

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年8月7日（14:00～16:19）

8月8日（9:00～12:03）

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（7日）
	古川禎久	財務副大臣（8日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）

（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	加藤 涼
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、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、7月14、15日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）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

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に基づきご説明する。図表1はマネタリーベースとバランスシート項目である。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を行っている。7月末の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。

図表2は国債買入れであるが、前回会合で申し上げたとおり、5、6月については、オペに40年債が大量に持ち込まれたため、平均残存期間が5月8.1年、6月7.6年とかなり長くなった。そこで金融市場局では、図表3のとおり、平均残存期間7年程度の実現を目指す観点から、既にご報告のとおり2回に亘り国債買入方針の見直しを行っている。このもとで、(2)に示すとおり、3月から7月にかけて残存10年超の国債の買入額を少しずつ削っている。この結果、7月中に買い入れた国債の平均残存期間は6.6年となった。8月については、3か月に1度の40年債の発行があり、これまでもこうした月は40年債が持ち込まれやすいので、8月の平均残存期間は7月の6.6年よりはさすがに長くなると思う。もっとも、30年債、40年債の買入れに1回300億円という上限を新たに設けたことから、余程のことがない限り、平均残存期間が7年程度と整合的でないところまで伸びる可能性は低いのではないかと考えている。

図表5の1年物共通担保資金供給のロール状況をご覧頂きたい。昨年中に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、まず期間3、4か月でロールするオペを行った。その後、そのうち5回分について2回目のロールが来ている。これまでのロールでは、減額ロールではあったが、ロール率は94%とまずまずであった。この背景としては、通常のコモディティオペと合わせて本行からの借入残高を管理している大手行が、通常のコモディティオペのロールを減らしてこちらに来たことが挙げられる。さらに、一部大手行では、これまでほどは日銀当座預金残高を無理に抑えようとしておらず、期末でなければ多少増えても良いというスタンスに変わってきていることも挙げられる。彼等からすれば、市場の注目を集めやすい1年物共通担保オペのロールで自分達が応じていかないと、日本銀行が短期国債の買入れを増やすという予想が出てきて短期国債レートが下がってしまうが、そういったことは避けたいということで、ある程度応じておこうという心理も働いたように思う。

図表6の短期金利をご覧頂きたい。(2)の短期金利は、概ね0.03%を

下回る低水準で推移している。トレンドとしても、QQE導入以降、巨額の買入れを反映して徐々に下がっている。この間、本行はこのところ1回3兆円のペースで買入れているが、買入自体はこれまでのところできている。これは、0.03%を下回る金利では民間の短国への需要も減る傾向があり、その分オペに持ち込まれやすくなるということがある。また、先程申し上げたように、一部メガバンクが日銀当座預金残高の目途を引き上げており、その分短国の保有を減らしているので日本銀行に回ってきやすいという事情もある。当該メガバンクが、9月末の日銀当座預金残高、債券ポートの平均マチュリティの調整にどの程度気を遣うかは未定であるが、先行き9月末に向けて、再び短国金利は下がりやすい展開になると思う。もっとも、レートが下がればそれなりに民間の需要も減るという経験も踏まえると、現時点では、レートが下がることはあっても短国の買入れを進めていくこと自体は可能であろうと考えている。

続いて、内外の市場動向である。内外市場では、引き続き世界的にボラティリティが低い状況自体は変わっていないが、前回会合以降、ウクライナなどを巡る地政学的リスクやポルトガルの銀行問題などを受けて、若干リスクオフ的な動きや search for yield の巻き戻しがみられたことが特徴である。調整がみられたのは、先進国の株価、とりわけ欧州の株価とハイイールド債である。このような世界的な流れの中で、本邦株価や長期金利にも低下圧力がかかりやすい展開となったが、本邦の低下幅は、米欧と比べれば小さくなっている。図表8（2）にあるように、ドイツなど欧州の高格付け国のTB流通利回りは、ユーロエリアの過剰流動性自体があまり減らないもとの引き続きマイナス圏内である。この間、若干の動きがみられたのは英国であり、（2）、（3）にあるとおり、英国では6月中旬以降、早期の利上げ観測が台頭し3か月物や2年物の金利が上昇していたが、7月下旬以降は、利上げ観測が再び後退しこれらの金利も再び低下している。

図表9の長期金利をご覧頂くと、先程申し上げたリスクオフの傾向を受けて、先進国の長期金利の低下傾向、とりわけ欧州の金利低下傾向が引き

続き目立っている。欧州については、E C Bの追加緩和もあったが、加えて対ロシア制裁の経済的影響がとりわけ欧州の企業に効くのではないかという見方や、ポルトガルの銀行問題など最近生じたイベントがいずれも欧州に効きやすいのではないかと市場にみられていることも、その背景として挙げられる。加えて、欧州の経済指標が今一つ冴えないという市場の見方や米欧での物価のトレンドの違いも、米国との対比でみて欧州の金利低下が目立つことの背景にあるように思う。因みに、(2)の米独の金利差は現在1.4%ポイント超に達しており、これは1999年6月以来の水準である。

図表10の本邦長期金利をご覧頂きたい。今申し上げたような世界的な長期金利低下のもとで、本邦長期金利は全般に僅かに低下しており、10年物金利は0.5%台前半である。10年物金利は、昨年(QQE導入当日)一旦0.3%台に急低下したが、その後の最低水準は導入翌日の4月5日の0.52%であった。一昨日の8月5日には10年物金利は0.515%とこの水準をも割り込み、QQE導入の翌日以降では最低水準となっている。

前回会合以降のリスクオフの傾向の中で search for yield の巻き戻しが目立ったのがデットマーケットである。図表11(1)は欧州周縁国の国債金利であるが、ポルトガルの銀行問題などを受けて、7月末以降、反発している。さらに調整が目立ったのは、(2)、(3)の米欧のハイイールド債であった。イエレンFRB議長が7月15日の議会証言で低格付社債についてウォーニングを発したこともあり、米欧でハイイールド債の利回りが上昇している。もっとも、歴史的にみれば水準はなお低いと言えると思う。

図表12(1)の各国企業のCDSプレミアムは、引き続き低水準ではあるが、足もと若干反発がみられている。この間、(2)の金融機関のCDSプレミアムは、ポルトガルの銀行問題や、最近は不正送金やダークプールを巡り法的責任を追及する動きがあり、このところ上昇してきている。もっとも、プレミアムの水準自体はなお低く、短期マーケットでの調達などにも特に問題は生じていない。

図表 13 の株価をご覧頂くと、前回会合以降のリスクオフの中で先進国の株価は総じて弱めであり、とりわけ欧州株の弱さが目立っている。この間、(2) の新興国の株価は地域によってかなり異なっており、経済制裁の対象となっているロシアの株価が下落する一方で、中国の株価は急上昇しているのが特徴である。図表 14 (1) の各国の株価騰落率をご覧頂くと、前回会合以降の傾向は明らかであり、中国、韓国、香港といった東アジアの株価が上昇し、その他アジア諸国の株価も総じて堅調である一方、米国、欧州、ロシアの株価下落が顕著である。(1) ではポルトガルの株価が大きく下落していることが分かるが、その他の欧州周縁国も、例えばギリシャの株価下落幅は前回会合以降 7% を超えており、総じて周縁国でも株価下落が目立っている。この間、本邦の株価は、前回会合時対比では若干下落しているが、米英と比べれば下落幅は小幅である。

図表 16 の為替レート (1) をご覧頂きたい。前回会合以降のもう一つの特徴としては、ユーロ安が続いているということである。ユーロの対ドルレートは昨年 11 月以来の安値水準である。この背景としては、勿論 E C B の追加緩和もあると思うが、これまでのユーロ高が基調としては周縁国の信認回復や欧州の株高に伴う欧州への資金流入を背景としていたことからすると、最近は逆に、ハイイールド債の調整や周縁国国債利回り上昇、欧州の株安といったことで、地政学的リスクやポルトガルの問題が欧州への慎重な見方に結びつき、これがユーロ安にも結びついている面もあるのではないかと思う。このように、ユーロ安は欧州にとって必ずしも良いサインばかりではないと思う。

図表 17 はボラティリティであるが、世界の金融市場では引き続きボラティリティが低い状況である。ただ今申し上げたような株価の動きを映じて、(3) の株価のボラティリティは若干上昇傾向をたどっている。

図表 18 の為替レート (2) をご覧頂きたい。前回会合以降では、全般的にドルが買われた。従って、他の通貨ではドルに対して下落する構図となっているが、この間、人民元だけが対ドルで上昇している。(2) のエマージング通貨も株価と大変似た構図であり、アジア通貨が総じて堅調、

一方でその他の通貨、とりわけ中東欧の通貨が弱いという姿である。

図表 20 をご覧頂きたい。(1) はロシアとアルゼンチンであるが、前回会合以降、経済制裁やデフォルトといったイベントのあと、通貨、株価ともにじりじりと下落しており、楽観的なマーケットトークはあまり鵜呑みにはできないという印象である。(2) のロシアと関係が深い企業の株価も同様にじりじりと下落傾向をたどっている。この間、ロシアの投資家の資金逃避先として最近マーケットトークに頻繁に上っているのが中国であり、先程申し上げたように中国や香港の株価がこのところ急上昇し、並行して人民元や香港ドルに上昇圧力がかかりやすくなっていると見受けられる。いわゆるロシアマネーが、本当に西側諸国の制裁を嫌って中国、香港に逃避しているかどうかについては、計数面の裏付けがある訳ではないが、引き続き市場の動向をみていきたい。

図表 21 はコモディティ市場であるが、引き続き市場の Goldilocks 的状況の背景となっているように思う。すなわちウクライナ、イラク、ガザといった地政学問題が相次ぐもとでも、原油価格は低下している。(3) の穀物価格も引き続き低位である。これらは、インフレ圧力を顕在化させにくいというかたちで、世界的な金融緩和継続シナリオ維持の 1 つの背景となっているように思う。

以上申し述べたように、前回以降、リスクオフ的な動きや search for yield の修正が、地政学的リスクやポルトガルの銀行問題をきっかけに欧州株、ハイイールド債などでみられている。これは、前回会合で申し上げたように、市場では、本年前半の世界のマーケットを特徴づけた低ボラティリティ、Goldilocks、search for yield といったものにやや居心地の悪さを感じており、調整のきっかけを探している面もあるかと思う。現在の調整が健全な調整にとどまる可能性はあろうかと思うが、その前提としては、まず中国経済が堅調であること、地政学的リスクのもとでも原油価格が上昇せず、そのもとで主要国は緩和的な金融政策を続けられること、主要国の金融システムに問題がないことといったように幾つかあると思う。逆に言えば、市場がこれらの前提に疑念を持つような

ことがあれば、調整が大きくなる可能性もあろうかと思う。こうした点を念頭に置きながら、引き続き市場動向をモニターしていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

2点ある。1点目は、図表8(1)をみると、ユーロエリアの超過準備は一旦1,200~1,300億ユーロまで減少したが再び増加してきているが、これは、周縁国でMROのオペへの需要が非常に高かったことの結果なのか、分かれば教えて頂きたい。預金ファシリティも増えているが、以前、使い勝手からすると超過準備の方が良いのではないかという話があったが、預金ファシリティが増えている背景も教えて欲しい。

2点目は、新興諸国、米国、欧州の資金の流れを説明頂いたが、図表11(2)、(3)で米国と欧州のハイイールド債の価格が下落してきたという話であった。その背景として、7月15日のイエレンFRB議長による低格付債に対する警告があったとの説明があったが、それに加え恐らくリスクオフ的な動きもあると思う。今起きていることを整理したいのだが、イエレンFRB議長の発言とリスクオフ的な動きが出てきて、米国と欧州の非常にリスクなハイイールド債や株が回避される結果、新興諸国のアジア、特に中国の株式などに資金がまた行き始めているということなのか。今年初め以降欧州に向かっていた新興諸国の資金が、新興諸国に戻るような動きなのか。アジアの株価が上昇しているわりにはアジアの通貨はそれほど増価していないような気もするので、資金の流れが少し見えにくい。整理すると、欧米のハイイールド債と株から、一部新興諸国と世界の安全な国債に資金が向かっているということで良いのか。

山岡金融市場局長

最初の欧州の過剰流動性については、未だによく分からない部分がある。われわれの調査では、基調としては欧州での資金偏在がドミナントな要因として働いている、すなわち周縁国の銀行からコア国の銀行に流動性が移動している結果、周縁国の銀行はオペで資金を調達している一方で過剰流動性がそれほどある訳ではなく、コア国の銀行は過剰流動性を持っているがオペで資金を調達している訳ではないので、周縁国はオペを全部返せる訳ではなく、コア国は全部返したところであまり過剰流動性は減らない。こういうことが働いているというのが、われわれの分析の結果であった。白井委員がおっしゃった預金ファシリティと超過準備の内訳の背景については、われわれも分かりかねているところである。正直申し上げて、過剰流動性がもう少し返済されるのではないかと思っていたが、8月に入ってもあまり減っていないという印象を持っている。

2点目のハイイールド債については、実は7月15日のイエレンFRB議長証言の少し前からハイイールド債は調整を始めていた。従って、マーケットが居心地の悪さを感じていたところにちょうどイエレンFRB議長の証言が来たので、その動きが加速したというのが実態ではないかと思う。マーケットトークでは、ハイイールド債の資金の向かう先は、中国の株などに直接というよりは、取り敢えずIG債やソブリン債の方なのではないかと言われているように思う。中国の株の方には、直接向かっているというよりは、中国の景気に対する一頃の慎重さが後退していることが基調としてはあるように思うが、ここにロシアマネーがどの程度寄与しているかはよく分からない。

木内委員

図表5で1年物共通担保オペのロール率が2回目の方が高いので、やや驚いた。その背景としては、説明にあったように、短国レートがあまり大きく下がるのを回避するために、銀行がここである程度ロールしておいて短国オペの額があまり増えないようにしようという配慮が働いたという

面はあったと思う。このこともあって、年限によって違うが、一時期よりは短国レートが少し落ち着いてきたという感じもあると思う。しかし、銀行にとって短国レートを安定化させるメリットは何かというと、1つは、金利が低ければ持たなくても良いというほど単純ではなく、担保ニーズやデュレーション調整で時と場合によっては持たなくてはならず、利回りがあまり低いのは収益面でマイナスであるという面がある。また、短国レートが貸出金利を決める部分もあるとも聞いている。その意味で、短国レートがあまり下がると貸出金利もプライムレートが下がってしまうということを見ると、銀行は、経済合理性に基づいてこのような行動を取ったのではないかと思うが、銀行側には、他に短国レートの下落を止めるようなインセンティブはあるのか。9月末に向けてどうしても短国を持たなければならないという時にもそのような配慮をみせるのか、それとも9月になるとなりふり構わず行動してしまい、もっと金利が下がるリスクがあるのか。その辺りを教えて欲しい。

山岡金融市場局長

短国に対するスタンスについては、メガバンクの中でも若干違いがある。木内委員がおっしゃったようなことを言う銀行はあるが、その銀行は同時に短国を担保として重視している銀行である。メガバンクの中には、そもそも短国にはもう興味がないと言う銀行、担保は割引国債でなくて利付国債でも良いと言う銀行もあるが、その中で担保はやはり短国であると言っている銀行が、金利がゼロの国債を持つのは、対内的にも対外的にも説明が困難ということで短国レートを支えたいというニーズがあるように思う。ただ、その銀行のマーケットにおけるプレゼンスが相当高くその影響を受けやすいということではないかと思う。そのうえで、9月末にかけてのスタンスについては、この銀行も含めて未定である。四半期末についてはこれから考えていくと言っているが、四半期の途中では日銀当座預金の抑制にあまり拘っていると短国レート低下も含めてあまり良いことが起こらないので、期中についてはややフレキシブルに対応し、期末について

はこれから考えていくというスタンスではないかと思う。今の段階では、短国レートは期末にかけて下がっていく可能性が高いと思う。

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

本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の製造業PMIで生産面から世界の構図をみていきたい。全体観としては、米国と中国で結構しっかりした指標が相次いだ一方で、新興国経済については、資源輸出国を中心に今一つ成長に勢いがつかないといった構図かと思う。その意味で現状判断は前月から変更していない。（1）のグローバルの生産PMIは、相変わらず弾みこそつかないがしっかりとした推移である。（2）で先進国と新興国に分けてみると、これまでは先進国主導の動きで、新興国との間でデカップリングが目立ってきていたが、先進国向けの輸出に牽引されるかたちで新興国も足もと少し頭を上げてきている。ただ、そうした波に乗り切れない資源輸出国などが出遅れるかたちで、幾分二極化が進んでいる構図だと思っている。

米国経済については、図表2－1（1）の第2四半期GDP速報は年率＋4％としっかりリバウンドした。それ以外の月次指標をみても、6か月連続で雇用者数の増加が20万人を超えるもとの、（2）実質個人消費、（3）自動車販売はしっかりと増加している。こうしたモメンタムは、（5）ISMでは製造業、非製造業ともきちんと伸びており、（6）実質輸入でもその効果が広がっている。図表2－2（1）設備投資も、機械投資の先行指標、一致指標ともにしっかりと増加している様子がみてとれる。

（2）の2014暦年の成長シナリオをみると、第2四半期の高い伸びを前提にすると、第3四半期、第4四半期に無理のない程度の高めの伸びを想定しても、2014年暦年で＋2％台に乗る計算となる。こうした中で若干

気になるのは、住宅投資が少しもたついているところである。先月、新築住宅販売がかなりしっかり伸びたと報告したが、今月になって大幅に下方修正されている。この間、(5)の賃金の伸びは引き続き限定的なものにとどまっており、(6)の物価は、5月に幾分伸びを高めたCPI、PCEいずれも6月に一段と加速する事態は避けることができた。取り敢えずは、5月の上昇を「ノイズを含む動き」と描写したイエレンFRB議長の判断が正しかったことになっている。ただ、労働市場のスラックを示す諸々の指標が緩やかながらも引締まっていることもあり、市場もこの辺りは非常に神経質になってきている。

欧州経済については、図表3(2)PMI生産指数で分かるように、製造業が既往のユーロ高あるいはロシア経済悪化の影響もあって、幾分頭を下げている。一方で、サービス業がしっかり推移しており、全体としても、水準は低いながらもしっかりと動きを続けている。こうした中、(5)で民間銀行貸出を示しているが、相変わらず前年比マイナスで推移している。そうした中で少し明るめのニュースとしては、(6)のECB公表の銀行からみた資金需要判断DIは、第2四半期に大幅に改善している。企業の設備投資向けの借入需要が3年振りに「増加」超に転じたほか、貸出姿勢も7年振りに「緩和」超となった。9月中旬にTLTROの1回目の実施があるので期待が高まっているところであるが、10月末にAQRやストレステストの結果公表も控え、直ぐにこれが貸出の実績に目にみえて繋がってくるという展開はなかなか見込みがたいと思っている。この間、(7)の物価であるが、7月のユーロ圏のHICP総合は、エネルギーを主因に前年比伸び率が+0.4%にまで低下した。当面は、昨年同時期に上昇したエネルギー価格の裏が出るかたちで低いインフレ率にとどまる公算が大きいと考えている。ただ、サービスコア自身は底堅く推移し、名目賃金もそれなりに出ている中で、総合ベースでマイナスになる可能性は引き続き小さいとみている。

図表4は中国経済である。(1)で示したように複合PMIの動きと整合的なかたちで、第2四半期のGDPは+7.5%まで伸びを回復した。

(2) の財政面での梘子入れに加え、金融面でも、(4) の社会融資総量も減少傾向に歯止めがかかり、足もとで幾分増加を始めている。加えて、民需の方も、(5) 製造業PMIは新規受注、輸出受注ともに増加を続けている。その中で気掛かりなのは、不動産市場で調整局面が続いていることである。(6) の新築住宅価格の前月比は、下落幅がもう1か月さらに深くなっており、前回2012年辺りのマイナスゾーンの動きと比べても、マイナス幅がより深く、地域の広がりも大きいようにみえる。現地のヒアリングベースでは、実需が強い中でこうした足もとの価格の調整に伴って顧客が戻ってきているとか、あるいは住宅取得制限の緩和などの措置が早くも効いてきているといった声も聞こえてきてはいるが、目先調整がどの程度で終了するかは要注目点だと思っている。

その他の新興国経済については、図表5(1)の韓国は、相変わらず輸出・生産の勢いが出ず、内需も不振が続いている。一方で(2)台湾は、輸出・生産、かつ内需も一段としっかりとした動きになっており、コントラストがさらに目立ってきている。加えて、(3)にあるように、アジアでもマレーシア、インドといった国での輸出の回復が続いてきている。このように、輸出に牽引されて回復へ向かう新興国がある一方で、ロシア、ブラジルといった資源国の多くで景気の停滞が続いている。これらの国々では、(5)ロシア、(6)ブラジルの実質GDPとCPIにあるように、インフレ懸念も高まってきており、一種スタグフレーション的な状況になってきている。この結果、金融政策による対応余地がなくなってきていることが幾分気掛かりである。その一方で、前回の決定会合以降、チリ、トルコ、ハンガリーといった国では国内景気減速に対応するかたちで利下げが行われ、新興国の金融政策の方向性にもばらつきが出てきている。

図表6-1の国際金融市場については、先進国では、先程山岡金融市場局長から説明があったような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、足もと幾分揺らいでいる。図表6-2はその間の新興国のマーケットである。ルーブルのほか東欧諸国の通貨も下落し、通貨自身は全体としてやや弱めとなっているが、(4)の新興国向けの

ファンドフローは、先週金曜日の調整前までしかカバーしていないが、意外と強く資金が流入し、特に株式関係の資金が目立っている。これには、インドやインドネシアといった国で国政選挙後の改革期待もあって、株価が堅調に推移している面も作用していると思う。

この間、心配なロシア、ウクライナの金融情勢をみると、追加制裁措置を受けてから通貨が売られている。色々な制裁の結果、短期的な資金繰り自身は大丈夫だろうという点についてはコンセンサスができているようであるが、より長い目でみて、直接投資、設備投資が一層減少することなどを通じて、景気の後退が一段と深くなることが心配されているという状況である。以上である。

黒田議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

欧州について、製造業のPMIを中心とした落ち込みの背景には当然ロシアの問題があるかと思うが、これが今のところ堅調な内需に波及するリスクを、どのようにみているのか教えて頂きたい。参考図表2-1のドイツあるいはユーロの投資財受注をみると、6月の数字が明確に落ち込んでいるので、投資に波及するリスクはあるのではないかと思う。一方で、サービスを含む消費全般はこの間しっかりしており、先程説明があった銀行からみた資金需要は家計部門でも着実に戻ってきているという意味で、底流ではある程度底堅いとも思うが、その辺りの評価を教えて頂きたい。

