

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2013年9月4日（14:00～16:30）

9月5日（9:00～11:37）

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 佐藤慎一 大臣官房長（4日）
山口俊一 財務副大臣（5日）
内閣府 梅溪健児 内閣府審議官

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	木下信行
理事	門間一夫
企画局長	内田眞一
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	外山晴之

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	飯島浩太
企画局企画役	須合智広

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、8 月 7、8 日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房長、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

それでは、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

最初に、金融調節、金融・為替市場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】の資料をもとに説明させて頂く。前回会合以降の市場動向であるが、前回申し上げた 2 点、すなわち米国の tapering 観測、ファンダメンタルズに脆弱性を抱える新興国の通貨や金融資産が選別的に売られるという 2 つの要因が、引き続きドミナントな要因となっていた。また、最近ではシリア問題も変動要因となっている。

まず、図表 1 をご覧頂きたい。金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約 60~70 兆円のペースで増加させる方針のもと、調節を行っている。8 月は季節的には大幅な資金不足月であり、財政要因からマネタリーベースが減りやすい地合いにあった。こうしたもとで、金融市場局としては、短期国債の買入れを 1 回当たり 2 兆円とするなど市場に大きな影響を与えない範囲でマネタリーベースの変動を若干均す方向での調節を行っている。この結果、8 月末のマネタリーベースは約 177 兆円と、7 月末に比べて若干増加している。図表 3 の短期金利をご覧頂くと、本行が大量の短期国債を買い入れていることも受けて、GCレポレートなどの短期金利は本行の付利水準である 0.1%を下回って推移することが、引き続き多くなっている。

図表 4 の主要国の長期金利をご覧頂くと、本年 5 月以降、米欧の長期金利は上昇傾向をたどってきたが、7 月以降、バーナンキ議長などの Fed 要人からいわゆるハト派的な情報発信が行われて、海外金利が一旦落ち着く局面もみられた。tapering については、引き続き 9 月 18 日の決定を予想する向きが多数である中、前回会合以降、tapering が現実意識される中で米国の長期金利は再び水準を切り上げ、現在 2.8%台である。この間、欧州や英国の金利も、米国金利の上昇、欧州コア国における比較的良好的な経済指標を反映して、中央銀行のフォワードガイダンスの発出にもかかわらず上昇している。ドイツの長期金利は、2%に近づいてきている。英国の長期金利もかなり上昇しており、足もとでは、ほぼ米国並みの水準となっている。この間、本邦の長期金利は、海外金利上昇の中でも横ばい、ないし足もとでは若干軟化傾向を示しており一貫して 0.7%台である。この結果、図表 4 (2) の日米の長期金利差は、5 月までの 1%強から足もとでは 2%を超える水準まで拡大してきている。本邦の長期金利については、後程詳しくご説明する。

図表 5 (1) の FF 金先であるが、5 月以降、市場の tapering 観測が高まる中で利上げの予想時期も前倒しになっていた。7 月入り後、Fed 首脳によるハト派的な情報発信により、利上げの予想時期が一旦 2015 年半

ば頃まで押し戻された感じになっていた。しかし、8月以降は、この利上げ予想時期が再び前倒しになっている。このように、現実の tapering が近づくにつれて、tapering 観測が市場の変動要因となっている姿が窺えるように思う。また、(2) のエマージング諸国の政策金利をみると、インドネシアやブラジルといった新興国が通貨防衛のために利上げを行う動きもみられている。

図表6の各国の株価をご覧頂きたい。前回会合以降、先進国の株価は日本も含めて総じて弱めの推移をたどっている。この背景としては、これまでの上げ相場の調整、海外金利の上昇に加えて、ファンダメンタルズに脆弱性を抱えている新興国の通貨などが売られることの世界経済に及ぼすリスクや、これを受けた市場心理の若干のリスクオフ化が挙げられているようである。さらに最近では、シリア情勢も1つの懸念材料となっている。もっとも今週入り後の本邦株価については、法人季報の堅調を受けて消費税導入を予定どおり行わない理由はなくなったという市場の見方や東京オリンピックへの期待を受けて、若干戻している。また、仮に、米国がシリアへの軍事行動を開始した場合の市場の見方については、これがどのような影響を及ぼすか市場参加者の見方は必ずしも定まっていないが、現段階では、中東他地域への波及のリスク、原油価格の上昇要因、ひいては原油輸入国経済の下押し要因と捉える向きが大勢であると思う。図表6(2)のエマージング諸国の株価は、前回会合以降、新興国の中でも中国の見方が好転し、一方でインドネシアが売り込まれるといったかたちで選別色がさらに強くなっている。図表7をご覧頂くと、エマージング諸国の株価は、前回会合でも申し上げたとおり、経常赤字や財政赤字、構造問題などファンダメンタルズに脆弱性を抱える新興国の通貨や金融資産が売られるという傾向が一段と顕著になっている。最近のアタックの主なターゲットとなっているのが、インド、インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカといった国々であり、これらの国々の為替レートはどれも下落しているが、株価については区々である。ただ、インドネシア、トルコといったところの株価の下落率が大きくなっている。

次に、為替レートだが、図表 8 (1) の先進国の為替レートは、F e d の tapering 観測に伴うドルの上昇圧力とセーフハーバー通貨としての円やユーロの上昇圧力が引っ張り合うかたちで、ドル、ユーロ、円の主要通貨の為替レートは最近は比較的小動きで推移している。もっとも、今週入り後については、ドル/円は消費税引き上げ予想や東京オリンピック期待に伴う株高を受けて再び若干円安が進んでおり、足もとでは 1 ドル 99 円台となっている。図表 9 の新興国の為替レートをご覧頂くと、(1) は 5 月下旬以降、(2) は前回会合以降であるが、どちらでみても先程申し上げた 5 か国、インド、インドネシア、ブラジル、トルコ、南アフリカといった新興国の通貨が売られる展開である。加えて、足もとでは、アルゼンチンやメキシコの通貨も売られている。これらの国々の共通点としては、G20 のメンバーであるということ、メキシコは少し事情が異なるがそれ以外の国々はいずれも経常赤字、財政赤字、構造問題といったファンダメンタルズ面で脆弱性を抱えているという点である。なお、今週入り後は幾つかの国の政策対応などを受けて、売り圧力はやや和らいでいる。

図表 10 の本邦長期金利は、前回会合以降も海外金利の上昇にもかかわらず、極めて小動きであり、足もとでは若干軟化傾向をみせている。この理由としては、4 月から 7 月まで手持ちの国債を、日本銀行オペなどを通じて売却し、国債ポートの整理を進めてきた大手行が、足もとではポートフォリオの整理を小休止させており、ポートを再構築するといった動きもみせていることが挙げられる。その第 1 の背景としては、政策遂行上は痛し痒しの面もあるが、本邦長期金利が非常に安定しボラティリティが低下した結果、銀行のリスク管理上、国債を持ちやすくなっていることが挙げられると思う。第 2 に、このところ本邦株価が軟調に推移していたことで、株式投資への傾斜を強めていた一部大手行もそうした動きを一旦とめて国債投資に踏みとどまるといった動きをみせている。第 3 に、足もと日米金利差は相当拡大しているが、米国については、tapering という金融政策そのものの不確実性が意識され、銀行からすれば金利差で多少儲かっていてもボラティリティや金利上昇に伴う評価損の方が怖いという判断があっ

て、現時点では、本邦国債が選好されやすい地合いになっているように思う。また、本邦国債市場では、大手行のプレゼンスが相当大きく、大手行の投資スタンスが足もと揃っているので、中小のプレイヤーもこれに逆らっても仕方がないということで、これに追随しやすいという傾向がみられている。これらの要因が、海外金利上昇の中でも本邦国債金利が足もと極めて安定している背景となっているように思われる。

続いて金融調節である。図表 13 をご覧頂きたい。金融市場局では、8 月中も本邦市場金利の安定を踏まえ、7 月同様、7 兆円強という安定的なペースで国債買入れを行っている。なお、8 月末までの買入国債の平均年限は、引き続き 10 年新発債の応札が目立っていることから、7.5 年となっている。このような 8 月中のオペについて、やや詳しくご説明する。図表 14 のオペの応札倍率であるが、5 年超から 10 年のゾーンについては、応札倍率は元々低めであったが、今申し上げたように大手行がポートの圧縮を小休止させる中で本行オペへのニーズも一段と低下するかたちになっている。とりわけ 8 月 21 日のオペであるが、倍率 2.36 倍と低倍率、かつ落札決定レートが -0.016% というように、典型的にオペへの需要が乏しい中で本行がわりと高値の札を無理して拾っていくかたちのオペになった。元々、1~5 年のゾーンでは、毎月、2 年債と 5 年債を合わせて 5 兆 6,000 億円の新発債が発行されているのに対し、5 年超から 10 年のところで発行される新発債は 10 年債 2 兆 4,000 億円で、国債発行量との対比で見れば、このゾーンの本行の買入額は元々多いのではないかという市場の声はあった。こうしたもとで最近では、銀行も含めた投資家はこのゾーンの国債の需要を強めている。市場参加者からも、本行オペの規模が新発債のボリュームや現在の市場環境からみて少し大き過ぎるのではないか、その結果としてオペが債券価格のボラティリティを高めたり当該ゾーンの国債の流動性を過度にスクイズしてしまうリスクもあるのではないかという批判も、時に受けるようになった。元々、5 月末に公表した買入方針では、5~10 年ゾーンの買入規模については、1 回当たり 4,500 億円程度から 6,000 億円程度と弾力的な対応を可能にする書き振りとしていた。

私どもとしては、ただ今申し上げたような市場動向を踏まえ、裁量の範囲内で8月23日以降、このゾーンの1回当たりの買入額を500億円減額し4,000億円とし、その一方でオペに安定的な需要のある1~5年のゾーンについては、逆に1,000億円増額し1回当たり6,000億円とする微調整を行った。このようなオペの調整について、市場では、現在の市場の実態や新発債の発行規模を踏まえたものとして、概ね好意的に受け止められているように思う。今後とも、金融市場局としては、その時々々の市場動向を踏まえ、与えられた裁量の範囲内で必要に応じ弾力的に対応していく考えである。

今後の市場動向であるが、Fedの tapering については、9月開始との見方が引き続き多数である中、tapering に敏感な地合いが続く可能性が高いと思う。また、ファンダメンタルズの脆弱性を抱える新興国の通貨や金融資産が選別的に売られやすい地合いも続いている。さらに最近では、シリア情勢も注目を集めている。これらのファクターを注視しつつ、引き続き市場の動き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

それでは、ただ今の金融調節、金融・為替市場動向に関する説明に関して、何かご質問はあるか。

宮尾委員

図表12で国債市場のボラティティは下がってきている一方、値幅・出来高比率は過去に比べてまだ高止まっている。(3)では、値幅も出来高も両方下がっており、むしろ出来高がかなり低位で推移しているという感じである。先程、流動性のスクイーズといった話もあったと思うが、出来高の2兆円前後の水準というのはどのように評価したら良いのか。

山岡金融市場局長

出来高としてはやや少なめであり、宮尾委員ご指摘のとおり、値幅・出

来高比率がなかなか下がらない原因は、値幅はそこそこ下がってきているにもかかわらず出来高も下がっているから、ということかと思う。印象としては、夏休みの市場閑散期の出来高位ではないかと思う。8月に入って出来高が下がってきたという印象を持っているが、夏休み時期を終了してもなかなか戻らないという印象である。こうした低水準の出来高のため、このような値幅・出来高比率の水準になっているということかと思う。

宮尾委員

例えばV a Rショックや市場が非常にストレスになった時などと比べてどんな感じか。

山岡金融市場局長

それらと比べても相当少ない。変動はあるが、少なめであると思う。

木内委員

図表 14 の国債の買入オペについて、落札分の平均残存期間をみると、どのゾーンでも長めでカレント物が入りやすい状況が変わっていないように見受けられる。これは一時的な現象というよりはかなり恒常的になってしまったのか。日本銀行がどんどん買っていけばそのような傾向が強まるような気はするが、それがかなり定着してしまったという判断なのか。これが1点目の質問である。

2つ目は、これに関連して、先程8月23日のオペからオファー額を調整し、流動性などに配慮して柔軟に対応するという説明だったが、それ以外に、カレント物が入りやすくなり、平均残存期間が思ったよりも長くなってしまい、目標である7.5年よりも長くなりやすいので、5~10年を少し絞って1~5年を増やすという面はないのか。さらに、もしそうであれば、例えば、5~10年の下限は、4,500億円としていたので4,000億円でも程度の範囲内かもしれないが、もしこれが本当に恒常的にこうなってくるのであれば、5月に提示したレンジのテーブル自体を見直す必要はな

いのか。

最後に、新発債を買って日本銀行に投げるというフローが大分確立してきたように思うが、それによって市場が安定化するという面もある一方で、政策効果としてはどうなのか、財政ファイナンスとの観測を強めることになるのではないかという懸念はある。質問は、日銀に新発債を持ちこむ銀行のメリットは何なのかということである。国債管理政策に協力する、日本銀行の量的・質的金融緩和に協力する趣旨で、新発債で取って日本銀行に売るというフローが確立しているのか、それ以外にその間の短期間の保有のキャピタルゲインがそれなりに稼げるという経済的なメリットに基づいてそのような行動が定着してきたのか、あるいは別の理由なのか。

山岡金融市場局長

カレント物が持ち込まれるという点だが、これはある程度ビルトインされてきてしまったという印象を、正直持っている。普通に考えると、銀行としては、イールドが立っている段階では、ある程度ロールダウンを取って短くなったものを持ち込んだ方が多少は儲かるはずだが、今は長めのところのカレント物が持ち込まれる傾向が強い。われわれのオペは前日のレートをもとに利回り較差で実施しているので、金利が上がっている局面、イールドカーブが立つ時には長めのものが入りやすいのは当然である。ただ、今回のようにイールドがどちらかと言うとフラット化する中で、なおカレント物が入ってくるということは、やはりビルトインされてきた可能性が高いと思う。われわれの政策自体は、イールドカーブを押し潰す圧力をかけることによってロールダウンを取る余地を下げているという面はあるかと思うが、同時に、日本銀行のオペがあることが、入札行動に向かう業者、証券会社の在庫整理に便宜の場を与え、カレント物が入りやすいことに結びついてきているという気がする。

