

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年5月20日（14:00～16:10）

5月21日（9:00～11:36）

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（20日）

古川禎久 財務副大臣（21日）

内閣府 石井裕晶 内閣府政策統括官（経済財政運営担当）（20日）

西村康稔 内閣府副大臣（21日）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
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、4 月 30 日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは石井裕晶政策統括官（経済財政運営担当）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をしてもらう。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

まず、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。まず図表 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調節方針に沿って、金融市場調節を行っている。各資産とも概ねディレクティブに沿った積み上げとなっ

ている。図表 2 の国債買入オペについて、3 月、4 月は概ね平均残存期間 7 年での買入れとなっていた。もっとも、5 月については 5~10 年の平均残存期間が 9 年超と、再び新発債が大量に持ち込まれる傾向が強まっている。10 年超の直近のオペの平均残存期間は 27 年超えとなっており、こちらも長めとなってきた。これは、期初の都銀の益出し売りが一巡したこと、また 5 月は 3 か月に 1 度の 40 年債の発行月であることから、手持ちの 40 年債を入れ替えたいということで 40 年債が持ち込まれやすい傾向がある。従って、5 月は平均残存期間が長めになる可能性があるが、どの程度長くなるのか、今後とも注視していきたいと思っている。

図表 4 の 1 年物共通担保オペについては、昨年 7 回実施した 1 年物共通担保オペのうち 6 回期落ちが到来し、これを期間 3、4 か月でロールしているが、これまでのところロール率は 76.4%とまずまずである。もっとも、短期金利については、図表 5 の短国金利は 0.05~0.06%を超えては上がりにくい感じであり、最近では再び弱含んでいる。これは、1 年物共通担保オペをロールオーバーした都銀が、取り敢えず今は資金を日銀当座預金に積み上げておき、直ちに切り崩すという感じではないが、都銀の中には、6 月末に向けて当預残高を若干減らしたいという意向を持っている先もあり、こうした先は今後短国を買い増す意向を持っているようである。マクロ的にみると、本行が極めて潤沢な資金供給を行っている中、短国には担保ニーズなど一定の需要があるので、短国金利もじわじわ下がりやすい構図だと思う。もっとも、期末日といった季節的な特殊要因が働きやすい局面以外では、当預金利との裁定もそれなりに働くように思われるので、金融市場局としては、近い将来にオペ自体が難しくなるといった印象までは持っていない。

図表 6 をご覧頂きたい。前回会合以降、営業日は然程多くないが、その中では 5 月 2 日の米国雇用統計、8 日の E C B の政策理事会が大きなイベントであった。この中で、米欧の長期金利が低下したこと、E C B の金融緩和予想を背景にユーロ安となったことが注目される動きであった。図表 6 (1) の米国の金利見通しであるが、tapering については、これは毎回

のFOMCで100億ドルずつという見方がほぼ完全に織り込まれている。この中で前回会合時から限界的な変化がみられたのは、その先の金利引き上げのテンポについてである。最初の利上げ時点はほとんど変化はないが、その先の利上げのペースについては、市場の見方はやや緩やかになっている。また、8日のECBのドラギ総裁の記者会見を受けて、市場では次回6月5日の政策理事会で何らかの緩和が行われることが織り込まれている。

(2)のドイツの2年債利回りも低下し、(3)のEONIAのフォワードレートカーブも下方にシフトしている。例えば、Bloombergの調査では、9割の市場参加者が6月の金融緩和を予想するといった状況であり、ECBによる政策アクション自体はほぼ完全に市場に織り込まれてしまっており、市場の関心は緩和策の具体的な中身に移っているように思う。

次に、今申し上げた2つのイベント時の市場の動きを、図表7でご説明する。5月2日公表の米国の4月の雇用統計は、市場予想21.8万人に対して28.8万人と、かなり高い数字になった。公表直後は、長期金利は上昇、株価は上昇、為替はドル高と、通常予想されるようなマーケットの反応であったが、公表後2時間程度経過した後は、金利は低下、株価は弱含み、ドルは下落と、好調な指標に対し通常予想される動きとは逆の動きを示したことが特徴的であった。

図表8で5月8日のECBの政策理事会後の市場の反応をみると、現状維持との結果公表直後は、金利はほとんど変わらず、株価は若干の下落、為替レートは若干ユーロ高という展開であった。もっとも、その後ドラギ総裁による記者会見が始まった後は、引き続き、株価下落、ユーロ高の動きであったが、ドラギ総裁がQ&Aセッションで6月の金融緩和を示唆する発言を行うと、金利は低下、株価は上昇、ユーロは低下という方向に動いている。

図表9の長期金利をご覧頂くと、前回会合以降の特徴としては、米欧の長期金利が、良好な実体経済指標にもかかわらず低下する傾向がみられている。この背景について、市場では様々な説があるが、欧州についてはECBの6月の緩和予想が大きいように思うが、米国の金利低下については、

現段階では、決定的な理由はなかなか見当たらない。一見良好にみえる雇用統計なども内容はあまり良くないという見方が一部にある。また、米国のサマーズ元財務長官が言う Secular Stagnation のように、先進国の中長期的な成長率が今後然程高くないといった見方が広まり、市場が中長期的な自然利子率の低下を予想し、これが Fed の利上げもゆっくりとしたペースになるといった見方に結びついているといった説もある。さらにウクライナ情勢の混乱継続が影響しているといった見方もある。もっとも、仮に米国の経済指標が本当に弱いと市場がみているとすれば、若干調整しているとはいえ、今の高値圏にある株価と整合的かという議論もある。また、市場が本当にウクライナを懸念しているとすれば、後程申し上げるようにロシアの株価や為替と整合的かという議論もある。結局、現在マーケットに生じている事象を全て合理的に説明できる要因がある訳ではなく、マーケットでは米国の雇用統計が強かったにもかかわらず長期金利が上がらなかったことを捉え、多くの投資家が債券のショートポジションの巻き戻しに走ったとする見方が多いように思う。このことは、裏を返すと、現在の米国を始めとする各種の長期金利の水準が本当にこれほど低くて良いのかという警戒感も、一部にあるように思われる。

図表 10 の本邦の長期金利は、前回会合対比では小動きであったが、仔細にみると米欧の長期金利の低下を受けて僅かに低下し、足もとでは 0.6% を若干下回る水準となっている。なお、昨年来のインフレ率の上昇も意識される中、物価との関係でさすがに 0.6% を下回る長期金利は整合的ではないのではないかとといった見方も根強くあり、このことが 0.6% 近傍で金利が安定しがちな背景となっているように思う。

この間、欧州周縁国の国債金利、米欧のクレジット物の金利なども、前回会合以降、米欧の長期金利の低下傾向を受けてさらなる低下傾向をたどっていたが、先週末以降は若干反発している。この直接の契機は、市場参加者に人気のあるブログで、ギリシャが国債のキャピタルゲインに課税するのではないかと噂が立ったことが原因であるが、もっとも、これがポルトガルやスペインの国債金利や米欧のクレジット物の金利の反発

の要因となるとは考えにくい。例えば、ギリシャの金利が5%といった水準で良いのかといった金利低下の行き過ぎに対する警戒感がある程度投資家の間であって、これがブログをきっかけに調整売りを招いたとみるのが妥当ではないかと思う。この間、昨日公表されたクレディスイスへの制裁については、公表前から一部報道があったが、その段階からクレディスイスの株価は下落、CDSは拡大という傾向がみられていた。もっとも、そうした傾向はこれまでのところ他社には広がっていない。また、これまでのところ本邦金融市場にも特段の影響はみられていない。本日のスイスフランも概ね横ばいである。

図表 14 (1) の先進国の株価は、各国とも総じて小動きであった。米欧では株価の高値警戒感が若干あって、これが債券買いに繋がったとの指摘も一部にある。この間、本邦の株価については、企業業績が改善している中で企業の見通しはわりと慎重であることや、引き続き外国人投資家の一部が構造改革の実現可能性に慎重な見方を続けていることなどを背景に、若干弱めの動きとなっている。一方、(2) の新興国の株価は、中国を除いてこのところ堅調であり、図表 15 (1) の各国の株価騰落率をご覧頂いても、動きが少ない先進国や中国の株価は下の方に固まっている一方で、インドやインドネシアといったところの新興国の株価が上昇している。なお、図には載せていないが、前回会合以降 1 番下落したのはギリシャの株価であり、1 割の下落である。この点は 1 つの留意点だと思う。

図表 17 の為替レートをご覧頂くと、5 月 8 日のドラギ ECB 総裁記者会見以降、ユーロが下落している。この間、ドル/円は、前回会合時との対比で、米国の金利低下などを受けて若干の円高となっているが、引き続きボラティリティが小さい展開である。日経平均との相関も小さくなっている。101 円の近傍では本邦輸入業者の実需によるドル買いが入りやすく、本邦の貿易赤字を背景とする歯止めがかかりやすい構図となっているように思う。一方で、米国の長期金利が低下する中で、昨年中投資家が持っていたような日米金利差の拡大による円安シナリオが後退しつつあり、極端なドル高を予想する向きも少なくなっていることが、レンジの上限を画

するかたちとなっているように思う。

図表 18 の新興国の為替レートをご覧頂くと、株価同様、新興国の為替も中国を除いて総じて強くなっている。またロシアルーブルも回復している。図表 19 のインドやインドネシア、韓国といったアジア通貨やブラジル、トルコ、南アといった通貨も総じて強くなっている。ここからみる限り、必ずしもウクライナを背景とする単純なリスクオフによる債券買いという構図でもないように思う。むしろ昨年夏の状況とは逆に、米国の tapering は急激な米国金利の上昇には繋がらない、従って新興国からの資金流出も起こりにくいだろうといった見方が、新興国の株価や為替を下支えしているという構図ではないかと思う。

以上申し上げたように、前回会合以降の特徴としては、先行きの ECB の金融緩和予想もあり、米欧の長期金利が低下するとともに、ユーロが水準を切り下げたことが特徴的な動きであった。この間、新興国の株価と為替は総じて堅調であり、米欧の株価も高値警戒感が一部にあるとはいえ、引き続き高値圏にあり、世界経済にとっては基調として Goldilocks 的な環境が続いていると思う。他方、市場参加者の関心が 6 月 5 日の ECB の政策アクションの内容に移っており、参加者の中には相当大規模な緩和を予想する向きもあるようである。こうした中で、ECB の追加緩和がどのような内容となるかによって市場が振れる可能性もあろうかと思う。この点が市場参加者の目下の最大の関心事だと思う。こうした点を踏まえて市場の動向を引き続き注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

3 点ある。1 つは、国債市場でフェイルが増えていることについて、年度明け後は必ずしもそうではないかもしれないが、昨年度はかなり増えたと思う。一般的には、日本の市場に不慣れな外国人投資家が入ってきて、

事務ミスが起こっていると言われているが、海外投資家のプレゼンスがそれほど急速に高まっているとも思えないので、その説明にはやや違和感がある。事務ミスだけではなく、やはり流動性の問題も反映しているのではないか。

2点目は、図表4の1年物共通担保オペのロール状況についてであるが、全体としては76%がロールされており良好であるということだが、細かくみると、4月初めのロール率が84.3%で、その後、回を追うごとに着実に下がってきて、直近では60.4%まで下がってきている。このようなトレンドの背景は何か。例えば、ターム物の金利が下がっていることが影響しているのか。

3点目は、10年債の利回りについてである。10年債利回りは0.6%割れで定着しつつあるという感じだが、従来、日本の投資家にとっては0.6%割れは投資妙味はないと言われていた。主に海外要因だと思うが、長期金利は下がり0.6%割れが定着しているが、これにより投資家の買入目線は変化するのだろうか。特に、
は、買入目線が0.65%と言われ、その水準になかなか達しない中で国債を新規にあまり買っていない一方で償還されるので、今年に入って残高がどんどん減っていると思う。われわれにとっては、当座預金を積み上げてくれるという点でプラスではあるが、果たしてそのような状況がいつまで続くのか。この状態が続けば、
も0.6%や0.6%割れでも買ってくるのか。あるいは、引き続き残高が減っていき、金利も低位で安定する可能性はあるのか。

山岡金融市場局長

1点目の国債のフェイルについては、3月に非常に大きな数字となったが、それとの対比ではフェイルはかなり減っている。3月は、明らかに1行の事務ミスが原因であることが分かっている。フェイルが増えた時には、金融市場局で背景を聞くが、ほぼ事務ミスということで原因が特定できることが多い。全体としてフェイルの水準の上昇の背景については、ご指摘のような流動性の要因がないか、引き続きみていきたいと考えている。

2点目のロールについて、ロール率が8割から足もと6割に低下しているが、これは、一部都銀で次の期日のタイミングをばらしたいとする先があり、そうした銀行が、1年物共通担保オペのロール分を減らす代わりに定例的に打っている8,000億円のロールに応じたいとしており、このことがロール率の低下の大きな原因となっている。

3点目の長期金利の0.6%割れについてであるが、見方を変えると、米欧の長期金利がこれだけ下落したにもかかわらず、日本の長期金利はこの程度の下落という見方もできる。木内委員のおっしゃったように、我慢できずに買うという投資家と、これは投資目線ではないと踏ん張っている投資家とのせめぎ合いで、このマーケットの目線になっているのではないかと思う。木内委員がおっしゃるように、
や大口投資家の目線
が直ちに目線を変えるといったような情報は私共は持っておらず、基本的には、これまでの投資スタンスを維持していると思う。ただ、一方で、大口投資家の中には、目線はもっと高いと言いながらしびれを切らして買っている先も一部にあり、結局は我慢比べということかと思う。我慢できなくなっている一部の投資家で少し買いに走っている向きもある。そのことが、現在のように基本的には0.6%を目線にしながら、実際にはじりじり少し下がっている背景になっているように思う。

白井委員

2点ある。1点目は、2014年以降のここ4か月半位をみると、ドル/円やユーロ/ドルのボラティリティ、米国株や日本株のボラティリティ、米回国債や日本国債の利回りのボラティリティが落ちてきている。全体が落ちるのは結構珍しいのではないかという気がする。中にはリーマン・ショック後、ボラティリティが1番低い状態のものもある。このように、ボラティリティが全体で減っているが、これには何か問題、共通の要因があるのか。また、一時的な問題と捉えているのか。昨日、ダラス連銀のフィッシャー総裁がスピーチで、投資家が政策や経済の今後の動向に注意

を払っていないからボラティリティー——国債市場についてだと思うが——がみられないと言っている。ボラティリティーが為替、株、国債で先進国中心に下がっているところは、どのようにみたら良いのか。

2点目は、ユーロ／ドルと米独金利差の関係についてである。2014年以降は、米国の金利からドイツの金利を引いた金利差はむしろ拡大してきたが、ユーロ高米ドル安となっており、ある種のキャリートレード的なものが起きていたような気がする。この背景は、来月の政策変更への期待はともかくとして、ユーロ高期待があると思う。その背景は、インフレ格差、あるいはインフレ期待の差なのか。あるいは、マネタリーベースやバランスシートに明らかな差が出てきていることが材料になっているのか。ユーロ高期待があり、その背景に今申し上げたような要因があるのか。その辺りに関し意見があれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

ボラティリティーの世界的な低下については、色々な議論があると思う。マクロ的な要因があり、先進国での緩和的な金融政策が投資家のイメージする先行きの経済の見方と合致してきている、つまり先行き先進国の景気回復のテンポがそれほど強いものにはならず、緩やかなものになるだろうということになると、先進国の中央銀行が実施しているフォワードガイダンス的な情報発信が、それと整合的になってくる面はあると思う。そうすると、フォワードガイダンス的な政策運営は、黙っていてもそうするだろうということで、これ自体はボラティリティーの低下要因になる。つまり、先行きの政策運営を巡る見方が収斂してきていることが、ボラティリティー低下の大きな背景としてあるのではないかと指摘する人もいる。他方で、中央銀行の国債買入れを指摘する人もいるが、結局リーマン・ショック以降、国際金融規制などで、民間セクターのリスクテイクをある程度抑制する代わりに、パブリックセクターや金融政策を実施している中央銀行がある程度リスクを吸収している面があると思う。それがボラティリティーに効いている。例えば、マーケットが中央銀行の買入スタンスを気にして実体

経済や物価の動向をそれほどみなくなったことの裏腹で、そういったことはあろうかと思う。それについては、そういった状況が今後とも続くのかどうかという点を、注意深くみていく必要があると思う。

次に、ユーロ高についてであるが、なぜユーロ高だったかは疑問であり、マーケットでも色々言われている。白井委員がご指摘になったようないわゆるソロスチャートの考え方、すなわち米国とECBのバランスシートの拡張テンポの違いに注目する人もいるが、マーケットトークで一番大きいのは、ユーロ安の時は周縁国に対する懸念が非常に大きかった時であり、ユーロエリア危機、周縁国危機とユーロ安が裏腹で、周縁国に対する信認が回復してきたことが、基調としてのユーロ高の最大の理由ではないかというものだと思う。このことは、逆に言うと、周縁国の信認が維持されるままで大規模なユーロ安だけを実現しようとするのはなかなか難しいかもしれないというマーケットトークに、結びついている面もあると思う。

佐藤委員

2点ある。1点目は、先程説明のあった米国の長期金利の低下の背景についてである。説明の中で色々な理由が挙げられ、どれももっともらしいと思うが、その一方で、足もとの株式市場との整合性が少し気になるところである。Goldilocks 的な状況ということであったが、長期金利の低下の背景が、よく言われるようにサマーズの長期停滞論等に根差す米国経済の長期的な先行き悲観論ということであれば、足もとの株価上昇を整合的に説明できる理由はみつからない。どちらかのマーケットのプライシングが間違っているということであれば、そういった Goldilocks 的な均衡がどこかで破れる可能性があると思うが、このような不自然な状態はいつまで持続可能なのだろうか。

2点目は、かなりの確度でECBの政策変更があるだろうということだが、マーケットではどの程度の緩和が織り込まれているのか。マーケットでは緩和のメニューは色々挙げられており、MROの引き下げはほぼ間違いないだろうというのがコンセンサスのようであるが、それだけではマー

ケットは納得せずプラス α が必要だろうという見方だと思う。プラス α として、例えば、フロアレートをマイナスにする、不胎化オペを停止する、ABSを買い入れる、国債を買い入れるなど色々な見方があると思うが、マーケットはどの程度まで織り込んでおり、どこまで出せばマーケットは納得するのだろうか。

山岡金融市場局長

どちらも大変深遠な質問である。米国の長期金利低下と株価の高値圏での推移という Goldilocks 的状況がどの程度続くかは、大変難しい質問である。米国の株価がなぜ高いのかについては色々な説がある。米国では自社株買いが相当頻繁にあり、短期的には株式の希薄化とは逆のことが起こり、株価の上昇要因になると言われている。ただ、中長期的に考えると、自社株買いは、企業にそれだけの成長機会がないということになるので、無限の割引を行うはずの株価形成上は、必ずしもプラスではないのではないかという疑問もある。マーケットは引き続き Goldilocks 的状況の中でわりと短期的な材料をみているところがあるので、長期的な均衡をどこかで問題にする時点があるのではないかということであるが、そのタイミングは一概には言えない。マーケットでは、数か月と言う人もいるし数年と言う人もいる。ただ、きっかけになるとすれば、今の政策運営が経済の先行き見通しと整合的かどうかを問われる状況が来て、そこで修正が起こる可能性があるということ、昨年の経験からするとみておくべきだろうと思う。

次に、ECBの政策運営についてであるが、マーケットトークが1番激しいのはここである。ECBが6月5日に何を実施するかであるが、マーケットの見方を私なりにまとめると、佐藤委員がおっしゃったようにMROの引き下げはほぼ織り込まれており、3つの政策金利のうち上の2つのプラスの領域の部分については若干の引き下げをするが、マイナス金利はやはり難しいと言う人もいて、見方が分かれていると思う。メインシナリオとしては、MROの引き下げプラス若干の資産買入れではないかと思う。