もう1点、ASEANの全体評価についてであるが、マレーシアやフィリピンは輸出を中心に良い状況で、タイも色々問題はあるにしても落ち着いてきているのではないかと思うが、国際局では、ASEAN全体の回復について現状と先行き——着実に改善しているのか、やや足踏みなのか——を、どのようにみているのか教えて頂きたい。

長井国際局長

最初のご質問については、色々なサービス消費も含めて内需の方には今のところ影響は来ていないが、どれだけビビッドに来るか慎重にみたい。欧州経済は、今までもあまり力強く伸びて来ず、一方で振れが小さいのが特徴だと思っている。その典型はフランスで、これだけ将来が心配な国と言われ、改革も進まず1番心配されているような国でも、消費だけは緩やかに上昇してきており、足もとのコンフィデンス指標の悪化とも一致しない結構底堅い動きになっている。そういったことを考えると、内需がどんどん大きく落ち込むということは直ぐには起きないのではないかと思う。賃金も、色々調整を行っているわりには、名目ベースでは1番高いドイツで+3%程度、他の調整中の国でも2%程度伸びているところを見ると、大きく崩れることはないのではないかと思う。ただ、足もとは、株価の動きに象徴されるように、欧州には暗いトンネルをようやく抜けつつあるというコンフィデンスの回復といった面も作用しているであろうから、それがどの程度揺らいでくるかみていきたいと思っている。

ASEAN全体の評価についてのご質問であるが、今回、ASEAN諸国をASEAN全体で括るのが難しくなってきたという思いを強くしており、ASEAN全体としての評価は避けた。先進国中心の輸入の増大に上手く乗れている国——マレーシアが典型だと思う——と、逆に乗れていない国——インドネシアなど——のコントラストがはっきりしてきている。先行きについては、鍵は、中国向けの輸出がどうなるかだと思っている。ASEANから中国向けの輸出があまり伸びないという感じが出ており、先進国で売れるようなそれなりのバリューの財を作っていれば良いのであろうが、付加価値の低い消費財や、これまでの中国での建設や設備投資のブームに付随するもの——典型は資源関係である——は出にくい環境にあるのではないかと思っている。その辺りのコントラストがはっきりしてくるとASEAN全体での評価が難しくなるが、今そういった面が出てきたことがわれわれの悩みである。

木内委員

中国では、7.5%という年間の成長率目標を第2四半期も達成しているが、年初に7.5%の年間目標を出した時に、政府、特に李克強首相などは、7.5%にはそれほど拘らず、重要なのは成長率目標ではなくむしろ雇用である、都市部の新規雇用を増やす方が重要であると言っていた。その新規雇用は、今年前半でもう相当増えていて、年間で1,000万人という目標は楽に達成できるような状況になった。それにもかかわらず、ここに来て年間成長率目標への拘りが非常に強くなってきているようである。李克強首相の発言でも政府全体としてもそうなのだが、何が変わったのだろうか。当初は、7.5%でなくても7.5%前後、例えば7.2%程度であっても雇用は目標に達するというようなことを言っていたが、ここに来てトーンが大きく変わった。それと連動するかたちで、相次いで景気対策が出てきているのだと思う。目標について言うと、例えばマネーサプライなどは目標を大きく上回っており、その意味では、このような景気対策によって緩和がむしろ行き過ぎているような気もする。一方で、成長率という誤差が大きく精度の低い目標にリジットに拘るのが本当に良いのかという思いもあるが、なぜ成長率に対する態度が年初辺りと比べて著しく変わってしまったのか、背景について何かあれば教えて頂きたい。

長井国際局長

7月29日に政治局会議が開かれ、そこで、一定の経済成長があって初めて改革が実現可能というトーン——これが、具体的に何を指すのかはなかなか難しいが——が強調されたらしく、これを意識した景気梘子入れが続いているのではないかと思っている。今ちょうど北京の党幹部が地方視察に回っており、地方でどの程度悲鳴が上がっているのか、政府に対する不満が高まっているのか、それとの関係でどの程度改革が進んでいるのかというようなことを、色々とみて回っているようである。地域によってかなりばらつきがあり、このまま引締めばかりやっていると改革のインセンティブが削がれモメンタムがつかない、あるいは政治的に困難が増すと

いった判断があるのではないかと思っている。それは、ご指摘のような雇用だけではないと思うが、具体的にどのようなかたちで軋轢、歪みがきているのかは、われわれもまだ把握し切れていない。

中曾副総裁

図表3（4）の欧州の輸出であるが、名目域外輸出や輸出受注PMIは相応の水準を保っているようにもみえるが、その背景は何か。ウエイト的にはドイツが大きいと思うが、そのドイツの輸出の特徴——仕向け地別、財別、あるいはその他の特徴点——を教えて欲しい。

長井国際局長

中曾副総裁ご指摘のように、ユーロ圏全体としてかなりの経常黒字になっており、輸出が経済の回復を支えているところはある。常連のドイツに加えて、周縁国自身もコストカットをして輸出を伸ばしてきており、それで少し明るくなってきている。ただ、何と云ってもドライビングフォースはドイツである。ドイツは、2000年代に入ってからずっと好調であるが、財としては、彼等は設備投資に必要な資本財に得意分野があることに加えて、消費財についてもイメージしやすい高級自動車のような付加価値の高いラグジュアリーな財で稼いできている。そのような得意分野がある中で、ユーロ危機までのユーロ安のトレンドがコスト面でかなりサポートティブに働いた。また、2000年入り後のエマージングブームの中で、中国をはじめ資源国もどんどん設備投資をしていった状況が上手く働いて、今のドイツの独り勝ちの状況があるのではないかと思っている。ドイツの輸出自体はリーマン・ショックでかなり落ちたが、その後、中国、ロシア、トルコといった国が、財政も吹かしながら世界経済を救うようなかたちで設備投資などを実施したため、それに伴ってエマージング向けに資本財や自動車を輸出して、急回復をしたというのが今までの構図である。最近の新興国の減速に伴って、さすがに輸出も少し勢いが衰えてきて、ドイツ自身の輸出もぐいぐい伸びる感じではないというのが今の状況である。その

伸びしろがあまりなくなってきたところにロシアで問題が起きて、ドイツも、フランスなどと並んで足もと2か月程度でロシア向け輸出が10数%落ちている。伸び率が落ちてきた中でロシア向けの大幅なマイナスがあって、皆の危機感が高まっているという構図ではないかと思っている。

白井委員

図表2-1、2-2で、米国の住宅市場が予想よりももたついているという説明であったが、住宅の販売が伸びない背景には、恐らく2つの重要な要因があるような気がしている。1つは、銀行の貸出スタンスが厳しいということである。家計のデレバレッジはほぼ終わったと言われており、本来ならば借入余力が出てきているにもかかわらず、恐らく賃金の伸びが低い、あるいはパートが多いというような理由で、特に初めて住宅を買う人達が資金にアクセスできないということがあのような気がしている。もう1つは、住宅価格が高過ぎるという気がする。中古物件の販売価格も新築物件の販売価格もどちらも伸びており、今伸び率は若干落ちているが依然かなりの伸び率である。どんどん上がっており、しかも新築物件の価格の方が高い伸びである。なぜ住宅価格が上がっているかは色々理由もあると思うが、要因としてはこの2つが大きいと思う。この要因が長引いてしまうと住宅市場の回復は遅れるのではないかと思うのだが、その辺りを国際局ではどのようにみているのか。

もう1点、米国の消費についてである。図表2-1(2)をみても分かるように、消費がかなり堅調でその主因は圧倒的にサービスである。あるリサーチによれば、サービスが強くみえるものの過去の回復期に比べると戻りが相当悪く、サービスを不要不急のサービスと生活に必要なサービスとに分けると、娯楽や外食などの不要不急のサービスは結構悪いようである。このように考えると、一見個人消費が堅調で、これが米国の成長を支えているようにみえつつも、実はそれほど強くない可能性がある。それでは何が米国の消費を支えてきたかというところ、資産価格だと言われている。株価の上昇と、住宅価格の上昇でホームエクイティが改善したことだと言

われているが、株価もそろそろ下がってきている中で持続性があるかを考えると、賃金が伸びなければ、またローンも借りられなければ、なかなか消費は強くなるのではないかという気がする。この消費の持続性については、どのようにみているのか。

長井国際局長

住宅販売がもたっている点は、最近のFOMCの議事要旨でも議論されており、白井委員ご指摘の点は大きな要因だと思っている。貸出スタンスは結構制約になっているのだろうとっており、最近発表されたFRBの貸出サーベイでも貸出スタンスを多少緩めたとなっているが、本当だろうかというところがある。おっしゃるとおり、マクロでみるとデレバレッジが進んでいるように思うが、最近流行りの格差論的に言うと、所得層によってデレバレッジが進んでいる層と進んでいない層が分かれているのだろう。その意味で、金融危機後、金融機関は審査にかなり厳格になってきており、今年から発効された規制で住宅ローンについてもさらに慎重な審査が求められており、特に、所得が伸び悩んでいる低所得者層から中所得者層に対しては、相変わらず貸出スタンスは厳しめであろうと思っているが、これは時間のかかる問題だと思う。住宅価格が高過ぎるという面も、色々と指摘されているところで、建築資材が高いとかある程度のスキルを持った住宅関係の職人が不足しているという話もあるが、ここは供給力が伸びていけば解決していくと思っている。実際、例えば、資材の典型例である木材価格は足もと下がり始めており、この辺りはプラス材料だろうと思っている。また、住宅価格が実際の所得等との対比でどうかという話もあるが、今伸び悩んでいる賃金・雇用がどれだけ出てくるかに依存していると思う。いずれにせよ、急に強く増えるものではないので、じわじわと上がっていけば良いというのが、われわれのみている基本シナリオである。

消費については、確かにサービスの回復が過去に比べ若干遅めで、不要不急なものは贅沢品も含めて、サブプライム問題前のような資産効果で皆が浮かっていた時代と比べると、伸びが多少低めであることはある程度や

むを得ない面はあると思っている。その後、金融政策を実施しても、資産価格の上昇を享受できる層は——先程の格差論に戻ってしまうが——、以前と比べるとその広がりには限られると思っている。そのため、高額品がどんどん売れる世界はなかなか展望しづらく、所得の上昇に伴って着実に消費が増えていくというのが、基本シナリオだと思う。この間、自動車は結構売れているが、これは自動車ローンでサブプライム問題のようなことが起きているのではないかという指摘が巷間報道されており、司法当局も関心を持っているというようなレポートがある。金融で消費を吹かすという意味では、もしかすると自動車の分野は唯一まだそのようなことが起きている分野かもしれない。

森本委員

ユーロについては、全体として極く緩やかな成長が維持されていると思うが、フランスが勢いに欠けるところにイタリアが2四半期連続でマイナスになっている。また、これからのことではあるが、ドイツにロシア問題の影響が出てくる可能性があると思う。輸出環境は維持されていると思うが、今後についてあまり心配はないのだろうか。国際局としてはどのような見方をしているのか。

長井国際局長

フランスやイタリアが、改革が進まずにコンフィデンスもあまり上がらず、ゆっくりとしか成長しないというのはおっしゃるとおりである。その中で、イタリアが、小幅ではあるが2四半期連続マイナスとなり、ニュースではリセッションと取り上げられているが、横ばいといえる程度であり、動きとしてはあまり変わっていないと思っている。そういった中で、ご指摘のようにロシアとの関係で、フランスなども結構ロシア向け輸出があり、東欧諸国も一方で結構落ち込んできており、東欧諸国とドイツなどユーロ圏の貿易も結構あるので、単にドイツの対ロシア向けの輸出比率が5～6%ということだけでは計れない広がりがあり得ると思ひ、その点は心配

している。そこがあまり広がらないかたちで、図表3（4）でお示しているように、輸出も横ばいか上がっているのか分からない程度であるが、じわじわと上がっていくモメンタムが続いていけば、今のシナリオを維持できるのではないかと思っている。足もとでは銀行問題などで雰囲気我真っ暗になっているが、ここを凌いで、例えば、10月末にAQRやストレステストで皆がそれなりに納得する内容が出て、一応全て計画どおり進んでいるということになっていけば、マインドも少し上向く可能性があるかと思っている。ただ、ロシアは頭痛の種だと思っている。

黒田議長

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、14時58分でお願ひする。

(14時53分中断、14時58分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

国内経済情勢について説明をお願ひする。

前田調査統計局長

事前にお配りしている資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。図表1のGDPは、来週水曜日に公表されるが、今のところ4～6月の基礎統計が大体出ているのでおおよその感じは分かってきており、一言で言えば1～3月の反動から大幅な減少となる見込みである。民間の見通しは、平均で年率－7%～－8%程度とかなり大きいマイナスである。ただ、同時に民間予想は結構ばらついており、－5%台程度から－10%近くまでと、いつもに比べて相当ばらつきが大きい。大きく動く時はなかなか予測が難しいので、来週の数字をみてみないと何とも申し上げられないが、駆け込みの反動減、輸出のもたつきの影響から、一頃みていたよりは多少弱めと

なる可能性は念頭に置いておく必要があると思う。

続いて、図表5の輸出入である。6月の輸出は前月比で-0.5%と僅かに減少し、この結果4～6月の前期比が-1.1%と小幅ではあるが2四半期連続の減少となった。横ばい圏内と言えなくもないが、弱めの動きと評価するのが妥当と思っている。その背景について、図表7で地域別、財別についてそれぞれ特徴点を申し上げる。(1)の地域別では、米国向けと中国向けが第2四半期はマイナスとなった。両国とも、春以降景気が回復しているので輸出の持ち直しが期待されていたが、結果としては今のところマイナスにとどまっている。(2)の財別では、自動車関連で米国市場の回復が明確になっているので回復が期待され、6月単月ではその影響が出ているのかもしれないが、四半期ではなお弱さが残った。また、受注が改善しているとみられる情報関連、資本財・部品も、4～6月までをみる限り、まだはっきり増えている感じはない。こうした動きから判断すると、輸出の鈍さには、第1に、これまで申し上げていたようなASEANなどの新興国経済の鈍さが影響していると思うが、第2に、米国経済、中国経済が春先までもたついていたことの影響がラグを持ってまだ残っているということも考えられる。第3に、これもこのところ申し上げているが、米国向けや自動車関連の弱さにみられるように、海外生産シフトの影響も定量的には想定以上に出ている可能性もあるのではないかとと思っている。

以上を踏まえて輸出の先行きについて申し上げると、基本的には海外経済の回復が続いていけば、輸出も緩やかに増加に向かっていくとみて良いと思っている。私自身は、7～9月頃から少しずつプラスになるのではないかと感じている。ただ、第1に、海外生産シフトの影響は、自動車では、最悪期は脱したかもしれないが当面は残ると思う。第2に、情報関連は、iPhone6向けの持ち直しが期待されているが、若干出荷が後ずれしているという情報も出てきているので、輸出が増加に転じるタイミングについては、幅を持ってしておく必要があると思っている。なお、先程議論になったロシアであるが、日本からロシア向けの輸出は、通関に占めるウエイトでは昨年中で1.5%とかなり小さく、中身はほとんどが自動車関連、

機械関連である。ロシアが欧米の制裁に対抗し農作物の輸入を禁止すると
の報道があるが、日本からの農作物の輸出はほとんどない。

続いて、国内需要である。今申し上げたように、駆け込みの反動が出て
おり輸出はもたついているが、図表 14 の企業マインドの月次調査をみる
限り、中小企業を含めて総じて良好な水準が維持されている、ないしは底
打ちの兆しもみられ始めていると思う。この背景には、収益がそこそこ
しっかりしているということがあると思う。上場企業の 4～6 月期の決算
は、今 7 割位出ているが、内需企業では反動減から減益となっている先も
少なくないが、自動車にみられるように輸出型製造業は良好な決算となっ
ている。これは、海外生産も含め海外の販売が良くなってきており、決算
面では海外経済回復の影響が出始めているということかと思う。これが株
価の下支えにも効いていると思う。

そのもとで図表 15 の設備投資であるが、結論から言えば、企業の投資
意欲は引き続き前向きだろうと思う。新しい月次指標は多くはないが、ま
だもたついている。建築着工床面積は、6 月は増えたが 4～6 月では前期
比で -3.8% とマイナスになっている。ただ、前月も申し上げたとおり、
予定額では前期比が +6.2% と、床面積でみるほど弱くはないと思う。機
械投資の一致指数である資本財総供給は、6 月が出た結果、4～6 月は、
資料では -10.5% とあるところが -9.4% となった。6 月は少し増えたが、
それでも 4～6 月はかなりの反動となったことが判明した。設備投資計画
については、先月は短観をご説明したが、昨日、日本政策投資銀行の数字
が出たので口頭で申し上げると、2013 年度計画は昨年夏時点での計画が
+10.3% とあるが、これが +3.0% といつものように下方修正されている。
2011 年度、2012 年度は 10% ポイント程度下方修正されていたので、下方
修正の程度は少し小幅であり、そのようなことを日本政策投資銀行も言っ
ている。2014 年度計画は、資料では -10.0% とあるが、これが +15.1%
とかなり強い計画となっている。この時点の計画としては、1990 年の
+17% 以来の高い伸びとなっている。資料にはないが、日本政策投資銀行
が集計している海外投資は、2013 年度の実績が +19.8% の後、2014 年度

の計画は+2%となっている。2012年度も+27%であり、2013年度まで相当高い計画のもと海外投資を相当実施してきた訳である。以前の日経調査でも同様の傾向がみられたが、内外投資の比重を国内に少し戻していることを反映したものと考えている。

図表19の個人消費については、6月までの指標が出揃い7月の自動車が出ているので、特徴を3つ申し上げたい。まず第1に、相対的にもたついていると思われるものは、耐久財の自動車販売である。新車登録台数は軽まで含めると4~6月が前期比-18.2%のあと、7月の4~6月対比は横ばいで、まだ増えている感じはない。元々、乗用車販売の駆け込みはかなり大きかったので、われわれは反動減が2四半期位続くとみているが、メーカーからは、期待に比べて回復が幾分後ずれしているといった声も聞かれている。もう1つ相対的にもたついているのは、スーパーである。全国スーパー売上高は2013年度で+0.1%とほとんど増えておらず、相対的には負け組に分類される。4月が前月比-16.8%の後、5月、6月は少し戻ってはいるが、戻りは鈍い。最近では、地方の総合スーパーが弱いという声が聞かれており、もしかすると、ガソリン高などの物価上昇による実質所得減の影響が、この業態に大きめに出ている可能性があるかもしれない。2番目の特徴点は、百貨店については元々駆け込みが大きくその反動も大きいですが、5月に前月比+8.2%、6月+2.6%と戻っているが、百貨店からは、7月まで含めて少し戻りが鈍いのではないかと聞いた声も聞かれている。7月下旬以降は持ち直しているとも聞いているので、鈍さの背景は、長梅雨などの天候不順によるものと考えているが、注意してみたいと思う。3点目の特徴は、図表20(3)の消費総合指数等であるが、そうは言っても4月をボトムに緩やかではあるが戻っているので、駆け込みの反動の影響は次第に和らぎつつあると思う。この点は、図表23で消費者コンフィデンスをご覧頂くと、前月も申し上げたとおり消費者態度指数は4月をボトムに戻ってきており、その後公表された生活不安度指数をみても少し良くなっている。この背景には、良好な雇用・所得環境があると思っている。

資料の参考 1 に 1997 年との比較を示しているので、一言言及しておきたい。(1) の消費総合指数でみると、駆け込みは同程度で反動は今回の方が大きいようにみえてしまうが、成長のトレンドをみると、1997 年当時は潜在成長率が下がってはいたがまだ 1% 台半ば程度であったのに対し、今回は精々 0.5% あるかどうかである。こうした成長のトレンドの違いがあるため、評価する際にはトレンドを差し引いて考える必要があると思う。そうすると、今回は駆け込みも少し大きく反動も少し大きかったというのが、今のところの評価としては妥当ではないかと思っている。(2) の家電あるいは(3) の乗用車といった耐久財で、駆け込みが大きくその反動が少し大きめに出ている。以上を総合すると、個人消費については、もたつきがやや長引く可能性には引き続き注意が必要だと思うが、基本的には雇用・所得環境の改善に支えられて底堅さは維持されており、反動減の影響も徐々に和らぎつつあるという見方で良いと思う。1997 年との比較では多少振れは大きいですが、今のところ何か根本的な違いが生じているという訳ではない。1997 年は秋口以降消費が変調を来したが、今回はそのようなことにはならないとみている。

図表 24 の住宅着工であるが、6 月が出ている。一段と下がっている訳ではないがまだ戻っておらず、評価しづらい数字である。下げ止まりつつある可能性もあるが、明確に反動減から脱したとはなお言えない状況だと思う。

次に、図表 26 の鉱工業生産である。生産は、5 月に前月比 +0.7% と少し増えたが、6 月は -3.3% と大きめの減少となった。同時に、在庫は 5 月に続いて 6 月も増えている。これには、輸出全体がもたついていることのほか、前月もその可能性を指摘したが、一頃メーカーが、自動車の国内販売が持ち直すのではないかと期待が少し上振れて生産も少し上振れたが、それほどは持ち直してこなかったことが影響している模様である。このように、下振れ傾向には注意が必要であるが、第 1 に、7 月、8 月と予測指数は上がっていく方向にあり、第 2 に、図表 28 (2) の日本の製造業の PMI が、振れはあるが 50 を幾分上回って推移していることなどを

踏まえると、生産の緩やかな増加基調自体が崩れている訳ではないと思う。因みに、われわれが企業から聞いているマイクロヒアリングによると、7～9月の生産計画は、前月に比べると自動車を中心に下振れているが、幾分持ち直す計画が維持されている。10～12月は、自動車等における在庫調整も一巡して、持ち直しがもう少しはっきりしてくるのではないかという感触を得ている。

続いて、図表31の雇用であるが、労働需給については、有効求人倍率が6月に1.10倍となったことにみられるように、改善傾向は続いている。雇用者数については、比較的安定的に推移する毎月勤労統計で常用労働者数をご覧頂くと、6月は前年比+1.5%とエッジアップしている。四半期でも10～12月、1～3月、4～6月と少しずつ伸びを高めている。賃金についても、2013年度の+0.1%に比べると、伸び率は高まってきている。この結果、雇用者所得も着実に伸び率が高まってきているというのが、傾向的な動きではないかと思う。ただ、6月の名目賃金が前年比+0.4%となり、もう少し伸びるのではないかと思っていたので、少しdisappointingな動きであった。賃金が伸びている背景としては、図表33(3)の所定内給与の要因分解で、一頃はパート比率の上昇でマイナスが続いていたが、ここはどうやら下げ止まりあるいは持ち直しの感じが出てきていることがある。パート比率がそれほど高まらず、またベアも少し実施されてきているということだろうと思う。

