

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年7月14日（14:00～16:12）

7月15日（9:00～11:53）

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	迫田英典	大臣官房総括審議官（14日）
	古川禎久	財務副大臣（15日）
内閣府	梅溪健児	内閣府審議官（14日）
	西村康稔	内閣府副大臣（15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	長井滋人

（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	渡辺真吾
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、中間評価を含めた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、6月12、13日開催分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紹介する。財務省からは迫田英典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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

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】に基づいてご説明する。図表1にあるとおり、金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約60～70兆円のペースで増加させるディレクティブに沿って調節を行っており、各資産の内訳も概ねディレクティブに沿った積み上げとなっている。C P

については、6月は再びCPの償還が集中したことから、残高は2.2兆円を若干下回っている。

前回は申し上げたとおり、本行が市中から大量に国債を買い上げているため、民間からみれば手持ちの国債が減っていく中で、オペに新発債が持ち込まれる傾向が強まっていた。平均残存期間は、3月、4月はほぼ7年であったが、5月は40年債が大量に持ち込まれたことで8.1年とかなり長くなった。このことを踏まえて金融市場局では、既にご報告のとおり、図表3のように10年超の超長期債の買入れを減らす方向での見直しを行っている。もっとも、これを受けて民間の方では、40年債を売れるうちに売っておこうというゲーム的なインセンティブになり、6月初のオペでは40年債がさらに大量に持ち込まれることになった。これを受けて金融市場局では、ディレクティブでの指示である平均残存期間7年程度の実現に努める観点から、さらなる見直しを行った。すなわち超長期債の買入れ額を一段と絞り込むとともに、期間を10年超25年以下と25年超の2つに分けることとした。これは事実上、平均残存期間に大きく影響する30年債や40年債の買入れに上限を設けることになる。

図表2において、6月18日のオペは10年超が1,500億円、これに対して6月23日以降は10年超25年以下を1,000億円、25年超を300億円としている。これによって40年債などが大量に持ち込まれることはなくなり、平均残存期間も、例えば、直近7月11日の10年超のオペでは19.12年と抑えられている。6月の平均残存期間は、月前半の大量の40年債が効いて7.6年と長めとなったが、今回の措置導入後は概ね7年程度での買入れができています。7月については、平均残存期間をほぼ7年近くに誘導できると考えています。

図表4のCPであるが、6月にCPの期落ちが多いため、金融市場局では、通常1回4,000億円のところを4,500億円とペースを上げて買ってきた。もっとも、CPの市場自体がなかなか大きくなりながら、償還を迎える銘柄が多く、市中の玉も不足気味になり、6月16日のCP買入オペは応札倍率0.89倍と札割れとなった。6月末のCP買入残高は、先程も

申し上げたように 2.1 兆円と 2.2 兆円を若干下回る水準となったが、その後はほぼ順調に買えている。昨年 4 月と 5 月に 7 回行った 1 年物共通担保オペについては、本年 4 月から 5 月にかけて期間 3、4 か月でロールするオペを行っている。これらが今週以降再び期落ちを迎えることになる。4 月から 5 月にかけての 1 回目のロールでは、ロール率は 72%とまずまずであったが、大口ユーザーである一部の大手行では、同じく本行からの固定金利調達である貸出増加支援とセットで考えその分ロールオーバーを今後抑えめにしたい意向のようである。この結果、予てから木内委員がご指摘されているように、ロール率が徐々に低下する傾向にあり、先行きのロール率についても 1 回目よりは若干慎重にみておく必要があると思っている。

図表 5 の短期金利をご覧頂くと、短国金利は 6 月末に期末要因から低下した後、7 月入り後一旦上昇したが、その後再び低下している。本行が巨額の買入れを続ける中であって市場参加者の短国金利の目線が一段と低下し、従来は 0.05%程度が目線という感じであったが、今はこれが 0.03%程度ではないかと思う。さらに利回りに関係なく、通貨分散のニーズから短期国債を買い続ける海外筋もあり、こうした中、先週は、7 月に入り短国金利が一旦上がったところで一気に買いが入り玉が減った。そうした中で、海外から委託を受けた外証などが玉の確保に走ったことで、10 日には市場取引で初めてマイナスの出合いがみられた。その後、短国レートは若干戻しているが、市場では、本行がマネタリーベース積み上げのために年末にかけて短国をさらに買い増すと予想されているので、短国レートには低下圧力がかかりやすい地合いが続くと思う。今の投資家の目線を考えても、今後、短国金利が 0.03%よりも明確に上にはなかなか上がりにくいように思う。

図表 6 (3) のドイツの国債利回りをご覧頂くと、E C B の金融緩和以降、ドイツなど欧州の高格付け国の T B 流通利回りがマイナスとなっている。報道などでは、欧州のマイナス金利が日本に波及しているといった見方も紹介されているが、ハードデータからはそのような動きは具体的には

確認されていない。もっとも、本邦短国への海外の需要がこのところ堅調であり、間接的には何らかの影響が及んでいる可能性も否定できないように思う。引き続き、動向をみていきたいと思う。

図表 8 の市場のボラティリティをご覧頂くと、内外市場では、引き続き債券、株式、為替という広範なマーケットでボラティリティが低い状況が続いている。この中で図表 9 (1) の先進国の長期金利は引き続き低下しており、株高と低金利の共存、search for yield が基調として続いているように思う。ただ、先週はその中で若干リスクオフの動きもみられたところである。

図表 10 の本邦の長期金利は、10 年物金利は最近では 0.5% 台前半～半ばで推移しており、5 月頃までの 0.6% といった目線と比べると、世界的な金利低下の中で目線も若干切り下がっていると思う。(2) のイールドカーブをみても、30 年、40 年のところは本行オペの減額を反映して若干上昇しているが、それ以外では全般に低下している。

図表 11 をご覧頂くと、デットマーケットでも世界的な金利低下、ボラティリティ低下の中で投資家がより高い利回りを求める search for yield が基調として続いているように思う。もっともマーケットでは、現在の低水準のリスクプレミアムに対して若干の警戒感もみられているように思う。各種のリスクプレミアムは、前回会合以降は横ばいないし若干反発しているが、この警戒感がさらに顕在化するきっかけとなったのが、先週のポルトガルの大手銀行の親会社の CP の支払い遅延であった。これを契機に先週木曜日にはポルトガルの国債金利などが明確に反発している。もっとも、翌日の金曜日には一旦落ち着いている。

図表 12 (1) の各国企業の CDS プレミアムは、引き続き低水準である。もっとも前回会合以降、クレディスイスに続いて BNPパリバ、バークレイズなど海外の巨大銀行のリーガルリスクが顕在化する事例が続き、これを反映して海外銀行の CDS プレミアムが前回会合以降若干上昇している。もっとも、水準自体はなお低く、短期市場での資金調達に特に影響は生じていない。

図表 13 の株価をご覧頂きたい。主要国の株価は引き続き高い水準にあるが、最近では高値警戒感も若干みられている。この中で米欧、とりわけ欧州の株価については、先程も申し上げた欧州の大銀行やポルトガルの銀行の問題、それから欧州の経済指標が予想対比で弱めであったことなどを受けて、先週は下落している。図表 14 の本邦の株価は、先週は下落が続いたが、米欧などとの比較では必ずしもパフォーマンスが悪い訳ではない。主体別売買動向をみると、年初の下落局面では一貫して売り浴びせていた外国人投資家が、最近ではむしろぽつぽつと買いに入っている感じである。この背景としては、GPIFの株式買増しへの思惑に加えて、図表 15 が示すように本邦企業の収益が総じて堅調である中、バリュエーション上これまで割高と捉えられがちであった日本株が、米欧との対比でみて、足もとでは必ずしも割高ではなくなっているという見方もあり、この観点から日本株に関心を示す海外投資家がみられていることも挙げられるように思う。

図表 16 の米欧の株価は、(2) と (3) がいわゆる株高と低金利の共存のグラフであるが、本年 2 月以降、はさみのように開いていたグラフが足もといずれも少し下を向いている感じである。基本的には、低金利と株高という Goldilocks 的状況の中で、足もとでは若干リスクオフ的な動きがみられたと思う。

図表 17 の円、ドル、ユーロの為替レートは、ボラティリティが引き続き極めて低い状況である。ユーロについては、6 月 5 日の ECB の金融緩和の効果は為替レートの面ではほぼ一段落したように思う。この間、ドル／円については、101 円近辺で本邦輸入業者による実需のドル買いが入りやすい構図が続いている。もともと、最近の米国の長期金利が低水準のため、米国の金利上昇による日米金利差拡大というシナリオが若干後退し、限界的には、レンジ内でやや円高・ドル安に向かいやすくなっているようにも見受けられる。この間、為替のディーリングは基本的にゼロサムゲームなので、トレーダーとしては、ドル／円はボラティリティが低く収益機会がないので別の通貨に関心を移す動きがみられる。前回会合以降の特徴

的な動きとしては、BOEが早期利上げの可能性を示唆したことを受けて英ポンドが上昇したことが挙げられる。

隠れた Goldilocks が、図表 20 のコモディティだと思う。ウクライナ、イラク、ガザと地政学的な問題は収束しているとは思えないが、こうした中で、原油価格は一旦上昇した後下落に転じている。他方、銅や鉄鉱石は、中国経済の減速への警戒感がやや後退したことでむしろ反発している。この間、穀物価格は天候要因を背景に下落傾向をたどっている。内外市場のリスクとして意識されているのは、ダウンサイドは中国などの新興国の減速、アップサイドはエネルギーや食料価格上昇に伴うインフレ圧力の高まりによって Fed などの中央銀行が今の金融緩和を続けられなくなるリスクだと思う。このように、中国経済に敏感な商品市況は堅調である一方、原油や穀物などインフレ圧力に影響しやすい商品市況が落ち着いていることも、グローバル市場での Goldilocks 的な状況を支えている 1 つの背景となっているように思う。

以上みてきたように、内外市場は、引き続きボラティリティの低下や search for yield、リスクプレミアムの低下といった Goldilocks 的な環境が、基調として続いている。もっとも、市場参加者も、このような状況に何らかのきっかけで修正が起こることはないかということに気になっている向きもあるように思う。先週のポルトガルの銀行の件は以前から報じられていたものであるが、これが一旦市場の調整に繋がったということは、市場に現在の状況に若干の居心地の悪さを感じている向きがいる中で、こうしたイベントが調整のきっかけに使われたという面もあったのではないかと思う。以上のような状況を踏まえて、今後とも幅広いリスク要因に目を配りながら市場動向を注意深くみていきたい。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 10 にあるとおり、中長期の金利が前回会合以降総じて下がっている。これに関しては、貸出支援オペの影響、すなわち貸出支援オペで調達した4年固定の資金で銀行が4年程度の国債を保有し、その結果として中期ゾーンの金利が下がり、その影響が長期ゾーンの方に及んでいくという効果を指摘する向きが多いと思う。ただ、貸出支援オペは従来から予想されており、しかも金額は市場の見通しを特に大きく上回った訳でもなかった。そのわりにこれだけ影響が出てきたというのはどういうことなのか。貸出支援オペの影響だけではなく、本行の長国の買いオペの調整を超長期のところで行い中長期のところでは減額されなかったことの影響や、海外の金利低下の影響もあるのか。その辺りの中長期の金利低下の背景について説明をお願いします。

もう1点は、短国でついにゼロや一瞬だがマイナス金利がついてしまったが、9月末には期末を迎え短国需要が高まる、あるいは共通担保オペのロールが上手くいかなければ短国オペの額が増えるという期待も強まりやすく、目先はかなり金利に下落圧力が強まりやすい感じがしている。先程もなかなか金利が上がりにくいという説明があったが、ゼロやマイナスが暫く続くような状況に陥らないかどうか。また、比較的短期の話では、例えば、付利金利とのスプレッドが縮まらなくなっている背景として、金利以外の要因で短国を持つインセンティブが強まっている可能性もあるように思う。例えば銀行では、付利金利とのスプレッドがこれだけ開くと金利の面からは見合わないが、期末のキャッシュ潰しや担保ニーズ、デュレーション調整など別の目的のために金利水準を度外視する、あるいは短期的なキャピタルゲイン狙いなどの要因が構造的に強まっているのではないか。あるいは、付利先ではないところの短国需要が強まってくると付利金利との裁定が働かないので、そのような構造的な部分が広がってくると、目先下がりやすいのは季節的な要因であるがそこを越えてもなかなかトレンドとして戻らなくなってしまうようなことにはならないのだろうか。この辺りを教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

最初の中長期金利については、木内委員がおっしゃったとおり、貸出増加支援はそれ自体低下圧力であるが、マグニチュードとしてそれほど大きい訳ではないように思う。これはECBも同様で、特に周縁国について4年のところの金利低下は、ECBのTLTROのせいではないかといった見方があるが、この金利低下は全世界的に共通して起こっており、貸出増加支援そのものは既に予期された動きであり、そのマグニチュードは決して市場が予想していたよりも大きい訳ではないということを考えると、低下方向ではあるがマグニチュードとしては大きい訳ではない。むしろ、世界的な金利低下の中で、本邦の主要な買い手である地銀などが、足もと目線を切り下げてきていることの方が大きいと思う。木内委員がおっしゃった30~40年と20年より短いところの超長期については、オペが若干効いている部分があるかもしれない。先日の見直しで期間を2つに分けたが、これについてマーケットでは、30~40年については厳しいキャップになり、20年のところは比較的多めの買入れを続けてくれるという見方があった。それが10年から20年のところの低下に繋がったという面が、実感としては若干あるように思う。

短国については、これもおっしゃったとおり、基本的には今後とも短国金利が下がりやすい地合いが続くと思う。そのうえで、目線が0.05%から0.03%に下がっているので、何かのきっかけでゼロを窺いやすい地合いは続くと思う。ただ、そうした中にあってもある程度の低金利を覚悟すれば、買入自体はやっていけるだろうと思う。それから、固定的な需要があるということは、逆に言えば買入れによって金利が下がりやすい面もあり、両面あると思う。

白井委員

ユーロエリアに関し、図表7で一目したところ、超過準備と預金ファシリティの合計があまり変わらなかった結果になっている。しかし、(2)

の変動要因を細かくみると、SMPの不胎化措置を停止したことにより、ターム預金として維持していた1,000億ユーロの資金が入ってきたことで、その分超過準備が増えている。一方で、オペの早期返済が1,000億ユーロ位あるので、それにより超過準備が減り、これらの増減額がほぼ等しいため相殺し合って超過準備の残高は変わっていない。そこで、質問だが、オペの早期返済によって、1,000億ユーロ位が市場から吸収された訳であるが、その資金はどこから来たのか。長期金利をみるとドイツ、フランスの国債利回りやT-Billの利回りは下がっているので、一部はその国債投資に向かったままである。一方、イタリア、スペインの金利は上がっているので、こちらへの投資は回避していたようだ。こうした結果から、6月5日のECBの金融政策の効果についてどのような感じで総括できるのか。一部はドイツ国債に行っているまのようにみえるが、銀行間市場等への影響はどうなったのか。オーバーナイトの無担保市場の参加者は優良銀行だけなので然程影響はないと思うが、その一方で、危機後、無担保市場に比べてレポ市場が発達しているのでそれが今回の資金吸収によりどのような影響があったのか。分かる範囲で結構なので、6月5日の金融政策の欧州金融資本市場への影響がどのようになっているのか、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

国際局の所掌に属するかもしれないが、分かる範囲でお答えする。資金需給の面では、白井委員がおっしゃったとおり、不胎化オペをやめた部分は資金供給の増加要因になるが、一方でそれを勘案したうえでLTROの返済を早めた部分がある。これが、図表7(2)のグラフに表れている。つまり不胎化オペをやめた部分が増加要因で、LTROの早期返済は減少要因で、結果的に、リザーブは調節上ニュートラルであったと思う。一方、預金ファシリティの金利を引き下げたことは、目線としては効いている部分があり、図表6(2)にEONIAとEURONIAがあるが、EURONIAはEONIAに比べてクレジットの高い先だけをピックアップ

していると言われており、こうしたところでは若干のマイナスを付けるケースが目立っている。マイナスは本来なかなか考えにくいですが、現金のハンドリングコストなどを踏まえると若干のマイナスでも出しておいた方が良いと思う先があるのだろうと思う。さらに、規制上の要因で高格付けの国債を一定程度持たなければならないという規制がある中では、例えば、ドイツの国債は、多少マイナスでも買い進めざるを得ず、預金ファシリティ金利の低下が若干の目線の切り下げになって、関連する短期の資産の金利を引き下げる方向に働いた面はあったと思う。インターバンク市場についてはよく分からない。欧州ではインターバンク市場の取引は相当減ってきており、かなり限界的な取引になってきているので、これが金利変更によってどうなるかは分からない。

佐藤委員

短国買入れについて補足的な質問をしたい。一般的に資産買入オペは市場参加者とゲームの要素があったりするので、ボードとしては深く立ち入ることはないが、先週の短国買入れで、少し「あれ」と思ったことがあった。予想としては2.5兆円位と言われていたのが3兆円買入れたことで、私も少し驚いた。マイナス金利をつけた直後だったので火に油を注ぐような結果になるのではないかと危惧したが、結果的には金利も特に下がらず、結果オーライで、調節上の読みが当たったということかと思うが、どのような考えで短国の買入れを増やしたのか。その辺りの考え方を教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

われわれとしては、ディレクティブの達成が第一義的な目的である。オペの段階で色々な市場参加者と意見交換しているが、先日は、マイナス金利が市場のW I 取引で付いたことをみて、買い急いでしまった市場参加者が相当おり、相当程度在庫を抱えてしまった状況があった。もう1つは、そうした中でTBとしてはかなり長めの在庫があり、マネタリーベースを

達成していくうえでは、長いものはなるべく早めを買っておきたいと考えている。それにより、先々幾ら積まなければならないということを市場に読まれる結果として、札割れが頻発するなど決まった額が買えなくなること避け、なるべくステディに買っていきたいと考えている。そのため、長めの玉が沢山浮いている状況を踏まえてそのような判断をしたということである。

宮尾委員

私も短国市場について質問をしたい。今後、短国金利で低下圧力が徐々に強まっていくという説明だったが、短国をマイナス金利でも買う人は誰なのかと考えると、海外では多少マイナスでも円投の金利次第で需要があるかもしれない。また、在庫を持つような業者がマイナスで抱えてもさらに安い金利、高い価格で日本銀行に売れるかもしれない。ただ、メガバンクや普通の金融機関などでマイナス金利の需要がそれほどあるのだろうかと思うが、その辺はどうなのか。マイナス金利では3か月持ったら収益は悪化してしまう。そのようなことを考えると、マイナス金利の下方圧力といってもマイナス金利が常態化する、あるいはマイナス幅がどんどん拡大していくのにも、自ずと限界があるように思う。マイナス金利がちらほらみえてくる中で、主だったメガバンクなどで短国需要があるのかどうか疑問なのだが、どうか。

山岡金融市場局長

本邦投資家の場合、ゼロまではあり得ると思うがマイナスは考えにくいと思う。海外からの需要は、通貨のリスクを避けるために通貨を分散し、最初にユーロは何%、円は何%、ドルは何%とウェイトを決めているが、このような先にとっては、金利の0.0幾らの変動よりも為替リスクの方が余程大きい。例えば、欧州で金利がマイナスになったからすぐ変えるとか、日本の金利が低いからすぐ変えようということではなく、予めこれだけのカレンシーのポジションを持たなければならない、それを何かで運

用しなければならないので買ってくる。マイナスがあるとすれば、そのような需要ではないかと思う。それ以外の投資家では、例えば、内規などである程度一定量をTBで持つと決めているところがあるが、そのような先はマイナスになってくればニーズは満たせなくなると思うし、担保需要に関しても、短国は利札の扱いが面倒ではないということで担保として人気があるが、さすがにそこまで金利が低くなってくると、利付債でも良いという動きが出てくると思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、追加でお配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。最初に全体観を申し上げますと、先月、判断を半歩前進させたが、これを裏付けるような指標が米国、中国を中心に出ているということだと思ふ。

図表1は製造業PMIであるが、(1)のグローバルのPMIは弾みこそついていないがしっかりと推移している姿がみてとれる。内訳は、比較的暗めの材料が出たのが(3)のユーロ圏で、これが頭を幾分下げているが、引き続き50を超えて拡大は続けている。一方で、良い材料が出たのが(2)の米国、(5)の中国がしっかりと頭を上げて持ち直しの動きがみてとれる。

図表2－1の米国経済は、第1四半期のGDPが、元々寒波で悪い中でオバマケアの施行に伴うヘルスケア消費に関する統計部署の読み間違いといったことからかなり下方改訂され、前期比年率－2.9%となった。これを受けて、(2)の諸機関の成長率見通しは、ブルーチップ民間をみても、2014年暦年で1%台後半にまで見通しを下げている。ただ、こういった発射台の調整はあっても、その後のリバウンドはしっかりしてお

り、今後徐々に成長率が高まっていくという見方は変えないで良いと思っている。具体的には、(4)の個人消費は、自動車販売も含めてしっかりとした数字が出ており、(5)の消費者コンフィデンス、(6)の雇用者数も5か月連続で20万人を超えるしっかりとした増加になっている。今回のもう1つの良い材料は、図表2-2(1)の住宅販売で、これまで少しやきもきする展開があったが、販売面で中古、新築ともに頭を上げて改善基調が確認されたところである。加えて(4)の設備投資、非国防資本財受注の動きは、製造業の稼働率の上昇と足並みを揃えるかたちで足もとやや加速しており、機械投資の回復基調もしっかりしてきたと思っている。こうした動きを受けて、(5)の輸入がしっかりと頭を上げて増加しており、後程お話しするように、これに呼応するようなかたちで、各地で輸出の持ち直しの動きがみてとれる。この間、物価は、(6)のCPI、PCE——いずれもコア——の推移をみると、足もと前年比伸び率が高まっている。イエレン議長は、恐らくヘルスケア関連、航空運賃のことを念頭に置いていると思うが、「これはノイズを含む動きである」としたうえで、インフレ率はFRBの目標である2%にゆっくりと近づいていくとの見方を強調した。このため、金融市場もあまり反応していない。この点、確かにノイズを含む動きではあると思う反面、物価上昇を抑制してきた幾つかの要因が景気回復とともに幾分和らいできており、FRBが6月に示した物価見通しよりは、若干強めに推移するリスクはあるのではないかとみている。

