

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年6月12日（14:00～16:32）

6月13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（12日）
	古川禎久	財務副大臣（13日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（12日）
	西村康稔	内閣府副大臣（13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
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

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、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、5 月 20、21 日開催分の決定会合の議事要旨の承認、2014 年 7 月～2015 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは浅川雅嗣大臣官房総括審議官、内閣府からは梅溪健児内閣府審議官である。会合中でのご発言は、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

初めに、金融調節、金融・為替市場動向について、説明をお願いします。

山岡金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表 1 であるが、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おり、各資産とも概ね調節方針に沿った積み上げとなっている。図表 2 をご覧頂くと、国債

買入オペについては、前回会合でも申し上げたとおり、3月、4月は平均残存期間がほぼ7年——具体的には3月6.9年、4月7.0年——で買い入れができていたが、このところは、加重平均による平均残存期間計算上、圧倒的に効いてしまう40年債が大量に持ち込まれていることを主因に、5月は8.1年とかなり長くなった。5月は3か月に1度の40年債の発行月であり、既に40年債を持っている投資家が、新発債に入れ替えるために40年債を本行オペに持ち込みやすいという一時的要因もあったとは思いますが、本行オペが民間の保有国債を大量に吸い上げていることにより、民間の手持ちの国債が少なくなり構造的に新発債が持ち込まれやすくなっていることも確かである。こうした状況を踏まえて、金融市場局では、平均残存期間7年程度というディレクティブを踏まえ、図表3のとおり国債買入方針の見直しを行い、公表した。平均残存期間を短くする方法としては、年間50兆円程度というディレクティブの範囲内で、長いところの買入れを減らすか、短いところの買入れを増やすことになる。金融市場局が今般公表したテーブルでは、10年を超える超長期債の買入れについて、より弾力的な対応を可能にし、期間1年以下の国債についてもより多くの買入れを可能としている。このもとで、6月入り後の10年超の国債買入れについては、図表2にあるとおり、3月に1回1,700億円に減額した後、6月からは1,500億円とさらに減額している。一方で、1年以下の国債の買入れについては、昨日11日のオペでは、これまでの1,100億円から2,000億円へと増額している。さらに、1～5年のところでも、これまでは1～3年、3～5年ともに1回2,500億円であったが、6月4日からは1～3年を3,000億円、3～5年を2,000億円と短めのをより多く買入れる調整を行った。このように、金融市場局では、平均残存期間を7年程度に抑え込むべく様々な手を打っているが、図表2にあるように、6月初も40年債が持ち込まれやすい状況が続いている。その理由としては、われわれが平均残存期間の調整に動けば、市場参加者の側では、「それでは、長いものを売れるうちに早く売っておこう」というゲーム的なインセンティブが働くということがある。このように市場とのゲームという側面が相応にある

が、今後とも、オペの動向を見極めながら、必要に応じ手を打っていきたいと思う。

図表4をご覧頂くと、昨年7回行った1年物共通担保オペの期落ちが全て到来し、これを期間3~4か月でロールするオペを行っている。この間のロール率は72%であるが、以前木内委員が指摘されたように、最近の期落ち分ほどロールオーバー率が低いという傾向がみられる。ヒアリング情報によると、大口ユーザーである一部大手行が、同じく本行からの固定金利調達である貸出増加支援オペとの合計額で管理を行っており、6月の貸出増加支援オペの利用を当て込む分、共通担保オペのロールオーバーを少なめにしたいという意向が働いたということである。

図表5の短期金利をご覧頂きたい。短国金利は6月末に向けて再び弱含んでいるが、これは、一部都銀が6月末に向けて日銀当座預金を再び絞りたい意向を持っており、短国への需要が6月末に向けて再び高まりやすい地合いにあるためである。

次に、図表6の政策金利関連をご覧頂きたい。前回会合以降の最大のイベントは、6月5日のECBの金融緩和であった。市場ではECBの相当な緩和を織り込んでいたが、ECBが現実に採用した緩和策は、市場の予想にほぼ沿ったものであったと思う。為替もユーロ安となっている。先行きの1つの注目点としては、(3)のユーロエリアの超過準備が預金ファシリティのマイナス金利化と不胎化オペの取り止めといった複数のパッケージの中でどのように動くのか、これを受けて短期金利がどのように変動するのかということが挙げられると思う。利下げは6月11日から適用となっているが、(2)のユーロエリアの短期金利のグラフには11日までデータが入っており、EONIAは足もと0.06%と低水準になった後、ほぼ横ばいである。先行きの注目点としては、もし超過準備が減ってきた場合、ストレス時に短期金利が急騰することはないのかという点である。ユーロエリアのいわゆる過剰流動性は、現時点では6月10日までしかデータは入っていないが、こういった過剰流動性との関係も踏まえ、ユーロエリアの金利動向を今後も注意深くみていきたい。

図表 8 (1) は日米独の短期国債金利であるが、ドイツの T B 金利は E C B の緩和前後からマイナス領域に入っており、直近では 3 か月物で -0.04% 近くまで低下している。現在のところ、ここから本邦短期国債への資金フローが増えているという証左はないが、引き続きみていきたい。この間、(2) のドル転コストは、先月中頃には、クレディスイスへの米国司法当局の罰金賦課や B N P パリバの同様の報道などがあって、5 月中旬以降、ユーロ投ドル転コストが僅かながら上昇傾向をたどっている。もっとも、水準はまだ極めて低いので、これまでのところ、これらの問題がユーロ圏の銀行の外貨調達の問題に結びついている証左は全くない。

図表 9 の長期金利をご覧頂くと、世界の金融市場は前回の会合時から、引き続き低金利のもとでの株価堅調という Goldilocks の状況のもとで、最近ではさらに若干のリスクオンが進んでいるように思われる。この背景としては、世界的な金融市場におけるボラティリティの低下、各種リスクプレミアムの低下といったことがあるように思う。もっとも、昨日は、海外株価に若干の調整が入るなど、一部にはこうした Goldilocks 的な状況への警戒感もあるように思われる。各国の長期金利をみると、米国の長期金利が 2.4% 台というのはさすがに下がり過ぎだろうといった警戒感から、その後、金利は若干上昇しているが、それでも現在なお 2.6% 前後と、昨年夏の夏場や年末に比べるとかなり低めの水準にとどまっている。この間、欧州の金利は E C B の追加緩和を織り込んで低下し、6 月 5 日の緩和実施後も引き続き低水準にとどまっている。この間、本邦の長期金利も、株高のもとでも 0.6% 前後で横ばいの推移となっている。図表 10 (2) のイーールドカーブも、前回会合からほとんど変化していない。この間、40 年債については新発債が発行される一方で、先程申し上げたように、本行がこのゾーンの買入額を若干絞っていることで若干上昇している。

図表 12 のデット市場をご覧頂くと、世界的なマーケットのボラティリティ低下やリスクプレミアム低下のもとで、より高い利回りを求める search for yield の動きも継続している。この動きが特に顕著にみられるのが (1) の欧州周縁国の国債金利である。周縁国の金利は E C B の緩

和に先立って、これを織り込むかたちで低下していたが、6月5日の追加緩和を受けて一段と低下し、アイルランドやスペインの長期金利が米国の長期金利を下回るといった現象が生じている。この背景としては色々指摘されているが、ECBのTargeted LTROが4年物固定0.25%でのファシリティで、これが周縁国ソブリンのとりわけ中期ゾーンの金利低下に繋がったという見方がある。また、マーケットトークとしては、「先行き、ECBは結局量的緩和に踏み込むことになるのではないか。その際には、周縁国国債を相当買うことになるだろう」ということで、これが周縁国国債の買いを呼んでいるという見方も一部にある。一方で、周縁国の国債金利が米国を下回るのはさすがに行き過ぎといった見方もあり、こうした見方のせめぎ合いが、ここ数日の周縁国国債の利回り変動の背景となっているようである。

図表13の株価をご覧頂くと、(1)の先進国の株価は総じて堅調である。基本的に、債券マーケットでは金融緩和継続やゆっくりとした利上げというストーリーに乗る一方で、株式市場の方では景気回復シナリオに乗り、また自社株買いといったこともプラスに評価される流れになっている。この間、これまでやや出遅れていた本邦株価もこのところ上昇している。この背景に関するマーケットトークとしては、企業業績堅調によるバリュエーション上の優位ということに加え、GPIFが先行き株式投資比率を引き上げるのではないかとといった思惑から、前倒しで株式を購入する機関投資家が一部にいるという声が聞かれている。この間、エマージング諸国の株価も、先行きの政治状況への懸念が若干台頭しているインドネシアなどを除き、総じて堅調である。もっとも、昨日の株式マーケットでは、世界的に若干の調整がみられており、一部にはさすがに高値警戒感も出てきていると思う。

図表14(1)で前回会合以降の株価騰落率をみても、インドネシアを除くほとんどの国で株価は上昇している。とりわけ日本株の上昇が大きく、(2)の日本株の各種指数をみると、前回以降、東証マザーズやJASDAQといった新興株やゲーム会社の株価が堅調である。(3)の主体別の売

買動向をみると、年初からは海外投資家の売りが株価下落を主導していたが、ここ1か月半位は信託が一貫して買い超である。これに5月後半からは外国人も多少買いに加わるという姿がみて取れる。

図表 15 をご覧頂くと、米国、欧州とも、引き続き低金利と株価堅調という Goldilocks 的状況が継続しており、最近ではこれが若干リスクオン化しているようにも見受けられるところである。

図表 16 の為替レートは、6月5日のECBの追加緩和以降、ユーロ安の流れが続いている。この間、ドル/円はこのところ珍しいほどの安定を続けている。(2)のドル/円と日経平均株価の関係をみると、昨年中は両者が平行に動いていたが、年明け後は、日経平均が落ちてもあまり円高にならないというかたちとなっている。これは、これまでもご説明したように、101円近辺では輸入業者による実需のドル買いが入りやすいことが寄与していた。他方、最近では、逆に株高になってもあまり円安にならない傾向もみられる。これも、円安が進むと今度は輸出業者によるドル売り・円買いが入りやすいといった声が聞かれている。これらがドル/円の変動を上下から抑えるかたちとなっているようである。また、こうした最近のドル/円のボラティリティ低下を眺めたトレーダーからは、今はドル/円のディールには収益機会がないので他通貨にシフトする動きもあるといったマイクロ情報も聞かれている。

図表 17 の新興国の為替レートも総じて堅調である。この中で1点申し上げておくと、図表 18 (2) の中国人民元であるが、中国当局は先週末以降、人民元の基準値を明確に元高方向に変更してきている。その意図も含め、現在市場の注目を集めている。

以上申し上げたように、前回会合以降も世界の金融市場ではボラティリティの広範な低下、リスクプレミアムの縮小を背景に、低金利と株価堅調、search for yield の共存という好環境が、基調として続いていると思われる。もっとも、市場の一部には、こうしたボラティリティの低下やリスクプレミアムの低下について、例えばリーマン・ショック前の Great Moderation を想起しながら少し居心地が悪いといった感じもあり、何か

をきっかけに調整が起こる可能性も皆無ではないように思う。昨日の世銀の経済見通しの下方修正などもその一例だったように思う。こうした点も踏まえて、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

ご質問をどうぞ。

佐藤委員

今回のECBの一連の措置については、ECBが何を狙っているのか、個人的には今ひとつよく分からない。超過準備、デポジットファシリティに対する付利をマイナス金利化するということが、超過準備は、この前の金融市場局の調節年報にもあったように、最終的にはいずれかの金融機関が必ず保有しなければならず、それを最終的に操作できるのは中央銀行だけなので、付利がマイナス金利化することは、金融機関全体では、負担増となる政策である。この場合に個別の金融機関がどのような対応を採るかについては、例えば、資金繰りに余裕のある銀行であればLTROを返済するかもしれない、その場合、短期市場では流動性の縮小も起こり得る。その一方で、今回、ECBは、本行の貸出増加支援資金供給制度に似たような枠組みであるTargeted LTROという貸出増加策を打ち出している。片方で金融機関に負担増を課しておいて、同時に貸出増加を迫るとするのは、政策パッケージとしては、どちらの方向を向いているのかよく分からず、整合性が取れていないように見える。先程の説明にあったように、もし、今後量的緩和に移行していくことになれば、マイナス金利との矛盾が一層はっきりしてくると思う。このように、ECBは今回の一連の措置で何をしたいのか、何を狙っているのか、個人的にはよく分からない。その辺りを解説してほしい。

山岡金融市場局長

金融市場局の所掌を越えるかも知れないが、個人的な感想を含めて申し上げます。E C Bの今回の政策は、金利か量かという時に、E C Bは quantitative easing の quantitative という考えを採らなかった、つまり色々な面で調達コスト、プライスの方を下げに行った、ということだと思ふ。ご指摘のとおり、超過準備は中銀にとって操作可能な変数であり、これを減らしていけば金融機関の負担増につながる。これは何人かのエコノミストが指摘しているとおりである。超過準備の水準を下げると、超過準備をなるべく保有しないようにするはずだが、一方で、不胎化介入オペをやめており、超過準備を増やしたいのか減らしたいのか分からないという点は、多くのエコノミストが批判している。そのうえでこれらを整合的に解釈しようとするれば、1つは、E C Bの政策の背景には為替への配慮があり、為替への政策効果を考えると何らかの金利引き下げのアナウンスメントが必要であったということだと思ふ。実体的な効果としてマイナス金利に意味があるかどうかは別にして、全体としての預金ファシリティ、M R O、限界貸出ファシリティの金利を、全部引き下げることによって、全体的な短期金利水準の引き下げを図ることがあったと思ふ。E O N I Aでもある程度下落は実現できているので、限界的な利下げの余地を追求していくということかと思ふ。Targeted L T R Oで金融機関の調達コストを直接的に下げていくことを考えると、短期の超過準備、中銀当預の世界では必ずしも整合的でないような政策も一部にはあるかもしれないが、全体としては、プライス、調達コストを下げていくことを目指した政策と捉えられるのではないかと、個人的には考えている。

佐藤委員

貸出を増やしていくということだが、個別の金融機関にとっては超過準備を減らし、貸出を増やしていくことになるが、金融システム全体で見ると、貸出代り金は別の銀行の預金になり、結局のところリザーブとしてまた帰ってくる。その意味では、貸出を増やしても超過準備としてどこかに

戻ってくる。喩えは悪いが、「ババの投げ合い」のようなことになる。結局、金融機関にとってはコスト増要因になってしまうように思うが、それで本当に貸出金利が下がっていくのだろうか、コスト増分を転嫁することになると、貸出金利が思ったほど下がらないということがありうるのではないかと思う。

山岡金融市場局長

ご指摘のような心配はあると思う。金融機関のコスト増分が貸出金利にオンされ、貸出金利が上がってしまうのではないか、という批判はよく聞く。銀行セクターだけを考えると閉じないと思うので、恐らく短期金利全般の低下を促すことによって、CPや社債など欧州の銀行セクター以外の資金仲介ルート全般——これがどの程度あるか分からないが——の金利低下を促していくというところまで考える必要があり、銀行部門だけのコストを考えるとあまり効果はないというのは、そのとおりのかもしれない。

木内委員

この点に関連し、実際には銀行はどのようにして超過準備を減らしていくのかということだが、個別の銀行が減らすのとマクロで減らすのとでは話が違い、マクロで超過準備を減らすのは大変なことである。今回生じる超過準備は、色々計算があるのかもしれないが、2,000 数百億ユーロと言われており、一方でLTROとMROは合計で6,000 億ユーロ程度あるので、その意味では、借りていた分を返済していけば自然に超過準備はなくなるということかもしれない。個別の銀行は、マイナス金利によるコストアップ分を自然体で超過準備を減らしていくのか、それとも、例えばLTROの期限前返済を積極化させるなどの対応を取っていくのか。そうではなく、自行の超過準備を減らせば良いだけなので、他の銀行に資金を出すとか他の銀行から国債を買うなどするのか。これでは、銀行システム全体では超過準備は減らないが、自行の超過準備だけ減らせば良いのであればそのようになると思う。ただ、相手側の銀行は嫌がるのでそこにプレミア

ムが出てくると思う。多くの銀行が買うだろうと言われているドイツやフランスの短期国債にプレミアムが乗ってきて金利が下がってくるとか、EONIAがもっと下がってくるというように、短期的にはもっと金利が下がってくるのか——まさにそれが狙っている政策効果かもしれないが——、それとも銀行は一時的にはコストアップであっても自然体で超過準備を返済していくので大きな混乱はないのか。その辺りの見通しはどうか。

あと国内関連で2点質問がある。1点目は、図表11(2)の長国先物の値幅・出来高比率——従来からこの指標が流動性を計る指標として適当かどうかという議論はあるが——は、足もと大きく下がっており、流動性が高いということになっている。(3)をみると出来高が非常に大きく上昇しているが、一体、足もとで何が起きているのか。大手の金融機関などでは、国債先物のリスク量を一定にするようなプログラミングで取引することがあり、その場合、ボラティリティが下がると自動的に国債先物を買増すオーダーを出すので、流動性が下がると取引量が増えていくという話も聞く。ただ、逆に動くときは逆になる。すなわち、何らかの理由でボラティリティが上昇すると、リスク量が増えてしまうので、自動的に売り注文を出し、逆の動きになってしまう。この指標でみると、国債市場は安定し流動性は益々問題なくなってきたということだが、何かあった時に逆に動くトリガーになるようなシステム取引が広がっているのではないか。

2点目は、長国の買入方針見直しについてである。平均残存期間が長い状況が続いており、それは40年債が入ってきているからという説明だが、買入れが減額される前に早めに持ち込もうということであれば一時的な要因だが、一方で既発債で売り頃のものが増えてきて日銀にカレント物の持ち込みが増えてくるというのは、やや構造的な問題だと思う。その時には、長国を減らし短いところを増やすという調節しかないと思うが、今回の見直しで果たして十分なのか。十分でない時に取引のレンジをさらに変更するような追加策が必要になるのではないか。もし、そのようなこ

とをしていった時に、短期のところを買って長期のところを買わないということは、イールドカーブに対してスティープ化圧力が掛かることになる。今の資産の買入れはイールドカーブをフラット化させるのが本来の目的だとすると、金融市場局としてはディレクティブに沿って金融市場調節を行っているということだろうが、当初考えていたのとは逆になり、政策効果を減じることになるのではないかという気もするが、どうか。

山岡金融市場局長

2 番目の値幅・出来高比率のご質問について、図表 11 (3) の出来高の増加は限月交代によるものである。6 月 11 日に限月交代があり、1 つ先の限月に乗り換える先物取引が積み上がったが、足もとでは鎮静化している。こうした中で、値幅はあまり動かなかったので、割り算で出てくる値幅・出来高比率は相当低くなっている。ボラティリティと売買を機械的にダイレクトに結びつける取引については詳しくは承知していないが、一般には、ボラティリティと長国の売りは昔から相関が強い。つまり、銀行としては自行のリスク量をボラティリティなどで管理しているので、ボラティリティが一定以上高まるとリスク管理上売らざるを得なくなる。そこで、各行が同じようなリスク管理システムを使っていた場合には同時の売りにつながりやすく、国債金利の急騰を招きやすいということは、しばしば指摘されていた。これは、プルーデンス部局でも相当関心を持っており、各行のリスク管理が 1 つのものに揃わないように注意していた。同じプログラムで売買が行われるというようなことは少ないと思うが、木内委員ご指摘の問題については、注意してみたい。

3 点目の買入方針については、非常に難しい問題であり、おっしゃるようにイールドカーブのスティープ化を予想すると、早めに長いところを売りたいということになると思う。一方で、政府の平均発行年限が 8 年の中で平均残存期間 7 年の買入れを達成していくため、執行部としては相当程度の調整を行ってでも 7 年程度を守っていくように調節していかざるを得ない。この方針で大丈夫か、というご質問だが、われわれはシミュレー

ションを行い、今回の3つの方策で、5月までの年限で一定の前提を置くと、これで7年程度の平均残存期間を確保できるという確信を持って変更をした。ただ、率直に申し上げて、6月以降の超長期債の入りがわれわれの想定を上回っていることも事実である。これについてはマーケットの動向を踏まえて必要に応じて手を打っていきたい。

最初のECBについての深遠なご質問であるが、金融機関としては、不胎化オペをやめた分、リザーブが不要であると思えば他の手段で自らの超過準備を減らすことはでき、具体的には、積極的にLTROの期限前返済などをしてくるだろう。マクロでは、金融機関の超過準備への需要が不変であれば、超過準備の額は同じになると思う。つまり、ECBがリザーブを増やす方策を取ってくれば、それを相殺する方向で民間金融機関は減らすための方策を自ら取ってくる。例えば、不胎化オペを減らせばその分LTROを期限前返済すると思う。従って、最終的には、超過準備に関する根源的な需要で決まってくると思う。そこを決めるのは、今後の決済需要や支払需要がどの程度あるのか、その背景の短期金融市場の安定がどの程度維持されるのかによる。短期金融市場が荒れてくれば、金融機関はリザーブを多く持たなければならないし、ECBもそれに応じてリザーブを供給するので結局リザーブも増えることになる。従って、短期金融市場の安定度合いが先行きのリザーブの水準を決める1番大きな変数になると考えて良いと思う。

木内委員

問題のある銀行ほどリザーブを積んでおくということになると、弱い銀行にマイナス金利という事実上のペナルティーがより大きく課されることになってしまうということか。

山岡金融市場局長

そのような状況になれば、その可能性はあると思う。つまり、一定程度の決済需要があり、その中で弱い銀行は心配なので多くのリザーブを持た

ざるを得ず、全体としてリザーブが増えてしまうということは、かつて日本の金融機関でも起こったことである。

白井委員

日本銀行とECBのバランスシートを比べると、日本銀行は、資産買入れや貸出増加支援制度などで2014年末見通しでバランスシートの規模は290兆円で、うち当座預金が175兆円、一方、ECBはLTROなどの資金供給オペとカバードボンドなどを加えると8,900億ユーロで、うち預金は3,500億ユーロと大きな差がある。この6,400億ユーロの差は銀行券であるが、低金利のもとで銀行券需要が相当高まるなど、大きな変化が起こっている気がする。もしそうだとすると、銀行券需要がそれほど変わらず減ることがないとすると、残っているリザーブは3,500億ユーロなのでそれほど大きくない。そのうちカバードボンドや以前買い入れた国債などの有価証券が2,100億ユーロで、その部分は満期保有で減りようがないので、残るリザーブは相当小さいと思っているが、この点、どのようにみているか。