一方、図表35にあるとおり、今回は6月の賞与が期待していたほどは伸びなかった。(2)にあるとおり、2014年度夏季は6月の数字であるが、+0.3%の伸びにとどまっている。これは、(3)のアンケート調査と相当乖離している。アンケートの対象ではない中小企業が相対的には低めであったことの影響もあるかもしれないが、(2)で製造業は+4.6%とそれなりに伸びており、弱いのは非製造業である。中身をみると、金融保険が10%程度減少していることが影響しているようである。これには、昨年賞与が大幅に増えた証券業で減少している可能性もあるが、銀行は全般に賞与が増えると聞いており、今年6月の統計は速報時点では一昨年よりも弱

く、正直不可解な動きである。賞与については、昨年は確報で結構上振れたので、6月確報、あるいは7月、8月まで待つて評価していく必要があると思っている。

次に、図表 36 の物価であるが、消費者物価は、6月の全国、除く生鮮食品で+1.3%と若干下がっている。サービスあるいは公共料金で伸びが少し下がっていることもあるが、これは携帯電話の値下がり、電気料金の前年の裏である。7月の東京は+0.9%と6月と変わらなかったのも、全国も6月と変わらず+1.3%であろうとみている。その後は、8月はエネルギー関連の伸び率縮小の影響などから+1.1%~+1.2%程度まで下がる可能性があると思うが、その辺りで下げ止まるとの予想は前月から変化はない。

最後にまとめると、景気については、輸出の鈍化、駆け込みの反動の影響からもたつき気味の感はあるが、前向きの循環メカニズムは維持されているとみている。そのように判断する背景には、第1に、グローバル展開の奏功もあり、業績が総じて良好な中で企業マインドがしっかりしており、投資意欲は引き続き前向きであること、第2に、雇用・所得環境が着実に改善しており、家計の支出行動を支えていることがあると思う。このため、景気全体としてみれば、基調判断あるいは先行きのシナリオを維持することで良いとみており、物価についても同様と考えている。ただ、先月も指摘したとおり、家計支出と輸出動向については、やや下振れ気味であるため、今後下振れが思いのほか大きくなり、経済全体にマイナスの影響を及ぼすことがないか、引き続き丁寧に点検していく必要があると思っている。このうち輸出動向については、これまでも何度か指摘しているが、下振れが海外シフトによるものであれば、設備や雇用への波及は限定的とみている。これは、企業が内外の棲み分けを明確にしながら、国内では研究開発などの戦略投資の積極化、本社やマザー工場の機能充実と、いわばサービス化を目指していると思われるからである。ただ、そうした前向きの企業行動が維持されるためには、第1に海外経済が回復を続けること、第2に日本企業が世界で競争力を維持しながら業績を向上していけることが前

提条件となるので、不確実性はあるため、引き続き注意してみていく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

森本委員

輸出はやや弱めという評価であったと思うが、その中で自動車生産の海外移転も影響しているとの説明であった。図表8（2）にその辺りの状況が出ていると思うが、メキシコ工場への移転がまだ一部残っているとは思いますが、メキシコ以外に予定されているところはあるのか。ヒアリング情報等があれば教えて頂きたい。

次に、資本財・部品の輸出はやや弱い動きだと思うが、図表10（4）の資本財・部品と機械受注（外需）の関係で、2013年頃から両者の乖離が大きく、相関度が低くなっているように思う。このところ、機械受注の外需が相当伸びているにもかかわらず資本財・部品の輸出に力強さが欠ける点について、どのような見方をしているのかお伺いしたい。

前田調査統計局長

2点目のご質問からお答えする。足もと機械受注が膨れ上がっているの
で乖離がさらに大きくみえているとは思いますが、足もとは比較的大口の案件
で納期が長いものが出ているので、そこは乖離があっても仕方ないとみて
いる。2013年の乖離の背景について分析できている訳ではないが、納期
別にみても比較的納期の短いものがここにきて多少増えているので、中身
をみる限り、これから資本財が増えてきても良いと思っており、企業から
も、これから資本財の輸出が増えていくと聞いている。

最初の海外シフトについては、今年は1月、2月辺りにマツダ、ホンダ
でメキシコ工場がかなり立ち上がり、支店長会議でも説明があったとおり、
今後は、マツダが秋口頃からメキシコ工場の生産をさらに拡大する。それ

以外に、日産、トヨタも、今年以降一部の車種について米国の生産拡大が予定されている。ただ、昨年から今年にかけての海外シフトが相当大きかったので、シフトのペースは少し落ちると思う。われわれも海外シフト、海外生産について企業から聞いているが、本当に海外へのシフトなのか、それとも海外での需要拡大を狙った生産拡大計画なのかは曖昧な部分もあり、その影響についてはわれわれもなるべく分離して考えるようにしているが、必ずしも厳密なこととは言えない。言えることとしては、これまでほどは拡大しないが、引き続き多少拡大方向にあるという感じだということである。

佐藤委員

輸出・生産がやや弱めの動きをしており、輸出の持ち直しのタイミングについても、7～9月とみてはいるがやや幅を持ってみておく必要があるという少し慎重な説明であった。そのように、輸出・生産の動きが、当初のシナリオからやや下振れているとみられる中で、全体として緩やかな回復というシナリオを維持することが可能なのか。言い換えると、輸出・生産の弱さをオフセットできるほどの内需の腰の強さがあるのかどうか。先程、家計支出についてもやや弱めという説明があり、私も、家計調査などをみる限りは非常に弱いという印象を受けている。企業の海外展開の影響は限定的であるという説明であったが、何か説得力のある理由が示せば良いと思う。私自身は、企業業績は良好で、企業マインドはしっかりしており、設備投資計画もしっかりしているので、取り敢えずシナリオを変える必要はないと思っている。ただ、企業マインドがしっかりしているといっても、企業は、別に単体の決算、単体の業績だけをみてマインドが良いと答えている訳ではないと思う。今ではどこの企業も単体の決算などはみておらず、連結ベースで海外生産子会社の業績等もみたうえで答えていると思うので、その意味では、企業マインドの腰の強さは必ずしも国内のマクロのパフォーマンスとリンクしない可能性もあると思っている。逆に、海外の生産子会社の業績が堅調であれば、国内の輸出には出ないが、海外

子会社からの収益や配当が国内に戻ってくることで、国内の所得形成に何らから寄与していくといったシナリオも考えられると思う。そういったところも含めて、その辺の蓋然性を教えて頂きたい。

前田調査統計局長

輸出・生産は多少もたつき気味であると申し上げているが、それでは輸出はこれから減少するのかということ、多分減らないであろうと思う。海外進出はあるが、これから海外経済が良くなれば、輸出が明確に減っていくということではなく、当面横ばいかもかもしれないが、方向としては少しは増えていくと考えている。その場合、国内需要はどうかということであるが、消費については、ややもたつき気味とは申し上げたが、方向としては4月をボトムに持ち直していく、プラスの方向にある。設備投資については、企業としては、輸出が増えないとしても連結収益が良い中で、国内で何もしないという訳ではなく、海外でやれるものはやり、国内でも将来のための戦略投資等を実施するという意向は、明確に示されていると思う。昨日の政策投資銀行のアンケートでも、国内の位置付けについては、本社機能、研究開発、マザー工場といったものが非常に重要であると答えているので、アンケート結果もそうであるが、企業の支出・投資は増えていくとみて良いと思う。そうすると、輸出がそれほど減らない、あるいは少しは増える、消費も投資も方向としては増えるということであれば、成長率は、計数自体がどうなるかは別として、潜在成長率はほぼゼロに近いので、潜在成長率を上回る成長を続けていくとみて良いのではないかと考えている。勿論、輸出が伸びてこない中で、本当にそのようなシナリオを維持できるかどうかについては、先程も申し上げたように色々な不確実性はあると思うが、基本的にはそのように考えている。

白井委員

鉱工業生産では、4～6月は耐久財を中心に出荷・在庫バランスが比較的大きく悪化し、その結果、生産も結構悪かった。1～3月が駆け込みと

すれば、それ以前の水準に戻るのは、1 四半期程度遅れて 10～12 月頃になると思う。そうなった場合、設備投資は、いずれは出ると思うが、計画対比で設備投資の拡大ペースが少しゆっくりになるのではないかという気がしている。生産の回復が後ずれすることとの関係で、設備投資の今後の回復ペースをどのようにみているかというのが、1 点目の質問である。

2 点目は輸出に関してである。私も、輸出がリーマン・ショック前の水準に戻るとは思っていないが、いずれ出てくるだろうと思っている。その理由は、アメリカの資本ストックは、わが国同様ここ数年全く伸びておらず、しかもここ 2～3 年は、ここもわが国同様で減価償却の方が上回っており、潜在 GDP にはマイナスの影響があったほどで、設備投資は、出ているようにみえても全然足りていないので、これから間違いなく出てくる。欧州でも同じ状況で、新興諸国も、ここ数年は設備投資をほとんどしていないので、普通に考えれば設備投資が出てくる。このため、わが国の資本財は出てくると思っているが、マイクロヒアリング調査の資料には、輸出の回復という言葉がほとんど出てこなかった。2 つだけあったが、7～9 月の石油化学で輸出が小幅増加するということと、10～12 月の自動車で輸出が若干出るというところであり、資本財の話は出ておらず、少し危惧している。その点はどのようにみているのか。

亀田調査統計局経済調査課長

2 点目の資本財に関して、ご指摘の資料では「内外の設備投資需要が堅調なことを背景に」といった表現を使っているので、そこに海外の設備投資も入っており、それが資本財の輸出回復を意味している。

前田調査統計局長

輸出という言葉はないが内外の設備投資とあるので、それは輸出をインプライしているとお考え頂きたい。われわれが企業に聞いても、半導体製造装置などはかなりの部分が輸出なので、輸出が増えない時にこの辺りが増えることはあまりないと思う。

最初のご質問については、設備投資計画はいつもそうなのだが、今は15%位増えると言っているが結局は下振れる。今年の設備投資がGDPベースでどの程度増えるかという、民間予想でも5～6%増えれば良い位なので、計画に比べれば下方修正されるのは間違いないと思う。ただそれが、いつものように一応作るだけは作っておいて色々な後ずれもあって下振れるのか、それとも生産がもたつて後ずれするのかは、分からない。生産がもたつて後ずれする部分もあるとは思いますが、今年は、増産投資というよりは、相当古くなった設備の更新投資や情報化投資が多いので、生産・輸出が多少もたつたからといって、設備投資が大きく下振れることまでは現時点では考えなくて良いのではないかと思っている。

白井委員

GDPの寄与度として、想定しているより小さくなるのではないかと
言っているのだが。

前田調査統計局長

申し上げたように、民間でも、設備投資が今年度は15%も増えるとみ
られている訳ではなく……。

白井委員

15%ということではなく、例えば、元々15%の計画が7%位になるとみ
ていたとして、それがさらに……。

前田調査統計局長

さらに下振れるということか。

白井委員

そういうことである。

前田調査統計局長

そこはみてみないと分からない。今のところ、そのように考えなければならぬ合理的な理由があるとは思っていないが、当然、輸出・生産が下振れれば、これまでの日本経済のパターンで言えば、何がしか投資にも影響することがあったので、当然注意してみていく必要があると思う。

中曾副総裁

輸出について、従来の調査統計局の説明では、実質輸出の長期均衡からの下方乖離の要因として、海外生産拠点、需要の中身——つまり海外の設備投資がやや立ち遅れていること——、それともう1点、競争力があったと思う。最初の2点は今日の議論でも出てきているが、競争力の点についてはどのように評価しているのか。

前田調査統計局長

競争力の分析が一番難しいが、輸出の中身をみると、エレクトロニクス関係の輸出の弱さは、競争力に起因していると思っている。ただ、これまでのところは確かに輸出の抑制要因になってきたが、実は既にエレクトロニクスなどは相当競争力が低下しており、ここからさらに低下するかどうかについては、今の低下した状態がある程度続くのではないかとみているが、一段と低下するとまではみていない。委員方の見通しもそうだと思うが、今後数年かけて日本の企業の競争力・成長力強化の動きの中で、多少なりとも下げ止まりから幾分回復ということが前提となっており、一応今のところそのような前提で考えている。今後どのようになるかは分からないが、これまでのところで既に相当低下してきたという感じを、私自身は持っている。

石田委員

企業自身が輸出についてどのようにみているかを聞きたい。構造要因といっても、個々の企業にしてみれば自分でやっていることなので、計画上

の想定内のことである。私は、この1～3月、4～6月の輸出が伸びないのは海外景気が下振れたこと、特に貿易関係によるものとみているが、そのようにみている企業はあるのだろうか。企業自身がそのようにみていればわれわれの想定とぴったりであるが、企業が、元々この程度の予定であったということであれば、下振れたことにはならない。

前田調査統計局長

全ての企業から聞いている訳ではないので印象論でもあるが、今年前半については、元々伸びないと思っていた部分はあるが、それ以上に下振れたという感じだと思う。自動車や機械メーカーもそうであるが、新興国経済が弱かった、1～3月は米国が悪かったという中で、元々それほど伸びるとは思っていなかったが、それに比べても少し下振れたというイメージだと思う。

石田委員

そうすると、もう1回反動で増えてくる可能性もあるのか。

前田調査統計局長

あることはあると思う。ただ、海外シフトの影響について、色々努力をしてはいるが、当局として多少見誤った部分もあると思うので、そこは修正しておきたいと思う。

石田委員

主要企業へのヒアリングでは、輸出動向についてはあまり聞いていないのか。

前田調査統計局長

聞ける先には聞いている。ただ、企業の方々には、短観のほかにも物価や生産など色々なことを聞いており、相当負担をかけてお願いしている中

で聞ける範囲内で聞いている。今後は、もう少し何とかできないか、検討していきたいと思っている。

木内委員

ミクロの話であるが、サムスンがここにきて急に失速している。日本のスマートフォン部品・材料メーカーにとっては、iPhone 6 向けの生産・出荷がいよいよ本格化してくるが、一方で、韓国向けなどは需要が結構落ちているのではないかと思う。ただ、この双方を足し合わせれば、ミクロヒアリングにあるように、7～9月の電子部品・デバイスはプラスという見通しなのか。韓国要因はそれほど出てこないということが良いのか。これは短期の話だが、やや長期的にみると、あれだけ元気だったサムスンがここにきて急に落ちてきた背景としては、ウォン高だけではなく、スマートフォン市場で廉価製品のウエイトが急速に上がり、中国製品に負けているということもある。その中で、スマートフォン関連の部品・材料を提供している日本のメーカー、サプライヤーは競争に生き残っていけるのだろうか。日本の電機関連産業は、過去負け続けてきて、特に価格競争になると急速に負けてしまうということを繰り返してきた訳である。現状では、スマートフォン関連が唯一元気な分野であるが、それについても今後は、例えば、中国や台湾の部品・材料メーカーに負けてしまうものなのか、それとも、例えば民生用電機の完成品メーカーは価格競争に弱い、部品・材料メーカーは異なり、あるいは廉価品であっても比較的付加価値の高い部品・材料はずっと使われるので日本の部品・材料メーカーは大丈夫ということなのか。ミクロの質問ではあるが、将来的にはマクロ的なインパクトも大きいと思うので、考えがあれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

なかなか難しい問題であるが、短期的な話としては、われわれは前月時点で、電子部品・デバイスについては7～9月は生産が結構増えるという見通しは維持しているが、計数的にはかなり

下方修正している。下方修正の理由は、iPhone 6 向けが少し後ずれするということと、木内委員がおっしゃったように、サムスンの調子が悪いためサムスン向けに出荷しているところが下方修正している。サムソンが下振れた場合、それを中国向けに全部シフトできる訳ではないので、短期的には下振れに繋がっている。中長期的にどうかというと、正直みてみないと分からないが、日本メーカーもその辺りは分かっている、これからは中国向けであると認識しており、廉価版なので日本製品が負ける可能性がある一方、今中国市場全体でLTE化が進められており、廉価版と言いつつももう少し高機能のスマートフォンになってきている。すなわち、部品も日本製が使われるようなものが増えてくる。その辺りを狙って、日本メーカーは中国のスマートフォンメーカーに喰い込もうとしているようであるが、これが上手くいくかどうかだと思ふ。

宮尾委員

設備投資について、日本政策投資銀行の設備投資計画のデータでは、2014年度は+15%で、内訳は製造業+18%、非製造業+13%と、それぞれ非常にしっかりしているが、短観と比べてどのように評価できるのか。短観では大企業全体で+7.4%、製造業+12.7%、非製造業+4.9%となっており、短観と比べると日本政策投資銀行の方が非製造業の計画値がしっかりと強いが、サーベイ調査のクセのようなものはあるのか。時期はほとんど同じで、カバレッジも多少違うだろうがそれぞれ大体1,000社程度であまり大きな違いはないと思うが、日本政策投資銀行のデータはどのように評価したら良いのか。

もう1点は生産についてである。6月は、生産が下振れて在庫が大きく上振れた。5月と比べても在庫が急に増えた。これは主に自動車の在庫ということだが、国内向けの完成車の在庫がこれほど急に上振れるのは珍しいのではないかと思う。軽自動車では作り過ぎて在庫が溜まることままたあるが、軽を除くベースの一般乗用車でこれほど在庫が溜まることはあまりないと聞いたことがある。先程の説明では、販売計画が結果的に非常に

楽観的であったということだが、そこまで大きく外したのか。元々それほど在庫を持たない国内向けの乗用車で、なぜこれほど在庫を抱えることになったのか。国内向けなので、輸出の船待ち在庫ではない。その辺りに関し追加情報があれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

第1点目のご質問については、図表15に短観と日本政策投資銀行の数字が出ており、2014年度計画は、短観の大企業製造業+12.7%に対し、日本政策投資銀行も+18.5%と少し強い。非製造業は、短観の+4.9%に対し日本政策投資銀行が+13.2%で、非製造業が特に強いが製造業も日本政策投資銀行の方が少し強い。調査時期は日本政策投資銀行の方が2週間程度遅く、決算発表の時期なので、その後固まった数字が日本政策投資銀行の調査の方がフルに反映されやすいということがあると思う。過去も、計画時点では日本政策投資銀行の方が少し高めだが、実績はあまり変わらないという傾向がある。その中でも非製造業がさらに強めであるとのこと指摘であるが、日本政策投資銀行がどのような企業に聞いているか分からないので何とも言えないが、業種別には運輸や不動産が高めになっている。もしかすると、日本政策投資銀行の融資先である第3セクターや半官半民的な先に聞いており、その辺りが短観の調査先よりも少し強めの計画になっている可能性がある、というのが仮説としてある。

第2点目については、自動車の在庫は、前期比など計数的な増え方としてみるとかなり増えているが、元々自動車の在庫台数は月々の販売台数や生産台数に比して少ないので、少し増えると結構増えたようにみえるという部分があり、凄く在庫が溜まっているというところまではいっていないと思う。ただ、おっしゃったように軽自動車がここ2か月位増えているほか、小型自動車、普通自動車も少し増え、全般的に増えている。全てが受注生産ということではなく、小型自動車などではある程度見込み生産もあると思うので、需要見通しが大きく崩れたとは思っていないが、そうした中でこのようなことも起き得るのではないかと思っている。

白井委員

消費について確認したい。参考1の消費税率引き上げ前後の動きの1997年との比較であるが、消費総合指数を四半期で見ると、1～3月の前を駆け込み前と仮定すると、4～6月のマイナスは1～3月の伸びをほぼ相殺するかたちになっている。本当に消費の基調が良ければ、4～6月のマイナスはそこまで大きくならないと思う。駆け込みに関する消費だけが1～3月に伸びて、その分が4～6月に減っている。つまり、駆け込み以外のところがフラットであり、事実、消費総合指数のサービスは、ここ1年全然伸びておらず完全にフラットである。1997年の時は、サービスは緩やかに上がっていて、消費税率が引き上げられた1997年4月以降も上がっていたので、基調は強かったと思うが、今回は、サービス全体がフラットの中で、駆け込みと反動だけがあったように見える。フラットなので基調が底堅いといえれば底堅いのかもかもしれないが、本当に消費の基調が強いのかという点に若干疑問がある。その点、どのように考えているのか。

前田調査統計局長

毎回申し上げていることだが、われわれは消費が強いとは言っていない。

白井委員

底堅いという点も、本当に底堅いかどうか分からない。

前田調査統計局長

大きく崩れることはないであろうという意味で、底堅いとみている。

白井委員

7～9月に戻ってくるので、10～12月には分かる。

前田調査統計局長

10～12月辺りに分かると思うが、そもそも人口が減っている中で、消費はそれほど増えないと思う。

白井委員

そうだと思う。だから、底堅いで良いのかもしれないが……。

前田調査統計局長

1～3月は原計数の規模が大きい時期なので、4～6月も合わせれば、昨年の後半と今年の1～6月を比べると増えており、消費は多少伸びていると思う。先程GDPの話もあったが、仮に4～6月にGDPが2%位減ったとしても、昨年の7～12月と今年の1～3月を比べれば0.7%程度、年率では1.4%程度増える。「底堅い」の定義の問題はあるかもしれないが、今のところ消費が凄く弱いという判断をする必要はないと思っている。

4. 金融環境に関する報告(資料-5)

黒田議長

次に金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

事前にお配りしている資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。新しい計数はあまり出ていないので、簡単に申し上げる。インフレ予想関連は、図表4の市場のインフレ予想しか出ていない。(1)のQUICK調査は、今までと同じようなトレンドで、2年先から10年後までの8年間の平均値、1年先から2年後までの1年間の平均値とも緩やかに上昇している。

(2)のインフレーション・スワップ・レートは前月対比でほとんど横ばいであった。(3)のBEIは、新物価連動国債の方はほぼ横ばい、消費税の影響を除いたベースで若干上昇傾向がある程度である。因みに、現状では消費税を除いたベースのBEIは1.1%程度となっている。

図表 9 で貸出約定平均金利をみると、6月の新規実行分は、短期（除く交付税特会向け）が 1.296%と下がり、一方で長期は 0.909%と上がり、総合（除く交付税特会向け）が 1.028%と、昨年 10 月以来の 1%台となった。昨年 10 月までは、たまに 0.9%台はあったが大体 1%を超えており、それ以降 0.9%台になっていたが、久し振りに 1%台となった。これには若干特殊要因があり、劣後ローンの大口が出たことが影響していると思われるので、来月以降みていきたいと思う。大きな流れとしては、ベースレートも下がり、競争も厳しいと言われ、債務者の格付遷移も良くなっているため、ここへ来て金利が上がる理由はないと思う。一方で、先月も多少議論になったが、経費率やクレジットコスト等を考えると、かなり良いところまで来ていることも事実であり、来月以降、1%を挟んでどちらに動くのか、注目したいと思う。