欧州は、図表3のGDPや個人消費など内需の方はペントアップ需要などもあり、引き続き水準は低いながらもしっかりとした動きを続けている。一方で、(3)の輸出受注や(4)の生産で、製造業で幾分勢いを欠く指標がみられている。既往のユーロ高の影響に加え、ドイツが足もと頭を下げていることから分かるように、ロシアの景気後退の影響が幾分及んでいる公算が大きいと思っている。こうした中で、(5)の複合PMIは、国によって少し回復のテンポにばらつきが出てきている感じがみてとれる。この間、(6)の物価は、HICP総合が5月、6月と前年比0.5%の伸びが続いている。これに対して6月にECBの政策パッケージがあったが、

図表4-2にパッケージの効果を1か月振り返って整理している。結論としては、超過準備はあまり変わらない中で、EONIA金利や長めの金利を幾分押し下げる効果がみられたと言えると思う。加えて、6月会合後、ユーロ高は幾分戻ったが、事前のアナウンスメント効果も含めると、取り敢えずユーロ高修正に一定の効果をもたらしたとも言えると思う。ただ、これが实体经济、物価に大きなインパクトをもたらす展望は、今のところまだ開けていないと思う。

続いて、図表5の中国经济である。(2)の新築住宅価格指数は、地方を中心に引き続き不動産市場の調整が続いており、前月比でも徐々にマイナスをつけた。一方で、(1)の固定資産投資の内訳をご覧頂くと、公共投資の回復が不動産投資の縮小を補いつつある姿がみてとれ、政府によるミニ刺激策の効果がここに出ているのではないかと思っている。加えて、(3)の製造業PMIで、新規受注、輸出受注ともに上向きの動きである。それがどこに出ているかという点、(4)の地域別輸出であり、米国、欧州といったところへの輸出が追い風になっている模様である。この結果、(5)の複合PMIに素直に従うと、第2四半期も、当局による財政、金融両面からの下支えによって安定した成長が確保できるのではないかとみている。

中国以外のアジアについては、図表6で韓国と台湾の色々な数字を比較しているが、台湾では、輸出・生産がはっきりと回復してきて、株高もあり、小売指標、消費者コンフィデンスの改善も目立ってきている姿がみてとれる。これとは少し対照的に、韓国の輸出・生産は少しもたついた感じであり、自動車産業などでウォン高の影響が相応に出ていると思っている。加えて、秋以降販売が予定されているiPhone6の受注状況でも、韓国は台湾に少し割り負けているようである。(4)にその他アジア諸国の輸出を示しているが、欧米の景気回復などを背景に、マレーシア、インド、シンガポールといったところでも輸出の回復が続いている。一方、内需面でASEANの状況をみていると、(6)のASEANの消費者コンフィデンスは足もと幾分頭を上げており、改善の動きがみてとれる。タイですら

暫定政権の発足後にコンフィデンスが反転してきており、(5)のASEANの自動車販売では全体として下げ止まる感じが出ており、ASEANの内需は安定化に向かっている姿がみてとれる。

図表7-1の国際金融市場については、先程山岡金融市場局長から説明があったように、先進国では、株高と長期金利の低位安定という構図が低ボラティリティのもとで続いている。図表7-2は、新興国・資源国の市場の状況である。(4)の新興国向けファンドフローから分かるように、ファンド資金の流入は続いており、新興国の市場は、通貨は落ち着き、株は上がり、国債利回りは低下するというように落ち着いた状況が続いているのがみてとれる。個別国でもウクライナ情勢はまだ動いているが、ウクライナ、ロシア両国とも通貨は下げ止まり、株価には安定がみられている。なお、アルゼンチンのデフォルト問題は、今月までの猶予期間の中で、事態の進展はあまりみられていないが、この問題の特殊性もあり、他の新興国に波及する兆しは今のところみられていない。

最後に、図表7-3の商品市況である。先程山岡金融市場局長から説明があったが、足もところそ一旦落ち着いたものの、原油は、イラク情勢を受けて過去1か月間でやや強含む動きがみられており、その際に対外収支面の脆弱性、あるいはインフレ懸念のある国に関する市場のリスク認識が高まる動きがみられた。この点については、引き続き注意深く見守っていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

ECBのTLTROの目的と規模感について質問したい。ECBは、これをいわゆるキャリートレードに使われず、貸出に回るようにしようとしているが、最初は貸出を増やさなくても借りられてしまう。貸出を増やさなくても2年間は借りられるので、その間は国債への投資がある意味容認

されているような感じもする。もし本当に貸出を増やすインセンティブにするのであれば、最初から貸出の増加額やベンチマークと比較した貸出の増加額と結びつけるようなスキームにすべきであったのではないかと思うが——そうすると実施が後になると思うが——、そのようにしないのは、貸出増加を促すスキームと言いながらも、多少キャリートレードに使われて、その結果として金利が下がって、通貨高も抑えられる効果を期待した部分があるのではないか。モニタリングについても、利用先に対してどれだけ貸出を増やしたかを四半期ごとに報告させ、モニタリングの機能の1つとして貸出をきちんと増やすかどうかをチェックするということであるが、本当に効果があり、貸出を促すような圧力になるのだろうか。

また、規模感についてであるが、ECBは最大1兆ユーロと見積もっているが、一般的にはもう少し小さいという見方の方が強いと思う。例えば、周縁国ではそれなりにニーズはあると思うが、今3年のLTROでファイナンスをして国債を買っているのを、だんだん切り替えていくニーズはあるのだろうかと思うが、ベースになる貸出額はそれほど大きくない。イタリア、スペインは多少大きいとしてもその他の周縁国は小さい。一方で貸出の規模で言うと、ドイツ、フランスなどのコア国は大きいですが、コア国にはそのようなニーズはあまりないと思う。図表4-2(3)に2年債の利回りがあるが、貸出を増やせるかどうか分からないが、取り敢えず2年間は借りられるので、例えばTLTROで調達して2年債に投資をするというような場合に、今は25bpなのでドイツ、フランスなどは逆鞘になってしまう。こういうことからすると、ほとんどニーズはないのではないかという気がする。一方で、イタリアやスペインはスプレッドが取れるので利鞘を稼げるが、元々ベースになる貸出規模がそれほど小さくなく、貸出規模とニーズ、借入可能額とニーズがミスマッチしているような感じがあり、結果的には期待されたほどは増えないのではないか。ECBが1兆ユーロと言っているが、期待よりも大分小さくなってしまいう可能性があるのではないかと思っているが、どうか。

長井国際局長

新しい政策なので、われわれも同時進行で見守っているところである。キャリートレードに繋がってしまうのではないかという点は、確かに短期的にはそのような面もあるとは思いますが、木内委員がご指摘のとおり緩和策であるので、金利がある程度下がっていくこと自身はあまり問題視しなくても良いと思っている。打ち出した時には、マーケットからは generous で使いやすい制度であるという評価を受けているようであるが、ポジティブなインパクトを出すという意味でも、そのような仕組みが良かったのではないかと思っている。具体的に貸出の実績が出てからでなければ貸さないとなると、かなり後ろ向きで出し惜しみの感じが出てしまうのではないかという印象を持っている。

利用先のモニタリングをどこまで詳しく行うかについては、どのような業種に貸したかはあまり問題ではないという意味では、基本的には残高をみれば良いと思っている。どの点を中心にどのような問題に注意するかといったようなことは、あまり聞いていない。

規模感については、ご指摘のような問題があるので、私も、1兆ユーロはなかなか難しいところはあるだろうと思っている。1つは、周縁国を中心にどれだけ貸出需要があるのかといったことがあると思う。それから、25bp がどれほど魅力的かという点も、制約要因としてあると思っている。周縁国の銀行にとって、3年のLTROをできればこれに変えていきたいというインセンティブはあると思うが、上手く貸出ニーズが出てこない時には、普通のMROにシフトしていく可能性も否定できないと思っている。その意味で、貸出需要がどの程度出てくるかは、現在進行中のストレステストやAQRで、どの程度あく抜け感が出て皆が前向きになるのかという結構不確定なところにも依存すると思っている。

中曾副総裁

今の点とも関係があり確認だが、所要準備にはMROの金利が付利され、超過準備には-0.1%のコストがかかるので、所要準備を上回る部分が1.5

倍になるところまでは、ネットではコストが発生しない定常状態ということで良いか。SMPの不胎化をやめたが、結果として出てきた超過準備は定常状態の範囲内に収まったということなので、TLTROの観点からみると、本当に資金が出るかどうかは、オペを実施してみて実際にコストが全体としてどれ位許容されるかにも依存するという理解で良いか。

長井国際局長

中曾副総裁のご指摘のとおりだと思う。TLTROへの需要は、それを使ってどの程度貸出が出るかと、得た資金をどの程度余剰で積んでおくかという、両方の面があると思う。マイナス金利を導入した後も余剰の流動性が総額としてあまり変わっていないということは、理屈上は——当局から聞いた訳ではないが——、逆にそのような意味で-10bp という水準を選んだという見方もできると思う。所要準備には15bp付利されており、預金ファシリティと超過準備は-10bpなので、預金ファシリティと超過準備を所要準備の1.5倍程度まで積んでいても、基本的には、全体で平均するとコストはかからないかたちになるので、今の水準であればコストはゼロになっていると思う。今のこの水準自身は、今まで3年物のLTROが返済されてきて、余剰流動性が低位で安定したところで、満を持してマイナス金利を導入したようなところがあるので、もしかしたら、皆にあまりダメージにならないところで-10bpを選んだのかもしれないという気もしている。ECB自身は、これから景気が悪化すれば-10bpを-20、-30としていくような方向性は出していないので、現状を維持しつつ、薄皮1枚でもマイナスにして為替市場も含めて少しでもインパクトを与えるという意味では、なかなかバランスの取れた判断をしたのではないかと思っている。その意味では、今後、1.5倍以上どんどん積んでいくのかといったところが、1つのイシューではないかと思っている。結局は、この残高が何で決まってくるかによるが、これを維持するうちに3年物のLTROとMROで入替りが起きていたり、あるいはTLTROに入替りが起きていたりすると思うが、トータルでどれだけ積んでおくかは、例えば周

縁国の銀行がどれ位将来のために持っておきたいか、あるいはドイツとかフランスの銀行でも決済需要のためにある程度の余剰流動性も持っておくという判断をしているはずなので、そういった要因がどの程度変化していくのかにも依存しているのではないかと思っている。

佐藤委員

この点に関連して、所要準備は+15bpの付利、超過準備と預金ファシリティは-10bpの付利なので、1.5倍でブレイクイーブンということだが、ブレイクイーブンということはトータルではゼロである。日本の経験に徴して言えば、かつて量的緩和を実施していた時、ゼロ金利のもとでオペがだんだん入らなくなり超過準備の積み上げに苦労した経験があると思う。ECBの場合はTLTROのようなもう少し期間の長い資産をバランスシートに積み上げていくので、当時の日銀とは違うのかもしれないが、やはりそうは言ってもブレイクイーブンでゼロ、あるいは限りなくゼロに近くなってくると、超過準備の積み上げは厳しいのではないかという気がする。その辺りはどうか。

長井国際局長

個人的には、かなり苦しいところはあるだろうと思う。オペに参加し1回限りの利鞘のようなプラス面はあるかもしれないが、その後ずっとそれを積んでおくことで、アグリゲートでマイナスになっていくと採算が取れない面が出てくるかもしれない。

白井委員

先程の山岡金融市場局長の説明に補完することがあればお願いしたい。結局1,000億ユーロ位はLTROの早期返済によってバランスシートから落ちているが、それによって生じた市場からの資金吸収部分は、市場にどのようなかたちで影響を与えたのか、もし分かれば教えて欲しい。また、今おっしゃったように、所要準備への付利はプラスで、超過準備のところ

に適用される金利がマイナスなので、さらに当座預金残高が減るとすれば、超過準備の部分が減少すると予想されるため、その減少額は精々あと 500 億ユーロ位だと思う。最後に、3 年物の L T R O による資金放出オペ残高は少なくともあと 3,000 億~5,000 億ユーロ残っていると思うが、もし早期返済が今後増えた場合、それが超過準備残高の大きさにどのように影響するのか、もし分かれば教えて欲しい。

もう 1 点は、ドイツについてである。先程指摘があったように、ドイツの鉱工業生産が少し弱くなっており、3 月、4 月、5 月とマイナスだったと思う。これはロシアの景気後退の影響を受けたものだけということであるが、一方、失業率は相当低く、需給ギャップもかなりゼロに近い中で、インフレ率は 1 % であるが、ドイツは内需が強いのか。インフレ率は、これからどうなっていくそうなのか。短期のインフレ予想は結構低いですが、ドイツのこれからの内需については、どのようにみているのか。インフレ率は上がっていく可能性があるのか。日本との違いで良い点は、サービス価格がしっかりプラスだということであり、そこは耐久性があると思う。その辺で何かあれば教えて頂きたい。

長井国際局長

先程、山岡金融市場局長にご質問があったインターバンクでの取引のフローがどのように変わったかという点については、先程山岡金融市場局長から説明があった以上の答えはない。

白井委員

インターバンク取引だけではないが、それ以上なければ結構である。

長井国際局長

それ以上ないが、一言だけ付け加えさせて頂くと、マイナス金利については、まだどのように適応しようかと模索しているプロセスにあると思っている。図表 4-2 (1) で、例えば、預金ファシリティと超過準備は両

方-10bp になったので、決済性という意味では全部超過準備で良いのではないかという疑問もわくが、欧州系の銀行に間接的に聞いてみたところ、何となく今までの慣習で機械的に毎朝ファシリティに付け替えており、必ずしもぎりぎりのリターンを計算している訳ではないということであった。この辺り、まだ learning by doing のところがあるのだろうと思っている。3年物LTROは、来年2月にかけて4,300億ユーロ位が徐々に満期を迎えていくが、これが、先程申し上げたようにLTRO、あるいは貸出があまり伸びなければMROに入れ替わっていくというのが、当面の姿なのではないかと思っている。

ドイツについては、確かに失業率も下がってきており、賃金交渉も3%程度と良いかたちになっている。ユーロ圏の他の国よりは高めにはなっているが、景気が良いからといって高い数字を付ける訳ではなく、相変わらず堅実な伸びとなっている。その中で、確かに物価が下がってきているが、ユーロ圏全体に足もと少し下がってきているところは、去年の食料品の裏というような要因がある。エネルギーやユーロ高の影響等を除外すると、国内要因は意外としっかり安定している面がある。食料品の裏は次の第3四半期頃まで少し残るかもしれないが、その後は徐々に上がってくるという見通しを、ドイツについても持っていて良いと思っている。そういった意味では、それが内需をあまり大きく変動させることはないと思っている。

宮尾委員

米国経済について2点質問する。1点目は、GDPは足もと大きく下振れ、今月末には年次改訂があり、年次改訂でどちらに動くか分からないが、これまでも過去に遡って大きく下振れたり上振れたりしている。市場などで、今月末の年次改訂でどちらの方向に動きそうだという見通しがあれば、教えて頂きたい。

もう1点は、米国経済の足もとのGDPの下振れにもかかわらず、住宅、設備投資、輸入、自動車販売など色々な指標では、総じてしっかりした改善方向を示していると思う。それに応じて、マーケットでも、一部の人は

F e d の利上げ時期をもう少し前倒ししたり、市場でも 2 年物の国債金利などが順調に上がってきている。その辺までは整合的に理解できるのだが、一方で悩ましいのは、長期金利がなかなかレンジを抜けないというところであり、話が閉じない状況がずっと続いている。この点は、よく分からないということが答えなのかもしれないが、市場の分断のようなことが起きているのか。長期金利の反応の鈍さについては、どのように考えれば良いのか。この辺について、もし何か考えがあれば教えて欲しい。

長井国際局長

宮尾委員ご指摘のように、雇用を含めた強さと GDP の数字の間にどうしても違和感があるということは、マーケットでも言われている。何が問題かと言うと、ヘルスケア関係の消費であるが、年次改訂の時に第 1 四半期についての新しい情報は多分入らないであろうという意味では、今回の改訂ではあまり動かないと思う。このヘルスケアの第 1 四半期の謎が本当に解けてくるのは結構先のこと——そして、その頃には皆関心を失っている——だと思う。個人消費についても、実質個人消費の 4～5 月は自動車ほど強くはなく少し弱めなところもあり、ここもヘルスケアがいたずらをしている可能性があると思っている。

2 年債金利と長期債が分断されているのかという点は、例えば、外国人投資家による国債投資など投資家ごとの制約で、ここにしか投資できないといった要因で長期金利が下がっているようなこともあり、その意味では多少分断されている面はあると思うが、長期金利低迷の背景については、資料－ 3 に書いている以上に追加的に何か知恵がある訳ではない。

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。

(15 時 00 分中断、15 時 05 分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

決定会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

事前にお配りしている資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。図表1は短観でみた企業の業況判断であるが、6月は駆け込みの反動の影響から製造業、非製造業とも反落している。ただ、3月時点の見通しに比べるといずれも上振れており、水準も、景気回復がはっきりしてきた昨年12月時点とほぼ同水準となっているので、良好な水準と言えると思う。先行きについては、製造業が改善を見込んでいるほか、非製造業もほぼ横ばいであり、先行きが慎重に出るというクセを踏まえると底堅いと言って良いと思っている。

図表4の公共投資をみると、公共工事請負金額は、1～3月が前期比+6.6%と増加した後、4～5月は1～3月対比+11.6%となり、2期連続の増加となっている。2013年度の補正予算に加えて、2014年度の当初予算の前倒し執行の効果が出てきていると思うが、これは今年度前半の消費等の駆け込みの反動の影響を和らげていると考えられる。

図表6の輸出入関連指標であるが、5月の輸出は前月比で-2.2%と再び減少し、この結果、4～5月の1～3月対比は-0.6%と僅かの減少で、横ばい圏内の動きにとどまっている。一方、輸入については、4月に続き5月も前月比で減少しており、4～5月は1～3月対比で-7.8%と大幅な反動減となっている。この結果、実質貿易収支は1～3月に大幅に悪化したあと、4～5月ははっきりと改善し、国際収支も、名目経常収支の4～5月は再び黒字に戻っている。この辺りは大体みていたとおりでと思う。ただ、図表8の輸出の地域別をみると、東アジア向けが1～3月に続いて4～5月も弱めとなっているほか、米国は、第2四半期が-1.7%と小幅の減少である。図表8（2）の財別では、情報関連、資本財・部品は第2四半期は少し持ち直しており、持ち直しの動きがみられ始めたと思ってい

るが、自動車については、第1四半期に続き第2四半期も弱く、米国向けを含めてなお弱めになっている。このように、輸出の持ち直しについては、一頃の想定に比べるとやや後ずれ気味だと思うが、その背景については、以前から申し上げているとおり、第1に、駆け込み需要に伴う国内出荷優先の動きは減衰してきていると思う一方で、第2に、1～3月に米国経済がかなり減速したことの影響が、わが国からの輸出にはラグを持って残っていると思う。第3に、自動車などの海外生産シフトは元々想定しているが、この影響が想定以上に強めでやや長引いている可能性もあると思っている。ただ、先行きについては、第1に、先程議論があったとおり米国経済の回復が明確になっており、自動車販売もかなりはっきり増加してきていること、第2に、スマホ関連の電子部品の受注がアジア向けを中心に増加しているという情報が増えていること、第3に、前月も申し上げたが、資本財の外需もかなり持ち直してきていること——4～5月の1～3月対比は+33.5%——、第4に、先般短観で海外需給判断も約1年振りに改善を示していることなど、色々なプラス材料が出てきているので、今後、輸出は緩やかながらも次第に増加していくという見方を維持したいと思っている。

次に、図表14の短観の収益であるが、6月短観でみた企業収益は、2013年度はいずれも大幅な増益となったあと、2014年度については小幅の減益予想となっている。ただ、水準はかなり高く、3月対比で見ると、2013年度、2014年度ともはっきりと上方修正されている。この時期は慎重な計画を示す傾向があることなどを踏まえると、2014年度もしっかりしていると言って良いと思う。これに関連して企業マインドであるが、図表16の短観以外の企業マインドは、5月、一部は6月の数字が出ているが、全般的に、一旦落ち込んだ後、底打ちの兆しが出てきていると思う。

続いて図表17の設備投資をご覧頂くと、月次指標は足もと少し弱めの動きが出てきている。機械受注が出ているので口頭で数字を申し上げると、船舶・電力を除く民需の前月比は、4月-9.1%の後、5月は-19.5%とかなり大きめの減少となった。この結果、4～5月の1～3月対比は、資

料では+0.3%とあるところが-9.5%となった。機械メーカーから聞いている限り、民間投資に関する引き合いが落ちているということはなく、増加傾向だと聞いている。そのような声に変化はなく、落ちている中身をみると、半導体製造装置や以前石田委員からご指摘のあった航空機関連などの振れの大きい品目や、理由はよく分からないが農業機械が1～3月と4～6月で相当振れており、これが結構全体を引っ張っていることなどをみると、現時点では、前期の高めの伸びの反動から一時的に落ち込んだと判断している。もう1つの先行指標である建築着工床面積は、1～3月は前期比-2.5%、4～5月の1～3月対比が-5.8%と、少し頭打ち感が出てきている。資料には載せていないが、金額ベースの統計もあるので数字を申し上げると、1～3月が前期比+0.9%、4～5月の1～3月対比が+5.8%と、床面積ベースとはかなり違う動きとなっており、ずっと増えている。これは、一部工事費が上がっている影響があると思うが、工事費デフレーターはそこまでは大きく上がっておらず、高付加価値化も影響していると思われるので、実質ベースでは増加しているのではないかと、今のところは判断している。ただ、建設分野については、供給不足の影響が数多く聞かれているので、引き続き注視が必要だと思っている。