2点目は、図表6(3)で6月5日前の預金ファシリティと超過準備は1,600億ユーロで、それに以前買い入れた5カ国の証券保有で不胎化していた部分があったが、それが1,000億ユーロで、合計すると2,500億ユーロ程度になるはずである。ターム預金は廃止されたので、普通であれば2,500億ユーロになると思うが、数字は1,600億ユーロで変わっていない。そこはこれから1,000億ユーロが入ってくるのか。

3点目は、今回のECBの政策変更前から、周縁国国債への需要が高まり、変更後も需要が高まり金利が下がっているが、この資金シフトはどこからきているのか。まだ短期間なので情報を持っているかどうか分からないが、クロスボーダーで来ているのか。デンマークの場合は資本流入をとめるためにマイナス金利を導入したが、欧州の場合は、株価も上昇しており、資本流入が誘発される方向に働いているのか。その辺りが分かればお願いする。

山岡金融市場局長

3点目の資金シフトについては、欧州周縁国の金利低下と欧州エリアへの資金流入は平行であるという見方が多い。欧州危機の際には、ユーロは非常に安かったが、その後一貫して新興国から先進国への資金フローがあり、その中で特に選好されたのが比較的金利が高めのデットで、具体的には、周縁国の国債が最も魅力的な資産であったということかと思う。ユーロ域外からの資金フローが効いていたということは、多くのマーケット参加者から聞かれている。ユーロと周縁国金利のグラフを書いてみると、ほとんど平行である。つまり、欧州周縁国危機が1番深刻だった時がユーロが1番安く、その後、ユーロ高と周縁国金利低下がほとんど平行に動いている。そのことから、域外からの資金流入が周縁国の金利低下を支えていたことは間違いないと思う。

1番目と2番目の質問については手許に数字がないので、後程調べてご報告する。

白井委員

銀行券のところは後日お願いする。

中曾副総裁

長期金利の各国の連動性について質問したい。一頃は、日本、ユーロ、米国の長期金利は連動している局面があったが、QQEを導入した昨年春先以降、日本は安定しており、その意味で連動性が薄れているようにもみえる。仮に、今後米国金利が反転してきたような場合には、連動性が再び高まることがあるのか。その場合のチャンネル、メカニズムをどのように考えておけば良いのか。例えば、先物主導で長国の現物の金利に上昇プレッシャーが働くのか。その辺りはどのようにみておけば良いのか。

山岡金融市場局長

今でも方向としては似た方向に動くことが多いが、水準が相当異なってきた。現在の 10 年物金利の米国とドイツの差は 1.4%程度だが、これは 1999 年以來の水準である。1~2 日をみると米独長期金利は同じような方向に動くことが多いが、水準としては相当乖離してきている。これがユーロ安・ドル高の一因となっていることは間違いないと思う。そのうえで、米国の金利が上昇してきた場合にどうなるかについては、状況によると思う。つまり、世界的な低金利環境の継続を可能とするような経済環境、例えば相対的に緩やかな成長や世界的な低インフレといった見方が修正される動きが世界的に起こってきた場合、あるいはそのような考えが共有される場合は、各国の長期金利は同じように上昇すると思う。もう 1 つの可能性としては、米国で tapering 後の金利政策のスピードが速まるという見方が意識され、一方で欧州は E C B が緩和を続けるということで、F e d と E C B の政策の方向性の違いが強く意識されるかたちで米国金利が上昇した場合には、ある程度乖離が続くというシナリオもあると思う。要は、シナリオ次第だと思う。

雨宮理事

山岡金融市場局長の説明に関し 2 点補足したい。E C B の超過準備を巡り、どの辺に落ち着きどころがあるかという議論であるが、本来、金融政策の効果は、準備の供給量を中央銀行が一義的に決められることにより発生する。先程、「ババを回す」という話があったが、ババを回して単に帰ってくるだけではなく、そのプロセスで他の価格形成や金利形成が変わることが、中央銀行の金利形成能力の根源であるので、ユーロエリアについては、L T R O の期限前返済で超過準備がむしろ民間銀行の需要によって調整されてしまう。これは、今述べたメカニズムからみるとある意味 leakage になり、中央銀行がベースマネーの供給量を一定にコントロールしたうえでそこからリバランスさせることによって価格に影響を与えるというプロセスからみると、超過準備が調整されること自身が、むしろ政策効果の

波及を妨げる方向に働くのではないかと、個人的には思っている。少なくとも日本銀行の場合は、できるだけ長期債でベースマネーを供給しており、民間銀行の需要では調整できないということが、色々な価格調整の出発点になっていると理解している。

次に、長国オペについてであるが、金融市場局としては金融政策決定会合で与えられたマンデートに基づいて、政策効果を最大限発揮するように調節しているので、仮に、それによって長期金利の形成が政策の目指す方向性と違ってくる可能性があるとするれば、それは決定会合で議論して頂くイシューだろうと理解している。

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。5月のグローバル製造業生産PMIは53.5と4月に比べ幾分改善し、3月の水準にまで回復した。これは、米国や中国を含む新興国で指数が上向いたことによるものである。

米国経済は、図表2-1（1）第1四半期の実質GDP成長率の第2回推計値では、前期比年率-1.0%と大きく下方改訂され、12四半期振りのマイナス成長となった。在庫や純輸出の下向きの寄与度が、基礎統計の追加で拡大したことによるものである。昨日公表されたサービス業サーベイで、保険加入者数の増加が必ずしも医療サービス需要の増加に結びついていなかったことが明らかとなり、25日公表の第3次推計ではさらに0.6～1.0%ポイントの下方修正があるとの見方が出てきている。もっとも、寒波の影響を除けば国内民間最終需要は底堅い推移を示していたほか、第2四半期入り後は、多くの指標でリバウンドが確認されている。(2)にあるように、米国の内需の堅調は、米国の輸入拡大を通じ欧州や中国など他地

域にも好影響を及ぼしている。ただし、産油国や日本からの輸入は、数年来の下降ないし低迷から脱し切れていない。(3)のISM指数は、製造業、非製造業ともにさらに改善したほか、緩慢な動きが続いてきた設備投資も幾分上向いてきている。(5)の住宅着工は、寒波による落ち込みからひとまずリバウンドしているほか、(6)の自動車販売台数も、5月は年率1,700万台を超える水準にまで回復した。図表2-2(1)の実質個人消費は、オバマケア導入による嵩上げ分剥落から全体の伸び率が低下したが、耐久財や非耐久財の消費は拡大している。もっとも、この統計についてもリバイズの可能性があると思う。この背景には、消費者コンフィデンスの着実な持ち直しと雇用者の増加がある。5月の非農業部門雇用者は21.7万人増加し、雇用者数は2008年1月の金融危機前のピークを初めて上回った。

(4)の失業率は6.3%と前月から不変であったが、長期失業者比率や平均失業期間が引き続き大きめに低下した。また、U6失業率が若干ではあるが低下するなど、労働市場の周縁分野での改善がみられた。生産性の低迷もあって、時間当たり賃金はなお少々しくは改善していないが、雇用者数の増加により雇用者報酬全体では着実に持ち直してきている。(6)の4月のPCEデフレーターの前年比上昇率は、コアで0.2%ポイント上昇したが、これは昨年4月の歳出自動削減発動のもとでのメディケア関連の価格上昇率圧縮効果が剥落したことによるところが大きい。

欧州経済では、図表3(1)のユーロエリアの第1四半期実質GDP成長率改訂値は、前期比年率+0.7%と僅かに下方修正となった。ただ、同時に公表された内訳をみると、個人消費や総固定資本形成はそれぞれ4四半期連続でプラスを維持した。輸入の増加で純輸出が足を引っ張ったことが成長率を鈍化させており、循環的な回復のモメンタムは持続しているとみており、(2)のPMI生産指数は、製造業、サービス業ともに上向き基調にあるほか、(3)のコンフィデンスも消費者、企業ともに改善傾向にある。(5)の5月のHICP総合指数は、前年比+0.5%へ低下した。イースターおよびペンテコステの月ずれ要因の剥落で下落したサービス価格が、0.2%ポイントの低下に寄与した。ドイツのHICPも前年比伸び率

が+0.6%にまで低下してきている。これを受け、ECBは6月5日の政策理事会では、中銀預け金金利のマイナス化、銀行貸出促進のための新型オペを含む追加緩和パッケージを決定した。先程も議論があったように、今後LTROの返済がどこまで進み、超過準備がどの程度の水準に落ち着くのか、短期金利がどのようなところに落ち着くのか、といったことが焦点になると思う。今回の積み期が11日から始まり来月の8日までとなっているが、この間、さらに3回のLTRO返済のチャンスがあるので、個別の金融機関がどのように計算して返済してくるかで、全体が決まってくると思う。

次に、中国経済であるが、主要経済指標は明日の公表である。本日までに公表された指標のうち、図表5(2)のPMIは、国家統計局、HSBC/Markitベースともに、輸出向けを含む受注、生産の項目の改善により幾分持ち直した。外需の持ち直しに加え、当局によるミニ刺激策の発動もあって、中国経済のモメンタムはひとまず下げ止まったとみている。(4)の5月の輸出は、季調済前月比で+1.9%となった。香港向けを除くと-0.7%であるが、均してみれば、米欧向けの増加によって第1四半期の落ち込みからリバウンドしつつある。輸入については、季調済前月比で-4.0%となった。成長率に比べて輸入が大きく下振れる傾向が、このところ続いている。足もと、特にASEANや、欧米・アジア以外のその他地域からの輸入が弱くなっている。図表6のNIEs・ASEAN経済は、韓国、台湾では輸出や生産の伸びがこのところ一服している。特に、韓国では、ウォン安修正の影響もあって、中国向け素材の輸出が減少している。韓国では、フェリー事故を受け消費者コンフィデンスが落ち込み、小売関連にも影響が及んでいる。一方、ASEANでは、第1四半期に鈍化したが、全体を大きく押し下げたのは、政治情勢の不安定化で観光や内需が打撃を受けたタイであり、フィリピン、マレーシア、インドネシアは減速しているとはいえ、比較的底堅い動きと評価している。

最後に、国際金融市場については、ECBの政策変更や米国雇用統計がほぼ市場予想どおりとなった安心感も手伝い、先進国の株価は堅調な企業

収益に支えられて上昇基調となる一方、長期金利も低水準ではあるが幾分切り上がってきている。新興国の為替相場や株価は、調整局面からの修正が続いており、図表7-2(4)にあるように債券を中心に資金が流入してきている。ウクライナ、ロシアについても、ロシアが国境付近に展開していた軍を引き上げたり、プロシエンコ新大統領と対話に臨む姿勢を示すなど宥和的な対応に出ていることもあって、調整幅が縮まってきている。

以上を総合すると、海外経済の評価は、これまでの評価から、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」と半歩進めることが適当と考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

ドイツについて質問する。ドイツの5月HICPの+0.6%は、イースターの影響があったとしても低過ぎる。雇用面では、失業率がかなり低い水準で推移し、自然失業率を下回っていると言われる中で、実質賃金への上昇圧力は全くないようである。別のデータでは労働生産性の伸びが1%で、本来ならばもう少し実質賃金が上がっても良いのに、全く賃金上昇圧力がないことを、どのように考えれば良いのか。ユーロ高で輸入品の価格が下がっているのか、あるいはユーロ高期待とは関係ないのか。その辺りは、どのようにみているのか。

また、ドイツの経常収支黒字は、対GDP比で7%程度の水準が続いているが、高過ぎると思う。その背景の1つに、設備投資のGDP比が落ちていることがあると思うが、経済状態が悪くなくなっているにもかかわらず、設備投資が非常に緩慢で投資が伸びないので、労働生産性ももっと上がるはずのところが上がらない。潜在成長率も恐らく落ちてきていると思うが、その辺のところをどのように考えたら良いのか。ドイツでインフレ率が上がってくれないとリバランスが起きず、ユーロ圏で2%近くの

インフレ目標を達成するためには、周縁国のインフレ率がコア国を下回らなくてはならない。そうすると、ドイツでもっと上がらないとリバランスもなかなか起きず、ユーロ圏の問題がうまく解決していかないような気がするが、どうか。

外山国際局長

1 番目と 2 番目の問題は繋がっていると思う。ドイツに限らず先進国全てで、企業が収益力を回復させつつあるのに、キャッシュを労働者に分配することなく自らの手許に置いておこうとしているような問題だろうと思う。ご指摘のようにドイツの賃金は、金融危機後、2010～2011 年にかけて比較的大きめに回復したが、2011 年以降、失業率は長期均衡にかなり近づいてきている状況にもかかわらず、時間当たり賃金の伸び率が段々低下してきている。ここはシュレーダー改革以降の様々な構造的な要因や、製造業が中東欧に工場を展開させていくといった圧力を示唆することで労働組合の力が相対的に低下してきていることが、大きな要因の 1 つではないかと思う。ドイツの H I C P を分解してみると、財コアの部分の寄与度が低下してきているので、ユーロ圏の他の地域から安価な物品の流入も影響していると思う。工場の移転という目に見えるかたちもそうであるが、間接的なかたちでもユーロ圏内、中東欧等との競合関係はかなり意識されてきており、これが実質賃金の決定に影響を与えてきているというのが、取り敢えずの結論である。

2 つ目のご質問も根っこのところは同じだと思うが、ユーロ圏のリバランスにとって望ましいのは、若干のユーロ安を現出することで、ドイツでインフレ率を少し引き上げ、周縁国におけるデフレをゼロ以上に引き上げることで、全体として 2% を若干下回る程度の E C B の目標に近づけていくことができるのだろうと思う。ただ、ドイツ国内ではインフレに対する思いは非常に強く、ドイツ国民の反感を買わずに、しかし全体として今申し上げたようなことのために incipient なインフレ率の上昇を如何に実現していくかというところに、E C B も含めて政策当局者は腐心している

と思う。その1つが先般の6月5日の決定だったと思っている。

木内委員

イエレン議長の発言などもあって、最近の米国の賃金の動き、雇用関連の指標に注目が集まっているが、賃金といっても多くの指標があり、どの指標に注目すれば良いのかというのが1点目の質問である。例えば、図表2-2(5)の時間当たり賃金でみると、管理職を除くベースなのか、管理職を含む全体なのか。1番ポピュラーな管理職を除くベースでは、2012年、2013年から上がるかたちになってきており、インフレの先行指標としてみるのであれば、インフレ圧力が少し高まってきて、短期の失業率と賃金との関係はそれなりにあるという結論になってくると思うが、一方で、カバレッジを広げた全労働者では、賃金の基調的な動きは2010年頃からあまり変わっておらず、労働需給等はあまり関係ないように見える。それでは、管理職を除くベースでみれば良いのかというと、2010年、2012年辺りの振れは大き過ぎるような感じもあり、果たしてどちらのほうที่สำคัญなのだろうかと思う。一方、労働需給の指標ではなく、インフレ指標としてみる場合はFRINGE・ベネフィットも入った方が良いのではないかとも思う。そうすると、例えば労働コスト指数があるが、労働コスト指数でも伸び率はあまり動いていない。労働需給の逼迫度を測るためなのか、インフレリスクを測るためなのか、目的にもよるが、果たしてどの指標をみるのが良いのか、あるいはどのような指標を組み合わせると判断していくのが良いのか、という点を教えて欲しい。

もう1点は、経済の話からは少し外れるかもしれないが、geopolitical面で最近気になっているのが、ロシアと中国の接近である。例えば、ロシアが中国向けの天然ガス輸出の契約をしたとか、ロシアの企業が貿易面で人民元を活用しようとしているといったニュースがある。きっかけは、ウクライナ問題による制裁であろうが、中国にとっては漁夫の利を得ているような感じがある。資源が豊富だが経済は比較的小さいロシアと、経済規模は非常に大きい資源が十分ではない中国が手を結ぶようなかたちに

なると、経済ブロックのような感じにならないか。そうなった場合、例えば、ヨーロッパとロシアの持ちつ持たれつの経済的な関係で政治的な安定も保たれたところが崩れていく、あるいは安全保障面では、米国にとって2つの国が結びついていくのは大きな脅威にならないだろうか。近い将来の話ではないと思うが、長い目でみた場合、安全保障の問題や政治的な問題、そしてもしかしたら経済への影響もあるのではないか。また、geopolitical なリスクが高まれば、国際金融市場や商品市況の問題になるのではないか。このように、少し長い目でみると、大きなテーマになるのではないかという感じもするが、この点、考えがあれば教えて欲しい。

外山国際局長

最初の点は、ご指摘のように指標によって特性が違うので、それぞれみていくしかないと思う。時間当たり賃金を、除く管理職ベースと全労働者ベースの2つを並べているのも、動きがこのところ分かれているといったことをお示ししたかったからであり、同じ動きであれば2つ載せる必要はない。管理職といってもかなり幅の広い範疇であり、先般別の機会にご説明したような格差の問題がここに表れているということではないかもしれないが、一定程度所得層の乖離がここに表れているとすると、その影響が経済成長、あるいは消費動向にどのような影響を与えていくかという考え方の違いによって、どちらの指標を重視していくかということになっていくと思う。労働コストについても常にフォローしているが、あまり違いはないので、参考程度にはみているがこの資料には掲載しなかった。

2つ目の質問については、私にはお答えしきれない問題だとも思うが、今回、ロシアと中国が、ウクライナ情勢の緊迫化、制裁等があった後に急接近し、長年の懸案であったロシアから中国へのガスの輸出についても、最後は税金をまけるといったプーチン大統領の決断でまとまった。ただ、これが、例えばNAFTAや環太平洋、ヨーロッパと同じような意味で経済ブロックになるかということ、恐らくそこはなかなか難しいものがあるだろうと思う。例えば、国境付近では中国人が国境を越えて色々商売を行っ

ていることで小競り合いや色々なトラブルが起きているといったようなこともあり、国境を接している両国の関係が、全ての面でスムーズにしているということでは必ずしもないので、補完的な関係が認められる限りにおいて、取り敢えず西側に対する牽制という点を含めて、今回は前向き感を出しているということではないかと思う。これが今後どのような方向に発展するかは、経済以外の様々の要素にも依存すると思う。

宮尾委員

図表 5 (6) の中国政府の経済政策スタンスについての最近の動きをみると、中身は中小・零細企業向けの対応で、基本的には小粒の対応かもしれないが、これについては、どのように評価されているのか。経済全体の安定化にとってある程度意味がある政策なのか、それともネグリジブルなものなのか。この辺りは、どのように受け止められているのか。伝統的な大掛かりな景気対策は、過剰設備のもとではできないと思うが、ターゲットを絞った小粒な政策がマインド改善や安定化に寄与するとみて良いのか。この点、どのような議論があり、実効性も含めてどのような評価になっているのか、教えて欲しい。

外山国際局長

中国政府は、景気対策ということとともに、中国社会の中で渦巻いている様々な不満を宥め、懸案としての構造改革を同時並行的に進めていくために、一石二鳥、一石三鳥的な効果を狙い、図表 5 (6) に掲げられているような政策を繰り出していると思う。中小企業については、今後の中国の展開を考えていくと、サービス業、特に都市におけるサービス業を国有企業に頼らないかたちで発展させていかなければならないということがあるので、規模が小さくても今後大事にしていかなければならない民間セクターを政府が支援していこうということで、このようにやっているのだらうと思う。ただ、中小・零細企業相手なので、景気の底上げに直ぐに目覚ましく大きく繋がってくるということでは、恐らくないのであろうと思

う。景気の底上げという点では、鉄道建設やバラックの住宅建設といった公共投資的なものが依然として中心だと思う。しかし、構造改革を進めながら、社会を構造全体として良い方向に進めながらやっていくという姿勢を示すという意味では、大きな意味があると思う。

佐藤委員

同じく中国に関して、図表 5 (2) の PMI の動きをみると、このところ持ち直しているが、この動きは今年の動きとよく似ている。HSBC/Markit ベース、国家統計局ベースともに、年央にかけて下がってその後持ち直しているが、これは恐らく、何もしなければ経済のモメンタムが段々落ちていき失速の兆しが出てきて、景気対策を打つことで持ち直していくという政策パターンも影響していると思う。明らかに季節性があるようにみえるが、以前、国際局で独自に季節調整をかけていると聞いたことがあるが、それによると実勢はどのようなになっているのか。イメージを教えてください。

外山国際局長

中国の場合、年間の計画経済という側面が残っていることや春節といった大きなイベントがあるので、季節的な変動がかなり大きいと思う。われわれの方で PMI に季節調整をかけたところ、例えば、国家統計局ベースの製造業 PMI で、季調前が 50.8、季調値も同じく 50.8、輸出向け受注 PMI では、季調前が 49.3、季調値が 48.5 となり、5 月の数字では未季調と季節調整済みとで大きく異なるといったことはない。佐藤委員ご指摘のように、特に昨年と今年では、年の前半に大きく落ち込んで、その後景気対策が打たれて持ち直していくというように、似通った面があるが、こういったことが季節調整要素に取り込まれていけば、こういったパターンを反映して季調済の計数ができていくのであろうが、それ以前の計数をご覧頂くと、2011 年、2012 年で必ずしも同じようなパターンが現れている訳ではなく、今ご説明した季調済計数の動きは、ご指摘のような動きを特