図表 13 のボリューム関連であるが、CP・社債計（末残）で新しい数字が出ているので申し上げる。CP・社債計が 6 月 -1.7%の後、7 月が -2.3%、CP が 6 月 -6.7%の後 -3.3%、社債が 6 月 -0.9%の後 -2.2%と、引き続き社債を中心に前年比マイナスとなっている。これは、5 年ほど前に発行されていた社債の償還がわりと大きく、それを打ち返すほどまでは発行されていないということである。ただ、その分は恐らく銀行貸出になっていると思われるので、全体でみていく必要があると思う。社債自体の発行は引き続き高水準であり、7 月の国内公募社債計が 7,143 億円と、過去 10 年の平均である 6,000 億円弱を超える発行がある。エクイティ調達、株式調達額で前月も大きな数字が入っていたが、今月も 3,792 億円と、大口の M&A 案件等もあり引き続き好調である。

図表 18 でローンサーベイ、主要銀行貸出動向アンケート調査の数字が出ている。企業向けが、季節調整をかけると——季節調整が上手くかかっているかどうかという問題はありますが——、1~3 月の +1%ポイントから 4~6 月は +10%ポイントと企業向けは需資が増えたかたちになっている。ただ、原計数が変わっていないので、流れとしては緩やかに需資が増えているという状況で、これまでと変わっていないと思う。一方で大きく

動いたのは個人向けであり、個人向けは、原計数では+20%ポイントから-10%ポイント、季節調整済では+19%ポイントから-8%ポイントと、いずれも大きく需資が減る方向になっている。これは主として住宅ローンであり、住宅ローンが3月末にかけてかなり実行されたので、その反動が出ている。因みに、先行きは+2%ポイントなので一時的な現象だと思う。住宅ローンは、残高でみるとそれほど大きな変化はないが、実行ベースの感触では3月はかなり出て、その後、駆け込みの反動があったと銀行は感じているようである。同じアンケートの貸出運営スタンスは、あまり変わらない。大企業向け、中小企業向けとも横ばい圏内の動きであり、引き続き「積極化」超である。「慎重化」あるいは「やや慎重化」は引き続きゼロであった。

最後に、図表 22 のマネタリーベースであるが、7月は前年比+42.7%と4割台前半ないし半ばの伸びである。8月以降は3割台となっていくと思うが、同じようなペースで増やしているので前年比ではだんだんと伸び率が下がっていくことになるが、予定どおりに積み上げられている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

2つ質問がある。1点目は貸出支援オペについてであるが、4～6月のメガバンクの決算をみると、4～6月の貸出が結構減っている。季節的に4～6月は増えないということは分かっているが、それにしても結構減ったのではないか。制度見直し後2回目の9月の貸出支援オペの規模が小さくなりそうだというような見方はあるのか。また、制度が見直されて最初のオペがあり間もなく2回目だが、オペを利用している金融機関から、1回目を受けて追加の要望や2回目に向けた戦略などで聞いていることがあれば教えて欲しい。

2点目は社債についてである。銀行貸出へのシフトで社債残高が減っているという説明であるが、スプレッドなどをみると依然としてタイトであると思う。マージナルな話かもしれないが、リキャップCBが最近非常に増えており、話題にもなっている。自社株買いのためのCBの発行であるが、昨年からは米国でも社債を発行して自社株買いを実施する動きがあったが、日本ではそれをCBでやる傾向が強まっており、社債の発行ペースが加速しなくなっている中でリキャップCBの発行だけ加速し、リーマン・ショック前の水準位まで行っている。これには結構不健全な感じがしている。株高期待によって支えられており、借金をして何かビジネスをやる訳ではなく、自社株買いで資本を減らして借金を増やすので、財務体質を悪くしている。また、株高期待が剥げてくるとCB自体の価格が下がり、その結果として投資家にロスが出るなどやや問題含みという感じもする。これはマージナルな話なのか、それとも将来的に何がしかの金融リスクの1つとしてみておいた方が良いのか、教えて欲しい。

内田企画局長

貸出支援オペについては、昨年も4～6月は貸出が1番出なかったのも、マージナルな金額になってくると思う。増加額の2倍にしたとしても1兆円、2兆円の話である。全体の数字がほとんど横ばいか減るかということの中でプラスの先だけを足し上げるとどうなるかということなので、数字のイメージはないが、あまり大きな数字にならないと思っている。なお、前回も若干申し上げたが、メガバンクではないが大手行の一部で借りてこないところが出てきている。2倍なので、ファンド管理のようなことをしていれば、貸出分以上に日本銀行から借りることになるので、それをどのように使うのかという議論があり、そこについて真面目にファンド管理的なことを考える地銀や大手行の中であまり大きくない先では、「本当に2倍全部借りる必要があるのか」という議論が多少あるような気がする。割り切れば当然レート次第なので、4年固定0.1%が市場金利との関係でどうかで決めてくるべきことであり、事実、大手行は割り切ってそのようにして

いるが、そのようにしてこないところも若干出てきている。次回出てくるかどうかについては、プラスの先だけを足し上げてどうなるかという数字のあやの部分と、金利観との対比で0.1%がそれほど美味しくないのであれば借りなくても良いというところ——比較的下位のところだと思——がどの程度出てくるかで、決まってくると思っている。

2つ目のご質問については、個別に知っているものがあまりないので不健全かどうかの評価は控えたいが、借入とエクイティのバランスをどのようにするかは企業によって違うし、エクイティが余っている企業がそのような対応をすることは当然あり得ると思うので、そのこと自体が不健全ということはないと思う。また、全体としては、株価が上昇している中でエクイティ調達が増えていることは事実である。これまでのトレンドの中でエクイティ調達が不健全なほど増えているというレベル感ではないが、いわゆる後ろ向きの資金調達がある訳ではないので、前回エクイティ調達が増えたリーマン・ショック後の時期に比べればむしろ良いと思う。その辺は個別に変な動きがないか、企画局というよりは金融機構局あるいは金融市場局かもしれないが、注意してみたいと思う。

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する。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表でご説明する。实体经济の現状については、景気の冒頭表現は前月から変わっていない。内訳では、輸出の現状判断を下方修正している。先程前田調査統計局長から説明のあったとおり、輸出に関しては、1～3月、4～6月ともに小幅だがマイナスが続いたことを踏まえ、前月の「このところ横ばい圏内の動き」から、当月は「弱めの動き」としている。これに関連するので先に先行きパートを申し上げるが、輸出の表現を、前月の「緩やかに増加していく」から、

当月は「緩やかな増加に向かっていく」と変更している。

現状パートに戻り、次に個人消費や住宅投資などの家計支出の表現についてである。まず、背景となる雇用・所得環境については、「着実に改善するもとで」という表現とし、「個人消費や住宅投資は、基調的に底堅く推移しており、全体としてみれば駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある」としている。こちらも先程の説明のとおりだが、求人倍率の上昇や賃金も持ち直し傾向は続いていることから、家計支出全体としては、駆け込み需要の反動の影響が和らいできているとみている。ただ、そのペースが緩やかであることや、自動車などの耐久財や住宅では反動がやや長引いていることもあるので、その点を勘案して、「全体としてみれば徐々に和らぎつつある」という表現にしている。これも先行きパートを先にご覧頂くと、個人消費や住宅投資は、「駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくとみられる」と、和らぐ流れは先行きも続くとしている。

最後に、再度現状パートに戻り、鉱工業生産である。以上の内需、外需の動向を踏まえると、生産は、「緩やかな増加基調」というこれまでの判断は維持されていると考えている。ただ、先程申し上げたように、自動車における駆け込みの反動、それに輸出の足もとの回復の弱さあるいは遅れが加わり、4～6月の生産は大幅な減少となったので、このことを踏まえて、当月は「足もとでは弱めの動きとなっているが」という一節を挿入している。物価パートは変更ない。以上である。

正木企画局政策企画課長

金融面では、総括判断は、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。マネタリーベースは、前年比伸び率が6月+42.6%のあと7月+42.7%となったので、「4割台前半の伸び」という表現を維持している。次の企業金融周りは、当月は貸出およびマネーストックの統計がまだ出ていない。発行市場はCP・社債の残高が出ているが前年比マイナスであり、こちらも前月どおりで、このパラグラフは一切表現を変えていない。

最後に、金融市況である。まずターム物金利、とりわけ短国レートは前回会合以降概ね0.02~0.03%程度で推移しており、「横ばい圏内の動き」と言えると思う。その他のマーケットでは、前回会合終了時点で10年債利回りが0.535%、日経平均が15,400円台、ドル/円は101円60銭程度であった。その後の動きは、長期金利は緩やかな低下傾向が続いており、株価、ドル/円はこの間振れているが、ここ数日は若干リスクオフの感じもあり、極く足もとの数字を先月と比べると、やや株安・円安方向かと思う。ただ、慣例として株価で±500円、ドル/円で±2円、長期金利で±0.1%程度であれば、「概ね同じ水準」と表現している。足もとの数字はその範囲に入っているが、明日までの計数をみて表現を決めたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

2点ある。1点目は、前回も指摘した点だが、リスク要因として、地政学問題を少し検討しても良いのではないかと——急に追加するのは難しいという問題はあるかもしれないが——という感じを持っている。ロシア・ウクライナ問題、中東問題はすぐに解決する問題ではなさそうである。勿論世界経済に大した影響が及ばない可能性もあるが、逆もあり得る。実際、今、市場に影響が出ている。私は、地政学的リスクを書きおいても良いと思うが、その辺はどのように考えているのか。タイミングが難しいということかもしれないが、10月の展望レポートまで待つて遅すぎたということにならないければ良いが。

2点目は、住宅投資がようやく下げ止まったかどうかについてはまだ確認できていないが、次回までには住宅着工のデータが出てくるので、それをみて、先行きの表現を個人消費と住宅投資に分けて表現した方が良い可能性も出てくるのではないかとみている。

亀田調査統計局経済調査課長

2点目の住宅着工については、6月が下げ止まりかもしれないという感じであったのでこのような表現にしているが、この後の状況を見て、どのような表現が適切か、個人消費と書き分けることも含めて検討していきたいと思う。

正木企画局政策企画課長

リスク要因については、比較的最近までは、どちらかと言うと、地政学的リスクがあるわりには世界経済は resilient であるという評価だったように思うが、極く最近は、地政学的リスクの影響は意外と大きいかもしれないというパーセプションが広がってきていると思う。展望レポートを受けないと月報の表現を変えられないという訳ではないと思うが、この段階でそこまで織り込むかどうかは委員方のご判断である。われわれ事務方としては、この段階でそれを single out するには少し早いのではないかという印象を持っている。

白井委員

この表現に反対すると言っている訳ではないが、これは長引く問題で、上に行くか下に行くか分からないので、書いておくことも検討の余地はあるのではないかという感じを持っている。

木内委員

今回、生産と輸出の判断を下げた点は良いが、一方で、雇用・所得環境については、「着実に」という文言を入れて、現状・先行きとも判断を引き上げている。これが、前回の会合以降の数字を受けてであれば若干違和感がある。例えば、有効求人倍率は改善しているが、改善は従来から続いている。失業率では、労働参加率の問題があるとはいえ上昇した。所得では、先程説明があったが、1人当たり賃金の伸び率は少し落ち、6月の数

字ではボーナスの伸び率が思ったより低かった。このように、この1か月間では判断をさらに前進させるほどの材料はなく、むしろ少し弱めの方の材料が多かったように思う。説明としては、恐らく、単月の数字だけの判断ではなく、改善傾向が続いているので「着実に」ということになるのだと思うが、内々には、全体の判断を下げない中で輸出・生産の判断を下げることとのバランスをとるといふ配慮があったということなのか。あるいは、別の理由なのか。

亀田調査統計局経済調査課長

ある部分の表現を別の部分の表現とのバランスで意図的に変えることはしていない。1つずつのコンポーネントで基調判断をしているということに尽きる。雇用・所得に関しては、ボーナスの伸びが思ったほど強くなかったという点については、われわれの想定対比ではそこまで強くはなかったということであり、賃金は確かに思ったほどは高くはなかったが、流れとして改善傾向がみえてきたとはみている。賃金の上昇、持ち直し傾向が確認できてきたという先程の話のとおりである。前月時点でも、持ち直し傾向がはっきりしているとはみていたが、まさに単月の動きであったので、今月の動きも併せて、流れとして趨勢的に賃金の持ち直しに確信を強めているところである。ただ、もう少し伸びると思っていたのに比べると、少し弱かったということだと思う。失業率、有効求人倍率については、木内委員のご指摘のとおりで、失業率は幾分上がったが労働力調査という統計にありがちな単月の振れと考えており、有効求人倍率は1.10倍とバブル以来の高水準ということを含めると、労働需給はさらにタイト化する方向だと思っている。そういった動きと併せて、「着実な改善」だと思っている。それが、足もと多少ペースが鈍っているとはいえ、個人消費が全体としては反動が和らいできているということにも影響していると思っているので、その判断を示したということである。

黒田議長

他にご質問等がなければ、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19分中断、8日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず、議事進行をご説明する。本日は、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、最後に7月14、15日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは古川禎久副大臣、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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。佐藤委員からお願いする。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、昨日の執行部報告で概ね良いと思う。海外経済の見方について、前回会合以降特段の変化がないので、国内

経済、とりわけ執行部が今回判断を引き下げた輸出と生産を中心に、私の見解を申し上げる。

実質輸出は、4～6月期が前期比-1.1%と2四半期連続で減少した。円高修正後も本年前半の輸出が低迷した理由として、これまでの執行部説明では、第1に1～3月期の北米の寒波の影響、第2に中国・ASEAN経済の低迷、第3に消費税率引き上げ前の国内出荷を優先する動きなどの循環要因が挙げられていた。しかし、4～6月期は米中経済が持ち直し、国内では供給面の制約が緩和しつつあるとみられる中でも、輸出は引き続き精彩を欠いており、先に挙げた循環要因よりも、製造業の海外移管や競争力の低下といった構造要因が、思いのほか強く出ているとみるのがより妥当という気がする。海外移管という点では、本年初にかけて、自動車各社のメキシコの生産拠点が本格稼働した影響はやはり大きかったとみるべきではないかと思う。これらの生産拠点では部品調達も現地化が進み、日本からの部品輸出の誘発効果も然程期待できないようである。足もとはスマートフォンの新製品作り込みに応じ電子部品の輸出増加が見込まれるなど、一部に明るい兆しもあるが、これもやや季節性のある要因で然程持続性があるとも思えない。以上のことから、輸出の現状については、執行部報告どおり「弱めの動きとなっている」と判断を引き下げることが妥当と考えられるが、先行きの「緩やかな増加に向かっていく」という判断については、特に反対するものではないが、やや楽観的にみえる点を留保しておきたい。

以上の輸出動向を受け、鋁工業生産は、4～6月期が前期比-3.7%と執行部のマイクロヒアリングによる見通しから下振れた。とりわけ6月の生産は不芳で、製造工業生産予測調査との比較でも主要業種の実績が軒並み計画を下回っている。在庫・在庫率指数も、主に輸送機械で跳ね上がっていることから、消費税率引き上げ後の自動車の需要減少が企業の想定以上であったことが示唆される。先行きは、7～8月の製造工業生産予測指数が一応2か月連続の増産となっていることから、緩やかな増産基調に復するとみたいが、このところの予測指数の達成状況を勘案すると、これもや

や慎重にみておいた方が良いように思われる。

こうした輸出・生産動向を受けた国内経済の見方だが、4～6月期は内需がやや大きめの反動減に見舞われたうえに輸出も弱含んだものの、現状判断としては、執行部報告どおり「基調的には緩やかな回復を続けている」で取り敢えず良いと思う。

民間の4～6月期実質GDP成長率の予測平均値は、前期比年率－7%台の大幅なマイナスとなっている。仮に、実際の成長率が民間予測並みとなった場合、1～3月期の年率＋7%近い高成長を帳消しにすることとなり、また景気動向指数の一致指数は1～3月期をピークに下落基調にあることから、足もとは事後的にみればミニ景気後退局面と判定されてもおかしくはない状況ではある。ただし、7～9月期は当初見通しどおりプラス成長に復すると見込まれること、また個人消費は足もと反動減が大きい印象だが、ベースとなる雇用・所得環境は堅調さを維持しており増税の影響は相応に吸収可能と見込まれること、さらに企業マインドも低調な輸出・生産のわりには堅調であることから、景気後退局面にしばしば観察される負のスパイラルに入った印象はない。恐らく、企業が海外移管を進めた結果、国内生産・輸出は不振でも、連結ベースのパフォーマンスを基に企業は自社の業況を判断するので、いわばミクロとマクロの分断が起こっているのだと思う。こうしたミクロとマクロの分断のもとでも、海外の生産子会社が生み出す所得が国内に還流し、消費や設備投資に回るのであれば、仮に、先行き輸出が精彩を欠き続けても、全体としての好循環は維持可能と思われる。ただし、繰り返しになるが、国内生産・輸出のみに着目すれば足もとは事後的にミニ景気後退局面と認定されてもおかしくはない局面だけに、今後の指標については予断を持たずに入念にチェックしていきたい。

最後に、物価の先行きについて、消費者物価コアの前年比は「暫くの間、1%台前半で推移する」との執行部判断で良いと思う。目先の消費者物価は、石油製品価格が高めの推移となっているうえに、幾つかの値上げ案件もみえているためである。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国と中国の経済は、足もとでは比較的良好である。米国は潜在成長率の低下傾向、中国は不動産市場の供給過剰などそれぞれ構造問題を抱えていると考えているが、米国では金融緩和の長期継続期待とそれに伴う金利低下や株高傾向、中国では財政・金融両面の景気対策の効果がそれらを覆い隠している面がある。両国ともに、足もとで物価上昇率の落ち着きが再び確認され始めたことが、現在の緩和環境を暫く持続させる蓋然性を高め、経済の下振れリスクを減じているように見える。しかし、これらは必要な構造調整を遅らせ、金融不均衡を助長するなど、将来的には経済の安定を損なう可能性がある点には、引き続き留意したいと思う。

他方、アジア地域では中国に次ぐ日本の輸出先である韓国の経済状況が気掛かりである。旅客船沈没事故の一時的な影響もあつたとはいえ、4～6月期の成長率は下振れ、ウォン高などから電機、自動車など有力企業の不振も目立っている。これは、競合する日本企業に一部プラスの面もあるが、全体としては輸出を通じて日本経済にマイナスとなる。

国内経済については、4～6月期の大幅マイナス成長は既に古い話だとしても、6月までの月次経済指標を踏まえると、7～9月期の成長率の回復ペースが従来想定していたよりも緩慢になる可能性が出てきた点がより重要である。各種の消費関連統計は、増税による一時的な落ち込み幅が相応に大きかった一方、その後の持ち直しペースは区々で、全体として堅調な持ち直しとは総括できない状況である。加えて、輸出の不振も続いている。これらが意図せざる在庫増加をもたらし、鉱工業生産の回復ペースを抑制している面があると思う。現在堅調な雇用・所得環境にもその悪影響が及ばないかが次の注目点である。

4～6月期の実質輸出は2四半期連続のマイナスとなったが、6月の水

準は4～6月期平均を1.1%下回っており、7～9月期も低めの伸びになりやすい状況である。6月の実質輸出は、2008年のリーマン・ショック直前のピークを13%強下回っているが、およそ6年間このピークの水準を一度も回復したことがなかったことからみても、輸出の弱さが足もとの一時的な現象でないことは明らかで、リーマン・ショックや震災を受けた現地生産や現地調達の拡大など、貿易・投資の構造変化が背景にあると思う。また、地域別輸出数量指数でリーマン・ショック前のピークと足もとの水準との乖離をみると、アジア地域と比べて欧米向け輸出の方が格段に大きくなっており、アジア地域の需要の弱さに長引く輸出不振の主な理由を求めることも妥当でないと考ええる。2四半期連続で減少したあと輸出がこの先やや持ち直す可能性は十分に考えられるが、それを持ち直しあるいは増加基調と早期に判断することには、慎重であるべきである。今後、輸出回復を前提としない景気見通しにメインシナリオを修正することも検討に値すると考えている。仮にそうであったとしても、景気回復自体は簡単には崩れないと考えるが、その場合には、非製造業主導色の強い回復が続くことになるため、生産性上昇率、潜在成長率が容易に高まらない中、需給逼迫傾向が急速に強まる、あるいは対外収支の悪化が続くなど、経済・金融の潜在的な不安定性を伴う回復の軌道が続くことを覚悟する必要がある。

最後に、消費者物価動向だが、前年のエネルギー価格変動の影響を受けないコアコア指数の前年比は、昨年11月以降ほぼ横ばいで推移してきたが、足もとでもその傾向に変化はみられない。今後の物価動向を展望する際には、労働市場の逼迫に対して、賃金、サービス価格がどの程度敏感に反応するかが重要である。深刻な人手不足と賃金上昇を耳にすることが多い中、足もとのサービス価格はなお回復感を欠いている。この背景を、まずマクロ面で考えると、労働分配率の大幅低下と単位労働コストの低下が挙げられる。法人企業統計に基づく労働分配率は、最新1～3月期で70%割れとなっている。さらにGDPベースの単位労働コストは前年比でマイナスの領域が続いており、マクロ的には賃金上昇分がまだ価格に転嫁され

にくい環境にあることを示している。一方ミクロ面では、職業別に有効求人倍率をみると、人手不足が非常に深刻と言われる建設工事は6月に約6.5倍、接客・給仕は約2.5倍だが、相対的に給与水準が高いと考えられる一般事務は約0.2倍しかない。他方、建設業の所定内賃金は前年比+1.5%、卸・小売業で+1.3%、飲食サービスも+1.0%とそれほど大きな上昇率ではない。人手不足には業種別、職種別に大きな偏りがある一方、人手不足分野でも賃金上昇率は比較的緩やかである。労働市場のミスマッチが大きい中、賃金を引き上げてても適当な人材が確保できない、賃金を大きく引き上げると採算が合わなくなるなどの理由が背景にあると考えられる。そうした業種では、業務の拡張が制約を受け、賃金・価格の上昇よりも経済活動の低下の方が先に表面化しやすい状況だと思う。他方、サービス価格で大きな比率を占める家賃も依然低迷している。こうした状況を踏まえると、消費者物価上昇率は多少の振れは伴いつつも、暫くのところは概ね現状程度で推移するとの判断が妥当と考えている。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。

海外経済については、米国経済は、4～6月期のGDPが前期比年率+4.0%の高い伸びとなり着実に回復している。労働市場では、賃金の伸びが緩慢となっているが、非農業部門の雇用者数は6か月連続で20万人超の増加となったほか、失業率も着実に改善している。この間、消費マインドが改善しているほか、ISM指数も非製造業で2008年の算出開始以降で最も高い水準となるなど、企業活動のモメンタムもしっかりしている。先行きは、住宅市場の回復にややもたつきがみられる点に留意が必要だが、財政面の下押し圧力も弱まることから、着実に回復が続くとみられる。欧

州経済は、極く緩やかな回復が続いている。低インフレ率が継続している点や、ロシア・ウクライナ情勢の緊迫化による影響には十分な注意が必要だが、企業や家計のマインドが堅調に推移するも、ペースは緩やかながらも回復していくとみられる。中国経済は、政府による景気刺激策も奏功し、安定した成長を続けている。企業マインドも改善を続けており、不動産市場の動向には注意が必要だが、政府の小刻みな景気刺激策の効果や金融面の下支えに加え、外需の改善も見込まれることから、先行きも現状程度の安定した成長が続くとみている。