図表 20 で短観の設備投資計画が出ているので申し上げておくと、2014年度は、製造業を中心に過去平均に比べて高めの計画となっている。特に、製造業大企業は少し出遅れていたもので、今年度は高めとなっている。非製造業中小企業は、過去平均に比べればやや低めだが、短観では2012年度、2013年度とも2割を超える極めて高い設備投資が実行されており、また3月と比べると非製造業中小企業も13%とかなり大幅に修正されているので、投資スタンスはしっかりしていると思っている。月次指標に若干気になる動きはあるが、設備投資の基調判断を変える必要はないと考えている。

続いて、個人消費であるが、まず図表 21 の家計調査の消費水準指数（実質・除く住居等）をご覧頂くと、4月が前月比-14.0%のあと、5月も-1.6%と弱い結果が出ている。この結果、1～3月が前期比+5.8%の

あと、4～5月は1～3月対比で-9.4%と大きめのマイナスとなっている。いつも申し上げることだが、家計調査は元々振れが大きい統計であり、例えば、1～3月で+5.8%と申し上げたが、GDPの1～3月の消費は+2.2%なので、やはり家計調査は振れやすく、5月を仔細にみると、振れが大きい項目が落ちており、その多くがGDPの推計上カウントされないものである。消費全体としてみれば、図表22(3)のGDPの作り方に即して内閣府が作成している消費総合指数、あるいはわれわれが作成している消費包括指数をご覧頂くと、4月に大幅な反動減の後、5月は少し持ち直しており、これが消費全体の姿ではないかと思っている。6月はほとんど統計は出ていないが、自動車は横ばい圏内、百貨店、スーパーは、6月は5月に比べて多少持ち直していると聞いている。この間、図表24(2)の旅行については、予約等で駆け込みが3月にありその反動が4月に出ていたり、ゴールデンウィークの日並びが良くなかったことの影響が出ているが、外食はしっかりしている。旅行についても夏の予約は非常にしっかりしており、サービスは底堅いと思う。

図表25の消費者コンフィデンスをご覧頂くと、景気ウォッチャー調査は2か月連続で持ち直しており、(1)の消費者態度指数は5月が2.3ポイント改善のあと、6月が1.8ポイント改善と2か月連続で改善している。これをみる限り、消費者、あるいは関連業者とも、全体としてみれば緩やかな改善を感じていると思う。そう申し上げたうえであるが、小売業界では、6月以降の動きについて、期待したほど回復していないといった声が出ているのも事実である。この点に関して3つ理由があると思う。第1は、6月以降関東でかなり雨が多かったことの影響があると思う。因みに、この週末の状況をヒアリングしてみると、天気が良くてまあまあだったと聞いている。第2に、特に百貨店で、4～5月が想定より強めであったことから期待が少し上振れした感じがあり、それに比べるとそれ以降が今一つであるということではないかと思う。第3に、そもそも自動車販売などの耐久財は反動減が2四半期程度は続くともみているが、7～9月に戻るといふ計画を立てるメーカーもあり、やや楽観的であったことが影響している

可能性もあると思う。後述の雇用・所得環境の改善も踏まえると、基本的には今後の個人消費は底堅く推移し、反動減の影響も次第に和らいでいくという見方を維持することで良いと思っている。

図表 26 の住宅については、5月の新設住宅着工戸数が再び幾分減少している。特に、持ち家が落ちており、業界では地方の持ち家を中心に反動減が長引いているという見方が聞かれている。一方、マンション販売は、5月が5万戸と4月に比べて増加しており、新規契約率も8割程度を維持している。このようにマンションの方は底打ち感がみられる一方、ボトルネックから供給を増やせないといった見方もある。住宅については、余程振れない限り、景気全体に大きな影響を及ぼすとは考えていないが、需要と供給の両方の面で気になる動きがあるので、注意してみていく必要があると思う。

図表 29 の鉱工業生産については、資料では速報段階の数字だが、先程確報が出たがあまり変わっていない。5月が0.2%ポイント程度上振れであまり変わらない。生産は、4月に落ちたあと5月は幾分増加し、その後6月の予測指数は少し下がり、7月に再び上がっている。図表 30 (2) の製造業PMIは6月まで出ているが、少し反発の動きがみられているので、これらは、当面の生産が下げ止まりから緩やかに持ち直していく可能性を示唆していると考えている。マイクロヒアリングでも、7～9月には幾分持ち直すという見方が維持されている。ただ、自動車については、先程も少し申し上げたが、想定に比べ国内受注が下振れ気味という声がここに来て出ており、生産計画を幾分下方修正させる動きも出ているようである。今のところ輸出の持ち直しがまだ確認されていないので、生産が全体として本当に増加していくかどうか、予断を持つことなく注意してみたいと考えている。

図表 33 の雇用は、5月の有効求人倍率が1.09倍、失業率が3.5%といずれもリーマン・ショック前の水準を若干超えているので、労働市場は引締め傾向と言って良いと思う。賃金は、名目賃金が5月も前年比+0.8%とやや強めとなっており、所定内給与についても速報段階であるが

+0.2%と前年比で若干プラスに転じてきている。確報で下方修正される可能性はあるが、四半期の数字も一頃に比べマイナス幅は縮小してきており、下げ止まりつつあると考えて良いと思う。この背景は、図表 36 (3) の所定内給与の要因分解でパート労働者の賃金が2四半期連続で上昇し、一般労働者の賃金も少しプラスに転じつつある。さらに、正規化の動きもあって、パート比率の上昇テンポも鈍化し、足を引っ張る程度が縮小してきていると思う。6月以降、賞与を含め賃金上昇の動きがさらにはっきりしてくると考えている。こうした賃金の動きも反映して、図表 37 (3) の雇用者所得の前年比は、全体としてじりじり伸びを高めてきており、毎月勤労統計ベースの雇用者所得の前年比は2%程度まで伸びが高まっている。消費税率引き上げの影響も含めると実質所得はなおマイナスであるが、先行きの期待を含めて、前向きの所得形成は物価上昇の影響を和らげる方向に作用していくと考えている。

次に、物価である。図表 38 の国内企業物価は、5月の前月比+0.2%のあと6月は+0.1%、その結果、3か月前対比は5月+0.4%のあと6月は+0.5%と緩やかな上昇が続いている。当面、こうした状況が続くと思っている。消費者物価は、5月は除く生鮮食品で+1.4%と若干伸び率を低下させた。これは、サービスが少し下がっているが、ハンバーガーチェーンの前年値上げの裏という要因があると思う。6月の東京が、除く生鮮食品で+0.9%と横ばいになっているが、関西の動き等も踏まえると、全国の6月は、+1.4%から横ばいしないしは若干下がると思う。その後、7月以降まで踏まえると、エネルギー関連の伸びの縮小、あるいは携帯電話料金の改定の影響からさらに幾分低下していくとみているが、前月時点の見通しと比べると、石油製品がやや強めに推移しそうなこと、6月の東京でテレビが大きめの上昇となっているので、若干上振れて推移するのではないかとみている。

最後に以上をまとめると、景気および消費者物価は、景気面でやや気になる動きもなくはないが、全体としてみれば、基本的に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。そのうえで気になる

点について2点申し上げる。まず、第1点は輸出についてである。以前から申し上げているが、一頃の想定に比べ、回復が後ずれ気味となっている。これまで申し上げたとおり、それが設備投資や雇用の弱さに繋がる動きはみられないが、今後の輸出動向や企業行動への影響については、引き続き注意深く点検していく必要があると思う。第2に、家計支出動向である。消費税率引き上げの影響については、マインド指標、あるいは雇用・所得環境の改善から判断すると、次第に和らいでいくという見方で良いと思うが、関連業界では、全体として概ね想定の範囲内の動きとしつつも、ここに来て回復がやや鈍いといった声も聞かれるところである。私自身は、あれだけの駆け込みがあり、これだけの消費税率引き上げがあるので、それを踏まえると、個人消費は7～9月に多少持ち直してくる程度と思っている。ただ、そうした見通し以上に節約行動が広がることはないか、あるいは、われわれの見通しどおりであっても業界の期待に比べて下振れた場合、企業行動へどのように影響が及ぶのかといった辺りは、引き続き丁寧に点検していく必要があると思っている。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

白井委員

1点目は、建築着工が面積ベースでは下がっているが金額ベースでは増えているという説明であったが、店舗や倉庫が減っていることや、人手不足や資材の高騰といった要因もあると思う。ところで、金額で増えているのは、製造業なのか非製造業なのか、どのようなところで増えているのか。

2点目は、内閣府の消費総合指数は、5月に少し改善してきているが、レベル的にはかなり低く、2013年初め位の水準である。1997年と比べても悪いかもかもしれないが、このようなデータからみて、今後の回復のペースが思ったよりも下振れる可能性はないのか。

3点目は、今ボーナスが非常に良く、新聞にも出ていたように、特に大

企業のボーナスが良いようであるが、中小企業はどのような状況なのか。中小企業のボーナスの動向を教えてください。また、先程指摘があったように、実質賃金に関して、ヒアリング調査のレポートでは、実質所得の減少が思ったよりも消費の回復を遅らせているという指摘やそれを懸念する小売店の声もあったと思う。実質所得の減少の影響はそれほど大きいとみていないのか。当面は、名目のボーナスや賃金の伸びが上回るとみているのか。

前田調査統計局長

まず建築着工の金額であるが、これは製造業、非製造業とも増えている。両方とも、コストが多少上がっていることもあるが、耐震強化も含めて付加価値の高い設備が作られているのではないかと思っている。工場、倉庫、事務所別にみても、いずれも単価はそれなりに上がってきている状況が確認されている。

白井委員

金額が上がっているというのは、単価のことか。

前田調査統計局長

金額も上がっている。製造業、非製造業も金額で上がっている。

2点目の消費総合指数については、5月は幾分改善したが、4～5月の1～3月対比は-4.9%と大きめの減少となっている。1～3月は+2.3%であったのでほぼ倍返しのかたちで減っている。-4.9%というのは少し大きめのマイナスかもしれないが、6月は5月より少し良くなり-4%位のイメージかと思う。1997年に比べると少し大きめのマイナスであるが、大体われわれがみていたような感じのマイナスである。今回は、耐久財の駆け込みが大きめの感じがあり、反動が少し大きめ、少し長めに出るという感じだと思っている。4～6月に結構落ちたあと7～9月は戻らと思うがそれほど明確に戻る訳でもない、というのがわれわれの標準的な見方で

ある。

3点目の中小企業のボーナスについては、調査がないので何とも申し上げられないが、基本的にボーナスについては利益が出ればそれなりに支払われている。企業収益については、先程も申し上げたとおり、昨年度は中小企業も含めて相当改善しているのので、今年の夏のボーナスは、中小企業でもそれなりに支払われるのではないかとみている。実質所得については、ご指摘のとおり、これだけ税金が上がり、物価もそこそこ上がっているのでマイナスになっているが、これが消費にどのような影響を及ぼすかは、注意してみていく必要があると思っているが、それでは、元々みていたものに比べて所得が弱いかということ、特段弱いという感じでもない。元々みていたよりも、物価は若干上振れ気味だが特段強いかということそうでもないのので、実質所得のマイナスの程度は大体みていたような感じである。その中で、前々から申し上げているとおり、消費が今年度の景気を非常に引っ張るかということ、底割れはしないが昨年度ほどは伸びないとみており、景気の足を引っ張らない程度だと思っている。実質所得の弱さが、何か消費の伸びの鈍化に繋がるというのが基本的な見方で、今でもそういうことだとみている。

佐藤委員

物価見通しとの関連で、足もとのガソリン価格について質問する。元々国内のガソリンの小売価格は、NYMEXのWTIなどの海外の市況に非常にビビッドに反応するという印象を持っていたが、ここもとの原油価格は、ブレントにしてもWTIにしてもドバイにしても、かなり軟化してきているが、国内のガソリン価格はむしろじりじり上がっており、海外の市況との乖離がずいぶん大きくなってきているように思える。この辺りは、業者のガソリン価格の値決め方法に何か変化があるのか。あるいは、小売業者がマージン確保を優先するような動きになってきているのか。環境変化のようなものがあれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

ガソリンの小売価格の値決めには歴史がありなかなか難しいが、以前はコスト評価型で、実際に原油が入ってきてそのコストをベースにするので、市況からかなりラグがあったが、2009年に国内の市況連動型に変わり、それからビビッドに反映されるようになっていた。ところが、今年の春以降、再びコスト評価法に変えたようである。これは、元売石油会社の統合が進み、一方でなかなか利益が出ないので、コストが上がった時はなるべく卸売価格を上げて利益を確保しようというような動きに再び変わってきている。ただ、コストは以前のようにラグを持ってではなく、足もとの海外市況などをベースにしているが、それでも十分に利益が出ていなかったために、この4月以降、ベースラインの価格を上げる動きが、ここ数か月続いているようである。従って、原油価格からみてこの程度の値上げではないかとわれわれがみていたものに比べて、ガソリン価格で2%程度強めに出ているというのが、ここ数か月の動きである。これが、CPIを、本当に僅かであるが若干強めにしている。ただ、どこかでキャッチアップすると、そこからどんどん上がるということではなく、実際、大体キャッチアップしてきた感じである。

佐藤委員

業者のマージンが拡大しているということか。

前田調査統計局長

業者のマージンが拡大しているということである。ただ、小売りのマージンは少し圧縮されているかもしれないので、今後そこがどうなるかが、もう1つの注目点だと思う。

木内委員

5月の鉱工業生産で在庫、在庫率が上がっている。自動車については船待ち在庫ではないかという話もあるが、幅広い業種で在庫、在庫率が上が

り、在庫・出荷バランスが悪化している。これには、消費税増税後の需要についての見込み違い、あるいは足もとの輸出の弱さがあるのかもしれないが、いずれにせよ、在庫が増えてきて、その結果、図表 32 の在庫循環のグラフでは、一時的かもしれないが、在庫積み増し局面から在庫調整局面に入っている。この結果として、7～9月以降の生産が下振れるリスクはないのだろうか。元々、ミクロ調査でも弱めに置いているので、追加で下振れることはないのかもしれないが、今回は在庫管理がしっかりしているので在庫の積み上がりがないのが前回の消費税率引き上げ時との違いだというような論調もあったことなどを考えると、そうではなくなってきたという感じがする。その結果として、7～9月以降の生産の回復が少し弱くなるリスクをどの程度みておけば良いのか。先程も話があったと思うが、自動車の先行きの販売が若干慎重になり、その結果として生産調整が行われている。これは7～9月も予測に織り込まれていると思うが、その波及効果はどの程度織り込まれているのか。例えば、鉄鋼とか電子部品など関連する業種も7～9月に自動車の生産調整の影響が直ぐに現れてくるのか、それともそれ以降に遅れて現れてくるのか、その辺りを教えて欲しい。

もう1点は、企業の販売価格見通しについてであるが、先日の支店長会議で、企業は先行きの販売価格を弱めに保守的に見積もる傾向が強いという意見が、何人かの支店長からあったが、本当にそうだろうか。というのは、例えば1年後はそれなりに高いという感じもあるので、それほど保守的に置いているのだろうかという疑問がある。また、前回の初回調査の時に、企業の販売価格見通しをCPIの構成比で加重平均して先行きの物価見通しを計算していたと思うが、今回も計算しているのであれば、前回と違いがあったのかどうか教えて頂きたい。

前田調査統計局長

最後のご質問については、調査統計局ではなく企画局が計算しているようである。

内田企画局長

今回は計算していない。

前田調査統計局長

販売価格については、特に製造業は弱めである。やはり製造業ではグローバル競争もあり、中期計画等を立てる際にも慎重めに置いているのではないかと感じている。なぜこのような見通しを置いたのかを1万社に聞く訳にもいかないなので、そのような感じではないかと思っている。ご質問への直接の答えではないが、業種別に販売価格と消費者物価の見通しをみると正の相関があり、自分たちの製品の価格が上がると思っている先はCPIも上がると思っているというような関係があり、それなりに整合的な動きだと思っている。

1点目の在庫、生産についてであるが、図表29(1)で在庫の動きをご覧頂くと、在庫は、昨年度後半に一旦減って、足もと5月はやや大きめに増えている。基本的な背景には、企業は慎重な生産計画で、在庫の増減で生産の振幅を抑制しようと考えてきたことがある。そこで今は、足もとそれほど生産を絞らず、出荷は落ち、在庫が戻るということが起きていると思う。ただ、それでは今非常に過剰な在庫かということ、在庫率も含めてそうでもない。短観のDIをみても、企業はそれほど過剰とは思っていないということも考えれば、この在庫の動きで7～9月の生産が抑制されていくとは、今のところ考えていない。自動車の販売下振れが関連業界の生産見通しにまで織り込まれているかどうかは、現時点でははっきりしない。ただ、自動車の生産抑制、下振れと言っても、それほど大きなものではなく、例えば鉄鋼では、建設向け、造船向け、一般機械向けの受注が一杯で、稼働率を下げるような感じはあまりない。今後、自動車に多少影響が出てくるかもしれないが、そこまで心配する必要はないのではないかと考えている。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5、7)

黒田議長

それでは、金融環境、貸出増加を支援するための資金供給について、説明をお願いします。

内田企画局長

資料－5(参考計表)に沿ってご説明する。図表1は家計のインフレ予想であるが、(1)の生活意識に関するアンケート調査で新しい数字が出ており、前回対比ほぼ横ばいである。質的質問等でみると、1年あるいは1年半の単位では少し上がってきているが、極く直近はほぼ横ばいである。図表2は企業のインフレ予想であるが、(1)の企業の価格判断は、販売価格判断D Iが全産業全規模ベースでちょうどゼロとなった。因みに、中小非製造業では+6と1991年以来のプラスとなった。このように価格判断D Iは高くなってきている。(2)の物価見通しは、物価全般、C P Iについては、1年後が1.5%、3年後が1.6%、5年後が1.7%で前回とほとんど変わっていない。販売価格は若干上がり、現在の水準と比べた累積の変化率は、1年後が1.1%、3年後が1.9%、5年後が2.3%である。因みに、先程の木内委員のご質問は企画局で以前実施したものだが、あれは1年後の販売価格予想を使い業種ごとに計算しているので、直感的にはあまり変わらないと思う。何か分かったらお伝えする。図表3はエコノミストのインフレ予想であるが、(2)のE S Pフォーキャスト調査で7月調査の結果が出ているので申し上げますと、2014年度、2015年度、2016年度が3.12%、1.79%、2.01%、消費税率引き上げの影響を除くベースで1.11%、1.12%、1.30%と、足もとを中心に若干上がっている感じもあるが、ほぼ横ばいである。図表4は市場のインフレ予想であるが、(1)の債券市場のQ U I C K月次調査では、少し長い目でみれば若干上がってきているが、足もとのところはそれほど大きくは動いていない。(3)のB E Iは、新物価連動国債でみると、ここのところ落ちているが、これは特殊要因である。4月の消費税率引き上げの効果が7月分から剥落すること

になる。3か月前のC P Iをみるというルールの効果である。因みに、それを除いて計算すると、前回会合時と今回で、ちょうど同じレベル感となるので、横ばいという評価で良いと思う。

次に、図表9の資金調達コスト、金利関係は、貸出を中心に引き続きボトム圏内である。例えば、貸出約定平均金利の長期の新規実行分は0.815%だが、これは過去ボトムである。全体でもボトム圏内で動いており、C P ・社債発行レートも同様の動きである。

図表13はボリュームである。トータルの民間部門総資金調達は、4月の1.0%から5月が1.3%と伸びた後、6月は1.1%と伸び幅を低下させている。銀行・信金・外銀計、すなわち貸出は1.7%ポイントから1.7%ポイントと寄与度は変わっていないが、社債が5月の0.1%ポイントから6月は-0.0%ポイントとなり、これが効いている。社債の発行残高の前年比が今回-0.9%となったが、これは、国内公募社債が6月6,696億円と例年とあまり変わらない発行があった一方で、6月は1.5兆円程度の償還があったためである。償還分をどのように調達したかということ、5月は1兆1,175億円と大きな数字があり大量に発行されているが、5月に前倒し発行して調達していたということであり、5月、6月はその入繰りと思っ頂きたい。因みに、今月の多少良い話としては、エクイティ関係の調達で大きな数字が入っており、転換社債が2,100億円、株式調達が3,600億円と、いずれも大口があり大きな調達額となっている。R E I Tも引き続き好調である。

図表18、図表19ではアベイラビリティである。図表19の短観のレベル感をみて頂くと、(1)の金融機関の貸出態度はかなり上がってきているが、2000年代中盤のピークにはまだ若干達しない程度のレベルである。一方、(2)の資金繰りは、中小企業中心に2000年代中盤を超えており、全体でみてもリーマン・ショック前のピークを超える水準まで改善している。金融機関の態度に加え、企業収益が良いことが背景にあると思っっている。図表20の倒産は6月865件である。極く一部に人手不足倒産のような話もない訳ではないが、10件前後と極めて少ない件数であり、マー

ジナルな話だと思う。

図表 22 のマネー関連は、マネタリーベースは山岡金融市場局長から説明があったとおり予定どおり積み上げており、6月の前年比は42.6%となっている。一方、マネーストックの伸び率がここへきて低下しており、前々月頃から説明しているがM2の6月は3.0%となった。前月と今月の対比では、社債の入繰りも若干あるが、最大の要因は法人税揚げが多かったことによるものであり、従って財政要因の寄与ということになる。図表 24 のM2のバランスシート分解をみて頂くと、民間資金調達要因は比較的安定してプラス寄与となっているが、財政赤字要因は、今回税収増となったことに伴いプラス寄与が小さくなっている。その他要因は、国内の個人、すなわちマネーホルダーが株を買い越すか売り越すかによって違いが出てくるが、去年は売り越しが多く今年はそうでもないところがいわゆるシフト要因と呼ばれるものであるが、これが統計上効いてきている。非居住者はM2の統計の対象にならないのでそのような動きとなっており、悪い動きとしてマネーが伸びなくなってきたということではないと思っている。

