかなければならないとは思いますが、企業収益が大きく崩れるような状況ではないので、予想物価上昇率がこれからの価格設定行動や賃金交渉等で大きな意味を持つてくると思っている。

また、需給ギャップとの関係で、フィリップスカーブが 1980 年代から 1990 年代前半で感応度の高かった傾向線と比べてもまだ上にきている。円安など色々要因はあると思うが、これもエネルギー関係のようにある程度自動的に転嫁できるものとそれ以外があるので、転嫁できたという事実にはそのような環境が大きく効いているのではないかと思っている。エネルギー関係等ではこれから少しずつ剥げていくと思うが、一方で賃金上昇等を反映したサービス価格など色々な品目で上昇していくと思うので、先行きも緩やかに上昇していくのではないかと思っている。

佐藤委員

潜在成長率の話に戻るが、このところの輸出の下振れが現実の GDP を下げ、そのことが計算方法によって結果として潜在成長率を押し下げているように見え、それが TFP に表れているという話があったが、確かに輸出の下振れで計算上の潜在 GDP を下振れさせる面はあると思うが、それはこの 1 年程度の話である。すなわち、円安への修正のわりに輸出が出ず、一方で輸入が増えたことで実際の GDP を押し下げたが、例えば、2000 年代の不良債権問題収束以降の景気拡大局面、あるいはリーマン・ショック以降の少し長い目で見た時には、資本ストックの蓄積ペースは明らかにスローダウンし、資本ストックの寄与による潜在成長率への押し上げ分も明らかに減衰してきていると思う。これは、資本ストックをどのようにみるかという問題ともかかわってくると思うが、内閣府が試算している需給ギャップと調査統計局の需給ギャップが違うのは、そこが影響している可能性があると思う。すなわち、内閣府で試算している需給ギャップは、内閣府の資本ストック統計がベースになっていると思うが、そこでは減価償却前の資本ストック量を使っており、結果的に会計的な資本ストック概念が実際よりもかなり大きめとなっている可能性がある。つまり、陳腐化し

て使われなくなった設備ストックも含めて推計していることから、実際の資本の生産能力を過大に評価し、その結果として潜在成長率がやや高めに出ている可能性があると思う。その一方で、実際の資本の生産能力はどうかという、減価償却並みには設備投資を行っていないという指摘が何人かの委員からあったが、減価償却未満の設備投資では資本ストックは減っていく。そのストックの減少に応じて、capital deepening による潜在成長率への寄与も下がっていくことになると思う。以前の調査統計局の資料をみると、リーマン・ショック前は資本ストックの伸びの寄与による潜在成長率の押し上げ部分はそれなりにあったが、それがリーマン・ショック以降マイナスに寄与しており、これがここもとの潜在成長率を押し下げている。短期的にみれば、輸出の下振れが現象的には潜在成長率の下押しに寄与しているかもしれないが、やや長い目で見た時には、製造業が国内で設備投資をしてこなかったことが潜在成長率を押し下げている。それが供給の制約になって、たまたま非製造業の方が思いのほか好調で、それで物価が上がっているということであれば、これはやや皮肉な展開であると思う。おっしゃるように先々非製造業の生産性が上がり、設備投資が出て、それによって潜在成長率が底上げされていくことが望ましい姿であり、私もやや長い目で見た時にはそのようなかたちになっていくと思うが、そういった資本ストック形成上の特徴点が、今回図らずも物価面に表れたのではないかと思っている。

石田委員

資本ストックの積み上げが足りないという議論があるが、一方で、例えば、製鉄会社は高炉を幾つか休止しているが、需要が多くなり輸出に回せなかったと言いながら、高炉をもう一度 activate する感じはない。そういうことが、コンビナートのエチレンの設備などで沢山ある。そういうものは基本的に減価償却されているが、企業は、もう一回再投資しても経済的に割りに合うとは思っていない。それが日本経済の変革、変化の表れだと思うので、結論を先に言えば、過去あったような設備投資が日本国内で