次に、わが国経済は、基調的には緩やかな回復を続け、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいくとみている。もっとも、回復ペースは、自動車や住宅関係でやや調整が長引く懸念があるなど必ずしも一様ではないことや、実質所得の減少が消費面に次第に影響してくる可能性もあるため、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、労働需給や所得の改善が寄与するも、底堅く推移している。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ていたが、足もとは持ち直し基調にあり、住居等を除くベースでは2か月連続で前月比増加している。商業販売統計では、百貨店売上を中心に、天候要因などから持ち直しのペースがやや鈍化しているが、ヒアリング情報では、7月後半以降は持ち直しており、8～9月には前年並みに復するとの見方が多く聞かれている。この間、旅行や外食などのサービスは底堅く推移している。先行きも、労働需給の改善や夏季賞与の増加、さらには公務員給与の引き上げ見通しなどを受けた所得環境の改善が続くも、個人消費は底堅く推移するとみられる。

なお、消費税増税の影響が出やすい4～6月期の企業決算は、電機をはじめ好調である先が多くみられるなど、企業収益は引き続き改善傾向にある。こうした中、設備投資は、6月短観、日経調査および日本政策投資銀行調査でも高い伸び率の投資計画が示されており、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。

一方、輸出は、5月に続き6月も若干減少した結果、2四半期連続での

減少となり、横ばいから幾分弱めの動きとなっている。この背景としては、自動車などの海外生産拡大の動きが若干大きめに影響したとみられるが、基本的には海外経済のもたつきが影響していると考えている。海外生産の拡大については、輸出伸び悩みの構造的要因として働いていると思われるが、今回の日本政策投資銀行の設備投資調査では、2014年度計画の海外比率は低下し、これまでの上昇傾向に一服感がみられている。また、中期的な供給能力についての回答をみると、海外の供給能力を強化する先の比率は7割強と高水準であることには注意が必要だが、前回調査並みで変わっていない。一方、国内を強化する先の比率は、前回の2割強から3割弱に増加している。以上を踏まえると、既往の円高修正により、海外生産の拡大ペースがさらに加速することは考えにくいとみている。今後、海外経済は先進国を中心に回復が見込まれるので、先行きは緩やかながら増加に向けた動きになるとみている。

以上の内外需要のもとでの生産は、足もとは輸送用機械を中心に幅広い業種で減少がみられ、全体でも大きく減少したが、先行きは、駆け込み需要の反動の影響が次第に和らぎ、予測指数も増加見通しであることから、緩やかながら増加基調で推移するとみている。なお、輸出や生産面では、自動車の海外生産の動向や国内販売減を受けた在庫増の影響が大きいことから、今後の推移をしっかりと注視していきたいと思う。

次に物価である。6月の消費者物価（除く生鮮）の前年比は、消費税の影響を除くベースでみて+1.3%と、5月に続いて若干伸びが鈍化した。もともと、消費行動の変化や既往のコスト高を転嫁する動きが続くもと、引き続き幅広い品目で上昇がみられ、食料・エネルギーを除くベースでは、先行する東京都区部を含め、伸び率を若干拡大させている。夏場から秋口にかけては、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が、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。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

海外経済に関しては、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、寒波の影響を受けてマイナス成長となった1～3月期から、4～6月期は前期比年率+4%へと大きくリバウンドした。雇用者数も6か月連続、月間20万人台で増加している。この堅調な雇用が自動車販売などの消費の増加をもたらし、消費の増加が企業投資の増加に波及している。先行きも、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。

ユーロ経済は、内需と外需がともに緩やかに回復している。こうした総需要の持ち直しに対応して、生産も緩やかに改善している。懸念材料はウクライナ情勢で、最近、その地政学的リスクがやや高まったことを背景に、製造業のPMI生産指数が大きく低下した。しかし、依然50を上回っており、サービス業のPMI生産指数は堅調に上昇している。ユーロ安傾向も輸出の増加に寄与すると見込まれる。従って、ユーロ経済は今後しばらくは緩やかな回復が続くと予想する。しかし、デフレとそれによる成長低下のリスクは払拭されていない点は要注意だと思う。

中国経済は、内需が堅調で輸出も欧米向け中心に持ち直している。中国政府は、構造改革を進める一方で、財政・金融両面から景気を支える政策を採る方針であるので、先行きも+7%台前半の成長を維持できると考えている。

先進国を中心とする景気回復と新興国の通貨安は、次第に、新興国の先進国向け輸出の増加を通じて、新興国の景気回復に資すると考えている。実際に、アジア諸国の輸出は基調としては増加傾向を示していると思う。

国際金融市場は、最近、ハイイールド債向けの資金流入が減少しており、

行き過ぎた search for yield の動きが修正されつつあると考えている。一方、ウクライナをはじめとする地政学的リスクが次々に起こり、国際金融市場が不安定化する可能性については注意が必要だと思う。

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月期はかなりの反動減が予想される。さらに、増税による可処分所得減少の効果も残ると思われる。しかし、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、1.1倍まで上昇した有効求人倍率、所定内給与の上げ止まりと緩やかな上昇への動き、消費者コンフィデンスの回復といった各種の経済指標に示されているように、雇用・所得環境の改善基調は維持されていると考える。従って、消費は7～9月期以降次第に持ち直すと予想している。

設備投資については、6月短観において、2014年度の設備投資計画はしっかりしていた。全産業全規模ベースでみた設備判断DIも「不足」超に転じた。日本政策投資銀行の6月調査によると、大企業の2014年度の国内設備投資計画は製造業+18.5%、非製造業+13.2%、全産業では+15.1%と3年連続の増加である。非製造業も3年連続の増加で、増加への寄与度は製造業を上回っている。この調査では、ここ2年間にみられる企業の設備投資の期待収益率の上昇基調が今後の設備投資マインドの改善を後押ししていると述べられている。好調な企業収益、長らく延期されてきた更新投資、賃金上昇を背景とする労働節約型投資の必要性といった諸要因を考慮すると、短観や日本政策投資銀行の設備投資計画のアンケート調査に示されているように、今後、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、輸出は弱めの状況が続いているが、その主因は日本経済と密接な関連を持つアジア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、輸出も緩やかであるが持ち直すと考えている。

以上から、日本経済は、4～6月期の大きな落ち込みを乗り越えて、7～9月期以降は内需主導で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、さらに賃金と財・サービスの価格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、その上昇率は年後半に向けて高まると予想している。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、低ボラティリティのもとでのリスクテイクが進み、一部に高値警戒感も出てきていたところに、米国経済指標やそれを受けた金融政策を巡る思惑、地政学的リスクの高まりなどをきっかけに、ハイイールド債券が売られるなど神経質な動きがみられた。このような動きは、例えば、今は金融緩和継続の方針を示しているF e dの姿勢が、経済・物価情勢の変化により早期利上げに傾くといった観測が高まると、ポジション巻戻しを通じて国際金融資本市場に相応の影響が及ぶメカニズムが存在することを改めて示唆していると思われる。その動向には引き続き注視していく必要がある。

海外経済については、見方を変えていない。米国経済は、第2四半期の実質GDPが前期比年率+4.0%となるなど、民間需要中心の緩やかな景気回復が続いていることが改めて確認できた。すなわち、非農業部門雇用者増加数が6か月連続で20万人を上回るなど雇用環境の改善を背景に、個人消費は堅調に推移しており、こうした前向きの動きは設備投資や生産など企業部門にも波及している。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、緩やかな回復が続くとみているが、ユーロ圏のH I C P 総

合は前年比+0.4%まで低下しており、デスインフレ傾向が定着してしまわないか、気になるところである。

中国経済は、第2四半期の実質GDPが前年比+7.5%と前期より伸びを高めるなど、成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかってきており、先行きについても、現状程度の安定的な成長が続くとみている。

新興国経済については、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。ただし、一部には先進国や中国の景気回復が輸出面に好影響を与える動きもみられており、先行きは安定する方向に向かうと思う。

以上を踏まえると、海外経済全体としては、一部に緩慢さを残しつつも「先進国を中心に回復している」、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。ただし、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。特に、足もとウクライナについては、経済制裁の応酬で世界経済に影響が及び得るチャンネルは広がってきているという気がする。

次に、わが国経済である。まず企業部門だが、輸出は、期待に反して4～6月の実質輸出が前期に続いて1%程度減少し、弱めの動きとなっている。この背景には、新興国経済のもたつきに加え、1～3月の米国経済減速の影響がラグを持って現れてきたこともあると思う。先行きは、そうした一時的要因が減衰するもとの、海外経済が緩やかに回復することから、輸出は、今は弱めでもいずれ緩やかな増加に向かっていくと考えている。この中で、わが国製造業に比較優位のある高付加価値製品への需要も高まっていくと思う。ただ、自動車産業などわが国企業の海外生産シフトといった構造的な要因の影響が、予想より大きいことは否定できない。因みに、先日金融経済懇談会で訪れた静岡県は、輸出製造業の集積地域であるが、当地の代表的な自動車メーカーの社長は、「海外需要増には基本的には海外生産増で対応するので、輸出がかつての勢いに戻ることはないだろう」と述べられていた。従って、この後も海外生産が輸出をある程度継続的に下押しする可能性は、念頭に置かざるを得ないように思う。

一方、設備投資については、企業収益が改善する中で、緩やかに増加し

ている。また、消費税率引き上げ後も、企業マインドが良好で、企業は前向きな投資姿勢を堅持しており、先行きの設備投資は緩やかな増加基調をたどっていくとみている。輸出増加から増産投資という過去の典型的なメカニズムは最早働きにくいとしても、設備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、設備投資を押し上げていくものと考えている。そして、それがひいては輸出競争力の回復にも寄与することになるのではないかと考えている。

次に、家計部門だが、雇用・所得面をみると、有効求人倍率が1.10倍と1992年以来の水準となるなど、労働需給は着実に引締まってきている。また、1人当たり賃金も持ち直しており、雇用者所得は緩やかに伸びを高めている。先行きについても、経済に前向きの循環が働くもとの、雇用者所得は緩やかな増加を続けると思っている。このような雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は基調的に底堅く推移している。駆け込み需要の反動の影響については、確かに耐久財を中心に回復の遅れを指摘する声もあるが、全体としてみるとその影響は徐々に和らぎつつある。実際、消費者コンフィデンスも底を打って改善している。先行きについても、雇用者所得の増加を背景に底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響はさらに和らいでいくとみている。ただし、消費税率引き上げに伴う実質所得減少の影響については、引き続き注視していく必要がある。

こうした需要動向を受けた生産は、6月の生産は大きめの減少となるなど、駆け込み需要の反動から足もと弱めの動きとなっているが、4～6月で括るとそのマイナス幅は事前の見通しから大きく下振れた訳ではなく、また7月、8月の予測指数がプラスとなっていることから、基調としては緩やかな増加を続けているという判断を変える必要はないと思っている。

以上を踏まえると、景気の現状は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの経済の前向きな循環が働き続けていることから、「基調的には緩やかな回復を続けている」との判断を維持することで良いと思う。先行きについても、「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」との判断で良いと思う。

最後に物価面だが、プラス幅が幾分縮小する局面を挟みつつ、「暫くの間、1%台前半で推移する」という見方を変えていない。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

経済と物価に分けて意見を申し上げます。まず、経済の動向だが、本年4～6月期については、消費を中心に駆け込みの反動が相応に大きいことが明確になりつつある。消費総合指数、消費包括指数、家計調査の実質消費水準をみると、6月入り後は消費の回復ペースが緩慢になっていることから、落ち込み後の水準はまだ2012年レベルにとどまっている。この間、テレビやエアコンなどの販売は比較的堅調であったが、自動車販売の低迷が続いており、衣類やサービスなどの消費も伸び悩んでいる。特に、消費の反動減は年収が400万円以下の世帯で大きく、この世帯の収入は名目ベースでも伸び悩んでおり、センチメントも改善していないことが影響しているようである。こうした比較的所得の低い世帯の数は、非正規労働者の増加と年金受給者の増加もあって増え続けており、世帯数全体の5割弱に達している。その一方で、ベアやボーナスなどの名目賃金の改善を最も享受する所得が比較的高い世帯の数は減少しているため、全体としては低所得者層にしわ寄せがいくかたちでの二極化が進んでいることもあり、消費の回復が緩慢になっているように思う。住宅投資は、6月入り後下げ止まった感があるが、建設財の需要や不動産の景況感を幾分悪化させている。実質輸出も低迷が続いており、米国では4～6月期に景気回復に伴い実質輸入が高い伸びとなったが、わが国の対米輸出の増加には繋がっていない。その一方で、設備投資については、堅調だが反動減もあって前期比減少している。このように内外需要の前期比減少により、鉱工業生産の反動減は幅広い業種で予想対比大きくなり、出荷・在庫バランスも悪化している。この結果、4～6月期の成長率前期比は7月中間評価時点の私自身

の推計よりもやや減少幅が拡大したと予想している。執行部案の現状判断については、概ね適当と判断する。

経済の先行きについては、消費の反動減が和らぎ、緩やかな回復ペースが続くと考えている。雇用・所得環境については、65歳以下の労働力人口が減少する中で新規求職者数が頭打ちになりつつあるため、雇用者数の伸びは今後次第に緩やかになると思われ、名目賃金の上昇で雇用者報酬が改善していくのが重要になってくる。また、将来所得の改善期待が伴わなければ、実質所得の減少が消費や住宅投資に及ぼす負の影響も強まる可能性を意識している。設備投資については、大企業の堅調なマインドや企業収益の改善がみられる一方で、出荷・在庫バランスが悪化しており、輸出についても、今後米国や欧州向けに順調に伸びていくのか不確実性があることから、設備投資の拡大ペースは計画対比緩やかになると思う。鉱工業生産も緩やかなペースで増産へと転じていくと予想している。

7～9月期の実質成長率については、4～6月期の反動減が大きい分だけ比較的大きな戻りも見込まれるが、実質GDPの水準自体は駆け込み前に戻る程度にとどまるとみている。2014年度の成長率については、私自身の見通しは、元々政策委員見通しの中央値対比で慎重だが、それでも7月時点からの下方修正が必要となる可能性が高いと考えている。執行部の先行き判断については、住宅投資の反動減についての今後の動向次第では、判断の修正が必要になるかもしれないが、現時点では概ね適当と判断する。半年先までの経済のリスクバランスについては、輸出や消費を中心に下振れリスクの方にやや傾いていると判断している。特に、地政学問題が世界経済や金融資本市場へ及ぼす負の影響に注目しており、この点を対外公表で明記することを今後検討した方が良いのではないかと考えている。

次に、物価の動向についてである。まず、消費税率の転嫁状況については、モニタリング調査によると毎月改善しており、フル転嫁率は7割を超え、1997年時よりも良好のようである。消費税率の影響を除くコアCPI上昇率については、4月に+1.5%をつけたあとエネルギー価格の影響の剥落を主因に幾分低下している。また、帰属家賃を除く一般サービスの

上昇率も急速に低下している点は注意を要する。需給ギャップについては1～3月期に+0.6%をつけたあと4～6月期は大きく悪化し、物価上昇圧力は弱まっていると思われる。この点は、企業の各種調査で販売価格D Iが4月に改善したあと、6月、7月と幾分低下している結果と整合的である。予想インフレ率については、Q S S調査や物価連動国債のB E Iは極く緩やかな上昇にとどまり、全体としてはほぼ横ばい状態で推移している。

物価の先行きについては、需給ギャップがプラス基調を強めると見込まれる年末にかけて、予想インフレ率の上昇を伴いながら、徐々に物価上昇圧力が高まっていくのか注視している。ただし、企業が販売価格を持続的に引き上げ、C P Iベースのインフレ率が2%目標に向けて着実に上昇していくには、企業による成長期待や家計による将来所得の上昇期待が高まる必要がある。この点、政府による成長戦略の迅速な実行、地方政府や企業による成長力や競争力を高める努力は欠かせない。また、人手不足が顕在化している現在、成長制約による経済成長率の下押しを防ぐためにも、女性や高齢者の就業を促すように既存の税制・社会保障制度の見直しや待機児童問題が早急に改善される必要がある。さらに、わが国で今後も持続的な需要や雇用の増加が見込める産業は、ただ1つ、医療・福祉だが、同産業では所定内給与と特別給与がともに前年比減少しており、賃金水準も低い状態が続いている。医療・福祉産業の付加価値と労働生産性を改善するような規制緩和が進めば、賃金上昇を実現しやすくなり、慢性的な人手不足を解消し、潜在成長率の引き上げに繋がると思う。また、そのような賃金上昇の実現はサービス価格の上昇ももたらし、2%物価安定を持続的に達成する可能性を高めることに繋がると思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済から経済・物価情勢の現状認識を申し上げる。前回会合以降、米国、中国を中心に総じて改善方向の経済指標が多かったと思う。その一方で、欧州では、ロシア・ウクライナ情勢を背景に、製造業などで弱めの動きがみられた。また国際金融市場では、米国株式やハイイールド債など高値警戒感のあった一部の資産価格で調整が進んだ。もっとも、米国、中国の回復が維持されるというシナリオのもとで、全体としては、世界経済の回復基調は崩れておらず、これまでの基調判断を維持できるとみている。それぞれの地域ごとについては、各委員からお話があり、私自身の基調的な判断も前回とほとんど変わらないので割愛し、米国経済についてのみ申し上げる。GDPの改善が確認され、内需中心の改善の動きに確からしさが増してきているというのは、皆さんもおっしゃったとおりに思う。一方、住宅は強弱区々の動きとなっているが、Fedのローンサーベイによれば、金融機関の住宅ローン向け貸出態度が方向としては緩和した点は好材料だと思っている。

続いて、わが国経済について申し上げる。前回会合以降、輸出や生産など一部に弱めの指標がみられ、個人消費の一部でも回復にややもたつき感がみられるが、一方、労働市場では企業側の労働需要と家計側の労働供給の両面から改善の動きが続いており、緩やかな賃金上昇としっかりとした雇用者数の伸びが続いている。企業収益、企業マインド、そして設備投資計画もしっかりとしており、全体として前向きな景気回復メカニズムは維持されており、総じてメインシナリオの範囲内の動きとみている。

以下、特徴点を何点か申し上げる。まず輸出である。海外需要の状況は、6月短観の海外需給判断でも示されたように、着実に改善が進んでいるとみられる中であって、輸出は6月も弱い数字となった。これは、わが国のグローバル企業の海外生産体制が定着しつつある中で、需要地生産と連結収益を重視するという基調的、構造的な動きがさらに強まってきていることが、その大きな背景にあるとみている。今後は、米中を軸とした世界経済の着実な回復が期待され、IT関連の輸出の増加も見込まれることから、

緩やかな持ち直しに向かっていくというメインシナリオは維持できると思う。ただし、今述べたような大きな背景のもとでは、海外需要が回復しても輸出の回復は極く緩やかな伸びにとどまる可能性は十分に念頭に置くべきであると考えている。

次に、設備投資については、6月の資本財総供給、建築投資で下げ止まる動きがみられた。日本政策投資銀行の調査によれば、大企業の今年度の設備投資は、製造業、非製造業ともに力強い計画が示されている。中でも非製造業の設備投資計画は、6月短観と比べて一段と増加している点に私自身は注目している。人手不足や建設費の高騰が懸念される中でも、非製造業の設備投資が活発に行われることは、内需中心の回復を後押しするうえでも、また供給力の天井を引き上げる、つまり潜在成長力を高めるうえでも大変重要な動きである。

個人消費については、品目、業態によって回復にばらつきがみられている。耐久財の回復にはもたつき感が窺われるが、非耐久財やサービス消費は基本的に堅調であるとみている。また、大手ネット販売会社の決算会見での情報であるが、インターネット通販全体の販売額は4月を底に順調に回復しているとみられ、4～6月期の流通総額は前年比8%増であった。こうしたことから窺えるように、雇用・所得環境が着実な改善が続いていることから、消費の堅調さは今後も維持されるとみているし、私自身としては、輸出の弱さをカバーするうえでも、個人消費が強めに回復していくことが重要と考えている。

生産については、4～6月期が-3%台後半とやや大きく減少した後、7～9月は持ち直す見込みである。自動車では、国内販売の下振れから完成車在庫が増加しているが、在庫調整を年度上期で終了し秋以降の回復に繋がられるかどうか注視していきたい。

最後に物価動向であるが、6月のコアCPI上昇率は消費税率引き上げの影響を除くベースで+1.3%と想定どおりの動きであった。今後も、当面は1%台前半の範囲で推移し、その後は、底流でみられる需給ギャップが着実に改善するとともに、緩やかに予想インフレ率が高まる中で、物価

上昇圧力が徐々に高まっていくとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

最後の発言になるので、海外については省略し、国内についてのみ申し上げます。このところ発表された経済指標をみると、やや弱めのものが目立っているが、全体として、前向きの循環メカニズムが崩れている訳ではないとみている。景気判断としては、現状は「基調的には緩やかな回復を続けている」、先行きは「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」との判断を維持することが適当と考えている。

まず、消費動向については、日用品などの非耐久財の反動減の影響が徐々に和らいでいるが、耐久財については戻りが遅れており、懸念のあるところである。しかし、消費を支える雇用・所得環境は、常用労働者数が堅調に増加するもとの、久方振りにベースアップも実現するなど、着実に改善している。夏のボーナスについても、6月毎勤統計における特別給与の伸び率が確報で例年どおり上方修正されるか、しっかりと確認する必要はあるが、各種調査にみられるように、相応の伸びとなることが見込まれる。マクロ的には、雇用者所得の伸びは物価上昇率に追いついておらず、実質賃金減少の影響には引き続き留意する必要があるが、雇用・所得環境の着実な改善は、家計における所得から支出へと繋がるメカニズムをサポートする方向に働いているとみている。

輸出については、足もとの数字は弱めの結果となったが、トレンドの変化とみるよりは循環的要因が大きいと考えている。このところの輸出の弱さについては、海外生産シフトの影響や、企業の保守的な輸出価格設定スタンスによりJカーブ効果が現れにくくなっていることなども影響しているが、想定より下振れたのは、米国や中国の減速を背景に1～3月期を

中心に世界貿易全体が停滞したことが、ラグを持って効いてきている面が大きいと考えている。その意味で、輸出回復のカギは海外経済の動向に委ねられている面が大きいと思う。このところ、米国経済が勢いを増しているほか、アジアに対して米国以上の比重を持ってきた中国が回復に転じてきていることから、わが国の輸出環境は徐々に好転しているとみている。ウクライナ情勢が、漸く回復に向かい出した欧州の景気に与える影響は気になるところだが、先行きの輸出回復シナリオを維持することは、現時点で可能だと考えている。