次に、資料-7で6月20日に貸付を実行した貸出増加を支援するための資金供給についてご説明する。1.にあるとおり、貸付額は4.9兆円となり過去最大である。これは、1～3月期実行分への対応という季節性と、今回、貸出増加額の2倍で実行したことに伴うものである。大手行と地域金融機関等の別で見ると、大手行が3.7兆円、地域金融機関等が1.2兆円で、使える枠のうちどれだけ使ったかという使用率は、大手行が83%、地域金融機関等が34%、全体で61%である。全体で6割というのは大体思ったとおりであるが、大手行が数行使わなかったところがある。理由は、資金が十分にあるためと聞いている。その結果、合計としては13.3兆円となった。以前お示しした試算と比べると、貸出実行額で6兆円程度と想像していたところが5兆円程度と1兆円程度少なかった。大手行が100%使う計算をしていたので、その違いが1番大きな要因である。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

木内委員

金融環境で2点、貸出支援で1点、合わせて3点質問したい。1点目は、金融環境についてであるが、図表10(2)の貸出金利で、貸出約定平均金利の新規・短期が、非常に振れは大きいけど底打ちしているようにもみえなくもない。これはそのようなトレンドがあるのか、それとも単なる振れの範囲なのか。底打ちしているというのは実感にはそぐわないので確認したい。

2点目は、図表13の社債が、6月の大量償還に向けて5月に前倒しでロールのための発行があったという説明であるが、完全にロールされるのであれば、6月は残高でマイナスにはならないはずである。ここが大きくマイナスになったのは、他に何かあるのか。4月が+0.2%、1~3月も+0.2%で、昨年10~12月が+1.2%であったので、増加ペースは、足もとだけではなく、既に従来から少し落ちていたようにもみえなくもない。一般的に、社債の発行環境は非常に良く、企業の発行需要も強いと思っているが、なぜここへきて減速してきているのか。あるいはグローバルにみても社債の発行環境は非常に良く、発行も増えている中で、なぜこのような動きになっているのか。それから、図表14でヒストリカルな動きをみた時に、足もとCPも残高がマイナスであるが、CPと社債が両方ともマイナスとなっているのは、2008年から2009年の初め、つまりリーマン・ショック後の証券市場が非常に混乱していた時だけにみられる現象であり、非常に珍しいのではないかと思う。この背景には何があるのか、分かれば教えて欲しい。

最後に、貸出支援について、地域金融機関の利用率は見込みと違った部分があったのか。例えば、従来と比べて、こうした業態では利用率が急に高まったといったような特徴があれば、教えて欲しい。

内田企画局長

1点目の図表10の貸出約定平均金利については、先月は独法に対する大口の貸出が出たという特殊要因があり一時的に大きく下がったが、今月それがなかったので戻ったということであり、特段のトレンドではないと思う。下げ止まったかどうかについては、ベースレートを含めてどうなっていくかによると思うが、スプレッドという点では相当潰れているのは事実であり、コストを踏まえるとどこかに限界があるという感じはする。1年位前に、長期がそろそろ下げ止まるかどうかという話をしたがまだ下がり続けているので、そのとおりになるかどうか分からないが、収益環境その他を考えると、どこかに限界はあると思う。ただ、ベースレートも下がっているので、その効果が出る可能性はまだあると思う。

2点目の社債とCPについては、図表16でみて頂くと、昨年社債が少し多かったのはCPとの入繰り等があり、その前の裏もあるので均して見る必要があると思う。そのうえで申し上げますと、ここへきて社債、あるいは社債・CPトータルで、残高が前年に比べて低くなっている理由として、貸出にシフトしているというアネクドータルな話が聞かれる。これは、われわれの政策を含めてであるが、銀行から「こちらの方が条件が良いですよ」というような借入要請があると聞いている。全体で評価しなければならないので、CP・社債、貸出トータルでみて評価をしていくことが必要だと思う。サイド情報としては、おっしゃるとおりCPの発行環境は良く、問題はないと思っており、短観でもCPの発行環境に関するDIは、若干であるが0.2%ポイントほど改善しているので、受け手サイドの問題ではなく、発行サイドがどのようにみているかということと、競争の中で銀行が取っているという感じが強いと思う。

最後の地域金融機関等の利用率の30%程度というのは、予想していたよりも若干強いがほぼ予想どおりであり、過去もその程度であった。2倍になったことも踏まえると、お金はいらないと言っていた先が2倍でも3割取っているということ自体は、若干プラスかとは思いますが、かといって予想していたのが元々3割程度であるので、特に強いというほどでもない。

今申し上げたことにも繋がるが、貸出競争の中で防衛的な意味でこれを使ってファンドを組成していくところも出てきているので、その意味では積極的に利用している金融機関は結構あると聞いている。ただ、業態別の特徴はあまりないと思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」でご説明する。景気の現状の冒頭表現は、前月から変わっていない。実体経済の内訳については、今日は6月短観が出たのでその結果を踏まえて、「企業の業況感は、駆け込み需要の反動の影響がみられているが、総じて良好な水準を維持している」と、企業の業況感に関する一文を加えている。3月短観の結果を踏まえた4月の月報では、「企業の業況感は、引き続き改善しているが、先行きについては慎重な見方もみられている」との表現であったので、実際には反動の影響は確かにみられたが前回調査で予想されていたほどの景況感の悪化にはなっておらず、先行きも底堅いことから、このような表現にしている。鉱工業生産については、前月は「駆け込み需要の反動の影響を受けつつも」としていた部分を、「振れを伴いつつも」としているが、同じ表現を繰り返すことを避けただけで意味は全く同じである。

先行きのパートについては、雇用・所得環境がさらに改善を続けるもとで、駆け込み需要の反動減が徐々に小さくなっていくことが見込まれるので、先行きに関しては、経済全体と家計支出、消費・住宅にかかる表現を変更している。まず、わが国経済全体については、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる」としている。家計支出は、「雇用・所得環境の改善が

続くもとで、個人消費や住宅投資は引き続き底堅く推移し」とし、以下は全体と同じだが、「駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみられる」としている。物価パートの変更はない。

正木企画局政策企画課長

次に、金融面だが、総括的な判断は、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。個別項目は、マネタリーベースについては、前年比の伸び率が5月の45.6%から6月は42.6%になったため、「4割台半ばの伸び」を「4割台前半の伸び」に変更している。マネタリーベースの積み上げは順調に進捗しているが、2年で2倍を実現しようとする、前年比の伸び率は少しずつ下がっていくので、それを反映したものである。銀行貸出については、前年比伸び率が5月2.4%、6月2.5%だったので、「2%台半ばのプラス」という表現を維持している。C P・社債については、先程議論があったとおり、良好な発行環境は続いているが、6月償還分の前倒し発行等により前年比は少し段差が出ているので、前年比の変化をそのまま反映して、前月の「概ね前年並み」という表現を、今月は「前年比は、マイナスとなっている」と変更している。企業の資金繰りについては、長らく「改善した状態にある」という表現をしていたが、先般の短観で資金繰り判断D Iが直近のピークである2007年6月を超える水準まで改善してきているので、今月は「一段と改善している」と改めたいと思う。マネーストックは、前年比の伸び率はこのところ少しずつ低下してきているが、6月は法人税収の上振れ、国庫納付の増加が直接寄与している。

最後の市況については、ターム物金利は、山岡金融市場局長から説明があったとおり、このところ短国レートの低下が目立っており、これを受けて「横ばい圏内の動きとなっている」から「幾分弱含んでいる」に変更している。その他のマーケットについては、前回会合終了時の6月13日時点で、10年債利回りが0.6%、日経平均が14,800円台後半、ドル/円は101円80銭程度であった。その後足もとまでの動きをみると、株価と為

替相場は、振れを伴いつつも概ね横ばい圏内とみて良いと思う。長期金利はじりじり下がっているが、過去の例に従うと 10bp 程度下がれば表現を変更している。この辺りは明日までの状況をみて判断したいと考えている。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

2点確認したい。設備投資の現状は、「企業収益が改善するなかで、緩やかに増加している」となっているが、今のところ4月、5月の前期比はデータでは確認できていないが、先程前田調査統計局長の説明があったように、6月にかけては民間のところで増えているというようなヒアリング情報があるので、「増加している」という表現になっているのか。

もう1点は、先行きのリスク要因に関して、中東情勢で原油価格が、例えばドバイ原油価格はそれほど下がっておらず高止まりしているという気がする。今後の情勢も考えると、今は良いとしても、中東情勢が原油価格等に及ぼす影響があるかもしれない。その場合、その問題は「新興国・資源国経済の動向」に入るのか。

亀田調査統計局経済調査課長

設備投資に関しては、5月に表現をやや引き上げてこのような表現にしたが、その時点では、1～3月の数字はやや出来過ぎで、Windows X Pの更新需要や排ガス規制前の駆け込みなどもあり、1～3月はやや大きめに増えて4～6月に反動減になると予想しており、そこを均したうえでも、今年度の短観あるいはその前に出た各種のアンケート調査をみると、今年度しっかり出てくるという動きが確認されたので、そうしたことを踏まえてこのような表現にしている。6月単月がどうかというよりは、4～6月トータルでは1～3月の反動から前期比でマイナスになってもおかしくないが、そこを均した基調がしっかりしていることから、引き続きこう

いった表現で良いと考えている。

リスク要因については、色々な判断があるとは思いますが、欧州の財政危機といった余程大きなものは別だが、ウクライナやその前の中東などの個別の地政学的リスクをここで一つ一つメンションすることはしていなかった。イラクの話も今程度の動きにとどまっているのであれば、ここではっきりと記述するようなスタイルではないと思う。ドバイの原油価格は若干高止まりしているが、一頃より相当反落してきているのも事実なので、大本の地政学的リスク自体はまだまだ予断を許さないかもしれないが、原油市況面も含めマーケット自体はやや落ち着いていると考えている。

黒田議長

他にご質問はないか。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します。

(16時12分中断、15日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は中間評価を含めた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、6月12、13日開催分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します。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

最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

それでは見通し計数と分布について、執行部から説明をお願いします。

内田企画局長

参考1で計数について説明する。実質GDPは、2014年度の大勢見通しが+0.6～+1.3%、中央値が+1.0%で、中央値が0.1%ポイント、大勢見通しの下限が0.2%ポイント下振れた。2015年度は+1.2～+1.6、中央値が+1.5で、上限が0.1上振れ、2016年度は+1.0～+1.5、中央値が+1.3で、4月時点の見通しと全く同じである。CPIは、消費税率引き上げの影響を除くベースで申し上げると、2014年度が+1.2～+1.5、中央値が+1.3で、中央値は変わらず、下限が0.2上振れた。2015年度は+1.2～+2.1、中央値が+1.9で、4月時点の見通しと同じである。2016年度も+1.3～+2.3、中央値が+2.1と全て変わっていない。過去の例では、実質GDPは±0.2%ポイント程度、CPIは±0.1%ポイント程度であれば、概ね見通しどおりと評価してきているので、数字だけをみる限りは、概ね見通しどおりという結果だと思われる。リスク・バランス・チャートは、これも前回とほとんどかたちは変わっておらず、中央値が上位40～下位40%の真ん中辺りなので、概ねバランスしていると思う。若干違うのは、GDPは上下ほとんど同じ幅だが、CPIは、先の方で下方に若干厚い感じがある点であるが、この点は中間評価では特に文章に記述する

ことはしていない。以上である。

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢および中間評価について、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、石田委員からお願いする。

石田委員

海外経済は、引き続き先進国を中心に回復しているとみている。米国については、6月雇用統計は市場予想を上回る強めの結果となり、労働市場の改善が順調に進んでいることが確認された。新車販売など消費関連指標も総じて堅調なほか、やや弱めであった住宅関連でも改善の兆しがみられるなど、先行き民間需要を中心に回復テンポが増していくという見方は変えていない。しかしながら、このところこのような判断を続けてきたが、第1四半期の成長率は、特殊要因もあるとはいえ大きなマイナスとなっている。米国経済の実勢には何か基調として弱いところが残っているのかもしれないと考えている。

欧州については、企業や家計のマインドの改善が続いており、緩やかに回復しているとみている。当面は、ECBが実施した追加緩和が实体经济等にどのような効果、影響を及ぼすか、注目していきたいと考えている。

中国については、6月の製造業PMIの改善などにより、一段の減速懸念は和らいでいる。構造改革による下押し圧力がある一方で、政府の景気対策は有効に機能しているようであり、当面は安定した成長を続けるとみられる。その他の新興国・資源国では、NIEsが外需の回復を背景に上向きとなっているのに対し、ASEANは、引き続きタイを中心に成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。

各地域について、それぞれ少々懸念もあるが、今後、全体として次第に上向いていくものと考えている。

わが国の景気については、「基調的に緩やかな回復を続けている」とい

う判断に変わりはない。4月展望レポートとの対比でも、輸出が弱めだが、総じてみればシナリオに沿ったものになっていると判断している。

消費については、増税に伴う短期的な山谷を乗り越えつつあるように窺われる。もっとも、裾野の広い自動車や住宅等の調整が長引く懸念があることや、実質賃金の減少が消費全体にじわじわと影響してくる可能性もあり、引き続き注意してみていく必要があると考えている。設備投資については、5月の機械受注が前月比で大幅に落ち込んでいるが、短観の設備投資計画はしっかりとしており、緩やかに増加していくという判断を変えていない。輸出については、依然として勢いに欠ける状態が続いている。主力の自動車については、現地調達を伴う海外生産シフトを進めてきており、以前と比べて輸出誘発効果が現れにくくなっている可能性があることや、大手メーカーの年間輸出計画がマイナスとなっていることなどを踏まえると、先行きの牽引役としてあまり多くを期待できないのかもしれないと思いはじめている。しかしながら、全体としては、海外経済の回復につれ増加基調に転じていくものと、引き続きみている。

物価については、展望レポートの想定どおりの展開となっているとみている。当面は、駆け込み需要の反動を乗り越えて、企業の価格設定行動がどのように変化していくのかという点がポイントになると考えている。6月短観の仕入価格判断D Iは引き続き大幅な「上昇」超水準にあり、まだまだパイプラインの中に相応の値上げ圧力が存在しているとみている。それが販売価格の引き上げとして顕現化してくるかどうかは、今後の景気動向次第の面もあり、その帰趨によって企業の価格設定行動は積極化、消極化のいずれの方向にも振れる可能性がある。景気が展望レポートで描いている道筋をたどっていく限り、当面1%台前半で推移し、その後、本年度後半から再び上昇傾向をたどるといった物価のシナリオを変える必要はないと考えている。

展望レポートの経済・物価見通しについては、1～3月の駆け込みの大ききから、本年の成長率をワンノッチ下げたほかは、4月から変更はない。以上である。

黒田議長

佐藤委員をお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、執行部判断で良いと思う。そのうえで、前回会合以降の主な変化点と所見を申し述べる。概観としては、理由は全く異なるものの、日米ともに、成長率の下振れのわりに物価は堅調な印象である。

海外経済については、米1～3月期GDP確報の大幅下方改訂のため、年初3%程度の成長は堅いと思われた2014年の成長率が1%台半ばにとどまる見通しとなった点が、指標面での注目すべき変化であった。また4～6月期GDPは、年率3%台への反発が見込まれていたものの、これも4、5月の個人消費支出の低調さから反発力はやや鈍くなる見通しである。もっとも、こうした年前半の米GDPの低調さは、堅調な雇用統計に示される労働投入量と齟齬があり、ヘルスケア支出の取り扱いによるアウトライヤーの可能性をみておく必要があると思う。米GDP統計は7月末の年次改訂で過去3年分のデータが遡及改訂され、過去のデータが大きく変わることもしばしばある。年前半の米景気をみるうえでGDPの弱さを過度に強調する必要はないと思う。ただし、堅調な雇用情勢のわりに成長率が真に低迷しているならば、潜在成長率低下の可能性が示唆され、足もとの堅調な物価情勢とも整合的に映る。世界経済の長期停滞論との関連で、問題意識として持っておきたい。

6月のECBの政策発動については、一連の緩和策と超過準備等に課すマイナス金利との矛盾から、その効果について私はやや懐疑的であったが、1か月余りが経過して、LTROの期限前返済が急激に進んでいる様子はない。金融機関は-0.1%程度のペナルティ金利であれば、超過準備等を積極的に削減するスタンスではないように見受けられ、当初懸念された金融市場におけるリパーカッションは生じていない。もっとも、ユーロ高是

正という面での効果も然程出ておらず、先行きは周縁国の賃下げによるデフレ圧力の高まりとともに、量的な面での金融緩和を志向する可能性もあり、今後のECBの政策運営を注目していきたいと思う。

国内経済については、消費税率引き上げによる駆け込みの規模は1997年当時より大きかったうえに反動減も大きかった印象である。先般の支店長会議での報告では、反動減は想定範囲内との見方で一致していたが、4、5月の経済指標をみる限り、個人消費や設備投資で大きめの反動減がみられ、果たして想定通りと総括してよいものかどうかという思いはある。4～6月期GDPは1～3月期の年率7%近い上昇に匹敵する反動減となる可能性もあり、今回の展望レポートの中間評価では、そうした私自身の4～6月期の見通しを2014年度の見通し計数に反映させた。また、このようにミクロの各種ヒアリング結果とマクロの統計に乖離がある場合、ヒアリング結果にバイアスがあったり、企業間のパフォーマンス格差が拡大して、平均的な見方が必ずしも全体を代表していない可能性もあるため、各種マインド指標も含め今後のデータを丹念に点検していく必要がある。そのマインド面では、短観6月調査や景気ウォッチャー調査等をみる限り、税率引き上げ後の企業マインドは総じて底堅いと評価できる。雇用・所得環境は堅調さを増している。毎勤統計ベースの名目雇用者所得は4、5月が前年比2%台で、先行きもベースアップの妥結や夏季賞与の増加等から堅調に推移する見通しで、税率引き上げによる可処分所得減少のクッションとなることが期待される。

懸念材料は4月に続き5月も低調であった輸出動向だが、6月上中旬も輸出の足取りは依然鈍い。米中経済が持ち直し、国内の供給制約も緩和に向かっているはずにもかかわらず輸出の足取りが依然鈍いとすれば、これまで想定してきた理由では説明がつかなくなる。輸出については、現地生産の拡大といった構造要因が予想以上の重石になっている可能性もあり、先行き低調であり続けるリスクがあるように思われる。

最後に、物価について、消費者物価コアの前年比は、円安効果やエネルギー価格上昇の影響の剥落で目先夏場にかけて伸び率が縮小し、1.1～

1.2%程度になると見込まれる。ただし、原油価格上昇でガソリン価格が高めに推移しているほか、幾つかの上昇要因がみえていることから1%は割り込みにくく、「暫くの間、1%台前半で推移する」との見解が良いと思う。そうした見方を踏まえ、今回の中間評価の私自身の見通しは2014年度を上方修正した。もっとも、年度後半に2%に向けて上昇するとのシナリオは依然不確実性が高いと判断しており、2015～2016年度については4月展望レポートの見方を維持する。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国経済は比較的堅調であるが、金融政策の正常化を加速させる程には強くないという、金融市場にとっては好ましいGoldilocks経済の状況にあるとの見方が強まっているように感じる。しかし、そうした状況は、実際はナローパスで長続きしないか、仮に長く続けば2000年代後半のように金融不均衡が増幅されやすいと思う。米国では、堅調な自動車販売に加え、弱含んでいた住宅にも足もとで持ち直しの兆しがみられる。これら金利敏感セクターの上振れは、金融緩和効果を反映していると思う。原油価格の落ち着きに株高効果が重なり、目先の消費は上振れる可能性がある。ただし、今年第1四半期の成長率が大幅に下振れ、その原因が未だ特定できないことは不安材料である。4～5月の実質消費が減少したことなどから、4～6月期の成長率見通しは下方修正の動きが続いており、上半期の成長率は均してほぼゼロになるとみられる。潜在成長率の低下を背景とした実質賃金上昇率、企業収益率の期待の低下といった構造問題が、大幅な金融緩和の効果で覆い隠されている可能性がある。

中国経済は、小粒ながらも相次いで打ち出された景気対策の累積効果や外需の改善等から、足もとの景気は安定しているように見受けられる。しかし、先行きは、不動産市場の調整が引き続き下方リスクと考える。不動

産市場の調整は一段と明らかになってきたが、住宅価格高騰に対する国民の不満等も背景に、中央政府が住宅価格の秩序ある調整を目指していることを踏まえると、2012年のようなマイルドな調整では終わらないと思う。想定以上の大幅な調整となれば、預金準備率引き下げや2010年に導入した住宅購入および融資にかかわる規制の緩和が実施されるだろうが、それらが予防的に実施されることはないと考える。来年にかけては、不動産市場の調整と潜在成長率の趨勢的な低下が相俟って、中国の成長率は緩やかな低下傾向をたどる可能性があるともみている。

こうした点も踏まえると、日本の輸出が明確な回復基調に転じることは当面期待しにくいと思う。増税後の輸出余力拡大の効果が予想されていた4月の実質輸出は小幅増加にとどまり、5月の実質輸出は減少したため、4～6月期の実質輸出は2四半期連続の下落となる可能性もある。5月の鉱工業生産で幅広い業種で在庫増がみられた一因も輸出の弱さにあり、7～9月期以降の生産回復ペースが想定以上に緩やかになる可能性も考えられる。