2番目の平均残存期間については、私どもはこれを強く意識しているということではない。7年程度ということであるが、前後にある程度幅があり、例えば、今は7.4年や7.5年になっているが、許容される範囲内だと

思う。これを変更する時に特に強く平均年限を意識したということではなく、あくまで市場の地合いを踏まえたものである。

3番目の日銀に新発債を持ち込むことの銀行のメリットについては、実体経済面では、足もと10年債が0.7%、CPIの実績が0.7%なので、10年物金利は実質的に相当低金利であることは間違いない。このことは経済へのメリットが当然あると思うが、それは別として、銀行側にとってみれば、ある均衡から別の均衡を達成しようとする中で新しい均衡に移る時に金利リスクは高まるので、現在の政策は、その金利リスクを日本銀行というパブリックセクターが吸収するという意味でのメリットは当然あると思う。それは色々なかたちで出てくると思うが、結局のところ、銀行が本来負うはずの金利リスクをパブリックセクターがある程度引き受けるといことなので、そこにメリットはあるのだろうと思う。

木内委員

オファー額のテーブルは見直しているのか。

山岡金融市場局長

4,500億円から4,000億円にした時は、これは「程度」で読めるだろうと思うが、日本語として読める範囲があるので、私の印象としては、これをさらに下げるとなると、それなりの方針の見直しとその周知が必要になってくるだろうと考えている。

中曾副総裁

長期金利のところで、メガバンクのポジションの再構築に関し、需給的な面からの説明があったが、ファンダメンタルズ面での要因はどうか。例えば、実質成長率やインフレ予想——市場参加者がそもそも低いのか——、あるいはオペが非常に上手くいき十二分にタームプレミアムを圧縮しているのか、あるいは先程の宮尾委員の意見にも関係あるが、板が薄いという点も含めて市場流動性が非常に低くなっており、シグナル効果のような

ものが一部壊れて市場機能が影響を受けている面もあるのか。その辺の見解を聞かせて頂きたい。

もう1点は図表2の当座預金についてであるが、各主体別に、どのような保有インセンティブ、ないしディスインセンティブがあるのか。例えば、メガバンクなどは、あまりにも不釣り合いに日銀当座預金が増えることについてはIR上の問題があると聞く。外銀は、結構保有しているが、これは円転コストと付利金利水準の間にある程度マージンがあることがインセンティブになっているのか。あるいはゆうちょ銀行のインセンティブはそもそも何なのか。その辺りを整理して教えて頂きたい。

山岡金融市場局長

先程需給にフォーカスした説明をしたが、ファンダメンタルズ面では、足もとCPIが+0.7%になっているにもかかわらず、メインプレイヤーの先行きのインフレ率に対する目線は、そこまでは上がり切っていないという気がする。先行きの金利予想を聞いても、メインプレイヤーは、ポジティブかもしれないが2%よりはかなり低めの水準を答える方が多いように思う。やはりメインプレイヤーのインフレ予想が「2年で2%」には達していないことがドミナントな要因としてあることは間違いないと思う。それから市場機能の点は、定量的な判断はなかなかできないが、定性的に全くないかと言われれば、そういう訳ではなく、この政策そのものに付随するやむを得ない部分もあるのかかもしれないと思う。具体的には、特定の銘柄によっては、相当入手しにくくなっている可能性が意識されており、ショートが振りにくくなっている銘柄が出てきているという話を聞く。そういう意味で、やむを得ない副作用かもしれないが、市場機能が一部壊れているということがあるかもしれない。ただ、定量的な判断は難しいと思う。

次に、当座預金であるが、現在のところ、都銀の主要なところは、当座預金に対して一定の目途を置いているところが多いように思う。例えば、自分達は銀行セクターの何割なので日銀当預の規模も全体の何割程度に

したいというように、全体の日本銀行の当座預金の何割というような目標を内部的に設けて運営している先が多いようである。そういう先では、受動的に貯まってくるというところがあるかと思う。このような当座預金の目標に厳格に拘わった場合、資金が余った場合は運用してくるが、その運用利回りは0.1%より低くなっていく。そのような低いレートで運用してくるところでは、ある種裁定が働き、それを取って当座預金に積むことで運用する人々が出てくる。それが外銀や外証であったり、その他のプレイヤーであったりする。今の構図は、大手行の中の一部の主要プレイヤーは、明確に当座預金目標を持って運営し、そのスタンスをみて裁定を試みる中小プレイヤーがいて、そこに受動的に当座預金が貯まっていくという構図になっているように思う。

白井委員

今の質問と関係があるかもしれないが、先程の説明で、大手行が今までポジションを落としていたが色々な理由で少し一服しているということであった。その結果、日本銀行のオペにも参加しているし、一部は流通市場でも取引に参加しているかもしれない。日本銀行のオペの方は分かるが、流通市場での売買には今回の大手行の変化はどの程度影響しているのか。

山岡金融市場局長

流通市場に出てきている感じはそれほどなく、新発債を落とす、新発債を入札で仕入れる、その一方でポートフォリオを入れ替えるということで、ロールダウンを取った後の銘柄などをオペに入れてくるが、その額を調整するかたちでポートフォリオを調整している。大手行は、流通市場であまりマーケットを動かしたくなく、自分達が動くとは流通市場に分かってしまうので、入札と日本銀行のオペを使って調整したいという意向が強いように思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

外山国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の製造業PMIであるが、グローバルPMIは8月に52.3と改善した。米国はやや低下した一方、先月50を上回ったユーロ圏が引き続き改善したほか、中国も51.1と4か月振りに50を上回った。中国以外の新興国もインド、インドネシア、シンガポールを除き改善した。

図表2の米国経済であるが、第2四半期の実質GDPは前期比年率+2.5%へと大きく上方改訂した。第1次推計後に公表された6月の純輸出が顕著に改善したことが主因である。ただし、前回決定会合以降、企業部門に関するハードデータは予想を下回るものが目立ったように思う。7月の鉱工業生産は、鉱業が4か月連続で増加したものの、自動車や一般機械が減少し、前月比横ばいにとどまった。また、このところ持ち直していた航空機を除く非国防資本財の受注も、期初月特有の要因を割り引く必要はあるが、前月比-3.3%と大幅に低下した。航空機の受注も前月比-44%の低下であり、新興国の減速や資金調達環境の悪化が影響している可能性がある。もっとも、昨日公表されたISM製造業指数は55.7と高い水準となった。季節要素も当月は中立的なため、足もとの生産の好転を示唆している可能性は前月よりは高いとみている。一方、家計部門に関する指標についてみると、消費者コンフィデンスは、コンファレンスボード指数、ミシガン大学指数とも高水準を維持し、実質個人消費も、南東部の低温から電力消費が低下した影響を除けば堅調に推移した。住宅部門では、住宅価格は引き続き上昇している。ただし、ケース・シラー指数調査対象20大都市のうち、東海岸や中西部の5都市で価格が足もと下落している。7月は、受渡し時点で計上される中古住宅販売戸数が増加した一方で、契約

時点で計上される新築住宅販売戸数は減少した。新規の住宅ローン申請件数もモーゲージ金利上昇を受けて減少している。また、7月の住宅着工件数は、集合住宅が増加したことから、約90万戸の水準まで盛り返した。このように住宅部門は強弱区々の動きとなっている。

図表3の欧州経済であるが、ユーロエリアの第2四半期実質GDPは、前期比年率+1.1%と7四半期振りのプラス成長となった。中でもドイツが前期比年率+2.9%、フランスが同+1.9%と、いずれも2011年第1四半期以来の高い伸びとなり、全体をプラスに押し上げた。両国とも消費が堅調であったが、ドイツでは冬季寒波の反動から建設投資が盛り返したほか、フランスでは自動車販売の底入れから在庫復元といった一過性の要因も寄与していたことから、第3四半期に多少反動が出る可能性はある。生産は月々の振れを伴いながらも、財別では輸送機械を含む投資財、国別ではドイツを中心に持ち直してきている。生産PMIも8月は53.4まで上昇した。周縁国国債の利回りは、ドイツ国債とのスプレッドで見ると、むしろ小幅に低下し小康状態となっている。もっとも、今後は、債務問題の行方を占ううえで重要なイベントが立て続けに予定されており、それぞれの帰趨を巡って市場がボラタイルになる可能性がある。9月中だけでも、10日に欧州議会本会議でSSM指令の採決、22日にドイツ連邦議会選挙、月末にかけてはギリシャの第5次トロイカレビュー開始といったスケジュールとなっている。また、9月中にEBAによる不良債権の統一定義が公表されることになっている。

次に図表5の中国経済であるが、当局が質重視を標榜しながらも一定の成長も確保するとの方針を表明したことから、シャドーバンキングセクター問題の処理等のリスクを孕んでいるものの、目先、さらに減速していることに対する懸念は後退してきており、年内は現状程度の成長率が維持されるとの見方が強まっている。7月以降、政府が高速鉄道網整備やLTE基地局の建設促進等の「稳增长」施策——景気下支え策——を次々に公表しているが、それによる需要増が早くも発現するかたちで、あるいは需要増を見越した思惑買いにより、例えば鉄鋼の流通在庫が減少し、市況が

やや持ち直し、つれて生産も増加するといった動きがみられ始めている。同様の動きは、非鉄金属や建設資材でもみられており、全体の景気を下支えしている。一方、輸出は米国向けが増加に転じつつあるが、欧州向けや日本向けはなお停滞色が強く、好調だったASEAN向けも伸び率が低下してきている。当局からも、今年の輸出入総額の伸び率見通し8%を達成するのは難しくなってきたとの率直な声が聞かれている。必ずしも世界貿易の伸びに比べて劣勢にある訳ではないが、当局は賃金の上昇や人民元増加によるコスト高の影響が現れたものと懸念している。HSBC/Markit ベースのPMIの輸出向け受注指数も、46.5と5か月連続の50割れとなった。中国を除くアジア経済のうち、NIEsは第2四半期の成長率こそ各国とも持ち直したものの、名目ベースの輸出・生産関連の指標をみると、全体として停滞局面を脱していない。韓国の8月の輸出は、ASEAN向けや米国向けを中心に、先月比8.4%の増加となったが、振れの大きな船舶や素材が中心であり、また、韓国、台湾とも輸出受注PMIは50をはっきりと下回っている。また、ASEANの第2四半期の成長率は、フィリピンが比較的高めの成長率を維持したほか、マレーシアが政府支出の拡大を主因にプラスに転じた一方で、タイは昨年末に打ち切られた消費喚起策の反動や既往のパーツ高から消費や輸出が振るわず、2四半期連続のマイナス成長となった。株価については、おしなべて大きく調整している。インドは第2四半期の成長率が前期比年率+2.9%となった。自動車販売の落ち込みに典型的にみられるように、消費が弱く、つれて消費財や資本財の生産が低迷している状況である。

最後に、図表7の国際金融資本市場であるが、Fedの資産買入額縮小のタイミングとペースに関する思惑、シリア情勢緊迫化といった材料で、振れやすい展開が続いている。統計の利用可能な直近時点では、先進国、新興国を問わず、株式、債券双方から資金が流出している。新興国の株式は、これまでの上昇幅が大きかったトルコ、フィリピン、インドネシア、タイで下落幅が大きくなっている。また、通貨では、経常収支赤字を抱えインフレ圧力が高まっているインド、インドネシア、トルコ、ブラジルの

下落幅が大きくなっている。一方、ここには掲載していないが、原油、天然ガス、金・銀等の貴金属、銅・アルミ等の非鉄金属、大豆・とうもろこし等の農産物といったコモディティは、中国経済への懸念が和らいだことや、地政学リスクの高まりから値を戻してきた。もともと、足もとでは上昇基調が一服しているものもみられている。

以上をまとめると、世界経済は一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっているとの判断に変わりはない。すなわち、前回会合時点と比べると、米国の回復過程は堅調ではあるがモメンタムにすんなりとは弾みがつかず、依然緩やかなものであることが確認された一方、大きな下方屈折もあり得るとの見方もあった中国が、「稳增长」施策が次々と打ち出された結果、一頃と比べ水準は低いものの安定的な成長を確保しそうであるとの安心感が広がり、コモディティ市況や資源国の株価も幾分盛り返している。また、欧州経済の底入れがさらに明確になってきた一方で、一部の新興国では通貨や株価が売り浴びせられ、厳しい経済運営を余儀なくされている。国際金融市場では、米国金融政策を巡る思惑やシリア情勢の緊迫化を材料に、神経質な動きが続いている。以上である。

黒田議長

海外経済情勢についての説明に関連して、何かご質問はあるか。

木内委員

中国経済についての数字が上振れているが、一方で持続性がどの程度あるのかについては、微妙だと感じている。もし、足もとの改善が、従来言われてきた構造的な問題が緩和に向かい、過剰設備の問題が進展しているということであれば持続性はあると思うが、ただ小粒な景気対策が出てきたり、構造調整の圧力を一時的に少し弱めたりといった政策的な微調整によって、素材関連での在庫調整が進んだり、iPhone 要因であったりと、非常に短期的なものが重なって戻っているということであるとすると、果

たして何か月も続くような持続性はあるのか。少し安定してくると、また政府が構造調整重視、質重視の政策に比重を移していくことも考えられるので、持続性はどうかという気がしている。