設備投資については、短観や最近の調査でも本年度計画値はかなりの増加となっている。問題は、実際の支出として現れてくるかどうかだが、各種業況判断D Iはしっかりとした動きとなっているほか、4～6月期の決算も好調な滑り出しとなるなど、企業収益の状況は引き続き改善していることから、今後、計画を実施に移していく蓋然性は高まっており、設備投資は増加していくと判断している。

最後に物価だが、消費税率引き上げの影響を除くコア指数の前年比は、1%台前半のレベルを維持しており、想定どおりの展開となっている。秋口以降に再びプラス幅を拡大していくかどうかは、想定どおり景気回復基調が維持されるか、そのもとで企業の価格設定行動が一段と前向きに変化していくか、という点にかかっているとみている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、多くの委員方が海外経済について発言されたが、まず米国については、雇用の拡大、消費の増加など民間需要を中心として回復が着実に続いており、特に第2四半期のGDPが、寒波の影響から脱したこともあって、かなり大幅なプラスになったことが指摘された。欧州については、実体経済は緩やかに回復しているが、何人かの委員方が指摘されたように、デフインフレの懸念が起こっている。また、多くの委員がウクライナの地政学的リスクに触れられた。中国については、輸出が回復していること

もあり、政府の景気対策の効果が及んできて、成長モメンタムの鈍化には歯止めがかかり安定成長を続けていることが指摘された。一方、新興国を全体としてみると、なお成長に勢いを欠いているように思われる。すなわち、米国や中国などの景気回復の好影響が及んでいる国もある一方で、依然として弱い動きの国もあり、全体としては成長にやや勢いを欠いていると思う。ロシア・ウクライナ情勢等の地政学的リスクには引き続き注意を要すると思われる。こうした各国・地域の動向を踏まえると、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。

次に、わが国の景気については、消費税率引き上げ後の反動減をどのようにみるかということと、多くの委員が指摘されたように、輸出・生産が足もと弱めの動きとなっていることをどのように評価するかという点が、各委員から問題提起された。まず、消費税率引き上げ後の反動減については、耐久財と非耐久財等品目によって程度の差はあるが、全体としてみると、反動減の影響は徐々に和らぎつつあるとみられる。ただ、増税による実質所得押し下げの影響については、長引く可能性があるので注意が必要であると思うが、雇用・所得環境の着実な改善が続いていることを踏まえると、先行きも個人消費は底堅く推移していくのではないかとと思われる。輸出・生産の評価については、多くの委員の方がかなり詳しく触れられたが、輸出については、新興国経済などのもたつきといった循環的な要因と、日本企業の海外展開が進んでいるといった構造的要因など、色々な面から議論があった。いずれにせよ、このところ弱めの動きになっていることは事実であり、問題は先行きどうなるかということである。先程総括したように、先進国を中心に海外経済の成長率が高まっていくもとでは、循環的要因としては緩やかな増加ということで良いと思うが、海外展開が今後どのようになっていくかということもあるので、いずれにせよ、輸出が増加するといっても緩やかな増加に向かっていくということではないかと思われる。機械受注や短観で外需あるいは海外需給判断などをみると、比較的明るい見通しになっているが、こういったことを踏まえて、輸出につい

ては今後ともよくみていく必要があると思う。生産については、足もと若干弱めの動きとなっているが、予測指数や企業ヒアリングの結果をみると、基調としては緩やかな増加を続けていくと評価できるのではないかと思う。

今後の展開をみるうえでは、景気の前向きの循環メカニズムが引き続き維持されているかどうかが重要であると思う。この点、ほとんどの委員が触れられたが、家計部門においては、有効求人倍率の上昇が続き、雇用・所得環境については着実な改善が続いている。企業部門においては、企業決算が総じて好調であり、企業マインドも良好な水準を維持しているので、企業は積極的な設備投資意欲を堅持しているように思われる。このように家計・企業の両部門において景気の前向きの循環メカニズムがしっかり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であるという見方が、概ね共有されたと思う。先行きについても、「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」ということで良いのではないかと思う。

物価面についても、足もと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+1.3%となっており、多くの方が指摘されたように、「1%台前半」ということで想定どおりの動きになっている。先行きについても、「暫くの間、1%台前半で推移する」という見方で良いと思う。予想物価上昇率についても、引き続き全体として上昇していると判断される。

以上、私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したいと思う。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済情勢についてさらに追加的な意見があればどうぞ。

木内委員

欧米の景気・物価について、米国ではやや上振れリスクがあり、ユーロ

圏では下振れリスクがあるとみている。米国の景気は比較的安定しているが、物価や賃金上がるような状況には至っていない。金融市場にとっては非常に良好な状況、すなわち Goldilocks 的な状況が続いているが、敢えて言えば目先は上振れ方向のリスクがあるとみている。例えば、成長率でみると、予想外に外需が改善していることもあって、7～9月は3%程度の成長率と予想されているが、少し上振れリスクが出てきている。雇用統計などでみると賃金は比較的安定しており、利上げを急ぐ状況ではないが、雇用コスト指数でみると6月は6年振りの高さになっている。雇用コスト指数は、賃金や給与だけでなくFRINGE BENEFITが入っていることでより包括的である。賃金統計を、社会厚生的な観点から労働市場の Slack に関心を持ってみるのであれば雇用統計の賃金でも良いと思うが、インフレリスクの観点からみる場合には、FRINGE BENEFITを含めて考える方が妥当だと思う。このように考えると、雇用統計ベースではあまり心配はないが、実際の雇用コスト自体はそれなりに高まっているという意味で、賃金・物価については、やや上振れのリスクが出てきたと思っている。

ユーロ圏については、ウクライナ情勢次第では、マイルドリセッションという可能性もない訳ではなくなってきた。成長率は1～3月が前期比+0.2%だが4～6月は+0.1%程度になりそうであり、ゼロが近づいてきている。従来は、製造業が弱くサービス業がしっかりしているのでバランスしていたが、バランスがやや崩れ始めたという感じもしている。ウクライナ情勢は、単に企業マインドを冷やすだけでなく、実際に輸出が弱くなってきている。例えば、ドイツでは4～5月はロシア向けの輸出が前年比で-17%となっており、これが1年間続くとGDPを直接的に0.2%ポイント強押し下げる計算となる。ユーロ圏について同様の計算をすると、既に直接的な影響だけで0.1%ポイント程度押し下げており、さらにここから制裁の応酬が始まるとそれなりの大きな影響になると思う。現時点で、世界経済にとって大きなリスクとまで言うかどうかについては見方は分かれているが、少なくともユーロ圏にとっては大きなリスクだと思う。

ユーロ圏のリスクは、米国とは方向が異なり下振れ方向で、場合によってはマイルドリセッションもあり得ると思っている。

宮尾委員

海外経済について2点補足したい。1つは欧州経済、もう1つはNIEs・ASEANである。欧州経済は、皆さんもおっしゃったとおり、やや下振れリスクが強まってきていると思うが、一方、金融面の動きをみると改善の動きもあり、この点は安心材料である。金融機関の貸出態度は「緩和」超に転じてきており、企業・家計の資金需要も改善方向である。これはポジティブな動きであり、サービス等の内需の堅調な動きと平仄が合っていると思う。これから発動されるECBのTLTROの効果も、企業・家計の資金需要、金融機関の貸出動向と密接に関わってくるので、ECBの追加緩和策の効果の面でも、金融面の動きには、前向きな動きとして、あるいは下振れリスクを抑制する動きとして注目したいと思う。

NIEs・ASEANについては、私は、先程の黒田議長のまとめよりは若干ポジティブにみている。内需がしっかりし輸出も堅調なマレーシアなどでは利上げをし、フィリピンも利上げをするなど、国によりばらつきがあるが、このような国々ではしっかりと持ち直しの動きが続いている。台湾は輸出が好調であるが、韓国は、フェリー沈没の影響もあるのかもしれないがマインドが悪化し、輸出も減速している。資源国であるインドネシアは、回復にもたつき感がある。タイの評価は難しいが、政情の安定につれてマインドが改善しているというマイクロ情報もある。このように、総じて持ち直しに向かう動きは着実に進んでいると思っている。

白井委員

ロシア・ウクライナ情勢が世界経済へ影響を及ぼすチャネルは3つある。1つは、エネルギーや貿易、また昨日のロシア上空の飛行禁止検討などの欧州経済への直接的な影響である。2つ目は、ロシアはパラジウム、ニッケル、アルミニウムなどのメタルの生産量が多く、これらを通じた影響で

ある。これらの価格は上昇してきているが、世界経済が然程強くなく生産がどんどん伸びている状況ではないのであまり意識されていないだけであり、もしかすると、意外とこれが世界経済を下押しすることになり得るのではないかと考えている。3つ目は、現在起こっている世界の金融資本市場への影響であり、若干リスクオフの状態になってきているが、米国の tapering が 10 月に終了し、それとの兼ね合いで市場のボラティリティが高まる可能性がある。米国の資産買入れは、シグナリング効果を通じて金利を下押しする面があったが、それがなくなるので、米国の金利の下押しは F F 金利のフォワードガイダンスとストック効果だけになるので、今までよりは振れやすくなると思う。このような状況が重なってくるので、ロシア・ウクライナ情勢、中東に関しては、しっかりみていく必要があると思う。

そのうえで、ロシア・ウクライナ問題などの地政学的な問題や米国の tapering が終了に近づいている中で、輸出の回復がわれわれの想定よりも遅れる可能性があると思う。米国と欧州の輸入の水準は、リーマン・ショック前の水準と比較すると、相当低い。新興諸国よりも低いので、本来であればもう少し伸びても良さそうだが、かなり低いレベルにある。先行きは、米国と欧州の輸入が伸びていく可能性はあるので、わが国の輸出も増えていく潜在的な力はある。しかし、米国では設備投資は本来もっと増えなくてはならない状況であるにもかかわらず増えておらず、欧州で設備投資が非常に弱い中で回復が遅れると、わが国からの資本財の輸出にも影響があり、いずれ輸出が出るにしてもそれが遅れる可能性を意識している。

次に、欧州のディスインフレについては、両面あると思う。ディスインフレの背景は、エネルギーなどを除くと周縁国の賃金、ユニット・レーバ・コストの下落であるが、一方でドイツでは賃金は上がり始めているが、生産性も高いのでユニット・レーバ・コストはほとんど上昇していないようである。こうした問題もあるので、周縁国だけではなく、どちらかと言えばコア国の方が物価が上がらない状況があると思う。とはいえ、

米国と欧州ではサービス価格は上昇しており、耐久性が高いので、デフレになるリスクは非常に低い。デフレーションが続くことはあっても、デフレに対しては耐久性があるとみている。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、さらに意見があればお願いします。

中曾副総裁

わが国の輸出の弱さについて、暫く前まで輸出強国という点で日本と並び称されたドイツと比較することで、何らかの視点が得られるかもしれないと思い、長期時系列で計数をみてみた。それによると、まず言えることは、ドイツの実質輸出は、グロスでみても1人当たりでみても伸び率は日本を上回っており、ドイツの製造業は今日でも強力な輸出マシーンという側面を持っているということである。なぜこのような違いが出てきているかであるが、仮説の域を出ず検証が必要だと思うが、幾つかの可能性があると思っている。1つは、ドイツでは非常に分厚い中堅・中小企業群が温存されているということである。いわゆる Meisterschaft に支えられた中堅・中小企業群が、比較的安定的かつ継続的な設備投資の成果もあって、独自の高い技術力、製品特性を有しドイツの製造業を支えてきた面があると思う。翻って日本の中堅・中小企業は、かつては同様の強みを持っていたが、デフレのもとで大手の下請けとしてマージンの吐き出しを余儀なくされ、R & D投資も、マクロでは結構実施されているが大企業に偏っていた面があるので、全体として、技術革新、製品開発面を支える産業基盤がやや弱まった面があるのではないかと思う。もう1点は、ドイツに特殊な要因かもしれないが、昨日の長井国際局長の説明にもあったように、EU統合がドイツにメリットをもたらした。すなわち、ドイツは、域内の輸出市場を取り込むと同時に、有利なユーロ相場にも支えられた面があると思うが、域外にも販路を拡大したという点である。EU統合とい

う regionalization のメリットをドイツは十二分に享受したことに対し、日本はこの間 globalization に晒された。もちろんメリットもあったが、韓国や中国といった輸出市場での強力なライバルの台頭の影響をよりストレートに受けたということではないかと思う。

以上から得られる1つのインプリケーションは、企業のデフレマインドを払拭しアニマルスピリットの復活を通じた設備投資が、わが国の幅広い産業セクターで実施されることが重要だということである。暫く前に読んだ海外のレポートでは、日本の企業を野球に譬えて、「日本の企業には、いつの間にか、バントメンタリティーが定着し、一発ホームランを狙って挑戦する姿勢が後退してしまった」というくだりがあったが、そのような面があるのではないかと思う。ただ、設備投資という点では、足もとの強力な金融緩和と成長戦略で環境は好転し、設備投資に盛り上がりが見えてきていることは心強いと思う。私自身、先程述べたように、設備投資が出てくるのがひいては輸出競争力の強化に繋がるメカニズムもあるのではないかと思っている。

石田委員

海外生産が多くない時は、海外の景気に合わせて輸出が増減した。今は、生産がかなりの程度海外に移管されたので、その関係が随分変化してきている。家電などでは一部の輸出産業はなくなってしまった。そうだとすると、今の輸出の主力産業で、新年明けから役員会で、われわれがみているように輸出が伸びないという話をしているのだろうかという気がする。そうではなく、見立てのとおりであって、海外向けは海外で生産し、輸出は最初からこの程度だと想定されていたのではないかという気もする。予測という点では、今までの海外経済の反応係数のようなものが変わってきていると思うので、その点は注意していく必要があると思う。

木内委員

2期連続で実質輸出がマイナスとなったが、マイナスが続いたこと自体

は循環的な要因が影響したと思うが、長い目でみると、リーマン・ショック後はほぼ横ばいできていることを考えると、その間の世界経済は4%弱程度で伸びているので、構造的な要因がかなり大きいと思う。海外への直接投資、生産移管と輸出との関係をみると、近年は、生産移管による輸出誘発効果が相当落ちてきているという分析がある。従来は、国内から海外に生産を移管すると、製品輸出が落ちる一方、部品や資本財の輸出が増えるという誘発効果があった。足もとでは、この誘発効果があまり出てきておらず、むしろ減ってきている。これが、海外への直接投資が一貫して増える中で輸出が増えない構造的な背景としてあると思う。これは、海外生産や直接投資の目的、タイプが変わってきているからであると思う。従来は、安い労働コストの地域に生産拠点を移管し、部品は日本から輸出するタイプの低コストを利用した生産移管が主力であったのに対し、近年では、市場があるところに進出し、それぞれの国のニーズに合ったものを現地の部品を使って生産する。例えば、高所得の国では高い部品を使うが、低所得の国では安い部品を現地で調達して安い製品を作るというような傾向が強まってきているということ、企業経営者の方々からも聞く。そうだとすると、輸出誘発効果は高まらない。こうしたことも輸出の弱さの背景の1つだと思う。さらに、このようなタイプの投資であれば、円安になったからといって国内に生産を戻すことはなく、その面からも輸出の為替感応度が構造的に落ちてきていると思う。

次に、成長率についてであるが、4～6月の成長率が大幅なマイナスになることはもうすぐはっきりするが、重要なのは7～9月である。7～9月はプラス成長に戻っていると思っているが、伸び率が思ったよりも低くなるリスクはあると思う。生産、実質消費、資本財出荷、実質輸出などの足もと6月までの月次指標をみると、いずれも6月の水準は4～6月の平均よりも低い。すなわち、7～9月に対しマイナスのゲタを履くことになるので、民間のコンセンサスでは7～9月は年率+4%以上となっていると思うが、果してそこまでいくのだろうか。プラス成長は揺るがないとしても、成長率が下振れるリスクがあり、そういった見方が広がっていくのではな

いかと思う。

佐藤委員

輸出については、これまで私は、製造業が海外展開する中でも、日本からの部品等資本財の輸出が増加することにより、日本の輸出が大きく損なわれることはないとも見ていたが、最近の自動車各社のメキシコへの生産移管の動きをみていると、そうした従来の見方とは違った動きになってきているのではないかと思う。すなわち、自動車がなぜメキシコに生産移管しているかという、主要なマーケットが北米であり、NAFTAの関係でメキシコに生産移管している。ただ、部品の現地調達を一定以上にしておかないと関税の優遇措置を受けられないため、部品に関しても基本的に現地調達となり、日本からの輸出は出にくくなる。こうした構造変化が起こっていると思う。このように考えると、先行きも誘発効果はなかなか出にくいと思う。

このような現実を踏まえたうえで、今後の回復の姿をどのように描くかであるが、先行き輸出は緩やかながらも回復に転じていくとみたいが、輸出が出て生産が増えてそれが所得形成力を強め、最終的に消費や設備投資に繋がっていくという、従来の典型的な回復パターンとは少し違うかたちでの回復をたどるということを見ていかなければならないと思う。輸出が所得形成力の源泉になることが見込みにくいとなると、それ以外の所得形成力を見込まなければならぬ。例えば、海外の生産子会社が収益を上げていくので、その収益移転、利益送金、配当などで国内の新たな所得形成力の源泉になっていき、それが消費や設備投資に繋がっていくという回復パターンも考えていく必要があると思う。10月末の展望レポートに向けて、外需と内需の見通しをどのように変えていくのかは1つの焦点になってくると思うので、回復の持続力をみていくうえでは、そのような新たな回復の姿を模索していく必要があると思う。

森本委員

輸出については、基本的に海外生産移管が大きく加速することはないことに加え、海外経済の回復という循環的要因もあり、緩やかに増加に向かうとの基調判断に異論はない。ただ、海外経済の回復の中で、輸出ウエイトの高い中国と韓国の動向が気になっている。韓国では、一時の非常に悪い状況から少しずつ持ち直してきているが力強さはない。中国では、月次指標をみてもそれほど力強い回復ではない中で、自動車などで価格調整等の動きが出てくるので、数量にも影響してくる可能性があるのではないかと心配している。このように中国や韓国の動向についても、慎重にみていかなければならないと思う。

宮尾委員

私も、海外需要動向に対する輸出の感応度は明確に落ちてきていると思っている。注目されている自動車についてのマイクロ情報を紹介すると、例えば、トヨタは、4～6月期の決算発表の記者会見で、輸出が減っているのはなぜかという質問に対し、海外生産移管の結果であると回答していた。これは、新しい工場ではなく従来から稼働中の台湾、米国ミシシッピ、トルコの工場へカローラというグローバルな車種を生産移管したことで——これは計画どおりだと思う——、約4万台の輸出減少という影響が出たそうである。メキシコの新工場の動向も気になるが、例えば、同じ4～6月期決算で、Hondaは新しいメキシコ工場を立ち上げて新モデルの生産を開始したが、メキシコで新モデルをどんどん増産しているかというところ必ずしもそうではなく、まだ立ち上げたばかりで生産はむしろ遅れている。ただ、だからと言ってそれをカバーするために日本からの輸出が増える訳ではなく、あくまでも北米向けは左ハンドルということもありメキシコで生産する。新しい工場はこれから本格的に立ち上がり、それぞれ個別の事情があると思うが、従来からのグローバルな生産体制が既に定着しているもとで、海外での需要に応じて海外での生産を増減させる動きが強まってきている。そのため、国内からの輸出の反応が鈍くなる。自動車は典型だ

と思うが、個社の状況や会見などをみても、そうした動きが窺われると思う。

白井委員

先程中曽副総裁がドイツと比較されたが、日独の中小企業の違いは、中曽副総裁がおっしゃったことに加え、国際化しているかどうかである。ドイツの場合は、規模が小さくても世界に顧客を持っており、付加価値が高い。日本では交易条件が悪化し続けている一方、ドイツは一定であるが、これは、輸入価格が上昇した時に輸出価格にそのまま反映させることができるからである。価格を引き上げると、付加価値が相当高くなければ需要が減ってしまうが、ドイツでそれができているということは、かなりのハイエンドの商品を生産できているということである。わが国ではそれができず、輸入価格が上昇しても輸出価格に転嫁できずに交易条件が悪化し、これが、GDPデフレーターがなかなか上がってこない背景であり、これからの課題になってくると思う。

自動車産業においては、世界で販売していく方向に移っていると思う。米国における自動車販売台数上位 20 位をみると、上位 4 位はずっと日本車である。日本車のシェアは 31%まで上昇してきているので、相当競争力がある。自動車に関しては競争力がある中で、世界で生産していくことが確実なので、日本からの輸出が伸びていくかどうかの要になるのは、資本財だと思う。先程輸出の誘発効果が小さくなっているとの指摘があったが、それはそうだと思うが、日本の場合、未だに輸出に占める高付加価値財のシェアが相当大きいので、その意味では、輸出に対して国内で誘発される効果はまだ高く、輸出産業はかなりの重要性を維持しているという気がする。

次に、消費についてであるが、昨日も申し上げたように、「底堅い」という点に拘っている。1997 年の消費は、消費増税の影響をあまり受けないサービスが緩やかだが順調に伸びてきており、そのような状態を「底堅い」と言うのだと思うが、今は、サービスは総じてフラットであり、その

意味では文字どおり「底堅い」が、それは留保付きの「底堅い」であって、本当に消費が「底堅い」かどうかはこれから問われていくと思う。やはり、サービスへの需要が増えていくことが非常に大事であって、これが増えないと賃金上昇圧力も強まらない。サービスへの需要が増加して初めて2%の物価安定目標の実現性も高まってくると思うので、ここをしっかりとみていきたい。

黒田議長

それではここで10分間のコーヒブレイクを取る。再開は10時35分とする。

(10時25分中断、10時34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。佐藤委員からお願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針等は現状維持で良いと思う。

4～6月期の国内経済指標は総じて弱めで、1～3月期の駆け込み需要が大きかった分だけ、反動減も相応に大きかったと総括できる。先のセッションで申し上げたとおり、足もとは、事後的にはミニ景気後退局面とテクニカルに認定されてもおかしくない局面ではある。また、目先4～6月期のGDP統計の公表もあり、ニュースフロー的には消費税率引き上げ後の景気の足取りの弱さに引き続き焦点が当たりやすい時間帯でもある。しかし、雇用・所得環境から判断して回復のメカニズムが損なわれたとは考えにくい。また、駆け込み需要の反動の影響も徐々に和らぎつつある。本

行としては、景気は基調的には緩やかな回復を続けているとの判断のもと、量的・質的金融緩和を引き続き着実に進めていくことが重要である。その際、量的・質的金融緩和の効果は資産買入れの進捗とともに強まりつつあることを丁寧に説明することが、外部とのコミュニケーションを円滑にするうえで有効であろう。実際、前回会合でも申し述べたことだが、量的・質的金融緩和の政策効果は、金利面に着目すればより強力になりつつあり、10年物金利は足もと0.5%割れが視野に入っている。政府の新規国債発行額を上回る年間ネット50兆円のペースで国債を買い入れ続けることで、金利への働きかけは先行きさらに強まると思われる。無論、こうした極端な金利低下は副作用と表裏一体だが、景気回復の持続性について人々の間でやや疑念が芽生えている状況なので、本行としては、現状の買入方針を着実に続けるもとで政策効果が強まることをアピールしておくことが有益であると思う。