出てくるのは unlikely だと思う。

木内委員

黒田議長が挙げた4つのポイントについて、輸出の今後のペース、個人消費の先行き、労働需給の引締まりのインプリケーション、企業の価格設定行動と、いずれも自身の意見表明で言及したので特に付け加えることはないが、3番目の労働需給の引締まりに関連し、需給ギャップが調査統計局の計算でゼロ近傍となったことは非常に重要であると思うし、短観のDIでみると、中立よりむしろ上の可能性もあると思う。それが正しいとすると、労働需給を中心に前回の2007年、2008年辺りのピークにほぼ並ぶところまで逼迫が進んでいる可能性もあるように思う。支店長会議での各支店長からの発言などを聞いてもそういう印象があり、特に人手不足については、既にこの時点で、前回の2000年代後半よりもやや深刻という感じがする。一方で、物価をみると、全国のコアで+1.3%、コアコアで+0.7%と、依然として2%にはかなりギャップがある。需給ギャップから物価へのラグがあるとはいえ、需給ギャップがゼロ、もしかしたら逼迫している中でお物価がこの水準である。2%の物価安定目標が目指しているのは、経済が比較的安定した状態の中で物価が2%というところから考えると、依然としてハードルは高いという感じがする。考え方としては、需給ギャップで押し上げていくというよりは、中長期の予想物価上昇率が上がり、さらにアンカーされることによって、安定的に達成すると皆さんは考えているかもしれないが、そこについても依然として不確実性は高いと思う。特に、景気が過熱する中で物価が上がっていく場合、果たして中長期の予想物価上昇率がちゃんと上がるかどうかについては、引き続きリスクがあると感じている。

もう1点は、4月の消費者物価についてであるが、4月の増税は価格改訂の絶好のチャンスが与えられたということであり、5月以降の企業の価格決定は、暫くは落ち着いたかたちになるのではないかと思う。業種によっては、思ったほど反動減が出ないので値上げをするということがある

かもしれないが、それが非常に大きく出るかというところ、どうも出ないような気がしており、暫くは非常に落ち着いたかたちになるのではないかと考えている。4月については、ちょうど増税分を転嫁した計算になっているが、これもばらつきが非常に大きく、品目ごとに価格の変化をみると2.5～3.0%、つまり増税分だけフル転嫁した品目が1番多いが、一方で10%以上上げたというところもそれなりの比率があり、一方でゼロ、つまり増税分も価格転嫁しなかったところの比率も相当ある。さらに3%以上下げたところもあって、実際は非常にばらばらの中で全体を平均したらたまたま横ばいになったということではないかと思う。ということは品目、業種によって需給バランスもかなり違うし、競争条件も違うことからすると、すぐには変わらないのではないかと思う。値上げの絶好のタイミングである4月を逃した後は、暫く物価は安定基調でいくと思う。これも意見表明で述べたが、その後の消費動向や賃金の上昇がどの程度反映されてくるかは、7～9月以降にならないとみえてこないと思っている。

それから、細かい点だが、4月は増税分以外に高速道路の料金体系の変更や高校授業料無償化の制限などがあり、そのような一度限りの制度変更の影響もあって横ばいになっているので、厳密に言うと、増税分を除くと若干下がったというのが基調ではないかと思う。

黒田議長

次に、金融政策運営に関して追加的なご意見があればどうぞ。

それではここで政府からの出席者の方々にご発言を頂く。まず、小泉進次郎内閣府大臣政務官からお願いします。

小泉内閣府大臣政務官

わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いているが、消費税率引き上げによる駆け込み需要の反動により、このところ弱い動きもみられる。4月に入ってからの個人消費の状況についてヒアリング結果等を踏まえると、サービス分野では、旅行や外食の一部で引き続き底堅く推移しているほか、

小売でも、多くの分野で前年比マイナス幅が縮小してきており、特に飲食
品関連では、はっきりと持ち直しつつあるとの声も聞かれる。他方、設備
投資は持ち直し、雇用は着実に改善するなど、景気の基盤は引き続きしっ
かりしている。駆け込み需要の反動減は想定されていたことではあるが、
景気の弱い動きは一時的なものと考えており、緩やかな回復基調に変化は
ないと認識している。