資産買入れの内容についても諸説あるが、国債までいくのかについては、ハードルが高いので何らかのクレジット性資産、例えばABSの買入れを加えるのではないかというのが、マーケットの目線としてあるように思う。ただ、今の段階では、マイナス金利は間違いない、あるいは大規模な資産買入れに踏み切るに違いないと言っている人も相当いて、マーケットの見方にも相当分散がある状況だと思う。ただ、中央は大体MROの引き下げプラス何らかのクレジット性資産買入れを含めた量的緩和、というようなところではないかと思う。

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

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。まず図表1であるが、4月のグローバル製造業の生産PMIは53.0と、前月より0.5%ポイント低下した。中国を除く新興国に加えて、日本の低下寄与度が大きくなっている。50を下回っているのは、全30か国中、日中韓、インドを除くBRICs、オーストラリア、インドネシアの8か国である。

図表2の米国経済については、第1四半期実質GDP事前推計値は、前期比年率+0.1%の増加にとどまった。個人消費は堅調であったが、住宅投資が、修繕や販売手数料等の減少を主因に2期連続の減少となった。また設備投資も減少に転じた。実質GDPは、その後公表された貿易や建設支出統計を加味すれば、-0.5%程度のマイナスに改訂される可能性がある。もっとも、第1四半期の弱さの裏には、寒波の影響に加え、昨年後半に急増した輸出や在庫の反落といった面もある。足もとの指標をみる限り、第2四半期以降は緩やかな回復基調に復していくとみられる。3月の実質輸出は、前月比+2.3%と、大きく落ち込んだ2

月からはリバウンドしたが、第1四半期をまとめると前期比-2.0%となった。前期比減少には、寒波で自動車関連のサプライチェーンが寸断されたことや暖冬のため欧州向け石油関連製品の輸出が減少したことが寄与した。4月のISM指数は、製造業、非製造業ともに小刻みではあるが切り上がった。内訳項目も幅広い領域でバランス良く改善している。4月の鉱工業生産は、暖房需要の剥落に伴う電力・ガスの落ち込みが響き、前月比-0.6%となった。3月の非国防資本財（除く航空機）受注は前月比+2.9%となったが、第1四半期でまとめてみると+0.4%となお一進一退圏内にある。4月の名目小売売上高（除く自動車、ガソリン、建築資材ベース）は、前月比-0.2%となったが、3月の前月比は+0.9%から+1.4%へと大きく上方修正されており、均してみれば堅調な動きを続けていると思う。4月の非農業部門雇用者数は28.8万人の増加、2月、3月の計数も大幅に上方改訂され、建設、小売、教育・医療等幅広い分野で増加した。労働参加率が前月から0.4%ポイント低下したことなどから、失業率は6.3%まで低下した。ただ、労働参加率は一旦反転しかけていたものが戻ってしまったが、30代から40代の働き盛りの層をみると底入れの基調を保っており、今後の推移を注視していきたいと思う。なお、周縁労働者比率や非自発的パート労働者比率に大きな変化はなく、広義の失業率であるU6失業率は、全体の失業率が低下した分と同じ幅だけ低下し、12.3%となった。住宅セクターは全般に軟調であるが、4月の住宅着工件数は107.2万戸と、北東部や中西部の集合住宅を中心にリバウンドした。

図表3の欧州経済は、ユーロエリアの第1四半期の実質GDPは前期比年率+0.8%と4期連続のプラスだが、低めの成長となった。主要4か国の中では、ドイツ、スペインがプラス成長となったが、イタリアがマイナス成長に逆戻りしたほか、フランスもほぼゼロ成長となった。しかし、PMIをみると、4月は製造業、サービス業いずれについても主要4か国全てで50を上回る水準まで改善しており、緩やかな持ち直しは途切れていないものとみている。第1四半期は小売売上数量が3か月連続で増加したほか、国内投資財出荷も持ち直している。ECBのユーロ圏銀行貸出調査

によれば、銀行からみた借入れ需要は、企業、家計とも増加超に転じており、銀行の貸出基準も企業向けがほぼ中立になったほか、住宅ローンもほぼ7年振りに増加超に転じた。4月のH I C P総合の確報は、速報値と同じく前年比+0.7%となった。イースターの月ずれでサービス価格の上昇幅が大きかったものであるが、来月以降その効果は剥落することが予想されている。E C Bのドラギ総裁は、6月の政策理事会でアクションを取ることに違和感はないと発言している。

図表5の中国経済は、4月の諸統計は工業生産、固定資産投資等、前年比をややノッチダウンさせるものが目立った。すなわち、前年比+8.7%となった工業生産では、電気機械、I T通信機器のほか鉄鋼等主要産業で軒並み寄与率を低下させた。前年比+16.8%となった固定資産投資は、公共関連は僅かに持ち直したものの、不動産の減少が全体を押し下げた。新築住宅価格指数の前月比伸び率が+0.06%まで低下するなど、中国の不動産市場は調整局面に入っているものとみられる。当局は、投機を抑え込む方策を続ける一方、1軒目の住宅取得を促進する方策に躍起となっている。一方、実質小売売上総額は前年比+10.9%と引き続き堅調に推移した。自動車販売台数は、商用車は振るわなかったものの、乗用車を中心に年率2,286万台と高い水準を維持した。

図表6の韓国・台湾の輸出は、米欧向けを中心に引き続き緩やかに持ち直している。なお、韓国の小売数量指数は3月まで緩やかに増加してきたが、4月16日のフェリー事故後は、自粛ムードが広がり消費が停滞している模様である。A S E A Nのうちインドネシアでは、未加工鉱物輸出規制の導入で、年明け後輸出が減少している一方、内需は消費を中心に堅調に推移している。一方、タイでは内需が低迷しているほか、輸出に分類される観光が大きく落ち込み、第1四半期の実質G D P成長率は-8.2%となった。なおタイでは、本日朝、陸軍が戒厳令を発布しており、緊張がさらに高まっている。

図表7の国際金融市場であるが、米国の株式市場は、経済指標や企業収益がサプライズに乏しい中で、高値警戒感も台頭してきており、ダウやS

& Pが最高値を更新したあとは軟調に転じている。また、債券利回りも低位で推移しており、利上げ時期が遠のいたとの見方からショートカバーが入ったほか、年金、米銀、海外中銀による株式からのアセットリロケーション、ウクライナをはじめとする地政学リスクへの警戒、米国の成長力に関する慎重な見方が投影されているという声がある。一方、新興国市場では、通貨、株式ともに上昇した。特に、ウクライナ問題に柔軟な姿勢を示したロシアのほか、選挙結果を受け改革への期待が高まったインド、インドネシア、大統領の支持率低下で政権交代期待の高まっているブラジルで株価が大きめに上昇している。資金フローをみると、直近の週では、株式、債券ともに小幅な流入超となっている。

以上をまとめると、世界経済はほぼ想定していたとおりのパスを歩んでおり、一部になお緩慢さを残しているが、先進国を中心に回復しつつあるとの評価を踏襲することが適切と考えている。以上である。

黒田議長

それではご質問をどうぞ。

白井委員

欧州においては、周縁国では昨年後半頃から、コア国では今年頃から長期金利が下がっているが、企業向けの貸出金利は、ほとんど相関がなく下がっていない。ポルトガルが若干下がっている位で、あとはほとんど下がっておらず、イタリアでは逆に上がっている。国債への需要は高まっているが、企業向けの貸出は、マイナスは減っているがまだマイナスで、家計向けは、住宅ローン以外はマイナスである。今の長期金利の低下が、企業や家計への貸出にプラスの効果はまだ出ていないように見えるが、その辺はどのようにみているのか。ECBの期待される政策もそこ関係してくると思う。要は、ユーロ高を抑えたいのか、貸出金利を下げたいのか——両方あるような気がするが——、その辺りの意見を伺いたい。

2点目は、最近米国ではCLOの組成額が急激に増えており、今年1~4

月は昨年を越える位の勢いだ、そのわりには、貸出がそれほど伸びていない気がする。貸出の前年比伸び率が、このところ 2~3%に増えた程度で、組成額と比べると underlying のローンがそれほど増えているようにはみえない。この点、C L Oの組成額が急激に伸びている背景が分かれば、教えて頂きたい。

3点目は、米国の住宅市場についてである。米国の住宅市場の回復が遅いのは、昨年5月以降にモーゲージ金利が上がったからだと言われるが、実質金利でみると、リーマン・ショック前と比べると今の方が低い。本当に金利が問題なのかという気がしており、もしかしたら、金利よりは、銀行の貸出スタンスが住宅ローン向けに厳しくなっていることの方が問題ではないかという気がする。ただ、多くの研究論文では金利が問題であるとの分析結果が出ている。その辺りはどうみているか。

外山国際局長

欧州のインターバンクをはじめとしたマーケット金利が、貸出金利になかなか波及していかないのは、おっしゃるとおりである。E C Bも有力な波及チャンネルが途切れていることで苛立っていると思う。しばらく前にA B S等の研究をしていくことを公にしたり、日本や英国の funding for lending に興味があると言っているのも、そういった気持ちの表れだと思う。以前と比べて状況はかなり改善してきていることがローンサーベイ等でも明らかではあるが、実際に貸出金利が低下しないのは、銀行セクターが自らの財務基盤を強化していきたいという大きな枠組みの中で金利設定を行っているので、貸出金利を下げる余地が乏しいということだろうと思っている。今後の政策との関係では、できればA B S等を買入れたいがロットもそれほどまとまっておらず、線引きという難しい問題があるので、6月に間に合うかどうかは分からない、というようなところだと思う。

米国でも、恐らく同じような力学が作用しているということだろうと思う。ドット・フランク法への対応ということもあるが、金融危機後、バランスシートを軽くして色々なリスクに備えていきたい、できるだけ色々な

ものをオフバランス化していきたいということが、かなり強く働いているのではないかと思う。

住宅市場については、長い目でみれば金利はなお低い水準だが、一時よりも確かに上がっており、金利は昨年の5月に上がり始めて以降、住宅の動きが少し鈍ってきたこともあるので、この辺が効いているという分析が多いのは私共も承知している。ただ、金融セクターの貸出スタンスもあるが、一方で、ローンサーベイ等では、住宅ローンの需要自体も弱いので、需要と供給の両面が作用して、住宅ローンの動きが鈍くなっていると思う。

中曽副総裁

米国の長期金利についてであるが、実体経済は緩やかに回復していると思うし、物価も、参考図表1をみると4月のCPI前年比が既に2%に乗ってきている。ターゲットであるPCEとCPIの差が0.4~0.5%だとすると、このあと出てくるPCEが1.5~1.6%と、ターゲットにかなり近づいてくるという感じもする。この辺りが長期金利反転の契機になるかどうかについては、市場はどの程度意識しているのだろうか。

外山国際局長

今月CPIが非常に強かったのはご指摘のとおりである。これまで足を引っ張る方向に作用していたエネルギー価格がプラスに転じた、航空運賃のサーチャージ——これはコアに分類される——も大きくプラスに寄与している。また、やや特殊要因であるが、メキシコから輸入されている柑橘類やアボカドなどが高騰している、西海岸の干ばつの影響で牛肉が高くなっている、といった色々なことが作用して、CPIが高くなっている。その中には一時的なものも多いと思うが、一方で、コアの中の衣料品や家賃なども少しずつじわっと上がってきているので、ご指摘のように、一頃弱さを気にしていたCPIがしっかりし始めた兆しが窺われていると思う。PCEは5月30日に公表されるが、おっしゃるように1.5~1.7%程度を予想する向きが増えてきている。一方で、BEIは——TIPSの

マーケットは非常に薄いので、指標としてどこまで当てになるかということはあるが——一向に上がってきておらず、マーケット全体のインフレ期待がじわっと高まってきているということには、恐らくまだなっていないと思う。長期金利に関して言えば、低下要因としては、今ご指摘の点との関連では、名目の均衡利子率あるいは長期的な名目の成長率が思っていたよりも低いのではないかといった見方が、今回の金利低下に結びついていることであろうかと思うが、ここで議論されているのは、物価というよりは実質の成長力そのものであるため、雇用や住宅投資などでしっかりした数字が続けば見方も少し改善してくるのではないかと思う。逆に、強い指標が出過ぎると、金融政策の修正期待で変化が出てくるので、長期金利は上がり株が大きく売られる、あるいは新興国から資金が引き上げられるといったリスクには、注意していく必要があると思っている。

木内委員

米国の第1四半期の成長率は年率+0.1%であったが、その後発表された関連指標は下方修正されているため、今の第1四半期見通しの市場のコンセンサスは年率-0.5%程度である。最新のブルーチップなどをみると、第2四半期は年率+3.4%になっており、第1四半期と第2四半期を均してみると+1%半ばか半ば弱である。もし、寒波の影響の反動が第2四半期で大体出尽くすとすると、均してみるとかなり低いという感じがする。これは、寒波が意識される前の見通しよりも大分低い。その結果として、年間の成長率も一時は+3%と言われたが、今はコンセンサスが+2%台前半まで下方修正されている。これは、寒波の影響で攪乱されたがそれを除いても基調としてやや弱かったということなのか、あるいは寒波の影響で落ちた経済活動のうち取り戻せない部分、つまりサービス消費などで失われてしまい反動が出てこない部分が意外と大きいので、寒波の影響で前半を均してみても成長率が下がってしまったのか。この辺りは、どのような解釈ができるのか。過去数年間、年末から年初にかけて米国の成長率に対して非常に楽観的な見方が出て、春頃に下方修正されるというのが今ま

でのパターンである。勿論、寒波は今年だけのものであるが、そのような過去のパターンともやや似ているところが少し気になっている。

前回会合で、自動車ローンの貸出基準が緩んでいるのではないかという質問をしたが、商業用不動産向け貸出の基準も緩んでいるということも最近言われてきており、最近では、金融危機以降発行された第2世代のCMBSでも、それを構成する貸出でいよいよデフォルトが起り始めたというニュースも出てきている。やはりここでも基準を緩めており、今は市況が比較的良いので直ぐに大きな問題になることはないのかもしれないが、かつてのサブプライムローン問題の時のように、金利が上がってくる、あるいは景気が減速する中でリスクを取り過ぎていたというような問題が出てきて、大きな問題に発展する可能性はないだろうか。それに関連して、ハイイールド債の発行が非常に増えている。投資家のニーズが強いということだろうが、例えば、そのために銀行がクレジットリスクの高い企業向けの貸出を競合するかたちで基準が大分緩んできたことが、不動産分野だけではなくてリスクの比較的高い企業向けの貸出で、貸出基準の過度の引き下げといったことは起こっていないのか。

外山国際局長

おっしゃるように第1四半期と第2四半期を均して成長率をみると、1.数%と一般に言われている潜在成長率よりも低いですが、この解釈は、ご指摘のように2通りあると思っている。多くは、取り戻せない需要の減退が第1四半期に起こってしまい、それは必ずしも先送りされたものではないので第2四半期に出てこない性質のものである、という解釈である。また寒波だけではなく、在庫や輸出の反動も第1四半期にあったので、そのところは、特に第2四半期以降効いてきて若干は上がってくるかもしれないが、昨年後半が出来過ぎであれば、それほど期待できない部分かもしれない。いずれにせよ、多くはそのような一時的な要因で説明されると思うが、このところ設備投資が出ておらず、生産性もなかなか上がってこない中で——長期停滞論は極端な議論だとは思いますが——思っていた以上に米国

経済の前向きな活動が出にくくなっていることが、ボディブローのように効いている可能性もあると思っている。今後、色々な指標を丹念に点検していきたいと思っている。

木内委員

オバマケア導入は、むしろ第1四半期の消費にはプラスに効いているのか。

外山国際局長

そうである。

木内委員

それが一時的な要因だとすると、それを除くとさらに弱いということではないか。

外山国際局長

そうであるが、そこはそれほどではない、とみている。

次に、商業用不動産であるが、昨年1年間でCMB Sの発行量は8割程度増加し、今年に入ってから強い地合が続いている。この背景は、1つは、景気の立ち直りとともに段々戻ってくるという期待があったこと、それから昨年、金利が高くなる前にリファイナンスしておこうといったことで、競争を巻き込みながら大きいロットが発行されたと理解している。競争が激しくなる中で、ややもすれば目線を少し下げて発行を引き受けたことが一部にあったという声も聞いているので、そういったものが、金利上昇、あるいは景気後退で不良化してくるリスクはあると思うが、サブプライムの時ほど大きく跳ね上がったといったようなことではないと思うので、競争の中で発行されたものの中で、一定程度が不良化するリスクとして捉えている。

宮尾委員

先程の質問と重なるが、米国の住宅市場に関し、レポートなどでは、住宅市場の減速の一因として、大学卒業者等若手の一次取得者向けの住宅ローンの貸出審査が厳しく——不動産向けの貸出基準は緩いという話であったが——、その人たちが最初のホームバイヤーになれずに上手く回っていない、というような議論がある。一方で、住宅ローンの申請件数や不動産向け貸出などのマクロの指標は、一応着実に伸びているような感じがする。その辺りは、どのようにみたら良いのか。貸出の供給要因からくるヒッチのような部分が、ある特定の部分で起こっているということは、データや事実で確認できるのか。その辺りで何か分かったら教えて欲しい。

外山国際局長

住宅ローンの申請件数は、着実に伸びていると言えれば伸びているが……。

宮尾委員

レベルは低い。

外山国際局長

低いレベルである。大きく底割れしていくことはないと思うが、思ったよりは伸びは鈍いと思う。一次取得者向けに関して言われていることとしては、データで確認できている訳ではないが、スチューデントローンを抱えてこれを返済できない層が、20代、30代にまだ多く残っており、この人たちがスチューデントローンを抱えたまま住宅ローンを借りようとしても、金融機関が首を縦に振らず、弾かれているといったような話はよく聞こえてくる。こうしたことも含め、住宅ローンのプライム向けはそれほど落ちていないが、若手で必ずしも現在の所得が十分ではない人たち——昔のサブプライムとは少し違う分類だと思うが——が借りようとするのが難しい、ということのようである。

黒田議長

それではここで 5 分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。再開は 15 時 03 分である。

(14 時 58 分中断、15 時 03 分再開)

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

本日お配りしている資料-4(参考計表)【追加】に沿ってご説明したい。まず、図表1の実質GDPは、2014年1~3月は前期比+1.5%、年率+5.9%と高い伸びとなった。民間の予測は前期比+1.1%であったので、事前予想比では上振れた。これには、直前に出た消費推計の需要側統計である消費状況調査がかなり強かったことが影響していると思う。中身をみて頂くと、高い伸びとなったのは消費で、駆け込みがあり寄与度が+1.3%となった。企業設備は寄与度が+0.7%で、伸びが高まった。この2つでかなり高い伸びとなった。一方で、公的固定資本形成の寄与度は-0.1%と、これまでずっと増加していたが、対策の谷間ということで小幅ながらも5期振りのマイナスとなった。ただ、高水準を維持しているということで良いと思う。純輸出は、引き続きマイナス寄与となっており、駆け込み需要の影響もあって、輸入が増え輸出が増えにくかったのだろうと思う。なお、輸出の寄与度が+1.0%、輸入の寄与度が-1.3%と両方向に大きくなっているが、これは国際収支統計が本年1月から改定され、サービス貿易の推計値が拡大方向に変更されたことで段差が生じているためであり、実勢としては、輸入が増えた一方、輸出が横ばいだったと思う。設備投資は、かなり高い伸びであったが、1~3月は、Windows X Pのサポート切れ前の駆け込み、あるいは建設機械で4月からの排ガス規制の前の駆け込みが影響

しているので、やや出来過ぎとみている。このため、個人消費とともに4～6月には反動減となる可能性もそれなりにあると思うので、GDPの短期的な振幅を大きくし得る点には、注意が必要であると思っている。ただ、設備投資は4期連続の増加となり、基調としてしっかりしていることが確認されたとみて良いと思う。

図表2(1)のGDPデフレーターの前年比は、1～3月はゼロにまで回復している。これは2009年以来である。当時は、リーマン・ショック後の円高、市況の下落から輸入物価が大幅に低下し、デフレーターを大きく押し上げていたという一時的な要因があった。それ以前は、前回消費税率が引き上げられた1997年まで遡り、さらにその前は1994年まで遡るので、GDPデフレーターをみても長きに亘るデフレからの脱却の方向性が示唆されていると思っている。