それに関連し、新興国は全体的には金融市場がやや混乱して、経済も下方リスクが高まっている中で、中国だけ別の動きになってきている。1つには、金融市場を通じた海外要因を受けにくいという特徴があると思うが、果たして足もとの新興国の金融市場調整の影響を全く受けないのかと言うと、1つは、中国の金融市場は閉じた感じもするが、香港を通じて資金を調達している企業はあるので、そこでクレジットクランチ的な動きが出てくる要素はあり、これから少し影響が出てくるのではないか。それからもう1つは、今までは中国がアジアの新興国を引っ張り、中国が少し減速してきたのでASEAN経済が減速してきたという方向感であったが、今度はそうではなく、アジアの他の新興国の経済が金融市場の動揺の影響、あるいはそれを受けた構造改革、構造調整の影響で落ちてくることによって中国経済の足を引っ張っている。このように金融市場の調整、経済の調整が、従来とは逆に、中国に波及してくるというリスクはないのだろうか。この2点をお聞きしたい。

外山国際局長

先々週、中国に出張し様々な当局者にも話を聞いてきたところであるが、今回色々打ちだされた「稳增长」施策については、構造改善を一定程度進めながら、同時に短期的な景気刺激も図り得るようなメニューを、小粒ではあるが並べたということであると聞いている。即効性の高いものとしては、例えば、鉄道建設などがあるが、これは都市化を進めるとともに大都市間の交通の便を高めることによって、様々な波及効果を狙っているということである。LTEの基地局の建設についても、中国の場合は3つの大手通信会社がそれぞれの基地局を建てているが、4~5年に亘って事業を進めていく。IT化の進展も政府の施策の中に入っているが、こういったインフラの整備を通じた色々な商流の発展も同時に見越しているという

ことである。さらに、過剰生産という点では、船舶の近代化も今回の施策の中に入っており、これは、造船も過剰生産能力を抱えた業種として取り上げられているが、その稼働率を引き上げるとともに、中国の船舶を近代化し、よりエネルギー消費を効率的なものにすることによって、貿易の便に資することを狙っているということである。2009年に打ち出された4兆元の時には金額が大きく、地方政府が自分のやりたいものやっけてしまい、中央が抑えられなかったということもあり、かなり非効率なものが出てきたと思うが、そのこのところについては、今回は気を配りながら施策を選んでやっけてきていると思う。ただ、持続性に関して言えば、先程のLTEの基地局、あるいは鉄道もそうかもしれないが、数年間に亘って続いていくが、今後シャドバンキングセクターの処理等の結果によって、特に地方政府主導のプロジェクトについて、ある程度のブレーキがかかってくるシナリオも考えられなくはないので、マーケットもそうであるがわれわれも、当面は現状程度の成長が維持されるであろうと考えているが、2年先、3年先まで大丈夫かと言われると、そこについてはまだ判断しがたいと思う。

エマージングあるいは先進国の金融市場の影響を中国がどのように受けるかということであるが、香港を通じた影響はわれわれも意識しており、香港事務所のヒアリング等によってもご指摘のような点を指摘する声も出てきている。特に、不動産向けの投資等には香港を通じて一定の資金が入ってきていたということであるので、そういったところで少し蛇口が絞られるということであれば、一定の影響が出てくる可能性はあると思う。ただ、全体として、アジアの他の国が受けているような影響を受けるかどうかということになると、中国は、やはり閉鎖性の度合いが高く、半独立的な世界を作っているの、そのようなマグニチュードのものではないと思う。一頃非常に高い伸びを続けていたASEAN向けの輸出の伸びが少しだれてきており——と言っても30~40%の伸びが20%程度に落ちてきているということだが——、これがそういったトレンドにあるかもしれないということについては、中国当局も少し気にしている。ただ、アメリカ

向けが相応に伸び、欧州向けが今後少し伸びてくれば、全体としては、先進国向けの輸出が、A S E A N等向けの伸び率の低下を十分オフセットしていくのではないかと思う。

木内委員

持続性はどうかという問題意識とは少し逆行してしまうかもしれないが、構造改革に逆行しないかたちで構造改革も意識した小粒な景気対策を実施していると中国政府が言っているとのことであるが、とはいえ、例えば地方政府にとっては、「隙あらば」のような意識はあるので、構造調整と言っていたが景気も少し落ちてきたので多少そこを緩めるというメッセージになったとすると、隙あらば出てきてしまうという面が、足もとでもあるのではないか、あるいはこれからそういった面が出てくるのではないか。そうすると、構造調整改革の流れと整合的ではない非効率なものがまた出てくるきっかけを作ってしまうリスクはないか。

外山国際局長

おっしゃるリスクはあるとは思う。今回、質重視で多少の成長は犠牲にしても、といったスタンスのリコンククスが、多少方向転換して安定成長を図ることになった背景には、地方政府を中心とした不満が相当大きくなり、そういった政治闘争の中である程度の妥協を余儀なくされたというような解説も聞こえてくる。ただそうは言っても、現在、薄熙来の公判が行われているほか、報道によると、公安当局や国有財産管理委員会のトップ等に対して調査が行われているといったような政治的闘争というか、汚職を追放するための色々な措置が取られようとしている中で、10月に予定されていた三中全会が11月に延びたが、こういった政治的な動きの中で、習近平、李克強の政権が政権基盤をエスタブリッシュしていくことができれば、先行き抵抗勢力を排除しながら必要な構造改革を進めていくことができるのではないかといった期待も同時に聞こえているので、先々2か月程度は中国の政治的な動きを含めて注意を怠れないと思う。

白井委員

インド、インドネシア、タイについて質問したい。インドは、市場でターゲットになっている他の国に比べて、通貨はアジアの中で1番下落しているわりに株価は然程下落していないが、これをどう考えるかということである。インドの場合、外国人の株式保有と債券保有は少ししか減っておらず、外国人はインドのファンダメンタルズ等を然程大きな問題とは思っていないようだ。また、インドは面白い政策を実施している。8月20日頃に短期金利を3%も上げておいて、長期金利を下げ、逆イールドになっている。このような非常に artificial な政策を実施することに関して、外国人がどのように捉えているのかと思いファンドのデータをみたが、それほど減っていない。債券の売りもそれほどない。この辺のところをどのように理解するかを聞きたい。また、インド・ルピーがなぜここまで減価したかであるが、これは居住者がルピーをドルに相当転換している可能性があると思う。どうしてそのようなことが起きたのかだが、居住者が海外に資金を移転する時の上限を引き下げ、資本流出をとめるような政策を採ったために、却って不安を煽り、ルピーをドルにどんどん転換しているような気がしている。このように、インドは政策が非常にユニークで、長期金利を下げ、資本流出をとめる政策を実施しているが、結果的に何かおかしい結果になっている。株はそれほど減らないが、通貨は大暴落している。

次に、インドネシアはかなりオーソドックスに政策対応しているように見える。6月頃から財政引締めを始め、燃料価格を上げ、海外投資家にとって魅力的になるように、中銀の手形の保有期間を短くしたり、外債の規制を減らしたり、非常にオーソドックスにやっている。インドのユニークな政策とはかなり対照的にみえるので、私はインドネシアの方に希望を持っているが、そのような判断で良いのか。インドとは違って、オーソドックスに財政再建に取り組み、金融を引締めているので、立ち直りが早い可能性があるかとみているが、その辺はどうか。

最後にタイであるが、タイは経常収支がゼロ%程度で、外貨準備も輸入

の10か月分程度保有している。このようにそれほど悪い状況ではないが、タイも通貨や株が売られた。これは、元々資本流入が多くあったがそれが流出している結果と解釈すれば良いのか。それほどファンダメンタルズは悪くないが、格好の攻撃対象になっているように見えるが、その背景は、資本流入が結構あり株がかなり高かったところからくる調整というような理解で良いのか。

外山国際局長

インドの政策がユニークであるというご指摘であるが、インドとインドネシアを比べると、インドの方がはるかに難しい経済状況にあるのだろうと思う。経常収支は、インドネシアはつい最近まで黒字だったものが、コモディティ価格の下落等によって昨年頃から赤字になってきた。インドは、昔は remittance でかなり打ち消されていたが、最近貿易収支がどんどん悪化してきて、それでは到底打ち消せなくなり、経常収支赤字がどんどん膨れ上がっている。その間、それと対をなすように財政収支も双子の赤字で悪くなってきており、かつインフレも起きやすい状況の中で、今回の世界的な資本の流れの変化の中で、これらの全ての問題を同時に解決するような1つの政策はないだろうと思う。従って、為替のコントロールや介入、金融政策等を色々な政策を総動員しながら——悪く言えば場当たりのということかもしれないが——、その時々大きな問題に対応してきたということだろうと思う。振り返ってみると、これがユニークな conflicting な政策が行われているとみえるということではないかと思う。例えば、短期の金利は上昇しているが長期の金利は下がっていることについて言えば、介入によって短期金利は上がってしまったが、それをオフセットしつつ長期の成長資金についてはきちんと維持していくために長期国債の買いオペを8月23日に大規模に実施した。それが相反する政策にみえるということではあるが、恐らくインド準銀の気持ちの中では、それぞれ必要なことを実施したということではないかと思う。資本流出規制についても、8月14日に海外投資の上限を純輸出資産の400%から100%に引き下げる

といったようなことが行われた。居住者と非居住者のどちらが為替の動きに貢献、寄与しているかについての情報がある訳ではないが、海外の投資家からも、インドの資本規制が今後統一的な考え方できちんと行われるかどうか非常に疑問であるといった声が高まっているのも事実である。そういったことを受けて、インドの財務次官がわざわざテレコンファレンスを開いて——私どものスタッフも参加したが——、その点についての釈明をし、「安心してもらいたい」と言ったということである。申し上げたように、非常に難しい状況の中での対応であるので、これからもこういった一見 conflicting な色々な対応が取られてくるかもしれないが、状況が非常に難しいということも事実だと思うので、われわれとしてもその時々の方針について正確な理解に努めていきたいと思っている。

次に、インドネシアに希望があるかどうかということであるが、インドと比べれば比較的単純であり、6月22日に燃料価格に対する補助金を大きくカットし、財政収支の改善を図ろうとしたが、それが思った以上のインフレを招いてしまったので、金融政策で引締めなければならないということで、8月は一旦見送ったが臨時会合で50bpさらに引き上げた。その辺はきちんと対応してきたが、長い目でみると2011年頃にもう少し引締めしておくべきだったところが遅れたことが、今になってこういう対応を取らざるを得なくなったということに繋がったのではないか。先程金融市場局からも話のあったいわゆる5弱国と言われているインド、インドネシア、南アフリカ、トルコ、ブラジルであるが、全て来年選挙がある。インドネシアも大統領選挙が来年予定されており、財政の規律がややもすれば緩みがちであるといった中で、金融政策はきちっとやっていかなければならないという意識も高いと思う。歴史的には色々あったようであるが、現在中銀と財務省の関係は非常に良好であるので、トータルでリーズナブルなポリシーミックスが採られていくことを期待したいと思う。

タイについては、今申し上げた5弱国ではないが、マーケットはマレーシアとともにその次位に注視しているようである。洪水への対応で、昨年まで自動車購入の補助金等も含めて色々な対応をしてきたが、それが切れ

てその反動が出ている。また、バーツ高の影響が今になって出てきており、消費と輸出が今年に入ってから非常に弱く、GDPが2期連続マイナス成長で、こういったところが材料視されている。マレーシアとの共通点は、国内債務、特に家計債務の残高が積み上がってしまい、このGDP比率が高くなってきており——先進国と比べればまだ低いのかもしれないが——、ここで将来何らかのリスクの顕在化に繋がらないかどうかを、マーケットは気にしている。このように5弱国に次いで売られる動きが出ていると理解している。

佐藤委員

米国の住宅市場であるが、先程の説明で強弱区々ということであったが、データをみていくと、確かに中古販売は増えているが、新築住宅の販売は減っている、新規の住宅ローン申請件数も減っている、新築の在庫率は上昇している、着工も頭打ちになっている、というように、中古住宅のデータが少し良いだけで後は全部不芳である。あまり区々という感じはしない。モーゲージ金利上昇の影響がもろに出てきているということだと思うが、この辺りの先行きの展望も含めてもう少し教えて頂きたい。

外山国際局長

先程、住宅価格は5都市では下落しているがその他では上昇しておりそれはポジティブな動きであると整理をしていたので、1つだけではなく2つ良い材料があると申し上げた。住宅着工が頭打ちとおっしゃったが、6月は非常に大きく落ち込み集合住宅が弱かったが、取り敢えずそれが一過性のものに終わったことが7月の数字で確認できた。水準的には90万戸程度とそれほど高くはないかもしれないが、ずるずると下がっていくということではないと判断したということである。住宅ローンについて、モーゲージ金利の影響がどの程度出てくるかは、多分2四半期位ラグを持って現れてくると思うので、最終的にどの程度の影響が出てくるかについては、必ずしも現時点でははっきりと申し上げられない。ただ、モーゲージ金利

は、上昇したと言っても4.5%を僅かに上回るところで、歴史的にみればまだ非常に低い水準である。それから、住宅価格が5都市の動きを除いて全般的に上昇基調にあり、買い時であるという判断の背景として住宅価格動向が1つの大きな要素になっているということもある。これから2007年までのように住宅着工が年間200万戸近くまで回復するとは毛頭思っておらず、長期的な平均をみても、また人口動態からみても、米国の住宅着工はせいぜい120万戸程度が長期的に持続可能なレベルだろうと思うので、そういったところを目指しながら緩やかに持ち直していく姿を、取り敢えずは展望できるということではないかと思う。まだ確たることは申し上げられないが、現状程度の金利上昇であれば、雇用・所得環境等の改善を背景にFedが動くということであれば、今のところはそれほど大きな影響を与えないのではないかということ、基本線としてみている。