先行きについては、当面、駆け込み需要の反動により弱さが残るものの、
次第にその影響は薄れ、各種政策の効果が発現する中で、緩やかに回復し
ていくことが期待される。ただし、海外景気の下振れが、引き続きわが国
の景気を下押しするリスクとなっている。

政府の取組みについては、政府では消費税率引き上げ後の景気下振れリ
スクに適切に対応すべく、「好循環実現のための経済対策」の早期執行に
努めているところ、4月28日には本対策の進捗状況の第1回調査結果（速
報）を公表した。今回の調査で集計の対象とした事業のうち、3月末時点
で国が実施する事業のうち約6割が、事業を実施する民間企業等と契約締
結を行った契約開始段階に達し、国から地方公共団体を経由する事業のう
ち約9割が、国において地方公共団体への交付決定等を行った着手段階に
達している。また、調査対象とした121の地方公共団体すべてにおいて、
3月中に経済対策にかかる補正予算が議決され、中には独自の反動減対策
の取組みを進めているところもある。このように、全体として順調に執行
されている。今後とも早期執行に努めていきたい。

4月16日の経済財政諮問会議において、経団連、日本商工会議所、連
合より、春闘の状況について報告を頂いた。経団連からは、月例賃金の引
き上げ額が7,000円を超えたのは1998年以来のことであり、16年振りの
高い水準となったとの報告があった。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。

対日投資の促進については、2020年における対内直接投資残高を35兆
円へ倍増することを目指して努力しているところである。本年2月から、
有識者懇談会において外国企業からのヒアリング等を行い、その意見をス

トレートに整理し、税制、人材の確保、雇用制度等の課題を整理した報告書を4月21日に取りまとめた。さらに、4月25日に経済財政担当大臣が主催する「対日直接投資推進会議」を立ち上げた。推進会議では、有識者懇談会の報告書を踏まえた取組方針や、在外公館、JETRO海外事務所の案件発掘、誘致活動の方針を確認した。今後、必要な制度改革の実現に向けて、関係大臣や関係会議における取組みを促すなど、対日投資の促進に取り組んでいく。

日豪EPA（経済連携協定）については、平成19年1月に交渉を開始し全16回に及ぶ交渉会合が行われ、4月7日に大筋合意に至った。一方、TPPについては、先日の日米首脳会談、閣僚協議の結果、日米の懸案について前進していく道筋を確認することができ、TPP交渉全体にとってキー・マイルストーンとなる大きな成果を上げることができた。今後、日米がリーダーシップを発揮し、TPP交渉が妥結していくように他の参加国に働きかけていく。

日本銀行には、本日示された展望レポートの案に沿って物価安定目標の2%が実現することを期待する。金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分説明して頂きたい。以上である。

黒田議長

浅川雅嗣財務省大臣官房総括審議官願います。

浅川財務省大臣官房総括審議官

日本銀行による大胆な金融政策を含むいわゆる「三本の矢」の効果もあり、日本経済は5四半期連続でプラス成長を達成するなど、緩やかな回復基調が続いている。物価については、昨年度1年間の生鮮食品を除く消費者物価上昇率が+0.8%となり、5年ぶりにプラスとなるなど、デフレ状況ではなくなってきている。このように、日本経済はデフレ脱却と経済再生に向け着実に前進してきており、本日の展望レポートはそのことを確認

する内容と受け止めている。日本銀行には、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。

4月に入ってから、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が消費などにみられているが、小売でも多くの分野で反動減が縮小してきているなど、これまでのところ想定範囲内であるとの声が多く聞かれていると承知しており、景気の基盤は、引き続きしっかりしていると考えている。政府としては、引き続き景気動向を注視するとともに、経済を成長軌道に早期に復帰させるために、小泉大臣政務官からもあったように、平成25年度補正予算、平成26年度当初予算の早期実施に注力していく。