に反映しているということではないと思う。

黒田議長

他に質問はあるか。外山国際局長は、今回の決定会合が最後となる。外山国際局長は、2009年の3月から2011年5月までは金融市場局長として、2012年12月以降は国際局長として、決定会合での確な報告をして頂いた。長い間本当にお疲れ様でした。

外山国際局長

ありがとうございました。

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15分でお願する。

(15時10分中断、15時15分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告 (資料-4)

黒田議長

決定会合を再開する。それでは、国内経済情勢について説明をお願する。

前田調査統計局長

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

図表1は1~3月の2次QEであるが、前期比+1.6%、年率+6.7%と1次QEから幾分上振れた。これは、法人季報を反映して、民間在庫品増加、すなわち在庫投資でマイナス寄与が拡大したが、それ以上に設備投資の寄与度拡大が大きかったことによるものである。設備投資については、

各種の駆け込みに加え、法人季報で金融・保険業の設備投資が相当強かった。ざっと計算すると前期比約 6 割増なので振れも影響していると思われる。1～3 月の設備投資は前期比+7.6%であるが、このような振れ等が恐らく半分以上あると思われるので、個人消費と同様、4～6 月には反動減となるとみておいた方が良いと思う。こうしたことから、4～6 月は、在庫、純輸出はプラスに転じると思うが、GDP 全体としてみれば、一旦かなりのマイナスになるとみている。

公共投資は、新たな指標は出ていないが、聞いているところでは、2013 年度の補正予算の効果に加え、2014 年度当初予算の前倒し執行の効果が出てきているようである。本日公表された 4 月の機械受注でも、官公需向けは前月比で 4 割増となっており、かなり前倒しで発注されているようである。ご案内のとおり、政府は物件費を含めて前倒し執行を目指しているので、駆け込みの反動の影響がある程度和らげられることが期待できると思う。

図表 5 の輸出入は、4 月の通関が出ており、輸出は前月比+1.3%、輸入は-9.9%と、3 月とは逆の動きになった。四半期でみても同様だが、4 月の輸出の 1～3 月対比は+0.4%なので、横ばい圏内の動きとの判断を維持することが適当だと思っている。この結果、4 月の対外収支、例えば実質貿易収支は、輸入が相当減っているのでかなり改善し、経常収支も 4 月は 5 か月振りに小幅ながら黒字に転化した。図表 7 (2) で輸出を財別にご覧頂くと、あまり特徴はなく、いずれも 4 月までの時点では横ばい圏内の動きである。われわれは、これまで輸出が弱かった一因として、1～3 月には自動車関連あるいは鉄鋼において国内出荷優先のスタンスがあり、これが輸出を抑制したとみていたので、春以降徐々に変化し、次第に輸出が増えていくと期待している訳であるが、今のところそれが明確にはみえていない。その背景としては、前回会合で佐藤委員からもご指摘があったが、国内出荷優先の影響が 4 月もなお残っているかもしれないし、また 1～3 月に海外経済がかなり減速したことがある。図表 11 (2) のわが国が直面する海外経済の成長率をご覧頂くと、主要国・地域計の第 1 四半期実

質GDP成長率が前期比年率+1.6%とかなり減速しているのので、この影響が少しラグを持って残っているのかもしれない。この2つの要因が考えられ、現時点ではどちらの要因が優勢かははっきりしないが、もし後者が優勢であれば、輸出の回復にはもう少し時間がかかる可能性も念頭に置いておく必要があると思う。ただ、先行きについてみると、第1に、米国経済の回復は明確になってきており、自動車販売もはっきり増加している。第2に、以前から申し上げているとおり、iPhone6関連の電子部品等の受注が増えているとの情報が、引き続き聞かれている。第3に、これも前々から申し上げているとおりであるが、図表10(4)の機械受注の外需をご覧頂くと、本日出た4月の数字では、前期比で+76.2%、4~6月の見通しは前期比+33.5%と非常に増えている。中身をみると、化学機械等大型案件が集中したということで、出来過ぎであることには間違いないが、比較的滑らかな動きの工作機械でも増えているので、取り敢えず受注からは、方向としては資本財も増えていくとみられると思う。以上の点を踏まえると、輸出は緩やかながらも次第に増加に転じていくという見方を維持して良いと思っている。

続いて図表14で法人季報の数字が出ている。振れはあるが、いずれのセクターでも、収益は増加傾向である。図表13の野村証券調べの経常利益見通しをみて頂くと、6月時点で、2013年度が4割増益の後、2014年度も1桁台後半の増益が続くという見方になっている。3月から少し下振れているのは非製造業中心であり、これは電力の下振れによるものである。

企業マインドは、直近のものとしては図表15で景気ウォッチャー調査——正確には、企業マインドという訳ではないが——が出ているが、現状は、5月は45.1と4月の41.6から幾分改善し、先行きも53.8と上がっているのので、消費税率引き上げの影響は一時的にとどまるといった見方が増えつつあるように思われる。

このもとで設備投資であるが、図表16の法人季報については、1~3月は前期比+3.1%と4期連続の増加となった。特徴としては、製造業が+5.5%とはっきりと増加してきており、これまでずっと下がっていた大

企業製造業で、ようやく設備投資が増え始めた。足もとの動きをご覧頂くと、資本財総供給は1~3月が相当高く、4月は建機等で反動が出ているのでマイナスになっている。一方、先行指標の建築着工床面積は、供給制約の影響もあり鈍化している感じはあるが、ウエイトの高い機械受注は、本日朝出た4月の計数によると、民需除く船舶・電力の前月比が3月+19.1%の後、4月が-9.1%と反動減になっている。ただ、四半期で見ると、1~3月に4.2%増えた後、4月の1~3月対比が+0.3%と高水準横ばいで、受注ベースではそれほど大きな反動は出ておらず、底堅い動きとみて良いと思う。

図表20は日経の設備投資動向調査であるが、(1)大企業全産業をご覧頂くと、2013年度の実績見込みが+10.8%の後、2014年度当初計画が+7.6%と、少し減速しているが高めの伸びが続いている。国内外別には、海外は2013年度の+24.9%から2014年度+5.2%へと鈍化する一方、国内は+7.4%から+15%へと伸びを高めている。昨年頃までは、それまでの円高の影響もあって、どちらかという海外中心であったと思うが、今年度辺りから、どうやら国内もそれなりに出てきているようである。

続いて個人消費であるが、4月の統計が概ね出揃い、財消費については反動減がはっきりと表れている。5月については、唯一出ているのが図表23(2)の自動車であるが、ほぼ横ばいとなった。現時点では、企業からは、まだ受注に改善ははっきりみられていないので、もう少し水準が切り下がる可能性もあると思っているが、自動車のような耐久財は反動減が2四半期位は続くものなので、今のところ各社とも冷静に受け止めていると思う。百貨店、スーパーは、4月までしか出ていないが、各社からのヒアリングでは、百貨店を中心に5月はリバウンドしたようである。同時に、百貨店からは5月半ば以降戻りがやや鈍い、スーパーからは所得の低い層を中心に節約志向がじわじわ出ている、といった指摘があるのも事実である。この辺りは注意が必要だが、消費税率が上がっているので、何がしか実質所得効果が出るのは自然だと思うので、少なくとも6月頃までは反動減の影響が続くとみておいた方が良いと思う。図表24(2)のサービス消

費は、4月の外食はしっかりしており、旅行はまだ3月までしか出ていないが、ゴールデンウィークは日並びが良くなく今ひとつだったが、夏休みの予約はますますと聞いている。図表25の消費者コンフィデンスでは、5月の消費者態度指数は幾分改善している。景気ウォッチャー調査の家計動向関連も幾分反発し、先行きもさらに改善しているので、先行きに対する期待はそれなりに広がってきていると思う。

以上を総合すると、消費税率引き上げの影響については、反動減は各種データで明確に確認されてきているが、それを契機として消費の基調に変調が生じるような動きが出ている訳ではなく、底堅いとの判断を変える必要はないと思う。

図表26の住宅については、4月の新設住宅着工戸数は90.6万戸と3月から幾分増えており、これだけを見ると下げ止まりの兆しのようにもみえるが、業界からは、今のところ地方での持ち家を中心に受注改善の動きはまだはっきりとは確認できないという声が多いので、もう少しデータの蓄積を待つ必要があると思っている。

図表28の生産は、4月が前月比-2.5%、1~3月対比で-2.8%と反動減となっている。その後の予測指数では、5月+1.7%、6月-2.0%と、主に自動車の動きを反映して一進一退の状況となっており、4~6月は前期比-2.3%とこれまでみていた程度の落ち込みが予想されている。7~9月については、企業の見方は前月と変わっておらず、小幅増加するのではないかとの感触を得ている。この背景には、自動車関連の下げ止まり、電子部品・デバイスが新型スマートフォン関連中心に増加、設備投資関連も堅調ということがある。

続いて、図表33の雇用は大きくは変わっていない。4月の統計がほぼ出揃い、職業安定業務統計では、新規求人倍率が、恐らく駆け込みの反動の影響で少し下がっているが、有効求人倍率は1.08倍とリーマン・ショック前のピークに並んだ。新規求人自体も4月は少し持ち直してきている。失業率も変わっていない。毎月勤労統計をご覧頂くと、4月の賃金は前年比+0.9%と3月の+0.7%から少し伸び率が高まり、はっきりとしたプラ

スになっている。中身をみると、所定外給与が前年比+5.1%と引き続き増加したほか、特別給与が+20.5%とかなり高かった。この時期はボーナス時期ではないが、例えば、ベアを見送った先で各種手当や一時金が増加したことが背景にあるのではないかとみている。なお、所定内給与は引き続き-0.2%と若干のマイナスが残っているが、この時点では、ベアはまだほとんど反映されていないと思われるし、昨年4~5月の所定内給与がたまたま高かったことの反動が出ているようである。さらに、4月はパート比率が再び幾分高まったことが影響していると思う。いずれにせよ、賃金の基調を見極めるためには、公務員給与の戻りの影響も含め、もう少しデータの蓄積を待つ必要があると思う。各種の調査では、夏季賞与はかなり伸びを高めそうであり、経団連の調査では昨年の前年比+5%に対し今年には+8.8%とかなり強いので、賃金全体としてみれば、夏場にかけて伸び率を幾分高めていくのではないかと考えている。

最後に物価であるが、図表37でCPIをご説明する。4月は、全国の除く生鮮食品で前年比+1.5%と、3月の+1.3%から幾分伸び率を高めたかたちとなっており、想定範囲内ではあるが、前月私が申し上げていたよりも若干強めのイメージである。ただ、これからも想定対比強めでいくかということ、どうやらそうでもなさそうであり、5月の東京は幾分低下している。元々4月が当面のピークとみていたが、全国の4月は、食料品、日用品で消費税増税分以上にコスト転嫁を図る動きが思ったよりも強まったようであり、5月はその値戻しのようなものも一部にみられたようである。こうしたことも踏まえると、5月の全国は、+1.5%から幾分低下し+1.3%程度まで戻る可能性もあるとみている。その後の見方については前月までと同様で、夏場にかけてさらにもう少し低下していくと思っている。極く足もとは強めの部分もあったが、少しは改善するかと思っていた家賃がなかなか改善せず、6月の携帯電話の新プラン導入が、どのように影響するか分からないが、CPIには少しマイナスに効きそうなので、これまでの見方どおり一旦1%に近づくようなかたちでみておいた方が良いと思う。ただ、基本的には、1%を割っていくような展開にはならない

と考えている。

追加でお配りした資料-4(参考計表)【追加】で企業物価をご説明する。図表1の国内企業物価は、3か月前対比で、3月0.0%、4月+0.1%の後、5月が+0.4%と伸びを高めている。この主因は、図表2(2)をご覧頂くと、電力が上昇したことであるが、それ以外にも、4月、5月辺りでこれまでのコスト高を転嫁する動きや機械類等で需給改善を反映した動きもみられており、当面、同程度の緩やかな上昇が続くとみている。

以上を簡単にまとめると、景気および消費者物価は、全体として、基調判断や先行き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影響については、引き続き概ね企業の想定の範囲内であり、マインド指標や企業ヒアリングからは、次第に薄らいでいくことを示唆する材料が増えつつあると思うが、マクロ、ミクロ両方の情報をもう少し集めて判断していく必要があると思う。輸出については、現時点では持ち直しが確認されていない点が引き続き少し気になるが、今のところ企業の受け止め方は冷静であり、輸出がなかなか伸びないからといって、それが設備や雇用の弱さに繋がる動きはみられていない。その背景としては、企業が内外の棲み分けを明確にし、国内では戦略投資や本社機能の充実といったサービス化を目指しているといったことがあると思う。ただ、新興国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こともあり、今後、海外経済、そして輸出がどのように展開していくか、引き続き注意深く点検していく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

3点質問したい。1点目は輸出についてである。4月の実質輸出は思ったほど伸びなかったとの印象を持っており、5月も上中旬の数字からは少し弱そうな感じ——上中旬の数字からの推計は当てにならないかもしれ

ないが——である。このように、貿易統計からは輸出が戻ってくる感じはない。一方、機械受注統計によれば4月の外需は非常に増えている。増税前の駆け込みであれば、受注ベースではなく出荷ベースでの輸出が増えるはずだが、実際はそうはなっていない。その点はどのように考えているのか。

2点目は労働市場についてであるが、所定内賃金の前年比をみると依然としてパート比率の上昇が賃金の押し下げに効いているが、瞬間風速では、パート比率の上昇はやや止まってきている。労働需給が逼迫し、正社員化の動きがでてきていることを考えれば、当然であろうし、その結果として賃金も上がりやすくなってきて、春闘の影響も加わってくるので、方向としてはそうだと思う。ただ、2005年辺りもパート比率の上昇が一旦止まったかのようにみえたが、それは一時的なもので、その後の景気後退もあってパート比率の上昇は続いた。判断は難しいかとは思いますが、パート比率の上昇が足もと止まってきているのは、果たして雇用慣行が変わってきたという構造的な背景と考えると良いのか、それとも、労働需給が緩和すればまた巻き戻される循環的なものなのか。長い目でみた賃金にも影響があると思うので、現時点での判断があれば教えて欲しい。

3点目は物価に関してである。物価の説明の際にスマホの話がされたが、6月は通信費と通話料の両方で値下げする動きがあるが、これがフルにCPIに反映されると結構マイナスに効いてくるのか。少し効くかもしれないとの説明であったが、それは、フルには転嫁されないという意味か、それともフルに転嫁されても影響は小さいということか。一方で、影響はないのではないかという見方もある。例えば、基準改定の際の制度変更に反映されるので、制度変更されない限りは影響を受けない、あるいは中間時点の見直しでないと影響を受けないという話も聞くが、もしそうだとすると、いずれは後になって影響は出てくる。前々回の基準改定の際、携帯電話の通話料が予想外に下振れてしまった経験があるので、今の時点で明らかになっているところがあれば教えて欲しい。仮に、今回影響を受けないとしても、総務省の方針としてスマホの通話料を下げている

ので、長い目でみて物価を抑えていく要因になるのではないかと思うが、どうか。

前田調査統計局長

1 点目の輸出については、4 月は増えたことは増えたが、5 月はもう少しみないと分からない。上中旬の数字をみる限りあまり増えそうな感じはない一方、企業から聞くと、どんどん輸出が増えていく訳ではないが、方向としては輸出は増えていくという声の方が多い。実際の通関統計と企業からのヒアリング、機械受注の数字とはやや乖離しているので、違和感があるというご指摘はそのとおりかもしれない。ただ、輸出に先行する受注も増えているので、タイミングは分からないが、普通に考えれば、先行き輸出は増えていくのではないかとみている。自動車についても、米国向けも4 月辺りは輸出は増えていないが、図表 8 にあるように、4 月、5 月と日本車の販売がそこそこしっかりしており、5 月にはシェアも少し上昇している。現地で販売されている日本車の3 割程度は日本から輸出しているが、5 月の日本車の在庫は減っており在庫補填の動きもあるので、先々日本車の輸出も少し増えていくと思っている。

木内委員

マイクロヒアリングについては、生産については信頼できる精度があると思うが、輸出についてのマイクロヒアリングは、マクロの輸出といつも少しずれているような印象がある。例えば、産業やサンプルが偏っているというようなことはないのか。マイクロヒアリングでは自動車のウエイトが高く、自動車の輸出はかなりの的確に把握できるが、輸出に占める自動車の割合は高いが全てではなく、輸出の相当部分を占めるアジア向けでは、自動車の比率は低く中間財の比率が高いが、マイクロヒアリングでは大手自動車メーカーの情報に引っ張られてしまっているというように、マイクロヒアリングとマクロ統計で、生産ではあまりずれないが輸出ではニュアンスがずれてくるというようなことはないのか。

前田調査統計局長

われわれはそのようには思っておらず、輸出の見通しを外す時は生産も外す——最近は大きくは外していないが——ことが多い。マイクロヒアリングといっても企業から細かな数字を聞ける訳ではなく、企業から聞いている時に、海外需要と輸出が混在し、輸出ではなく現地生産で対応するというようなことが、四半期の前期比というレベルでは時々生じることがある。

2点目のパート比率に関しては、図表35をご覧頂くと、(2)の一般の1人当たりの名目賃金、パートの時間当たり名目賃金ともに、緩やかに伸び率を高めてきているので、個別にみれば賃金は上がる方向だと思う。(3)の所定内賃金の寄与度分解をみると、パート労働者比率要因は少し縮小している。これが循環的なものか構造的なものかは分からないが、2000年代半ばと比べて異なる点としては、小売業・サービス業などでは正規社員化しないと人手を確保できないようになってきているので、その意味では構造的な部分もそれなりにあると思っている。ただ、マクロ統計でパート比率が下がってくるかどうかについては、シニアの増加、すなわち一旦リタイアした団塊の世代の労働参加や、女性の労働参加などで、みただのパート比率が結果的にはあまり下がらないかもしれない。このように、マクロ統計が必ず下がるとまでは言えないが、方向としては構造的に正規化が進むと思う。

3点目のスマホの新プランのCPIへの影響については、6月に下がる可能性があるとして申し上げたが、新しいプランを総務省がどのように取り扱うかは現時点でははっきりしたことは分からない。今のCPIの作りに従えば下がるのではないかとみているということである。新プランは、基本料金980円を2,700円にして、かけ放題にするというもので、人によっては値上げになるが、新しいプランでかけ放題になった時に、電話を多くかける人にとっては下がる。ただ、これがCPI計算上どのように扱われるかはわれわれも分からないので、下がる可能性を念頭に置いておいた方がよいということである。どの程度影響するかは正直分からないが、機械的

な試算では、もし3社が導入すると0.1%ポイント近くの下げ要因になると、現時点ではみている。

佐藤委員

2点質問がある。1点目は設備投資についてであるが、図表20の各種の設備投資調査で、2010年以降、調査間のばらつきが大きくなってきているように思う。理由として考えられるのは、例えば日経の設備投資調査は連結ベースで海外の設備投資が入っており、その分高めに出るということがあり得るが、ただ海外展開は2010年以降急激に増えてきている訳ではなく、それ以前からあったので、なぜこれほどばらつきが大きくなってきているのか。非製造業でもばらつきが出てきているが、その辺りの背景が分かれば願います。

2点目は、景気ウォッチャー調査で、先月の判断で先行きの判断が急激に戻っている。50超にまでシャープに戻しており、しっかりしているとの印象であった。直近のデータでは、先行きの判断はさらに改善しているが、現状判断の戻りは今ひとつで、戻りのペースは先行き判断に比べるとずいぶん鈍い気がする。先行き判断は、現状判断に1か月程度先行しているというのが経験則で現状判断のほうも恐らく戻っていくと思うが、それにしても戻りのペースが先行き判断と比べるとずいぶん鈍いと思う。この点、少し心配しているが、その辺りの見方を教えて欲しい。

前田調査統計局長

2番目の質問については、私はそのようには感じていなかったが、先行き判断は2~3か月先の判断で、4月時点では現状が41.6、先行きが50.3である。3か月先だとすると単純に3で割ると1か月に3ポイント程度上がる計算になり、5月の現状が45.1であったので、大体その見通しに沿って上がっているとも言える。5月時点では、現状判断の戻りが遅いとは言いがたいとみている。

1点目の設備投資に関しては、製造業についてはご指摘のとおり連結と

単体の差ではないかと思っている。2008年のリーマン・ショック以降の円高で2010年頃から海外投資が相当増えている。それ以降の数年間、例えば、日経調査と国内調査の短観の乖離が広がっても不思議ではないと思っている。法人季報との乖離についてはよく分からないが、日経調査と短観についてはそのようなことが言えると思う。非製造業については、詳細には分析していないので、サンプルが違うからとしか言いようがないが、何かわかればお伝えする。ただ、非製造業も2010年以降、アジア中心に海外展開しており、それが製造業と同様の理由で影響しているかもしれない。

佐藤委員

日本政策投資銀行の調査は海外を含む連結ベースなのか。

前田調査統計局長

国内だけである。ただ、海外は別途調査していたと思う。

中曾副総裁

賃金と物価の関係について、確認しておきたいが、今年度のベアを含む賃金の上昇率を前提とした場合、ベアが上がると基本給が上がるので残業代やボーナスも上がるというメカニズムもあると思う。先程の話では、ボーナス自体も結構良さそうだという感じだが、今後、どのようなメカニズムを通じて、賃金の上昇が一致性なり遅行性をもって物価にはねていくのか。

前田調査統計局長

賃金が物価に先行するか遅行するかについては、長い目でみると、先行することも遅行することもあり、なかなか時差相関が見受けられない。メカニズムとしては、コストと需要の両方があると思う。賃金が増える時は個人消費も良くなり、需要が強いと値上げしやすくなるという部分があ

る。賃金、特にパート賃金が上昇すると、サービス業のコストが上がり、コスト面から物価上昇につながっていく。良い循環の時は需要も良くコストも上がっていくので、それが両方起きると思う。われわれは今後、物価が上がっていくと同時に賃金も上がっていくとみているので、大雑把に言えば、消費も良くなり賃金、コストも上がるという両面から物価にプラスの影響を及ぼしていくと考えている。