もう1つ申し上げておきたいことは、これも前回会合での意見表明と重なるが、幅広い指標を踏まえた総合判断の重要性についてである。言うまでもなく、量的・質的金融緩和の目的は2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現することにあるが、何をもって目標が実現したとみるかは、結局は政策委員会の総合判断であると思う。その点、従来から申し上げているように、政策判断の基準が、消費者物価コアという単一の物価指標にあたかも紐付きになっているかのような情報発信は、誤解を招きやすく好ましくないとと思われる。われわれが目指している2%の物価安定の目標の意味は、単に2%程度の物価上昇をアウトカムベースで目指すのではなく、投資や消費、あるいは賃金交渉など、あらゆる経済活動の前提として2%程度の物価上昇がベースとなるような世界を構築することであり、それは取りも直さず、人々の中長期的な予想物価上昇率を欧米並みの2%程度にreanchoringするプロセスである。ただし、人々の中長期的な予想物価上昇率のリアルタイムでの計測は困難で、それはフィリップス曲線の切片の変化として、例えば10年先に漸く事後的に分かるものである。しかし、フィリップス曲線の形状変化を実際に確認してから行動を起こすのは現

実的でない。結局は、毎回の会合における判断が重要になってくる。そこが金融政策のアートたるゆえんであると思う。量的・質的金融緩和は2年程度を目途にできるだけ早期にそうした状況の実現を目指す枠組みであり、現時点ではそれに関する判断を下すのは時期尚早かもしれないが、政策委員会としての考え方は、2年が近づく前に予め整理しておく必要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

政策効果と副作用、経済環境の現状と政策運営姿勢、物価見通しと物価目標に関わる情報発信の3点について、簡単に申し上げたい。第1点目の政策効果と副作用に関しては、日本では、金融不均衡のリスクは相対的に小さいとの認識が一般的ではあるが、社債スプレッドや株式のボラティリティなどは、欧米同様にリーマン・ショック以前の水準まで低下している。加えて、金融政策の効果により国債利回りの水準が極めて低位に維持され、価格発見機能が著しく低下している可能性には留意が必要である。国債利回りが金融資本市場の価格を測る物差しであることを踏まえると、既に多くの価格に歪みが累積しており、将来的には国債利回りの上昇が様々なリプライシングを誘発して、経済に打撃を与える可能性も考えられる。他方、量的・質的金融緩和が長期化し、国債利回りへの影響力を強めるほど、正常化の過程で国債利回りが不安定化する潜在的リスクは高まると考えるのが自然だと思う。一方、昨年米国での経験を踏まえると、長期国債の買入減額などを行う正常化の開始時期に、国債利回りの上昇リスクを軽減できるかどうかは、先行きの短期金利の期待を上手くコントロールできるかどうかにかかっていると考える。しかし、物価安定目標の達成まで量的・質的金融緩和を継続することを約束する今の枠組みのままでは、米国のように資産買入れの減額から短期金利引き上げまでの間に相応の時間

的猶予を確保することは難しく、その分国債利回りの上昇リスクは高まることを覚悟すべきだと思う。このような潜在的リスクを抱える緩和の長期化が妥当となるのは、そのリスクに見合う追加的なベネフィットを相応の規模で得られる場合に限られる。

これに関連して、第2点目の経済環境の現状と政策運営姿勢についてであるが、現在の環境は、日本経済の現時点での実力を踏まえればかなり理想的な状況に近いように思う。需給ギャップは6年振りに解消し、失業率は自然失業率近くまで低下している。他方、2%の物価安定目標の達成は未だ見通せない状況にはあるが、短期間でそれを実現することは難しい中、無理に達成を目指すことは経済・金融の安定を損なうリスクがあるといった私自身の認識は、従来表明してきたとおりである。しかし、物価は長らく続いた下落局面を既に脱し、緩やかな上昇傾向を既に維持している。消費者物価上昇率、有効求人倍率、テイラー・ルールに照らした金融緩和の度合いなどは、2006年に量的緩和解除を始めた際の水準を既に大幅に上回っている。当時、拙速な量的緩和解除がリーマン・ショック後の経済悪化を深刻化させたといった見方もあるが、私自身はその見方には違和感がある。むしろ、当時金融緩和を継続・強化し、金融面、実体面での不均衡が増幅されていたら、リーマン・ショック後の経済の悪化はさらに深刻なものになっていた可能性も考えられる。テイラー・ルールに照らして考えても、既に現在の金融緩和はかなりのビハインド・ザ・カーブの状況にある。長らく続いてきたデフレを克服するため、ビハインド・ザ・カーブは一定期間容認すべきだとは考えているが、限度はあると言える。また、量的・質的金融緩和の正常化にかなりの時間を要する点を踏まえると、相当フワードルッキングな姿勢で政策運営に臨むことが重要であると、引き続き考えている。

第3点目の物価見通しと物価目標に関わる情報発信については、改善の余地があると考えている。「2%の物価安定目標は、物価指数を2%に誘導することを目指すもの」といった誤解も未だ残る中、消費者物価コアの月々の動きに人々の目が奪われることを助長するような情報発信は控え

るべきである。また、金融市場では、本行が強気の物価見通しを示す一方で、先行きの政策姿勢、特に正常化に関する情報発信が少ないとの不満が強まっているように見受けられる。私自身は、先行きの経済・物価見通しは、実際は不確実性が高いことから、先行きの政策に関するガイダンスのようなものを、市場の要望に応えるかたちで安易に示すことには反対である。ただし、見通しの不確実性を認めたくえて、見通しの根拠となる本行の考え方を今一度丁寧に説明することは重要である。例えば、本行の物価見通しのメインシナリオについては、現実の物価上昇率と中長期の予想物価上昇率が相乗的に高まり2%に収斂していくといったメカニズムを、理論、実証両面から説明することが重要だと考えている。こうした一層の説明努力が、本行への信認を高め、政策効果を高めることにも繋がると思う。また、一般国民の間では、生活の質の向上をさらに追求するためには、金融政策だけでは十分でなく、生産性上昇率、潜在成長率など供給面での改善をもたらす政府の政策や民間企業の努力が必要との認識が、相当浸透してきたように思う。こうした中、日本銀行が早期に2%の物価安定目標の達成を目指すことは、現時点での実力に見合っただけで達成されている比較的良好な経済環境を、むしろ壊してしまうのではないかとといった不安が高まっているようにも感じている。他方、中長期の予想物価上昇率を高めることでフィリップス曲線の上方シフトを促すといった説明については、自然失業率は長期的には一定との理論を想起し、それを促す政策は社会厚生向上に繋がらないのではないかと疑問を持つ向きもあるかもしれない。こうした様々な不安、疑問に配慮していくことも、今後の情報発信では非常に重要になってくると思う。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

トは低水準で推移しているほか、ローンサーベイをみると、金融機関の貸出運営スタンスは、成長分野への取組み強化などもあり、積極的な貸出姿勢を維持している。CP・社債市場も良好な発行環境が続いている。

この間、わが国の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、引き続き極めて低い水準で推移している。長期金利は、米欧金利の低下傾向を受けて、概ね0.5%台前半で低水準の動きとなっている。株価は、良好な本邦企業の決算などを受けて幾分上昇していたが、その後の米欧の株価下落等を受けて、足もと低下傾向となっている。そうしたもとの為替市場をみると、ドル/円は、米国経済の回復を示す経済指標を受けて、やや円安方向の動きとなっている。

次に、国際金融資本市場は、米利上げ時期への思惑や地政学的リスクなどを受けてやや神経質な動きとなったが、広範かつ急速なリスク資産投資の巻き戻しはみられていない。先行きは、ウクライナ・ロシア情勢の緊迫化や中東情勢悪化に伴うエネルギー価格の高騰等の地政学的リスクに加え、欧米によるロシアへの経済制裁については、欧州の金融経済への波及にも十分な注意が必要である。また、米国の利上げ時期への意識が高まる中で、Fedの出口戦略への思惑やECBによる追加金融緩和策の影響も、注視していくことが必要である。

前段の経済・物価情勢や以上の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。

ここで、最近の経済・金融環境を踏まえ、2点付言したい。1点目は、金融不均衡のリスクについてである。このところ、先進国が行っている金融緩和政策が、投資家の利回り追求の動きを強め、金融不均衡のリスクを高めているとの見方が聞かれる。この点、わが国については、金融システムレポートでも金融活動の評価指標をより充実させるなど、しっかり点検しているが、現時点では資産市場や金融機関行動において過度な期待の強

気化を示す動きは観察されていないと理解している。もっとも、例えば、現在は低位安定している国内長期金利について、今後のインフレ率の上昇などをきっかけに、非連続的に変動する可能性には十分な注意が必要であり、市場との的確なコミュニケーションに努めていくことが重要である。また、現在の金融緩和政策を円滑に遂行していく観点からも、引き続き、「骨太の方針」でも確約されている政府の財政健全化に向けた取組みに期待したいと思う。

2点目は、需給ギャップと成長力強化についてである。本行の推計によれば、2014年1～3月期の需給ギャップはプラスに転じている。最近では、経済の回復に伴う需要の高まりにより、短観の設備判断DIにおける設備過剰感はほぼ解消されているほか、雇用人員判断DIは人員の「不足」超となっているが、背後では潜在成長力の低下も影響していると思われる。実際に、7月末に日本商工会議所が公表した調査結果では、「人手不足の影響がある」と回答した企業は約5割に上るなど、中小企業では幅広い業種で供給力の問題が顕現化しつつある。この点、短期的には、稼働率や効率性を高めることにより、経済全体としては潜在成長率を上回る成長は可能と思われるが、成長を持続させる観点から、中長期的な成長力強化の取組みが極めて重要である。このためには、民間の前向きな取組みが大前提になるが、成長支援資金供給を含めた本行の金融面からの下支えに加え、政府による規制・制度面での後押しが不可欠であり、先般改訂された「日本再興戦略」の着実な実行が、日本経済の成長力の引き上げに繋がる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

本日は、金融政策運営に関連して、「今後、円安とそれに伴うエネルギーを中心とする輸入物価上昇という物価引き上げ要因が剥落するため、消費

者物価上昇率は低下する」といった見方に代表されるような、個々の財・サービスの価格動向が物価を決定するかのような考え方について、私の考え方を述べておきたいと思う。5分を超える可能性があるが、お許し頂きたい。

今述べた見方には、以下のような問題点がある。例えば、金融政策を一定として、石炭、石油、天然ガスのようなエネルギー源の価格が上昇すると、エネルギー源が価格の上がったエネルギー源から他のエネルギー源にシフトする。その一方で、価格の上がったエネルギーと補完関係にある財——例えばガソリンに対する自動車——の価格は低下する。これらの価格変化は、所得効果からそれぞれの財に対して上級財か下級財かに応じて正負の影響を及ぼす。従って、エネルギー価格の上昇が物価を引き上げるかどうかは不確定である。日本の場合は、石炭、石油、天然ガスなどの代替財をほとんど持たないため、これらのエネルギー源の価格の上昇は実質所得の減少をもたらし、その実質所得減少によって、エネルギー以外の財・サービスの需要が減少する可能性がある。その結果、エネルギー価格の上昇は、エネルギー以外の多くの財・サービスの価格を引き下げるように作用すると考えられる。こうした諸価格の低下がエネルギーの価格上昇を相殺すれば、物価は上がらないか、上がったとしても僅かなものにとどまり、場合によっては低下する可能性すらある。確かに、短期的には価格が硬直的な財が存在するとともに、エネルギー価格上昇に対して消費者や企業が調整を終えるまでには時間がかかる。そうした要因が存在するため、エネルギー価格の上昇は、短期的には物価引き上げ要因になると思われる。しかし、中長期的に物価の決定を考えるうえでは、エネルギー価格上昇に対する消費者や企業の調整を考慮すべきである。

以上に述べた私の考え方が果して妥当かどうかを、実際のデータで調べてみた。まず、為替相場と消費者物価の相関をみてみると、1998年4月の新日銀法施行から2013年4月の量的・質的金融緩和開始前までの期間では、円安の対前年比と消費者物価の対前年比との間には、常識とは違ってほとんど相関がないことが分かる。それに対して、量的・質的金融緩和

以降本年6月までについてみると、円安の対前年比と消費者物価の対前年比の間には正の相関がはっきりと現れる。すなわち、量的・質的金融緩和以降は、円安の程度が大きくなると消費者物価上昇率は上がるという、量的・質的金融緩和前とは違った関係がみられる。このように、円安が消費者物価に及ぼす効果が量的・質的金融緩和の前と後で全く異なることは、量的・質的金融緩和のトランスミッション・メカニズムが、量的・質的金融緩和前の金融緩和政策とは全く異なることを示している。

次に、エネルギーの輸入価格の前年比と消費者物価の前年比の関係についてみてみる。量的・質的金融緩和以前の1998年4月から2013年3月までの期間では、一見すると、エネルギーの輸入価格の前年比と消費者物価の前年比との間に正の相関が観察される。しかし、エネルギーの輸入価格が前年比で40%以上も急騰あるいは急落した月を除いてみると、両者の間にはほとんど関係がないことが分かる。以上のことは次のことを示唆していると思う。例えば、エネルギーの輸入価格の上昇率が高まると、消費者は自動車旅行を減らしてガソリン代を節約したり、実質所得が減少するためエネルギー以外のモノやサービスの消費を減らそうとすると思われる。しかし、こうした消費者の対応には時間がかかるため、エネルギーの輸入価格の上昇率が高まった当初は、エネルギー以外のモノやサービスの価格があまり下がらないため、インフレ率は高まる可能性がある。特に、エネルギー輸入価格が前年比で50%も60%も急騰した場合——2008年頃がそうであった——、エネルギー以外のモノやサービスの価格が、エネルギー価格の急騰を相殺するほど下がるまでにはかなりの時間を要すると思われる。そのため、短期的にはインフレ率は上昇し、あたかもエネルギーの輸入価格の上昇によってインフレ率が中長期的にも高まるようにみえてしまう。しかし、量的・質的金融緩和以降、現在までのように、エネルギーの輸入価格の上昇率が前年同月比で最大でも25%程度であれば、消費者の対応によって、比較的短い期間内でエネルギー以外のモノやサービスの価格は、エネルギー価格の上昇をかなりの程度相殺するように低下すると考えられる。そこで、それが妥当かどうかをまた実際のデータでみて

みる。量的・質的金融緩和前の期間についてみると、エネルギーの輸入価格の前年比が上昇すると、食品とエネルギーを除いたいわゆるコアコア消費者物価の前年比は低下する関係があることが分かる。この両者の負の相関は、エネルギーの輸入価格の前年比が 25%以上上昇または下落した月を除くと一層明確になる。すなわち、エネルギーの輸入価格の前年比が上昇すると、食品とエネルギーを除いたコアコア消費者物価の前年比はかなり大きく低下するのが事実である。次に、量的・質的金融緩和後のエネルギーの輸入価格の前年比とインフレ率の関係をみると、常識的な見方とは違って、エネルギーの輸入価格の前年比が上昇すると、エネルギーを含んだ消費者物価の前年比、すなわちコアインフレ率も、極く僅かであるが実は低下する傾向がある。エネルギーの輸入価格の前年比と、今度はエネルギーと食料を除いたコアコアインフレ率をみてみると、今述べた負の相関はかなり大きくなる。このように、理論的にみても実際のデータでみても、エネルギーの輸入価格が上がると、エネルギーと食料を除くモノやサービスの価格の上昇率は低下し、消費者物価の前年比を引き下げる効果が働く。こうした下押し圧力にもかかわらず、量的・質的金融緩和以降は、それ以前と違って、消費者物価の対前年比が上昇傾向を示しているのは、実は、円安との関係で述べたように、量的・質的金融緩和のトランスミッションメカニズムが、量的・質的金融緩和前の金融緩和政策とは全く異なることを示唆していると思う。

以上から、中長期的に 2% の物価安定を目標とする金融政策を運営するうえでは、エネルギーの輸入価格の前年比といった個々の財・サービスの価格動向に注目するのではなく、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が働いているか、その縮小とインフレ率の関係はどうなっているか、失業率が低下した時にインフレ率との関係はどうかを示すフィリップス曲線がどのように変化しているか、量的・質的金融緩和によって予想インフレ率は上昇しているか、そしてその予想インフレ率の上昇に実際のインフレ率はどの程度のラグを持って関係しているか、といったマクロ的な物価決定要因に注目すべきであると思う。

以上のようなマクロ経済的な観点からみて、量的・質的金融緩和のトランスミッションメカニズムは、海外経済の状態に大きく依存する輸出の経路を除けば、内需や労働需給を通じた経路はほぼ想定したとおりに働いていると、私は考える。従って、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いうのが私の結論である。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

まず、金融環境は、引き続き緩和した状態にあるとみている。企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いているし、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で推移しており、C Pや社債の発行金利も低位となっているなど、企業の資金調達コストは低水準で推移している。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。こうしたもとで、企業の資金繰りは良好な水準となっている。

次に、われわれの当面の情報発信について、経済指標との関係、物価との関係で申し上げておきたいと思う。まず、経済指標との関係であるが、このところ、消費税率引き上げの反動の影響もあって弱めの指標が多いことから、マーケット関係者などの景気に関する論調も弱めに傾きがちである。しかし、元々弱めとなることが分かっていた指標が実際に弱くなっても、それは言ってみれば想定していたことが現実になっているということであって、景気の前向きな循環メカニズムが働いている限り、それをきっかけに自己実現的に景況感が一段と悪化、弱気化する必然性は本来ないはずである。来週公表される4～6月のQ Eは、消費税率引き上げによる反動の影響で大幅なマイナス成長が予想されるが、そのこと自体は、どの程度のマイナス幅になるかについての見方の差こそあれ、予め分かっていた

ことである。言うまでもないが、景気判断上注目すべきポイントは、7～9月にどの程度反発してくるかということである。この点、企業収益と雇用・所得環境は着実に改善を続けているので、弱めの指標が交錯する中であっても、家計、企業の両部門における前向きの循環はしっかりと働き続けていると考えられる。従って、今後われわれが想定している景気回復の基本的なメカニズムと、それに沿った基調的な経済の動きを丁寧に説明していくことが必要であると思っている。こうした情報発信の仕方は、物価面でも極く最近経験したところである。つまり、CPIが4月の+1.5%をピークに、夏場にかけて上昇幅を縮小していくことは予め分かっていたことである。この点については、わりと早い段階から情報発信していたこともあったので、政策運営についての見方に影響が及ぶことはなかった。今後出てくる経済指標についても、こうした経験を踏まえ、適切に情報発信していく必要があると思う。

それから物価との関係であるが、情報発信をする場合の前提となる基本的な理解について改めて整理しておきたい。まず、われわれが目指す物価安定目標が何かという点については、昨年1月に決定した「物価安定の目標」では、これを「消費者物価の前年比上昇率で2%」と規定している。ここでは、当然ではあるが除外する品目を明記していないので、これが消費者物価指数の総合で定義されていることは明らかである。そのうえで、実際の物価情勢を判断していくに当たっては、総合指数に影響を与える一時的な変動要因を取り除くことによって、物価のいわば基調的な動きを判断していく必要があると思う。その際には、色々な指標、つまりコア、コアコア、刈込平均など様々な指標を総合的に点検していくことになる。この点、これまでのところ日本では、「除く生鮮食品」のパフォーマンスが相対的に良いということであり、そうしたことも踏まえ、展望レポートにおける見通しを消費者物価指数（除く生鮮食品）ベースで公表していると理解している。なお、こうした考え方は、海外の主要中銀でも一般的である。いずれにしても、物価安定目標は総合であり、物価情勢の判断に当たっては、様々な物価指標を点検することが重要である。同時に、その背後に

ある経済の動きも併せて評価、説明していく必要があると思っている。

最後に、当面の金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。

さて、最近、2%物価安定目標とその達成を判断する基準について、様々な見解が聞かれるので、本日はそれについて私の見解を申し上げる。まず、日本銀行が2%の物価安定目標で用いている参照指標は、総合CPIであることを確認しておきたいと思う。この背景にある考え方は、白川前総裁のもとで2009年12月に導入した「物価安定の理解」に遡る。すなわち、物価安定の定義には総合CPIを採用する一方で、物価の基調的な動きを判断する際には、一時的な変動要因を除いた生鮮食品を除くCPIをコアCPIとして用いることとし、やや長い目でみればコアCPIは総合CPIと同じ動きになるとの見解に立っている。因みに、2001～2006年の量的緩和政策の実施時期には、参照指標としてコアCPIを採用したが、それを2009年に総合CPIに転換したのは、世界の主要中央銀行が総合CPIとコアCPIをこのように使い分けて金融政策を運営している実態に合わせたためと理解している。

そうした認識のもとで、昨年1月に白川前総裁のもとで2%の物価安定目標が採用され、それを達成するために同年4月に黒田総裁のもとでQQEが導入された際も、同じ考え方を踏襲している。こうした枠組みは、昨年1月に公表した「物価の安定」についての考え方に関する付属資料の中でも説明してきているが、必ずしも市場・国民には十分理解されていないようであり、注目がコアCPIの細かな動きに集まり過ぎている点は、私自身、多少懸念している。コアCPIに焦点が当たり過ぎる一因については、前回会合でも指摘したが、日本銀行では政策委員の見通しとして、

コアCPIの予測だけを示してきたという点にも起因すると思う。一方、FRBでは各FOMCメンバーが将来の物価予測を示す際に、総合PCEデフレーターとコアPCEデフレーターをそれぞれ示したうえで、最終目標である長期ゴールについては総合PCEデフレーターで2%と明示し、インフレ目標と基調判断用のコア指標を意識的に分けて示しているため、誤った理解が生じにくくなっているように思う。

勿論、実際の金融政策運営では、CPIの主要構成項目の細かな分析に加え、連鎖指数、刈込平均値、国内企業物価指数、企業サービス物価などといった様々な物価関連指標を用いており、対外的にもそれらのデータを公表しその動きを金融経済月報で総括している。この一環として、持家の帰属家賃を除く総合指標の動きをみていくことも重要との見解には、共感を覚える。実際、帰属家賃の扱いについては、白川前総裁のもとでも、帰属家賃が前年比-0.3%程度で推移し、しかも総合指数に占めるウエイトが15%程度と大きいために、物価を下押しする傾向がある点についてはずっと議論してきた。