図表3の公共投資であるが、工事ベースではGDPの説明で申し上げたとおり、1～3月はマイナスであったが、先行する公共工事請負金額は、3月に続き4月も前月比+4.5%と増えているので、2013年度の補正の効果が出始めたと思っている。この点からも、公共投資は、減少に転じたというより、当面高水準横ばい圏内とみて良いと思っている。

図表5の通関統計は、前回の決定会合でご説明したとおりで、新しい数字はない。明朝、4月の通関統計が公表され、私共が作っている実質の輸出入の公表は午後2時なので、今回は反映されない。企業からのヒアリングに基づく輸出動向については、自動車や鉄鋼などにおいて、国内優先としていたものを4月以降輸出に再び振り向けている、あるいは電子部品・デバイス関係で——設備機械もそうだと聞いているが——iPhone6関係の受注が増えているといった情報が聞かれているので、4～6月以降、緩やかながらも輸出は再び増加に向かうという感触を得ている。それと関連して図表10をご覧頂くと、機械受注の外需が1～3月に前期比で6%程度増えたが、4～6月もかなり増える見通し——少し出来過ぎだとは思いますが——となっている。このとおりにいくとは思わないが、機械関係の輸出はどうやら増加方向と企業は感じているということだろうと思う。

続いて、国内の企業関連についてご説明する。図表 14 (5) で帝国データバンクの景気動向調査の 4 月が出ているが、さすがに 4 月は反落しているが水準としては高めだと思う。また、昨日、QUICK 短観、ロイター短観の 5 月分が出たが、製造業は、ロイター短観は少し落ちているがあまり落ちておらず、4 月、5 月とも結構底堅い。非製造業は、さすがに 4 月は小売中心に反落しているが、水準は高めであり、3 か月先までの見通しは再び好転する結果になっている。景気ウォッチャー調査は、必ずしも企業に聞いている訳ではなく企業に勤めている個人等への調査であるが、これも 4 月調査では落ち込んだが、先行きははっきり改善する見通しになっている。このように、ビジネスサイドでは、消費税率引き上げの影響を冷静に受け止めていると思う。

設備投資については、先程申し上げたとおり、1~3 月まではかなりしっかりしているが、図表 15 の先行指標をご覧頂くと、機械受注の 3 月は若干振れもあると思うが、前月比+19.1 とかなり高めの伸びとなった。この結果、四半期では 7~9 月が前期比+4.8%の後、10~12 月+1.9%、1~3 月+4.2%と、しっかりした状況が続いている。因みに、4~6 月の見通しは+0.4%と高めの水準で横ばい圏内であるので、方向としては緩やかな増加基調が続きそうである。一方、建築着工床面積は、10~12 月の前期比+2.9%の後、1~3 月は-0.5%と若干低下となっており、やや鈍化傾向がみられる。建設業における供給制約が影響している可能性もあるので、その辺りは注意してみていく必要があると思うが、設備投資全体に占めるウエイトは、機械が 7 割と圧倒的に高く、建設が 2 割、ソフトウェアが 1 割であるので、設備投資全体のトレンドを大きく変えることにはならないとみている。

次に、個人消費である。図表 21 (2) で耐久消費財、自動車の 4 月の数字が出ている。先程、百貨店協会の 4 月の販売額が公表され、前年比-12%であった。3 月が+25.4%であったのでやはり反落している。全体としてみれば、3 月の駆け込みは想定対比若干強めの一方、自動車、百貨店も含めて反動減は概ね想定範囲内、という辺りが業界の見方だと思う。また、

百貨店から聞いている限りでは、4月に比べると5月前半の売上げは、ゴールデンウィークの日並びがあまり良くなかったために旅行に行かなかった影響もあるが、反動減から若干持ち直し方向と聞いている。自動車、家電といった耐久財については、元々反動減が長引く性格のもので、メーカーもそれに沿った想定を立てているが、大体想定どおりの動きとなっている。自動車メーカーによっては、想定どおりなので、不確実性が後退した6月の生産を幾分上積みしようというような動きも一部ではあるが出ている。従って、消費税率引き上げの影響については、今のところ、少なくとも下振れ方向の動きが出ている訳ではなく、底堅いとの消費の基調判断を変える必要はないと思っている。ただ、マイクロヒアリングで仔細にみたところ、高額品を扱っている百貨店などでは、3月、4月合算で想定に比べて強めであるとの声が多い一方、スーパーでは弱めと強めの声も混在しており、今後節約志向がじわじわ強まることを懸念する声も聞かれている。所得階層によって消費税率引き上げの影響が少し違う方面に出てくる可能性もあるので、その辺りは注意してみていく必要があると思う。それとも関連するが、図表23の消費者コンフィデンスは4月分まで出ているが、引き続き改善は確認されていない。景気ウォッチャー調査の家計関連は、4月に落ちたが先々は回復する見通しとなっているが、消費者のコンフィデンスは半年先や1年先を聞いているものであるが、4月に消費税率が引き上げられたばかりで、マインドはまだまだ慎重である。この辺りも気になるところであり、引き続き予断を持つことなく、データ、ヒアリングの両面から丹念にみていきたいと思っている。

図表24をご覧頂くと、住宅も今のところ明確な改善はみられない。3月の着工は年率89.5万戸とさらに幾分落ちている。マンションも、東京の4月は落ちており、反動減がやや長引いていると思うが、一方で契約率は高く、在庫も減っているので、需要が非常に落ちているというより、供給が若干少なかったのではないかと思う。住宅についても、良い材料、弱い材料両方あり、良い材料としては、ゴールデンウィークの都心のマンション展示場への来場者が戻ってきたといった情報がある一方、郊外のマ

ンション販売、あるいは地方の戸建て受注がなかなか戻らないというように、良い材料、弱い材料の両方ある。消費と同様、引き続き注意してみいく必要があると思っている。

図表 26 の生産であるが、3 月の確報が出て、1~3 月で前期比+2.9%と若干上振れている。企業の見方を紹介すると、4~6 月はこれまでみていた-2%台半ば程度の落ち込みでありあまり変わっておらず、7~9 月について今回初めて聞いたところ、どうやら小幅増加しそうだという感触を得ている。自動車関連が 7~9 月には下げ止まるほか、電子部品関係が新型スマホ関連中心に増加することが背景にある。設備関連の機械については、四半期の振れはあるが生産の基調的な増加を下支えすると考えている。こうした計画は、7~9 月を中心にまだ腰溜め的な計画で今後変わり得ると思うが、現時点でこれまでのシナリオを変更するような事象は見受けられないと考えている。

雇用関連は、前回会合以降 3 月の数字がほぼ出揃っており、図表 31 をご覧頂いて分かるとおおり、需給指標等基調にあまり変化はない。毎勤統計では、賃金が 3 月に前年比+0.7%と比較的強めとなったが、時間外が前年比+5.8%と相当伸びた。また、特別給与も非常に多かったが、これは、収益が良く期末手当が払われたためだと思うので、今のところ雇用・所得環境は良好な状態であるとの判断に変化はないと思う。

最後に物価関連である。C P I は前回ご説明したので今回は省き、図表 35 の国内企業物価は、消費税率の影響を除いたベースで、4 月の前年比が+1.4%、前月比が+0.1%、3 か月前比が 0.0%となった。4 月は上昇・下落双方の品目があったが、全体としてみれば消費税率引き上げの影響は然程なかったと思う。3 か月前比でご覧頂くと分かるとおおり、判断としては横ばい圏内ということになると思う。

以上を簡単にまとめさせて頂くと、景気、物価は、全体として基調判断、あるいは展望レポートのシナリオに変更を加える必要はないと考えている。消費税率引き上げの消費への影響は概ね企業の想定範囲内であり、マインド指標をみても、企業は冷静に受け止めている点がみてとれると思

う。設備投資も次第にしっかりしてきているように見える。こうした国内需要の動きを踏まえると、景気の基調的な底堅さは維持され、夏場以降、再び回復の動きは出てくるというシナリオを維持することで良いと思う。どちらかと言うと、その蓋然性はじわりと高まりつつあるようにも感じられる。ただ、輸出については、現時点で持ち直しが確認されておらず、新興国等を巡る不確実性が後退しているようにも見受けられない。また、家計支出については、マインド面を含め多少弱めの分野も残っているので、今後とも、シナリオどおりの展開となるか注意深く点検していきたい。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

森本委員

Windows X P のサポート切れに伴う需要増や建機の駆け込みもあって 1～3 月の設備投資が強く、2 次速報で需要側の数字もみないとならないという説明であるが、ところで設備投資の寄与度 0.7 のうちこれらの要因のウエイトは、大体どの程度——1/2 位なのか、1/3 位なのか、1/5 位なのか——と推計しているのか。駆け込みがあるのは分かるが、どの程度のウエイトとみているのか。

前田調査統計局長

申し訳ないが、推計していない。先程も申し上げたように、駆け込みは Windows X P もあるし、それ以外に建設機械関係もある。あるいは非課税業者が実際に駆け込んだ部分もあり、それなりの規模があると思っている。基調的な動きとしてプラスかマイナスかと言え、機械受注などをご覧頂いても分かるとおおり、プラスということで良いと思う。加速しているかどうかまでは分からないが、設備投資が 4 期連続で増えているということは重要な事実だと思っている。これから 7 月の中間評価に向け、4～6 月以

降どうなるかを改めて検討するが、その際、1～3月の設備投資をどのように考えるかも検討していきたい。

石田委員

2点質問がある。1つは図表1(2)で、1～3月の実質GDP成長率への純輸出の寄与度が-0.3%であり、基準変更があり輸出、輸入ともインフレートされているが、基準変更の影響などを除いた場合、この-0.3%の収支尻はどのようになるのか。7～9月-0.5%、10～12月-0.6%ときたが、基準変更の影響を除くと、どの程度の寄与率なのか。

もう1つは、図表15の民需の機械受注で航空機の受注がかなり大きかったと聞いているが、日本の民需で航空機を発注する人はあまりいないと思う。これはどのようなものか、教えて欲しい。

前田調査統計局長

最初のご質問については、段差なかりせば-0.4～-0.3%程度と推計しており、あまり変わらない。元々-0.4%程度とみていたので、大体みていたとおりで着地し、ネットではあまり変わらなかった。

航空機の受注がどこからあったかについてはよく分からない。

石田委員

発注するのは航空会社だと思うが、そもそも日本で受注することがあるのか。

前田調査統計局長

聞いている限りでは、航空機そのものの受注ではなく、航空機関連の部品が主だったと聞いている。

石田委員

例えば、部品でもボーイング787向けのような外需なら分かるが、民需

というのがよく分からない。

前田調査統計局長

航空機関連の受注は製造業から受注されているので、基本的には航空機の部品関連だと思うが、発注先についての情報はない。日本の製造業でも中部辺りで航空機を製造しているところがあるので、その辺りではないかと思う。あるいは、部品をある程度組み立てて、それを米国に卸すといった中間段階の受注かもしれない。何か分かれば報告する。

白井委員

3点ある。1つ目は、消費動向調査の雇用環境判断D Iが2月からずっと悪化しており、偶然かもしれないが求人数の下落も2月から始まっている。これらはあまり意味のあることではないのか、それとも、家計が雇用環境は良くないと思っていることと求人数が減っていることは整合的なのか。あるいは、求職者数も相当減っているのに、なかなか人が集まらないから求人減らしているということか。企業側、雇う側の問題なのか、それとも労働を提供する側の問題なのか。両方かもしれないが、消費動向調査での雇用関係のマイナスの背景に、今述べたような企業側、労働需要側の要因があるのか、伺いたい。

2つ目は、パートの雇用者数の伸び率が昨年末から急速に低下してきている一方で、一般労働者数の伸び率が上がってきて、3月についに逆転したが、これは一時的なのか。パートの有効求人倍率が1.36倍まで上昇し、そろそろピークになってきていて、パートをなかなか雇えない状況になっている中で、一般労働者を雇うようになっているということなのか。あるいは退職者も多いので、若い人たちを一般労働者として雇うというインセンティブが働き始めているのか。この辺りで何か情報があれば教えて頂きたい。

3つ目は、国際収支表の嵩上げについてである。国際収支表の技術的な取扱いの変更によって輸出と輸入が増えていることに関し、先程サービス

とおっしゃったが、財の輸出も、10～12月の5%から1～3月の21%に増えており、輸入も6%から27%に増えているので、嵩上げが財にも効いているような気がする。そうでないと不自然に上がり過ぎている気がするので、サービスだけではないのではないか。

前田調査統計局長

1 点目の質問であるが、消費動向調査は消費者の感じ方なので、2月以降雇用環境の数字が少し下がっていることが、本当に労働需給が緩んでいることを表しているかどうかは分からない。白井委員ご指摘のように、新規求人自体が1月をピークに少し下がっているが、1月にかけて大きく上がったのは、非製造業の恐らく卸・小売関係の駆け込みで相当上がった。それが1月頃をピークに下がっているので、そのことが反映しているのではないかと思う。ただ、消費動向調査の雇用環境の下がり方は極めて緩やかであるし、水準は相当高いので、雇用環境は良好だという判断で良いと思う。

2 点目のパート比率の点はおっしゃるとおりであり、私もこの動きは最近の変化だと思っている。ここ数か月の動きなので、これが定着したと言えるかどうかはまだ分からないが、色々な情報を聞いても、非正規の正規化という動きが出ている。人手をなかなか確保できないので正規として雇いたいという方向にきており、これが反映され始めたのではないかという仮説を持っているが、これについてはもう少しみていく必要があると思っている。

3 目については、基本的にサービスと考えて良いと思う。実は、サービスと財の中での入れ繰りが一部にあり、元々、サービスにカウントしていたものを財とするような改定もあるため、見かけ上、財が増えている部分もある。何が拡大したかという点と、委託加工や研究開発関係のサービス部分が増えたというのが、われわれの理解である。

木内委員

図表 26 の生産についてであるが、1～3 月が前期比+2.9%で、マイクロヒアリングでは4～6 月が-2.5%、7～9 月が+1.1%だが、この数字だけを見ると、従来みていたのと変わらないことは確かであるが、戻りが弱いという感じがする。つまり、表面的には、上がった分落ちて、その後戻っているが、トレンドとして上がっていたことを考慮すると弱い気がする。因みに、前回消費税率が引き上げられた 1997 年は、前年の 7～9 月、10～12 月期は今回とほぼ同じで、1～3 月も+2.5%とほぼ同じであるが、その後 4～6 月期が-0.5%なので、今回は前回と比べると 4～6 月の落ち方が非常に大きい。そのわりには 7～9 月の戻りが弱い感じがする。因みに、消費税の影響が昨年 10～12 月から現れてきて、7～9 月でトレンドに戻るという想定では、その間の前期比の伸び率は、概算で前期比+0.5%程度になり、それまで生産が前期比+1.6～+1.8%の伸びが暫く続いたことからとすると、ペースとしてはかなり減速するかたちになる。可能性として、消費税率引き上げ後の駆け込みの反動だけではなく、実際に価格が上がったことによる需要の鈍化見込みを、企業はそのように見込んだということではないのか。それとも、消費税の影響は、徐々にではなくもっと前からある程度積み上がっていて、それを復元する動きも 7～9 月で終わりではなくもう少し先までかかるので、そこまで考慮するとトレンドは変わらない、ということなのか。どのように解釈すれば良いのか。

前田調査統計局長

参考 2 (1) が前回 1997 年と今回の鉱工業生産の比較であるが、ご指摘のとおり 1997 年の時は夏場にかけて生産はあまり落ちなかった。その時に何が起きたかという点、需要を見誤り春頃から在庫が溜まってしまい、そこにアジア危機も起き、一気に在庫調整が起きた。このため、1997 年の方が 4～6 月、7～9 月の落ち方が小さかったので今回の方が弱いと判断するのは、やや違うと思う。私自身は、1～3 月が+2.9%で、4～6 月が仮に-2%半ばとすれば、差し引き+0.5%で、7～9 月に+1%とすると 3 四

半期では+1.5%となり、10～12月と比べて7～9月が1.5%増えているので、計算上は年率大体+2%となる。因みに、昨年7～9月は前年比+2.3%で、やはり自動車等の駆け込みがあったので少し強めであったし、成長率も昨年度と比べると基調としても少し低めなので、今申し上げた年率2%が弱いかということ、昨年度よりは若干弱いと思うが、極めて弱いということでもないと思う。

佐藤委員

輸出については、これまで自動車や鉄鋼等で国内供給、国内出荷を優先する動きがみられたため、輸出はなかなか出にくかったが、4月以降、そのような供給面の制約が取れてくると、輸出も出てくるであろうという見方であったが、業界の方からは、例えば、自動車では1～3月期に積み上がった受注残がまだ相当残っているので、4月に入って直ぐに輸出に回せる余力が出てくるかということ、そうでもないというような話も聞く。果たして4月以降、輸出がはっきりと持ち直しに転じてくる姿はみえてくるものなのか。

前田調査統計局長

4月から必ず輸出が増加するかどうかは分からない。ただ、4～6月を均してみれば、あるいは7～9月にかけてみれば、増えてくるのではないかと考えている。自動車は、両方あって、国内受注が多いので輸出に回せないと言う先と、1～3月に国内向けを優先したために輸出の受注が積み上がっていると言う先もある。どこに聞くかで違うと思うので、必ずしも国内だけではないと考えている。4月については国内優先のところもあるかもしれないので、必ずしも4月に急に自動車の輸出が増えるという訳ではないが、4月になるか5月になるかは分からないが、方向としては、供給制約に起因する輸出の抑制は徐々に解消に向かうと考えている。ただ、最終的には、いくら供給制約といっても海外の需要が伸びなければどこかで輸出は腰折れするので、そこは別の問題としてあると思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたい。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1の家計のインフレ予想から申し上げる。(2)の消費動向調査の4月は少し下がり、「上昇する」の割合は88.2%から83.6%へと5%ポイント弱下がっている。これは、4月に入り1年後までを見据えると、消費税の引き上げの影響はなくなるのである意味当然のことである。ただ、それにしても低下幅が小さい。前回1997年の時は、3か月ごとの調査であったが、82%から58%まで20%以上下がっていたので、その意味では1か月で下がり切っていないかもしれず、暫く消費税の影響を考えないと使いづらいデータになっていると思う。図表3はエコノミストのインフレ予想であるが、ESPフォーキャストの5月は、消費税率引き上げの影響を除くベースでみて、2014年度は0.99%、2015年度は1.05%と毎月0.02%ポイント程度ずつ上昇している。このように、エコノミストの予想は、大きくはないが少しずつ上がってきている。図表4は(2)のインフレーション・スワップ・レートと(3)のBEIが新しくなっている。インフレーション・スワップ・レートはあまり変わっておらず、これも0.0幾つ程度ずつ上昇しているが、大きく言えば横ばいで良いと思う。BEIは、旧物価連動国債、新物価連動国債とも4月頃まで少し上昇していたが、4月、5月はほぼ横ばい圏内でここは少し一服である。以上がインフレ予想である。

資金調達コスト関係の数字が出ていないので、次に、図表13のボリューム関係をご覧頂きたい。民間部門総資金調達が、4月が速報値で+1.0%と3月の+1.1%から0.1%ポイント下がっている。貸出は変わっておらず、CP・社債が、四捨五入の関係もあるが-0.1の寄与が立っている。これは、3月末にかけて大口の期落ち等があり、CPの残高が落ちていた

この影響が平残ベースで4月に出ている。銀行貸出は、3月の+2.3%から4月は+2.2%と0.1%ポイント下がっているが、これは為替の影響であり、基本的には前月と変わりがない状況である。銀行貸出は、前年も既に伸びていたので前年比の伸び率は横ばい圏内になってきている。その点に関し、図表15(2)の業種別貸出の数字が出ているので申し上げますと、製造業向けが、12月の前年比+1.7%から-0.9%、非製造業向けは+2.4%からプラス幅が拡大して+2.6%となった。製造業向けはマイナスになっているが、鉄鋼・輸送機械等でマイナスの寄与が立っている。これらは昨年大きくプラス幅が拡大したところであり、昨年のこの時期、すなわち一昨年の12月から昨年3月にかけて円安が進み、その結果として、外貨インパクトローンの換算の問題が生じたほか、鉄鋼などは典型的であるが、原材料輸入が増えた結果、運転資金を調達するといった動きがあり伸びたことの裏が出ている。その他若干の大口要因が効いているようである。非製造業の方は淡々と伸びており、情報通信、金融・保険等で伸びている。一部貸金業、クレジットカードなども伸びているので、駆け込みの影響が若干あるのかもしれない。図表20の倒産は、4月の倒産件数が914件と引き続き1,000件を切る低いレベルであり、倒産は低いレベルで安定していると思われる。