白井委員

参考1(1)で消費総合指数の97年と今回の比較をみると、今回の消費総合指数の反動減は97年に比べ大きかったが、その主因は、参考1(2)の家電販売額の大きな反動減であったと思う。一方で、消費動向調査では、5月の買い時判断が大きなプラスになっているが、それはよく指摘されるようなディスカウント販売において起きているのか、それがなくても量的にはまた戻ってくる方向なのか。先行きのことなのでタイムラグがあるのかもしれないが、今後、家電販売額、消費総合指数をどのようにみているか。また、(3)の新車登録台数は、駆け込みは大きかったが反動は小さく、しかも5月に少し上がっているので、新車に関しては97年対比では良い状況であったとみられるのか。また、参考2(8)をみると、景気動向指数が、消費税率引き上げ前から、急激に悪化しているような感じだが、今後についてはどのようにみているのか。

前田調査統計局長

生産が落ちれば景気動向指数も落ちる。景気動向指数は、生産と小売関連の統計が多いので、これらはいずれも4月には落ちているので、それで落ちている。

白井委員

さらに落ちていくとみているのか。

前田調査統計局長

4～6月で消費増税の影響は薄れ、7～9月にかけて戻っていくと考えている。

最初の質問については、家電販売額は消費総合指数には使われておらず、消費総合指数では前回よりも反動減が大きいようにみえるが、実は駆け込みも反動も若干大きい。消費総合指数には、需要側の統計が半分入っており、家計調査、消費状況調査の振幅が大きいことが、これに影響していると思っている。新車販売が前回よりましかどうかを、現時点で自信をもって申し上げられるほどの材料はない。消費全体でもそうだが、97年は4月に落ち込んで5月も低迷が続いたあと、夏場にかけて一旦持ち直したが、その後、アジア危機や金融危機で再び落ち込んでいった。そちらのほうが重要ではないかと思うが、細かなところで前回と比べてどうかについては、もう少しみないと分からないと思っている。

白井委員

耐久財の買い時判断は5月に上昇している。5月の東京のCPIをみると、耐久消費財の伸びがなくなっている。これらのことから、ディスカウントのようなことが起きて買い時と判断されているという気がしているが、この辺りはどのようにみているのか。

前田調査統計局長

5月の耐久財の買い時判断は改善しているが、実は97年当時も——当時は四半期に1度の調査であった——6月にかけてかなり改善しており、今回のほうが耐久財の買い時判断の改善幅が大きいという訳ではない。5月の東京のCPIで耐久財が落ちたのは、昨年、いくつかのものが5月に大きく上昇し、その裏が出ているためだとみており、買い時判断と関連がある訳ではないと思っている。

宮尾委員

2次QEの設備投資の上方改訂に関し、金融・保険業の設備投資の大きな伸びが反映されているが、それは振れであるとの説明であった。一方で、機械受注の非製造業の需要者の内訳で、金融・保険業がしっかりしていた。振れが大きい船舶など以外では、金融・保険業からの機械受注がわりとしっかりしているとの印象を持ったが、金融・保険業の設備投資は一時的な振れなのか、それとも持続性のあるものか。その辺りについての見方を教えて欲しい。

もう1点は、労働参加率、労働力率についてであるが、これまでトレンド的に低下してきたが、この1~2年、女性や高齢者の労働参加で全体では下げ止まり傾向があると思う。これには、循環的な景気回復によって労働参加が増えている面があると思う一方で、構造的な面でも労働参加が下げ止まっている、あるいは高まっている面がある。調査統計局としては、今の労働力率の下げ止まり、あるいは持ち直しについて、どの程度が循環的でどの程度が構造的とみているのか。このことは、われわれのGDPギャップの推計に直接関わってきて重要だと思うので、質問する。

前田調査統計局長

労働参加率は、循環的に景気が良くなれば上昇する傾向がある。今回の上がり方は、過去の景気と労働参加の関係以上の上がり方になっているので、何割が循環的で何割が構造的かは分からないが、両方あるとみている。宮尾委員がおっしゃるとおり、われわれは潜在成長率を一定のルールで試算し、現在の労働参加の上昇のかなりの部分を循環的なものとみなしているため、ギャップの改善が恐らく実勢よりも少し強めに出ている可能性はあると思う。そのため、われわれの計算よりは若干弱めかもしれない。逆に言えば、潜在成長率はもう少し強い可能性が高いと思っている。現時点でこれを分けるのは難しく、もう少しデータの蓄積を待つしかないと思うが、このようなことも念頭に置きながらみて頂きたい。

次に、金融・保険業の設備投資については、宮尾委員のおっしゃること

は両方正しく、今回の機械受注でも金融・保険は増えている。短観でもそうだが、様々なシステム投資、本社ビル建設や店舗新設などでトレンド的に増えている。ただ、1～3月については前期比で6割増、前年比で84%増なので、短期的には振れだと思う。従って、トレンド的に増える中で1～3月は出来過ぎということだと思う。

宮尾委員

労働力率については、今後のデータによってはトレンドの推計値が変わってくることがあるということか。

前田調査統計局長

十分あり得る。

4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1の家計のインフレ予想では、(2)消費動向調査で新しい数字が出ているが、前月から少し下がっている。これは、1年後の予想インフレ率なので、消費税率引き上げの影響が剥落していることが影響している。ただ、本来であればもう少し下がると思われるので、データが落ち着くまで実勢をみづらいデータになっていると思う。

図表3のエコノミストのインフレ予想については、(2)ESPフォーキャストでは、今回調査では、今までに比べると大きめの上方修正となった。6月調査では、消費税率引き上げの影響を除くベースで、2014年度が1.08%、2015年度が1.10%と、ともに四捨五入で1.1%となった。これは、調査期間が5月26日から6月2日なので、4月のCPI前年比1.5%

をみて回答してきたことも影響していると思う。今回調査で新たに出てきた2016年度は1.32%と、極めてゆっくりではあるが、さらに上昇する見通しとなっている。(4)のESPフォーキャストの長期予想では、2年度後から6年度後の平均は前回調査の1.2%から1.4%へ、7年度後から11年度後の平均は1.4%から1.5%へ、いずれも小幅の上方修正となり、(3)のコンセンサスフォーキャストと同様、極めてゆっくりと修正されている。

図表4の市場のインフレ予想では、(1)の債券市場参加者は今までの傾向と変わらない。今後1年間のインフレ予想は上がっているが、1年先から2年後までの1年間の平均、2年先から10年後までの8年間の平均は、横ばい圏内である。(2)のインフレーション・スワップ・レートは、日によって少し動きがあるが、均してみればほぼ横ばい圏内である。(3)のBEIは、極く緩やかながら上昇傾向がみてとれる。

図表9の貸出金利については、3月、4月の貸出約定平均金利が出ている。貸出金利は引き続き低下傾向で、3月あるいは4月がボトムになっており、具体的に申し上げると、新規実行分の短期・除く交付税特会向けが4月の1.079%、長期は3月の0.834%がボトムである。総合・除く交付税特会向けは3月の0.922%がボトムであり、若干特殊要因もあるが、引き続きボトム圏で推移している。CP、社債も同様に、極めて低いレートが続いている。図表12の法人季報でみた企業の資金調達コストと収益性をみて頂くと、企業側からもこのことが裏付けられ、ROAがさらに上昇する中で、平均支払金利は緩やかながら下がっており、企業からみた金融緩和の度合いは、レート面でさらに強まっていると考えられる。

図表13のボリュームでは、久し振りに増えており、民間部門総資金調達の5月は1.3%となった。これには2つ要因があり、貸出が1.5%から1.7%、社債が0.0%から0.1%と寄与が拡大している。貸出については、民間銀行貸出残高が4月の2.2%から5月は2.4%と上昇幅が拡大した。都銀が上昇幅を拡大しているが、これは大口の海外M&A資金が出たことが効いている。地銀は、極く緩やかながら拡大を続けており、地元の中堅・中堅企業向けに引き続き広がりを持ちながら、貸出が増えているようであ

る。社債については、国内公募社債計が、5月は1兆1,175億円と大きな数字となっている。例年よりも多いが、これは通信大手の大口案件が出たことと、6月は償還がわりと多く予定されており、レートが良いうちに前倒しで発行しておこうという感じが出ているようである。エクイティ調達には、転換社債、株式、J-REITとも少なめであるが、転換社債、株式については6月に大口が控えている。5月は、どうしても株主総会前、適時開示等であまり開ける時期がないので、エクイティファイナンスは引き続き好調と言えらると思う。図表20の倒産件数は、5月は834件と、引き続き1,000件を切る極めて落ち着いた状況である。

次に、図表22のマネーについては、マネタリーベースは+45.6%と4割台の増加で予定どおりである。マネーストックは、資料をお配りした後データが出ており、M2の4月が3.4%からリバイスされ3.5%となり、5月は3.3%となっている。広義流動性は、4月が3.1%から3.2%にリバイスされ、5月は2.7%といずれも低下している。これは、貸出は増えているが、一方でいわゆるシフト要因がマイナスに効いているためである。具体的には、昨年4月、5月の外国人投資家の株買い、国内の個人の売りの結果、国内の個人の預金が増えたが、非居住者はマネーホルダーとして統計の対象になっていないので、マネーホルダーの預金が増えたかたちで捉えられた。もう1点は、先程申し上げた海外M&Aの関係で、自己資金も使っているため、自己資金の分は国内のマネーホルダーの預金の減少のかたちで出ているという要因もある。このように、貸出は増えているが、統計上のマネー、M2は伸び率を少し低めている。

次に、資料-7に沿って、「成長基盤強化を支援するための資金供給」に関して報告する。今回は、2月の制度拡充後、初めての実行である。まず2の本則については、第16回をみて頂くと、貸付金額が4,172億円、その結果、残高が3兆3,188億円とそれほど大きな金額ではないが、ピークを更新している。2月に個別行枠を1,500億円から1兆円に、総枠を7兆円に拡大したが、個別行枠を拡大したことでこの制度の利用を再開している先もあり、現在6先が過去の1,500億円を超える枠で貸出を行っている。

る。また、総枠の按分を気にしてやめていた先が一部にあったが、これも再開していると聞いている。その意味では、まだ始めたばかりで数字としては大きくはないが、制度拡充の効果はそれなりに出ているように思う。

3. の A B L 等特則は、残高は 1,090 億円で、傾向はあまり変わっていない。4. の小口特則は、地道に増えてきており、残高は 93 億円である。小口という性格上金額は大きくないが、段々と拡大してきている。

最後に、5. の米ドル特則は、制度の改正はなかったが延長だけ行っている。今回は第 8 期で、1,999 百万ドルだが、注に書いているとおり、借入希望額は 1 回当たりの限度額である 20 億ドルを超え 20.3 億ドルであったので、極く僅かであるが、初めて按分が発生した。総枠が一杯になりそうだということで少し急いで持ち込んだところがあったと思う。この結果、貸付残高が 106 億ドルになっており、総枠 120 億ドルに対し残りは 14 億ドルとなる。9 月に次回の実行をするが、現在の状況を申し上げると、メガバンクは個別行枠をほぼ使い切っている一方で、メガバンクが組成したシ・ローンを買ったうえでこの制度を利用するというをしているので、その利用次第によっては、次回の実行で 120 億ドルを使い切ることもあり得ると思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

社債市場では、世界的な search for yield の動きの中で社債のスプレッドが非常に小さくなっており、特に、海外ではハイイールド債のスプレッドが非常に小さくなっていることが注目されている。国内でも長い社債の発行が増えているが、これは発行体の側の事情としては、金利先高観があるので長めのもので低い金利で調達しておきたいというニーズがある一方、買う側としても、多少なりとも利回りが良いものを買いたいという両方のニーズが合致した面がある。その意味では、グローバルな search for

yieldの流れが日本にも来ているという感じである。一方、最近では3年物の社債も結構増えていると思う。これは、買う側としては、イールドというよりは日銀のオペに持ち込めるので安心して買えるというところに魅力が出てきていると思う。社債買入れの政策効果といえばそうだが、若干歪んできているのではないかと若干気になっている。また最近では、社債の中でもサムライ債が非常に増えてきて、これもスプレッドが歴史的にみても非常に小さいという点が気になるところである。広い意味ではキャリートレードのはしりのようなものであり、今直ぐ問題になるという訳ではないのかもしれないが、長い目でみると、スプレッドが小さ過ぎるとか、海外の資金フローにわれわれの低金利が影響を与えているとすると、みておかなければならない流れではないかと思うが、この点はどのようにみているのか。

もう1点は、成長基盤強化支援で今回枠が増えたことにより、産業、セクターなど貸出先のターゲットの構成に何か影響はみられているのか。

内田企画局長

成長基盤強化の方から申し上げると、特に大きく変わっていることはないと思う。引き続き、環境・エネルギー、医療という辺りが1位、2位で大きくは変わっていない。これまでとは若干異なる動き、新しい動きとしては、1つは、当然といえば当然だが、固定金利4年間で出しているのも、それを対象とするファンドを作っているということがある。もう1つは、ある種の競争環境の中で、地銀で隣の県に攻めて行くことを対象とするファンドが入っていたり、逆に攻められるが故に守ることを対象とするファンドも入ってきている。大手行では、これまではどちらかというところ新規開拓のために使っていたが、既存先を守るためにこのファンドを使うようなことが出てきているという辺りが、新しい動きだと思う。

最初の社債市場については、金融緩和は日本だけではなく、各国で実施されているので全体としてそのような環境があるということと、政策との関係では、まさにおっしゃったとおり政策効果との裏表だと思うが、社債

を直接買っていることの効果は勿論あると思うが、それだけではなく、長期国債を買っていることが年限に及ぼす効果も出てきている感じがある。これは日本に限らないが、長期国債を買うことで、長期金利のスプレッドを下げている、それに伴って、資金調達の間を長期化させている面が出てきていると思う。これは、数字上も日米で観察される現象であり、ある意味、量的緩和を実施していく中で企業の側からみると長期調達が容易になり、安定的に低い金利で調達できるような環境になっているということが確認できる。このことは政策効果であるが、一方で、市場に介入しながら実施している政策なので、その効果、影響も同時にみていかなければならないと思う。現時点では、われわれがやろうと思っていることが起きているが、おっしゃるように世界全体で行われていることであるので、色々な意味で効果の波及をみていかなければならないと思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の報告について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、資料「金融経済月報「概要」の前月との比較」の「差し替え」に沿ってご説明する。冒頭表現については、前月から変わっていない。実体経済の現状の内訳については、海外経済と鉱工業生産の2点を変更している。海外経済については、先程の外山国際局長からの説明のとおり、判断を幾分前に進めている。具体的には、前月の「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」から、当月は「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」としている。新興国の一部で緩慢な動きがなお残っているが、寒波の影響を脱した後の米国経済については、しっかりとした動きが確認できているということである。鉱工業生産については、基調判断は前月から変わっていないが、表現のみ変更している。前月時点では4月の生産統計がまだ公

表されていなかったがその後公表され、実際にハードデータで反動減が確認できたため、表現を修正している。具体的には、当月は「鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも」という一節を挿入しているが、「基調としては緩やかな増加を続けている」との判断は前月から変わっていない。

物価パートでは、国内企業物価の現状と先行きの表現を変更している。これも先程の前田調査統計局長からの説明どおりだが、前月までは「国際商品市況や為替相場の動きなどを背景に、3か月前比で横ばい圏内の動きとなっている」としていたが、5月の3か月前比が+0.4%となったことに伴い、「緩やかに上昇している」という表現にしている。背景については、国際商品市況や為替相場自体は大きな動きはないので、当月の背景からは削除している。先行きについても同程度の上昇が続くとみていることから、先行き表現も「緩やかな上昇を続ける」としている。実体経済、物価パートは以上である。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括的な判断については、「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。

個別項目では、マネタリーベースは、前年比伸び率が4月の48.5%から5月は45.6%になったため、前月の「5割程度の伸び」を当月は「4割台半ばの伸び」に変更している。2年で2倍にすることなので、伸び率自体は少しずつ減っていき、そうした動きを反映したものである。次に、銀行貸出は、銀行計でみた前年比の伸び率は、3月が+2.3%、4月が+2.2%、5月が+2.4%となったので、これを受けて、前月の「2%台前半のプラス」から当月は「2%台半ばのプラス」と変更している。地銀等が伸び率を着実に高めているほか、大手銀行の貸出も暫く振りにプラス幅を拡大した。CP・社債については、総じて良好な発行環境が続いており、両者計の発行残高は4月の前年比-0.6%から5月は-0.1%となったため、前月の「前年比は、マイナスとなっている」を、当月は「概ね前年並みと

なっている」と変更している。マネーストックの前年比は、3月+3.6%、4月+3.5%、5月+3.3%と推移しており、これを受けて、前月の「3%台半ばの伸び」を、当月は「3%台前半の伸び」に変更している。

最後に金融市況であるが、前回会合終了時、5月21日の日経平均株価は14,035円、10年債利回りは0.59%、ドル/円は101円30銭程度であったが、その後の動きをみると、株価は、本日は少し下がっているが総じて堅調に推移し、一方で長期金利はほとんど動いておらず、ドル/円は、この間少し振れがあったが概ね横ばいと思っている。ただ、これらについては、明日までの状況をみて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

白井委員

国内企業物価と先行きについては、事前に配付されていた資料では「横ばい圏内の動きを続けるとみられる」となっていたが、本日の資料では「緩やかな上昇を続けるとみられる」と変わっている。先行きをそのようにみる理由について、もう一度説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

翌月の予想等も踏まえると、ジリ高というか少し底堅い動きがもう少し続きそうだということである。背景としては、先程申し上げたように、市況や為替自体に大きな変化はないが、現状も含めて既往の円安分の値上げやあるいは一部電力会社の値上げ分が3か月前比では続き、需要が概ね堅調だということもあって、コスト転嫁の動きが、現状もみられているし、先行きもみられていくと考えている。そのような幾つかの複合的な面が少しずつ重なり、「横ばい」というよりは、緩やかな上昇が続くとみているので、先行きについても「緩やかな上昇を続けるとみられる」という表現にしている。

木内委員

内容について特に異論はないが、感想めいたことを申し上げたい。景気の現状判断で、海外経済は「回復している」となっているが、国内の方は「緩やかな回復を続けている」と「緩やかな」がついている分だけ景気判断が弱いように読める。一方で、景気の水準を考えた時に、日本は需給ギャップはほぼゼロ、グローバルの需給ギャップについてはぴったりの答えはないかもしれないが、主要国ではそれなりのスラックがまだ残っているという一般的な見方からすると、景気の水準はわが国の方が高いのではないか。成長率でみると、消費税率引き上げ前後の変動があるとはいえ、潜在成長率をそれなりに上回る成長を続けている一方で、世界全体では、詳しくは分からないが恐らくは3%台で潜在成長率並み程度という感じである。このように、景気の水準、潜在成長率からの乖離の両方でみて、どちらかというとなが国の景気判断の方が強いような気がする。この辺りが若干ねじれているような気がする。

亀田調査統計局経済調査課長

モメンタムの点では、わが国が内需中心に強めだということはおっしゃる通りだと思う。ただ、海外経済について「緩やかな」という文言が入っていないのは、その前に「一部になお緩慢さを残しつつも」とあり、ここに「緩慢さ」と入っているからである。世界経済の緩やかさについては、新興国の一部を暗に示しながらその部分で表現しているので、「緩慢さを残しつつ」の後に「緩やかな」と言うと、表現として重複感があるので入れていないだけである。海外については、リーマン・ショック前の力強い回復に比べて、基本的に緩やかな回復とみていることには変わらない。

黒田議長

特にご質問がなければ、本日の会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や

関係者も含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をお願いする。

(16時32分中断、13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、5月20、21日開催の決定会合の議事要旨の承認、2014年7月～2015年6月の金融政策決定会合の開催予定日の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは古川禎久副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

宮尾委員

海外経済の全体観から申し上げる。前回会合以降、米国を中心に総じて改善方向の経済指標が確認され、地政学リスクも一息ついた状態にある。これらの動きから、海外経済の情勢判断としては、半歩前進させて、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」との昨日の執行部判断で良い。以下、地域ごとに特徴点を述べる。

まず、米国経済は、堅調な回復を続けている。前月に続き、雇用者数、

個人消費、住宅販売、企業マインドなど総じて良好な指標が得られ、第2四半期以降、経済は伸びを高めていくというメインシナリオに沿った動きが確認されたとみている。先行きについては、賃金、設備投資、住宅投資などの動向が引き続きポイントであり、今後の回復に弾みがつくかどうか、上下両方向の可能性について、注視していきたい。

欧州経済は、持ち直しが続いている。内需関連や企業・家計のマインドは改善傾向が維持されている一方で、物価動向は弱めの動きが続いている。こういった状況を受けて、先般ECBは、マイナス金利の導入を含む包括的な緩和策を決定した。今回の措置による政策効果や波及経路については様々な議論があるが、ユーロ圏の金融環境全般、すなわち金利、為替、貸出、ECBのバランスシートなどに対してどのような影響を及ぼすのか、注目していきたい。

アジア新興国については、中国経済は安定した成長を続けている。5月の製造業PMIが上昇しているほか、輸出も堅調である。このところ輸入が弱めの動きとなっている点は気掛かりではあるが、一方で、預金準備率の小幅引き下げなど中小・零細企業支援に的を絞った経済対策も発動されており、引き続き7%台前半の安定成長は維持されるとみている。NIEs・ASEAN諸国についても情勢判断には変わりはない。韓国やタイなど一部に弱さがみられる、あるいは残っているが、全体として内需は堅調であり、持ち直しに向かっているとみている。