本日は多くの委員から成長戦略の重要性について指摘があったが、民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、現在、年央に予定されているいわゆる成長戦略改訂に向け、例えば、女性の活躍推進等の、働く人と企業にとって世界トップレベルの活動環境の実現、さらに医療・介護、農業の新たな成長エンジン化、PPPやPFIの活用促進等の、成長の果実の地域や中小企業等への波及といったテーマにつき、産業競争力会議等で精力的に検討を進めているところである。

これに加え、4月16日の経済財政諮問会議・産業競争力会議の合同会議において、企業の収益力向上や成長促進に向けた中長期の民間資金をリスクマネーとして供給する観点から、麻生財務大臣より、企業の思い切った選択と集中や海外事業買収等を後押しするエクイティの活用、競争力強化、都市再開発等に必要リスクマネーとしてのメザニンファイナンスの活用、さらにはインフラ整備に向けた中長期の民間融資の促進につき、提案を行った。

経済財政諮問会議等の場では、社会保障等、歳出の重点化・効率化についても精力的に議論しているところであり、さらなる構造改革と財政健全化に全力で取り組んでいくことで、民需主導の持続的な経済成長と財政健全化の好循環を実現していく所存である。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、金融市場調節方針の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部は議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

金融市場調節方針について、他に議案を提出される方はいるか。いないようなので、執行部は議長案について説明をお願いします。

内田企画局長

議長案を読み上げる。「議長案。金融市場調節方針の決定に関する件。案件。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し、別添のとおり公表すること。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。以上」である。別添の公表文案は、「2014 年 4 月 30 日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。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。以上」である。

黒田議長

それでは採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いします。

[12 時 09 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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定め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。政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12時12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。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行いたい。委員方には成長率と物価上昇率の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収]

それでは見通し計数、分布の最終案が確定したので、基本的見解の取りまとめに入りたいと思う。執行部は見通し計数の変更の有無について報告して頂きたい。

内田企画局長

変更なしである。

黒田議長

それでは議長案についてご意見があればどうぞ。他に議案を提出される方はいるか。

白井委員

議案を提出する。

佐藤委員

議案を提出する。

木内委員

議案を提出する。

黒田議長

それでは、執行部は、白井委員、佐藤委員、木内委員の議案を配付して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

議案を提出された各委員は、提案内容とその内容を簡潔にご説明頂きたい。白井委員からどうぞ。

白井委員

はじめに議案の内容を申し上げ、その後に説明する。今回の提案のポイントは1つ、修正箇所は3か所になる。最初に、議案の1頁目をご覧頂き、「中盤頃に2%程度に達する」を「終盤にかけて、2%に達している」という表現にする。2頁の物価の中心的シナリオの表現だが、どこを変えたかみづらいので、議長案をご覧頂きたい。議長案の6頁の「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとで」のところで、最初の「1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり」までは同じで、その後を「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」を継続するもとで、見通し期間の終盤にかけて2%に達している可能性が高い。その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる」と、量的・質的金融緩和の継続を前提に、見通し期間の終盤にかけて2%に達している可能性が高いとしている。最後のところは、議長案の8頁の第1の柱の「見通し期間の中盤頃に、2%程度」を「見通し期間の終盤にかけて、2%」という表現に変えている。

この趣旨を申し上げますと、私は昨年4月の金融政策決定会合以降、物価の見通しについては、2015年度末には2%程度に「近づいていく」と言っ

ているが、「達している」と申し上げたことはない。近づいていくという判断を示し、見通し期間の後半にかけて2%程度に達する可能性が高いとする展望レポート表現の下限にぎりぎり収まると判断してきた。しかし、同時に、この物価の見通しについては下方リスクが高いこと、および2%の実現には2年よりももう少し時間がかかる可能性も主張してきた。