増税後の国内経済情勢を確認できるマクロデータの蓄積が進んできた。それらから判断すると、経済は一時的な落ち込みを既に脱しつつある可能性が高いと考えている。しかし、駆け込みの反動や増税効果による消費の落ち込みは相応に大きく、経済全体が受けたダメージは決して小さくはなかったと思う。小売販売の季節調整値は5月に増加に転じたが、4～5月の平均水準は1～3月対比で-7.8%となっている。これは1～3月期の前期比+3.9%の増加幅を大幅に上回る下落である。また家計調査の実質消費支出は、5月も2か月連続で前月比減少した。1～3月の実質消費支出が前期比+4.6%であったのに対して、4～5月の平均水準は1～3月対比で-9.4%となっている。こうした消費の一時的な大きな落ち込みが、各種波及経路を通じて景気全体の回復ペースを想定以上に緩やかにしないかが、今後の重要なチェックポイントになると思う。

6月短観の設備投資計画は、更新投資を中心に大企業の投資増加を裏付けるものとなった。ただし、4～5月の機械受注が大きく下振れ、また建

設備投資が頭打ち傾向を示すなど、設備投資増加の足取りはなお不安定さを残している。

物価については、5月全国、6月東京の消費者物価（除く生鮮食品）は概ね予想通りの結果となった。4月は企業が増税転嫁分に上乗せして値上げできる絶好の機会であり、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、5月の前年比は小幅低下し、値上げの機運は後退したようにもみえる。6月の東京都の前年比は5月と同水準であったが、新製品が新たに算入され価格が一時的に上振れたTVの影響を除けば、緩やかな低下基調をたどっている可能性がある。4月に増税分プラス上乗せ値上げが実施されたにもかかわらず、短観や生活意識に関するアンケート調査で企業、家計のインフレ期待に変化がみられなかったことも注目される。円安傾向の一巡などを主因に、昨年末頃を境に基調的な物価は幾分上昇ペースを落としており、その流れ、あるいは基調的な動きが増税を経て足もとまで続いていると考えている。

これに関連して、展望レポート中間評価の物価見通しについて、4月の指数の上振れや原油価格の上振れなどを考慮し、自身の予測値を今回僅かに引き上げた。ただし、4月の展望レポートに修正案を提出した際の基本的な考え方は変わらない。「消費者物価の前年比は年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する」、「中長期的な予想物価上昇率は2%程度に向けて次第に収斂していく」との見方には、引き続き不確実性が高いと考える。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、消費税率引き上げの影響は徐々に和らぎつつあり、基調的には緩やかな回復を続けていると判断している。

まず海外経済であるが、引き続き新興国の一部に緩慢さが残っているが、

全体としては緩やかに回復している。地域別にみると、米国経済は、記録的寒波の影響から脱し、緩やかな回復が着実に続いている。労働市場では改善が続き、自動車販売や消費者信頼感指数も改善しており、オバマケアの影響には注意が必要だが、個人消費は引き続き堅調とみられる。この間、ISM指数も良好な水準を維持しており、企業活動のモメンタムはしっかりしている。先行きについても、住宅市場が緩やかに持ち直しつつあるほか、財政面の下押し圧力も弱まっていくことから、回復が着実に続くと思込まれる。

次に、欧州経済は、極く緩やかな回復が続いている。低インフレ率が続いている点には留意が必要だが、企業や家計のマインドが改善傾向にあるもとの、ペースは緩やかながら回復していくとみられる。

中国経済は、製造業PMIが上昇するなど企業マインドが改善している。引き続き不動産市場の動向には注意が必要だが、政府の景気刺激策や輸出の持ち直しもあり、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、イラク情勢やウクライナ・ロシア情勢を中心とした地政学リスク、Fedの出口戦略に向けた議論やECBの追加緩和策が市場に与える影響について注意が必要である。イラク情勢については、現時点での影響は限定的とみられるが、今後の情勢次第では、原油価格高騰等に繋がるため、動向を注視していきたいと思う。

次に、こうした中でのわが国経済である。6月短観の業況判断DIは、総じて良好であり、先行きの景気も、緩やかな回復基調を続けるとみている。駆け込み需要の反動の影響については、想定内との声が多く、政府や企業の対応もあり次第に和らいでいくと考えているが、改善ペースについては、必ずしも一様ではないとの声もあり、今後も予断を持たず丹念に点検していきたいと思う。

需要項目別にやや詳しくみると、個人消費は、家計調査では駆け込み需要の反動がやや大きめにみられるが、商業販売統計では、5月は総じて前月比増加に転じたほか、旅行や外食といったサービスは底堅さを維持して

いる。マインド面でも景気ウォッチャー調査や消費者態度指数は改善しており、労働需給や所得の改善が寄与するも、個人消費は底堅いとみている。所得面では、所定外給与や特別給与が増加し、名目賃金は上昇している。今後、中小企業を含め幅広く実施されたベアが次第に反映されていくことに加え、夏季賞与の増加やパート賃金の上昇傾向もあり、所得環境の改善は続くとみられる。次に、設備投資は、GDPベースで4四半期連続のプラスで推移したあと、6月短観では、2014年度も大企業製造業をはじめとして力強い計画となっている。企業収益が高水準で推移する中、更新投資や省力化投資を中心に、緩やかな増加基調をたどるとみられる。なお、機械受注に足もと一服感がみられる点には注意が必要だが、3月に大きく伸びていた反動もあり、現時点で判断を修正する必要はないと考えている。公共投資は、高水準横ばいで推移するとみられる。一方、このところ横ばい圏内で推移する輸出は、4月にやや増加した後、5月は減少に転じた。この背景について、自動車の海外生産拡大の影響等を指摘する執行部の見方に違和感はない。もともと、今後、海外経済は先進国を中心に徐々に回復が見込まれるほか、一時的要因も剥落する見込みである。また、6月短観では、海外での製商品需給判断DIが着実に改善したほか、このところ外需向けの機械受注が増加していることも踏まえると、先行きの輸出は、緩やかに増加していくとみている。こうした内外需要のもと、生産は緩やかに増加基調で推移していくとみられる。

次に、物価である。5月の消費者物価（除く生鮮）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みて+1.4%と、4月から若干伸びが鈍化したものの、刈込平均値でみても緩やかにプラス幅の拡大傾向が続く等、幅広い品目で上昇がみられ、堅調な個人消費を背景に、既往のコスト高を転嫁する動きなどが続いているとみられる。ただ、夏場にかけては、エネルギー関連品目の押し上げ効果が次第に縮小することもあって、消費者物価の前年比は、暫くの間、1%台前半で推移すると考えられる。その後は、マクロ的な需給バランスの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりを反映し、2%に向けて次第に上昇するとみている。

最後に、中間評価である。4月時点に比べると、実質GDPの成長率は、輸出の回復時期が想定より幾分後ずれしていることを踏まえて、2014年度について下方に微修正しているが、大枠では見通しに沿って推移すると考えている。消費者物価（除く生鮮）は、その後の実績等を踏まえ、ほぼ前回見通しに沿った動きになるとみている。また、経済・物価を巡るリスクは、上下にはほぼバランスしている。海外経済の動きに加え、堅調な内需が持続する観点から、雇用・所得動向や実質所得の減少が個人消費に及ぼす影響等への目配りが必要である。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

海外経済については、執行部の見解と同様に、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」と考える。米国経済については、寒波の影響が剥落し、自動車販売、雇用環境、住宅販売、設備投資など、多くの経済指標が回復基調にあることを示している。先行きは、消費者コンフィデンスの改善や緩和的な金融環境に支えられて、堅調な回復が続くとみている。

ユーロ経済も、企業と家計のマインドの改善基調に支えられて、消費と生産がともに緩やかに改善している。PMI生産指数や輸出受注PMI等からみて、先行きも緩やかな回復が続くと見込まれる。なお、ディスインフレ基調については、注意する必要があると思う。

こうした先進国の景気回復は、中国を含めた新興国の先進国向け輸出の増加を通じて、次第に新興国の景気回復に資すると考えている。実際に、新興国の輸出は増加基調を示しており、新興国の輸出受注PMIから判断して、この傾向は今後も続くと見込まれる。

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、今後も内需中心の回復が続

くとみている。内需のうち消費は、消費税率引き上げの影響から4月は前期比で2桁の減少となった。しかし、5月は減少率が縮小した。今後も消費増税による可処分所得減少のマイナス効果が残ると思われるが、2014年度の定期昇給とベースアップおよび夏季賞与の比較的大幅な改善といった賃金上昇や、6月短観における企業の雇用人員判断の「不足」超幅の拡大といった経済指標に示されているように、雇用・所得環境が改善し続けるため、消費は7月以降回復基調に復帰すると予想している。

設備投資については、6月短観における2014年度の堅調な設備投資計画や全産業全規模ベースで設備判断が「不足」超に転じた。今後は、好調な企業収益、更新投資が長らく延期されてきたこと、および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、設備投資の増加テンポは前年度よりも高まると予想している。

一方、輸出はほぼ横ばいの状態が続いているが、その主たる要因は、日本経済と密接な関連を持つASEAN諸国などの新興国経済の景気回復の遅れにあると考えている。今後は、先進国経済の回復とその回復が新興国経済にも及ぶため、次第に持ち直すと考えている。他方、輸入は昨年末から今年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。以上のように、輸出増加と輸入減少の結果、今後は、これまで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、内需が次第に強まるため、日本経済は4～6月期の大きな落ち込みを乗り越え、7月頃から回復すると考えている。

物価については、短期的要因により一時的に上昇率が低下するとしても、需給ギャップが縮小し続け、それに伴って労働需給が引締まり、さらに賃金が予想物価上昇率の上昇を踏まえて形成されるようになるため、物価上昇率は年後半に向けて高まると予想している。今後のインフレ率を予測するうえで重要な賃金の動向をみると、5月の有効求人倍率が1.09倍まで上昇する一方で、失業率は3.5%まで低下した。こうした労働需給の引締まりを背景に、2014年4～5月の名目賃金の前年同期比は0.8%上昇し、

5月には長らく減少し続けてきた所定内賃金も前年同月比で上昇に転じた。財務省財務局調べによると、全国11の全地域で、大企業だけでなく中堅・中小企業においてもベアを実施した企業の割合は、沖縄の19%を最低に、東海では34%、北九州では48%に達している。

以上のような状況であるので、中間評価については4月の展望レポートと変わらない。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

海外経済であるが、米国経済は第1四半期の大幅なマイナス成長からリバウンドし、第2四半期入り後は民間需要を中心とした緩やかな景気回復が明確となっていると思う。非農業部門雇用者増加数は5か月連続で20万人を上回り、失業率も6.1%まで低下した。こうした雇用環境を背景に、6月の新車販売台数が2006年7月以来の高水準になるなど個人消費は堅調に推移していると思う。先行きも、米国経済はペースを次第に上げながら回復を続けるとみている。

欧州経済は、緩やかに回復しているが、物価面では、ユーロ圏のHICP総合は前年比+0.5%の上昇にとどまっており、この先もデysinフレ傾向が続くと、現在はアンカーされているインフレ期待が引きずられて低下する可能性があると思う。また、AQRやストレステストを完了させて、金融システムを早期に安定させるという課題も残っていると思う。

中国経済は、6月の製造業PMIが国家統計局、HSBCのいずれも50を上回り、年初来の成長モメンタムの鈍化に歯止めがかかっていると思う。先行きについては、各種構造問題を抱えつつも、政府の景気下支え策や外需の持ち直しが期待できるので、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た状態が続いているが、先進国の景気回復が輸出面に好影響を与えつつあるほか、消費者コンフィデンスにも持ち直しの動きがみられている。

以上を踏まえると、海外経済全体としては、先進国を中心に回復しており、先行きについても緩やかに回復していくという評価で良いと思う。ただ、ウクライナやイラクなど、地政学的リスクには引き続き注意しておく必要があると思っている。

次に、わが国の経済については、各委員も指摘している輸出、設備投資、個人消費についての見方を述べておきたいと思う。まず、輸出は、足もとまでは想定よりも弱めで、2014年度成長率を幾分下押しすることになると思う。しかし、支店長会議での報告も踏まえると、今後は以下の理由から、輸出は緩やかではあるが増加していくと考えている。第1に、米欧などで回復の動きが企業部門に及び、日本企業が比較優位を持つ投資財への好影響が期待できること、第2に、米国での日本車の販売が堅調で循環的に輸出が出てくるとみられること、第3に、スマホ向けなど高性能電子部品の輸出に動意がみられることも挙げられると思う。機械受注の外需の増加傾向、あるいは短観の海外での製商品需給判断D Iの改善も、こうした見方をサポートするものだと思っている。ただ、わが国企業の海外生産シフトといった構造的な要因が意外に長く影響する可能性もあるので、今後その動向を注意してみていきたいと思う。

設備投資については、増加基調が明確になってきているとみている。先行きも、6月短観において、設備判断D Iの過剰感がほぼ解消されていること、本年度設備投資計画は、大企業を中心に高めのスタートとなっていることを踏まえると、緩やかな増加基調をたどっていくとみている。なお、輸出が伸び悩む中でも設備投資が出てきたことは、この点も支店長会議での報告があったと思うが、設備の老朽化や労働市場タイト化に伴う更新・省力化投資や、世界のマザー工場としての研究開発投資などが出てきた可能性があり、こうした投資については、今後にも期待できると思っている。

個人消費であるが、雇用・所得面をみると、有効求人倍率が1992年以

来の水準になるなど、労働需給は着実に引締まっているとみている。また、ベア実施が所定内給与に反映されつつあるほか、夏季賞与の増加が見込まれており、これも賃金に顕在化してくるだろうとみている。その先も、前向きの循環が働くもとで、雇用者所得の持ち直しが明確になっていくとみている。このような雇用・所得環境の明確な改善が家計支出を支えていくと考えているので、個人消費の基本的なシナリオとしては、駆け込み需要の反動の影響は夏場以降減衰していき、その後も基調的には底堅く推移するとみておいて良いのではないかと考えている。ただ、足もとの販売統計やヒアリング情報によると、百貨店の夏バーゲンの出足の鈍さや総合スーパーの弱めの動きを指摘する声が聞かれるほか、家計調査の消費支出も弱い結果となったことは気になるところであり、今後とも基調をよく見極めていく必要があると思う。

以上を踏まえると、景気の現状は、「基調的には緩やかな回復を続けている」ということだと思われ、先行きについては、前向きの循環メカニズムが働くもとで、「緩やかな回復を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」という判断で良いと思う。また、中間評価との関係では、「基調的には潜在成長率を上回る成長を続ける」という展望レポートで示した見方を踏襲することで良いと考えている。

最後に、物価であるが、5月の全国の消費者物価の前年比は+1.4%となり、1%台前半の上昇という基調的な動きに変化はみられていない。この間、インフレ予想は全体として上昇していると思う。先行きについては、夏場にかけて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。その後は、4月の展望レポートで示したように、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高いとの見通しを変える必要はないと考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国の経済・物価見通しの中間評価にあたり、このラウンドでは経済の見通しを中心に私の見解を申し上げる。物価については時間の都合上、次のラウンドでお話する。

まず、わが国経済について現状と当面の先行きについては、足もとでは消費税引き上げの影響が相応に出ている。現時点では、その反動減が想定内にとどまり、7～9月期に回復がみられていくとの見方を維持している。とはいえ、直近のデータや企業のヒアリング情報の中には先行き懸念される情報もあるため、回復ペースについては慎重にみた方が良いと考えている。以下、個人消費、設備投資、住宅投資、輸出の順にお話する。

個人消費については、実質小売売上高、百貨店売上高、家電売上高、乗用車販売台数などが、本年4月に前月対比で大きく落ち込んだ後、5月にはいずれも増加に転じている。しかし、6月入り後、これらの消費が、休日の少なさや悪天候などの要因を除いても予想対比で下振れているとの企業の声も耳にする。また、消費総合指数が4～5月平均でみると前期比で5%もの減少となっており、5月は2013年1月辺りの水準まで落ち込んでいる。さらに、7～9月期の回復見通しについても幾分懸念されるデータもあり、例えば、6月日銀短観では非製造業の業況判断DIと国内需給判断DIの3か月先見通しが悪化または横ばいであるうえに、消費動向調査の7～9月期のサービス支出DIも改善がみられない。特に、非製造業中小企業への反動減の影響は大きいように見える。

消費の反動減が想定内との見方の背景には、名目賃金の上昇と雇用改善があり、このところの家計マインドの緩やかな改善に寄与している。従って、この先、個人消費が落ち込むことは考えにくい一方で、消費が順調に伸びていかない可能性に注目している。その最大の理由は、家計が実質所得の減少を意識し始めた兆しがあることである。実質賃金は昨年7月から減少をはじめ、本年4月以降は減少幅が一段と拡大している中で、6月の生活意識に関するアンケート調査では、1年前と比べて現在の収入は概ね

横ばいながら、支出増加を示す回答が増えており、暮らし向きD Iの悪化と併せてみると、家計が実質的な負担感を意識していることが窺える。また、1年後の見通しについては収入の改善を予想する回答は多少増えたものの、指標水準自体は低位にとどまっている。半年先の見通しを示す消費動向調査の収入の増え方D Iでも5月、6月は多少改善しているが、水準自体は2013年を下回る低い状態にある。今後、実質賃金減少のマイナスの影響が、名目賃金上昇による貨幣錯覚や雇用拡大のプラスの影響を上回ることがないのか注視している。また、消費関連データには強弱双方向の動きがみられるため、消費の基調判断が難しくなっている。この背景には、消費の二極化が、高所得者と低所得者、および首都圏と地方の間で進行していることがかかわっており、高額品や外食等の消費回復は早い一方で、生活必需品は低価格志向が進んでいる模様である。仮に、わが国の成長期待や所得上昇期待が高まっていけば、こうした二極化傾向は今後解消していくことが見込める。しかし、生活意識に関するアンケート調査では、わが国の経済成長力D Iが悪化しており、今のところ、そのような期待が高まっていないことを示唆している。消費の基調についてはしっかりみていきたいと思う。

第2に、足もとの設備投資と当面の先行きについては、駆け込み需要の反動もあって4月、5月の機械受注、建築着工床面積、資本財総供給がいずれも前月比で減少している。しかし、6月短観によると、設備投資計画が大企業製造業を中心に拡大する計画であるし、企業マインドは悪くないので、次第に持ち直していくとみている。ただし、これまでも計画がその後下方修正されるパターンが多いほか、鉦工業生産が4月に減少した後、5月には予想対比で緩やかな増加にとどまっていること、出荷・在庫バランスも幾分悪化していること、輸出も伸び悩んでいることから、設備投資が下振れることがないか多少懸念している。また、建築着工床面積が本年入り後伸び悩んでいるのは、それまで拡大を続けてきた店舗や倉庫等の非製造業企業の投資が、人手不足や建築材料費等のコストなどの供給面での影響を受けているようである。このため、非製造業大企業の設備投資計画

についても予定どおりに進展せず、下振れる可能性もあるとみている。

第3に、住宅投資であるが、既に消費税率5%が適用される請負契約が昨年9月に終了しているため、駆け込みの反動は昨年から顕在化しているが、足もとの反動減は想定を上回っているようである。住宅ローン優遇策や低金利にもかかわらず住宅投資が伸び悩んでいるのは、需要の先喰いだけではなく、首都圏を中心に、用地不足のほか、土地価格、資材、人件費等の上昇などによって供給が追いつかないことも一因のようである。従って、相続税の節税目的での貸家建設を除くと、今後も住宅投資の回復ペースはやや不確実性を高めていると思う。

第4に、輸出の動向であるが、依然として改善がみられず、この先も想定するほど改善しない可能性が高まっている。確かに、アジア向け輸出が落ち込むなどの一時的な要因もあるが、円安によって輸出価格が下がり輸出数量が増えるとの想定は、もはや成り立たなくなっていると思う。ここには企業によるドル建て輸出が多いこと、また円建て輸出であっても輸入原材料と電気料金の値上げによる生産コスト上昇によるマージンの下押し圧力があるため、円建て輸出価格を十分引き下げられない実態もあるようである。また、他のアジア諸国が欧米向け輸出を伸ばしている中でわが国の輸出が伸び悩んでいるということは、現地生産の拡大や日本企業の競争力の低下を示唆しているように思う。

以上をまとめると、2014年度の経済見通しは、前回会合でも指摘したように、4～6月の設備投資の反動が想定以上に下振れていることを中心に幾分引き下げている。また、人手不足、老朽化した設備、エネルギー価格や原材料の高騰によって採算が合わずに事業を見合わせる企業も増えており、中小企業を中心に経済活動が制約されつつあるようである。本来、本当に需要が強い景気回復局面であれば、企業は賃金を大きく引き上げ、原材料費やエネルギー価格の上昇にはその分販売価格を引き上げることで対応し、かつ設備投資を積極化させながら経済活動を拡大できると考えられる。しかし、わが国では然程需要が旺盛ではない中で潜在成長率の低下による供給制約も相応に強まっているため、賃金や販売価格をどんどん

引き上げても需要がそれに追いつかない惧れがあり、結果として経済活動を抑制する選択をせざるを得ない企業も増えているように思う。こうした動きは採算の取れない企業の撤退を促し、経済の新陳代謝という観点で望ましい面もあるが、その移行過程においては、経済活動が抑制されることで経済成長率が潜在成長率を大きく超えることは難しくなっていると考えている。

以上より、2015年度以降の経済見通しについては、今年度以降の製造業の設備投資が拡大するとの想定のもと、潜在成長率が徐々に高まっていくが、経済成長率はその潜在成長率から大きくずれない程度を予想している。景気のリスクバランスについては、輸出と消費の回復が想定よりも下振れるリスクがあり、全体としてリスクバランスはやや下方に傾いているとの判断を維持している。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の全体観としては、海外経済、国内経済とも、「緩やかに回復している」との前月の基調判断を維持できるとみている。国際金融資本市場についても、この間、イラク情勢の悪化などイベントはあったものの、主要国の金融緩和と実体経済の改善が続くなかで、総じて落ち着いた展開となった。以下、海外経済から、地域ごとにポイントを絞って申し上げる。