最後にマネー関連である。図表22のマネタリーベースは、4月は+48.5%と、量的・質的金融緩和を既に始めた後の前年比なので、ここから夏にかけては40%台の伸びになるかと思っている。マネーストックは、M2の前年比は10~12月が+4.2%、2月が+4.0%、3月が+3.6%、4月が+3.4%と、前年比の伸び率が少し下がってきているところが若干目立つ。これについては、図表24のM2のバランスシート分解——M2の増減要因を分解したもの——をご覧頂くと、1番基本の民間資金調達要因は、先程申し上げたとおり、緩やかにプラスの寄与が拡大してきて、ここへきて横ばいとなっている。従って、これはマイナス要因ではない。伸びが落ちている要因は、その他要因と海外要因の2つである。まず、その他要因はマネーホルダー、つまり国内の家計や企業の金融資産の保有形態が

変わっていることを反映したものである。これまでも何回かご説明しているが、去年は国内の個人が株を売り越し、それを海外の投資家が買うというフローがあったが、個人は海外投資家から受取った代金を主として国内の預金で保有していたのでM2の増加要因になった。国内のマネーホルダー間での株の売買であればマネーストックが増える理由にはならないが、外国人に売れば統計上マネーは増えることになる。今年に入り、国内の個人が買い越しているという全く逆の動きが起こっているため、その他要因が縮小している。もう1つの海外要因は、経常収支の黒字幅が縮小してきていることの影響である。経常収支黒字は、日本にとって金融資産の増加要因になるので、黒字が縮小すれば金融資産であるマネーが減ることになるので、マネーの減少要因になっている。マネーをみていくうえでは、貸出等の民間部門総資金調達が一番重要ではあるが、それ以外にもこうした要因が影響するということも念頭に置いておく必要があると思われる。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

社債の発行年限の長期化が続いていると思うが、その背景は何か。例えば、企業が投資のために従来よりも長期性の資金へのニーズが強まっているので、社債の発行年限が数年からもっと長くなっているのか。あるいは、資金使途は別にして、金利先高観があるので、より長期で固定したかたちで資金調達しようというニーズが強まっているのか。あるいは、より長期性の社債に投資したい、世界的な search for yield の流れの中で少しでもイールドの高いところに投資したいという投資家側、需要側のニーズなのか。あるいはこういった要因が全部集まってそのようなことが起こっているのか。

内田企画局長

資金調達に制約がある訳ではないので、1つ目の要因がどの程度あるかはよく分からないが、後の2つはあると思う。実際に話を聞いてみても、長期金利が安定しボラティリティも低いので、資金調達計画を立てやすいという声は企業からもよく聞かれる。その中で、10年といった長いタームで見れば、どこかで金利は上がってくるだろうからここで固定したい、長めで調達できるならしておきたいという先が出てきていると聞いている。裏を返せば、それだけ需要があるということであり、長いところのリスクフリーレートが下がっている中で、少しでも利率の高い債券を買いたい投資家がいるということだろうと思う。このように、投資家のニーズと調達サイドのニーズがマッチして、長めのところをタイトなスプレッドで安定的に調達できているというのが、今の状況であると聞いている。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

前田調査統計局長

「金融経済月報「概要」の前月との比較」に沿ってご説明する。景気、物価に関しては、先程ご説明したとおり、全体の基調判断に変更はないが、消費税率の引き上げに関連する技術的な修正と、一部項目で若干の判断の変更を行っている。

景気の現状判断、基調判断は変わっていないが、前月は「消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも」と「振れを伴いつつも」としていたが、今月は「駆け込み需要の反動がみられているが」というように「反動」と記述している。前月は4月初で反動が確認されていなかったため「振れ」という言葉を使っていたが、今回、自動車等ハードデータとして反動減が確認されているのでこのように変えているが、技術的な修正である。次に、設備投資は判断の変更であって、「緩やかに増加している」としている。

前月までは「持ち直しが明確になっている」としていたが、GDP統計で4期連続の増加が確認された、あるいは機械受注もしっかりしていることを考えれば、判断を少し進めて良いと考えた。一方、公共投資については、前月までは「増加を続けている」としていたが、「高水準で横ばい圏内の動き」と修正している。個人消費、住宅投資は、景気の全体判断と同じく、消費税率の書き方について技術的な修正を行っている。

先行きの景気判断については、基本的に変わっていないが、現状が変わったことに伴って、公共投資を「高水準で横ばい圏内の動きを続ける」としている。また、個人消費、住宅投資は、前月は「駆け込み需要の反動から減少する局面を伴いつつも」としていたが、今回は、既に反動が起き、減少しているので、「反動の影響を受けつつも」と技術的な修正を行った。

物価については、4月の国内企業物価が出ているので、「消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると」という表現を現状のところに加え、国内企業物価についての判断を「横ばい圏内の動き」と変えている。先行きは、現状が変わったことに伴い、「続ける」という表現に変えている。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、全体の総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。個別項目についても特に大きな変化はなく、専ら計数面を反映した変化にとどめている。まず、マネタリーベースは、前年比の伸び率が3月の54.8%から4月は48.5%となったので、これを受けて、前月の「5割台半ばの伸び」を「5割程度の伸び」と変更している。貸出は、先程も説明したように、前年比の伸び率が、2月+2.4%、3月+2.3%、4月+2.2%とプラス幅が極く小幅であるが減ってきているので、これを受けて、前月の「2%台半ばのプラス」を今回は「2%台前半のプラス」としている。マネーストックも同様に、前年比の伸び率が2月+4.0%、3月+3.6%、4月+3.4%と推移してきているので、こうした動きを反映して、前月の「4%程度の伸び」を

今月は「3%台半ばの伸び」に変更している。

次に市況面であるが、前回の月報の会合は4月8日であったが、それ以降の動きとしては、ターム物金利は、概ね「横ばい」で宜しいかと思う。それ以外のマーケットは、4月8日時点で、10年債利回りが0.615%、日経平均が14,600円台、ドル/円が102円80銭台で、その後の動きは、株価は総じてやや軟調、一方、長期金利、ドル/円は振れを伴いつつも、概ね横ばい圏内での推移とみて宜しいかと思う。この資料では、いずれも「前月と概ね同じ水準となっている」としているが、今の段階では株価は「下落」とした方が良くもしいかもしれない。明日の会合終了までの動きを踏まえて適宜修正を加えたいと考えている。以上である。

黒田議長

何か質問はあるか。

木内委員

今回、設備投資の判断を引き上げ、「持ち直し」から「増加」と局面が変わる感じがあるが、トータルでは非常に僅かな上方修正という理解で良いのか。また、上方修正の背景としては、先程の説明を踏まえると、GDPや機械受注で強い数字が出たからというよりは、設備投資のプラスが続き、時間が経過したことで僅かに引き上げたという理解で良いか。先程の説明のように、GDPには、Windows X Pや税制の影響、あるいは消費税の駆け込みが部分的に紛れ込んでいる可能性もある。1997年の時も1~3月が非常に強く、その後ペースがかなり落ちているので、1~3月あるいは4~6月にそれなりの反動減も出てくると思う。機械受注も、1~3月が上振れ、4~6月は予測調査では高水準横ばい位であるが、達成率による調整が過大である可能性もあるのでマイナスの可能性もあると思っている。足もとの数字が強いので上方修正ということであれば、かなりノイズを含んだ数字で、特に、消費税率引き上げ前後で数字が攪乱されている時には、できるだけ基調判断は変えない方が良いのではないかと考えている。

そうではなく、時間の経過だということであればそれで良いと思うが、念のため確認したい。

もう1点は、物価の先行きの見通しについて、長らく「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」との表現が続き、自動的にロールされている感じがある。私自身は、横ばいというよりは、緩やかに下がっていく可能性の方が高いと思っているので、将来的にはどこかの時点で、この表現と自分の見通しが整合的でなくなると思いつつ、暫くは様子を見ようと思っている。これに関連して確認であるが、物価の現状判断の消費者物価は「消費者物価(除く生鮮食品)」と書いているが、先行きについては「消費者物価」としか書いていない。これは、先行きについては、コアではなくて総合ということか。それとも、「除く生鮮食品」を省いているだけで実際はコアなのか。コアと総合では、3月で0.3%ポイント違うので、仮に前年比が緩やかに下がっていくと1%割れの時期に相当差が出る可能性があり、その意味ではクリティカルである。この点、確認したい。

前田調査統計局長

まず、2点目の質問については、コアと考えている。くどいので書いていないだけで、以前からそのように扱っている。

木内委員

書いた方が良いのではないか。

前田調査統計局長

これまでずっとこれできているので、逆に変えると、ちょっと変ではないかという感じがしないでもない。

最初の質問については、木内委員のおっしゃるとおりで良いと思う。これまで設備投資については、そもそも増えているのか増えていないのか、といった議論もあり、それに対してわれわれは増えていると言っていた。

今回の統計を踏まえても、やはり持続的に増えていることが確認されたので、修正させて頂いたということである。

佐藤委員

物価の記述に関して2点ある。1点目は、先程の質問とも重なるが、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」という先行きの見通しに関して、この「暫くの間」が大体半年程度であれば、今から半年で11月頃、年内位というイメージになってくる。先行きの物価に関しては、押し上げ要因、押し下げ要因、両方あると思う。押し下げ要因としては、先行きの為替等の見通しにもよるが、足もとの円安、エネルギー価格の要因が先行き段々剥落してくる一方で、押し上げ要因としては、制度的なもので既にみえているものが幾つかある。例えば、高速道路の通行料が7月から上がる、国内線の航空運賃が7月から上がる、損害保険料、例えば自動車保険料が7月から上がる、中部電力が5月に値上げをするなどがある。こういったみえているプラス・マイナスの要因を差し引きでみて、執行部としては「1%台前半で推移するとみられる」という見通しなのであろうが、私の感覚からすると、円安要因剥落の方が若干強く出てくるのではないかと、特に夏場、8月頃にかけて伸び率としては一旦だれるのではないかと印象を持っている。その意味で、この見通しの蓋然性についてどのようにみているのか。

2点目は、展望レポートでは、消費者物価コアは今年度後半から前年比上昇率が高まっていくシナリオになっている。この展望レポートで想定しているシナリオとの関連では、「暫くの間」という足もとの月報の表現が、そろそろ年度後半にかかってくる。展望レポートの記述に反対した私が心配することではないのかもしれないが、この表現はいつまでも維持できる訳ではないと思う。目先1~2か月、あるいは2~3か月のうちのどこかの時点で、これを見直さざるを得なくなると思うが、その辺りはどのように考えているのか。

前田調査統計局長

数字をみないと何とも言えないが、4月の消費者物価は、恐らく全国で+1.3%、場合によっては+1.4%もあり得るとみているが、おっしゃったように、そこから前年比が少し低下していくのではないかという見方は、私自身も共有している。ただし、1%を明確に下回っていくとまでは考えなくて良いというのが、現時点での調査統計局の見方である。もし、そのようになるとすれば、インフレ期待や需給の感応度など物価に対する考え方や景気の見方が変わったり、あるいは為替が円高になっていく場合であり、そうでなければ1%を明確に下回っていくとまでは現時点では考えていない。ただ、いずれにせよ4月の全国すら出ていないので、来週出る4月の数字も踏まえ、必要があれば修正したいと思う。

2番目の点は、まだ4月も出ておらず、4月から考えれば半年後はまだ9月なので、個人的には、現時点でそこまで議論する必要はないように思う。

正木企画局政策企画課長

後段の部分について、2点申し上げたい。1つは、展望レポートでは、今年度後半に伸び率を高めていくということだと思うが、今年度後半という表記からも、政策委員会の中でも委員方によってその時期に若干幅がある概念だと理解している。

もう1点は、「暫くの間」という表現について、6か月がやや強調されている感じもあるが、敢えてどれ位かと言えば半年程度であろうか、ということであり、明確にきっちり6か月というほど厳密には考えていない。ただ、佐藤委員のご指摘のように、展望レポートの見通しでは、今年度のどこかでプラス幅が拡大していくということなので、この表現がいつまでも続けられるものではないというのはそうかもしれないが、前田調査統計局長から説明のあったように、現時点で出ている数字はまだ3月までの数字なので、ここ1~2か月でクリティカルな判断になる訳でもないという印象を持っている。

白井委員

国内企業物価について、3か月前対比でゼロ%ということであるが、国内企業物価は先行きについても常に3か月前比でみていくということが良いのか。また、今は0%であるが、先行きどのようにみているのか伺いたい。仮に、先行き少し下がっていく場合、横ばいではなくなるが、その場合、物価の先行きのところの国内企業物価は、「下がっていくとみられる」と書くのか。

もう1点は、「先行き」と「当面」をどのようにみているかという点である。「物価の先行き」と「当面、横ばい圏内」がどのような関係にあるのか。今説明があったように、「暫くの間」がきっちり6か月ではないとしても、「先行き」と「当面」は違うのか。

前田調査統計局長

2点目のご質問については、「先行き」は今から先を全部「先行き」と言い、その際の「当面」は——国内企業物価の場合、「当面」という言葉をほとんどずっと使っているが——、向こう数か月というイメージで使っている。

最初のご質問については、先行きについても3か月前比で考えており、くどいので書いていないだけである。下がれば下がったと書くが、それも大きく下がればそのように書くが、若干のマイナス程度であれば、横ばい圏内で良いと思っている。われわれは、今のところ5~6月にかけて、3か月前対比はゼロないしは若干のプラスとみている。

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10分中断、21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。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、4月30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、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ．金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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、白井委員からお願いします。

白井委員

前回会合以降の世界の金融資本市場は、地政学リスクによる振れはあるものの、比較的落ち着いている。こうした中、わが国をみると、本年1～3月期の経済成長率は、想定を超える前期比+1.5%を達成している。主因は駆け込みによる民間消費であったが、民間企業設備も昨年7～9月、10～12月期が上方修正されたうえに、本年1～3月期については+4.9%とかなり高い伸びを示している。ここには駆け込みやWindows X Pサポート終了によるパソコン買替え等の一時的要因による押し上げがあるものの、機械受注の改善とも整合的な動きとなっている。ただし、建築着工床面積は伸び悩んでいるため、設備投資が本格化したのかはまだ分からない。

また、実質輸出についても、本年1月からは国際収支統計の技術的な取扱いの変更によって嵩上げされており、実体が読みづらくなっている。貿易統計をみると、3月までのデータでは伸び悩んでいるようである。

2013年度を通じた実績を振り返ると、2つ気になる点がある。1つは、1～3月期には確かに高い成長率を実現したが、その一方で、昨年4～6月と10～12月期の成長率が下方修正されており、年度全体の経済成長率は+2.3%と、政策委員見通しの中央値である+2.2%を幾分上回る程度にとどまったことである。もう1つは、民間ベースで自律的に回復しつつあるほどの経済状況にはまだなっていない点である。これは、公的需要の伸び率が昨年7～9月期から前期比で徐々に低下するのに合わせて経済成長率も低下していることから明らかである。本年1～3月期も駆け込みによる消費、投資の拡大がなければ、経済成長率は低かったと容易に推察される。

なお、本年4月以降の駆け込み需要の反動減については、ハードデータはまだ公表されていないが、各種ヒアリング情報によれば、想定範囲内に収まっているようである。また、それと整合的に足もとの企業マインドは1997年の消費税率引き上げ時よりも高い水準にあるうえ、悪化を示している先行きについては大きく改善を示す指標がみられる。以上より、景気の現状判断については、消費税率引き上げによる駆け込みの反動を除けば、「基調的には緩やかな回復を続けている」との執行部判断で良いと思う。しかし、経済成長率については、4月の展望レポートで日本銀行の見通しを下方修正したのは事実であり、情報発信の際には過去1年間の実績について余り自信満々であるかの誤解を与えないよう、留意するほうが良いと思っている。

こうした状況を踏まえ、半年先までのわが国の景気を展望すると、これまでと同様に楽観的にはみていない。基本的には執行部の判断を支持するが、その見通しのリスクバランスは依然として下方に傾いていると判断する。問題は、輸出と消費の基調だが、輸出の下方リスクについてはこれまでと変化がないので本日は省略し、消費の基調について一言意見を申し上げ

げる。

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が、やや長い目でみれば下振れリスクを意識している。その理由は、実質賃金が昨年7月から下落が続いており、4月以降は消費税率の引き上げによる物価上昇もあって一段と低下する可能性があるからである。当面は、ベアの妥結、ボーナスの改善、公務員の給与減額措置の終了によって名目賃金が上昇するため、いわゆる貨幣錯覚も手伝って、消費はむしろ喚起される可能性がある。しかし、やがて家計がそうした錯覚から覚めて実質賃金の目減りを意識し始めると、恒常所得期待が高まらずに、消費の基調が弱まるリスクがあると思う。この点、消費動向調査では、半年先の「収入の増え方」が昨年12月から今年4月まで5か月間連続して悪化し、しかも4月に入り悪化幅が拡大したことは注意を要する。これは、実質所得の減少を意識している家計が増えている可能性を示唆している。

なお、1月から4月にかけて対外公表文のリスクの記述について、私は、海外要因のみに焦点をあてて「国内の所得・雇用環境の改善ペース」に触れていない点に違和感を覚えて反対を表明してきた。この点、4月末の展望レポートでは、私の意図も反映されて記述がしっかりなされ、懸念が共有されたと考えている。従って、今回は反対表明をすることは差し控えるつもりだが、今後もしっかり動向を注視していきたいと思う。

最後に、物価だが、緩やかに上昇を続けている。足もとではエネルギー価格の影響の減衰や昨年の裏の影響が各種物価指標に表れつつある。CPIについては、夏場にかけて上昇率が幾分低下していく可能性がある。なお、消費税率の引き上げがCPIに及ぼす影響については、4月東京都区部のデータではフル転嫁となったようだが、消費税率引き上げ以上に販売価格を引き上げた企業もあれば、引き下げた企業もあり、対応は区々であったようだ。こうした状況は、相対価格の変更をもたらす経済に歪みをもたらす懸念はあるが、需給を反映した企業行動を促し経済の効率性を高める効果もあると思う。例えば、販売価格を引き上げても新しい商品・サービスを提供することで需要が増えている企業もあり、「価格は上げられな

い」とする従来のデフレ的な価格設定行動が少しずつ変わりつつある。この動きが社会に浸透するには、時間がかかると思うので、その間、景気回復が継続することが重要である。そのためにも、日本銀行としては、金融緩和の継続によるサポートと2%目標についての理解が深まるよう広報活動のさらなる努力も必要だと思っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済から申し上げる。前回会合以降、欧米先進国の動向にやや気になる点も散見されたが、基本的な回復メカニズムは維持されており、海外経済全体については、「先進国を中心に回復しつつある」との基調判断に変わりはない。

米国経済は、引き続き堅調な回復を続けているとみている。前回会合以降、それほど日は経っていないが、いくつか出た経済指標を概観すると、1~3月の実質GDPは異例の寒波の影響で横ばいとなったが、家計部門では、雇用者数、消費者マインド、個人消費関連つまり小売売上高あるいは自動車販売、また企業部門では製造業・非製造業PMI、輸出など、総じて良い指標が確認された。今後、回復ペースは、メインシナリオに沿って、徐々に高まっていくとみているが、一方で、住宅市場では、中古住宅販売や一次取得者層の住宅購入などになかなか弾みにつかないこと、労働市場では、雇用の堅調な改善にもかかわらず、賃金の立ち上がりがやや遅れているとみられることなど気掛かりな点も窺われるため、状況を注視していきたい。