理由は、簡単にまとめると以下の4点である。第1は、中長期予想インフレ率の動きが、中には横ばいのものもあるということ。特に、家計の長期予想インフレ率はずっと横ばいであること。第2は、消費者が緩やかなインフレに慣れるには時間がかかると思われ、実質賃金は見通し期間中マイナスで推移する見込みであるし、実質の年金給付額も減少すると見込まれる中、生活意識に関するアンケート調査でも価格の安さを重視する傾向が依然としてみられること。第3は、価格設定権を握る企業に注目すると、C G P I の最終消費財の物価上昇率は1月までは2~3%台だったが、2月以降は1%前後の伸びになっており、国内品に至っては0%まで低下しており、価格引き上げが容易でないことが窺えること。これまでは、円安や増税をきっかけに、各企業とも同時に販売価格を引き上げることができたが、今後は時間がかかるだろう。実際に、短観の企業の販売価格見通しからみても、先行き販売価格の引き上げが容易ではないということが示唆されている。第4は、人手不足で賃金が上昇し、それがサービス価格を引き上げていくことにはなるが、フル転嫁には時間がかかるだろうということである。

以上から、この提案には2つの意味がある。1つ目は、私自身、従来から、2%は2016年度に達すると予想してきたが、今回改めて新たに2016年度まで見通し期間を示すことになったため、その達成時期について明確に示すべきであると判断したということである。もう1つは、物価の中心적인見通しの記述としても、私の提案が適当だと判断する。政策委員の見通しの中央値が、通常は中心적인見通しとみられることが多い中で、現在の中央値は2015年度に1.9%、2016年度に2.1%なので、2%の実現は2016年度になるように見える。日本銀行が、2%の物価安定目標の達成にコミッ

トしている以上、物価の中心的な見通しの表現については、2%程度という曖昧な表現ではなく、目標である2%の実現時期に焦点を当てた書き振りが適切だと思う。

同時に、私の見通しは、「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」としている現行の枠組みのもとで、2015年度以降も金融緩和が継続されることを前提にしている。2015年度以降の金融緩和の具体的な内容については、今回の金融政策決定会合で議論、合意していないが、それを前提にしないと2%に達する見通しが立たないので、この点も明記することが適切と考えた。金融緩和の具体的なペースについては、当然数字のイメージは私の念頭にあるが、今回は議論する機運が高まっていないということもあり、まだ申し上げる時期ではないと判断した。適当な時期に私の考えを申し上げる。

最後に、経済・物価見通しのリスクバランスについては、10月の時点では私は議案を出したが、今回も下方に傾いていると判断しているが、前回会合と比べてリスクの度合いは低下していると考えているので、今回はこの点についての修正は必要ないと判断した。以上である。

佐藤委員

修文提案が大きく4か所ある。議長案に沿って申し上げる。まず1頁目の概要で、「消費者物価の前年比（消費税率引き上げの直接的な影響を除くベース）は、暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」という記述の「2%程度に達する可能性が高い」という部分を、「2%程度を見通せるようになる可能性が高い」と修正させて頂きたい。これが第1点である。

次に、2点目は、本文の6頁の「暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い」を、同じく「2%程度

を見通せるようになる可能性が高い」と修正する。

3点目は、8頁の金融政策運営に関してである。第1の柱の「わが国経済は、見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し」とあるところを、「2%程度の物価上昇率を目指し」と修正する。

4点目は、同じく8頁のリスクプロファイルに関して、「物価の中心的な見通しについても、中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きいものの、リスクは上下に概ねバランスしていると考えられる」という部分を、「不確実性は大きく、リスクは下方にやや厚いと考えられる」と修正したい。

以上の4か所であるが、執行部案をなるべく尊重し、修正は最小限にとどめたつもりである。理由としては、「見通し期間の中盤頃に、2%程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性」については、そのメカニズムを含めて、依然不確実性が大きいと考えている。それから、「実現」という表現については、日本銀行が、2%の物価安定の目標を、柔軟な枠組みではなくあたかも硬直的に捉えているかのような誤解を強める惧れがあると思う。また、このように楽観的な見通しを提示し続け、仮に先行き下振れた場合、本行の経済・物価見通しや金融政策への信認に及ぼすダメージは大きいと懸念している。そもそも、金融政策で消費者物価の前年比上昇率2%をピンポイントで安定させることは現実的でなく、2%の物価安定目標は、当然、上下に一定のアローワンスのある、幅を持った柔軟な概念であると理解している。この点に配慮した書き振りとすることで、2%をリジットなものとして捉えられる誤解を避け、2%の物価安定の目標を巡る市場や世間一般との認識ギャップを小さくすることが期待できると思う。