続いて、わが国経済は、メインシナリオに沿った動きを続けており、前月から基調判断に変化はない。以下、特徴点を4点申し上げる。まず、第1に、輸出は前月に続き横ばい圏内の動きにとどまった。これには、米国の寒波など短期的な要因が相応に残っているとみている。先行きは、米国経済の回復、IT関連の部品や資本財受注など改善が見込まれており、持ち直していくとみている。

第2に、企業の設備投資については、明確な増加が確認された。基礎統計である法人企業統計では、これまで好調であった非製造業に加えて、出遅れていた製造業大企業でも、はっきりとした増加が確認され、1～3月

のGDP統計では企業設備投資が大きく上方修正された。企業収益は、売上高経常利益率が既往ピークの高水準で推移するなど改善が続いている。企業マインドも堅調で、政府短観などでも、先行き力強い改善が見込まれている。また、日経の設備投資動向調査でも、これまでの海外中心の設備投資行動から、国内のウェイトも相応に高める動きが確認できる。さらに、ミクロ情報によれば、製造業企業はグローバルな拠点戦略を見直す中で、国内での戦略分野における能増投資や高度化・開発投資を強化する動きも広がってきているようである。新技術を体化した設備投資の増加は、資本、技術の両面から経済の供給力を高めるものであり、重要な動きであると認識している。

第3に、個人消費については、4月以降の各種データから、駆け込み需要の反動減が明確にみられている。ヒアリング情報も併せて5月入り後の動きを窺うと、百貨店がやや持ち直し、新車販売は横ばいの一方、スーパーは店舗や地域により評価が区々のようである。一方、旅行、外食などのサービス消費は底堅く推移している。消費の基礎となる雇用・所得環境も改善の動きが続いており、消費者マインドも持ち直してきている。全体として、消費の地合いの強さが維持される中で、反動減の大きさは概ね想定範囲内という評価で良いと考えているが、さらに今後のデータで確認していきたい。

第4に、物価動向であるが、4月のCPI上昇率は、消費税の影響を除くベースで1.5%と幾分伸び率を高めており、消費の地合いの強さを背景に、消費税の転嫁もしっかりと進んだことが確認できた。先行きについては、多少の振れを伴いつつも、当面、1%台前半の範囲内で推移するものとみている。

最後に、前回も議論したが、経済の供給面について付言しておきたい。経済の供給面と需要面は互いに影響を及ぼしうる関係であり、経済の供給面の分析を深めることは、今後の最終需要の持続性、そして実力ベースの物価上昇圧力の強さを見通すうえで、大変重要である。私はこれまで、わが国経済の消費・非製造業主導の回復に供給面の改善が伴ってきているこ

と、そしてそれを示唆するエビデンスや事例を紹介してきた。今回、製造業でも設備投資の回復が明確になったことで、供給力の改善がさらに進むことが期待される。加えて、労働力の面でも、潜在的な供給力の改善が進んでいる可能性を指摘しておきたい。全体の労働参加率は、女性、高齢者の労働参加の高まりを受けて下げ止まっており、過去2年近く、具体的には2012年以降、これまでの低下トレンドから明確に上振れて推移している。2012年は団塊の世代が65歳に到達した年であり、人口ウエイトの高い団塊世代が労働参加率を高めたことも、全体の労働参加率の基調的な下げ止まりに寄与しているとみられる。因みに、2012年は、消費主導の回復が鮮明になり始めた年であるが、仮に、この間の労働参加率の持ち直しに何がしかのトレンド的な変化が含まれているならば、足もとの潜在成長力の推定値はその分上方改訂され、需給ギャップの推計値は下方改訂されることになる。また、消費の地合いの強さも整合的に説明できると思う。そのような可能性も含めて、供給面の分析をさらに深めることが大変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

まず、海外経済だが、米国については、5月雇用統計は労働市場が堅調に改善していることを示す結果となった。引き続き住宅投資が、信用制約の影響などから勢いを欠いている点は気掛かりだが、先行きは民間需要を中心に回復テンポは増していくというシナリオの蓋然性は高まってきているとみている。

中国は、5月の輸出が増加し、製造業PMIが改善するなど、成長モメンタムの一段の鈍化に歯止めがかかりつつあるようにみえる。しかしながら、輸入は減少しており、またわが国からの輸出動向からみても実態はかなり弱いのではないかとの懸念がある。先行き、当局によるコントロール

に加え、米国など先進国経済の回復が輸出チャネルを通じて波及していくことを期待するところである。

その他の国・地域については、基本的にこれまでの見方を変えていない。世界経済全体の判断について、大変弱かった第1四半期の実績を踏まえると、「先進国を中心に回復している」と一歩前進させることについては、やや早いのではないかとも思うが、敢えて否定するものではない。

わが国の景気については、「基調的には緩やかな回復を続けている」という見方に変わりない。消費税率引き上げ後の消費動向については、4月入り後、駆け込みの反動がはっきりとみられているが、今のところ消費の基調に変化が生じている様子は窺われない。外食などサービス消費が引き続き底堅く推移していることや、このところ弱めの動きとなっていた消費者態度指数が足もと改善した点は、ひとまずポジティブな材料と受け止めている。しかしながら、家計が直面している物価上昇率（総合除く持家の帰属家賃）は足もと4%を超えており、一部にはそれによる実質所得減少の影響がじわじわと効いてきているとの指摘も聞かれている。5月以降のデータを精査しながら、反動減からの持ち直しの状況やマインド面の変化などを確認していきたいと考えている。

設備投資については、1～3月は特殊要因により押し上げられている面もあるため、4～6月にはその反動が出る可能性もあるとみている。もっとも、大企業の今期の国内投資計画や機械受注はしっかりとしており、基本的には企業収益が改善する中で緩やかに増加していくとみている。これまで株式市場は、本行の追加緩和や政府の成長戦略、円相場の動向などのマクロ要因に注目し、インデックスを中心に相場が大きく動いてきたが、このところ個別の会社の業績動向が重視される状況に変わってきているようにみられる。企業側において、成長戦略をアピールしていくためにも、これまで蓄積してきた内部留保をどのように有効に使うのかを市場にしっかり示すことが、今まで以上に強まって必要になってきている。資本効率を高め、生産性を向上させ、成長していくという観点から、設備投資への取り組み姿勢が一層前向きになっていくことを期待したいと思う。

輸出については、4月の伸び率は小幅にとどまっており、やや期待を裏切る結果となった。国内向け出荷優先の動きは、年度明け後も一部で残存しているとの話もあるようだが、先行きははっきりと増加に転じていくか、もう数か月動きをみていきたいと考えている。

物価については、4月のCPI（除く生鮮食品）は、やや強めの数字だったと思うが、5月には若干の下押しの可能性があること、先行きエネルギー関連の押し上げ効果の減衰が想定されることなどを踏まえると、当面、1%台前半で推移していくとの見方を変えていない。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、執行部見解どおりで概ね良いと思う。海外経済について、米国では、雇用の着実な増勢が続く中で、自動車販売の好調に示されるように消費の足取りも概ね堅調であること、欧州では、デフレ懸念がくすぶり続けるため景気は良好とは言わないまでも、GDPはこのところ前期比プラスで推移していることを勘案すると、持ち直しから回復へ、判断を半ノッチ引き上げることに特に違和感はない。強いて懸念材料を挙げれば、中国をはじめアジアに幾分弱さが残る点である。ただし、先行きは米欧の回復がアジアにも徐々に及ぶと見込まれること、中国に関しては不動産市況の軟化は続いているが財政・金融両面で小刻みな景気対策が発動されていることもあり、7%台前半の安定成長軌道をたどるとのシナリオを今のところ見直すほどでもないと思う。

前回会合後の主要イベントとしては、ユーロ圏のデysinフレ傾向に対応したECBの政策変更があったが、一連の措置をみるにつけ、果たしてECBが何を目指しているのか、個人的にはやや理解に苦しむ面もある。所要準備を超える広範な中銀預金にマイナス金利という一種のペナルティーを課すことは、さらなる緩和措置として取り沙汰されている量的緩

和の概念とそもそも相容れないし、新しいLTRO、すなわちTLTROによる貸出支援の枠組みも、個別の金融機関にとっては意味があるかもしれないが、超過準備等の総量は個別の金融取引では変わらないので、ペナルティーが課され、貸出金利に低下圧力がかかる分、金融機関の収益性が圧迫されるようにも思われる。いずれにせよ、マイナス金利も含めた今回のECBの対応は想定範囲内ということで市場の反応は限られ、ユーロ高是正に本当に効果的かどうかについては不透明感がある。一連の政策の波及効果については、インターバンクおよびリテールの預金金利への影響等を、もう少し時間をかけてみる必要がある。しかし、ユーロ圏のインフレ率はプラス幅が一段と縮小しており、ECBは追加措置の検討を迫られる可能性が高いように思われる。このように、ECBの政策が目先Fedと逆方向にあることが、国際金融市場においてどのようなsequenceをもたらすかも引き続き注目している。

国内経済について、消費や生産関連指標には消費税率引き上げ後の反動減が相応にみられ、いずれも想定範囲内という供給者側のこれまでのアネク情報より反動減がやや大きい印象である。もっとも、足もと、雇用者所得のプラス幅がやや拡大し、また公共投資も高水準横ばいが続くと思込まれるなか、内需の回復のメカニズム自体は維持されているとみている。1～3月期の年率+7%近い高成長の後、4～6月期は消費や設備投資に相応の反動減が出る見込みだが、輸入の急減が見込まれる外需や公共投資、あるいは在庫投資がクッションとなると思われる。7～9月期には、所定内賃金にベア実施分がほぼ反映され、夏季賞与も相応の増加が見込まれること、地方も含めた公務員賃金の減額措置終了の影響も反映されると見込まれることから、雇用者所得の前年比プラス幅はさらに幾分拡大し、消費税率引き上げによる実質雇用者所得の目減り分を相応に補填する構図になるとみている。こうした雇用・所得環境の追い風から、日本経済は消費税率引き上げに対して引き続き頑健とみている。

やや長い目では、足もとの人手不足を背景とした賃金上昇は企業にとっては減益要因であること、製造業では円安による増益効果を昨年度ほど見

込めなくなっていることなど、賃金回復の持続性について懸念は残る。リーマン・ショック後、長らく途絶えていた設備投資が本格的に持ち直すことで、企業が生産性向上を図り、ひいては生産性の向上に見合った持続的な賃金の回復に繋がることが望まれる。

物価については、4月の全国消費者物価コアは消費税の影響を除くベースで前年比+1.5%と伸びを高めたが、5月の東京都区部コアの動向等を見る限り、全国コアは4月で一旦当面のピークをつけた可能性がある。もっとも、生計費に近い包括的な概念である帰属家賃を除く総合ベースでは、消費税要因を除いても2%に達したかどうか微妙なところまで既に来ている。もとより物価安定の目標の達成度合いは単一の指標で判断すべきものではなく、こうした物価情勢の変化が政策に直結するものではないが、前回会合で申し述べたとおり、最後のハードルは生産性に見合った賃金の上昇が確認ないしは展望できるかどうかという点であり、その点を引き続きしっかり見極めていきたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

海外の動向をみると、足もとの米国経済は安定した状態にあるが、実際の成長率が期待を下回る傾向が続いており、潜在成長率の低下やスラックの見かけ以上の低下等が背景にある可能性が考えられる。寒波の影響だけでは説明できない1~3月期の年率-1.0%という低い成長率はさらに下方修正される見込みであるほか、外需、個人消費の下振れを受けて、4~6月期の成長率見通しにも下方修正の動きが一部にみられている。

ユーロ圏については、企業景況感を中心に、ドイツの経済指標の一部が下振れているのがやや気になる。これが暖冬の影響の反動という一時的なものか、ウクライナ情勢の長期化やユーロ高など別の要因によるものかをしばらく見極めたいと思う。

海外経済の下振れリスクとしては、引き続き中国に最も注目している。4、5月の製造業PMIから判断すると、4～6月期の成長率については従来よりも下方リスクが軽減されたと思う。ただし、不動産市場の動向が先行きの経済に与える影響、すなわち構造改革を進める政府が大規模な景気刺激策には慎重な姿勢を続ける中、不動産市場の調整、不動産投資の減速が年後半にかけて成長全体の鈍化の継続に繋がる可能性にはなお十分に注意しておきたいと思う。

このような海外経済環境の下、日本の輸出が明確な回復基調に転じることは当面期待できないように思う。増税後の輸出余力拡大の効果が予想されていた4月の実質輸出も、3月の落ち込みの半分も取り戻せなかった。やや長い目でみると、実質輸出の弱さは足もとだけの現象ではなく、2008年以降、実質輸出は横ばいあるいは緩やかな低下基調をたどっているようにも見える。これはリーマン・ショック、急速な円高、震災によって国境を超えたサプライチェーン体制のリスクが浮き彫りになったこと等をきっかけに、アジア地域を中心とした生産・貿易構造に変化が起これ、その過程で海外需要に対する日本からの輸出の感応度がかなり落ちてきたことが影響しているように思われる。この間、OECDが発表しているG7とBRICsの実質輸出も、世界経済が成長を続ける中でも2011年以降ほぼ横ばいで推移し、今年1～3月期には前期比2.4%下落している。日本の輸出軟調の背景も、よりグローバルな視点から再検討する必要があるように思う。

国内経済については、増税が経済に与える影響を厳密に見極めるには相当の時間がかかるが、増税前の駆け込みの反動減が短期間で収束する蓋然性は高いと思う。ただし、消費について、駆け込みの増加に比べて反動減は小さいという認識が広く浸透しているように見えるが、これは大手百貨店等一部については正しいとしても、小売業全体の動向を必ずしも正確に反映していないと思う。経済産業省が発表した商業販売で小売販売の季節調整値をみると、3月が前月比+6.4%の後、4月は-13.7%と大幅に減少しており、実質化すれば両者の差はさらに開くかたちになる。家計調査の

実質消費支出も、3月に前月比+10.8%の後、4月は-13.3%と大幅に下落している。増税の一時的な影響を除いても実質賃金の下落傾向がなお続く中、物価上昇率、賃金上昇率、個人消費増加率の三者の間で乖離が大きく、潜在的に不安定な状態が続いているが、今後個人消費がやや増勢を落とし、それが物価上昇率を抑制するかたちで三者間の乖離が徐々に縮小し、経済の安定に寄与する可能性をみておきたいと思う。

最後に物価動向だが、4月の全国消費者物価は、以前発表された4月の東京都区部の数字に比べて上振れ、逆に5月の東京都区部の数字は、事前の市場予想比下振れた。4月は企業にとって増税転嫁分に上乗せして値上げできる絶好の機会であったことから、価格は増税の影響を除いても非連続的に水準を切り上げた感があるが、東京都の数字を踏まえると、5月には値上げの機運は後退した可能性がある。東京都の数字は、単月では全国の数字としばしば方向がずれる点には注意が必要だが、食料・エネルギーを除くコアコア指数の季節調整値の前月比に注目すると、4月に上昇した分5月に下落し、均すと2月以降横ばいの状態が続いている。これは、全国のコアコア指数の季節調整値でも、1~3月期は横ばいにとどまったことと概ね整合的である。東京都の数字を全国の先行指数と位置付ければ、物価上昇ペースは年明け後はやや弱まり、その基調部分は増税以降も基本的には続いている可能性が考えられる。

先行きについては、円安効果一巡に伴う耐久財・食料品を中心とする財価格の上昇率の鈍化と、一部商品市況や国内ガソリン価格の上昇、労働需給逼迫による人件費上昇を背景とするサービス価格の上昇率の高まりが、互いに打ち消し合うかたちで、消費者物価の前年比上昇率は当面は安定した推移をたどると考えているが、その後は緩やかながらも徐々に水準を切り下げていく可能性がある。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

景気については、消費増税に伴う駆け込み需要の反動の影響は、非耐久消費財を中心に徐々に減衰しつつあり、基調的には緩やかな回復が続いていると考えている。

まず海外経済だが、新興国の一部に緩慢さが残っているが、先進国で回復が続いているほか、中国も底入れしてきており、全体として緩やかに回復している。

地域別にみると、米国経済は、1～3月期のGDP成長率がマイナスに改訂されたが、このところは緩やかな回復基調に復している。労働市場では、非農業部門雇用者数の増加幅が4か月連続で20万人を超えるなど改善が続いている。また、ISM指数の改善が続いているほか、消費者マインドも高水準で推移し、個人消費は引き続き堅調である。住宅市場の回復にはやや緩慢さが残るが、財政面の下押し圧力も弱まっていくことから、緩やかな回復が着実に続くと思込まれる。

次に、欧州経済は緩やかな回復が続いているが、ユーロシステム・スタッフ見通しで、2014年の成長率見通しを下方修正し、2016年までのインフレ率も下方修正するなど、景気全体の力強さを欠く状況が続いている。ECBは、先般の政策理事会で政策金利の引き下げや預金ファシリティ金利のマイナス化など幅広い施策を打ち出したので、今後の資金需要や為替相場に与える影響等を注視していきたいと思う。

中国経済は、製造業PMIが改善するなど企業マインドが底入れしつつあり、輸出も持ち直してきている。輸入の減少が内需の弱さを示唆している可能性や不動産市場の動向には注意が必要だが、人民銀行が預金準備率を一部で引き下げる方針を発表するなど、当局は財政・金融の両面から景気下支えに取り組んでおり、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、国際金融資本市場は、新興国も含めて総じて落ち着いた動きとなっているが、引き続きウクライナ・ロシア情勢やタイの政治情勢、Fedの出口戦略に向けた議論の市場への影響などに注意が必要である。

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、駆け込み需要と設備投資の増加により、2 次速報でも年率+6.7%と高い伸びとなった。4 月入り後の状況をみると、商業販売統計や家計調査では、1997 年に比べてやや大きめの減少となったが、家計や企業のマインドの悪化傾向は底打ちしており、企業からの聞き取り調査などからも、足もと、反動減の影響は非耐久消費財を中心に減衰してきていることが窺える。4～6 月期の法人企業景気予測調査でも、企業の景況感は 7～9 月期に大幅改善が見込まれている。雇用・所得環境の改善が続くもとの、景気は基調的に緩やかな回復を続けていくと考えている。

需要項目別の動きをやや詳しくみると、個人消費や住宅投資で反動減がみられているが、大手百貨店の売上高は 5 月の前年比マイナス幅が明確に縮小しているほか、旅行や外食といったサービスは底堅さを維持している。マインド面では、5 月の消費者態度指数の改善がみられ、景気ウォッチャー調査も現状判断DIが反発し、先行き判断も 50 超に改善している。こうした個人消費の底堅さには、労働需給や所得の改善が寄与している。所得面では、所定内給与はなお前年を下回ってはいるが、一時金等の支給による特別給与の増加がみられ、名目賃金は上昇している。今後は、6～7 月にかけてベアの押し上げ効果が顕在化するとみられることに加え、夏季賞与の増加も見込まれており、所得環境の改善は続くと思われる。次に設備投資をみると、GDPベースの 1～3 月期は一時的な押し上げ要因もあるとはいえ、はっきりと増加したほか、機械受注も増加傾向にあり、企業収益が大幅に改善するもとの緩やかに増加している。また、投資の内外比率をみると、日経新聞調査では、国内の比重を高めつつ全体としても増加する計画となっている。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。4 月の輸出はやや増加したが、新興国経済のもたつきの影響などから、まだ勢いを取り戻すには至っていない。ただ、海外経済は先進国を中心に徐々に回復テンポを強めつつあり、先行きは緩やかながらも増加していくと考えている。こうした内外需要のもとで、生産は、4～6 月期に反動減の影響からはっきり減少するが、その後は緩やかに増加して

いくとみられる。

最後に物価である。4月の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースで+1.5%と、3月からやや拡大した。堅調な個人消費を背景に、全体として税率引き上げ分の転嫁が進んでいるように窺われる。ただ、先行する5月の東京都区部では前年比プラス幅が縮小しており、全国でも、エネルギー関連品目の押し上げ効果が次第に剥落することもあるとみられる。一旦は上昇基調が鈍るとみられる。そうしたもと、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。その後は、経済の好循環が維持される中で、マクロ的な需給バランスが改善傾向をたどることにより賃金・物価の上昇圧力が強まり、中長期的な予想物価上昇率の高まりとも相俟って、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、執行部の見解同様に、世界経済は一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復していると考えている。

米国経済は、ISM指数、住宅着工、自動車販売、消費者コンフィデンス、雇用者増加数などの指標から判断しても、寒波の影響からの立ち直りが明確になってきたと考えている。欧州経済も、PMI生産指数や消費者と企業のコンフィデンス、内外需の伸びなどからみて、緩やかな回復が続くと見込まれる。こうした先進国の景気回復は、次第に新興国にも波及すると予想される。これが世界経済のメインシナリオであるが、下振れリスクとしては、ウクライナの政治情勢、ECBのマイナス金利などの金融緩和政策によってもなお残るユーロ圏のデフレリスク、中国の成長率低下などが挙げられるが、これらの下振れリスクは前回会合時よりも低下したと考えている。

日本経済については、全体としてみれば、量的・質的金融緩和政策が想定した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、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が残るが、量的・質的金融緩和と財政による消費税増税による消費の反動減緩和とに支えられ、今後中長期的な雇用・所得環境は改善し続けるため、7月以降は再び堅調に推移すると予想している。

設備投資は2014年1～3月期に大きく伸びたが、消費増税と環境税増前の駆け込み需要があるので、割り引いてみる必要がある。しかし、それでも、最近の機械受注統計、長らく延期されてきた更新投資、日経設備投資計画、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諸要因を考慮すると、その増加テンポは前年度よりも高まると予想する。

一方、輸出の伸びは2014年1～3月期に前期比マイナスになったが、これは海外経済の成長率が前期比年率+1.6%へと大きく低下したことによるものと考えられる。今後は、消費増税前の駆け込み需要に優先的に対応した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、持ち直すと考えられる。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する。以上の結果、今後は、これまで非常に大きかったマイナスの純輸出による需要下押し圧力が低下する一方で、内需が強まるため、中長期的には堅調な成長が続くとみている。