宮尾委員

NIEs・ASEAN経済について、やや重複するかもしれないが、もう一度整理してお聞きしたい。全体観として、米国、欧州、中国が全体的に緩やかに着実に持ち直しているということは、NIEs・ASEANにとってプラスだと思うし、今のtaperingの混乱を乗り越えれば上手く持ち直していくと思う一方、インドネシアが弱いとかタイ、マレーシアが次なるリスクであるという説明であった。インドネシアは色々あるとして、タイ、マレーシアは、ファンダメンタルズ的にみて、経常収支は黒字で、対外債権・債務は多分トントンあるいは対外債務はそれほど多くないと思う。国内の債務は非常に高いだろうが、タイ、マレーシアの内需が非常に減速するリスクをどの程度みておいたら良いのかが気になったが、その辺は如何か。

外山国際局長

世界的にエマージング諸国が減速していた背景は色々あると思う。成長期待が下がってきていることが背景にあると思うが、きっかけは、米国の

金融緩和の縮減が意識されるようになったということだろうと思う。おっしゃるように、一旦FOMCが決定をして、マーケットが落ち着いて、また search for yield の動きが再開される暁には、全体的に少しずつ資金が戻る、あるいは流出の程度が減じていくと思う。ただ、それぞれの国の脆弱性が一旦意識されてしまったことも事実であり、戻ってくるとしても選別的にしか戻ってこないと思う。従って、現在言われている5弱国については、マーケットが注視し、マーケットが課題と挙げているような構造的な問題に対応していかないと、マーケットが納得しないと思う。一方で、タイやマレーシアについては、マーケットの中には、家計債務の問題を非常に重視している人もいるが、一応材料として挙げているだけで抜本的にはやはりアメリカが問題であり、アメリカの動きが収まればこれらの国は戻ってくるというようなことを言う人もおり、見方はやや分かれている。タイとマレーシアについては、来年以降、インフラの計画が動き出すことになっており、こういったところが内需を支えていくことは期待できると思う。家計債務の問題、あるいは前年までの補助金の打ち切りが、特にタイにおいて消費を抑制しているが、こういったところが一時的なものか、あるいはもう少し尾を引くのかということについては、現時点では判断できないと思っている。

宮尾委員

NIEs・ASEANの成長見通しを全体的に引き下げる感じなのか。

外山国際局長

そこは、下がってくると思う。

宮尾委員

今、エリアとしては4%弱位でみているが、どの程度下げる感じか。

外山国際局長

例えば、インドネシアについて、IMFが4条協議に入って、今年の成長率を6.3%から5.25%に引き下げた。インドネシアでその程度なので、東南アジアについて言えば、1%内外ではないかと思う。韓国、台湾については元々厳しくみており、財政政策等の施策も採られてきているので、ボトムアウトの動きがはっきりしてくれば、持ち合いなしは少し上方修正という動きが出てくるかもしれないと思う。

黒田議長

他になければ、ここで5分間のコーヒーブレイクを取りたいと思う。

(15時09分中断、15時14分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

黒田議長

決定会合を再開する。それでは、国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

ここ2日間ほどでかなり指標が出たのでそれらも含めた資料-4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降、4～6月期の実質GDPの1次QEが公表されている。図表1で4～6月の実質GDPは、前期比+0.6%、年率+2.6%と1～3月に続いてしっかりとした増加になっている。直前の予想と比べると少し低めであったが、これは在庫品増加、いわゆる在庫投資が大幅に減少したことによるものであり、最終需要は2期連続で年率4%の高い伸びであった。最終需要の中では、設備投資がこの段階ではまだゼロ、若干マイナスにとどまっているが、2次QEでは法人季報が反映されていくので、設備投資は恐らくプラスに転じ、在庫もマイナス幅は縮小し、実質GDP全体は来週の月曜日に公表になるが、2次Q

Eでは全体でも上方修正される可能性が高いとみている。因みに、民間では年率4%弱の成長を予想している。図表2をご覧ください、これも1次QEであるが、GDPデフレーターのマイナス幅が明確に縮小している。(2)の内需デフレーターをご覧ください、建設関連を中心に投資デフレーターがプラスに転じたことが影響している。

図表1(3)の景気動向指数であるが、ご案内のとおり、昨年4月が暫定的な景気の山とされた。そのうえで2点申し上げたい。1点目は、景気の山の後の後退局面であるが、特徴としては遅行指数がしっかりしていたということである。消費や第3次産業活動、雇用がしっかりしており、足もとの景気の特徴にも結びついている。2点目は、一致指数が昨年末頃をボトムに回復しており、堅調な内需に輸出の持ち直しが加わったものであるが、明後日6日に公表される7月の動向指数においては、手許で計算すると、基調判断が現在の上方向へ局面変化から改善に変わるのではないかと、今のところはみている。

続いて図表5の実質輸出については、4~6月に前期比+3.6%と伸びを高めた後、7月はその反動から-3.7%とやや大きめの減少となっているが、後程ご説明するとおり、地域別にみてほとんどが減少しており、若干違和感がある。前年比でみると7月にかけてマイナス幅は縮小しているので、もしかしたら、季節要素が季調値にマイナスに影響している可能性があるということ、そして後述の生産関連指標で自動車の船待ち在庫が増加しているということがあるので、7月の落ち込みは、技術的な要因を含め一時的な減少ではないかとみている。

図表7で地域別の輸出をご覧ください、7月あるいは第3四半期は、自動車市場が非常に好調な米国を含めてほとんどの地域で減少しており、実勢とは少し異なる動きというように思う。その中で地域別に2つ特徴を申し上げると、EUはこれまでずっと弱かったが、第2四半期に続いて7月もプラスである。一方で、ASEAN4はずっと弱いと7月はさらに弱く、両地域の足もとの景気情勢を反映している可能性があると思う。以上を踏まえて、輸出については、7月の落ち込みは一時的であり、米国での自動

車販売の堅調さや為替円安の影響から持ち直し傾向は維持されていると判断している。ただ、同時にもう少しみないと分からないが、なかなか輸出に弾みにつかないことも事実である。先程も議論があったが、幾つかの新興国において景気の弱さが指摘されており、われわれが企業から聞いているところでは、ASEAN向けの自動車関連の輸出——自動車の部品、あるいは鉄鋼なども含めて——の下振れを指摘する声もちらほら聞かれているので、今後輸出の増加ペースが想定対比で緩やかなものにとどまる可能性には注意が必要と思っている。

次に、図表 13 の企業収益であるが、法人季報の 4~6 月が出ている。全産業全規模で経常利益率が 4.70%で、これは 1~3 月の既往ピークを更新する大幅な上昇である。セクター別には図表 14 をご覧頂くと、特に製造業、非製造業とも大企業の上昇が目立つが、営業利益自体も増加しているがそれ以上に経常利益が増加しており、これは海外子会社からの配当増などによる影響であると思っている。これは円安の影響だと思う。中堅中小企業は振れが大きいので読みづらいが、上昇傾向あるいは高水準維持とみて良いと思う。ただ、大企業に比べると足もとの改善はやや鈍いので、場合によってはコスト上昇の影響が強めに出ている可能性があるかもしれないと思う。

図表 15 の月次の企業マインドであるが、全般的に改善傾向が維持されていると思う。先程申し上げた輸出の状況が心配される製造業・大企業についても、クイック、ロイターとも改善傾向にあり大きな変調が生じているという訳ではないと思う。また、(5) の帝国データバンクは、今朝 8 月の数字が出たが大企業、中小企業ともに 1 ポイントほど改善しており、この辺りに変化はない。そのもとでの設備投資は図表 16 であるが、法人企業統計の設備投資は 4~6 月前期比+2.9%としっかりとした増加になった。季節調整替えがあったので、1~3 月も若干増加となり、3 期連続の増加となった。非製造業の増加が続いており、特に 4~6 月もしっかりしている。製造業も、なお弱めではあるが一頃に比べるとマイナス幅が縮小してきている。図表 17 で製造業・非製造業別、業種別、規模別にみると、

中堅中小は足もと増えているが、大企業は4~6月もまだ減少を続けており、少し気になる。収益は大きく増加しており、後程ご説明する機械受注も増えてきているので、7~9月以降増えてくるとは思うが、いわばもの作り関連の投資は、海外生産をずっと拡大している影響もあって、増えるとしても当面維持・更新の再開程度にとどまるとみておいた方が良くと思う。一方、われわれが大企業にヒアリングすると、リーマン・ショック後抑制を続けてきた情報化投資、研究開発といった戦略投資に、増えたキャッシュフローを振り向けるといった情報が聞かれている。必ずしも設備投資に計上されるものばかりではないが、こういった投資が身を結んでいけば、海外との棲み分けを進めながら国内投資の本格的な増加にも繋がっていくことが、先々期待されるのではないかと思う。

図表18で資本財総供給はまだ出ていないが、資本財出荷が出ており、振れの大きい輸送機械を除くと7月は4~6月に比べて少し増えている。図表19は先行指標であるが、(2)の建築着工床面積は振れを伴いながらも緩やかな増加傾向だと思う。これまで弱かった(1)の機械受注については、4~6月は製造業を含めてかなりはっきりした増加となった。今のところ7~9月の見通しは前期比5%程度の減少となっているが、4~6月の達成率がもし実現できたとすれば、7~9月は若干のプラスとなる。以上のように、設備投資については企業収益のはっきりとした改善に支えられて、前向きの動きが広がっているので、持ち直しつつあると、判断を少し進めて良いのではないかと思っている。

次に、図表22の個人消費である。販売統計では6月まではかなり強い数字が多かったが、7月の数字は、例えば、図表22(1)の小売業販売額は反動減となっている。これは百貨店に代表されるような6月へのセールの前倒しの反動や、7月は一部地域で豪雨の影響がみられたといったことが主因ではないかと思っている。8月は自動車が前月比で1割程度増加したが、これは新車の投入が8月頃から始まり、それらが比較的売れているということである。図表23の全国百貨店売上は7月までしか入っていないが、主要百貨店の8月の売上をみると、いずれもかなりリバウンドした

と聞いている。(2) のサービス消費も総じて堅調とみて良いのではないかと
思うので、消費は引き続き底堅く推移するということが良いと思う。

図表 24 の消費者コンフィデンスは、年初来かなり改善していたが、足
もとは改善にやや一服感がみられている。これは基本的には株価上昇に一
服感がみられることによるものとみている。消費は引き続き底堅いと申し
上げたが、当初はマインド改善、資産効果が支えていたが、後程申し上げ
るように、雇用・所得環境に支えられる姿へとシフトしつつあるのではな
いかと思っている。先行きも、消費全体として底堅さを維持すると判断し
ている。ただ、足もとエネルギー価格が上がっているというような話もあり、
仮に、原油価格の上昇がシリア情勢などでさらに加速していくといった
場合には、消費抑制に繋がるリスクもあるので、その辺りには注意が必
要と思っている。

続いて生産関連である。図表 28 の生産は、6 月に大きめの反動減となっ
た後、7 月に再びしっかりと増加しており、8 月、9 月も予測指数では、
横ばいないしは増加が見込まれている。7 月の在庫は増加しているが、こ
れは専ら自動車の船待ちが影響している。在庫はこれまで減少し、調整局
面はほぼ終わったと思っているので、ここからどんどん下がるというより
は、基調としても下げ止まりつつあるという局面だと思う。図表 29 (2)
の製造業 PMI は、7 月は 50 を上回る中で若干鈍化したが、8 月は再び上
昇している。企業ヒアリングでも、生産は 7~9 月、10~12 月とも緩やかな
増加見通しと、先月と比べてあまり変わらない。7~9 月は ASEAN
向けの自動車が少し弱く、若干下振れる可能性はあるが、緩やかな増加が
続くと言っている。ただ、先程も申し上げたとおり、なかなか輸出に弾み
がつかず、PMI も細かくみると輸出受注の増加は一服している感じもあ
るので、引き続き海外経済に起因する下振れリスクに注意が必要と思う。

続いて、雇用について図表 32 でご説明したい。7 月の有効求人倍率は
0.94 倍とさらに上昇し、労働力調査の完全失業率は、前月 3% 台に下がっ
た後、7 月も 3.8% とさらに幾分下がっている。リーマン・ショック前の
ボトムが 3.6% であったので、その水準にかなり近づいてきている。それ

との裏腹でもあるが、労働力調査の雇用者数は、1～3月の前年比+0.4%だったところが、4～6月、7月は+0.9%と高まっている。毎月勤労統計の常用労働者数をみても、じわじわと前年比プラス幅が拡大してきている。7月は+0.9%まで拡大してきている。注目の賃金であるが、6月の確報が出て名目賃金が+0.6%、7月は速報であるが+0.4%と2か月連続でプラスになった。これには特別給与——6月、7月で夏のボーナスの9割以上が支給される——が+2%とはっきりとした増加になったことが効いている。また、所定外給与も少しずつプラス幅を拡大していることも効いている。パート比率の上昇で所定内給与はまだ小幅マイナスが残るため、8月は特別給与が然程ない月なので、賃金全体としては再び若干のマイナスになる可能性もあるが、趨勢的にみれば労働需給のタイト化、企業収益の改善が冬のボーナスにもはねてくると思うので、均してみると次第に改善していくとみて良いと思う。労働力も雇用者も伸びているので、毎勤ベースでみた雇用者所得は6月が前年比+1.4%の後、7月が+1.3%と、比較的はっきりしたプラスになっている。この結果、雇用者所得を四半期でみると、1～3月がゼロ、4～6月が+0.9%、7月は+1.3%とじわじわと伸び率を高めている。この間、物価が上昇しているのので、実質でみるとここまでは伸びてはいない。因みに、除く生鮮で計算すると7月は1.3%から0.7%を引いて0.6%となるので、何とかプラスが維持されている。昨年10～12月は実質所得は-0.3%であったので、どんどん伸びていく訳ではないが、所得は物価上昇に多少遅れながらも何とかついていっているというような感じだと思う。