なお、米国株価が高水準で推移している一方、米長期金利が上昇せず2%台半ばで推移している点については、大きく2つの見方がある。1つは、堅調な景気回復を背景に早晚長期金利は立ち上がる、つまり現在の株価が正しいという見方と、2つ目は、想定していたほどの経済成長が見込めず、

長期金利あるいは将来の政策金利は低位で横ばいが続くとの見方に分かれている。国債市場ではボラティリティが全般的に低下し、市場参加者の金利観も、例えば先物市場のインプライド分布などをみても、足もとでは収斂してきている。現在のメインシナリオを前提とすれば、最初の見方に沿ってファンダメンタルズが改善を続け、金利の上昇圧力が高まるはずであるが、2つ目の見方の可能性についても、予断を持つことなく、念頭に置いておく必要はあると認識している。

欧州経済は、持ち直しが明確化している。企業・家計の景況感の改善は続いており、1～3月の実質GDPは4四半期連続のプラス成長となった。先行きも緩やかに回復していくとみているが、ユーロ高などを背景に、低インフレが長引くリスクに対して、ECBが警戒感をやや強めているため、来月の追加緩和の可能性と併せて、状況を注視していきたい。

アジア新興国についての基調判断に変化はない。中国経済は安定した成長を続けており、この間の経済指標は堅調なものが大半であった。当面7.5%前後の安定成長は維持されるとみている。NIEs・ASEAN諸国は、地域ごとにばらつきはあるものの、特にタイの内需はやや弱さが際立っているが、その他の国は堅調であり、全体としては持ち直しに向かっている。

続いて、わが国経済についてである。わが国経済は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられている中で、基調的には緩やかな回復を続けているというメインシナリオに沿った動きだと思う。まず、1～3月の実質GDPについては、前期比年率+5.9%と高い伸びとなった。内訳をみると、輸出は横ばいだが、一方で駆け込み需要により個人消費が高い伸びを示したほか、これまで出遅れていた設備投資についても、駆け込み、企業のWindowsXPの更新需要など若干割り引く要素があるとはいえ、プラス幅のはっきりとした拡大が確認できた。4月入り後も、雇用・所得環境の改善が続くとみられるもとで、内需中心に想定通りの回復を続けているとみている。個人消費は、反動減がはっきりと現れているが、企業からのヒアリング情報等によれば、概ね想定範囲内であり、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思う。また、設備投資についても、3月の機械受注が高い伸びを示し、先行きもプラス見通しが維持されるなど、増加基調が続いているとみられる。企業マインドについても、総じて堅調に推移している。この間、輸出については横ばいの動きが続いているが、製造業の中には、海外経済が緩やかに改善するもとの、円安を追い風に、中国のスマートフォン向け高付加価値部品の受注を獲得する企業もみられており、今後の回復に期待が持てる。

なお、わが国の潜在成長力が低下してきているとの論点について、私自身は、前回会合で議論したとおり、足もとはむしろ潜在成長率は上昇してきている可能性があるともみており、この点について、追加的に指摘しておきたい。非製造業のファンダメンタルズに関する指標について、収益力や生産性の状況のある程度リアルタイムに把握しうるデータとして、従業員1人当たりの経常利益をみてみたので、紹介したい。この指標は、大まかに考えると、労働投入1単位当たりの企業パフォーマンスで、分子の定義は議論の余地があるかもしれないが、生産性を大まかに表す指標と考えられる。法人企業統計のデータを調べた結果、従業員1人当たりの経常利益は、2012年以降、過去2000年代半ばにつけたピークの水準を上回って上昇してきており、このことから非製造業全体として効率性や生産性を高めてきていることが窺われる。因みに、製造業についてもこの指標は明確に上昇してきており、足もとはリーマン・ショック前のピークにほぼ到達している。

最後に物価動向であるが、これまでの基調判断に変わりはない。CPI上昇率も、足もと1%台前半で推移している。先行きについては、為替円安の効果が徐々にはけていく一方で、消費・非製造業主導の回復が持続し需給が引締まっていくとみられるため、当面横ばいで推移した後、実力ベースで緩やかな上昇基調に復していくとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

金融・経済情勢について申し上げる。まず、海外経済だが、引き続き、先進国を中心に回復しつつあるとの見方に変わらない。米国については、4月の雇用統計が大幅に改善するなど、全体として寒波明け後の経済指標は改善しているものが多く、先行き回復テンポが増していくシナリオの蓋然性は高まってきていると思われる。その他の国・地域についても、基本的にこれまでの見方を変えていないが、ASEANについては、タイの政情不安に加えベトナムでも問題が発生するなど、一段と不透明感が漂っている。わが国輸出への下押し圧力が強まっていかないか、懸念されるところである。

わが国の景気については、「緩やかな回復を続けている」という現状判断、あるいは4月展望レポートの先行きシナリオを変更すべき材料は、今のところ出てきていないとみている。先週発表された1～3月の実質GDPは前期比+1.5%となり、個人消費が牽引するかたちでの高い伸びとなった。4月以降の消費の反動については、落ち込み幅は想定内とみる向きが大勢だが、ハードデータはほとんど出ていないため警戒を解く段階ではないとみている。設備投資についても、1～3月の前期比は+4.9%と強めの結果となった。一時的要因が押し上げに寄与した面はあるが、「緩やかに増加している」との判断に上方修正することに違和感はない。企業の今期決算見通しは高水準を維持するとみられるもとで、機械受注もしっかりした数字となっていることなどから、先行きも緩やかに増加していく可能性は高いとみている。輸出については、米国での天候要因がなくなり、年度明け後、国内向け出荷優先の動きが解消したところで、想定どおり増加に転じていくか注目しているところである。物価については、1～3月期のGDPデフレーターが+0.0%と、内需デフレーターのプラス幅拡大などが寄与し、全体として下げ止まっている。CPIの動きも含め、引き続き景気の回復基調が維持されるもとで、これまでの仕入価格の上昇、あるいはこれからの人件費の上昇を販売価格に転嫁する動きが広がってい

くのか、注意してみていきたいと考えている。

このところ失業率が構造的失業率に近づき、マクロ的な需給バランスがゼロ近傍に達していることを背景に、成長率が頭打ちになるもとで物価が上昇することへの懸念が出てきている。私は、労働需給の引締まり傾向が続けば、賃金上昇圧力が高まるにつれ、企業は、これまでのように安価な非正規雇用を集中活用し、安価な商品を提供するデフレ型ビジネスモデルからの転換が迫られることになると考えている。今後、資本投入も併せて、企業がよりコストの高い労働力を使っても競争に勝ち残っていくビジネスモデルへ転換していくことができれば、先進国の中で際立って低いと言われるわが国の特に非製造業の労働生産性を高め、ひいては潜在成長率の引き上げにも繋がっていくと考えられる。その結果、物価上昇と賃金上昇が両立するノーマルな経済への復帰の途は、自ずと開けてくるものと思う。労働需給のタイト化は、日本経済がそうした変化を遂げていくための大きな推進力であり、この観点から、先行きも有効求人倍率の引締まり傾向が続いていくのか、1つの指標として注目しているところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と見通しについては、執行部見解どおりで概ね良いと思う。海外経済について、米国がこのところ住宅関連指標が幾分弱めとなっている点を除けば、概ね想定どおり緩やかな回復軌道に復してきたとみている。雇用拡大のペースは強まり、消費者物価も前年比伸び率の低下に歯止めがかかってきた。こうした中、堅調な株式市場のもとで緩やかに低下し続ける長期金利は、足もとのF e dの tapering よりも6月のECB定例理事会での強力な緩和措置への期待を映じていると言われるが、あまり説得的には思えない。ここもとの米国経済の長期停滞論の影響、ある

いは人口動態を受けた債券への超過需要を映じた動きとの見方もあるが、これもよく分からない。いずれにせよ、折角米国経済の回復感が強まる中でも、米国のイールドカーブが明瞭にスティープ化してこないことには、ドル／円相場は足もとのボックス圏を上抜けするきっかけが生じにくいであろうし、為替円安基調がみえてこない限り、日本株市場も精彩を欠く状況が続くだろう。米債券市場が米国経済の長期的な姿を示唆しているのかどうか、引き続き関心を持って見守っている。

国内経済について、1～3月期のGDP1次速報は、消費税率引き上げ前の駆け込みが個人消費はもとより設備投資でもやや強めに生じたことを示した。国際収支統計の改定の影響で輸出入に統計の段差が生じたため、ヘッドラインは実勢より1%ポイント程度強めに出たとみられるが、これを割り引いても事前予想を上回る強めの内容と評価できる。もっとも、駆け込みが強めであればその後の反動減も深くなる可能性があり、注意を要する。その点、今のところアネク情報頼みではあるが、多くの事業者から、反動減は想定範囲内で、夏場には所得環境の改善も見込まれ売上は前年並みに浮上するとの声が聞かれる。また、景気ウォッチャー調査における先行き判断は、急上昇して50台を回復しており、税率引き上げに伴うマイナス悪化が一時的である可能性が示されている。一方、自動車業界からは1～3月期に積み上がった受注残のため、目先の生産水準は高水準横ばいを続けるものの、逆に7～9月期以降に不安が残るとの声も聞かれる。

大方の見通しどおり夏場にかけて消費活動が前年並みに復するかどうかをみるうえで、雇用者所得の改善モメンタムを注視している。所得の改善ペースに勢いがつけば、税率引き上げによる可処分所得への影響を幾分なりとも相殺できると思う。その点、毎勤統計ベースの雇用者所得をみると、足もとは前年比+1%程度だが、目先ベアが実施されその好影響が所定外賃金や賞与に及ぶこと、この4月からの公務員給与の回復という要素もあることから、雇用者所得の伸びは、これまでより幾分高まり、税率引き上げのバッファとなることが期待される。

最後に物価について、4月末の会合以降、新たな統計情報はなく、前回

会合での発言に付け加える点はないが、私個人の物価見通しとの対比で、「暫くの間、1%台前半で推移する」との表現を維持することには若干違和感がある。「暫くの間」は執行部によると半年程度との説明であり、今から半年程度ということは11月頃までということになるが、夏場以降は円安やエネルギー価格上昇の影響が剥落し、消費者物価コアの前年比伸び率は若干縮小する可能性があるかとみている。ただし、「1%台前半」という表現は、相応の幅があるので敢えて反対するものではない。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合以降、米国、ユーロ圏については、全体として比較的良好な経済指標がみられたが、新興国については、金融市場が概ね安定的に推移する一方、経済は総じて弱さが意識される状況が続いている。特に、中国に注目しているが、4月の鉱工業生産、小売売上高、固定資産投資では成長鈍化の傾向が示唆された。今後については、中国の不動産市場の本格調整の可能性に注目している。不動産市場の変調は、当初は地方中堅都市でのミクロ情報として確認されていたが、足もとではより広範囲の現象として経済指標で確認されている。例えば、住宅着工床面積は昨年10～12月の前年比+33.1%から今年1～3月期には-25.2%へ、不動産販売額は昨年10～12月の+7.7%から今年1～4月には-7.8%へと大幅に悪化している。これら先行指標から判断すると、不動産投資は、かなり積極的な対策が採られない限り、本年一杯、減速傾向が続く可能性が考えられる。今回の不動産市場の変調は、引締め政策や外的ショックによって引き起こされたというよりも、供給過剰など構造問題を背景に自律的に生じた面が強いことが大きな特徴で、それがまた政策対応を難しくさせると考えている。また、不動産投資の減速が経済に与える打撃は、不動産価格の下落がもたらす地方政府の歳入減、担保価値の下落による貸出抑制、逆資産効果等の波及効

果を通じて、さらに増幅されるとみられる。当局は、構造改革を重視して、短期的な景気刺激策の実施に依然慎重であることを踏まえると、成長率は年後半にかけてさらなる低下余地を残している。

次に、国内経済についてだが、増税の個人消費への影響を厳密に見極めるにはなお相当の時間がかかるが、比較的短期間のうちに駆け込みの反動減を脱する可能性が高いことは、確認されつつあると思う。他方、公共投資など政策対応の効果や輸出の回復が消費増税後の内需の落ち込みを穴埋めするとの期待は、楽観的過ぎると思う。4月の製造業PMIで輸出受注指数が大幅に悪化したことや、主要輸出先の中国、ASEAN経済が依然軟調であること等を踏まえると、増税実施直後に輸出余力の回復から輸出が堅調な増加に転じる可能性はなお低いと考える。4～6月期の実質輸出は前期比で僅かな増加か、ほぼ横ばいと考えている。

今後は、円安に伴う交易条件の悪化が経済にもたらす影響にも注目したいと思う。輸出入デフレーターに基づく計算で、2013年度の交易条件の悪化による海外への所得移転は、名目GDP比+2.7%に達した。悪影響を最も受けたのが家計の所得環境だと思う。1985年から1987年の急速な円高進行時に、当初は景気が悪化したものの、その後交易条件改善の効果が株高の資産効果などと相俟って消費拡大へと繋がっていった経験を思い起こすと、今回の交易条件の大幅な悪化が、ある程度の時間差を持って個人消費を抑制する可能性にも留意しておきたいと思う。

足もとでは、1～3月期の実質雇用者報酬が前年比-0.7%と、同期の実質個人消費の+3.5%を大幅に下回っている。先行きについても、当面、1人当たり実質賃金の低下傾向は続く一方、人手不足を背景に雇用者数の増加率に頭打ちの兆候がみられ始めていることから、実質雇用者報酬の改善傾向はなお緩やかにとどまるとみている。それは、個人消費の増勢を弱め、物価上昇率の鈍化に繋がる可能性がある。先行き半年程度の見通しを反映する消費者態度指数が、増税導入後の4月分でも下落を続けたことはその可能性を示唆している。ただし、これは、所得と物価および所得と消費との間の不均衡が縮小することで、経済が安定感を取り戻していく正常化の

過程と前向きに捉えることもできる。また供給制約が徐々に生じる中、成長ペースが巡航速度に調整されることは、息の長い景気回復を実現するためには望ましいこととも考えられる。

最後に物価動向だが、前回も申し上げたように食料・エネルギーを除くコア消費者物価の季節調整値は、今年1～3月に前期比横ばいとなり、急速に上昇を続けた昨年未までとは明らかに異なる動きを示した。企業が4月の増税時まで価格改定を遅らせる姿勢を強めたことも一因と考えられるが、主に円安効果の一巡から、物価上昇のペースは既に鈍化を始めた可能性がある。企業物価統計では、2月から4月まで3ヶ月連続で輸入物価は前月比で下落しており、国内物価に下落圧力をかけている。また、消費者物価統計の財価格の先行指標となる企業物価統計の消費財価格は、年明け後は下落基調で推移している。こうした点を踏まえ、消費者物価の前年比上昇率は、この先、頭打ちから緩やかに低下する方向と、個人的にはみている。想定以上の供給制約から、賃金・物価の上昇率が先行き上振れる可能性も残されているが、その場合には、経済が不安定化することで物価上昇率の高まりは一時的に終わりやすく、そのため、中長期の予想物価上昇率は高まりにくいと考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気判断については、消費増税に伴う駆け込み需要の反動は概ね想定範囲とみられており、基調的には緩やかな回復を続けていると考えている。

まず海外経済だが、新興国の一部で勢いを欠いた状態が続いているが、先進国を中心とした回復の動きが続いている。地域別にみると、米国経済は、1～3月期のGDP成長率が悪天候等の影響を受け鈍化したが、4月の非農業部門雇用者数の増加幅は約29万人に達し、ISM製造業指数も3か月連続で改善するなど、足もとは家計・企業部門ともに明確に改善して

いる。住宅関連の指標が全体的に弱めで推移している点に留意する必要があるが、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、4～6 月期には経済全体がしっかりと成長軌道に戻ることが期待できる。

欧州経済をみると、1～3 月期のGDP成長率は、国ごとのばらつきがみられ、緩やかではあるが4 四半期連続での改善となった。足もと、企業や家計のマインドも改善傾向が続いており、先日の欧州委員会の見通しでは、2 月時点と同様に緩やかな回復を見込んでいる。ただし、物価見通しは下方修正されており、経済全体が力強さを欠くもとの、低インフレによる実質金利上昇などの影響には引き続き注意が必要である。

中国経済は、小売売上や固定資産投資、生産の前年比伸び率がやや低下した一方で、輸出や製造業PMIは幾分持ち直しており、若干鈍化傾向はみられるが、安定成長を続けている。不動産市場の調整局面が当面の間続く可能性はあるが、都市化推進政策や4 月に打ち出した景気対策の効果に加えて、外需も持ち直してきているので、先行きも現状程度の安定した成長が続くとみている。他のアジア新興国については、勢いを欠く状況が続いているが、全体としては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。

この間、国際金融資本市場をみると、米国の一部経済指標の弱さやFRB議長の発言、ECBの追加緩和観測などから先進国の長期金利が低下しており、そうしたもとの新興国市場も総じて落ち着いた動きとなっている。もっとも、ウクライナ情勢を巡る地政学リスクなど不透明感は強く、引き続き注意は必要である。

次に、こうした中でのわが国経済だが、1～3 月期のGDP成長率は、駆け込み需要の押し上げ効果や設備投資の増加も寄与して高い伸びとなり、前期比改善は6 四半期連続となった。個人消費等の反動減には注意が必要だが、各種調査やマイクロヒアリングを踏まえると、現在のところ、その影響は概ね想定の範囲内で、業態によって回復時期に幅はあるが、7～9 月期には持ち直すと見通す先が多くみられている。景気については、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くもとで、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やや詳しくみると、住宅投資では、当面は反動減が続く可能性が高いとみられるものの、個人消費については、百貨店等5月入り後に売上の前年比マイナス幅が縮小しているとする企業や、サービス分野では影響は限定的との声が多く聞かれている。景気ウォッチャー調査でも、4月の現状判断DIが大きく低下した一方、先行き判断は50程度に改善している。所得面においては、ベア含みで2.1%台の賃上げが提示された連合集計に加え、中小企業が中心となる日本商工会議所の4月調査でも5割弱が賃上げを実施あるいは予定し、このうち3割強がベアも含むなど、賃金引上げの裾野が広がっている。連合のほか各種アンケート調査では、賞与もしっかり増加することが見込まれており、構造失業率に近い雇用面や所得環境の着実な改善が、今後も家計支出を下支えしていくとみられる。次に設備投資をみると、堅調な資本財総供給に加え機械受注も4四半期連続で増加傾向にあり、企業収益が大幅に改善するもとで緩やかに増加している。高めの海外投資ウエイトは続くものの、2014年度は保守的な予想ながら小幅増益を見込む先が多く、設備過剰感が解消に向かうもとで、幅広い分野で緩やかな増加基調をたどるとみている。このほか、公共投資は引き続き高水準横ばいで推移するとみられる。輸出は、新興国経済のもたつきや米国の悪天候等一時的な要因の影響から横ばい圏内の動きが続いているが、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。

最後に物価であるが、全国の消費者物価（除く生鮮）の前年比は、エネルギー関連のプラス寄与は夏場にかけて縮小していくとみられるが、需給ギャップがゼロ近傍となる中で、上昇品目が幅広くみられ、企業物価に現れている既往のコスト増を転嫁していく動きも続くこととみられることから、暫くの間は1%台前半で推移すると思われる。消費者行動や企業の価格設定行動に変化がみられるもと、基調的に潜在成長率を上回るペースでの成長が続き、予想物価上昇率も上昇傾向で推移する中で、目標の2%に向け

て次第に上昇していくものとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融経済情勢に関しては、4月30日の前回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ている。これが世界経済についてのメインシナリオだが、下振れリスクとしては、ウクライナの政治情勢が依然として不安定でしかも先行き不透明であること、およびユーロ圏のデフレリスクや中国の経済成長の低下などが挙げられる。

日本経済については、全体としてみれば、量的・質的金融緩和政策が想定したメインシナリオに沿って推移しており、今後も内需中心に回復が続くとみている。内需のうち、消費は、消費増税の影響から4~6月は減少し、その後も可処分所得減少の効果は残るが、緩和的な金融と消費増税による消費の反動減の効果を縮小するための財政に支えられ、中長期的に雇用・所得環境が改善し続けるため、7月以降は再び堅調な軌道に復帰すると考えている。設備投資も、最近の機械受注統計や資本財総供給統計、長らく延期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的投資の必要性などの諸要因を考慮すると、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、先進国経済が回復するため、今後は持ち直すと考える。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、伸びは鈍化すると予想している。