米国経済は、この間の経済指標から、総じてしっかりした回復の動きが確認された。直近第1四半期のGDP成長率は、大きく下方修正されたが、それはヘルスケア支出の推計誤差という技術的な要因が大きく、それを除けば、雇用者数、失業率、消費者コンフィデンス、自動車販売、住宅販売、企業マインド、資本財受注、物価統計など、総じて回復、改善の動きが確認された。やや改善が遅れ気味であった賃金に関しても、中小企業のある

サーベイ調査によれば、上昇基調が確認できる。また、金融環境についても、長期金利は低位安定、株価は高水準を維持し、企業のM&A活動も極めて積極的である。GDP統計の弱さにもかかわらず、企業、家計のマインドに変調はみられず、FRB当局者の景気判断もポジティブなものが目立ってきており、総じて堅調な回復基調が続いているとみている。

欧州経済は、持ち直しが続いている。フランスの回復の遅れなど、国によるばらつきがやや目立ってきている点、あるいは低インフレ傾向が続いている点は懸念材料だが、ECBによる追加緩和策の効果と併せて、動向を注視していきたいと思っている。

アジア新興国については、中国経済は引き続き安定した成長を続けており、とりわけ輸出、輸入の改善が確認された点はポジティブであった。NIEs・ASEANにおいても、内需は総じて堅調であり、台湾の輸出・生産、タイの家計マインドの改善など、安定化へ向けた動きが確認された。今後も持ち直しに向けた動きが続くとみている。

続いてわが国経済である。前回会合以降、輸出や設備投資など一部に弱めの指標もみられたが、総じてメインシナリオ範囲内の動きとみている。以下、個別に4点申し上げる。

まず、輸出であるが、5月の通関統計において再び弱めの動きとなり、全体として横ばい圏内の動きとなった。私自身は予てから、輸出について慎重な見通しを持っており、それとの対比で見れば、概ね想定内といえる。先行きは世界経済の回復に伴って持ち直していくとみているが、そのペースはこれまでと同様に慎重にみておく必要があると考えている。

第2に設備投資であるが、5月の指標をみると、機械受注、資本財総供給、非製造業の建築投資などで弱めの動きとなった。一方で、6月短観からは、企業の景況感や企業収益は総じて良好であり、設備投資計画も積極的な姿勢がみて取れることから、この見方に立つと、5月の弱めの動きは一時的と整理できる。もっとも、足もとの民間設備投資の減速には、一部、建設・運輸関係の人手不足やコスト高の影響が含まれている可能性があり、注意が必要と認識している。さらに言えば、政府による公共工事の前倒し

発注など予算の厳格な早期執行が、意図せざるかたちで人手不足をさらに強めてしまっていないか、私自身としては問題意識を持っている。この点も併せて、今後の状況を注視していきたいと考えている。

第3に個人消費であるが、反動減の大きさや回復のタイミングについて、指標や品目、業態によってばらつきがみられる。たとえば家計調査、自動車や家電販売、一部の百貨店や総合スーパーなどで回復にもたつきがみられる一方で、食品スーパー、コンビニ、旅行・外食などのサービス消費では好調である。消費者態度指数など家計マインドでも改善基調が確認された。雇用・所得環境は引き続き良好であり、先行きも消費の堅調さは維持されていくとみている。私自身は、この間何度か申し上げてきたように、潜在成長力と恒常所得の改善を前提に、消費に関して強めの回復経路を想定しており、それは今後の物価上昇の基調を支えるうえで重要なポイントと考えている。今後夏場にかけて、消費全体がしっかりと伸びていくか注視していきたい。

最後に、物価動向であるが、5月のCPI上昇率は、消費税の影響を除くベースで+1.4%と想定通りに推移した。個別品目の動きについて付言すると、携帯電話通信料などが今後若干の下押し要因となる一方で、ガソリン価格など、既往のコスト高を転嫁する動きも続くとみられる。全体として、需給ギャップが着実に改善する中で、当面、1%台前半の範囲内で推移するものとみている。

以上を踏まえて、展望レポートの中間評価について申し上げる。点検の結果、4月展望で示された中心シナリオは、引き続き維持できるものと考えている。この間の指標の動きなどを受けて、回復のタイミングや中長期的なインフレ予想の立ち上がりペース等に関して若干の修正を行ったが、基本的な景気・物価の回復メカニズム、2%物価目標達成に向けた道筋などに変更はない。この結果、景気見通しについては、2014年度と2016年度を小幅引き下げ、2015年度を小幅引き上げた。また、物価見通しについては変更ない。リスクバランスについても、4月時点と同様に、景気・物価とも概ね上下にバランスしているとみている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢と中間評価について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、米国は、雇用の拡大が続くもとで自動車販売をはじめ個人消費が堅調に推移するなど、緩やかな回復が着実に続いている。欧州については、実体経済は緩やかに回復している一方で、物価面ではデフインフレ基調がまだ続いている。中国では、小型の景気対策の効果などから、年初以降みられていた成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかっていることが引き続き確認されており、安定していると思う。一方、ロシアなど一部の新興国では依然弱めの動きが残っており、ウクライナやイラク情勢など、一部地域の地政学的リスクについては引き続き注意を要すると思う。こうした各国・地域の動向を踏まえ、海外経済については、「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」という見方で概ね一致していたと思う。

この間、国際金融市場についてみると、低ボラティリティのもとでの株高と長期金利の低位安定という構図が続いており、特に米国では株価が引き続き最高値を更新している。新興国の市場も全般的に落ち着いていると思う。

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。委員方が指摘されたように、個々に強弱様々なデータあるいはヒアリング情報があるが、全体としてみれば概ね想定範囲内の動きとみられる。しかし、中長期的な観点からは、この増税による実質所得の押し下げの効果が、今後も注目していくべきポイントになる。ただ一方で、雇用・所得環境の改善が続いているということは、多くの委員の方が指摘されていたとおりであり、そうしたことを踏まえると、個人消費は底堅く推移していくと見込まれるのではないかと思う。ただ、この点はより慎重に点検していく必要があると思う。

企業部門をみると、輸出が5月は前月比で減少しており、なお横ばい圏内の動きである。ただ、この輸出の弱さ、あるいは駆け込み需要の反動減

のもとにあっても、6月短観で確認されたように、企業の業況感は良好な水準で推移しており、多くの委員が指摘されたように、設備投資もかなりしっかり増加させていく計画となっている。

以上のように、景気の前向きの循環メカニズムは引き続き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ていたと思う。物価面では、5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な影響を除くベースでみて+1.4%となり、1%台前半で推移する姿となっている。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。

中間評価については、4月の展望レポートで示した見通しと比較すると、実質GDP成長率、消費者物価ともに概ね見通しに沿って推移するとの見方が共有されていたように思う。すなわち、経済については、駆け込み需要の反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けていくということだったと思う。物価については、しばらくの間、1%台前半で推移するとの見方が概ね共有されたと思う。その後については、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、2014年度～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のが大方の委員のご意見だったと思うが、佐藤委員、木内委員は4月の展望レポートと同様に、物価の見通しについてはより慎重な見方を示された。物価の見通しに委員の間で幅があるということについては、記者会見等では留意して発言したいと思う。

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つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済についてどうぞ。

中曾副総裁

森本委員が指摘されたイラクの地政学的な問題については、遠い国ではあるが注視していかなければならないと思っている。特に、原油への影響

が大きいと思うが、9割近くの原油が集中している南部は相対的に安定しているので、今のところ影響は限定的だと思うが、政情不安がさらに進み南部まで戦乱が拡大するような場合には、原油高を通じた世界経済への影響が大きいので、注視していく必要があると思う。

次に、ECBの追加緩和についてであるが、現状、所要準備には付利される一方で、超過準備と預金ファシリティにはマイナス金利が付されていることからみると、超過準備が今の1,500億ユーロ程度の水準であれば、銀行セクター全体にネットのコストは生じていない。問題はこれからだと思う。今後、TLTROなどを通じて資金供給がなされた場合、超過準備が大きく拡大していくことになるので、それが銀行行動や市場取引にどのような影響を及ぼしていくか、注視していく必要があると思っている。

黒田議長

海外経済に関してご意見はあるか。ないようであれば、次に、わが国の経済・物価情勢に関して追加的なご意見があればお願いします。

木内委員

前回会合でも申し上げたが、ヒアリング情報の限界ということも、ある程度考えるべきだと思う。ニュースに出てくるような事例やわれわれがヒアリングしている先は比較的大手を中心であるが、消費税率引き上げの影響が、小規模な先で大きく出ている可能性があると思う。カバレッジが大きい経済産業省の商業販売統計などでは、当初の大方の予想よりも大きく落ちている。消費税率引き上げを境にシェアがかなりシフトした可能性もあると思う。例えば、4、5月は駆け込みの反動減を警戒して、大手の小売店では新商品を出したりポイントを拡大するなどの対策を取ったと思うが、そのようなことができない規模の小さい小売店にはしわ寄せがいつているので、大手だけをみると駆け込みの反動はそれほど大きくないが全体では大きかった、ということが起きていると思う。ニュースやヒアリングの情報は非常に重要だが、カバレッジが偏っている可能性があるので、

幅広い情報で判断していく必要があると思っている。

白井委員

私もデータに関して色々思うところがある。ヒアリングは大企業が多いが、テレビのニュースなどではどちらかというと弱者、中小企業が取り上げられているが、今回は、消費の基調判断が非常に難しくなっていると思う。データによって強弱が非常にはっきりと出ている。先程、二極化の話をしたが、例えば消費動向調査をみても、収入別にはっきりと違いが出ている。このため、今後は平均だけをみて判断すると見誤るのではないかと思う。例を挙げると、消費動向調査で収入の増え方を年収別にみると、300万円以下と500万円以下では、ここ1年、はっきりと低下し、改善しておらず、この層では、収入が増えていくとは思っていない。唯一明確に上がっているのが、年収が1,200万円以上の層である。その間はほぼ横ばいであり、はっきりと二極化の傾向が出ている。また、消費動向調査の年収別の動向をみると、300万円以下の層は多少足もと上がっているが水準が低すぎ、アベノミクスの始まる前の2012年前のレベルである。一方で、年収1,200万円以上の人たちは、上がったたり下がったりしているが、全体としてみれば高い水準であり、先程申し上げたように高額品の売れ行きが落ちておらず、外食もプチぜいたく的なものが増えている。それ以外では、スーパーでは競争が激しく苦戦している。このように二極化の傾向が非常に出ているので、平均だけでみていくと、これからは判断を見誤る可能性があり、慎重にみていく必要があると思っている。

森本委員

白井委員がおっしゃる二極化については注意してみていく必要があると思っている。これは世界各国でこのような傾向が強まっているとみており、これから大きな問題になると思っている。日本でも、アンケート調査等でおっしゃったような傾向が出ているとは思いますが、これから低所得層に対して消費増税絡みの給付金が支給されるので、その辺の様子もみていき

たいと思っている。

白井委員

そのとおりだと思う。

中曾副総裁

消費税率引き上げの影響が想定内かどうかについては、われわれの元々の想定では、消費税率引き上げ後の反動の影響は4～6月には残存し、7～9月から戻っていくという基本シナリオを描いていたと思うが、5月に一部で良い指標が出てきたので、想定そのものが上振れた。6月以降は、上振れた想定が下振れたという意味で元の想定に戻っているような面もある。足もとのヒアリング情報などで消費の回復の鈍さを示唆するような内容もあるので注視していくことは先程申し上げたとおりである。いずれにしても、ヒアリング情報とデータの解析はバランスを取る必要があり、データ上の平均が実態を表さないのであれば、ターゲットを絞ったより肌理細かなヒアリングで補っていくことが必要だと思う。

宮尾委員

白井委員がおっしゃったように、消費動向についてのデータが読みにくいという印象を持っている。ご指摘の二極化の問題は重要であり注意してみていかなければならないと思う一方で、われわれとしては、平均というよりは aggregate した消費をしっかりとみていくことになる。仮に、高所得者層が景気を改善し全体を引っ張っているのであれば、下の層にも何らかのかたちで恩恵が行き亘っていく可能性もあるので、いずれにしても aggregate した消費動向をみていく必要がある。耐久財は弱いサービス消費が強い、といったように全てを総計してどうかという点をしっかりとみていく必要があると思っている。丹念な点検が必要であるフェーズにあるという点は、全く同感である。

佐藤委員

宮尾委員がおっしゃるように、消費をみる時は aggregate した消費をみていく必要があるが、その aggregate した数字が4、5月にやや下振れている。駆け込みが大きかったので反動も大きいということだと思うが、想定内の一言で片付けるにはやや下振れが大きいという印象を、個人的には持っている。先行きに関しては、賃金の改善や先程森本委員から指摘のあった給付金支給などの所得を下支えするプラスの要素があるので、私自身は先行きに関しては従来のシナリオを変える必要はないと思うが、足もとに関しては、想定内の一言で片付けて良いのかどうか、もう少し丁寧な説明が必要なのではないかと思う。

二極化という点では、データで二極化の傾向が窺われるという指摘があったが、ヒアリング結果も二極化していると思う。例えば、景気ウォッチャー調査で各景気ウォッチャーのコメントがあり、良いコメントと悪いコメントが両論併記されているが、良いコメントは良いが悪いコメントはかなり悪い。「6月に入って落ち込みがひどくなっている」というようなコメントもみられる。その点ではヒアリング結果に関してもばらつきが大きくなっているので、その辺りも丹念に拾っていく必要があると思う。

木内委員

消費税率引き上げの駆け込みの反動からの回復という場合の、「回復」という言葉の使い方が企業によって大きく違うような感じがする。例えば、前年比でプラスに戻るタイミングを重視しているところがあるが、これまでのトレンド上に戻って初めて回復と言えると思う。百貨店では前年比でかなりのプラスできているので、前年比でプラスになっただけで回復と判断するのは少しおかしいと思う。企業によって言葉遣いが大分違うという感じがする。因みに、私自身は、季調済前月比でプラスになるのが1つのメルクマールだと考えているが、これでいくと5月、遅くとも6月には持ち直しの動きに転じていると思う。企業によって基準が違うので、ヒアリングの際に何月に回復といっても基準が違う点を考慮しなければならな

いと思う。

白井委員

高級品の戻りが良く、外食も非常に好調ということの背景を突き詰めていくと、二極化がある。もちろん、消費については全体をみなければならぬが、品目ごとにみても二極化の影響が出ていることは気にしている。乗用車に関しては、6月は、メーカーの予想から結構ずれてきている可能性があるのではないかと思う。例えば、1997年と今回の乗用車の販売台数を時系列でみると、4月の段階では今回の方が多かったので安心されたと思うが、5月、6月とどんどん下がってきている。97年は6月に戻っているのに、指数でみると逆転している。乗用車に関しては、97年と違う動きを示しており、どんどん悪くなっているという点で予想よりも戻りが悪いので、メーカーも6月になって少し焦っているという話を、私も直接聞いている。

海外に関して一言だけ追加したい。私も、中東情勢を非常に気にしており、原油価格は徐々に下がってきているがそれでも高めで、中東情勢で何らかのきっかけで石油価格が上昇し、高すぎるという指摘もある——妥当だという声もあるが——米国の株価が原油価格上昇をきっかけに下落することによって、世界やわが国の株価に影響する可能性は否定できないので、中東情勢には非常に注目している。

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20分に再開する。

(10時11分中断、10時20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。まず、石田委員からお願いする。

石田委員

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や、6月短観の金融機関の貸出態度判断D I、資金繰り判断D Iからも、企業金融は引き続き極めて緩和した状況にあるとみている。

次に、わが国の金融市場に関して申し上げる。0.6%前後で推移してきた10年物国債利回りは、0.5%台半ばまで低下してきている。現状の国債買入れを続けていくと市中残高をさらにスクイーズし、時間とともに、短国のみならず2年物から始まりより長い期間の国債の金利にさらに低下圧力がかかってくる。名目金利の低下は、実質金利の低下を通じて実体経済への刺激効果が得られ、それがQ QEの眼目の1つにもなっているが、その一方で、名目金利を人工的に低下させる程度が大きくなるほど、当然ながら、先行き大きなコレクションが発生する可能性が高まる。市場が安定しており、また物価安定の目標の実現に向けて、順調に進んでいる状況にあるからこそ、長期金利の動向、あるいは国債市場の状況などに十分注意を払って、出口も展望し将来必要となるであろう対応を予め検討しておく必要があると考えている。

一方で、デフレから脱却しつつある現在、わが国の株価、為替の安定が不可欠である。米国の金融政策は、このままいけば、10月に tapering が終了し、来年の中頃には市場金利が引き上げられると想定されている。リーマン・ショック以来の大規模な金融緩和に支えられ、然程のコレクションもなく17,000ドルの大台に乗せてきた米国株式市場が、引締めに向かう中でどこかで相応の調整を起こす懸念がある。その場合、わが国の

株価や為替にショックを与え、実体経済あるいは物価にマイナスの影響を及ぼすことは避けられず、今後警戒を怠れないと思っている。

次に、物価安定の目標にかかわる物価指数について申し上げる。家計の実際の消費を反映し、所得や支出の実質化に使用される「総合除く持家の帰属家賃」の指数の動きをみると、足もと5月の伸び率は4.4%とコア指数よりも1%高い水準にあり、それが最近の実質賃金や実質消費支出の大幅減少に繋がっている。また、この前年比伸び率の推移をみると、昨年11月の時点で1.9%に達したのち、直近5月までの間、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでも安定的に2%近傍の水準を維持している。家計が現実に消費している財・サービスの物価の上昇基調は、コアが示す姿よりかなり強いと認識している。展望レポートでは、「総合除く生鮮食品」について、一旦低下したのち、本年度後半から再び上昇傾向をたどっていく想定にあるが、消費増税後も生産・所得・支出の好循環が続き、物価安定の目標を達成していく際に、実質所得の動向がポイントとなる。消費や所得の実質化に用いる「総合除く持家の帰属家賃」の動向について、これまで以上に目を配っていく必要があると考える。コアCPIがトレンドをみるうえで重要かつ有用な指標であることは十分認識しているが、「日銀の物価安定の目標はコアCPIであり、コアCPIが2%になることが目標達成である」とみる向きが多いことから、前回の会合でも申し上げたが、2%の物価安定の目標の実現については、コアCPIだけでなく、様々な物価関連指標をみて、総合的に判断していく点について、丁寧に説明していく必要があると考えている。

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」という方針を維持・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については現状維持で良いと思う。そのうえで足もとの問題意識を申し上げる。第1は、長短の名目金利水準についてである。長短金利は足もと水準を徐々に切り下げ、3か月物短国利回りは一時的にマイナス金利での取引もみられ、10年金利は0.5%台前半となっている。こうした金利低下は本行の買入れによる政策効果の発現と前向きに捉えられる一方、先行き問題含みでもある。すなわち、短国買入れにおいては遠からぬ時期にマイナス金利がつく可能性が想定される。マイナス金利での買入れは突き詰めれば取引の相手方に対する利益供与であり、本行のシニョレッジを毀損する。短国買入れについては、2月に貸出支援基金の規模を倍増したことで利回りに過度の低下圧力がかかることを回避できるとの期待があったが、結局は金利低下ペースを調整する程度の効果にとどまったようにも思える。マネタリーベースを年間約60～70兆円増加するよう促すという現行のディレクティブの中で、短国買入れや固定金利オペといった短期の資金供給のあり方をどのように考えていくか、改めて整理が必要となる時期が近づいているように思われる。長期金利については、消費者物価コアの前年比上昇率が消費税率の影響を除くベースで1%台前半という状況が半年以上続き、また、本行が毎回の対外公表文で「暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」と宣言しているにもかかわらず、このところ金利水準が緩やかに切り下がっている点を若干憂慮している。このような金利形成は、債券市場参加者の2%の物価安定目標実現への懐疑的な見方を映じていると思われたが、物価連動国債でみる予想物価上昇率は、先行きの消費税率引き上げの影響を考慮しても現状の名目10年金利水準を上回っており、本行の買入れによる需給への働きかけが強力に効いている、しかも買入れの効果はむしろ足もと強まりつつあるとみるのが妥当と思われる。先行き、政府のプライマリーバランス黒字化のコミットメントに沿い、新規国債発行額の減少が見込まれる中で、本行が年間ネットで50兆円の国債を市場から吸収し続けるとなると、国債市場の需給は一段と逼迫し、長期金利は物価見通しと乖離したま

ま水準を切り下げ続ける可能性がある。それはそれで政策効果の発現ではあるのだが、物価安定の目標が実現し、仮に、本行が出口に関する情報発信を始める際、極端な金利低下のあとだけに債券市場の反応が相応に急激なものとなる可能性がある。

量的・質的金融緩和の継続期間については、「2年程度を目途にできるだけ早期」かつ「物価安定の目標を安定的に持続するために必要な時点まで」というフォワードガイダンスを提示しているが、以上縷々申し上げたような債券市場の需給環境とそれに伴う潜在的な金融の不均衡蓄積のリスクを考えれば、国債買入れに関しては、あまり深追いせず、ほどほどのところで見切りをつけるバランス感覚もまた重要であるように思われる。需給という面では、政府の財政健全化路線との関係は、米国の例をみても今後重要なポイントになると思われる。米国では財政緊縮のもとでF e dによる買入減額がスムーズに進み、米長期金利水準はF e dが taperingに関する情報発信を始めた昨年央より低下している。意図したかどうか分からないが、財政政策と金融政策の連携が結果的に上手く働いた例として、本行が将来出口に向かう際に学ぶところは多いように思われる。

第2は、前回会合でも触れたことだが、物価安定の目標の達成度合いを測るうえで幅広い指標を丹念にみていくことの重要性についてである。物価安定の目標はC P I総合で定義されているが、人々の関心は主にコアに向けられている。その理由としては、政策委員会の見通しがコアで示され、また執行部の情報発信もコア中心になされていることが大きいように見受けられる。その点、6月会合の議事要旨案では、幅広い指標を点検していくことの重要性への言及が初めてなされた点は評価する。ただし、抽象的な書き振りのためこれだけで市場に真意が伝わるかどうかは心許ない。こうした書き振りについては、今回はこの程度で良いと思うが、先行き工夫の余地があるように思われる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