最後に物価についてご説明したい。図表39は国内企業物価であるが、(2)の3か月前比は年央に上昇率が低下した後、同程度の緩やかな上昇が続いている。消費者物価は、図表42をみて頂くと、除く生鮮は7月+0.7%と6月に比べてプラス幅は少し拡大している。0.7%の寄与度であるが、いわゆるエネルギー関連でほとんど0.7が説明されるので、プラス幅自体はエネルギー関連の上昇が中心と言えると思う。ただ、除く食料およびエネルギーは7月-0.1%とあるが、これでも、一頃の-0.9%か

ら-0.1%とマイナス幅が縮小している。中身は、大きなところを申し上げれば、耐久財、被服、輸入バッグといったところが改善している。これも円安によるコスト転嫁という面はあるが、消費が底堅いことが転嫁をある程度可能にしているというようにも考えられる。物価自体は、2007年や2008年にかかなり上がったが、この時は、景気、消費の減速、企業収益の低下を伴ったが、その頃と比べると性格が違うと思っている。東京の動きなども踏まえると、8月も恐らく+0.7%となろうかと思う。

以上を簡単にまとめさせて頂くと、実体経済は、最近公表された法人季報などの指標も踏まえると、設備投資、雇用・所得環境の改善を示す材料が増えており、前向きの循環メカニズムは緩やかではあるが次第にしっかり働いてきているとみられるため、景気判断を「緩やかに回復している」と前月より判断を少し前進させることが適当と考えている。この「緩やかに回復」という表現は、前回2003年末に同じように「緩やかに回復している」と判断したが、当時は好調な海外経済を背景に輸出・生産主導の姿で、所得や消費が漸く下げ止まりという感じであった。一方、今回は、輸出の持ち直しも加わっているが、主として家計支出、財政支出を起点とした好循環で、その影響もあって雇用者所得にも既に持ち直しの動きがみられており、前回とは性格が異なると思っている。こうした内需主導の好循環は、足もと企業収益が大きく改善している点などからみて、当面は維持されるとみて良いと思っている。ただ、やや長い目でみれば、当然、財政の効果もフェードアウトしていくので、海外経済——今のところは、来年にかけて少し持ち直していく、しっかりしていくと考えているが——が遅くとも来年春頃にはしっかりしていかないと、景気回復の持続性、さらには拡大局面への移行が少し難しくなる可能性がある。その意味で、引き続き海外経済の下振れが大ききリスク要因であると認識している。消費者物価については、9月には前年比が一旦鈍化する可能性があるが、10月以降は需給バランスの改善の影響が次第に現れ、傷害保険料の引き上げの影響もあって再びプラス幅を拡大していくと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

佐藤委員

2点ある。1点目は個人消費についてであるが、個人消費は底堅く推移しているという現状判断と、先行きも底堅く推移するという見通し自体に、強い違和感はない。ただ、足もとのデータをみると色々と気になるところがある。先程も指摘があったが、マインド指標が株価上昇一服もあって下振れている。消費者コンフィデンスしかりで、景気ウォッチャー調査などはもっとはっきり下振れている。こういったマインドの影響かどうか分からないが、需要サイドのデータをみると、家計調査、商業販売統計における小売業販売額がいずれも良くない。このようなことを考えると、消費が、ハードデータでみる限りは7~9月期はかなり減速している印象を受ける。4~6月期のGDPベースでの消費押し上げの原動力として、前田調査統計局長から以前、株式売買代金が株式購入にかかるサービスの消費ということでサービス消費に計上されているという説明があったが、株式市場の出来高をみると、確かに4~6月期は東証一部だけみても前期比5割増である。それが7月は4~6月期対比2割減、8、9月全部入れると8月は非常に低調であったのもっと悪いと思う。これもGDPベースでの消費を相当下押しする要因になってくると思うので、7~9月期の個人消費に関しては、ビッグピクチャーとしては異論はないが、個人的には少し懸念しているので、その辺りの感触を教えてください。

次に消費者物価であるが、7月のコアの前年比が+0.7%と予定どおりだが、少し細かい話だが、指数をみると7月の指数が100.1、前年の7月の指数が99.5で、割り算すると0.60になる。原指数の四捨五入の関係で恐らく0.7と出てくるのだと思うが、0.7と言っても0.6に近い0.7であって、ゲタをはいた数字ではないか。先程、8月も0.7、9月は少し鈍化するとおっしゃったが、7月のデータは実勢より強めに出ているのか、あるいは実力ベースの数字なのか、その辺りの感触を教えてください。

前田調査統計局長

物価に関する質問からお答えすると、おっしゃるとおり7月は0.7だがぎりぎり0.7で、実際は0.65や0.66である。われわれは8月も0.7ではないかとみているが、下2桁までみれば7月より8月の方が同じ0.7でも少し改善するとみている。9月には0.6に一旦下がるのではないかとみているが、これも微妙であり、場合によっては0.7になるかもしれない。いずれにせよ、7月は実勢より若干強めの0.7ということである。

個人消費については、結論から申し上げますと、われわれも7~9月の消費をGDPに引き直していけば、あまり増えないのではないかとみている。ただ、まだ7月しかデータが出ていないので、8月、9月がどうなるか次第だが、実質GDPでみた消費は7月は横ばい圏内ではないかと現時点では思っている。これから展望レポートに向けて詰めていかなければならないが、先程おっしゃったような株式売買の関係などもあり、4~6月はかなり強く、1~3月、4~6月ともかなり個人消費が強かったのも、それが7~9月も持続するとは思えない。ただ、1~3月、4~6月とあれだけ高い伸びの後の横ばいなので、非常に高い伸びの時も底堅いとか、多少底堅さを増したという表現であったので、多少鈍化しても基調判断としては底堅いということの良いと思っている。マインド指標では、先程もご説明したが、図表24の消費者態度指数も景気ウォッチャーも足もと鈍化しており、消費自体も上がったとしても横ばい位であろうと思うので、それに沿った動きかと思っている。ただ、例えば、景気ウォッチャーについてみると、過去平均すると40台半ば位で、今下がってきたといってもまだ50位なのでまだ高めの感じがある。決して、これを見て消費が弱いということでもないだろうと思う。年前半の勢いがかなり強かったのも、少し鈍化はしてきたが、評価としては底堅いということの良いのではないかと思っている。先程申し上げたように、これからは雇用・所得環境が下支えしていく局面になっていくので、今のところはそれほど心配していない。

木内委員

輸入と生産についてお聞きしたい。輸出の動きに非常に関心を持っているが、輸入にも関心を持っている。図表 12 の実質輸入をみると、足もとの伸び率がかなり弱めで、国内の年前半の成長率が 4%程度とすると、季調値の振れはあると思うが、実質輸入が意外と弱いという感じを持っている。これはなぜなのか。この結果として日本は高い成長を実現しているが、アジアや世界経済を引っ張っているという姿にはなっていない。1つの可能性としては、円安により国内品への代替が起こっている。少し早い感じもするが、これであればある意味非常に良い話であり、年後半もそのようなトレンドが続くということかと思う。一方で、もう 1つの可能性として、在庫を取り崩すことで一時的に輸入が抑えられているということであれば、例えば、年後半は逆に輸入が伸びてきて、内需自体は、多少ペースは落ちると思っているが大きくは落ちないとしても、輸入が増えることによって、成長率自体は 7~9 月以降結構低くなってしまう可能性もある。どちらの要因を重視するかによって、7~9 月以降の成長率の見通しも少し変わってくるのではないかと思う。細かく言うと財別に違うという話になってしまうのかもしれないが、大局的にどうみれば良いか、その辺りの考えを教えて欲しい。

次に、鉱工業生産についてである。図表 31 (1) の在庫循環は意外とコンスタントに進んできている感じがあるが、過去と比べて循環が少し小さい。過去といってもリーマン・ショックの大きな変動を含んでいるので、見かけ上小さくみえるだけかもしれないが、2002 年以降の景気回復時よりも小さい。今年前半の成長率があれだけ高いわりには製造業の在庫循環が意外と小ぶり、小粒との印象がある——その前の落ち込みが小さかったということもあるとは思いますが——が、この辺りをどのように考えるのか。消費主導でその中でもサービスのウエイトが高く、非製造業が今年前半の主役であり、生産も回復しているがそれほど強い回復ではないということが、こういうところに表われているのか。そうではなく、製造業自体の在庫循環に多少変化があるとか、何らかの構造変化あるいは技術革新があっ

てこうなっているのか、教えて欲しい。

次も鉱工業生産だが、先程、自動車の輸出待ちの在庫の話があったが、図表 28 の業種別の寄与度で、先行きの 9 月までの業種別の生産計画をみると、輸送機械はあまり強くなく 3 四半期振りにマイナスの寄与が出ている。今まで製造業は自動車に引っ張られてきた面が強かったと思うが、もしかしたらそのペースが落ちているのではないか。国内の販売は新車投入や政策効果でボラタイルになっているが、一方、海外は、米国の自動車販売は、強いとはいえ 7 月以降は若干頭打ちになってきている、ASEAN では自動車販売が非常に落ちている、中国についても前年並みに戻ってきたとはいえ足もと自動車販売は伸び悩んでいるというように、海外の見通しが若干厳しくなっているのではないか。その結果、今まで製造業を引っ張ってきた自動車生産が少し慎重化してきているのではないか。一般機械、はん用機械、電子部品などが伸びていくので失速はしないと思うが、自動車の勢いが落ちてくると、生産の回復があるとしても加速感が今までとは少し違ってきて、例えば、4~6 月と 7~9 月が改善ペースとしては同じ位になり、安定回復、安定的な成長という判断は変わらないが、若干加速感が落ちてくるということにならないのだろうかと思っている。

前田調査統計局長

生産で 2 つご質問があったが、在庫循環が小さくなっているようにみえることについては、多分 2 つ理由がある。1 つはおっしゃったように今回の景気回復は内需主導であり、輸出や生産は極く緩やかな持ち直しで、製造業についてはそれほどダイナミックな動きではないということがあると思う。もう 1 つは、リーマン・ショック後一旦大きく落ちてそこから持ち直しかけたが、地震があったりタイの洪水があったりとこの 2、3 年ぎくしゃくした動きがあり、その分前年比でみた在庫循環図がみえにくくなっていると思う。トレンド的に在庫循環が小さくなっているかどうかは、まだそこまで明示的なことは言えないと思う。

生産の 2 点目であるが、先程、輸出のところでも生産のところでも申し

上げたが、私自身も、輸出と生産がなかなか加速していかないところは気になっている。ただ、緩やかな増加は見込めそうなので、内需が強い分そこまで心配しなくても良いと思うが、そこは木内委員と同じようにみている。業種のイメージであるが、自動車は今年の4~6月まで増加した後、7~9月、10~12月は横ばいないし微増程度ではないかと思う。それでは何がそれを埋め合わせるかであるが、1つは、木内委員ご指摘のように電子部品・デバイス関係が新型 iPhone 関係で少し伸びそうだという話がある。2つ目に、建設関連の色々な財が7~9月、10~12月に出る。3つ目は、今回ヒアリングして感じたことであるが、一般機械関係、いわゆる設備投資関係は一頃に比べて少し強くなってきたようであり、これが年前半に比べれば伸び率を少し高めそうだと聞いているので、前期比で2%前後の伸び率ではないかと考えている。

次に、輸入についてのご質問であるが、最近の輸入は素原料の振れがあり基調がなかなか読みにくいが、われわれのイメージは、年前半は円安の効果で鉄鋼、化学などの中間財が弱かったが、これは円安の効果が先に出てしまったと思っている。図表12の(2)実質輸入の財別をご覧頂いても、第1四半期、第2四半期辺りまで中間財が弱かった。足もとは中間財も少しプラスに転じてきているが、生産が少し増えてきたことが影響し始めたと思うし、個人消費がしっかりしている分、例えば、消費財——食料品もそうであるが——はしっかりしてきており、資本財・部品も設備投資の動向を反映して少し増えてきている。情報関連は多分 iPhone の振れだと思うが、円安の輸入抑制効果が優勢であったところから、内需の強さによる輸入増加がこれから段々と出てくると思う。モデルなどでみても、円安はまず輸入を抑制するが、そのうち内需を刺激して輸入が増えていく。そうなると、おっしゃったように純輸出と外需という点でいくと、輸出がどの程度伸びるかにもよるが、輸入が増えてくれば外需、純輸出がどんどん増えるということではなくなってくる。7~9月については、場合によっては横ばいないしは若干マイナスということもあり得るかと思っている。

石田委員

自動車の船待ち在庫について、具体的な仕向け地や社名は聞いているのか。例えば、名古屋支店や横浜支店は聞いているのか。

前田調査統計局長

名古屋からは船待ち在庫があるということは聞いているが、どの位あるかまでは聞いている。7月はアメリカ向けの自動車輸出が一時的に弱かったのがアメリカ向けが中心かと思うが、8月の通関統計が出てみないと分からない。少なくとも上旬については輸出はかなり出ているようなので、船待ち在庫は捌けていると推察される。

森本委員

自動車の船待ち在庫に関連して、鋳工業生産の予測やヒアリング情報からも7月は多分一時的な振れだと思うが、図表7の(2)の輸出の財別をみると自動車以外でも結構落ちている。図表8の米国向けの輸出をみても、資本財・部品は今まで落ちていなかったが落ちている。確かに自動車の船待ち在庫の影響が大きいのだろうが——弾みにつかないのが気になるということだったが——少し気になる点はある。

前田調査統計局長

確かにある。

森本委員

単月の動きではあるが、色々と注意してみなければならないということなのであろう。

前田調査統計局長

それは確かにある。自動車の船待ち在庫の件については、われわれもメーカーだけではなく総合的に情報を得ている。輸出については、7月の

数字が出てきた時は意外に思い、そこは気になるところである。弾みが見つからないと申し上げたが、その後生産指数が出て、自動車の在庫が溜まっている、PMI がしっかりしている、月次の製造業の業況判断が良くなっているというところからみて、弾みはつかないが7月の落ち込みは一時的とみて良いのではないかというのが、今回の判断の根拠である。