以上の結果、マイナスの純輸出による総需要下押し圧力が続いてきたがその圧力が低下する一方で、内需は強まり、中期的には緩やかではあるが

堅調な成長が続くとみている。

物価については、次のように考えている。すなわち、3月短観によれば、非製造業の雇用人員判断は「不足」超幅が一段と拡大し、製造業も「不足」超に転じている。生産・営業用設備判断についても、非製造業中心に「不足」超の方向に向かっている。こうしたことから、賃金、物価への上昇圧力は強まっていると思う。実際、連合の5月の集計によると、月例賃金の引き上げ率は2.1%、一時金の年間支給月数は5.05か月、組合員数が300人未満の組合でも賃上げ率は1.84%となり、これらは過去10年の同時期と比べると最高水準に達している。このように労働需給がタイト化しているため、名目賃金が、高まりつつある予想インフレ率を考慮して決定されるようになってきていると思う。その結果、労働集約的なサービスの価格を中心に、物価は今後上昇するとみている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

国際金融資本市場については、全体としては、新興国市場も含めて、取り敢えず落ち着いた状況になっているが、各種金融資産の価格をみると、米国市場では株価が最高値圏内で推移しているほか、米欧のハイイールド債の спреッドは圧縮されてきており、長期金利も欧州周縁国を含め低下してきている。ある種、いいとこ取りの動きとなっているが、何らかのきっかけで急速な巻き戻しが生じかねないだけに、やや居心地の悪さも感じている。この点に関しては第2ラウンドでも触れたいと思う。

次に、海外経済である。米国経済は、1～3月のGDP成長率は寒波の影響もあってほぼ横ばいとなったが、4月の経済指標をみると、ISM指数が高水準となっているほか、非農業部門雇用者増加数も3か月連続20万人を上回るなど、総じて底堅い指標が多く、減速は一時的なものであったと判断して良いと思う。先行きも、家計から企業へと裾野を広げつつ、

回復テンポを徐々に増していくと考えており、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、1～3月のGDP成長率をみると、市場予想は下回ったものの、4四半期連続でプラス成長になるなど、緩やかに回復している。中国経済は、安定した成長が続いており、先行きも、現状程度の安定的な成長が続くとみている。新興国経済については、NIEs諸国ではやや上向きの動きがみられるが、全体としては、当面、成長に勢いを欠く状態が続くとみている。足もとでは、タイの成長率が大きく落ち込み、戒厳令が発令されるなど政治情勢も不安定であるが、タイが日本との経済関係が密接なだけに気掛かりではある。以上、いくつかの留意点はあるが、海外経済全体としては、先進国を中心に回復しつつあり、先行きについても、先進国を中心に緩やかに回復していくと考えている。

次に、わが国経済である。2014年1～3月期のGDPが前期比年率+5.9%と高い伸びを示したことには、駆け込み需要が寄与した面もあると思うが、設備投資が高めの伸びとなり、漸く増加してきたことが大きいと思っている。また、機械受注が1～3月に増加し、4～6月も小幅増加見通しであることを踏まえると、先行きも緩やかな増加基調をたどるとみておいて良いと思う。景気全体をみると、4月入り後は、駆け込み需要の反動から一旦景気は落ち込んでいるとみられるが、これを乗り越えて再び緩やかな回復軌道に戻るうえでポイントとなる個人消費と輸出についての見方を述べておきたい。

まず、個人消費については、その前提となる雇用・所得面をみると、労働需給は、失業率、有効求人倍率に表れているように、着実に引締まり感が強まっている。最近の指標の中では、私自身は、パート比率に注目している。これまで長らく上昇傾向にあったパート比率は、今年初め以降、非製造業を中心に頭打ち感が出てきているように見える。昨日の議論にもあったが、個別企業ベースの話などを踏まえると、私は、こうした動きは、人材確保のためパートや非正規社員を正規社員化する動きを反映したもので、労働需給改善の証左と受け止めている。春闘での相応のベア実現を

含め、全体に賃金上昇圧力が高まっているのは、このような労働需給の改善が基本的な背景にあると思う。そのうえで個人消費の動向をみると、4月入り後の反動については、ハードデータは限られており、確たる結論を出すにはまだ早い。今のところ想定内との見方が多いように思う。従って、基調的な底堅さは維持されており、雇用・所得が改善するもとの反動の影響は、夏場頃以降減衰していくとみておいて良いと思う。ただ、一時的な反動のほかに、実質所得の低下の影響については、もう少し時間をかけて点検していく必要があると考えている。

次に、輸出については、先行き、海外経済の回復につれて緩やかに増加していくという見方は変えていないが、その際、これまで抑制的であった世界の設備投資需要が回復し、日本企業に比較優位のある資本財の輸出が増えていくかどうか、輸出回復パターンにも注目していきたい。この点、機械受注外需が4～6月に大きく伸びる見通しとなっていることは心強いと思っている。

以上を踏まえると、景気の現状は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、基調的には緩やかな回復を続けているという判断を維持することが適当だと思う。また、先行きについても、前向きの循環メカニズムが働くもとの駆け込み需要の反動を受けつつも、基調的には緩やかに回復を続けていくとみておいて良いと思う。

最後に、物価面については、東京の4月消費者物価（除く生鮮食品）速報が3月から横ばいであったことからすると、全体として消費税率引き上げの転嫁が進んでいるように見える。先行きについては、暫くの間、1%台前半で推移するとみている。この点についても見方を変えていない。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、国際金融市場は新興国も含めて総じて落ち着いた動きを示していると思う。ただ、ウクライナ情勢を巡って神経質な動きとなる場面がみら

れていたように、地政学的リスクなどについては引き続き注意が必要だと思ふ。海外経済をみると、米国については、多くの方が述べられたように、寒波の和らいだ3月以降多くの指標が改善を示しており、緩やかな回復基調に戻ったとみて良いと思ふ。先行きも、家計から企業部門へと裾野を広げながら回復ペースを徐々に高めていくと考えられる。欧州も、第1四半期のGDPは市場予想を若干下回ったが、4四半期連続でプラス成長を続けており、緩やかに回復していると判断できると思ふ。先行きも、外需の改善などから回復を続けるとみられる。また、中国については、これも多くの方が述べられたが、このところ成長の勢いが若干鈍化しているが、政府による景気刺激策などもあって、現状程度の安定した成長は当面続くのではないかとみられる。ただ、不動産市場の動向には注意が必要だと思ふ。これらを踏まえると、海外経済全体については、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いたと思ふ。

次に、わが国の経済であるが、消費税率引き上げに伴う駆け込みの反動がみられているが、内需を中心に前向きな循環メカニズムは、引き続き働いているように思ふ。従って、総括判断としては緩やかな回復を続けているという評価を維持することが適当という見方が共有されたと思ふ。また、先行きについても、前向きな循環メカニズムが働き続けて、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の見方が多かったと思ふ。物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は1%台前半となっており、先行きも、暫くの間、1%台前半で推移するとの見方が共有されたと思ふ。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ふ。

そのうえで、こうした経済・物価の見通しに関連して主として3つの論点が挙げられたと思ふ。まず第1に、個人消費である。4月以降、一部のデータやミクロ情報で耐久消費財を中心とする反動減が確認されているが、その大きさについては現時点では概ね想定内という見方が多いようである。従って、基調的な底堅さは維持されており、雇用・所得環境が改善

するもとの、反動の影響は夏場以降、減衰していくとみて良いのではないかと思う。これは現時点での見通しで、一時的な反動のほかに増税による実質所得の低下の影響のように、もう少し時間をかけて点検していくべきポイントもあるので、引き続き注意してみていくことが重要だと思う。

第2に、設備投資については、先週公表された第1四半期のGDPで、前期比プラス幅がはっきりと拡大した。さらには、4四半期連続でプラスになっており、緩やかに増加していると判断して良いと思う。先行きについても、企業収益が改善を続ける中で、緩やかな増加基調をたどると考えられる。

第3に、輸出については、様々な意見があったように色々な要素が絡んでいる。前回会合以降特に新たなデータは公表されていないが、全体としてみると横ばい圏内の動きとなっているように思われる。もっとも、今後は国内の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は剥落していき、先進国を中心に海外経済の成長率が高まっていけば緩やかに増加していくのではないかと考えられる。

以上は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と思う。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2に分けて議論したい。まず、海外経済に関してご意見をどうぞ。

木内委員

米国経済について、緩やかな回復が続いているとの判断はそのとおりだと思うし、金融市場で大きな変動がない限りは、景気が直ぐに失速することはないと思う。ただ、過去数年、常に期待が強すぎるという感じを持っている。偶然かもしれないが、年末から年明けにかけて期待が強まり春に一旦冷える、というパターンが繰り返されている。昨日も申し上げたが、GDP成長率でみると、1~3月期が小幅マイナス、4~6月期がコンセンサスで年率+3.4%程度、この結果、年前半を均すと+1.5%と従来みていたよりは弱い感じがする。これに対して、寒波の影響で失われてしまった経済活動があり、その影響が大きいというのが、昨日の国際局の説明で

あった。ただ、寒波で失われてしまったサービス消費や政府消費が、果してそれほど大きいものなのかという点は、やや疑問に思っている。寒波で外出できない分消費するという部分もあり——事実、エネルギーや電力は強まった——、また特殊要因としてオバマケア導入による新たな支出があったことを考えると、寒波の影響だけではなく、基調として、従来みていたより若干弱めであった可能性もあると思う。

石田委員

年前半を均してみた場合の米国景気の水準は、われわれの感覚に合っているが、経験から言うと、米国の場合、前期比年率や前月比年率で皆が動くので、足もとのベクトルが非常に大きく影響してくるのではないかと思う。その意味では、3月が終わり4~6月、7~9月と前期比年率が強くなれば、彼らは、そのことで強くなったという認識を持つのではないかと思う。

中曽副総裁

国際金融市場では、ECBがどのような手を打ってくるかについて、中身もさることながら、市場の期待が膨らんでしまっているのが、結果的に小粒なものが出てくると、それ自体がイベントリスク性を帯びてきていると思う。中身については、ECBはユーロ高を大変気にしているようであり、政策金利であるMROの引き下げを中心に、それにどのような策を組み合わせるかということになってくると思うが、組み合わせ自体が相互補完的ではない。例えば、政策金利を引き下げ預入金利をマイナスにしてしまうと、金融機関からすれば、超過準備を保有するインセンティブがなくなってしまうので、量的緩和策への道を事実上封じてしまうことになる。また、SMPの不胎化をやめるということも言われているが、不胎化をやめた瞬間には超過準備が生じるが、一方で、LTROの期前返済を認めているので、あっと言う間にLTROの返済に使われてしまい、バランスシート自体はあまり膨らまず、却ってEONIAに上昇圧力が掛かり、意図したと

ころとは逆にユーロが高くなってしまふような副作用が出てきてしまふかもしれないので、組み合わせ自体もなかなか難しいと思う。このように、イベントリスクもあるし、中身の組み合わせも難しいと思う。

白井委員

中曾副総裁がおっしゃるようにECBの政策はなかなか難しいと思う。ユーロ高の問題と貸出が伸びないという問題があるが、貸出が伸びない背景は、需要がないということもあるが、金融機関の貸出スタンスが厳しいため、国債金利が相当下がっても貸出金利にはほとんど影響がない、というのが昨日の議論であった。そのうえで、ユーロ高がMROで改善されることはあり得ず、預入金利をマイナスにしたところで大きな影響はないと思う。ユーロ高の背景には、ユーロ高期待がある。金利は米国の方が高く方向としても上がっていく方向だとしても、ユーロ圏の失業率が高くスラックも相当大きい。ユーロ高期待の背景には、インフレ率とインフレ期待の格差——事実、米国の4月のCPIは上昇している——、マネタリーベースやバランスシートの差、経常収支黒字もあるかもしれないので、市場で噂されている政策では、残念ながらユーロ高期待の払拭はなかなか難しく、QQEのような大胆さがないと払拭できないと思う。このように、ECBは非常に難しい状況だと思う。

木内委員

そもそもユーロ高のきっかけは、2012年のドラギ総裁の「何でもやる」といったECBの積極策宣言であったと思う。その後、周縁国の長期金利が下がる中でユーロが持ち直してきた。それは、欧州の債務問題が解決に向かうとの楽観的な見方を背景に、海外からの資金流入というプラスの面も相応にあったと思う。足もと、ECBの追加策への期待が高まり過ぎているが、中曾副総裁の指摘のように、期待したほどでなければ失望につながると思うが、逆に、積極策を採ってユーロ高が修正された場合、もしかすると周縁国の長期金利が上がってしまう可能性もある。それ

は大量に国債を保有する周縁国の銀行に打撃となる。ここ1週間、周縁国の金利が上がり始めているのは、個人的には、ユーロに対する見方が変わってきていることを反映している可能性があると思っている。期待したほどのものが出てこないという失望のリスクもあるが、期待以上のものを出すことによってユーロ高が修正された時に、果して周縁国の経済や財政、あるいは銀行にとって本当にプラスなのかどうかは分からない。このような意味でもECBは難しい状況にあると思う。

宮尾委員

米国経済に関し、今後の回復の力強さを占ううえで期待されるのは設備投資であると思う。これだけ金利が低く、企業がキャッシュを溜め込んでいるにもかかわらず、設備投資をしない状況が続いているが、色々な人と話をすると、その背景は、古典的かつシンプルに、GDPが伸びないからということである。すなわち、売上が伸びないので設備投資が伸びないという加速度原理のような話である。GDPが寒波で下振れ、もしかするとマイナスになるかもしれないが、逆に第2四半期は反動で力強く、3%強で立ち上がってくれば、そのような動きが一時的であったとしても、企業サイドがGDPの動きをポジティブに捉え、設備投資に火がつかないだろうかという点に個人的に注目し、そのようになれば良いと思っている。

黒田議長

それでは次に、わが国の経済・物価情勢について追加的なご意見があれば、どうぞ。

森本委員

個人消費を支えるという意味で、実質所得は少し長い目でみななければならない、雇用者報酬を気をつけてみななければならないということについては、そのとおりだと思っている。今春闘については、政府の様々な努力もあり、波及がなかなか難しいと言われていた中小企業も含めて裾野が広

がっていったのではないかと考えている。ある試算では、今年度は、ボーナスも含めると3%を超えるかもしれないということであり、物価上昇分を相応にカバーしていると思う。ただ、将来的にこれが持続するかが問題であるということも、そのとおりだと思う。中小企業が賃上げした理由を調べてみると、人材確保の面で相当配慮しなければならないということが大きかったようだ。今後、海外経済が崩れず為替もバンド内の動きであれば、企業収益もそれなりに確保され、今の労働需給を前提にすると——将来的にもベアを特に注目しなければならないとは思いますが——、賃金トータルとして、ある程度の持続性はあるのではないかと、私自身は思っている。その面で、これからの成長力強化の動きなどを含めて、好循環は少しずつ回っていくのではないかと考えている。

岩田副総裁

しばしば「物価は上がっているが賃金の上がり方が遅いので、実質賃金は低下し、消費に下押し圧力がかかっている」と言われるが、デフレ下では——今から申し上げることはケインズ経済学、マクロ経済学の基礎であるが——、名目賃金はなかなか下がらず実質賃金が上がってしまい雇用が伸びない。それに対応するには、需要を創出することによって、まず物価が先行して上がることにより実質賃金が下がり、それにより失業者が救済されて雇用が増えるというように、まず雇用が増えることが大事であり、これが基本である。雇用が増えることによって、失業していた人達が働き、その人たちの所得が上がる。それによって景気が良くなると、人々はより効率的に働くようになるので、生産性も上がってくる。設備投資が増えてくれば生産能力も上がる。さらに、企業のマインドが変わると、リスクを取ってイノベーティブなことをしてくるので、それがまた生産性を上げてくる。このように、金融政策は、潜在成長軌道に乗るまでの間、潜在成長軌道を上げる力も持っている。そのようにして生産性が上がり、賃金が物価の上昇に追いついてきて、実質賃金も上がり始める。生産性が上がらないと実質賃金は上がらない。「実質賃金下がると、消費が落ちて、景気

が下押しされる」と言う人がいるが、所得を得る人が増えることによって消費が増えてくるので、実質賃金はこれから上がってくると思う。景気回復当初は、実質賃金は多少下がるが、それが雇用の拡大には必要であるという面があることを、理解する必要があると思う。

白井委員

宮尾委員の法人季報を使った生産性の分析については、恐らくそのとおりだと思う。調査統計局の分析でも 2012 年から非製造業の生産性が上がってきており、それとも整合的だと思う。私も今後ここが伸びてくれないと困ると思っているので、そのとおりだと思っている。ただ、なぜ 2012 年からなのかという点だが、復興需要もあり公共投資が強く、そこを無視して上がったとは思えず、自動車、家電等の各種支援策もあった。長い目でみて本当に非製造業で生産性が上がっていくかどうかは、われわれの見通しにとってもクルーシャルであり、2012～13 年はそうだったが、それが本当にトレンドとなったかどうかは、これから見極めたいと思っている。ただ、データとしてはそのとおりだと思う。

もう 1 点は、賃金の上昇が持続するかどうかである。消費増税のため見通し期間中は実質賃金は下がっていく可能性が高い。消費税を除いた議論はできるが、消費増税分の実質賃金は下がるので、その中で賃金が上がっていく期待が出てくるのかが課題になってくる。そこは、成長戦略や社会保障の不安を除くような政策とペアで進めていく必要があると思う。設備投資も増えているが、それが持続するかどうかは、輸出や国内消費が将来的に伸びていくかにもかかるので成長期待も必要である。その意味で、ゆっくりと改善していくのではないかとみている。

中曾副総裁

賃金について、少しフォローアップしたい。白井委員、森本委員がおっしゃったように、賃金を上げていくモメンタム自体は出てきていると思う。今年はペア等も含めて賃金は相応に上がったという気はするが、消費を勘

案した場合、所得が持続的に上がっていく必要がある。どの程度モメンタムが定着しているかについては、色々な情報によれば、企業の経営者は今年のベアは一過性であるとみていたり、あるいは企業収益などはかなり保守的な見通しになっている気がする。賃金が持続的に上がっていくためには、まず企業の収益性が維持できるような経済状態を維持することと、賃金については、消費者物価が上がった分、あるいは上がっていくであろうという期待インフレ率なども反映して賃金が設定されていくようなメカニズムが、定着していくことが大事だと思っている。それに関連し、少し気は早いですが、来年度のベアがかなり重要な要素だと思っている。

森本委員

企業経営者が今年の賃金上昇は一過性であると言っているというような話もあるが、企業の中で生きてきた人間としては、企業は基本的にある程度保守的で、企業収益見通しについても色々なリスクを考えながら対外発信していくので、そのようなところも頭に入れてみないとならないと思っている。ただ、ぐんぐん伸びるという状況ではないが、労働需給が改善される中である程度は期待できるのではないかという感じを持っている。

石田委員

企業の正規社員は、労働需給で賃金が決まる訳ではない。古い企業のほとんどは、労働需給は定年退職と新規採用で調整するのが普通である。従って、結局は横並びになってしまう。正規社員の場合、米国のように辞めて他社に行く訳ではないので、経営者には上げる理由はない。来年も何らかの誘導でどこかを上げて、「隣は上がったのにどうしてうちは上がらないのか」というようにしないと難しい。その方が上手くいくと思う。企業は、「儲かってきたので、従業員に報いたい」という言い方をする。報いるというのは恩恵であって、経済学でいうような需給関係で決まるものではない。その辺をきっちりやらないと上がらないかもしれない。

岩田副総裁

経営者の見方とは違うのかもしれないが、私は、従業員に報いることができるのはやはり需給で需要側の圧力が強い状況だからだと思う。財・サービスに対する需要が強いからよく売れ、企業収益も上がり、従業員に報いることができる。需要が少なく売上も少なければどうやって報いるのか。それはできないと思う。最終需要が増え、生産が増えるので、生産を増やすために労働を増やさなければならない、というように労働需給に繋がってくる。そこで、新規採用を増やし良い人材を競って採用する。儲かっているのに従業員に報いなければ、労働者の士気が上がらない。私は、やはり最終需要が雇用・賃金に影響していると考えている。