イラク情勢の混迷など世界経済の安定を脅かしかねない地政学リスクが浮上する一方、株高、社債スプレッドの縮小、新興国通貨高など、リスクテイクの動きが世界の金融市場で強まっている。一部の国で金融政策の正常化が模索される中でも、緩和状態の長期化への期待が強いことが、背景にあると考えられる。これに関連して、先日発表されたB I Sの年次報告書では、過度な金融緩和の弊害として、構造改革を遅らせること、民間・公的部門の債務を過剰に累積させること、金融機関や投資家に過度なリスクテイクを促し金融面での不均衡を増幅させることなどが指摘されている。これらは従来からの主張を繰り返したものではあるが、今回の報告書では、金融政策の正常化について議論が深められたのが特徴的である。金融市場の動揺など正常化の過程で当局が直面する困難さ故に、正常化がtoo slow too lateになり金融不均衡を過度に増大させることを懸念する、というのが最も重要なメッセージであった。これについて見解は分かるところだと思うが、私自身は納得感があった。正常化が遅れるほど、正常化に伴う金融市場の動揺が大きくなる可能性がある。とりわけ、日本では、市場の動揺が財政危機や金融システム不安というより大きなリスクに繋がりがかねないため、他国と比べてより大きな意味を持つ指摘だと思う。

他方、報告書では、多くの主要国でインフレ率がなお目標値を下回っている中で金融政策の早めの正常化を提言することに対して批判が出てくることを見越してか、中長期の予想物価上昇率がアンカーされていることを指摘したうえで、足もとでのインフレ率低下、下振れには、構造改革など、供給面での好ましい変化に伴う要素があることが強調されている。これについても様々な反応があり得ると思うが、構造改革を進める中での金融政策運営、とりわけインフレ目標政策のあり方は、日本でも非常に重要なテーマだと感じる。私自身は、伝統的なインフレ目標政策は、経済構造に大きな変化がなく、望ましい物価上昇率の水準も比較的安定している状態を基本的には前提にしていると考えている。他方、構造改革下で変化が

生じているもとでは、インフレ率は供給面からの影響により一時的に下方圧力を受ける可能性がある一方、中長期的に望ましい物価上昇率の水準が定まりにくくなる。こうした環境下で特定の物価目標に強くコミットした政策を実施すると、経済の安定を損なうリスクが高まると考えている。

現在の日本に即して考えると、例えば、政府が目指す各種規制緩和は、一時的には特定分野の価格を押し下げる一方、中長期的にはその分野に新たな付加価値を創造し、潜在成長率の上昇に繋がることが期待される。それは、インフレ率の基調を中長期的に高めることにも繋がると考える。また、税収増や歳出抑制を通じた財政健全化も同様に、一時的には成長率とインフレ率を押し下げる可能性があるが、いずれは民間経済活動が活性化され、中長期的な成長率向上に寄与することが期待される。構造改革に伴うインフレ率の一時的な押し下げ効果などを考慮せずに、インフレ目標政策を厳格に推し進めると、金融緩和の行き過ぎが生じやすくなる。構造改革の成果を先取りするかたちで期待収益率が高まっている場合には、その傾向は一層増幅される。こうした点から、構造改革が進められている日本では、今後のインフレ目標政策は、かなり柔軟に運営される必要があると考える。

構造改革下での金融政策運営の難しさに現在既に直面しているのが、ECBだと思う。ユーロ圏経済は底入れ後も成長率が加速せず、インフレ率は下振れている。しかし、その背景には、周縁国での賃金削減など競争力回復に必要な internal devaluation、財政再建、銀行のバランスシート健全化に伴う貸出抑制などがある。これらは、いずれも将来の成長率の上昇ひいてはインフレ率の上昇に繋がり得る動きである。こうした状況下では、インフレ率の下振れに対応した過度な金融緩和をためらう意見も少なくないとみられる。私自身のヒアリングの結果も踏まえて言えば、先般ECBが実施した緩和のパッケージについては、内部でもその短期的な経済効果について必ずしも楽観視していないように感じた。むしろ構造改革が一巡するまで、とりわけ欧州大手行の包括的評価が終了し、金融の目詰まりが解消されるまでの時間稼ぎの性格が強いと感じた。

他方、英国では、住宅価格高騰や家計債務増加に対して、中央銀行が住宅向け貸出規制というマクロプルーデンス政策で対応している。金融危機後に米英を中心に広まった「金融不均衡への対応にはプルーデンス政策を第1の防波堤とする」という当局の姿勢の妥当性が問われることになる。ただし、低金利が主な原因で生じる不均衡や、金融市場での不均衡の是正にプルーデンス政策のみでの対応が有効かどうかは疑問が残る。仮に、プルーデンス政策に対する過信に基づいて、あるいは通貨高などの金融市場の反応を警戒して、マクロ金融政策の転換を先送りする言い訳としてプルーデンス政策重視が標榜されている面があるのであれば、それはB I Sが警戒する正常化の too slow too late のリスクを高めることにもなると思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。企業の資金調達コストが低水準で推移する中、銀行貸出残高は前年比2%台半ばのプラスとなっている。また、企業の資金繰りは、6月短観の資金繰り判断DIが、1990年8月調査以来の高い水準になるなど、一段の改善がみられている。この間、金融資本市場の動きをみると、短国レートは、本行の高水準の短国買入れが継続するもとの、0.05%を下回る極めて低い水準で推移している。長期金利は、これまで0.6%前後の狭いレンジで推移してきたが、米国長期金利が低水準で推移する中、欧州長期金利の低下もあって、このところ低下している。そうしたもとの、為替市場をみると、ドル/円、ユーロ/円は、前回会合以降の期間を通じてみれば、概ね横ばいで推移している。株価については、米国株価の上昇もあり幾分上昇している。この間、国際金融資本市場は、総じて落ち着いた動きとなっているが、先行きについては、イラク情勢などの地政学リスク、F e dの出口戦略に向けた思惑

やECBによる追加金融緩和策が市場に与える影響などについて、注意が必要と考えている。なお、ECBによる緩和効果は、現時点では短期を中心にイールドカーブ全体に相応の金利低下がみられるほか、若干ユーロ安が進んだ以外には大きな変化は現れていないように思われるが、9月からはTLTROも実行されるので、狙いどおり実体経済への資金供給に繋がっていくのか、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、リスク要因を肌理細かく点検しつつ、量的・質的金融緩和を引き続き着実に実行し、早期の物価安定目標の実現に繋げていくことが重要だと思う。政策の運営状況をみると、マネタリーベースは前年比で4割台前半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。名目の長期金利が幾分低下する中、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。今回、2回目の調査となった短観の企業の物価見通しでも、2%にこそ達してはいるが、先行き物価上昇率が高まっていく姿が維持されている。本調査については、分からないと回答した先が多いほか、統計のクセが未だ明確でないため、幅を持って評価する必要があるが、消費税率引き上げ後においても、企業の物価上昇見通しは維持されているように窺われる。最近では、消費者行動とともに企業の価格設定行動にも変化がみられており、付加価値を高めながら販売価格も引き上げる動きが広がりつつある。この点、6月短観においては、価格へのコスト転嫁が相対的に難しかったとみられる中小企業非製造業の販売価格判断DIが、1991年11月調査以来のプラスに転ずるとともに、先行きもそのプラス幅が拡大したことが注目される。

先行きの物価動向については、需給バランスが改善し、予想物価上昇率が徐々に上昇する中で、物価安定の目標の2%に近づいていくと考えている。もっとも、夏場にかけて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かに留意しながら、その基調的な動きを注視していきたいと思う。

最後に、貸出増加を支援するための資金供給については、本年2月の制度拡充後、6月に初めての貸付が行われ、貸付実行額は制度導入以降で最大となる約4.9兆円となった。このところ、企業における設備投資の機運が高まっているので、こうした制度利用の動きが着実に広がり、緩和的な金融環境を、企業さらには家計が最大限に活かして、経済の好循環に繋がっ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・質的金融緩和政策は、その導入当初に想定していたメカニズムに概ね沿った効果を発揮しており、今後もこれまでどおりの政策を続けることが適当と考える。

前回決定会合でも述べたが、量的・質的金融緩和政策以降、失業率と消費者物価前年同月比でみたフィリップス曲線は、上方にシフトしつつスティープ化している。前回決定会合後に報告された企画局の研究でも、需給ギャップと消費者物価前年同期比でみたフィリップス曲線は、量的・質的金融緩和政策以降、上方にシフトしていることが確認された。前回決定会合でも述べたが、金融政策運営のあり方を左右するのは中長期的な物価の動向である。従って、中長期的に2%の物価安定を目標とする金融政策運営を考えるうえでは、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縮小のメカニズムとその縮小とインフレ率の関係、あるいは失業率の低下とインフレ率の関係で示されるフィリップス曲線の変化、および量的・質的金融緩和による予想インフレ率の上昇と実際のインフレ率との間にどの程度の先行・遅行関係があるかといった、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ている。

以上のようなマクロ経済的な観点からみて、金融政策はこれまでどおりの方針を続けるべき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、引き続き緩和した状態にあると思う。企業からみた金融機関の貸出態度は改善している。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、C Pや社債の発行金利も低位で、企業の資金調達コストは低水準で推移している。量の面をみると、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、C P・社債市場の発行環境は良好な状態が続いている。こうしたもとの、6月短観の企業の資金繰り判断は中小企業も含めてさらに改善しており、全規模ベースでは1990年8月調査以来の「楽である」超幅となっている。

次に、国際金融市場について触れておきたい。現在、国際金融市場をみると、何人もの委員が指摘されているが、低金利、低ボラティリティの環境が search for yield を促すことで、ハイイールド債や欧州周縁国国債のスプレッドなどもかなり潰れてきている。さらに、新興国の通貨、株価も底堅い動きとなっている。こうした Goldilocks 的な状況が生じていることには、世界経済が全体として回復するもとも、先進国で緩和的な金融政策が続くという期待が、重要な役割を果しているように思われる。特に、米国経済で雇用増加を伴う景気回復を示す指標が出てきているにもかかわらず、F e d が利上げは急がないという情報発信を繰り返していることが大きいと思う。勿論、失業率が6.1%まで低下したといっても、長期失業率や労働の質などを考慮すると、依然として労働市場の Slack が大きく、インフレ率が落ち着いている限り、緩和的な金融政策を長期間維持することが適当であるという F e d の説明は、理解はできる。しかし、経済の Slack の計測には、大きな不確実性を伴う。もし、F e d の見立てよりも Slack が小さかった場合、予想よりも早くインフレ率が高まり、

早期かつ急速な金融引締めを迫られるということもあり得る。現在のF e dの政策は、フォワードガイダンスにより、通常のテイラー・ルールで示唆されるよりも長くゼロ金利を継続しようとするものであり、元々、behind the curve となる可能性を含んでいると言えると思う。緩和末期には、市場はF e dの政策スタンスの変化を嗅ぎ取ろうと躍起になると思われる。これまでの経験では、先程挙げた新興国市場やハイイールド市場などはF e dの政策スタンスの変化に対して敏感に反応することが多く、F e dの利上げ観測が一旦前倒しに修正されると、それをきっかけに急速な巻き戻しが発生しボラティリティがジャンプする可能性もある。そうになると、金融市場だけではなく、実体経済に影響を及ぼし得るだけに、この点はリスクとして念頭に置いておく必要があると思っている。

なお、先程木内委員もB I SのAnnual Report を取り上げられたが、最近、金融不均衡の蓄積リスク、あるいはマクロプルーデンスと金融政策の役割分担に関する議論が盛んになっている。わが国においては、金融システムレポートでも示しているように、これまでのところ金融市場や不動産など資産市場において不均衡が蓄積されるような動きはみられていない。ただ、QQEは非常に強力な緩和政策である。足もとの短国レートの低下も、勿論イベント的な側面はあるとは思うが、私はむしろ、強力な金融緩和の累積的効果の1つの表れではないかと考えている。それだけに、金融不均衡の蓄積については、今後、これまで以上に目を凝らしていく必要があると考えている。

最後に、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。なお、今回、われわれは中間評価で改めて先行き3年間の見通しを出す。2015年度、2016年度の物価見通しについては、民間エコノミストや市場参加者とは依然として見方が乖離していることに留意する必要があると思う。特に、目先、消費者物価の前年比が一旦縮小することが見込まれるが、底流にある需給ギャップや予想インフレ率といった基調的な動きを見極めたうえで、われわれの物価見通しの背後にあるメカニズムについて、丁寧に説明していく必要があると思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国では金融緩和的な状況が続いており、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。次に、先程のラウンドでは、時間の都合上、物価の見通しについてお話ししなかったもので、ここではこの点について私の意見を申し上げます。

足もとの物価動向については、消費税率引き上げ分を除いたコアCPIの伸び率は、4月の+1.5%から5月には+1.4%へと幾分低下している。需給ギャップの改善が物価を押し上げる動きについては、今のところ限定的だと考えている。需給ギャップは、日本銀行の推計によれば、1～3月期に0.6%辺りへ改善したようであるが、4～6月期は消費税率引き上げの反動減で悪化していると思われ、当面、物価の押し上げ効果は限定的だと思う。次に、長期の予想インフレ率については、家計、企業、市場関係者、市場データから総合的に判断しているが、このうちの家計、企業、市場関係者の予想は中央値や平均値をとって判断するのが国際的にも一般的である。とはいえ、各予想インフレ率の水準に対する回答の分布状況もみていくのが適切である。そこで、これらのデータを丹念に確認しながら予想インフレ率の動向をみていくと、まず第1に、家計については、6月の生活意識に関するアンケート調査の今後5年間の予想インフレ率の分布状況は、2%辺りの回答比率が3月調査対比で増えているが、その一方で、予想インフレ率の中央値は2%で横ばい、平均値では4%から3.5%へと低下している。一般的に、家計データには上方バイアスがあるためバイアスを除去した修正カールソンパーキン法による推計値をみると、平均値は1%前後で推移しており上昇傾向はみられない。第2に、企業については、6月日銀短観の5年後の予想インフレ率をみると、予想インフレ率の分布状況には初回3月調査からの特段の変化はなく、予想インフレ率の

平均値も1.7%で変化はなかった。第3に、市場参加者については、5月QUICK月次調査の今後10年間の予想インフレ率の分布状況をみると、3月調査では1%の回答比率が最多であったのが、5月調査では1.5%が最多の回答へと変化している。しかし、予想インフレ率の平均値は1.5%と横ばいになっている。

以上の観察結果から言えることは、家計と市場参加者の予想インフレ率の分布状況については、上昇方向に変化する前向きな動きがあるが、平均的にみた予想インフレ率の水準自体には明確な上昇はみられず、しかも2%からはかなり距離があるということである。これまで、日本銀行では、消費税率引き上げによる幅広い品目での値上げが家計の物価観を変えるきっかけとなり、予想インフレ率も上昇していくという、ある種の適応型インフレ期待が形成される可能性に期待してきた面があるが、現時点で確認できるデータからは必ずしもそのような傾向はみられない。従って、日本銀行の基本シナリオが想定しているほどの上昇ペースはまだ実現していないように思う。

当面の先行きについては、エネルギー価格の昨年の裏の影響のほか、足もとでは一般サービス価格の伸び率も低下していることから、今後も、夏場にかけてコアCPIの上昇率は少しずつ低下していくとみている。足もとでは、ドバイ原油価格の高止まりの影響などもあってエネルギー価格は高めで推移しているが、昨年の裏の影響の方が上回ると予想している。今後、コストプッシュではなく景気や需要の改善に基づく望ましいかたちで予想インフレ率が上昇していくには、成長期待が高まっていく必要があると思う。1990年代前半にわが国の予想インフレ率が低下した背景として、成長期待や需要不足に基づく需給ギャップの長期的な悪化傾向が影響していたと考えられるため、逆に成長期待が高まらないと安定的に2%を実現していくのは難しいと、これまでどおり考えている。この点、生活意識に関するアンケート調査においてわが国の成長力DIが大きく悪化している点は、多少懸念している。今後、政府の成長戦略の実践や企業の一段の努力が進展していくことを願っている。

次に、2016年度までの物価見通しについてであるが、2014年度については、足もとまでの動きが予想対比強かった分を調整したため、2014年度の物価上昇率を少し上方修正している。その後は、2015年度は1%台半ば程度、2016年度にかけて2%に達していく可能性が高いという従来の見通しを維持している。この見通しのリスク評価であるが、2014年度については、上下にバランスしていると判断している。まず、下振れリスクとしては、緩慢な長期予想インフレ率の上昇ペースに加え、需給ギャップの改善が直ちに賃金の上昇、そしてそれに基づく物価の上昇に繋がるとは考えにくいため、需給ギャップに対する物価の反応度は緩やかに改善していくとみている。その一方で、中東情勢等の不確実性が高まっていることからエネルギー価格が上昇するリスクも意識されるため、上下バランスしていると判断した。2015年度以降は、これまでどおり、やや下方に傾いていると判断している。2%の達成の時期および2%を安定的に持続する成長経路へと移行していく時期については、引き続き不確実性があると考えている。特に、2%が安定的に実現していくと見通せるには、2回目の消費税率引き上げ後の動向をみないと判断が難しいと思う。

なお、本日は予想インフレ率について時間を割いたので、最後にこれに関連して日本銀行のフォワードガイダンスに相当する「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」との表現について一言申し上げる。このうちの「安定的に持続する」という表現であるが、これが長期の予想インフレ率を物価安定の目標2%辺りでアンカーさせることと同義なこととは言うまでもない。また、日本銀行は2013年1月にインフレ目標を導入し、それを実現するためにQQEを導入し、現在ではインフレーションターゲットティングの枠組みに相当する金融政策運営をしていることから、その新しい枠組みに沿った明確な対外的な説明が必要になっている。しかし、長期インフレ期待の形成プロセスについては不確実性があるほか、予想インフレ率には様々な指標がありバイアスもあることから、それらへの十分な理解、分析が必要となる。いずれ適切な時期に対外的により明確に

していく必要があると思うが、どのような表現が良いのか政策委員の間でもしっかり議論して、準備していく必要があると思う。私からは以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境から申し上げる。わが国の金融環境は、企業の資金調達環境、金利、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。また、金融市場動向については、長期金利は前回会合からやや低下して0.5%台半ばで推移している。短期国債の利回りも、一時、異例のマイナス金利となるなど、低下基調がより鮮明になってきている。また、為替レートはドル／円レートで101円台半ばで前回会合並み、株価はTOPIXが1,250を上回る水準で前回会合から若干の株高で推移している。この間、先般新たに拡充された「貸出増加を支援する資金供給」が実施され、合計5兆円弱の新規の資金供給が実施された。大手行、地域金融機関で、それぞれ概ね想定した範囲の利用があり、金融環境のさらなる緩和に寄与しているとみている。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。前半で申し上げたようにわが国経済は、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、次回決定会合までの金融調節方針は現状維持、また資産買入れについても、従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営に関するガイダンスも、従来どおりが適切と考える。

政策と関連する論点に関して、わが国の金利動向について何人かの委員も議論されたが、私の方からも付言しておきたいと思う。わが国の現在の長期金利は、この間、足もとじわりと低下してきた背景には、米欧長期金利の低位安定、あるいは低下基調などがあると思う。こういったさらなる金利の低下が、将来の金利の急騰、あるいは上昇のマグマをためるかどう

かという点がリスクとして懸念される訳である。今回の金利低下は、今申し上げたように、主としてグローバルな要因、海外の長期金利の影響を受けているとみられるので、そうだとすると、海外の長期金利の急騰リスクをどうみるか、言い換えれば、米国が主であると思うが、海外経済の循環的な回復の力強さ、第2に、主要国の金融緩和の継続見通し、あるいは将来の利上げのペースが重要な考慮点であると思う。この点、米国に関しては、今後景気が回復しても金融緩和を継続するという旨の発言を、イエレンFRB議長が各種の機会を通じて明確にされてきている。来年のどこかのタイミングで利上げが開始されるとみられているが、その際に、どのようなかたちで長期金利が反応するかについては、勿論予断は持てない。しかし、イエレン議長のこれまでの発言からすると、長期金利の急騰リスクは抑制された状態が続くのではないかという推論も可能かと思う。仮に、そのようなかたちで海外長期金利の急騰リスクが抑制されるのであれば、そのルートから来るわが国長期金利への上昇リスクも抑制されるのではないかと推論される。もっとも、この点は先程中曾副総裁からも指摘があったが、Fedの景気見通し、物価見通しが誤っていればマーケットの見方も急に変るといったリスクもあるので、注意していかないとならないと考えている。

翻ってわが国であるが、わが国の金融市場が、今後、景気・物価の改善を金利上昇のかたちで織り込む場合のステップとしては、まずは、本行のシナリオに沿って景気・物価が順調に回復し、今年度後半に物価上昇率が伸びを高めていくことが確認されることが必要なのではないかと思う。そのうえで、実体経済や物価の改善の動きが、市場参加者の目線の変更や出口議論への思惑などを通じて、ゆっくりと金利上昇圧力を醸成していくといったステップをたどるのではないかとみている。

いずれにしても、今後も、長期金利の動向あるいは潜在的な上昇リスクについてはしっかりとみていきたい。また、それと密接に関連する経済のファンダメンタルズも入念に点検していきたい。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、まず金融市場調節方針については、「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という従来の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、若干留保された木内委員を除くと、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

量的・質的金融緩和の効果については、引き続き所期の効果を発揮していると思われる。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いるし、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下方向にあると考えられる。何人かの委員も言われたように、企業や家計の支出行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、貸出金利は既往最低水準になるなど、緩和した状態にあるということであったと思う。企業収益が改善を続けていることもあって、これもまた何人かの方が指摘されたように、企業の資金繰りは一段と改善しているとみられる。