森本委員

4～6月が少し高過ぎたのであろう。

前田調査統計局長

それもあつたと思う。ただ、われわれが6月頃にみていた輸出の先行きの状況からみると、その辺りを割り引いたとしてもなかなか勢いがつかないことも事実である。今のところ内需が何とか強めにきているのもっている感じがするが、引き続き先々は気になる。

佐藤委員

船待ち在庫は、鉱工業在庫に入っているのか。

前田調査統計局長

経産省からは、入ると聞いている。

木内委員

船の手配ができずに遅れているということなのか。

前田調査統計局長

手配ができないということではなく、作ったが出港するまでは船待ち在庫になる。別に、船が足りないということではない。

宮尾委員

今の点で、8月の製造業のPMIがしっかりしているということだと思
うが、先程ご説明があったように中身を詳しくみると、新規の輸出受注は
8月も低迷している。7月は一時的に落ち込んで、8月は生産は相当回復
するが、8月の輸出の受注はまだ低迷しているので、本当に一時的とみて
良いのかというところは気になる。

前田調査統計局長

私の説明では、7月は相当大きく落ち込んだがこれが本当かという
と多分そうではないだろう、PMIの輸出をみても若干落ちているが50程
度で底堅いと言えれば底堅いとも言えるので、7月の通関輸出の落ち込みは少
し落ち過ぎである、それでは輸出がはっきり増えてくるかと言えればそこま
での勢いはないだろう、ということを示し上げた。

木内委員

7月の数字だけで判断しようとは思っていないが、指摘があったように
輸出受注指数は3か月連続で下がり、しかも足もと確か50を若干割って
いる。これは、トレンドとして少し増勢が落ちていることを示す材料では
ないか。

前田調査統計局長

4～6月の勢いに比べると鈍化していると思うが、下の方に向かってい
くほどではないのではないか、横ばいないしは緩やかな増加という感じ
ではないかと思っている。われわれも気にはなっているが、輸出が若干鈍化
しても製造業全体としてみれば上向いている感じがあるので、設備投資も
含めて内需が支えているということだろうと思う。

4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

次に金融環境、成長基盤強化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

本日お配りした資料-5(参考計表)【追加】をご覧ください。図表1は家計・企業のインフレ予想であるが、(2)消費動向調査で新しいデータが出ている。家計がみる1年後の予想インフレ率は、7月は加重平均値、あるいは「上昇する」のウエイトがいずれもさらに上がっている。家計のことなので、例えば、消費税や色々なものの区別はされておらず、特に最近ではガソリンなど身近なものも上がっているので、実感としてそのように感じているということだと思います。

図表2はエコノミストのインフレ予想であるが、(2)のESPフォーキャストの8月調査では2013年度が0.43%と幾分上昇し、われわれの見通しの0.6%に段々と近づいてきている。2014年度、2015年度はあまり変わっていないが、2014年度についても、この1年、年初から段々と上がってきている。ちなみに、8月調査は7月25日~8月1日に行われたので、6月のCPI前年比が+0.4%とプラス転化したことを受けて足もと上振れたということではないかと思う。

図表3は債券市場の参加者の見方であるが、これもESPフォーキャスト調査に似ており、今後1年間のところは引き続き上がっている。1~2年先、2~10年先は、上がったところで横ばい圏内となっており、最近のCPIが若干上振れていることの影響は、足もとの修正のかたちで出てきており、これが今後長いところに繋がっていくのかどうか注目点だと思っている。(3)のBEIは、前回から少し上がったり下がったりを繰り返しており、前回会合の8月8日時点が1.41%、その後8月20日にかけて1.54%まで上がり、昨日が1.27~1.28%程度と、前回に比べると若干下がっているが、大きなトレンドの中でみれば、上昇傾向の中での停滞か

と思う。因みに、B E Iに、消費税率引き上げの織り込みや最近の消費税を巡る思惑が多少影響するのではないかという気もするが、少なくとも、表立ってそのような声はあまり聞こえておらず、それらが材料にされているという感じは受けていない。

図表 8 で長プラをみると、8 月 9 日に 1.35%から 1.30%に下がっている。最近よく言われることであるが、住宅ローンの店頭金利の引き下げが大手行等で行われており、地銀も、必ずしも店頭金利の引き下げだけではなく、優遇幅の拡大といったようなことも行われていると聞いている。住宅ローンを巡る競争はかなり激しいといった話が聞こえてきている。そういう動きは 8 月、9 月に出ているが、その少し前の 7 月の貸出約定平均金利は、6 月の既往ボトムからの若干の反動がみられているが、引き続きボトム圏内である。短期の除く交付税特会向けが、6 月が 1.088%とボトムであったが、7 月は 1.205%と少し上昇するかたちになっている。長期は、6 月 0.941%とボトム圏内であるが、7 月もほとんど横ばい、総合の除く交付税特会向けでみると、6 月 0.985%から 7 月 1.044%と、短期の振れの影響を受けて若干上がっている。ストックの総合は 7 月は 1.296%と 1.3%を割った。新規分の貸出金利の方が低いので、いずれ割るはずだったものが割れたということである。図表 9 の (2) 貸出金利をみて頂くと、新規の短期、長期とも振れはあるが、低下傾向にあることは確かだと思う。図表 8 に戻って頂き、C P 発行レートは 0.12%と、このところ低下した水準で変わっていない。社債発行レートも 0.42%から 0.45%と、こちらの環境も変わっていないと理解している。

図表 12 はボリュームである。ボリュームは、貸出の数字がまだ出ていないが、社債、エクイティは 8 月は端境期であり発行はない。国内公募社債は 3,350 億円であり、例年 3,000 億円台である。株式調達額は 330 億円、J-R E I T 資本調達額は 518 億円と、いずれも少ない数字が並んでいるが、9 月に入ってから、株式については大型の発行が幾つか行われる予定である。J-R E I T については、既往最高のものが流通関係から出ると言われており、引き続きエクイティ、J-R E I T 関係は好調だと

思う。

図表 19 の企業倒産は、7月の倒産件数が1,025件と引き続き安定している。図表 21 のマネー関連指標だが、8月のマネタリーベースは平残で前年比+42.0%となった。この後は、年末まで大体40%台、もしかすると50%台に乗るかもしれない。

次に、事前にお配りしている資料-7「成長基盤強化を支援するための資金供給」について」をご覧頂きたい。今回9月6日実行の成長基盤強化支援貸出についてご説明する。本則の第13回は1,808億円で、前回の第12回が3,099億円なので若干減っている。これは、前回は3月末、今回は6月末と単なる季節性によるものである。残高は3.2兆円でほとんど変わっておらず、本則については特に変わった動きはない。

ABL等特則の第9期は、貸付総額は前回同様30億円位であり、貸付残高は1,150億円から1,110億円と若干減っている。ABLについては2年の期限で貸していたので、今回は9期で初めて減額ロールがあったということである。小口特則は、第6期で、当然金額は小さいが、貸付残高は前回の66億円から今回69億円と、少しずつではあるが増えている。内訳についての特徴点は、特にない。

5. の米ドル特則については、第5期の貸付総額が16億3,600万ドルと今までで最大である。特徴的なのは、16億ドルのうち、地銀および地銀Ⅱが10億6,000万ドル、すなわち半分以上が地域金融機関である。これは、これまで同様、メガバンクが組成したものを買っているところが大半ではあるが、一部、自行組成分で持ってきた地方銀行もある。このように、ここに来て地銀の利用も少し出てきている。その結果、第5期の貸付残高が65億ドルと、枠のほぼ半分を消化したことになる。大手行については、今3行が個別行枠の上限10億ドルに達しており、ここはそれほど大きく伸びる余地がなくなっている。従って、今申し上げた地銀等が今後どの程度伸びてくるかで、この後の利用が決まってくると思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

金融環境の現状評価について、インフレ予想の資料が沢山入っているが、短期と中長期は分けた方が良いのではないか。そのような指摘もあったように思うが、足もと結構ずれてきている。春先以降は両方とも上がっており、今後1年も10年までの平均も両方上がっているので方向は揃っていたが、例えば、生活意識に関するアンケート調査もそうだし、ESPフォーキャストも2013年、2014年は上がっているが2015年度はそうでもない。債券市場のインフレ予想でも、2年先から10年後までは少し寝てきている感じがする。同じインフレ予想でも期間によってずれが出てきている。一方で、期待インフレ率が実際の物価上昇に繋がるかどうかという点では、短期のところはご指摘のとおり足もと調整の色彩が強い一方で、物価にどの位の影響が出てくるかは、消費者がどの程度物価の引き上げを受け入れるか、許容するかによる。それは賃金の動きにも連動していると思うが、どちらかと言うと中長期のインフレ期待の影響を受けると思うので、言葉として今まであまり区別はしていなかったが、ある程度区別した方が良いのではないかというような感想を持っている。

もう1点は、図表24の資産価格と銀行信用のところ、(3)の不動産業の金融機関借入が気になっている。何らかの行き過ぎがないかどうか気になっているが、法人季報統計では、振れは大きいがようやく水面上に出るか出ないか位でそれほど大きな問題ではない一方で、本行が出している貸出先別貸出動向でみると違う数字になっており、マイナス幅がもっと大きい。果たしてどれをみれば良いのか。ここで採用していないのは、統計の信頼性があまりないということなのか。また、不動産業向けの貸出をみる場合に他に何か指標があるのか。

内田企画局長

前者のご質問については、いつも議論させて頂いているとおり、中長期のインフレ率が重要だと思うし、フィリップスカーブの切片をどのように上げていくのかがわれわれの政策の1つの眼目であるので、そこをみていくということだと思う。先程も若干申し上げたが、ご指摘のとおり、足もと調整のような感じで、例えばエコノミストや債券市場参加者が反応している感じはあると思う。実際、予想よりも0.1%ポイント、0.2%ポイント高い数字が実際にCPIで出てきているが、それを長いところには反映させずに今年度のところだけ変えてきている、あるいは来年度のところを若干変えてきている程度である。今後どの程度長いところに影響していくのかをみていくということだと思う。ご指摘のとおり、両方をきちんとみていかなければならないと思っている。

後者のご質問については、図表24(3)をみて頂くと、法人季報での全産業は、3月末は-1.4%であったが6月末には+1.7%とプラスに転化しており、貸出が伸びている動きとほぼマッチしている。一方、業種別では、不動産業と建設業では、建設業は+1.2%、不動産業は-4.8%と結構イメージが違っている。金融機構局のヒアリングなどでは、不動産関係が結構出ているということだが、若干印象が違うという感じを受けている。ご指摘頂いた資料は、図表14に業種別、四半期があり、製造業と非製造業どちらも伸びている。従って、全体のトーンは、先程の企業の方からみた法人季報と同じだが、非製造業で伸びが少し高まっている理由は、不動産が前年比でプラスに出ていることと、電力関係が引っ張っていることである。電力向けでは、統計上は「電力」に分類されないような貸出も出ているので若干みにくいですが、その2つが効いており、不動産関係を広く捉えれば、今回の貸出増加の一因になっていると考えて良いと思う。法人季報の数字が弱いのは謎と言えれば謎で、マイナス幅が拡大しているのでなぜだろうかという感じを持っているが、サンプルリングの問題を考えれば、貸出に関しては、金融機関サイドから捉える方が正確ではないかという感じはする。

宮尾委員

成長基盤融資について、本則の第13回が1,808億円と、内容はこれまでとあまり変わらないという説明であったと思うが、別途頂いた資料では、従来からよくある環境・エネルギー、医療・介護が1番メインだと思うが、それ以外の分野のシェアが19%と2割近くあった。金融機関の色々な新たな取組み、新たな分野の開拓の成果と思ったりもしたが、それ以外の分野の動きで特徴的なところがあれば教えて頂きたい。

内田企画局長

きちんと把握していないので後程ご報告したいと思うが、本則のところできていることは、3兆5,000億円という枠の中で3兆2,000億円強まで来ているので、そろそろ按分に引っかかってくるだろうということで、抑えられているところがある。貸出商品としてback-to-backで売っているところが多いので、下手に顧客に売ってしまって日本銀行で按分されるのかなわないということで出してこないようなことがあるので、あまり大きな動きはないのではないかと思う。ただ、おっしゃるように、これまでも細かいところで色々な工夫をしてきているのは事実なので、そのような動きがあれば後程ご報告したい。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

それでは次に、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

今月の金融経済月報の概要について、前月との比較表を用いてご説明する。本日追加で配付している「差し替え」と表示のある資料をご覧頂きたい。まずは実体経済の現状について、前月の「緩やかに回復しつつある」から、今月は判断を幾分進め、「緩やかに回復している」としている。輸

出に関しては、前月の「持ち直している」から、今月は「持ち直し傾向にある」としている。これは、先程前田調査統計局長から説明があったとおり、実質輸出が7月は減少したが均してみれば、また生産などの関連する指標、情報を勘案してみれば、輸出の持ち直し傾向は続いていると判断されることを踏まえた表現の変更である。設備投資は、前月は「下げ止まっており、持ち直しに向かう動きもみられている」としていたが、今月は「持ち直しつつある」としている。4～6月の法人季報などを踏まえて、表現を少し前に進めている。また、個人消費が引き続き底堅く推移している背景として、前月の「消費者マインドが改善するもとで」に代えて今月は「雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで」という一節を挿入している。こちらも先程の説明どおりだが、毎勤統計のボーナスが明確なプラスとなるなど、足もと、賃金・所得面も含めて労働市場に改善の動きがあり、それが家計の消費支出を支える要因になりつつあるようにみられるので、そういった前向きな判断を記述したものである。