このように様々な物価指標をみて日本銀行が総合判断をしているのは、他の中央銀行と同様に、物価の基調的な動向に関する判断に間違いがないように確認するためと考えられる。とはいえ、2%の物価安定目標を達成したかどうかの最終的な判断については、総合CPI、場合によっては基調指標のコアCPIも踏まえながら、見通しベースでなされるのが適切だと考えている。この理由は、仮に、2%の物価安定目標の達成を判断する尺度として、日本銀行が、既に掲げている総合CPIないしはコアCPI以外の指標を持ち出して総合判断するとの認識が広まると、「日本銀行は、一度決めたルールを変更してでもQQEからの出口を急いでいる」とか、「まだQQEを実施している最中なのに、日本銀行自らがコミットメントを弱めた」との誤解が広まり、昨年4月以降に日本銀行が内外に向けて高めた金融政策に対する信認を損ないかねないと懸念するからである。とりわけ、インフレーション・ターゲティングが有効な政策と世界でみなされているのは、目標の明確さと目標達成に対する明確なコミットメントがあ

るからである。だからこそ、インフレ目標を掲げている国で、掲げた目標自体を緩めて目標を実現しようとする国は見当たらない。また、日本銀行が過去に実施した2000年と2006年の金融緩和の解除のタイミングについて、いずれも予め決めた判断基準には必ずしも適合していないのに解除に踏み切り、時期尚早だったとの見方がある中で、再び同じ轍を踏もうとしているのではないかと見方が惹起される可能性もあり得る。

因みに、FRBとBOEは、政策金利に対するフォワードガイダンスをそれぞれ本年3月と2月に閾値ベースから定性的な内容に変更した。これは、閾値として用いた失業率が、両中銀の予想以上に改善ペースを速めたことから、労働市場が本当に改善しているのかを慎重に見極めるために、幅広い経済スラックの指標をみるために変更したものである。インフレ目標自体は全く変更していない。また、こうした変更は金融緩和の解除を急ぐのではなく、敢えて解除のタイミングを慎重に決断することで、マンドートを着実に実現しようという意図で実施していると理解されている。日本銀行が、2%目標の達成を判断する尺度を仮に変更または緩和する場合には、こうした動きと逆行するかたちで、慎重さに欠けると取られかねないと思われる。

同じ理由により、昨年4月に2%の物価安定目標を実現するためにQQEを採用することに合意した以上、2%という数値に意味があるので、これを緩めるかたちで「1%や1.5%でも良いのではないか」といった議論は、気持ちは分かるが、政策のクレディビリティを傷つけるのではないかと思う。私自身も、2%がチャレンジングな目標であることは重々承知しているが、QQEのもとで2%目標の実現に向けて邁進中の現時点においては、2%目標の妥当性に疑問を投げかけるのではなく、まずは決めた目標に向けて最善を尽くすべきではないかと考えている。ただし、今後のQQEの内容自体については、2%の達成や2%の安定的な実現に向けた見通し如何によっては、様々な柔軟な調整は可能だと思っている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境であるが、引き続き「緩和した状態にある」との評価で良いと思う。先般出されたローンサーベイをみても、企業向けの資金需要が、大企業向け、中小企業向けとも増加、改善基調にある様子が窺われる点は心強いと思う。

金融市場動向については、長期金利は前回会合からさらにやや低下し、足もと0.5%台前半、0.51%とさらに低下している。また、為替レートは101円台後半、株価はTOPIXで1,250を下回る程度で、ともにほぼ前回会合並み——株価については、若干株安かもしれないが——と言えると思う。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済は、全体としてメインシナリオに沿った回復メカニズムを続けており、次回決定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従来の方針を継続することが適切と考える。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。

政策と関連する論点として、前回も申し上げたことでやや重複するが、長期金利の動向について改めて付言しておきたい。この間、わが国の長期金利は緩やかな低下基調にあるが、前回会合時はそれに先立つECBによる追加緩和、今回はウクライナ情勢と地政学的リスクの高まりなど、いずれにしても基本的に海外動向が主な要因ではないかと思っている。このように金利低下が一段と進んできている訳であるが、これが将来の金利急騰のマグマを溜めるかどうか、引き続き将来的なリスクとして懸念される。前回も申し上げたように、主に今の金利低下がグローバルな要因の影響を受けているとすると、海外の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と推論できると、引き続き考えている。先々の話であるが、Fedの利上げを

巡る市場とのコミュニケーションがスムーズに行われるのであれば、今申し上げた海外金利の急騰リスクは相応に抑制される可能性があると思っている。

勿論、わが国固有の理由から、今後市場が金利上昇を織り込んでいく状況も考えられるが、これについては前回も述べたとおり、まず第1に、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であり、そのうえで、景気・物価の改善の動きが市場参加者の目線の変更に繋がる、あるいは出口議論への思惑などをもたらすことを通じて上昇圧力が高まっていくといった段階を踏んでいくとみている。いずれにしても、今後とも、長期金利動向とそれと関連するファンダメンタルズを入念に点検していきたい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境については、「緩和した状態にある」との見方に変わりはない。

わが国の金融市場については、長期金利をみると、10年物国債の利回りは0.5%近傍まで低下してきている。本行の大量の長期国債買入れが市中の残高を吸収してきており、名目金利への押し下げ圧力が強まってきているとみている。超低金利が続くもとで、地域金融機関の債券運用利回りが低下してきており、収益力の低下と金利上昇への脆弱化が進んでいる。この状況が長期化すれば、将来これら金融機関が取引している多数の中小企業等への金融仲介機能の低下を招くのではないかと懸念を持っている。本行として、大量の国債買入れがもたらす副次的効果にこれまで以上に目を配っていく必要があると考えている。

量的・質的金融緩和については、物価水準が前年比マイナス圏にある時

に、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成するため、マネタリーベースの増加目標やそのための長国等の買入額などを必要にして十分となるように設定したものであるが、目標達成までそのままフルスロットルでいくと想定されていたとは考えていない。当然ながら、目標に近づくとつれアクセルを踏みつつも、その力を少しずつ緩めていくことが必要になると考えている。量的・質的金融緩和については、物価安定の目標である2%を安定的に持続するために必要な時点まで継続し、「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」としている。この量的・質的金融緩和の継続方針に関して、目標達成まで、現在の規模で長国等を買入れ、マネタリーベースを年間60～70兆円拡大させていくことを維持すると市場で受け止められているのであれば、本行としては、それはもう少し幅を持った方針であるという点につき、理解を促しておく必要があると考えている。

展望レポートのシナリオどおり経済・物価情勢が展開していけば、消費者物価は、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃に、物価安定の目標である2%程度に近づいていくことになる。量的・質的金融緩和の継続とはどういうことなのかという点について、2%目標の実現に向けて時間的猶予があり、長期金利が安定しているうちに、タイミングをみて、丁寧に説明しておく必要があると考えている。

なお、当面の金融政策運営については、「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

委員方の意見をまとめると、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いう意見で一致していたと思う。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で一致していたと思う。す

なわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。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。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、実質金利は低下方向にあると考えられる。また、金融環境については極めて緩和した状況にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営あるいは金融環境に関して、さらに意見があればどうぞ。

木内委員

ハイイールド債が崩れてきている点が気になっている。理由ははっきり分からないが、FRBが警戒したのは7月初であるが、調整の幅は足もとで強まっている。とはいえ、世界全体でリスクオフになっている訳でもないという分かりにくい状況であるが、欧米のハイイールド債で、セカンダリーマーケットの流動性が低いのではないかとということが、しばしば指摘される。すなわち、発行は非常に増えているが、流通市場の流動性が低い。その1つの理由として、米国で言うと、個人がファンドのかたちで購入している比率が高いことがある。個人の場合は、調整が始まると売却するが買い戻すような行動には出にくい、つまり行動が一方向に振れやすい。従来は、それに対して銀行が下支え役になっていたが、規制強化の影響で銀行がリスク資産を持たなくなってきており、その結果として、ハイイールド債の流通市場の流動性が低下している。このことは、将来的には大きな調整に繋がるかもしれない。銀行の規制強化が、ハイイールド債だけではなく色々なリスク資産の流動性を低下させている面があれば、わが国の状況も踏まえて、注視すべきポイントだと思う。

白井委員

フィリップス曲線は使い勝手が良く、私は、物価の需給ギャップへの感応度をみるために使っているが、気をつけないと説明が難しくなる。われわれが2%を実現していく過程では、恐らく需給ギャップがプラスのところでインフレ期待が2%になると思われるが、フィリップス曲線を用いた説明では、概念的には需給ギャップがゼロでインフレ期待を示す切片が2%ということになるため、よりハードルが高くなるようにみえる。このため、フィリップス曲線をあまり使い過ぎると誤解を与えるのではないかと思う。需給ギャップがゼロのところでインフレ期待を2%にアンカーすると宣言することになり、対外説明としては少し危険だと思う。欧米では、フィリップス曲線はあまり使わず、通常はインフレ期待のアンカーを尺度とする時には、様々な企業、家計、市場のデータ、エコノミストの予想インフレ率で測っているので、その点、フィリップス曲線を使うのは結構だが、今申し上げたような点でどのように整合的に説明するのかという問題はあると思う。2%を安定的に実現すると言う時は、各種の中長期の予想インフレ率を使うとは思いますが、サンプリングの問題もあり、家計の場合は上方バイアスもあり、良いデータがない。その中で、どのように安定的に実現していくかを丁寧に説明していくことが、日本銀行にとって課題になるが、最終的には他のインフレーション・ターゲティング国と同様、中期的に平均的にみて実際のインフレ率が2%になっている状況を実現することだが、この辺りは非常に難解なので、徐々に丁寧に説明をしていく必要があると思っている。

次に、石田委員がおっしゃっていたQQEの中身をそのまま持続するのかという点については、私自身も先程申し上げたように、調整の余地はあると思っており、色々と検討できると思う。私自身は2%の達成は早くても2016年度で、時間がかかると思っているため、長く続けることを考えても、もう少し持続可能なQQEの枠組みはあり得ると思う。ただ、ここは情報発信を非常に慎重にしないといけないところである。黒田総裁が情報発信を一生懸命されているが、適宜タイミングを見計らって、色々な調

整があり得るという点を情報発信して頂きたいと思っている。

黒田議長

物価安定の目標について色々な議論があったが、これは消費者物価の総合で定義しているという点については、疑いはないと思う。ただ一方で、展望レポートにおける物価見通しを、生鮮食品を除く消費者物価で公表しているのは、物価の予測に当たっては、一時的な変動要因の影響を除いた基調的な動きを捉える必要があるためであり、海外の主要中銀をみても、目標は総合指数で定義したうえで、物価の予測に当たっては物価の基調を示すコア指数も併せて用いているケースが一般的なようである。いずれにしても、物価情勢の判断に当たっては、多くの委員がおっしゃったように、様々な物価指標を点検することが重要であり、それらの指標の背後にある経済の動きも併せて評価していく必要があると思っている。

ここで、政府からの出席者の方々からご発言頂く。最初に、財務省の古川禎久副大臣から願います。

古川財務副大臣

日本経済は、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」の一体的推進により、緩やかな回復基調にあり、物価動向もデフレ状況ではなくなっている。日本銀行におかれては、引き続き量的・質的金融緩和を着実に推進し、できるだけ早期に2%の物価安定目標を達成して頂く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、先般「日本再興戦略改訂 2014」が閣議決定されたところであるが、デフレ脱却を確実なものとするため、早期に施策の具体化を進めることにより、戦略の実行を強力に推進していく。

また、政府は、先月25日、経済財政諮問会議において「平成27年度予算の全体像」を取りまとめるとともに、その考え方に基づく平成27年度予算の概算要求基準を策定した。平成27年度予算は、昨年度に引き続き、

「中期財政計画」に沿って、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成を目指すメリハリのついた予算とする必要がある。このため、昨年度と同様の考え方にに基づき、12月までの予算編成過程の中で、税収や歳出見直しの状況をみて、国・地方のプライマリーバランスの赤字半減目標を達成するよう、予算の総額を決める仕組みとしている。また、「骨太の方針」や「日本再興戦略改訂 2014」などに掲げられた諸課題に対応するための「新しい日本のための優先課題推進枠」を設定し、別途要望できる仕組みとしている。こうした仕組みにより、弾力的な要求・要望を可能とする一方、予算編成過程においては、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底して排除しつつ、予算の中身を大胆に重点化していく。こうした取組みにより、経済再生と財政健全化目標の双方の実現を目指していく。以上である。

黒田議長

内閣府の前川守政策統括官お願いする。

前川内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動も和らぎつつある。消費税率引き上げから4か月が経過したが、消費動向については、家電やスーパー、百貨店などで持ち直しの動きがみられる。また、出遅れていた自動車も下げ止まりつつあり、反動は緩和してきていると認識している。ただし、平年並みの水準に安定的に戻ってきているとまでは言えない状況であり、反動減については引き続き慎重に見極めていく。

昨年12月に策定した「好循環実現のための経済対策」の進捗状況について集計したところ、88%が6月末時点で事業を実施する民間企業等と契約締結等を行った「契約開始」段階に達している。臨時福祉給付金、子育て世帯臨時特例給付金については、情報提供があった約1,400の市町村では、7月までに約9割が申請受付を開始している。このように、経済対策

は全体として順調に執行されている。

7月25日の経済財政諮問会議において、「平成27年度予算の全体像」を取りまとめるとともに、中長期の経済財政に関する試算を報告した。この試算において、今後10年の平均成長率が実質2%程度、名目3%程度となる経済再生ケースでは、2015年度の国・地方のプライマリーバランスの対名目GDP比は、2010年度に対する半減目標である-3.3%に対して-3.2%程度と、目標の達成が視野に入る姿となっている。また、2020年度の国・地方のプライマリーバランス（対名目GDP比）は、足もとの税収増もあって-1.8%程度と1月試算の-1.9%程度よりも改善する姿となっている。しかし、財政健全化目標であるプライマリーバランス黒字化に向けては、依然としてさらなる収支改善努力が必要である。

成長戦略については、「日本再興戦略改訂2014」で、国民に約束をした政策について早急に具体的な制度設計に着手し、速やかに実行していく。中でも、秋の臨時国会に向けて、地方の創生と女性の活躍にかかる法案を準備していく。人口急減、超高齢化といったわが国が直面する大きな課題に本腰を入れて取り組むため、7月25日に「まち・ひと・しごと創生本部」の設立準備室を内閣官房に立ち上げた。今後年明けまでに、地方の人口減少、超高齢化を克服するための長期ビジョンと2020年までの総合戦略を取りまとめる予定である。国家戦略特区については、4つの区域会議を立ち上げ、養父市で農業委員会改革に関し区域計画を初めて決定した。7月22日の経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行には、2%の物価安定目標に向けて引き続き取り組まれることを期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

対外公表文の6. について、前回と同様の修正を提案したい。

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する。その後討議を行いたいと思う。

内田企画局長

調節に関する議長案から読み上げる。

[「金融市場節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて議長案の公表文を読み上げる。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

最後に木内委員案である。公表文の議長案の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」と修正する案である。

公表文の議長案について若干補足すると、昨日金融経済月報の概要でご説明したとおり、3. のところで、輸出、雇用・所得環境、個人消費および住宅投資、生産について変更している。なお、今日議論があった地政学的リスクについてであるが、記述する場合、過去どのような例があるかを申し上げる。3つパターンがあって、1つ目は、直截に事象を記述するケースである。例えば、最近では、地政学的リスクと言って良いかどうか分からないが、「日中関係の影響」と書いたことがある。もっと以前では、「イラク情勢を巡る不確実性」やSARSの時には「新型肺炎問題」など、具体的に書いた例もある。2つ目のパターンは、「地政学的リスク」と書いた例がある。これは「地政学的リスク」とだけ書いた例と、地域を特定して、例えば、展望レポートの例であるが、アラブの春の時に「中東や北アフリカにおける地政学的リスク」という表現をしたケースがある。3つ目は、少しぼやかして、「国際政治情勢の動向」という言葉を使ったことがある。今回もし追加するとすれば、1つの場所だけのリスクではないので、「米国経済の回復ペース」のあとに点を打ち、「地政学的リスク」という言葉を追加するのが最も適当だと思われる。

なお、今ニュースフラッシュで流れているイラクの件については、まだ報道ベースでしか分からないが、ケリー国務長官の発言として、オバマ大統領が targeted military action を authorize した、humanitarian assistance をイラク国民に与えることをそれが実際に必要になれば許可する、ということが流れている。具体的にはその後のビデオ声明等では、「米国人を守るため限定的な空爆を承認した」といった趣旨が述べられているようである。今のところは「限定的な空爆」というようなニュアンスで報道されているようである。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。

岩田副総裁

リスク要因については、対外公表文案の5. に書かれている「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」の3つのリスク要因よりも、喫緊では地政学的リスクの方が大きい——長期化するかどうかは分からないが——と思うので、それに全く触れないと、「日銀はのん気だ」という感じになってしてしまうのではないかと。

佐藤委員

「新興国・資源国経済の動向」で、地政学的リスクも幅広く含めて読み込めると思う。

白井委員

欧州経済にも波及するので、私は、地政学的リスクは分けて記述した方が良いと思うが、今回急に入れるのか。

雨宮理事

そこは政策委員会のご判断である。元々、地政学的リスクはあり、どこかで記述するタイミングが来るかもしれないと考えている。しかも本日はこのような状況なので、ご判断ではあるが、1つのタイミングにはなり得るかもしれない。

白井委員

私は、地政学的リスクを明示した方が良いと思う。

岩田副総裁

結構リスクオフになっているという感じがする。

中曾副総裁

ウクライナ以外にも、イラク、パレスチナなど様々な地政学的リスクについてこれまでも議論してきたが、それが現実問題として国際経済や国際金融資本市場に影響を与えつつあるので、全く無視するのもどうかという気もするので、リスク要因に「地政学的リスク」を付け加えることでどうかと思う。

白井委員

付け加えるとすれば、「新興国・資源国経済の動向」の前か。

内田企画局長

リスク要因の1番最後の方が良いのではないか。

雨宮理事

色々な国が入っているので、最後の方が良いのではないか。

内田企画局長

1国だけではないので、入れるのであれば、「米国経済の回復ペース」のあとに繋げるかたちで「米国経済の回復ペース、地政学的リスクなどが挙げられる」とするのが良いと思われる。

木内委員

最終的には皆さんの判断に従おうと思うが、今日のマーケットをみて「地政学的リスク」と入れるのはどうかと思う。地政学的リスクは金融市場に響いてくるが、果してそこまでだろうか。ユーロ圏経済など実体経済への影響はあると思うが、世界の金融市場を大きく揺るがす要因として急に浮上したかどうかについては、まだ判断できないように思う。いずれ入れるかどうかは検討材料ではあるが、今日の動きをみて入れることには反対である。

森本委員

いずれにしても、総裁記者会見では問われると思う。緊迫化しているのは事実だと思うが、われわれとしては「新興国・資源国経済の動向」の中で読み込んでいたつもりなので、緊迫化の動きがみられるとはいえ、今回急に入れるのではなく、総裁記者会見などで対応することでどうかと思う。

岩田副総裁

「新興国・資源国経済の動向」に地政学的リスクが含まれているとのことだが、むしろ新興国・資源国経済の場合は、米国の tapering の動向如何でどうなるか、内需が弱い、輸出もそれほど伸びないということが問題であり、欧州の債務問題には、自由な金融政策を採用できないなど、もっと根深い問題がある。最近強まっている地政学的リスクと、全然関係ない訳ではないが違う要因ではないかという気がする。

石田委員

「米国経済の回復ペースなど」の「など」の中に従来から含めていたかどうかである。今までも、地政学的リスクを否定していた訳ではない。ただ、個人的には、イラクの空爆は、I S I S の拡大をとめる意味では、中期的には状況を contain する方向なので、ここでイラクに関するリスクが拡大したということではないと思う。

宮尾委員

私も、従来から地政学的リスクは、この「など」に含まれているという意識である。ステートメントのリスク要因には、われわれの経済・物価見通しに与えるインプリケーションが非常に大きいものを入れるべきであって、これが欧州の実体経済、貿易活動に波及していくことがみえてくれば、地政学的リスクが世界経済に与える影響、ひいてはわが国の経済・物価情勢にも影響し、政策判断へのインプリケーションを有してくるが、

今の段階でそこまで判断を引き上げるのかについては、私はもう少し慎重に考えた方が良くと思う。

木内委員

今回、生産と輸出の判断を下げるので、さらにリスクのところには地政学的リスクが入ってくると、われわれの見通しがかなり慎重化したと取られる可能性がある。本当に慎重化したのであればそれで良いのかもしれないが、実際はそうではないとすると、過剰反応を招くのではないかという点が気になる。

岩田副総裁

リスク要因というのは将来のリスクであり、顕在化してしまうとリスク要因ではない。まだ实体经济に影響が及んでいないというのではなく、欧州などでは及びつつありそれが巡り巡って日本にも影響があると思う。リスク要因とは、顕在化する前のことを言っていると思う。

石田委員

顕在化してしまうと、欧州債務問題と同様、「今後の展開」でカバーできる。

岩田副総裁

ここに含まれているのであれば、地政学的リスクによる新興国・資源国経済の動向であり、欧州債務問題であり、米国経済の回復ペースということになってしまう。私は、必ずしも地政学的リスクによるものだとは思わないので、別途記述するのが良いのではないかと思う。最近、地政学的リスクが高まってきているので、われわれがそれに全く触れないことには、私は違和感がある。ただ、もちろん多数決には従う。

黒田議長

皆様のご意見を伺ったが、記者会見ではこの点は質問されるだろうからはっきりと説明する必要があると思う。昨日のドラギECB総裁の会見でも、ウクライナ情勢についてははっきりと話をされていた。本日イラクの問題が大きなニュースになり、市場に影響を与えた可能性もあるので、はっきりと説明する必要があると思っている。ステートメントに「地政学的リスク」との文言を追加するかどうかは、今回入れることには慎重な意見もあったので、今回は入れる必要はないと思う。ただ、皆さんもおっしゃっているように、地政学的リスクが急速に高まってきていることは事実であり、ウクライナ情勢に絡んで経済制裁を双方がエスカレートさせているので、その影響は相当慎重にみていく必要があると思う。イラクの問題も底流にはずっとあった問題であるが、米国が本格的に軍事介入することになれば、かなり次元の違ったリスクとなってくる可能性もあるので、よくみていく必要があると思う。ただ一方で、これに対して政策的対応を行うかについては、金融政策で新たな対応をるところまでは来ていないと思うので、ステートメントの文言としてはこのままで良いのではないかと思う。

それでは、最初に金融市場調節方針、その後は木内委員案も含めて対外公表文の採決を行いたいと思う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時49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する。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁
宮尾審議委員
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員
木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に、木内委員提出の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き、木内委員案についての脚注を読み上げる。「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」である。

黒田議長

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

[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56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（7月14、15日開催分）の承認

黒田議長

最後に、7月14、15日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付した議事要旨案についてご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は、13日水曜日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、9月3、4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12時08分である。

黒田議長

解禁時刻が12時08分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時03分閉会)

以 上