石田委員

中途採用は、非正規の人や不満を持っている人が会社に入ってきて、従来の給与体系に入るだけで満足してしまうので、中途採用が入ってきて全体の給与が上がっていくということは——本来はそうならなければならないのだが——、今のところは考えられない。

森本委員

石田委員がおっしゃる、労働需給は正規社員にはあまり影響がないというのは、大企業ではそのとおりだと思う。ただ、今般の日本商工会議所の調査などでも、中小企業が人材確保の観点から賃金を上げたとか、今まで採用しなかったが来年は新規採用していくという中小企業も結構出てきている。大企業については、企業収益見通しや生産性向上、物価見通し等色々あると思うが、大企業を除けば、正規社員にも労働需給はそれなりの下支えになり、人材確保の面で雇用・所得環境も改善しなければならないということが出てくるのではないかと思う。

佐藤委員

消費税率引き上げによって実質所得あるいは可処分所得は減少するが、消費税は、結局のところ税金なので政府への所得移転であり、巡り巡って社会保障支出等のかたちで還元されることになるので、やや長い目でみれば、消費税率の引き上げは可処分所得に対してニュートラルであると思う。その意味で、少し長い目でみていくことが必要ではないかと思う。

また、先行き名目の雇用者報酬で、足もとの雇用情勢を映じてさらにアップサイドが出てくるかどうか重要だが、以前も指摘したことがあるが、公務員給与は意外と大きな影響があるのではないかと考えている。昨年、地方公共団体の多くで、震災復興への対応のための地方公務員給与の減額措置が実施され、例えば、学校職員や病院の職員といったところまで本格的に波及したのは昨年7月頃であった。毎勤統計ベースの現金給与総額は、この影響で前年比0.3%ポイント程度減ったと思われる。本年4月から減額措置が終了しているが、これに伴い、学校職員や病院の職員等の給与が回復してくるとなると、前年比ベースでは7月頃からダブルで効いてくるので0.6%ポイント程度の上昇が想定される。これは結構大きい。民間では、ベアの実施に伴って、時間外や夏季賞与で好影響が出てくるとともに、6~7月辺りには、公務員の賃金、夏季賞与の影響等で、モメンタムがついてくるのではないかと思う。それが、短期的な消費税率引き上げの悪影響を相殺するうえで、どの程度のバッファーになり得るかに注目したい。個人的には、そのような所得の増加によって、幾分なりとも悪影響は相殺され、吸収されていくのではないかというところを、半ば期待感を持って見守っていきたいと思う。

木内委員

賃金と消費税の影響についてコメントしたい。賃金については、外食などで人手不足が非常に深刻なわりには、アルバイトの時給が意外と上がっていないという印象がある。1,000円の時給が1,050円になったとしても1,500円になっている訳ではない。賃金を上げて無理矢理採用するという

よりは、店を閉めたり営業時間を短くするかたちで、ビジネス自体を縮小する動きになっているのが、足もとの特徴的な動きだと思っている。この背景を考えてみると、たとえ給料を上げて人を雇えたとしてもその後ペイしなくなる、つまり人件費の割合が非常に高いサービス業では、賃金をそれだけ上げる余裕がない。勿論、需給が逼迫しているのであればその分プライスを上げていくことで対応はできるかもしれないが、プライスの引き上げ自体、ペースとして緩やかだとすると、一時的に労働需給が逼迫しているからといって大幅な賃上げはなかなかできない。その分、一時的にはビジネスを縮小して乗り切ろうという傾向がみられているような気がする。もう1つは、たとえ高い給料で無理矢理人を集めても、クオリティの問題があり、アルバイトの学生でもクオリティには相当差があり、クオリティの悪い学生を集めた時には、企業のレピュテーションリスクもある。このため、賃金を倍にして無理矢理人を集めるということにはなかなかなりにくい。他の国ではそうではないのかもしれないが、日本は、労働需給が逼迫するほどには、アルバイト等の賃金は急速には上がらないリスクがあるのではないかと感じている。これは感想である。

もう1点は、増税の影響についてである。駆け込み需要とその反動の数字を比べる場合には、トレンドを考慮しなければならない。例えば、生産では、1~3月期は前期比+2.9%、4~6月期は-2%半ば程度で、落ち込みは駆け込み需要と同じかむしろ小さい位である。ただ、鉱工業生産はそれまで前期比+1.8%と非常に高いトレンドがあったことからすると、ペースとしてはかなり下がっている。昨日の前田調査統計局長の説明にもあったが、年率2%程度のペースダウンという計算になっている。従来、前期比+1.6%や+1.8%が3四半期続いてきたので、年率では+6%や+8%のものが+2%に下がっている計算になる。トレンドを考慮しないと落ち込みは想定内という判断になってしまうので、数字を扱う時にはトレンドを考慮する必要があると思う。例えば百貨店販売も、3月の前年比は+24%、4月は-12%とちょうど半分位の落ち込みにとどまったとみるのは、単純過ぎる計算で、トレンドを考慮すれば違ってくる。これから4月

分のハードデータが出てくるが、トレンドを考慮しないとミスリーディングになってしまうのではないかという気がしている。

白井委員

賃金は、一時的には上がったと思われるかもしれないが——先程私は、貨幣錯覚という言い方をした——、見通し期間中、実質賃金はずっと下がっていく見通しなので、その影響はしっかりみななければならない。また、「消費増税分は社会保障の安定化に使われるから安心」と思われるとは限らない。家計は自分の手取りで判断するが、それは減っていく。消費税率引き上げは必要と、政府がコマーシャルを使って丁寧に宣伝しているのは非常に良いことだとは思いますが、これから消費税率はもっと上がっていく中で、このことはマイナスに取られるところがある。このため、社会保障の安定、財政の健全化、高齢化の中でどのようなビジョンで成長していくのかということ、パッケージで示していくことが非常に重要になっていると思う。

また、製造業では賃金はなかなか上げにくいのではないか。今では、モノの価格は世界価格でほとんど決まってくるので、余程生産性が上がらないと賃金は上げにくいと思う。

黒田議長

それではここで10分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。再開は10時30分にしたいと思う。

(10時19分中断、10時30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、その後自由討議したいと思う。

発言の順番は、先程と同じである。まず、白井委員から願います。

白井委員

前回会合以降の金融市場環境は、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、日本銀行を含む主要国の金融政策について、現時点での問題意識を4点申し上げる。まず、第1に、潜在成長率と需給ギャップの関係である。わが国では、世界金融危機前後から潜在成長率が低下している中で、景気回復が急速に起きたこともあって、需給ギャップが縮小している。需給ギャップのタイト化は人手不足が主因なので、賃金が上昇しやすく、それとの関連で物価も上昇しやすい状況が生じている。しかし、この現状が続くと、物価の上昇圧力が高まっても、成長力が弱く国民が景気の改善を実感できない可能性もある。むしろ、2%の物価安定目標に対する批判が高まり、目標の実現が頓挫する可能性を懸念している。最近では、2%を実現しなくても良いとの論調もみられるが、中途半端な金融政策ではインフレ期待を2%程度にアンカーすることができず、折角の千載一遇の機会を逸することになりかねない。わが国経済にとって望ましいシナリオは、潜在成長率を高めながら2%の物価安定目標を実現することである。しかし、潜在成長率の改善はゆっくり生じるので、2%の安定的な実現には時間がかかると私は考えている。なお、これに関連した対外説明において、潜在成長率の引き上げの必要性を強調し過ぎると、日本銀行が2%を実現できない口実を作っているかの印象を与える恐れがあり、かといって構造改革の必要性に全く触れないと、「金融政策だけで2%の物価安定を実現できる」と日本銀行が過信しているとの誤解も与える恐れがある。この点のバランスに配慮した丁寧な説明がこれまで以上に必要になってきている。

またこの関連で、第2に、潜在成長率と金融政策の関係について意見を申し上げる。従来の一般的な見方では、「潜在成長率はサプライサイド要因や政府の構造改革によって決まり、金融政策からは独立している」と考

えられてきた。しかし、最近のFRBスタッフや経済学者等の研究ではこうした見解に異を唱えるものがみられる。つまり、景気後退が長期化すると、失業や設備投資とイノベーションの停滞が長期化することで、構造問題化して潜在成長率が中長期的にも低水準で推移するようになり、以前ほど高い成長が実現できなくなるリスクを重視する見方である。このため、それを回避すべく、1つの方法として金融緩和の継続も必要となり、欧米ではこうした問題意識と head wind の存在から低金利政策による金融緩和の継続の必要性で一致しているが、こうした観点はわが国でも重要かと思う。とはいえ、政府による構造改革の促進や企業の投資意欲、リスクテイクも必要なことは言うまでもない。

第3に、フォワードガイダンスだが、米国では定量的表現から定性的表現に移っている。それと同時にイエレン議長が記者会見や講演などを通じて低金利政策が長く続くことを強調し、市場の金利見通しが早く上昇し過ぎないように発信を行っている。足もとでは、米国の長期金利とボラティリティは低下しており、フォワードガイダンスが効果を挙げているようにもみえる。しかし、それがフォワードガイダンスの効果によるものなのか、それともその他の要因、たとえば①ウクライナ情勢の行方、②米国の中立利子率の低下、③米国経済指標が強弱ミックスであること、④米国国債のフローの発行額が減少する一方で、新興諸国の経常収支改善努力による外貨準備の蓄積およびそれによる米国債需要の高まり、といった需給の改善が原因なのか明確ではない。いずれにしても米国の長期金利の低下は、わが国の長期金利に対する押し上げ圧力を抑制することで金利の安定化に寄与する一方で、日米金利差拡大に基づく投資家の円安・日本株高ポジションを減らす結果となっている。将来的に、米国のインフレ率や名目賃金が上昇傾向を示していけば、米国金利の上昇やボラティリティの拡大が発生しやすくなり、そのときにFRBのフォワードガイダンスの有効性が改めて問われると思う。いずれにせよ、米国で将来的に実現しうる長期金利の水準が世界金融危機前の4~5%になるのか、あるいは head wind による中立利子率の低下によって3%前後にとどまるのかは不透明で、今後、

この見通しについての市場の見方が変化すれば、米国の国債・株式市場が大きく動き、わが国を含め世界に影響を及ぼす可能性もあり、今後の動向を注視している。

第4に、わが国を含む多くの主要中銀は事実上のインフレーションターゲットを導入しており、「物価の安定化」と「持続的な経済成長」との間のバランスを取りながら中期的にはインフレ目標を実現していくという金融政策の枠組みを採用している。しかし、最近では、米国ではクレジット市場、幾つかの先進諸国では住宅市場でバブル的な兆候もみられ、金融不均衡を懸念する中銀関係者の発言も耳にする。このことは、「物価の安定化」、「持続的な経済成長」に加え、「金融システムの安定」への目配りが金融政策運営において重要であることを改めて示しており、中銀にとって難しい政策のかじ取りが必要な局面になりつつある。わが国では、当面はこうした問題が懸念される状況にはなりにくいと思うが、「金融システムの安定」に対してはマイクロプルーデンスに加え、マクロプルーデンス面における中銀の役割が高まっている点は欧米と同じである。特に、これら3つの相互関係の理解が深まるよう、モニタリングとともに調査研究を進めていくことが重要になると思う。そのうえで、必要に応じて、金融庁等の関係当局間で問題意識を共有し、総合的な政策対応を検討する体制等についての議論も徐々に必要になってくると考えている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について、「緩和した状態にある」との評価が良い。金融市場動向については、長期金利は、為替レートとも前回会合時からほぼ横ばい、株価は若干株安で推移している。

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た回復基調を続けており、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。さらに、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。

政策と関連する論点について1点、前半でも触れたが長期金利の動向について追加的にコメントしたい。日米とも長期金利は低位で安定しているが、先行き経済・物価の改善がある程度見通されるにもかかわらず、低位で安定しており、ボラティリティも低下、市場参加者の金利観も足もと収斂してきている様子が窺われる。中央銀行の強力な金融緩和により下押し圧力が掛かるなかでマーケットの目線が揃っているということだと思うが、目線が揃っていること自体は、逆に何かのきっかけにより、大きな反動や価格変動が生ずるリスクを含んでいるとも考えられる。ここで、経済のファンダメンタルズの改善見通しを前提とすれば、日米とも、調整が起こるとすれば上方修正の可能性であり、その際、实体经济に悪影響を及ぼすほど金利が急激かつ大幅に上昇する、あるいはボラティリティが拡大するというリスクは、完全には排除できない。一方で、金利上昇の際に、中央銀行がその圧力を和らげるツールを有していることもまた事実である。経済の正常化が進む中で、経済・物価の改善ペースに依存する話ではあるが、金利動向について多少の変動はあっても、ソフトランディングは可能であると考えている。特に日本では、マーケットと本行で経済・物価見通しに違いがあり、もし仮に市場が見通しを修正する場合には、相応の金利上昇が発生する筋合いにあり、将来の金利急騰を懸念する議論を耳にする。しかしその時でさえ、本行が適切なコミュニケーション等色々な手段を駆使すれば、实体经济への予期せぬ悪影響はある程度抑制することは可能とみている。長期金利動向と将来のボラティリティ拡大リスクについては、楽観し過ぎるのも適切ではないが、懸念し過ぎることも良くないと思われる。いずれにせよ、重要なのは経済のファンダメンタルズであり、入念に点検し状況を注視していきたい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国の金融環境だが、緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。前回会合から新しい情報は多くないが、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。企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰り判断も、単月の振れはあるが、引き続き中小企業を含めて高い水準にあり、企業金融は全体として極めて緩和した状況にあるとみている。

金融市場については、海外主要国の長期金利の低下傾向が特に注目される。米国10年物金利は、年初3%程度であったものが最近は一時的に2.5%を割り込むなど、低下してきている。英国を含め欧州中核国の金利も、各々固有の事情もあるが、米国に連動して低下している。この米国金利の低下については、種々要因が言われているが、このところFRB新議長が米国景気の先行き堅調を唱えながらも、一方で、労働市場でのスラックの大きさや住宅市場への懸念などにしばしば言及していることが、成長率が高まってもほどほどに収まり、金利はそれほど上がらず、低金利が続くという市場の受け止め方に繋がっていることが大きいと考えている。フォワードガイダンスに市場が寄りかかっているようで、FOMCメンバーの一部は居心地の悪さを感じているのではないかと思う。来年になれば、政策金利の引き上げが見込まれるので、それまでにいずれかの時点で反動があるものと懸念しているところである。

このような海外金利の低下を受けて、わが国の長期金利も0.6%を割り込むこととなっている。わが国長期金利の水準に対する懸念については、これまでの会合でも何度か言及してきたが、やはり低過ぎると思う。また、国債市場の流動性についても、値幅・出来高比率で見れば問題のないようにみえるが、出来高が細る日が増えていることは、流動性が低下していることを示していると思う。現状、株価、円相場ともに微妙な状況にあり、

今はその時ではないが、今後タイミングをみて、長期金利について若干上方への水準訂正を促すことが望ましいものと考えている。将来、わが国の物価情勢、経済状況がさらに改善していけば、長期金利の大きなコレクションは避けられない。その際のショックを少しでも軽減できるよう、スタート台を高めておく必要があると思う。どのような手段が可能で適当なのか、前もって検討しておくことが必要であると考えている。

当面の金融政策運営方針については、「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」という方針を継続することが適当と考える。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針等は、現状維持で良いと思う。そのうえで、当面の金融政策運営について思うところを述べたい。

物価安定の目標を達成し、デフレ脱却に至るかどうかの判断基準として、かつて内閣府が示したデフレかどうかについて 4 つの目安、すなわち消費者物価、GDP デフレーター、需給ギャップ、単位労働コストを参考にすると、最初の消費者物価コアの前年比上昇率は、昨年 11 月以来 5 ヶ月連続で前年比 +1% 台となり、かつ家計調査や毎勤統計のデフレーターに用いられる帰属家賃を除く総合ベースでは、直近 3 月は前年比 +2% をつけた。因みに、同ベースは昨年 11 月以来、1 月を除けば前年比 +1.9% とほぼ 2% に達していた。また 2 番目の GDP デフレーターも、この 1～3 月期は実質的に 1994 年 7～9 月期以来 20 年振りに前年比ゼロに回復した。3 番目の需給ギャップについては、内閣府推計では昨年 10～12 月期が -1.6% と依然マイナス圏だが、1～3 月期の強めの GDP 統計を受け、相応に縮小したと考えられる。また執行部の推計する需給ギャップは足もと既にゼロ近傍に回復している。こうした中、4 番目の単位労働コストは、

ここもとのSNAベース名目雇用者所得の低調な伸びを映じて、直近1～3月期は前年比-2.5%程度、前期比-1.7%程度とともにマイナス圏であり、なおかつマイナス幅は拡大した。無論、これは消費税率引き上げ前の駆け込みで実質GDPが年率+6%近い高い伸びとなったことも影響している。しかし、単位労働コストは前年比では2013年4～6月期以来4四半期連続の下落、また前期比でも概ねここ2年程度下落基調にある。要は、時間当たり労働生産性の伸びのわりに時間当たり名目賃金の伸びが鈍く、企業は生産性の伸びに見合った賃金をこれまで支払ってこなかったとも言える。直近1～3月期はその端的な例で、GDPデフレーター伸びがほぼゼロまで回復したということは、ユニット・レーバ・コストは低下したものの、ユニット・プロフィットは相応に伸びたということであろう。このように考えると、景気回復初期に単位労働コストは低下しやすい点に留意する必要があるものの、デフレ脱却実現の最後のネックは生産性に見合った賃金上昇の実現、より端的には所得の回復であり、ここにアップサイドがみえてくれば、その他の先程申し上げた消費者物価、GDPデフレーター、需給ギャップの3つの達成状況やその見通しも勘案したうえで、われわれとしては、物価安定の目標に込められた理念の達成が視野に入ったものと判断し、政策の枠組み見直しの検討に入って良いのではないかと考える。

所得環境については、先のセッションで述べたとおり、毎月勤労統計ベースの名目雇用者所得は、足もと前年比+1%程度だが、目先プラス幅を幾分拡大すると見込まれる。完全失業率が、構造的失業率である3%台半ばに接近し、労働供給面から日本経済が供給の天井にぶつかりつつあるとみられるなか、足もとはアルバイト、パートといった非正規雇用の時給が堅調となっている。これに対して、正規雇用の所定内給与は非正規雇用ほど伸縮的ではない。しかし、雇用者に占める非正規雇用の割合が3割超を占める中、従来マクロでみた賃金の下押し要因であったこれら非正規雇用が、逆に押し上げ要因となる姿も先行き描けない訳ではない。このように賃金、あるいは雇用者所得に明確なアップサイドがみえ、単位労働コス

トの伸びのプラス転化が見通せるまで、現在の量的・質的金融緩和を着実に進めていくことが重要だが、夏場以降、正規雇用のベア実施の影響が所定内賃金や賞与に幾分なりとも及ぶと見込まれること、また4月からの公務員給与の減額措置終了の影響が地方公務員給与の関係でこの7月以降前年比ベースで明確になると見込まれることから、そうした展望が次第に開けてくることを、期待感をもって見守っている。

もとより、物価安定の目標は物価上昇を表面的あるいは機械的に追い求めるものでなく、経済情勢全般の改善を目指した実質的かつ柔軟な枠組みであると理解している。幸い、世間が最も注目する消費者物価コアの前年比上昇率は、この半年間1%台前半で安定し、執行部報告では目先半年程度この状況が続くということである。その間に、所得の改善という最後のハードルの達成をしっかりと見届けていくことが必要だと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

量的・質的金融緩和のこれまでの成果と今後の副作用への配慮について発言したいと思う。2%の物価安定目標の達成はなお見通せない状況だが、従来私自身が主張してきたように、これを中長期の目標に位置付けるなど柔軟に捉え直した場合、経済環境の改善という点では、量的・質的金融緩和は既にかなり成果を挙げたと評価できると思う。その成果について、3つのギャップの観点からみてみたいと思う。