物価については、短期的な要因により一時的に上昇率が低下するとしても、中期的には、需給ギャップの縮小に伴う労働需給の引締めりと、予想物価上昇率の上昇を踏まえて賃金が形成されるようになるため、上昇率は年後半に向けて高まると予想される。実際に、有効求人倍率が1.08倍まで上昇し、失業率が3.6%まで低下するという労働需給の引締めりを背景に、2014年4月の名目賃金の前年比は0.9%の上昇となり、パート比率の上昇を主因とする所定内賃金の低下率も縮小している。2014年3月と4

月の特別給与の前年比は、それぞれ+10.3%、+20.5%に達した。最近の帝国データバンクと読売新聞社および日本テレビ放送網共同の主として中小企業を対象とする調査でも、2014年度の賃金を引き上げた中小企業は60.4%に達し、大企業とほぼ同じ割合である。また、各種の報道によると、今年の夏のボーナスは高水準になる可能性が高いと伝えられている。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、全体としてみると、総じて引き続き落ち着いている。米欧日ともに低めの長期金利、堅調な株価、クレジットスプレッドの縮小、低いボラティリティという組み合わせが続いている。落ち着き過ぎているという意味で、やや居心地悪ささえも感じる市場の地合いであるが、その持続可能性や先進国の金利動向が新興国市場に与える影響等について、引き続き注意してみていく必要があると思っている。

次に、海外経済である。米国経済は、寒波の影響が薄らぎ、民間需要を中心とした景気回復基調が明確となっている。実際、5月の非農業部門雇用者増加数は4か月連続で20万人を上回り、こうした雇用環境を背景に、個人消費は堅調に推移している。また、韓国、台湾などの輸出回復に現れているように、米国経済の回復は、輸入の増加を通じて世界経済に好影響をもたらしていると思う。先行きも、米国は回復ペースを徐々に増していくことから、世界経済の牽引役を果たしていけると考えている。

欧州経済は、緩やかに回復している。ただし、物価面では、5月のユーロ圏のH I C P総合が前年比+0.5%の上昇にとどまるなど、緩やかなデフレーション基調が続いていることには注意が必要だと思う。

中国経済は、5月の国家統計局の製造業PMIが50を上回るなど、成長モメンタムの鈍化に歯止めがかかっているとみている。先行きも、政府

の景気下支え策が期待できることから、当面は、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、ASEAN諸国でタイを中心に全体として成長モメンタムが鈍化しているが、先行きについては、先進国の回復が次第に好影響を及ぼすとみている。

以上、米国や中国経済の動向を踏まえると、海外経済全体としては、「先進国を中心に回復している」と半歩前進させても良いのではないかと思っている。また、先行きについても、「先進国を中心に緩やかに回復していく」ということで良いと思う。ただ、ウクライナやイラクなどにおける地政学リスクについて、引き続き意識しておく必要があると思う。

次に、わが国経済である。まず、企業部門だが、輸出については、期待に反して、4月の実質輸出も1~3月対比で横ばい圏内の動きにとどまった。ただし、今後は米国の寒波、駆け込み需要への対応による供給制約といった一時的な影響が減衰していくほか、海外経済も先進国を中心に緩やかな回復が見込まれるので、先行きの輸出は、緩やかに増加していくという見方は変えていない。しかし、輸出がここまで勢いを欠く状態が続くのは、やはり、わが国企業の競争力低下といった構造的な下押し圧力も作用している可能性もあると考えている。

一方、設備投資については、明るい材料が増えているように思う。具体的には、1~3月の法人季報で、製造業大企業の設備投資が8四半期振りにプラスに転じ、これまでの非製造業部門の堅調さに製造業の動きが加わってきていることや、日経の設備投資動向調査で、2014年度は海外投資よりも国内の比重を高める動きがみられることを指摘しておきたい。

このように、輸出は勢いを取り戻していないが、そうした中でも、製造業大企業の設備投資は増加してきており、企業の支出スタンスは前向きとなっている。こうした点からみると、輸出ではなく、ペントアップ需要や省力化投資が設備投資を牽引していくという点で、今回の景気回復は、輸出が設備投資を誘発する従来のパターンとは異なる姿となる可能性があるように思う。

家計部門に移り、雇用・所得面をみると、労働需給は、着実に引締まっ

てきており、雇用者所得は緩やかに持ち直している。今後は、ベアの実施や夏季賞与の増加が、夏場にかけて所定内給与や特別給与の改善というかたちで現れてくることが期待できる。こうした雇用・所得環境のもとで、個人消費など家計支出は、このところ駆け込み需要の反動がみられているが、各種小売統計やヒアリング情報をもとに判断すると、今のところその反動は想定範囲内であると思う。先行きも、基調的には、雇用・所得環境の改善に支えられて、底堅く推移すると考えている。

マインド指標には、いくつか明るい材料があると思う。例えば、5月の景気ウォッチャー調査では、現状判断が底を打ったほか、先行き判断も50を超えてさらに改善している。また、5月の消費者態度指数も底を打ったように見える。ただし、消費税率引き上げで実質所得が減少していることが、どのように影響していくかについては、やや長い目で注視していきたい。

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で、「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、全国4月の消費者物価（除く生鮮食品）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+1.5%と、3月から幾分プラス幅が拡大しており、全体として消費税率引き上げ分の転嫁は進んでいるとみておいて良いと思う。先行きについては、エネルギー関連の押し上げ効果の減衰などから、プラス幅が幾分縮小する局面もあるが、暫くの間、1%台前半で推移するとみている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、わが国経済の現状は、本年4月の消費税率引き上げ以降の駆け込み需要の反動減がみられており、その結果、鉱工業生産や超過労働時間が前月比で減少している。消費への影響についての足もとの情報をまとめると、4月には、新車販売、家電販売、百貨店の売上高は相応の反動減となったが、コンビニ、外食、ネット販売では影響が限定的であった一方で、スーパーへの影響は区々となっている。5月に入り反動減が和らいでいるとの情報もあるが、慎重な声も耳にするのでデータの公表を待って確認したいと思う。

全体として反動減が想定内との見方が多いようだが、そうした見方は景気ウォッチャー調査で、足もとおよび先行きともに4月から2か月連続して改善していること、消費が回復に転じる時期に関する企業見通し調査でも時期が前倒しされている点と整合的だと思う。しかも、消費者態度指数が5月にプラスに転じていることや、消費税率引き上げ後も企業による値下げ戦略が広がっていないことは、ある程度は消費の底堅さを裏付けているようにもみえる。この背景には、金融緩和に加えて、政府による補正予算、各種消費税対策、賃金引上げ要請のほか、企業による需要喚起策や業務体制見直しによる収益改善等も寄与していると思う。当面は、ベアの妥結や夏のボーナスの上昇が名目賃金に反映されていくので、貨幣錯覚も手伝って消費の基調は維持されるとみている。

とはいえ、第3次産業指数を業種別にみると、情報通信、運輸郵便、土木建築サービス以外では、活動水準が低迷気味な状態のところに消費税の反動減が追い打ちをかけて2012年末のレベルを下回っている業種も多くみられるので、楽観はできない。それに加えて、4月の実質輸出の増加は小幅であり、4～6月は設備投資も反動減となる可能性があり、輸出が伸び悩むと4～6月成長率が予想よりも下振れる可能性が高まっているように思う。

先行きについては、リスクはやや下方に傾いていると判断している。まず、輸出については、海外需要の先行きに不透明感が残っている。米国で

は経済回復が明確になりつつあるが、欧州経済ではデフレーション傾向が根強く、特に、完全雇用状態にあるドイツで、5月HICP上昇率が大きく下落した点はサプライズと捉えている。また、ECBは、先週、今年の実質成長率と設備投資伸び率を下方修正し、新たな金融緩和策を打ち出したにもかかわらず、2015～16年のインフレ見通しを下方修正し、長期間に亘りインフレ目標に達しない見通しを示した点は懸念される。他方、中国の景気回復が緩やかで、5月の輸入額が前年比減少したことが内需の弱さを反映している可能性もあるほか、新興諸国全体としては、米国の長期金利の動向に左右される脆弱性も懸念される。こうした輸出に関する先行き不透明感が、国内製造業においてパートが増え、一般労働者の雇用が減少する傾向が継続する一因となっているように思う。

それに加え、わが国の実質所得は昨年から減少を続けており、こうした中で将来の恒常所得期待が上昇していかないと実質所得減少の負担感が高まり、消費の基調に影響するリスクがある。特に、本年4月以降は消費税率引き上げによって実質所得が一段と減少している中で、家計が今年の夏のボーナス支給以降、貨幣錯覚から覚めて実質所得の目減りを意識し始める可能性を考えている。この点には、来年度も名目賃金が上昇する期待が持てるかどうかにも影響してくるとみている。

以上より、全体として執行部の現状および先行き判断については、特段異論はない。

次に、物価についてだが、消費税率引き上げ分を除いてみると、4月の消費者物価は、コアCPIと食料・エネルギーを除くCPIは上昇している。しかし、5月の東京都区部では、コアCPI、食料・エネルギーを除くCPIともに、上昇率が低下している点は気になる。この一因に、CPI総合の耐久消費財と一般サービスの上昇率が5月には0%まで低下していることが挙げられ、今後の動向に注目している。今後の原油価格の動向にもよるが、5月から夏場にかけて幾分上昇率が低下する可能性があるともみている。

なお、日本銀行によるこれまでの説明では、経済成長率が見通し対比で

下振れていても、基本的にベースラインシナリオが崩れていないとしているが、その根拠として、堅調な内需と労働市場の改善がみられる中で、物価上昇率がこれまでのところオントラックで推移していることを示唆していると思う。従って、今後の物価動向には多くの市場参加者が注目しており、その動向如何によっては、足もとでは鎮静化している追加緩和期待が再浮上する可能性もある。

この点、日本銀行にとってのハードルは3つあるとみている。1つ目のやや低いハードルは、5月から夏場にかけて物価上昇率が幾分低下した場合に、少なくとも1%を維持できるのかどうか、特に、4~6月の経済成長率が予想よりも下振れる場合と併せた説明の仕方が課題になる可能性がある。2つ目のより高いハードルは、10~12月期に物価上昇率が高まっていくのか、そして、3つ目のハードルは、この間に家計・企業のインフレ予想が上昇トレンドを示すのか、だと考えている。以上の点について、私自身しっかり注視していきたいと思う。

なお、物価の現状および先行き判断については執行部案で良いと思う。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済については、米国は、寒波の影響が和らいだ春以降、雇用情勢の着実な改善が続くもとで、個人消費が堅調に推移するなど景気の回復基調が明確になっている。欧州については、実体経済が緩やかに回復している一方、物価面ではデフインフレ基調が続いている。こうした中で、ECBはマイナス金利や貸出支援策を含む一連の金融緩和パッケージを打ち出した。中国では、景気の下支え対策の効果、あるいは輸出の回復などから、年初以降みられていた成長モメンタムの鈍化に歯止めがかかっているように見える。一方、タイ、ブラジル、その他の一部の新興国では、引き続き、弱めの動きが残っているように思われる。

以上のような米国経済の改善と中国経済の下げ止まりを踏まえると、海

外経済の評価について、「先進国を中心に回復している」へと幾分前進させることが適当と考えられる。

国際金融市場では、世界経済の回復基調が強まっているにもかかわらず、先進国の長期金利は低位で安定しており、株価は、ボラティリティの低下を伴いつつ最高値を更新するなど非常に堅調である。新興国市場も、全体として落ち着いているようにみられる。

次に、わが国の景気であるが、家計部門をみると、4月の消費税率引き上げ以降、駆け込み需要の反動減が現れているものの、概ね想定範囲内の動きとなっており、基調的にみれば、個人消費は底堅く推移していると判断される。先行きも、ベアの実施を決めた企業が増え、夏のボーナスもはっきりと増加する見込みにあるなど、雇用・所得環境の明確な改善が続くことが、個人消費の基調的な底堅さを支えていくと期待される。

企業部門をみると、4月の輸出は前月比では若干増加したものの、なお横ばい圏内の動きにとどまっており、何人かの委員の方は期待外れというような言い方をされたと思う。一方、そうした中であっても、企業マインドの堅調さは維持されており、設備投資についても、これまで慎重なスタンスを続けてきた製造業大企業が増加に転じるなど、業種や規模の広がりを伴いながら、このところ伸びを高めている状況にある。また、先行指標も今後の増加を示唆している。

以上のように、景気の先行きの循環メカニズムは、引き続きしっかりと働いていることから、総括判断としては、「緩やかな回復を続けている」という評価を維持することが適当との見方が共有されたと思う。先行きについても、「駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には緩やかな回復を続けていく」という見方で一致していたのではないかと思う。

物価面では、多くの委員が指摘されたように、4月の生鮮食品を除く消費者物価の前年比は消費税率引き上げの直接的影響を除くベースでみて+1.5%となり、消費税率引き上げ以降も物価の基調に変化はないことが確認されたと思う。ただ、先行きについては、プラス幅が幾分縮小する局面を含め、月々の振れを伴いながら、「暫くの間、1%台前半で推移する」

という見方で良いのではないかと思う。また、予想物価上昇率については、引き続き「全体として上昇している」と判断されると思う。

以上が私なりのまとめであるが、さらに委員からご意見があれば議論したいと思う。議論を整理するため、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論をしたい。まず、海外経済についてご意見があればどうぞ。

中曾副総裁

昨日も議論になり、本日も佐藤委員が指摘されたECBの追加緩和について、自分なりの整理をしてみると、総花的であるが故に、相矛盾したり効果を相殺したりする要素が幾つかあると思う。この点について、3点指摘しておきたい。

第1は、マイナス金利は、超過準備を保有するインセンティブを削ぐので、これは将来のQEへの道を事実上閉ざすものであるが、一方でSMPの不胎化停止はQEに繋がるものであり、両者は相反する措置だと思う。

第2に、昨日も議論があったが、ECBが資金供給すれば個別行がどのように対応しても誰かの準備預金として負債サイドに立つので、準備需要が不変であれば、誰かが必ず超過準備の保有コストを負うことになり、貸出金利の上昇に繋がりやすい面があると思う。逆に、マイナス金利を嫌って準備需要が全体として減るのであれば、恐らくまず資金繰りに余裕があるところがECBからの借入れを返済し、全体としてみると、ECBのバランスシート上は資金供給と超過準備が両建てで落ちることになる。この場合、仮に欧州市場に市場分断が残っていると、摩擦的にインターバンクの金利が上がる可能性もあると思っている。新しい積み期に入ってまだ1日しか経っていないが、色々な情報をみると、取り敢えずマイナス金利については、毎日マイナス金利が付される預金ファシリティから、平残ベースで事後的に金利が課される当座預金、準備預金の方にシフトしているようであり、マイナス金利には相応に敏感になっている感じがする。超過準備に対する需要がどの程度強いのか、あるいは強くないかは、昨日の外山国

際局長の説明では今積み期以降に 3 回の L T R O の期限前返済があるので、実際にどの程度返済してくるかが、1 つの目安になるのではないかと考えている。

第 3 は、Targeted L T R O と A B S の買入れは、前提とする銀行の信用仲介機能の評価が全く異なると思う。つまり、L T R O の方は、銀行の信用仲介機能を活用して貸出を伸ばそうとするもので、一方の A B S の買入れは、2003 年に日本銀行が行ったように、銀行の信用仲介機能が壊れている、あるいは不全である場合に、銀行のバランスシートを使わずに企業金融の円滑化を企図するもので、両者のコンセプトは基本的に異なるのではないかと考える。それから、オペレーション上の負担も大きいのではないかと考える。L T R O には基準値を入れると言っているが、この基準値は、これまでの彼等の議論を聞いていると、恐らくゾンビ企業などに延命資金が回らないようにするための仕組みだと思うが、個別行ごとに基準値を入れてどの程度それを超過しているかを管理するのは、実務的にはかなり大変だと思う。これに加えて A B S も実施しようとしており、われわれの経験からしても、余計な心配かもしれないが、実務が回っていくだろうかという問題もあると思う。

黒田議長

他にないか。なければ、次にわが国の経済・物価情勢に関してご意見があれば頂きたいと思う。特に、輸出の評価に関し、海外経済は緩やかながらも回復している一方で、日本からの輸出は依然として横ばい圏内の動きからなかなか脱しておらず、これは、特に日本の輸出先として重要なところ——例えば、タイ——のもたつきが影響しているのか、あるいは何人かの委員も指摘されていたが、1～3 月にみられた国内出荷優先の動きなどの一時的な要因がまだ残っているのか、それとももっと構造的な要因があるのだろうか。一方で、設備投資は比較的強さを増してきており、この辺りをどのように考えたら良いのか。また、消費税率引き上げの影響については、データがかなり出てきているものの、5 月、6 月はまだ十分なハー

ドデータがないので評価は難しいと思うが、今後の消費あるいは消費者物価の動向について、さらにご意見があればお伺いしたい。

岩田副総裁

競争力が低下しているために輸出が伸びていないということであるが、「国際競争力」は経済学では意味がないと言われている概念なので、比較優位でみると、ある研究によると、比較優位を輸出・輸入に占める輸出のシェアで計った場合、電気機械よりも例えば化学などの方が比較優位があるというように、比較優位の構造が変わってきている。こうしたことを考慮しないと、電気機械は競争力を失ってもう駄目だという感じになるがそうではない。比較優位の構造が変わった時に、比較優位を持った財に対する海外の需要がどれだけあるかによっても輸出動向は違ってくる。競争力に関してはこのような考え方をすべきであると思っている。

また、輸出の回復を議論する際、2002年頃からリーマン・ショックまでは、世界史的にみても世界中で経済が好調、アフリカまで好調で、絶好調の時代であったが、そのような時代が再び来る訳ではないので、これから日本の輸出が回復するとしても、2000年代中頃のイメージを持っていると、期待外れということになると思う。当時と比較すれば、かなり緩やかな回復だと思う。中曽副総裁もおっしゃったが、輸出に頼って日本経済が回復し成長していくのではなく、構造が少し変わってきているとみておいた方が良くはないかと思う。

白井委員

今の話に全く異論はない。例えば、鉱工業生産を業種別にみると、リーマン・ショック前のレベルに近づいている業種が1つだけある。それは、汎用・生産用・業務用機械で、もう少し頑張るとリーマン・ショック前の状況に近づくといった感じである。次は乗用車だが、まだ少し乖離がある。それ以外のところは結構停滞している。そのうえで、先程も少し申し上げたが、ECBの今年の成長率見通しが下方修正され、設備投資の下方修正

が大きい。そこはわが国が競争力を有するところだが、その回復に少し時間がかかると感じている。また、タイなどで設備投資やインフラ投資が遅れることもあるので、そこが懸念されるとみている。

森本委員

輸出について、1～3月等にみられた一時的な要因が剥落していくので回復していくのではないかと期待したが、結論から言うと、見極めにはもう少し時間がかかると思っている。ASEANについても急激な回復は期待できず、世界経済も、まさに少しずつ緩やかに回復していくのだろうと思っている。ただ、指標的には今言われたような話はあると思うし、生産拠点の海外シフトの面では、為替の状況からも、また日経調査の設備投資計画からみても、これが加速していく状況にはなく、時間はかかるが国内投資比率を一定程度上げていくことが、企業の戦略となってきたのではないかという気がする。また、機械受注の外需も大分伸びてきているので、そういった意味で、もう少し時間はかかるが緩やかに回復していくのではないかと、私はみている。

木内委員

話題は違うが、経済指標の見方について、消費税増税後の消費動向をみる時に、比較的大企業のニュースが多く、例えば、百貨店では駆け込みが非常に大きかったが、反動は小さく想定内である、ということになるが、個別にはそうかもしれないが、ニュースなどではなかなか捕捉できない状況はマクロの指標でみる必要がある。その点では、非常に大きなカバレッジを持つ経済産業省の小売販売統計でみると、駆け込みよりも反動の方がずっと大きいので、ハードデータ、特にカバレッジの大きいハードデータでしっかりみていくことが重要であると思う。

これと関連して、例えば賃金の動向についても、改善してきていると思うしボーナスも増えるということなのだが、大企業と全体とは相当乖離があり、経団連のまとめでは夏のボーナスの伸びは8%台だが、小規模な企

業も含む毎勤ベースでは 1.何%の伸びと推定されている。したがって、できるだけ広いカバレッジのハードデータでしっかりみていくことが必要であると感じている。

佐藤委員

消費税増税の駆け込みとその反動減についての見方であるが、駆け込みについては、1997年と比べてもやや大きめの駆け込みが生じており、今回の反動減についても、マクロ統計でみる限りは相当大規模な反動減が生じているということである。アネク情報、ヒアリング情報等では、判で押ししたように想定範囲内ということが聞かれるが、元々どの程度の想定だったのかというのがそもそも問題である。そのような楽観的な声とは裏腹に、足もと少なくともマクロ統計で見られる反動減の規模は、それなりに大きいということは踏まえておく必要があるのではないか。そういう意味で、想定範囲内と言うと、耳障りが良く安易に聞こえるが、その辺りの情報発信をもう少し丁寧に行っていく必要があるのではないかと思う。

黒田議長

それでは、今から10分程度コーヒープレイクを取りたいと思う。10時15分に再開する。

(10時04分中断、10時14分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

宮尾委員

わが国の金融環境については、企業の資金調達環境、金利面、量ないしアベイラビリティの面とも、「緩和した状態にある」との評価で良いと思う。金融市場動向については、長期金利は0.6%程度、為替はドル/円レートで101~102円と前回会合比ほぼ横ばい、株価はTOPIXで1,230程度と前回会合時から若干の株高で推移している。

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て回復基調を続けており、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れを含め、従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営についても、従来どおりのガイダンスを維持することが適切と考える。