次に、実体経済の先行きについては、現状の景気判断を前に進めたことに合わせて前月から表現を変更し、今月は「先行きのわが国経済は、緩やかな回復を続けていくとみられる」としている。次の段落では、大きな変更ではないが、設備投資の先行きの背景説明として、これまでは、企業収益の改善に加えて「防災・エネルギー関連の投資もあって」という一節があったが、今月は、この部分を削除し企業収益の改善部分だけを残している。足もと、設備投資が実際に持ち直しつつあるなかで、投資を後押しする企業収益の改善もより明確になっていることから、敢えて他の理由を挙げ続ける必要がないと考えたためである。

続いて物価面である。国内企業物価の3か月前比については、前月は「上昇幅が縮小している」としていたが、今月は、上昇幅が縮小した前月と同程度になっているので、「緩やかに上昇している」という表現としている。これに合わせて国内企業物価の先行きの表現も、前月の「緩やかに上昇する」から、今月は「緩やかな上昇を続ける」と表現を一部変えている。消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、現状部分について前月は「プラスに

転じている」としていたが、7月の前年比が+0.7%となったことを踏まえて、今月は「0%台後半となっている」としている。なお、消費者物価の先行きの表現は変えていない。

正木企画局政策企画課長

続いて金融面である。金融面の総括判断は、「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。続いてマネタリーベースは、前年比でみた伸び率が7月の38%から8月42%に高まったことを受けて、「3割台後半の伸び」から「4割台前半の伸び」という表現に変更している。

次の企業金融の動向に関するパラグラフでは、今回は銀行貸出、マネーストックのいずれも来週の公表になるので、新たな計数が公表されていない。ただ、これまでにアベイラブルな情報、発行環境などをみると、企業の資金繰り等について特段の変化はないので、このパラグラフは前月の表現をそのまま踏襲している。

最後に市況である。前回会合の2日目、8月8日時点で、株価は日経平均で13,606円、ドル/円相場は96円21銭、10年債利回りは0.750%であった。それぞれ概ね、株価で±500円、為替で±2円、長期金利は±0.1%程度で変化の目安としているが、足もとの相場をみると、円はこの間円安方向に進んでおり、「円の対ドル相場は下落」、長期金利、株価については「前月と概ね同じ水準」としているが、いずれも明日までの状況を踏まえて適宜修正したい。

黒田議長

何かご質問あるか。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、厳正な機密管理をくれぐれもお願いする。

(16時30分中断、5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、本日の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、8月7、8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。財務省からは山口俊一副大臣、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

それでは、最近の金融経済情勢について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず、岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

まず、世界の金融経済を各国、各地域別にみてみたい。アメリカは、住宅市場の一部に弱い指標がみられるが、今後も堅調な民需に支えられて、緩やかな回復が続くと予想している。ユーロ圏についても、2013年第2四半期にこれまでのマイナス成長から漸くプラス成長に転じ、今後の緩やかな回復を見込んでいる。中国経済はこれまでの勢いはないが、8月の製造業PMIが1年4か月振りの高水準を付け、新規輸出受注PMIも上昇するなど改善の傾向がみられる。今後は、7月以降の景気刺激策の効果が次第に現れ、安定した成長が続くと予想している。一方、インドやインド

ネシアなどの経常赤字と財政赤字の双子の赤字を抱えた新興国では、アメリカの tapering 観測を受けて通貨と株価が大幅に下落している。通貨の大幅下落は、これらの国の対外債務の負担の増大をもたらすため、当分これらの国の経済に大きな下押し圧力がかかると思う。しかし、中長期的には、通貨下落は輸出の増大をもたらし、これらの国の経常赤字の縮小と経済回復を助けると考えている。言い換えれば、通貨の下落はこれらの国が中長期的に成長を取り戻すための必要な市場メカニズムの一環だと考えている。インドやインドネシアなどにおける為替市場や資本市場の混乱とそれを原因とする成長の鈍化や、ユーロ圏周縁国の政府債務問題による金融危機の再発、中国の成長鈍化などの幾つかの下押し圧力はあるが、世界経済は全体としては徐々に持ち直しに向かうと考えている。

以上の世界の金融経済情勢を踏まえて、今後の日本の金融経済を展望すると、堅調な内需と今後増大が見込まれる外需に支えられて、緩やかな回復が続くと予想している。法人企業統計によれば、内需のうちこれまで遅れていた設備投資も増加に転じた。製造業大企業の設備投資は依然として弱い状況だが、これまでの経常利益と設備投資の間の正の関係から推測すると、今後は経常利益の大幅増加に支えられて製造業大企業の設備投資も緩やかに増加すると予想している。懸念されるのは7月の輸出が大きく落ち込んだことであるが、生産活動の指標などから判断して、7月の落ち込みは一時的であると考えている。実質実効為替相場が大きく低下していることから判断して、今後、世界経済が持ち直すにつれて、輸出も緩やかに増加していくと考えている。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

まず、国際金融市場だが、新興国・資源国では、経常赤字国を中心に株、債券、通貨のトリプル安となっており、実体経済面への影響も気になると

ころであるが、この点については、第2ラウンドでお話したい。

海外経済であるが、はじめに米国経済は、堅調な民需を背景に緩やかな回復基調が続いているという評価で良いと思う。先行きも回復基調をたどる可能性が高いとみている。当面の留意点は、1点目は、昨日も議論になったが、米国の金利上昇が住宅投資に与える影響、2点目は、2014年度歳出法案あるいは債務上限引き上げなど、財政問題の行方である。この点については、米国議会の審議時間が極めて限られているだけに、注視していきたいと思っている。

欧州経済は、第2四半期のGDPが7四半期振りのプラスになったほか、8月のPMIが製造業、サービス業ともに50を超えており、全体として漸く底入れしたと言って良いと思う。先行きは、次第に持ち直しに転じていくとみている。

中国経済については、8月のHSBCの製造業PMIが4か月振りに50を上回るなど、一頃に比べて低めではあるが、安定した成長が続いていると思う。政府が景気に対する種々の調整を行うもとの、景気のさらなる下振れ懸念は幾分後退していると思う。一方、その他の新興国・資源国では、市場の混乱が長引けば、資本流出に伴う金融環境のタイト化、株価下落による逆資産効果が内需を抑制する方向に作用することは避けられないように思われる。

以上のように、新興国・資源国経済には減速圧力が増しそうだが、緩やかな回復基調が続く米国、底入れする欧州、下振れ懸念が後退する中国と、併せてみれば、海外経済は、執行部の報告どおり、全体としては徐々に持ち直しに向かっているという評価で良いと思う。先行きについても、米国を中心に、次第に持ち直していくのがメインシナリオだと思う。従って、日本の外需は、当面は米国頼みの度合いを高めることになると思われる。いずれにしても、足もとではシリア情勢なども加わって、世界経済を巡る不確実性は引き続き大きく、その動向については注意をしていく必要があると思う。

次に、わが国経済だが、前回会合以降公表された指標は、総じて良好で

あったと思う。9日に公表される4～6月期の2次QEも上方修正され、年率3%台後半から4%程度の高い成長率となる可能性が高いとみている。前回は指摘したとおり、景気判断を進めるには、所得から支出への前向きな循環メカニズムの働きを確認する必要があり、家計部門では所得、企業部門では設備投資がポイントになると思う。

そこでまず、家計所得をみると、労働需給が緩やかに改善するもとで、特別給与が明確に前年比プラスになるなど、一人当たりの名目賃金は下げ止まりつつある。雇用者所得も前年比1%強の伸びとなっている。次に、設備投資であるが、先行指標である機械受注は4～6月に5四半期振りのプラスになった。また、法人季報で4～6月期の設備投資が前期比プラスになったことが確認できた。2次QEでも相応のプラスになることが見込まれるので、設備投資は持ち直しつつあると言って良いと思う。今次局面での設備投資の特徴は、今回の法人季報でも改めて確認されたが、非製造業が牽引役になっていることである。この点、従来の設備投資の回復パターンとは様相を異にしている。ただ、起点が異なるとしても、以下の理由から、私はやがて製造業の設備投資も立ち上がってくるとみている。第1には、既存設備のヴィンテージがかなり上がってきている、第2には、資本ストック循環をみても、過去に比べて設備投資がかなり抑制されている、そして、第3に、研究開発費もこのところ抑制的であったということなどである。以上からみて、維持・更新投資や研究開発投資を中心に設備投資の潜在需要は高まっているとみている。そうしたもとで、企業の好調な収益を背景にキャッシュフローが増加しているため、今後製造業の設備投資も増加してくることが期待できるように思う。この点、潜在的な設備投資需要をどこまで顕在化させることができるかは、経済全体の成長戦略の取組みが1つの鍵を握ると思っている。

以上を踏まえると、所得から支出への前向きな循環メカニズムが次第にはっきりしてきているとみている。生産のこれまでの伸びが今一つなのが気になるが、今回の景気回復局面は、消費の増加を起点に経済活動の水準が高まってきたという点で過去の回復パターンとは異なる特性がある。そ

ういうことを認識したうえで、チェックポイントだった家計の所得、企業の設備投資の増加の2点が確認できた以上、先月の「緩やかに回復しつつある」という判断から「緩やかに回復している」へと判断を進めることで良いのではないかと思っている。

最後に物価面であるが、コア消費者物価の前年比は7月+0.7%とプラス幅が拡大している。いわゆるコアコアでも7月はマイナス幅が縮小しており、幅広い品目で改善していることに注目している。先行きについても、需給バランスが改善していく中で、前年比プラス幅は次第に拡大していくとみている。この間、物価上昇に対して所得がついてこない、いわゆる悪い物価上昇が起きているのではないかというような見方もあるが、雇用者所得の伸びが消費者物価上昇率を上回っている事実を踏まえると、実質所得も何とかキャッチアップできていると言えると思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、わが国経済について概観すると、ミクロ的にみればしっかりと足取りで回復しているとは言いがたい面がある一方で、マクロ的にみれば高い経済成長を続けており、需要の増加から生産の拡大、そして所得の拡大へと良い循環が働き始めているように思う。以下、内需と外需に分けて意見を申し上げる。

内需については、わが国経済を牽引している民間消費は、7月を中心に幾分悪化を示す指標が幾つかみられ、ここには雇用や所得の改善といったプラスの要因があっても、軟調な株価とエネルギー・食料価格の上昇による購買力の低下によって消費者マインドが幾分悪化している点が反映されている可能性はある。とはいえ、一部の指標では8月に入り改善がみられているとの指摘もある。さらに、活発な非製造業部門での設備投資、公共投資、住宅投資がみられ、全体として内需は底堅く推移している。

一方、外需については、輸出の回復ペースが弱く、製造業の生産、設備投資の改善を遅らせる原因となっていると思う。輸出の回復力の弱さは実質ベースで見ると明らかである。つまり、円建て輸出価格が上昇しているため名目輸出額は緩やかに上昇してみえるが、実質輸出だけを取ると明確な上昇傾向は確認できず、世界金融危機前の輸出水準を10%以上も下回っている。しかも増え続ける実質輸入との乖離が拡大し続けている。輸出回復の弱さの原因は、何よりも最終財の世界2大消費地域である米国と欧州の輸入の伸び率が危機前と比べてかなり低位で推移していること、そのためサプライチェーンを介したアジア域内での貿易生産活動も緩やかな伸びにとどまっていることが指摘できる。そこで、アジア地域の内需拡大によるわが国からの輸出増加が期待される場所であるが、足もとではアジアからは資本流出がみられ内需が減速気味でわが国からの輸出も伸び悩んでいる。こうした、外需の立直りの弱さを反映し、わが国の鉱工業生産は改善しつつも危機前の生産水準を10%以上も下回っており、ほぼ危機前の状態を回復している米国と比べても立ち遅れが目立つ。稼働率に至っては、危機前の水準を2割程度も下回っている。これらの要因により、企業収益が改善していても、活発な設備投資に踏み切りにくい状態にあるのではないかと思う。

以上を踏まえて景気判断をすると、主として堅調な非製造業が製造業の弱さを上回ることで、全体としてみれば内需の増加によって産業活動が拡大し、それが設備投資の拡大や雇用・所得の改善をもたらしている。また、非製造業の設備投資の拡大を中心に第2四半期の実質成長率が大幅に上方改訂される見込みであるので、その結果、2期連続で潜在成長率をはるかに上回る成長が実現したことになる。このため、景気判断を「緩やかに回復しつつある」から「緩やかに回復している」へと上方修正することを否定する強い論拠は見当たらない。しかし、わが国の成長モデルとして、従来同様に外需型を想定するのであれば、製造業については、輸出、生産、設備投資、雇用が全体的に力強さに欠けており、一部の消費指標や消費者マインドの悪化がみられるのも事実であるので、上方修正については躊躇

する気持ちもある。この点はまた後程議論ができればと思っている。

今後の景気見通しについては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が強まり、外需も次第に回復していくとの想定のもとで、景気回復力は強まるとみている。とはいえ、米国金利の急速な上昇、シリア情勢の不安定化、アジアの資本流出と内需減衰などの要因が重なる場合には、わが国の輸出や鉱工業生産が危機前の水準まで回復していかないケースも十分考えられる。この問題については今後も考えていきたいと思う。

次に、物価の動向であるが、コアCPIは前年比で2か月連続プラスで推移している。ただ、上昇の主因は輸入価格の上昇によるエネルギー関連項目と天候不順による生鮮食品の値上げといった一時的な要因が占めている。需要面からの物価上昇がみられるにはもう少し時間がかかると思うが、幾つかプラスの動きもみられている。第1に、耐久財の下落幅が縮小する傾向が続いており、第2に、CPIのウエイトの半分を占めるサービス価格も2か月連続でプラスに転じており、外食、宿泊料の価格が上昇している。今後も、緩やかに物価が上昇を続けていくとみているが、来年予定どおりに消費税率が引き上げられた場合、それを含めた物価上昇率が果たして3～4%に達する可能性があるのかどうか、企業や小売店の価格行動に注目している。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済の全体観から申し上げたい。海外経済は、一部の新興国について下振れリスクがやや拡大したとみているが、一方で、欧州、米国、中国に関しては持ち直しに向けた動きが着実に進んでおり、全体としてみれば、7月の中間評価に沿った動きが続いているとみている。リスクの評価についても、前月と変わりはないとみている。