リスクプロファイル、リスク・バランス・チャートに関しては、2015年度以降については依然として下方にテールが偏っており、「上下に概ねバランスしている」と言うにはやや無理があると思う。仮に、各委員のリスクバランスが上下に概ねバランスしているとしても、全体としての集計値のプロファイルは、各委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの違いを

映じてばらつきが生じることは、ある意味自然なことであり、実際のリスク・バランス・チャートもそのようなかたちになっている。従って、展望レポートの表現も、そのようなばらつきを映じた表現とすることが望ましいと考えている。以上である。

木内委員

基本的見解の中で6か所、重複を除くと実質的には3か所修正したい。修正箇所の3か所については、基本的に前回あるいは前々回と同様の箇所であり、背景にある考え方については、先程も申し上げたので、極く簡単に補足させて頂く。

第1の箇所は、消費者物価の前年比が「見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」という記述である。円安効果が剥落する効果と需給が改善する効果がある程度バランスしていくということだと思うが、実際の物価上昇率は、暫くの間は、むしろ円安効果の剥落の方が勝るかたちで、物価上昇率はやや低下傾向をたどり、予想期間中では概ね現状程度というのが私自身の見通しであり、これが議長案の記述とは大きく乖離している。具体的には、消費者物価の前年比は、「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移するとみられる」と修正している。

第2の箇所は、中長期の予想物価上昇率の記述について、議長案では「2%程度に向けて次第に収斂していく」としているが、これも前回とほぼ同様の修正をしており、中長期の予想物価上昇率はなお多少の上昇余地は残していると考えてはいるが、現状、順調に上昇している訳でもないと思うし、2%までに相当の距離があると思っているので、議長案の記述と私自身の見通しが大きく異なっている。これについては、「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移する」と修正したいと思う。

第3は、今後の金融政策に関する記述箇所であるが、前回会合までの対外公表文での修正案と全く同様なので、省略する。

黒田議長

それでは採決を行う。まず、白井委員案から採決をお願いする。

[白井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：白井審議委員

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

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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

白井委員案は反対多数で否決された。次に佐藤委員案の採決をお願いする。

[佐藤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：佐藤審議委員

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
木内審議委員

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

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員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

木内委員案は反対多数で否決された。3つの議案はいずれも反対多数で否決されたが、提出された委員の方から、何か追加的にあればどうぞ。

佐藤委員

先程申し上げなかったが、リスク・バランス・チャートについて、予めから問題意識を持っているので、この際申し上げておきたい。リスク・バランス・チャートの作り方であるが、9人の委員の主観的な確率分布を足し上げ、上下 10%を控除して 9 で割った平均値をチャートにして出すというかたちを取っているが、このやり方が統計的に果たしてどのような意味があるのか、私には今ひとつよく分からない。これについては、先行き、より適切な表現方法がないかどうか、執行部でまた考えて頂きたいと思っている。リスクバランスではないが見通しの表現方法としては、例えば Fed では、見通しはピンポイントではなくレンジで示しており、向こう 3 年間の見通しは本行と同じだが、3 年間の見通しに加えて中長期的な均衡値を longer-run のかたちで示しているの、短期と中長期の経済目標をある程度峻別している。リスクバランスの点では、BOE のインフレーションレポートでは、物価見通しはピンポイントではなくファンチャートで示されている。本行の見通しの示し方にとっても、こういった海外中銀の例も今後参考になるのではないかと思う。

黒田議長

それでは、議長案の採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

石田審議委員

反対：白井審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。賛成 6、反対 3、賛成多数である。

黒田議長

議長案は賛成多数で可決された。後程、記者会見において、白井委員、佐藤委員、木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に対外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 5 月 1 日木曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数

等については、本日 15 時の対外公表まで厳に出席者限りの扱いとするので、宜しく願います。展望レポート案および見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

VII. 議事要旨（4月7、8日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4月7、8日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている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

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は5月7日水曜日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、5月20、21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51分である。

黒田議長

解禁時刻が12時51分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。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。

(12時46分閉会)

以 上