金融政策運営、金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

佐藤委員

先程の長期金利について、補足で意見を申し上げる。足もとの長期金利の動向は、確かに宮尾委員ご指摘のとおり海外金利との連動で下がっている面もあるが、私としては、同時に量的・質的金融緩和の効果が足もとむしろ強まりつつあると思っている。従来は、債券市場の市場参加者が物価上昇を認識してくる、あるいは物価安定目標達成の蓋然性が高まってくると認識してくると、国債市場に調整が入って長期金利が上昇するフェーズ

が来ると思っていたが、足もとの状況をみていると、長期金利上昇の蓋然性が低下しつつあると思っている。むしろ需給環境が一段とタイトになり金利が極端に低下する可能性があると思っている。その背景としては、メジャーなプレイヤーの動向をみると、都銀についてはご存知のとおり国債ポートフォリオの短期化が終了しており、一部の都銀では、担保繰りを考えるとこれ以上残高を減らすことができないところまできている。その中で、足もとの政府の新規国債発行額年間 40 兆円強に対して、本行は 50 兆円の国債を買い続けていくので、都銀以外のプレイヤーから差額の 10 兆円弱の国債を引き剥がしていく局面、言ってみれば新たなフェーズに入ってきていると思う。市場参加者の話を聞くと、日銀の巨額の国債買入れの結果として流動性が枯渇している中で、だれも JGB をショートできず、ショートしても直ちにスクイズされてしまう状況である。流動性は枯渇し、本日の前場もこのボードをみても現物の国債は値が付いていないようである。その点では、本行の買入れのプレゼンスが圧倒的に高いということだと思う。先行き、地銀、生損保、年金など都銀以外の業態からさらに国債を引き剥がしていくということになると、こういったプレイヤーは基本的には国債を保有し続けたいプレイヤーであり、そこから引き剥がすということは、結果的には価格の調整、すなわち一段の金利低下をもたらすことになると思う。その点で、年間 50 兆円の買入れをどこまで続けていくのか、その結果どこまで金利が低下するのかを、今後、議論していく必要があると思う。私としては、先行き極端な状況になり、その結果として将来的な出口の際に、その反動が大きくなる可能性を懸念している。

石田委員

基本的な現状認識は佐藤委員と同じである。先程、日本の金融市場では不均衡がみられないという話があったが、意図的に実施しているのでこれを不均衡と呼ぶのかどうかは別にして、客観的に言うと、国債価格には既に非常に大きな不均衡があると理解している。それが、私が色々なことを考える際の前提になっている。もちろん、われわれが作ったものなので、

どのように抑え込んで行くのか、どのように解消していくのかについては、タイミングは別にしても、絶えず考えておく必要があると思う。

木内委員

日本では金融不均衡がそれほどみられないという話の中曽副総裁からあったが、石田委員のご指摘のとおり国債市場にそれなりの歪みが生じている可能性があり、これは日本だけでなくグローバルでそうだと思う。グローバルにみると、社債市場や不動産市場など色々なところで不均衡がある一方、日本ではそれらの点ではあまりないとは思いますが、国債市場に不均衡があって金利水準が歪んでいる場合、国債の利回りは色々な価格のフェアバリューを計るベンチマークになっているので、今の金利水準では株価や不動産などの価格が妥当にみえても、その歪みが解消された時点で一気に不均衡が表面化することもあると思う。日本においては、国債の価格水準、金利水準で不均衡が生じている可能性が高いものとして注視していかなければならないと思っている。

石田委員

誤解されたくないのだが、それはわれわれがQQEとして意図的に実施しているので、その意味では反対側のリスクを考えながら進めていこうということを申し上げた。

中曽副総裁

意図した政策効果という点を別にしても、QQEは色々なルートで非常に強力な効果を発揮していると思っている。長国利回りと同時に短期国債の利回りの低さが昨日の議論でもあったが、今後短国レートへ追加的な下押し圧力が働く余地があるので、さらに下がっていくのではないかと考えている。具体的には、さらに引き下げていく要因の1つに、外国投資家からみた場合の円転コスト——ドルを為替スワップで円に転換した時のコスト——がさらに下がっていくのではないかとある。一般的に

は、円転コストには、円の余剰感が強いほど、あるいはドルの金利先高観が強いほど、下がっていくメカニズムがある。実際、3か月程度の円転コストはずっと下がってきており、短いものは既にマイナスの領域に入ってきているので、外国の投資家からすると、短国レートがゼロあるいは若干のマイナスであっても、円転コストのマイナス幅が深ければ十分に鞘が抜けるというメカニズムが働くことになる。今後を展望するとそのようなメカニズムがさらに強くなっていくと思うので、短国レートに対する下押し圧力は今後さらに強まっていくと思う。これもQQEの1つの効果であると、改めて思った次第である。

岩田副総裁

1999年の調査統計局のディスカッションペーパーで、家計と企業の予想インフレ率の形成の仕方の違いを分析しているが、それによると、家計の方が合理的期待形成で、企業や企業に属するエコノミストは、非合理的とは言わないがアダプティブなため、予想の形成が遅れるという分析結果が得られている。組織に属していると組織のしがらみがあるため、予想がアダプティブになるので、このペーパーの研究者は、そのような予想形成を、「しがらみ仮説」と名付けている。このような傾向は今回の日銀短観でも確認されていると思う。企業の中でも大企業の方がしがらみがあり、回りの人の予想をみながら決めている。それに対して、中小企業の方は合理的期待形成に近い結果になっていると思う。この1999年の分析は、今日のことを先読みしていたと評価している。債券市場の名目金利に1番影響を与えているのは債券投資家で、債券投資家に影響を与えているのは債券エコノミストだと思うので、ESPフォーキャストで答えているエコノミストたちが、どのようにインフレ率を予想しているかを研究してみたところ——企画局や調査統計局には、本格的にこの研究をして欲しいと思っている——、まず足もとの実績でアダプティブに予想する方法をリグレーションしてみると、それほど当てはまりは良くない。それではQQEが影響してそこでシフトしているかどうかをみると、有意な結果が出る。ただ、

エネルギー価格を説明変数に加えた途端、QQEの効果は全くないという結果になってしまう。ということは、エコノミストの予想インフレ率は、足もとのインフレ率とエネルギー価格に影響されるということだと思う。このような予想形成のもとでは、エネルギー価格が下がってくるとインフレ率は下がるだろうという予想になってしまう。実際には、エネルギー価格が上がってくると、短期的にはインフレ率は上がるが、実質所得が低下するために他の消費財を節約せざるを得なくなり、この面からは物価の下押し圧力が働く。このため、中長期的にみないと、エネルギー価格が上がるからといってインフレ率が上がるという訳ではない。しかし、エコノミストは今述べたように足もとのデータをみて予想を形成しているので、消費税の影響を受けて消費者物価がどのように変わるかがはっきりするまでは、エコノミストの予想インフレ率は変わらないと思う。それがはっきりする時期になれば、名目金利に対してどのような上昇圧力がかかってくるのか、あるいはかかってこないのか、はっきりしてくると思う。

宮尾委員

国債市場の不均衡、歪みについてであるが、私自身は、われわれの買入れで予想短期金利を超えたリスクプレミアムの部分を、市場の需給に働きかけて引き下げていること自体は、まさに政策効果そのものだと思っている。それを「不均衡」や「歪み」と言うのは、私自身は適切でないと思う。それ自身は政策効果だと思っている。懸念されるのは、そこまでリスクプレミアムを引き下げたことで将来その反動増があるのか、上昇圧力がどうかという点については、リスクプレミアムの部分は、われわれがレバーを持っている、すなわちコントロール可能な部分ではないかと思う。一方、予想実質短期金利、予想インフレ率はマーケットのファンダメンタルズの見通しの部分なので、そこは当然様々な反応があるが、ことリスクプレミアムの部分に関しては、われわれが政策効果をさらに強めている状況で、今後その部分のさじ加減、コントローラビリティも楽観はできないが相応にわれわれが保持できているのではないかというのが、現時点の私の見

方である。

短国金利の先行きについては、一時的にマイナス金利がついたが、今後マイナス金利が頻繁に起こるのかについては、私自身はマイナス金利が常態化することはないのではないかと考えている。先程、円転コストの話があったが、マイナス金利では運用する都銀にとってはマイナスなので、その需要は剥落するであろうから、特殊な海外投資家の需要は残るかもしれないが、マイナス金利が常態化する、あるいはマイナス金利がどんどん深くなることは懸念する必要はないと思う。むしろ、短国金利がよりゼロに近くなってそこからより長期の1年債や2年債に低金利の効果がより滲みだしていくことが、今後起こるのではないかとみている。

石田委員

政策効果は不均衡ではないということだが、上限も下限も全て政策で価格を統制していくというのであればそのとおりだが、どこかでその手を離すことを考えた時に、今の状況は不均衡であるというのが私の考えである。

佐藤委員

物価安定目標の実現の暁には恐らく金利水準は今よりは高いところにあるだろうから、将来、長期金利が不連続に跳ね上がることがあるかもしれない。本行がコントロール可能であるとの意見があったが、物価安定目標が実現した暁にも依然として本行が長期金利を抑え続けることは、まさに、世上言われる金融抑圧である。われわれとしては、この政策はあくまでも物価安定の目標の実現のために実施しているのであって、政府の財政ファイナンスではないということは強く言い続けており、その点で将来物価安定の目標が実現しても依然として金利をコントロールし続けるかどうかは、議論の余地があると思う。

岩田副総裁

名目金利については、この間、潜在成長率がそれほど変わった訳ではな

いので、日本銀行による下押し圧力と予想インフレ率の力強さに影響されると思う。日本銀行がどれほど買入れ、どれほど名目金利を下げても、日銀が新発債の7割相当を買入れたと言っても、ストックの市場はまだまだ大きく、市場には国債は大量に残っている。その人たちが国債を持ち続けるということは、その人たちの予想インフレ率はまだ低いということである。それは先程申し上げた債券エコノミストの予想インフレ率の独特の形成方法が影響を与えていると思う。それが変わってくるのは、夏場を過ぎて日銀の見通しどおり物価が上がってくるかどうか大きく依存している。その点は宮尾委員もおっしゃったが、そういうことではないかと思う。

宮尾委員

先程の佐藤委員の議論について、長期金利のコントローラビリティという言葉が強すぎるかもしれないが、資産買入れだけではなく、フォワードガイダンスも含めてわれわれの政策が金利体系全般に下押し圧力をかけ得るというところについては、どの程度ファインチューニングできるか別にして、何がしかの下押し圧力をかけ得ると思う。そこは資産買入れの手を離してもガイダンスという手段があり、まさにその点F e dが、ナローパスだと思うが tapering から利上げ局面に入ってきて、しかし金融緩和は続けるとして長期金利の急騰を抑えるという政策運営を目指していると思う。それ自身は、非常にチャレンジングで、われわれにも参考になると思うし、先々、日本銀行も同じようなフェーズになれば、非常に難しいと思うが、しかし不可能ではなく、知恵を結集してマネジメントすることを目指すべきだと思う。なおかつ金融抑圧あるいは財政ファイナンスだと誤解されないようにすることも同時に重要な論点である。難しい舵取りだとは思いますが十分トライできるのではないかと思う。

石田委員

難しい舵取りであるというのは全員の意見が一致しているが、どの程度の慎重さが必要かということである。米国のマーケットの深さ、参加者の

分散、外国当局が外貨準備として買わなければならない量などの点で、日本のマーケットは非常に底が浅いので、私としては危機感を持っている。

宮尾委員

底の浅さは、金利のコントローラビリティを強めることになるのではないか。

石田委員

買入れてしまえばそうかもしれないが、そうするとずっと買い続けなければならないことになる。そういうことを佐藤委員が言っているのだと思う。

宮尾委員

tapering して、買入れを徐々に減らしていけばいいのではないか。

石田委員

tapering は、買入れをとめるだけである。例えば、ネットで 50 兆円買入れているのを、tapering でとめて、残高を維持した時に、誰が年間 50 兆円を買うのかという議論である。

白井委員

国債市場の歪みと取るか、政策の結果と取るか、どちらも正論だと思うし、私も色々な意見を聞く。日銀の国債市場の流動性の比率だけでは測れないところもあり、これだけボラティリティが低いと逆のこともあると思う。ただ、そこはしっかり注視していかななくてはならず、どのようにすべきかは 1 つの課題である。私は、これだけ低い水準でフラットにあるということは、海外の金利水準が低いということもあるが、債券市場の参加者のインフレ期待が上がっていくとはみていないところにあるという気がしている。ここがどのように上がっていくのかにかかっていると思う。こ

れが上がっていけば、インフレが上がるという人もいれば、上がらないと言う人もいて、見方が変わってくる中で、それが金利等に反映されてくると思うが、今のところ、長期ではインフレ期待が上がっているようには思えない。インフレ期待が徐々にでも上がっているのはエコノミストである。それは、ESPフォーキャストとコンセンサスフォーキャストだけで、それ以外の長期のところはかなりフラットになっているので、ここにかかっていると思う。今のところは、直ぐにインフレ期待が上がるとは思わないが、黒田議長もおっしゃっているように、年末にかけて需給ギャップが再び強く改善していくという見通しに立った時に、果たしてその時に需給ギャップを通して、あるいはインフレ期待を通して本当に上がっていくのかにかかっていると思う。インフレ期待が上がっていないから結局は需給ギャップの強さだけが出て、金利を下押しする効果が出ているような気がする。

金融不均衡については、国債市場の歪みはあると思うがBIS等が言う金融不均衡と国債市場の問題とは別で、全く違う文脈で議論されている気がする。言うまでもないことかもしれないが、金融不均衡は、資産価格でバブル的な要素があるか、レバレッジが高くなっているか、あるいは欧米のようにジャンク債があるところであまりにもスプレッドが低すぎるのではないかといったところで議論されているので、その意味では、金融システムレポートにも書かれているように、今のところ、日本には特段の影響はないと考えている。国債市場の話と金融不均衡の話は別なのではないかと、個人的には思っている。

中曽副総裁

色々なことを考えておく必要があると思っている。今、名目長期金利の話が出たが、これがオーバーシュートするののかという論点もあると思う。逆に、ストック効果が効き続けるのであれば、低位安定してしまう可能性もある。その場合、短期金利とのバランス、言いかえればイールドカーブがどのような形状になるかをみていく必要がある。名目長期金利が非常に

安定している一方、将来の出口で短期金利が上がっていく場合はむしろイールドカーブが変な形状になるが、その場合に金融システムにどのような影響があるかについても、バランスよく考えていく必要があると思う。いずれにしても、イールドカーブがどのような形状になるかを頭に置きながら、政策を考えていく必要があると思う。

黒田議長

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

古川財務副大臣

日本経済は、政府・日本銀行が一体となって「三本の矢」を着実に推進する中で、6四半期連続のプラス成長となるなど力強さを取り戻しつつあり、物価動向をみても、デフレ脱却に向けて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。

経済の好循環をさらに拡大し、民需主導の経済成長に繋げていく観点からは、先般閣議決定された「骨太の方針」および「日本再興戦略改訂2014」において、日本の「稼ぐ力」を取り戻すためのコーポレートガバナンスの強化や成長資金の供給促進等を通じた企業の収益性向上、経済成長の担い手を生み出すための女性・外国人材の活躍促進や働き方の改革、新産業育成のための農業・医療分野における岩盤規制の改革などの課題に取り組んでいくことを明らかにしたところである。

連合が先般公表した春闘の最終集計結果によると、月例賃金の引き上げ率が15年振りに2%を超え、中小企業に限っても15年振りの賃上げ率の水準が達成されるなど、賃上げの動きが力強く広がっている。今後とも賃金の上昇を伴う経済の好循環を実現していくため、昨年まとめられた共通認識に基づき、引き続き政労使での取組みを継続していく。

財政健全化の観点からは、「骨太の方針」において、2015年度のプライ

マリーバランス赤字半減目標の着実な達成を目指すとともに、2020年度のプライマリーバランス黒字化に向けて具体的な道筋を早期に明らかにできるよう、検討を進めるとされているところである。裁量的経費、義務的経費を通じて聖域なき見直しを行い、歳出の徹底した重点化・効率化を図っていく。歳入面においても、2020年度のプライマリーバランス黒字化目標との整合性を確保しつつ、成長志向に重点を置いた法人税改革に着手していく。こうした一連の施策を直ちに実行に移していくことで、デフレ脱却を確実なものとし、経済再生と財政健全化の両立を実現していく。以上である。

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣願います。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いているが、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減により、このところ弱い動きもみられる。消費税率引き上げから3か月が経過したが、消費動向については百貨店やスーパーなどで持ち直しの動きが出ており、また週次データ等で足もとの状況をみると、出遅れていた自動車にも改善の兆しがみられる。ただし、全体としては、天候要因等から一進一退の動きとなっており、反動減については引き続き慎重に見極めていく。

7月3日に連合から春闘の最終結果が公表された。月例賃金の賃上げ率が2.07%と1999年以来15年振りに2%を超えた。また、経団連が公表した夏のボーナスの集計結果では、前年比8.8%の増加と過去30年で最高の数字となっている。このように、近年にない賃上げの動きが力強く広がっていると認識している。動き始めた好循環の維持・拡大のためには、昨年の政労使会議における取りまとめに基づき、政労使それぞれが取組みを進めていく必要がある。このため、引き続き政労使が連携して取組みのフォローアップを図るとともに、労働市場の構造変化等を踏まえ、雇用・

賃金、その他関連する諸制度のあり方等についても検討することが重要である。

6月24日に「骨太方針2014」、「日本再興戦略改訂2014」、「規制改革実施計画」を閣議決定した。主な内容を簡潔にご紹介する。法人税改革については、法人実効税率を数年で20%台まで引き下げることを目指して、来年度から引き下げを開始するとともに、その財源については、アベノミクスの効果により日本経済がデフレを脱却し構造的に改善しつつあることも含めて、2020年度の基礎的財政収支黒字化目標との整合性を確保するよう、課税ベースの拡大等による恒久財源の確保をすることとしている。また、義務的経費も含めた聖域なき歳出削減に向け、社会保障、社会資本整備、地方財政といった主要歳出分野における重点化、効率化の考え方を提示している。GPIFの改革については、基本ポートフォリオの見直しをできるだけ速やかに実施するとともに、ガバナンス体制の強化を図ることとしている。女性活躍促進のため、女性の登用を促進するための環境整備等を進めることとしている。その一環として、この夏の中央省庁人事では、多くの省庁で新たに女性幹部が誕生している。外国人が、日本で活躍できる社会の実現に向け、外国人技能実習制度の見直し、重要分野の新たな就労制度創設などを盛り込んでいる。日本経済が一変するというメッセージを世界に向けて打ち出すため、農業委員会、農業生産法人、農業協同組合の一体的改革、新たな労働時間制度の創設など、多様な働き方の実現、保険外併用療養制度いわゆる混合診療の大幅拡大など、骨太な改革を盛り込んでいる。また、人口急減、超高齢化に対する危機意識を国民全体で共有し、50年後に1億人程度の安定した人口構造を保持することを目指すとしている。肝心なことは実行とスピードであり、今後安倍内閣の政策方針として直ちに実行に移していく。

安倍内閣の経済政策の目標は、アベノミクスの効果を全国に波及させ、地域経済の好循環をもたらすいわばローカルアベノミクスにより、最終的には、地方の元気を取り戻し、国民一人一人が豊かさを実感できるようにすることである。このため、都市機能や産業・雇用の集約・集積とネット

ワーク化を図りながら地方の活力を維持し、東京への一極集中傾向に歯止めをかけるとともに、少子化と人口減少を克服することを目指した総合的な施策を推進するため、総理を本部長とする本部を設置し、政府一体となって取り組むこととしている。本部には担当大臣を置き、この秋の臨時国会にも地方創生に関連する所要の法案を提出することや、年明けにも長期ビジョンと2020年までの総合戦略を取りまとめることも検討していく。

国家戦略特区については、6つの区域のうち関西圏、福岡市で区域会議が立ち上がり、計画策定等に向けて議論が進められている。また、さらなる規制改革事項等の実現のため、成長戦略に盛り込まれた事項や、区域会議で提案された事項について、法改正を要しないものは遅くとも年内実施を、また法改正を伴うものは次期国会への関連法案提出も視野に検討を進めていく。

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

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、議案の取りまとめを行いたいと思う。まず、委員方には、成長率と物価の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回、見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通しおよび分布を回収]

内田企画局長

全員、変更なしである。

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案および見通し計数等を含めた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。

[事務局より議案を配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

対外公表文案の7. について従来どおりの修正を提案したい。

黒田議長

執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員提出の議案を配付]

それでは、木内委員提出の議案および議長提出の2つの議案について説明をお願いします。その後必要があれば討議を行いたいと思う。

内田企画局長

議長案から読み上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて議長案の対外公表文案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

なお、対外公表文には、参考 1、2 として、今朝ほどご説明した資料が添付される。

最後に木内委員案だが、対外公表文（案）の 7. 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」としている。

議長案の変更点について申し上げる。3. のところで、昨日月報でご説明したとおり、鉱工業生産について「振れを伴いつつも」と修辭的な変更をしている。それから短観月であるので、業況感についての記述を加えている。4. については、「反動の影響も次第に和らいでいくとみられる」と書き方を変えている。5. の中間評価は、成長率、CPI ともに「概ね見通しに沿って推移する」と評価している。以上である。

黒田議長

ただいま説明があった 3 つの議案について、ご意見があればお願いします。追加的なご意見がなければ、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、一時退席をお願いします。

[11 時 40 分 政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[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行う。

[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、見通し計数等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。7.のところに注をつけて、「木内委員より2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

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47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（6月12、13日開催分）の承認

黒田議長

最後に、6月12、13日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付した議事要旨案についてご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[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、18日金曜日8時50分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

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

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 11 時 58 分である。

黒田議長

解禁時刻が 11 時 58 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 53 分閉会)

以 上