政策に関連する論点として、前回会合でも若干触れたが、この間の長期金利の動向、前半のラウンドでも議論のあったボラティリティの低下についてコメントしたい。長期金利の低位安定、あるいはボラティリティの低下はグローバルな現象とも思われるが、とりわけ米国では、長期金利は2%台半ばの低水準で安定する一方、株価は高水準で推移しており、ボラティリティは低下した状態が続いている。米国の長期金利の低位安定は、まず1つ目は、循環的な景気回復のペースが緩やかである可能性、2つ目は、それを受けて将来のFedの利上げの幅やペースもより緩やかとなる可能性、といった2つの市場の見方を反映しているように見える。ボラティリティの低下は、一方で市場の規律、ディシプリンを低下させ、過度のリスクテイクを助長する懸念も指摘されることがある。他方で、こういった極めて緩和的で安定した金融環境は、企業の前向きな支出や成長戦略を後押しするなどの効果が期待される。それが実現すれば、高水準の株価を正当化することにも繋がる。

そういった中で中央銀行にとって重要なことは、われわれが行っている政策措置が、経済のファンダメンタルズ改善にしっかり寄与しているかどうかを、入念に点検し続けることだと思う。同時に、懸念される金融の不

均衡や将来のボラティリティ拡大のリスクについては、各種のストレステストを実施するなどマクロプルーデンスの観点からの点検も重要となると考えている。本行でも、金融システムレポート等でそのような点検をしっかりと行っているが、今後ともこうした両面からの点検を入念に行っていくことが重要であると思う。また、言うまでもないが、民間の取組みを後押しする、成長戦略を後押しするうえでは、政府の規制緩和等の取組みも極めて重要であることを付け加えたいと思う。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、わが国の金融環境であるが、緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。企業の資金調達コストは、貸出約定平均金利が既往ボトム圏にあるなど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、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。

先週、ECBが追加緩和策を決定したが、一連の政策パッケージがユーロ相場の下押しやディスインフレの回避、実体経済の下支えに、どのような効果を発揮していくのか、今後見守っていきたいと考えている。今回の緩和により、相当長期間に亘りユーロ圏の金利が低位にとどまるとの見方が強まり、ユーロを使ったキャリートレードが増大することが見込まれる。その場合は、ユーロ相場を弱めるという影響に加え、既にかんりの高値圏にある各種アセットクラスがさらに買い進まれることになる可能性がある。対外的なスピルオーバーによる影響についても、よくみていく必要があると考えている。

わが国の金融市場については、10年物国債利回りは引き続き0.6%前後の水準で推移している。消費税率引き上げ後の経済・物価情勢が堅調であ

るとの見方が増えていることもあって、エコノミストのインフレ予想は直近調査において比較的大きめに上昇しているが、債券マーケットは反応していない。これは、本行の政策が強力に効いていることによるものだが、一方、それだけ市場にはエネルギーが静かに蓄積されていっているとも言えると思う。市場が落ち着いており、本行の追加緩和期待も後退してきている状況は、将来に向けて必要な手を打っていくタイミングだと思う。

出口についてとやかく言うのは尚早だが、われわれが示している先行きの政策運営方針の中で、2%の物価安定の目標の実現という文言と、それが安定的に持続するという文言の考え方については、若干の地均しを始めしておく必要があると思う。前者の「2%」については、消費者物価の「総合除く生鮮」が2%となることと捉えている人が多いのではないかと考えている。私自身の理解としては、物価水準を表す指数として単純に「総合除く生鮮」と決めつけることは適当ではないと考えている。また、後者の「安定的に持続する」という点についても、そのような状態を示す何らかの定量的基準が満たされることが必要と考えられているように窺われるが、私は、予めそのような基準を設定することはできないと思っている。これらについては、特定の指数や数値基準に基づいて判断されるのではなく、あくまで様々な指標等を総合的にみて、本会合で判断することになると思う。この点については、出口の話が始まる時に出てくると不要な混乱をもたらす恐れがあることから、なるべく早めに情報発信を行い、一定の理解を得ておくことが望ましいものと考えている。

なお、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調節方針等については、現状維持で良いと思う。

最初のセッションで申し述べたように、前回会合以降、ECBの異例な政策対応があったが、その効果については、リテールも含めた短期金利への影響や国際的な資金フローの変化など、もう少し時間をかけてみる必要があるように思われる。マイナス金利というヘッドラインがややセンセーショナルな色彩を帯びていることもあり、本行の金融政策への影響も取り沙汰されるところではあるが、本行としては、現在の量的・質的金融緩和が所期の効果を概ね発揮していることから、現行の方針のもとで、量的・質的金融緩和を引き続きしっかりと推進していくことが適切と考える。そのうえで当面の金融政策運営に関連して3点申し上げる。

第1は、長期金利の動向についてである。消費者物価コアの前年比上昇率1%台が既に6か月間続く中で、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。買入れた国債の年限がディレクティブに定められた上限の8年を超えたことを受けて、執行部で買入れの年限構成を調整し、長期を減らした分中短期を厚めに買入れることとしたが、そうした微調整は織り込み済で、カーブの形状にほとんど変化はみられなかった。先行きは債券市場参加者の景気・物価見通し、あるいは出口に関する本行の情報発信の仕方次第ではあるが、物価と整合的なかたちで国債市場の価格形成がなされるかどうか注目している。名目金利を、予想実質短期金利、予想インフレ率、インフレのリスクプレミアムとインフレリスク以外の各種プレミアム等を示す実質リスクプレミアムの4つの要素に分解した執行部の分析では、足もとは本行の買入れが国債市場における実質リスクプレミアムを抑制しているうえに、実質予想短期金利がマイナスの領域にある、すなわち先行きプラスの物価上昇率が定着する中でも本行がゼロ金利、ないしはそれに近い低金利環境の継続にコミットし続けるとの期待があることも、長期金利の安定に寄与しているようである。先行き、本行が出口に関する情報発信を始めれば、昨年の子国の例をみても、市場は常に先を読むが故に、実質リスクプレミアムは量的・質的金融緩和以前の状態に急

激に戻る事が想定される。あるいは、市場の物価見通しが変化することで、本行の情報発信を待つまでもなく、そうした状況となる可能性もある。市場が出口に導いてくれるという点では、私としては後者のパスがより望ましいが、いずれにせよ、本行買入れの国債市場におけるプレゼンスは絶大であるので、情報発信の仕方には細心の注意を要すると改めて感じている。

第2は、成長戦略の重要性についてである。ここ数回の会合で議論があったように、労働需給逼迫を背景に日本経済が意外に早く供給力の天井にぶつかりつつあるとみられる中、賃金の上昇から物価も幾分上がりやすい状況となっているように思われる。もっとも、供給制約による物価上昇は持続的でない。日本銀行が本来描く望ましい物価上昇のあり方とも異なる。足もとの供給制約を梃子に生産性向上の面で一段の飛躍を成し遂げるか、あるいは供給制約から先行き経済は伸び悩むか、足もとはその岐路にあるように思われる。生産性向上のための企業の自助努力は当然だが、それを側面支援し競争力を強化する規制改革も重要である。昨年1月に政府と交わした共同声明においても、「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している」こと、また、政府におかれては「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取り組みを具体化し、これを強力で推進する」ことが謳われている。その意味で今月中にも閣議決定の予定と伺っている政府の「経済財政運営と改革の基本方針」の第2弾の実行に期待したい。

第3は、財政健全化努力の重要性についてである。同じく昨年1月の共同声明において、政府は「財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取り組みを着実に推進する」こととし、その後、2015年度までにプライマリーバランスの赤字半減を国際公約として、1回目の消費税率引き上げが実施されるなど、財政健全化に向けた努力は着実になされつつあると認識している。taperingを進める米国の例をみても分かるように、大幅な財政赤字削減が実際になされていること

もあって、中央銀行による国債買入減額の影響は限界的であり、米国の長期金利は tapering 開始以降、むしろ低下気味で推移している。先行き、本行の量的・質的金融緩和がスムーズに出口を迎えるうえで、米国の財政政策と金融政策の連携から学ぶところは多いように感じる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

まず、次回会合までの金融市場調節方針については、現状維持が妥当と考える。金融政策運営に関する私自身の基本的な考え方は、前回と変わっていない。この点を再確認すると、物価上昇率を2%で安定的に持続させることを目指す「2%の物価安定の目標」については、依然その達成を見通せる状況からは遠いと考えているが、このかなりチャレンジングな目標を、私自身が従来主張してきたように中長期の目標と柔軟に位置付け直したうえで、政策効果を自然体でみつめ直した場合、需給ギャップの改善、物価上昇率の高まりなど、量的・質的金融緩和は既に相応の成果を挙げたと評価できると思う。今後は、「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標をより強く意識して、金融政策が果すべき役割とその限界を識別しながら、政策運営を進めていくことが重要だと考えている。

有効求人倍率でみた労働需給がバブル直後の1992年の水準を目前にするなど、供給制約が比較的近い将来の問題となることが見込まれる中、金融政策に期待される重要な役割は、良好な経済・金融環境をできるだけ長く維持することを通じて、依然低水準にある潜在成長率の引き上げに繋がる民間あるいは政府の取組みを側面から支援することである。潜在成長率を大きく上回る成長ペースが続くと、供給制約から経済が不安定化し、景気回復がより短命に終わる可能性が高まり、成長力強化に向けた取組みに逆風となる可能性も意識すべきだと思う。こうした中、現在の金融調節 방식을維持するだけで緩和効果は累積的に高まることに加え、量的・質的金融

融緩和導入時には十分に考慮していなかったゼロ金利政策の効果も、物価上昇と需給ギャップ改善のもとで上乘せされていることを踏まえると、緩和効果の行き過ぎへの配慮もそろそろ意識し始める必要があるように思う。

次に、欧米の金融政策と金融市場動向について発言したいと思う。前回も議論となった米国の長期金利の低下あるいは低位安定に関して、その原因については意見が分かれるところだが、影響については、経済になお弱さが目立つ新興国での通貨高や世界的な株価堅調にも表れているように、金融市場でのリスクテイクの動きを助長しているようにみえる。ここで思い起こされるのが、当時のグリーンズパンFRB議長が「conundrum (謎)」と表現した2004年から2006年の金融政策正常化の過程で生じた長期金利の予想外の低位安定である。この間、株式市場が堅調を維持していた点も今回と似ている。FRBの中長期的な経済・物価のコントロールに関する市場の信認向上が、海外からの資金流入拡大を伴うかたちでタームプレミアムの顕著な低下をもたらすとともに、それが米国を中心に世界規模で不動産市場や金融市場での大きな不均衡に繋がっていったと考えられる。注目されるのは、金融緩和強化の過程ではなく金融緩和の正常化の過程で、こうした不均衡の形成が進んだとみられる点である。

現在の米国の情勢に戻ると、昨年、資産買入減額の観測から長期金利が一時的に大幅に上昇したことを受け、FRBは市場とのコミュニケーション強化に努めた。その結果、第1段階で早期かつ大幅な短期金利引き上げ観測の抑制に成功し、さらに第2段階で資産買入れの減額措置および政策正常化プロセス全体について、市場が感じる不透明性を緩和することに成功したことが、足もとの長期金利低下に繋がっている面があると思う。しかし、長期金利上昇に過敏に反応し、金融市場の先行きの政策の見方を収斂させることに腐心した結果、長期金利低下が進むとともに金融市場でのリスクテイク傾向が強まり、不均衡形成が助長されている面もあると考える。これは、将来本行が金融政策の正常化を始める際にも、重要な示唆になると思う。因みに、2000年代半ばと同様に、不均衡形成がいずれ米国

経済の調整に繋がり、底流で進んできた潜在成長率の低下やディスインフレーションの傾向をより浮き彫りにすると、現在の長期金利の低水準はそれを予見していたと後付けで解釈される可能性もあるように思う。

他方、こうした米国の金融政策と金融市場動向にも影響を受けたのが、ECBの緩和措置だったと思う。ユーロ高傾向が緩和実施の重要な契機の1つになったと思うが、ユーロ高の背景には、欧州債務リスクの後退に加え、最近の米国での長期金利の低下がユーロ圏への資金流入を促したことで生じた面もあると思う。先般のECBのレポートでは、海外からの資金流入が周縁国での過度な国債利回り低下をもたらしている可能性が指摘されていた。かつて新興国でみられたような海外資金流入に伴うバブル懸念への対応という側面も、ECBの緩和措置導入の背景には一部あり、これが緩和実施に向けてドイツなど慎重派も含めた各国間のコンセンサス形成に、一定の役割を果たした可能性も考えられる。しかし、こうした背景のもとで実施されたユーロ圏での積極的な緩和措置が、資金フローの変化を通じて世界的な金融面での不均衡形成をさらに助長してしまうリスクにも注意する必要があると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境については、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、短期利回りは、本行の短期買入れが継続するもとの、四半期末に向けた都銀の短期需要の増加もあって、0.05%を下回る低い水準で推移している。長期金利は、米国長期金利の動きにつれて、5月末にかけて低下したあとやや上昇する動きもみられたが、0.6%前後の極めて狭いレンジで推移している。そうしたもとの、為替市場をみると、対ドルは概ね横ばい、対ユーロでは幾分円高方向となっている。株価については、米

国株価の上昇もあって上昇している。

この間、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、地政学リスクに加えて、F e dの出口戦略に関する思惑が市場に与える影響等には、引き続き注意が必要である。また、E C Bによるパッケージ型の追加緩和の効果を注視していきたいと思う。

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、物価安定目標の早期実現に向けて、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ていくことが適当だと思う。

政策の運営状況を見ると、マネタリーベースは前年比で4割台半ば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。エコノミストの予想物価上昇率について、E S Pフォーキャスト調査では2016年度分と新たな長期予想が公表されたが、2016年度にかけてプラス幅が拡大するかたちとなっており、長期予想についても1%台半ばにまで上昇している。もっとも、消費者物価については、上昇品目が見込まれる一方、夏場にかけての円安効果の剥落や、例えば携帯電話料金の引き下げなどの下押し要因もあるので、消費者物価上昇の勢いが鈍るような場合に、予想物価上昇率がどのような影響を受けるのか、引き続き注視していく必要がある。

最後に、成長基盤強化支援については、2月の制度拡充後初めての貸出となったが、今回の実行額は約4,500億円と過去5番目の高水準となった。大手行に比べ利用度合いが低かった地域金融機関でも、成長業種を対象としたファンド設定を通じて貸出増強に取り組む先も多くみられており、制度拡充後には、ファンド総枠の引き上げや金利優遇措置の拡大等を行う動きがみられている。このところ、長期の貸出約定平均金利が既往ボトム圏内で推移する一方で、R O Aはリーマン・ショック前のピーク並みの水準にまで回復し、投資採算が一段と高まってきているので、こうした制度利

用の動きが広がる中で、企業の投資活動が活発化していくことを期待している。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効果を発揮してきており、これまでどおりのスタンスを続ければ良いと考える。そのうえで、今回は次の2点を述べたい。

第1は、量的・質的金融緩和以降、フィリップス曲線がステープ化しているかどうかという点である。フィリップス曲線を見るうえで、需給ギャップとインフレ率の関係ではなく、失業率とインフレ率の関係でみたいと思う。その理由は、第1に、需給ギャップのデータは四半期データであるために、量的・質的金融緩和以降のデータが非常に少ないこと、第2に、内閣府と日本銀行で需給ギャップの計測が異なるといった問題があるからである。そこで、失業率とインフレ率の関係でみたフィリップス曲線を月次データでみると、量的・質的金融緩和開始以降 2014年4月までの期間は、13か月分のデータしか得られないという点には注意する必要があるが、1998年4月から量的・質的金融緩和開始前までの期間よりも、フィリップス曲線ははっきりと大きくステープ化している。量的・質的金融緩和以降のフィリップス曲線から計算すると、2%のインフレ率（CPI除く生鮮食品）が達成される失業率は3.36%と推計される。

もう1点は、量的・質的金融緩和の効果を考えるうえで、相対価格の変化と物価の変化の関係をどのように考えれば良いかについて述べておきたい。将来のインフレ率を予想する際に、しばしば、円高による輸入価格の低下といったミクロ的な個々の財・サービスの価格に焦点が当てられることがある。しかし、他の事情を一定とした個々の財・サービスの価格の変化は、相対価格の変化を表すものであり、物価との関係は必ずしも明確

ではない。他の事情を一定として、ある財・サービスの価格が低下すると、他の財・サービスとの間で代替と補完が起きる。その場合、代替財の価格は低下するが補完財の価格は逆に上昇する。さらに、こうした財・サービスの価格の変化は、所得効果をもたらす。従って、ある財・サービスの価格低下が物価を引き下げるかどうかは、こうした代替・補完および所得効果の大小関係に依存するため、非常に不確定である。中期的にみると、これらの効果は互いに相殺し合うため、仮に、個々の財・サービスの価格の低下が物価を押し下げるとしても、それほど大きくなるとは考えられない。ただし、短期的には価格が硬直的な財・サービスが存在する。そうした短期的な価格の硬直性は、ある財・サービスの価格の低下が短期的に物価を引き下げる要因になる。しかし、中期的には、価格調整が起きるので、既に述べた結論が妥当すると考える。なお、以上の価格調整のもとで、消費者が購入する財・サービスの構成は変化するが、消費者物価指数にはそれが改定されるまでの間は、その構成変化が反映されないという問題には注意しておく必要があると思う。しかし、いずれにしても、中長期的な物価の決定を考えるうえでは、個々の財・サービスの価格動向よりも、量的・質的金融緩和による需給ギャップの縮小とインフレ率の関係、失業率の低下とインフレ率の関係、予想インフレ率の上昇と実際のインフレ率の関係といった、マクロ的な物価決定要因により注目すべきであると考えられる。

そもそも量的・質的金融緩和の目的は、今述べたようなマクロ的な経済変数に働きかけ、それによってインフレ率を2%まで引き上げ、それを安定的に維持しようとする政策であることを再度確認しておきたいと思う。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、引き続き緩和した状態にあるとみている。金融機

関の貸出態度は改善が続いており、そのもとで、資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利は長期を中心に既往最低水準にあり、CPや社債の発行金利も低い水準となっているなど、企業の資金調達コストは低水準で推移している。また、量の面でも、銀行貸出は2%台半ばの伸びとなっており、大企業向けだけではなく、中小企業向けもプラスで推移している。このほか、CP・社債市場の発行環境は良好な状況が続いている。以下では、金融政策に関連して3点述べたい。

第1は、ECBの追加緩和措置についてである。先程も申し上げたが、総花的であるが故に相矛盾した効果、相殺する要素を幾つも含んでいるように見える。具体的な点については先程申し上げたとおりであるが、いずれにしても、今後、ECBの今回の政策が全体として金融資本市場にどのような影響を与えていくことになるのか、もう少しよく見極めていくことが必要であると思う。恐らく1積み期間、1か月程度経過すると、評価のヒントがある程度出てくるのではないかとみている。いずれにしても、先行き2016年までの3年間のECBスタッフの見通しをみると、景気は緩やかな回復にとどまり、インフレ率もECBの物価安定の定義には届かない。従って、万一、今回の措置が十分な効果を発揮し切れないと、ECBの手詰まり感を市場が見透かすといった局面の到来も想定される。

第2に、消費者物価の先行きと情報発信について、一言申し上げたい。第1ラウンドで申し上げたとおり、消費者物価については、暫くの間、1%台前半で推移すると考えている。もっとも、目先夏場にかけては、エネルギー関連の押し上げ効果の減衰などから、プラス幅が幾分縮小する可能性が高いとみている。ただ、消費者物価前年比の月々の動きに注目が集まり過ぎることは、生産的ではないのではないかと思っている。つまり、消費者物価の動きがわれわれの想定どおりであったとしても、この夏場にかけてのプラス幅の縮小に、やや近視眼的な政策インプリケーションを見出そうとする動きを助長してしまうからである。特に、4月の全国消費者物価の前年比は+1.5%とやや強めであっただけに、これが目線となると、そこからの低下幅に、殊更、焦点が当たってしまい、先行き一時的にプラス

幅が縮小した際に、例えば「物価のシナリオが崩れた」と受け止められたり、「追加緩和が必要だ」などと囁す向きが出てくるなど、誤ったインプリケーションが生じる可能性がある。こうした動きは、2%の物価の安定的な実現に向けてプラスにはならないと思う。従って、今後の情報発信に当たっては、消費者物価をみる際には基調的な動きをみていくことが重要であり、月々の振れに過度に注目すべきでない点について理解の浸透を図っておく必要があると思う。すなわち、4月の展望レポートで示したとおり、消費者物価の先行きは、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、2016年度までの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中心的な見通しを、しっかりと説明していくことが重要だと思う。

第3に、今後の金融政策運営上留意しておかなければならない点の1つに、国際金融規制の帰趨があるように思う。GLACや銀行勘定に係る金利リスク規制については、仮に、最低水準が導入された場合、銀行は所要自己資本の相応の積み増しが必要になる。特に、銀行勘定の金利リスク規制については、外貨建貸出、外貨建証券はコア預金による相殺効果がない分、所要自己資本が大きくなるメカニズムがある。従って、銀行の外貨建資産の保有に対しては、強いディスインセンティブが生じることになるので、われわれが企図しているQQEを通じたポートフォリオリバランス効果が干渉されることになる。国際金融規制に関する今後の交渉においては、金融政策の有効性確保という視点も交え、日本および日本銀行の立場をしっかりと主張していくことが必要ではないかと思っている。

最後に、金融政策運営については、当面の金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。先程述べたように、物価動向が1つの重要な局面を迎えているだけに、2%の物価安定目標に向けた揺るぎないコミットメントを表明しながら、現在の量的・質的金融緩和の枠組みのもとで強力な金融緩和を継続していくことが必要であり、仮にも政策効果を自ら減殺してしまうことのないように、情報発信にはこれまでも増して熟慮のうえ、注意深く行っていかなくてはならないと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国では、引き続き緩和的な金融環境が続いている。金融市場調節方針は現状維持で良いと判断している。本日は、海外動向とわが国の今後の金融市場調節方針に関する対応について、見解を申し上げる。