第1は、本行の試算によれば、需給ギャップがほぼ5年ぶりに解消されつつあることである。関連指標の中には、既に2007年、2008年の前回ピークにほぼ並ぶ水準まで需給が逼迫していることを示唆するものもある。供給に対して需要が過小の状態にある時に、金融環境の変化を通じて需要を押し上げ、需給ギャップを改善することが、一般に期待される金融緩和の

効果だと思う。この点では既に相応の成果を挙げていると思う。

第2は、実際のインフレ率と中長期の予想物価上昇率のギャップが縮小したことである。企業や家計が経済活動を行う際に前提とする物価環境と考えられる中長期の予想物価上昇率は、デフレ下でも概ねプラスで推移してきたと思うが、これまでは、実際のインフレ率がそれを恒常的に下回ってきたため、企業や家計の経済活動の意思決定にマイナスの影響を及ぼしてきた。しかし、昨年来、実際のインフレ率はかなり上昇した。この間のインフレ率の上昇は、円安の一時的な影響を強く受けており、経済環境の改善を反映した基調としてのインフレ率の上昇は、それよりは緩やかであると私自身は考えているが、為替要因を除いた基調でみた実際の物価上昇率と中長期の予想物価上昇率との乖離は相応に縮小したと評価している。この点でも、既に一定の成果を挙げていると思う。

第3は、こうした需給ギャップ縮小やインフレ率上昇を受け、従来マイナスの領域にあったテイラー・ルールに基づく政策金利水準と実際の短期金利とのギャップが解消され、さらに前者がプラス幅を拡大していることである。これは、ゼロ金利がこの先、累積的に政策効果を高めていく可能性を示唆している。私自身、量的・質的金融緩和の導入で目指したことの1つは、効果、副作用ともに相対的に不確実性が低い伝統的な金利政策の有効性を取り戻すことであった。この点からも、既に相当の成果を挙げていると思う。

現在の金融調節方針を維持すれば金融緩和は強化され続けるが、経済が次第に供給制約の傾向を強めていく中では、こうした政策の妥当性もいずれ真剣に検討すべき局面がくると思う。供給制約の傾向が強まる中で需要を一層刺激すると、景気は過熱感を強め、名目賃金、物価は一時的にはさらに上昇しても、実質所得の増加率は高まらず、経済は不安定化する可能性がある。これは「国民経済の健全な発展に資する」という金融政策の最終目的に適ったものとは言えないと思う。また、このようなかたちでの物価上昇のもとでは、中長期の予想物価上昇率は高まりにくいことから、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

成に近づくことにもならないと考えている。むしろ、需要増加ペースが緩やかになることで、息の長い景気回復が実現し、その間に、生産性上昇率や潜在成長率を高めていくことが、実質所得の増加や国民生活の質向上に繋がると思う。こうした供給側の改善は、企業努力や政府の成長戦略等によってもたらされるものであり、その際に金融政策に期待される役割は、あくまでも金融面からの側面支援である。他方、将来的には、金融緩和策の重点を、非伝統的な量的・質的金融緩和から、伝統的な金利政策へ徐々に比重を移していくことが、経済・金融の安定を維持しながら円滑な金融政策の正常化を図ることに貢献すると考える。

以上の点を踏まえ、量的・質的金融緩和の効果よりも副作用の側面により注意を払うことが必要な局面に来たと考える。多くの副作用の中で今回指摘したいのが、市場機能の低下など金融市場に与えるストレスである。前期末から期初にかけては、10年国債現物の業者間取引が成立しない日が生じる、期末を跨ぐレポ取引の金利が一時的にマイナスになる、短国レートが大幅に上下に変動するといった事態が生じた。また国債の受け渡しが決済期日より遅れるフェイルが頻発する、高格付け社債のスプレッドが大きく縮小する、長期金利の低位安定傾向が強まる、などの現象もみられている。1つ1つは大きな問題ではなくても、こうした現象が重なることは、量的・質的金融緩和が市場にもたらしている大きなストレスの一端を表しており、それが将来的に市場の大きな変動を通じて経済の安定を損なう可能性にも配慮すべきだと思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、執行部の説明にもあったように、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、金融資本市場の動きをみると、短国利回りは、本行の短国買入

れのオファー額がやや多めとなるもとで、需給がややタイト化し、再び0.05%を下回る水準に低下している。長期金利については、ウクライナ情勢を巡る不透明感やF R B議長の議会証言、E C Bの追加緩和観測等を受けた海外金利の低下もあって、小幅に低下している。そうしたもとで、為替市場は幾分円高方向の動きとなっており、株価は企業の保守的な業績予想も重石となって小幅に下落している。国際金融資本市場は、概ね落ち着いた動きとなっているが、地政学リスクや新興国経済の下振れリスク等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つな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前年比で5割程度の大幅な伸びとなっており、調節方針に沿って推移している。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。予想物価上昇率については、エコノミストの予想は2015年度で前年比1%程度となお低い水準ではあるが、目線は徐々に切り上がってきている。また、足もとでは非製造業を中心に労働需給が逼迫しつつあるので、今後は、企業や家計も含めて予想物価上昇率の上昇に弾みがつきやすい環境になってきている。なお、労働需給の逼迫に関連して、潜在成長力の低下を指摘する声も聞かれるが、現在、政府サイドで女性の活躍推進や労働法制を含めた各種規制緩和による成長戦略が検討されており、成長力強化に向けた取組みの後押しが期待される。ポートフォリオバランスの動きに関連しては、金融機関の国債保有残高の大幅な減少にもかかわらず、貸出の前年比伸び率は都銀等の海外インパクトローンの影響もありやや鈍化してきている。地銀や信金分は徐々に拡大し、足もと設備投資の増加も明確になってきているので、金融緩和効果が強まるもとで、次第に増勢を取り戻すのではないかと考えている。

なお、名目長期金利に関しては、4~6月期の反動減による一時的な需

給緩和や円安効果の剥落もあって、市場参加者の中で物価安定の目標の実現に懐疑的な見方が根強く残っており、本行の大規模緩和のもと低位安定が続くとみられる。もっとも、今後、需給バランスの改善を反映して消費者物価の前年比プラス幅が拡大していく過程では、市場参加者の見方が変わり、非連続的に長期金利が上昇する可能性も否定できないので、こうした事態を回避するためにも、状況に応じた対外的な情報発信のあり方について検討を深めていく必要があると考えている。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

量的・質的金融緩和政策は、導入当初に想定していたメカニズムに概ね沿ったかたちで効果を発揮してきたと考えている。

最近の家計の今後1年間の予想消費者物価上昇率は、ほぼ2%程度まで上昇している。3月短観では、企業の予想消費者物価上昇率は、1年後+1.5%、3年後+1.7%、5年後+1.7%となっている。こうした予想インフレ率の上昇の主たる要因の1つとして、需給ギャップが大幅に縮小しつつあることがある。第1ラウンドでも申し上げたとおり、企業の雇用人員判断は「不足」超幅を拡大させているが、こうした中で、量的・質的金融緩和を続けることは、この傾向を持続させる必要条件であると思うので、今後も維持していくことが必要である。量的・質的金融緩和を続けることによって、今後フィリップス曲線はスティープ化しつつ上方にシフトすると予想される。その結果、量的・質的金融緩和のもとで、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%程度に達する蓋然性は、以前よりもより高まっていると思われる。したがって、今後も2%のインフレが安定的に持続するまで、需要を刺激するこれまでの金融政策は維持すべきであると考えている。

最後に、気になっている2点についてコメントしておきたい。1点目は、

「現在の失業率は、構造失業率に近づいている」という見解についてである。女性の失業率はまだ高く、従って、景気が良くなり雇用状況が良くなると、女性の労働市場への参加は増えてくると思うので、構造失業率はもう少し低いのではないかと思っている。これは、多少なりとも供給の天井を引き上げる要因となるので、量的・質的金融緩和を継続すべき1つの要因となると考えている。

2点目は、「今後は円安による物価押し上げ効果が剥落するため、インフレ率は低下する」という見方についてである。最近のインフレ率上昇が、専ら円安を原因とするコストプッシュ型のインフレであれば、産出量が減少しなければ理屈に合わない。実際には、産出量が増えながらインフレ率が上昇しており、これは、需要圧力が背後にあって物価が上がってきたことを示している。また、需要が強かったからこそ、円安による原燃料高といったコスト高を、フルに近いかたちで価格に転嫁しつつ生産を拡大することが可能になったと思う。従って、量的・質的金融緩和以降のインフレは、基本的にはディマンドプル型であると考えられるべきであると思う。

以上のような考え方から、需給ギャップがゼロ近傍にまできているとはいえ、まだまだ失業率は低下の余地があるので、量的・質的金融緩和は、今後も暫くの間、今までどおり継続していくことが必要であると考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、金融機関の貸出態度、資金調達コスト、資金調達量のいずれの面でも、引き続き、緩和した状態にあると判断している。

次に、先進国の金融市場と金融政策について触れたいと思う。第1ラウンドでも述べたが、足もとの先進国の長期金利をみると、米国では、堅調な経済指標などにもかかわらず低下を続け、昨年末には3%を超えていた

10年物金利は、足もとでは2.5%程度まで低下している。欧州でも、長期金利はコア国ばかりでなく、周縁国でも大幅に低下してきている。また、日本の長期金利も、物価安定目標と整合的な水準よりはかなり低い状態にある。一方で、株価をみると、米国では最高値圏で推移しているし、欧州でも底堅い動きとなっている。勿論、長期金利の低下には、欧州債務問題のテールリスクの後退、ECBによる追加緩和期待、ウクライナ情勢に伴うリスクオフといった要因もあると思う。しかし、長期金利の低下と株高が併存する状況を整合的に解釈することは、なかなか難しい。長期金利低下の背景には、基本的には、先進国の強力な金融緩和が長期に亘って続くという期待の広がりがあると思う。実際、最近の各国中銀の動きをみると、ECBが追加緩和を強く示唆しているほか、経済が比較的堅調なFedやBOEでも、現在の低金利を長く続け、金利を引き上げる場合でも、緩やかでその水準は以前よりも低いものになるとの情報発信を行っている。従って、長期金利の低位安定は中央銀行の政策意図を反映している、とも言えるかもしれない。しかし、最近の先進国のイールドカーブを仔細にみると、金融政策の影響を強く受ける短中期ゾーンに大きな変化がみられない一方、長期から超長期ゾーンの金利が大幅に低下するかたちでフラット化が進んでいる。このような動きは、直接的にはポジションドリブな面が大きいとは思いますが、もしかすると、市場参加者の間で、サマーズ氏などが主張するSecular Stagnationが意識されつつあるのかもしれない。この場合、潜在成長率や均衡実質金利は、従来よりも低下していることになる。もし、そうだとすると、エガートソンらの論文の主張に従えば、期待インフレ率を十分に高めることができるか、あるいは高いところに維持できるかが、政策対応上の1つのポイントになってくると思う。

一方、長期金利の低位安定の背景が、経済のスラックが引き続き大きいためインフレ圧力が高まらないことである場合、例えば、米国の文脈で言えば、大量の長期失業者が労働市場に復帰することが見込まれるので、失業率の低下はインフレ率の上昇に繋がりにくいといった考え方に立てば、潜在成長率や均衡実質金利は、必ずしも従来水準から低下していないこ

とになる。この場合、政策対応としては、フォワードガイダンスにより、経済情勢が通常示唆するよりも低い金利の維持にコミットすることなどが処方箋になると考えられる。このように、長期金利動向をどのように解釈するかは、金融政策運営の考え方にも重要なインプリケーションを有している。今後は、こうした点も念頭に置きつつ、先進国の金融政策や市場動向について、注意深くみていく必要があると思う。

ここではもう1点、2%の物価安定の目標に至る道筋について申し上げておきたい。4月の展望レポートで示したフィリップス曲線を見ると、このところの物価上昇率は、除く生鮮食品のコアベースでは、デフレ期以前のフィリップス曲線を上回る上昇となっており、ここまでは順調に2%への道筋をたどって来たと言って良いと思う。しかし、既往の円安やエネルギー高も寄与していることを考えると、まだ道半ばであり、ここから先、夏場以降は、需給ギャップの縮小に加え、予想インフレ率の上昇が大事な局面になってくる。今後、実際の物価上昇が予想インフレ率を押し上げる効果も期待できるが、2%の物価安定目標の達成に向けた一貫した姿勢を示し続けることにより、予想インフレ率へ働き掛けることも引き続き重要と考える。こうした対応を通じて、デフレマインドのもとで萎縮していた企業が積極的な投資や生産性向上に取り組みやすい環境を維持することは、結果的に潜在成長率の引き上げにも繋がるものと考えている。なお、前回会合でも述べたが、労働需給のタイト化などにより、日本経済の供給の天井が低くなっている可能性を勘案すると、成長戦略の緊要性は一段と増していることも付言しておきたい。

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

委員方のご意見を私なりにまとめると、まず、金融市場調節方針については、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という方針を維持することが適切というこ

とで、意見は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いう意見で、ほぼ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、これまでの先行きの金融政策運営についての考え方である。

量的・質的金融緩和の効果については、引き続きしっかり働いていると思われる。わが国の長期金利が極めて低位で安定している背景には、色々な要因はあると思うが、やはり日本銀行による巨額の国債買入れがかなり効いていると思われるし、予想物価上昇率が全体として高まっていることとも相俟って、実質金利は低下傾向にあると思われる。委員の多くの方が言われたように、企業や家計の支出活動を支える金融環境については、緩和した状況にあるとの見方で一致していたと思う。今後の長期金利の動向等については、様々なご意見があった。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があれば願います。他にご意見がなければ、政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。最初に、財務省の古川禎久副大臣願います。

古川財務副大臣

日本経済は、先般発表された平成26年1～3月期の実質GDP成長率が、前期比年率で+5.9%と6四半期連続のプラス成長となり、GDPデフレーターも18四半期振りにマイナスではなくなるなど、デフレ脱却と経済再生に向け、着実に前進している。日本銀行においては、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。

消費税率引き上げ以降、足もとの消費動向についてみると、スーパーや百貨店では駆け込み需要の反動減から回復しつつあるとの声も聞かれており、サービス分野では旅行や外食は底堅く推移しているなど、景気の基

盤は引き続きしっかりしていると考えている。

「好循環実現のための経済対策」に盛り込まれた各事業は、全体として順調に執行が進んでいるが、引き続き、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、成長軌道への早期復帰を確かなものとしていきたい。

経済の好循環を確立し、民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、企業の新陳代謝、事業の選択と集中を促すことで、企業の収益性・生産性を引き上げ、その成果が、雇用の拡大や賃金上昇、投資リターンの増進等のかたちで、従業員や株主等に還元されることが必要不可欠である。こうした観点から、先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、麻生財務大臣よりグローバルな競争環境にある企業のコーポレートガバナンスの強化およびローカル経済圏にある企業に対する地域金融機関による事業性を踏まえた支援の強化のための施策について、提言を行ったところである。

「金融・資本市場活性化有識者会合」においても、コーポレートガバナンスの強化や民間資金の活用等により、企業の収益力向上を図るべきである等の指摘がなされており、こうした施策を政府としても後押しすることで、企業の魅力を高め内外からの投資拡大を促し、日本経済の成長力の底上げと競争力強化に繋げていく。以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣お願いします。

西村内閣府副大臣

5月15日に公表された1～3月期のGDP速報（1次速報）では、実質成長率は前期比年率+5.9%と6四半期連続のプラスとなった。この結果、GDPギャップは昨年10～12月期の-1%台半ばから縮小し、1～3月期には-0%台前半から半ばとなる見込みである。具体的な数値については、現在推計作業中であり、今週中にも公表する予定としている。また、GD

Pデフレーターは、前年同期比で2009年7～9月期以来18四半期振りにマイナスではなくなり、デフレ脱却に向けて着実に前進している。

足もとの消費動向について、ヒアリング結果等を踏まえると、耐久財では明確な改善はまだみられないものの、スーパーや百貨店ではマイナス幅が縮小してきている。また、サービス分野では、旅行や外食は引き続き底堅く推移しているとみられる。駆け込み需要の反動減は今のところ想定内と考えているが、引き続き注視していく。また、海外景気の下振れリスクには引き続き注視していく必要があると考えている。

先般、安倍総理がOECD閣僚理事会に出席され、基調演説で、経済再生、財政再建、社会保障改革を同時に達成することや成長戦略のさらなる強化について発言された。5月15日の経済財政諮問会議では、経済再生と財政健全化の両立について、特に、法人税改革について議論を行った。総理からは、平成27年度予算編成に向けた歳出・歳入両面からのさらなる改革の方針、および法人税を成長志向型の構造に変革していくための方向性を、年央にまとめる「骨太方針」に示すようご指示があった。今後、取りまとめに向けて検討を進めていく。

これまで需要不足により表面化することはなかったが、今般の景気回復の持続により、人手不足といったかたちで供給面の課題も現れている。このため、女性の活躍推進や外国人材の活用など既に検討を進めているところである。また、雇用制度改革、農業改革などについても議論を進めている。これらについて、同じく年央に策定する予定の成長戦略の改訂にしっかりと反映していく。国家戦略特区については、4月25日に「国家戦略特別区域を定める政令」を閣議決定し、5月1日には区域方針を内閣総理大臣決定した。早急に各地域特区ごとに区域会議を立ち上げ、具体的な取組みの実施に向け、夏を目途に区域計画の作成を進めていく。

TPPについては、先般の日米協議で生まれた大きなモメンタムを生かし、現在、日米がリーダーシップを発揮し、早期妥結に向け、全てのTPP交渉参加国との交渉を加速しているところである。5月19～20日にシンガポールで閣僚会合が開催された。今回の閣僚会合は、閣僚間で交渉全

体の進捗を評価し、そのうえで今後の作業を分野ごとに仕分けし、7月に首席交渉官会合を開催するよう指示が出された。交渉は最終局面を迎えており、わが国としては、早期妥結に向け、引き続き関係国とともに最大限努力していく。また、日EU経済連携協定についても、本年4月末から5月上旬にかけて行われた総理の欧州訪問中、総理から、2015年中の大筋合意を目指したいとの考え方を伝え、ドイツ、イギリス等の首脳から賛同を得たことをはじめ、欧州各国およびEUの首脳との間で早期締結の重要性についての認識の一致をみた。日EU経済連携協定も、わが国の成長戦略の重要な柱であるとともに、世界経済の安定的成長に貢献しつつ、グローバルな貿易・投資のルール作りに寄与するものである。企業の積極的な海外投資と外国企業の国内への投資を促進するためにも、包括的かつ高いレベルのEPAの早期締結を目指し、精力的に交渉を進めていく。

5月15日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行には、2%の物価安定目標の実現に向けて引き続き取り組むことを期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、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]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

対外公表文の6. について、従来と同様の修正を提案する。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

執行部から木内委員提出の議案および議長提出の 2 つの議案についての説明をお願いします。

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

続いて、議長案の対外公表文案である。「2014 年 5 月 21 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、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが、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

る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、緩やかに増加している。公共投資は高水準で横ばい圏内の動きとなっている。個人消費や住宅投資は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、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。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. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、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。以上」である。

木内委員案は、議長案の 6. の部分について「「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。」とするものである。

議長案の公表文案についての変更点は3. と6. である。3. については昨日月報で議論させて頂いたとおりであるが、ヘッドラインについて、「わが国の景気は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動がみられているが」と、消費税率の影響について時間の経過に従った変更をしている。その他、設備投資、公共投資、個人消費、住宅投資について、昨日申し上げたとおりの変更となっている。

それから 6. の冒頭に「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており」という文言を入れている。前回まであった「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」の内容は、ここの部分に含まれているということで削除している。これは前回ご決定頂いた展望レポートの記述に沿ったものである。

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

[11 時 24 分 政府からの出席者退室]

最初に金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

配付は省略させて頂き、木内委員案に関する注を読み上げる。「(注) 木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[11 時 31 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（4 月 30 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4 月 30 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、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、26 日月曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、6 月 12、13 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従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 41 分である。

黒田議長

解禁時刻が 11 時 41 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。

(11 時 36 分閉会)

以 上