まず、わが国の金融環境にも大きく影響を及ぼす要因として注視しているのは、米国金利水準とそのボラティリティの低さである。この点については、実体経済から乖離しているとの見方がエコノミストの間では主流となっているが、市場では、米国や世界の経済成長、インフレの見通しが低いとの見方をしている可能性も否定できない。こうした低位で安定した金利水準は、新興諸国にとっては資本流入を通じて景気回復の追い風となっているが、市場の見方が経済データ如何によっては急速な上昇に転じるリスクも意識している。3月以降、米国の物価上昇率は上昇に転じており、景気回復力も5月に入り幾分高まっているようであるので、今後の金利上昇リスクについては注視している。

次に、本日は、今後の日本銀行の金融市場調節方針に関して、内容自体ではなく、新たな方針に向けた対応面での意見を申し上げます。日本銀行は、昨年1月に2%の物価安定目標を導入し、4月にQQEを導入した。この際、2%を目指しそれを安定的に実現するまでQQEを継続することを前提に、2年程度を念頭において、2%を早期に実現することを掲げた。そしてその具体的な対応として、マネタリーベースを年間約60～70兆円のペースで2年間増額する金融資産の買入方針を打ち出した。しかし、2014年も半年を過ぎようとしている現在、2%の実現に向けた前向きの道のは随所にみられるものの、2%の達成とその安定的な実現に向けた道のは、まだ道半ばの段階にあると思う。つまり、QQEの継続が2015年以降も必要なのは明らかだと思うので、年内には、2015年以降の方針につ

いて対外的に明確にする必要があると考えている。私自身は、4月末の会合で申し上げたとおり、QQEの継続を前提として一定の数字を念頭において2016年度までの経済・物価の見通しを立てており、具体的な内容についてはいずれ申し上げるつもりである。

そこで本日は、そうした新しい方針に向けた対応という観点から、昨年4月にQQEを打ち出した際の経験を踏まえて、意見を申し上げる。第1に、今後、市場とのコミュニケーションがより難しくなる局面を迎えると思うので、2015年以降の金融市場の調節方針については、具体的な内容および時間的表現等について、細かい点を含め十分議論を尽くす必要があると思う。そのために、少し早めの段階から検討に入るのが良いと思う。また、日本銀行の中心的な見通しどおりに経済・物価情勢が進展していかない場合のコンティンジェンシープランとして取り得る手段についても、予め議論しておくべきだと思う。「見通しどおりになるから大丈夫」という立場で何も議論しないのではなく、そうならなかった場合に取り得る選択肢についても予め議論しておかないと、急速に予想外の状況が起きた時に、十分な時間もないままに慌てて決定してしまうことになりかねないと思う。

第2に、2015年以降の金融市場調節方針について決定会合で決定した場合の対外的な情報発信の仕方、例えば総裁の記者会見や対外的に説明する際の配布資料についても、予め方針を政策委員間である程度共有しておいた方が良いのではないかと思う。通常、決定会合の決定事項についての対外説明、情報発信は、総裁以下執行部に委ねられている。そのこと自体はそれで結構だと思うが、執行部による対外説明や情報発信が、時として、政策委員会で合意した内容とは必ずしも一致していない印象を与えることがあるため、特に重要な政策決定の情報発信については、そのような誤った印象を与えないよう、政策委員間で認識を共有しておくことが必要だと思う。

このように申し上げる背景を説明すると、昨年4月にQQEを決定した際、私自身は、「何が何でも2年で実現することにコミットした」との認

識はなく、むしろ2%を安定的に実現するまで、QQEを継続することにコミットしたつもりでいた。2%の達成時期については、公表文にもあるように、2年程度を念頭に早期に実現したいと願っていたし、今もそう思っている。ただし、2年での実現は難しく、2年の期間設定は、インフレーションターゲットを採用する国で一般的に想定される期間としての「努力目標」と認識していた。ところが、その後の対外説明において、「2%、2年、2倍」というキャッチフレーズが前面に押し出された一方で、2%を安定的に実現するまで金融緩和を継続するという時間軸表現の説明が少なかったこともあって、対外的には「2年で2%の実現」に日本銀行が「コミット」したと理解——私からみれば誤解——されたように思われる。このキャッチフレーズは、分かりやすさと日本銀行の強い意志表明の双方の観点から対外的には好評で一定の成果があったと思うが、現在でも追加緩和期待が払拭されない一因は、2年という時間軸が極めて強く浸透したことにあると思う。

さらにQQEの説明のあり方について、「2年程度を念頭に置いて早期に実現する」表現だけを「明確なコミットメント」と位置付け、「2%を安定的に実現するまで金融緩和を継続する」との表現に一切言及がない説明資料に対して、私は昨年4月中旬に、「こうした説明の仕方は必ずしも政策委員間で合意している訳ではないので、外部に配布する場合には留意が必要ではないか」と申し上げたことがあるが、その資料が特段修正もなく、その後の対外説明資料の中で使われたことが度々あったことを、大変残念に感じている。私自身も2%の実現に向けて、それを実現する政策としてのQQEの広報活動を含めて、最大限の努力をする所存であるので、重要な決定内容についての対外説明の方針については、予め政策委員間で、ある程度の認識の共有を図ることができれば良いと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については、マネタリーベースが年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市

場調節を行うという方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。

先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。すなわち、日本銀行は2%の物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続する、その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行うということである。量的・質的金融緩和については、引き続き、所期の効果を発揮していると思われる。日本銀行による巨額の国債買入れもあって、わが国の長期金利は低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下傾向にあると考えられる。

企業や家計の支出活動を支える金融環境については、銀行貸出が緩やかな増加を続け、貸出金利も既往最低水準にあるなど、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があれば、どうぞ。

宮尾委員

わが国の長期金利の動向、特に今後の急騰リスクについて、追加的にコメントしたい。現在のボラティリティの低下が将来の長期金利上昇圧力をどこかに蓄積しているのではないかという懸念については、私自身も心の片隅で非常に気にしている。今後の長期金利の動向を考えるうえで、マーケットの反応として、2つのフェーズがあると思う。1つは、われわれが、出口についての情報発信により政策の方向性を変えるとの意思表示を明確にした時に、これまでわれわれが押し潰してきたリスクプレミアムが復元してきて長期金利が上昇する。もう1つのフェーズは、債券市場の予想インフレ率がこの間安定して全く変化していないが、それが上昇していくフェーズである。コアCPIが足もと1.5%まで上昇しているにもかかわらず、それが全く織り込まれていないという状況は、債券市場の市場参加者は、中長期の予想インフレ率が2%に上昇することを、全く織り込んで

いないように見受けられる。金融緩和の下押し圧力が強いとも解釈できるかもしれないが、いずれにしても債券市場の市場参加者の予想インフレ率は従来と変わっていないということが、1つの可能性としてあると思う。そうだとすると、どこかのタイミングで、債券市場の市場参加者が予想インフレ率を修正する可能性がある。それがバックワードに徐々に修正するのか、あるいはフォワードルッキングに急激に変えるのか、全く読めないのが非常に悩ましいのだが、いずれにせよ2つ目のフェーズが起こっていない。懸念されるのは、2つのフェーズが一緒に起こる場合、非常に大きな金利上昇が起こりうる。われわれは、時期尚早として出口に関して議論していないが、望ましいのは、最初に市場参加者が予想インフレ率に徐々に織り込んで、そのうえでわれわれの出口の議論、出口に関する情報発信がくれば良いのではないかと思う。いずれにしても、2つのフェーズを分けて考えた時に、2つのフェーズが一挙にくることが懸念されるので、われわれの情報発信を考えるうえで、気をつけなければならないと思っている。

石田委員

債券市場が市場参加者の予想インフレ率によって動くという議論については、米国であればそのような考えが成り立つと思う。米国の場合、非常に多くの投資家があり、例えば、株と債券を常時みながら実質金利がどのようになるかを計算し取引を行っている投資家がいったり、またプライベート、オフィシャル両方の海外の投資家が存在し、外準として準備資産を債券で運用するという非常に深いマーケットである。ところが日本の場合は、日本銀行を除くと、基本的には銀行、ゆうちょ、生保、年金しかホルダーはいない。債券市場の人たちは、go-betweenであり intermediater である。意見は色々言うが、結局は投資家ではない。その人たちのことを色々考えても、重要なのは本当に売買する人たちがどうするかである。実際に何が起こっているかというところ、例えばGPIFでは、債券をどの程度買うかは決まっており、その上下に枠があるので、期の途中でマーケットが変

化しても簡単に売ったり買ったりできない。銀行は、色々なリスクがあるので、単に実質金利が高いからといって買ってくる訳ではない。結局は、短期の資金が余っているので、運用資産として一時的に保有するということである。その辺りについては、日本の場合、大口の投資家がどのような行動原理に基づいて、どのような時間軸で動くのかを精密にみていかないと、フォワードガイダンスを導入したからそれで済む、というようなことではないと思う。そういう考えは非常に危険だと思う。

宮尾委員

私も日本の市場構造は非常に特殊だと思うので、今の議論を突き詰めると、安定的に国債を買ってくれるのであれば、私が懸念しているような急激な織り込みはおこらず、徐々に進むということかもしれない。

石田委員

どのようにすれば買うのか、買うとしてもどの程度の時間がかかるのか、というように個別にみておかないと危ないと思う。「買いたいが、買うのは来年」といったようなことになる。ポートフォリオリバランスに関して、去年は、確かに銀行は債券を売ったが株は買っておらず、個人が大量に株を売った。年金も売ったが、年金はアロケーションで売らざるを得ず、それを外国人が買った。結果的にリスク資産の価格が上がってそれはそれで良かったが、起こったこととしては、いわゆるポートフォリオリバランスで債券を売った先が株を買った訳ではない。その辺はよくみていかないと危ないと思う。

木内委員

金融機関はリスク量を管理する傾向があり、特に長国先物では、ボラティリティが下がると買い増すので、結果的にボラティリティの低下と金利の低下が進みやすい状況が続いている可能性がある。ただ、逆に何らかの理由でボラティリティが高まる時は、今度はリスク量を減らすようなプ

プログラムで売却するというようなことが発生すると、今度はボラティリティの上昇と金利の上昇というように、反対の方向に一気に振れやすい傾向が強まっているという話も聞く。その意味で、足もとの流動性の低下と金利の膠着については、それなりの注意を持ってみる必要があると思っている。

もう1点は、出口に関する情報発信でどの程度金利が上昇するかは分からないが、金利の上昇が怖いので出口を遅らせるというのは、まさに本末転倒で、何のための金融政策か分からなくなってしまう。昨年の中米の場合、企画局の資料では、効果が一気になくなった訳ではなく、昨年春の100ベーシスの金利上昇のうち、約半分が先行きの短期金利見通しが引き上げられたことによるもので、残りの半分が、実質リスクプレミアムのマイナス幅が小さくなったことによるもので、これが政策効果の部分である。ただ、QE1から続いてきた実質リスクプレミアムの低下幅からすると、別に一気になくなった訳ではなく部分的になくなっている。市場は、バランスシートがいずれ正常に戻るというところまで前倒しで織り込む面があるとはいえ、情報発信した途端にこれまでの政策効果が一気に全部巻き戻されるというのは、悲観的過ぎる見方だと思う。

佐藤委員

中曾副総裁から、物価の先行きに関する情報発信に関し、個別の指標、月々の指標に過度に焦点を当てることなく、基調的な動きをみていくことが重要であるとの指摘があったが、全くそのとおりだと思う。付け加えると、私がかねてから申し上げているとおり、生鮮食品を除くコアの消費者物価指数に過度に焦点を当てるような情報発信の仕方には、相当気をつけるべきだと思う。日本銀行の政策委員会の中心的な見通しはコアの消費者物価指数で出しているが、物価安定の目標はコアに限っている訳ではない。正確には消費者物価指数の総合だと思うが、個人的には総合に特定する必要もないと思う。要は、幅広い物価指標をみていく中で、2%が見通せるかどうか重要であり、その意味で、コアの消費者物価指数に政策が紐付

きになっている訳ではないと、私は理解している。その点では、より幅広い物価指標を丹念に点検し、先程中曾副総裁がおっしゃったように、基調的な動きを点検していくというような情報発信を強調しても良いと思う。コアに過度に焦点が当たるのは本行の政策運営上、あまり生産的でないと思う。その辺りは配慮があっても良いと思っている。

白井委員

2013年1月にわれわれが物価安定目標にコミットしたときの物価はCPIなので、本来はCPI総合でみるべきであると思うが、毎回の決定会合では、ボラティリティの大きい生鮮食品を除いたコアCPIで判断している。米国でも、基本的にはPCE総合だが通常はコアをみている。ただ、米国の場合、予測はコアと総合で出していたと思う。われわれはコアの予測しか出していないので、コアCPIだけが浸透しすぎている面があるので、長い目で見た時にはCPI総合で2%を実現することが物価安定目標なので、その辺りの情報発信を少しずつしていったほうが良いと思う。

もう1点は、今後のリサーチに関してである。米国では2013年5月に金利が1%以上上昇したが、資産買入れの増額ペースを減らしていく政策と政策金利を長い間低水準に抑えるというフォワードガイダンスを分けて、最初に資産買入れの増額ペースを減らしていくと言う時に、同時に政策金利についてのフォワードガイダンスについても色々な情報を発信していた。例えば、昨年12月には資産買入額を1月から減らすと言いつつも、FFレートについてのフォワードガイダンスでは、失業率が6.5%を下回っても長く続けると言っていた。このように一緒に進めていたので、混乱しやすい面があったと思う。短期の政策金利の予想パスに関するフォワードガイダンスと資産買入れの政策変更の両方を進めていたので、ミックスされてしまった面がある。わが国の場合、付利金利があるなど米国とは違うので、その違いでどのような影響があるのか、これから分析していきたいと思う。いずれにしても情報発信は長期金利との関係で非常に重要になるので、他国の動向もしっかりみていきたいと思う。

中曾副総裁

出口に言及することでストック効果をどの程度減殺してしまうかは、policy cycleにもよると思う。米国が tapering に言及した時はストック効果をすべて吐き出した訳ではないが、米国の場合、QEの最終局面に近づいてきた時でもあれほど効果が減殺されたという見方もできると思う。ただ、われわれの場合、まだ道半ばなので、減殺効果が潜在的にはより大きくなってしまうので、それ故、より注意をする必要があると思っている。

なお、先程白井委員がおっしゃった「2年で2%」に関する論点については、われわれが政策対応面でバインドされるのは、ステートメントにある「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」に尽きると、改めて申し上げておきたい。

黒田議長

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

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(2次速報)が、前期比年率で+6.7%と6四半期連続のプラス成長となり、とりわけ設備投資は前期比+7.6%と大きく増加するなど、景気は緩やかな回復を続けている。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。

4月の生鮮食品を除く消費者物価は、前年同月比の上昇率が1.9%ポイント拡大して+3.2%となっており、消費税率引き上げに伴う価格転嫁が相当程度進んでいることを反映していると考えられる。消費税の転嫁の状況については、引き続き注視するとともに、政府一丸となって強力かつ実

効性のある転嫁対策等を推進していく。

内閣府の「中長期試算」では、毎年3%を超える高い名目成長率が続いた場合でも、2020年度のプライマリーバランスは約12兆円もの赤字が見込まれ、黒字化目標達成のためには、単純計算すれば今後毎年約2兆円の収支改善が必要となるなど、わが国財政は厳しい状況にある。こうした状況を踏まえ、財政制度等審議会の報告書では、2020年度のプライマリーバランス黒字化に向けた具体的な取組みを早急に検討すべきであり、来年度予算編成においては「中期財政計画」の目標を上回る収支改善を図るべきとの提言がなされたところである。先般示された「骨太方針」の骨子においても、2020年度までのプライマリーバランス黒字化を目指し、具体的な道筋を早期に明らかにできるように検討を進めるとされているところであり、引き続き財政健全化に向けて取り組んでいく。

経済の好循環をさらに拡大し、民需主導の持続的な成長を実現する観点からは、先般示された「骨太方針」および「改訂日本再興戦略」の骨子において、前回会合で紹介した麻生財務大臣の提言も踏まえ、コーポレートガバナンスの強化や金融機関の目利き等により、企業の収益性を向上し、その成果を多様なステークホルダーに還元することが盛り込まれているところである。これらを取りまとめ、盛り込まれた施策を迅速かつ着実に実行していくことで、さらなる構造改革に取り組んでいく。以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣をお願いします。

西村内閣府副大臣

6月9日に公表された平成26年1～3月期のGDP速報（2次速報）では、実質成長率は1次速報から上方改訂され前期比年率+6.7%と6四半期連続のプラスとなった。特に、設備投資が1次速報から大きく上方改訂された。その結果、GDPギャップは-0.2%となり、昨年10～12月期から縮小している。数値については本日公表する予定である。

足もとの消費動向についてみると、自動車は前年比マイナス幅が縮小しているものの、受注は弱い動きが続いている。一方、天候要因もあり、家電で前年比プラスとなったほか、百貨店やスーパーでは回復傾向にあるとの声も聞かれる。また、サービス分野は引き続き底堅く推移しているとみられる。消費者マインドについても持ち直しの動きがみられる。反動の影響については引き続き注視していく。

5月30日に経済産業省が公表した大手企業の賃上げ状況に関するフォローアップ調査中間集計結果によると、ベースアップを行った企業は、昨年度は1割にも満たなかったのに対し、今年度はほぼ2社に1社に達した。さらに、今年度ベースアップを実施と回答した企業の7割以上が6年以上振りに実施と回答するなど、アベノミクスの成果が波及し、経済の好循環が回り始めているものと考えている。

また、総理の指示を受け、全国各地で開催している地域経済に関する懇談会の報告書を、5月28日に取りまとめた。私もこれまで22か所を訪問し、地方経済の状況について意見交換を重ねてきたが、経済全体の動きとしては、第1に、大企業を中心にアベノミクスの効果は出てきており、地方の中小企業でもマインドの向上がみられている。第2に、私は仙台市、熊本市、宮崎市などで意見交換したが、消費税率引き上げによる駆け込み需要の反動減は、地方でも概ね想定内という声が多かった。第3に、観光業では、東南アジアからの旅行者へのビザ緩和等もあって、外国人を含めて増加している、などの明るい話が多く出た。一方で、建設業における深刻な人手不足、高齢化・過疎化の進行による後継者不足、人口流出・人口減少の問題、原油・原材料価格高騰によるコスト増、特に離島での輸送コストの問題などの課題が各地で挙げられた。各地での意見も踏まえて肌理細かな政策対応を行っていくとともに、地域の独自性を活かした様々な取組みも伸ばしていくことが必要であると感じた。今後、こうした課題を政策対応に活かしていく。

人口減少については、地方のみならず日本全体の課題であるが、今回の「骨太方針」では、50年後に1億人程度の安定した人口構造の保持を目

指し、2020年を目途に人口急減、超高齢化への流れを変えるため、抜本的な少子化対策などの制度、システムの改革を進めていくことなどを盛り込む。

約130兆円の運用資産を持つGPIFについては、運用の多様化など今後の賃金・物価の上昇なども視野に入れたフォワードルッキングな改革を行っており、今後、基本ポートフォリオの見直しを行うこととされている。5月30日には日本版スチュワードシップコードの受入れを公表した。GPIFの改革やコーポレートガバナンスの強化を通じた産業構造の改革については、主要なテーマの1つとして「改訂成長戦略」に反映させていく。

経済再生に向けて「三本の矢」をスタートさせてから1年半余りとなった。デフレからの脱却を確実なものとし、持続的な成長を実現するため、予算、税制、規制改革などの環境整備に政府を挙げて取り組む。「骨太方針」では、法人税改革について、これまでの経済財政諮問会議等での総理からの指示も踏まえて、引き続き与党等と議論を行い、調整のうえ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盛り込むとともに、経済再生と財政健全化の両立に向け、主要な歳出分野における重点化、効率化の考え方等を示していく。また、規制改革については、規制改革会議において本日答申が取りまとめられた。「骨太方針」、「改訂成長戦略」、および「規制改革実行計画」については、さらに精力的に議論を進め今月中に取りまとめ、デフレ脱却・経済再生を実現していく。

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 6. の箇所について、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 つの議案について説明をお願いします。その後討議を行いたいと思う。

内田企画局長

それでは金融市場調節方針に関する議長案から申し上げる。「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 6 月 13 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。② E T F 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。③ CP 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つつも、先進国を中心に回復している。輸出は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。設備投資は、企業収益が改善するなかで、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。鉱工業生産は、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調としては緩やかな増加を続けている。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、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、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、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。

最後に木内委員案であるが、今申し上げた 6. 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」である。

議長案の公表文案の変更点であるが、3. の海外経済について、「一部になお緩慢さを残しつつも」としたうえで、「先進国を中心に回復している」としている。生産について、昨日申し上げたとおり「駆け込み需要の反動の影響を受けつつも」という文言を挿入している。それから「物価面では」の文章では、技術的であるが、これまで先行きについて書いていた「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」という文言を、今月は現状の方に移している。変更点は以上である。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった3つの議案についてご意見があれば願います。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、一時退席をお願いします。

[11時24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議案の採決をお願いします。

[木内委員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

木内委員提出の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く。木内委員案に関する注だが、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

黒田議長

修正後の対外公表文に異議はないか。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 32 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（5 月 20、21 日開催分）および 2014 年 7 月～2015 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

黒田議長

最後に、5 月 20、21 日に開催された決定会合の議事要旨および 2014 年 7 月～2015 年 6 月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案および日程案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（5 月 20、21 日開催分）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

[2014年7月～2015年6月の金融政策決定会合の開催予定日の
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。5月20、21日開催分の議事要旨および開催
予定日に関する件について、いずれも賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨および日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨は 18 日水曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。また、日程は本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、7 月 14、15 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、ご自身のご発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いします。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

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お願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 36 分閉会)

以 上