まず、欧州経済であるが、底を打ち、持ち直しへ向かう動きが増えてき

ているとみている。ユーロ圏の改善の動きは、4～6月期の実質GDP、7月の域外輸出、個人消費、生産などのハードデータ、そして直近8月の消費者コンフィデンス、企業マインド、域内外の輸出受注PMIといったソフトデータなどで幅広く確認できる。また、イギリスに関しても同様に、内外需とも力強い改善の動きが続いている。そういったことを併せて考えると、欧州経済全体の持ち直しに向けた動きは、相応に増してきているとみて良いと思っている。

次に米国であるが、引き続き堅調な回復が続いている。前回会合以降のデータを精査すると、7月の生産、設備投資、住宅関連の一部で一服感が窺われたが、一方で、実質GDPの上方修正、小売売上、雇用関連、そして8月の消費者コンフィデンス、自動車販売、製造業ISMなど、引き続き好調な指標が確認された。特にISM製造業では、新規受注が強く、内需の力強さが際立っている。また、FRBによる7月のローンサーベイでも、商工業向け、不動産向け貸出など、堅調な資金需要の増加が確認される。以上を総合すると、米国経済の自律回復のメカニズムは、引き続きしっかりと作動していると考えている。

アジア新興国については、中国経済は成長鈍化のリスクが後退し安定した成長を続けている。前回会合以降、生産、電力消費が高い伸びを示し、製造業PMIあるいは輸出も増加し、さらには一連の小型の景気刺激策などが発表される等、当面、この安定成長が維持される可能性が高いとみている。下振れリスクも後退したと認識している。一方、NIEs・ASEAN諸国であるが、これも国によるばらつきはあるものの、全体としては持ち直しに向かうとの基調判断は維持できるとみている。足もと、一部新興国で強まっている金融環境の悪化あるいは景気減速懸念については、その動きがアジア域内に広がるリスクについて注視している。ただ、そう申し上げたうえで、アジア諸国では、それぞれ政策対応が進むとともに、全体として豊富な外貨準備を保有していること、また今後欧米先進国や中国の堅調な持ち直しの恩恵を受けていくことなどから、そのリスクは基本的にマネージ可能なものとみている。いずれにせよ、今後の状況を注視して

いきたいと考えている。

続いてわが国経済は、前回会合以降の各種経済指標などから、7月中旬評価に沿って着実に改善を続けているとみている。具体的には、生産、設備投資、個人消費、雇用・所得、物価それぞれの項目について、想定に沿った改善あるいは改善基調を示す動きが確認された。とりわけ、設備投資の持ち直しの動きが法人企業統計から確認できたこと、また雇用・所得環境が失業率、雇用者数、名目賃金などで幅広くかつ一段と改善してきたことが、重要な改善点かと思う。前者の設備投資については、4～6月期のGDP統計にその影響が明確な上方修正として反映されることが見込まれる。また、後者の所得・雇用環境については、好調な生産活動を背景とした旺盛な労働需要に基づいており、例えば、失業率は3.8%と極めて強い数値となった。構造失業率の推計値が一般的に3%強から3%台半ばとされていることを考えると、労働市場のスラックはかなり解消されてきており、例えば、15歳から24歳の若年層の失業率も7月で6%と過去対比低い値となっている。そもそも企業部門は豊富な企業貯蓄を有しており、労働者へ分配する原資を有している。また、好調な生産、企業収益と併せて考えると、今の雇用・所得の改善は当面持続することが相応に期待できると考えている。このことは、前回議論したように、恒常的な所得見通しの改善というファンダメンタルズ要因から堅調な消費支出が支えられることになり、生産・所得・支出の好循環メカニズムが着実に機能していく姿が実際に始まっており、そういう姿を描くことができると考える。また、幅広い支出や売上の増加は、価格の下げ止まりあるいは企業の価格転嫁を促し、物価の持続的な改善にも寄与する。足もとの消費者物価の基調的な改善からも、その動きが徐々に広がってきていることが引き続き窺われている。

やや気になるのは輸出の動きであるが、7月の実質輸出は、前月比やや大きめのマイナスとなった。これは単月の振れ、統計作成上の技術的な要因、あるいは自動車輸出の船待ち在庫の影響などが考えられ、メカニズムとしても、欧米経済の持ち直し、情報関連の新商品向けの輸出、円安など

好材料が揃っている。従って、今月の判断としては、持ち直し基調は維持されているという見方で良いと考えている。もっとも、8月の輸出受注PMIが低迷したことなどから、アジア向け輸出などの下振れリスクには注意が必要とみている。

以上をまとめると、アジア新興国など海外経済を巡る不確実性は引き続き存在するものの、主に内需が牽引するかたちで、生産・所得・支出の自律回復のメカニズムが着実に機能していることが確認できる。従って、景気の現状評価については、一步進めて「緩やかに回復している」として良いと考える。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、わが国の景気であるが、このところ発表された諸指標をみると、7月の実質輸出は弱い数字であったが、鉱工業生産、法人企業統計の4~6月期の設備投資が強かったこと、雇用・所得環境についても、失業率がさらに低下し、有効求人倍率も上昇を続けるなど労働需給の改善が明確となっているほか、賃金も、夏の特別給与が6、7月ともはつきりと増加していることなど、おしなべて改善してきている。来週に公表される4~6月期の2次QEについても、今回の法人企業統計における設備投資や在庫投資の結果をみる限り、速報値の+2.6%から大幅に上方改訂される可能性が高く、経済全般に亘り上向きのモメンタムがみられており、生産から所得、支出へとといった前向きの循環メカニズムができつつあるとみられる。景気の現状判断を「緩やかに回復している」と一步前進させる材料は揃ってきたと思う。

景気の先行きについても、基本的には緩やかな回復を続けていくとみているが、この先も安定的な回復を続けていくためには課題もあると思う。先日、内閣府の景気動向指数研究会が、2009年4月からの景気回復局面

のピークを 2012 年 4 月とすることを暫定的に決めたが、この回復局面における生産のピークは震災直前の 2011 年 2 月の 102.7 であり、その時点での本行の景気判断としては「緩やかに回復しつつある」というものであった。これに対し、足もとの 7 月の生産は 97.7 とその時より約 5%低い水準にとどまっており、生産レベルの回復が遅れていると言わざるを得ない。また、これが製造業の設備投資に響いていると思う。生産のレベルが低い要因としては、輸出の増加ペースが鈍いことが挙げられると思う。7 月の実質輸出が -4.9% と弱かったのは、統計作成上のテクニカルな要因や自動車の船待ち在庫の増加といった単月の要因が影響している面があるようであるが、為替円安の効果が顕現化していくことが期待される中で、はっきりとした持ち直しに転じていないことも事実である。一部業種での日本企業の競争力の低下や震災以降加速した生産移管も含め、現地調達の拡充などの構造要因が影響している可能性も考えられる。しかしながら、いずれにしても、今後景気回復の足腰がしっかりとしたものとなるためには、個人消費などの内需だけに頼るのではなく、そろそろ輸出が牽引役を果たしていく必要があると考えている。

この点から海外経済の動向をみると、先進国については、欧州が漸く底入れしてきたほか、米国も長期金利上昇の影響には留意する必要があるが、このところ出てきた経済指標は総じてしっかりしているなど改善基調が続いている。一方、新興国については、ややまだら模様になっており、中国では製造業 PMI が 2 か月連続で上昇するなど一段の減速への懸念が和らいでいる一方、インドや幾つかの国々では減速感が強まっている。これら新興国については、回復に向けたモメンタムが弱い中で、Fed による資産買入れの段階的縮小とそれに伴う米国金利の上昇が与える影響には、引き続き十分な注意が必要と考えている。

物価については、7 月の CPI（除く生鮮食品）が前年比 +0.7% となり、順調に上昇しているとみている。先行きも、景気回復に伴い需給バランスの改善の影響が次第にはっきりとしていく中で、当面は、前年に下落していた石油製品の反動が押し上げに作用することなどから、はっきりと

した前年比プラスが続くとみている。最近は、パソコンや家具などの輸入品も、メーカー出荷価格や小売価格を引き上げる動きがみられるが、個人消費が底堅く推移する中で、企業の価格設定行動が徐々に積極化しているように窺われるところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

世界経済の現状は、米欧日などの主要国や一部新興国におけるPMIの持ち直しといった明るい材料の反面、新興国全般からの資金流出は8月は再び拡大した模様で、主要国と新興国のパフォーマンスが区々だが、新興国中では中国の一段の減速リスクがやや遠のいたことで、全体としては、執行部見解どおり徐々に持ち直しに向かっていると総括して良いかと思う。ただし、資金流出に見舞われている新興国の一部で、先行き資金調達面で困難が生じたり、金融市場において想定以上の連鎖が生じないかどうかは、基本的にはテールリスクとして整理しておけば良いと思うが、引き続き注視している。

これまで私が繰り返し指摘してきた世界的なディスインフレ傾向については、地政学的リスクの顕在化に伴うエネルギー価格の上昇もあり、足もと一段の悪化とはなっていない反面、さしたる改善の兆しもないということで、これも引き続き注意を要する。こうしたディスインフレ傾向を短期的な振れとみるか、基調の変化とみるかで、先行きの内外金融政策へのインプリケーションは変わってくる。また、米国では中長期の予想インフレ率は2%程度でアンカーされていると言われるが、短期の予想インフレ率がやや低下する中で中長期の予想インフレ率も低下し、それが現実のインフレ率にフィードバックされていくという、最近まで日本でみられた悪循環に米国経済が陥らないかどうかを注視している。

海外での目先の留意点は、以上を含めて主に米国絡みであり、モーゲー

ジ金利の上昇を受けた米住宅投資の動向や債務上限問題、F R B次期議長人事の国際金融市場への影響を注視している。欧州では、OMTに関するドイツ憲法裁判所の判断やドイツ総選挙の結果次第で欧州債務問題への影響が見込まれる。中東情勢など地政学的リスクの他方面への波及といったリスクもある。以上、世界経済を取り巻くリスクは一時期より小さくなってきているとはいえ、引き続き下方にやや厚いと判断している。

国内経済の現状判断については、「緩やかに回復している」と半歩前進する執行部案で良いと思う。判断引き上げのポイントは、生産・所得・支出の自律回復メカニズムが強まっているかどうかであって、具体的には家計部門については消費の裏付けとなる所得の改善、企業部門については収益的には既に問題ないので、後は出遅れている設備投資の改善を待った訳であるが、前者の雇用者所得は4~6月期のGDP統計や6~7月の毎勤統計における特別給与の改善が判断引き上げの材料になると思う。欲を言えば、所定内賃金の改善基調を確認したいところではあるが、それを待っていると来年の春闘まで判断の引き上げができないということになるので、この辺がそろそろ潮時かと思う。後者の設備投資は、4~6月期GDP1次速報が前期比ほぼ横ばいにとどまったものの、同時期の法人企業統計季報を受けたGDP2次速報では相応の上方修正が予想され、5四半期振りにはっきりとした前期比プラスに復する公算が大きいことからすると、漸く持ち直しつつあると総括することは可能であって、これも判断引き上げの材料になると思う。ただし、法人企業統計によると、堅調な非製造業との比較で、製造業の売上、利益、設備投資は低調であり、また製造業の生産活動も緩やかに持ち直しつつあるとはいえ、輸出のモメンタムが弱いこともあり、今一つ精彩を欠いている。足もとみられる生産・所得・支出の好循環がさらにしっかりとしたものになるためには、非製造業のみならず生産面で製造業にモメンタムがつくことが重要だが、そのためには海外需要の動向に加え、製造業の競争力回復といった中長期的な課題もあるように思われる。

最後に、消費者物価については、直近東京都区部のデータなどから目先

8～9月も全国CPIは前年比0.7～0.8%の伸びが期待でき、仮に、10月以降物価が伸び悩んだとしても、7月の展望レポート中間評価における今年度の見通しの中央値+0.6%にかなり近いところで着地する可能性が出てきたと思う。その後の物価のパスは為替とエネルギー価格の動向次第だが、これらを横ばいと置けば、エネルギー価格による前年比での押し上げ幅は徐々に減衰すると考えられる。調査統計局が見込んでいる傷害保険料による物価押し上げ影響も、品質調整後のベースで当初見込んでいたほどのインパクトがあるかどうかはまだ不確実性があるし、仮に、所得の伸びが限られる中での上昇ということであれば部分均衡的であり、他の物価下落で相殺される可能性もある。そうならないためにも、来年の春闘で所定内賃金の改善基調をしっかりと確認できることが重要かと思う。また、先に挙げた世界的なディスインフレ傾向に特段改善の兆しがみられない中で、日本の物価が日本の独自要因で伸び率を高めていくのかということも、引き続き注意している。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

経常赤字国を中心に新興諸国では、通貨安・株安傾向が長引き、経済の減速が続いている。これらの国々では、通貨防衛のための金融引締め策が一部で実施され、為替介入も国内資金需要を逼迫させている。こうした市場の動きは、米国金融緩和策の修正観測による一時的なショックというよりも、リーマン・ショック後に高まった過大な成長期待に基づいて新興国で長期間に亘って形成されてきた不均衡が、本格的な調整期を迎えていることの一端を示すものとみている。金融市場の動揺は、仮に早晚収束するとしても、経済の調整は長引くように思う。金融面から海外の影響を直接的には受けにくい中国では、前回会合以降やや経済指標の上振れもみられるが、政府が信用膨張、過剰設備、住宅価格高騰など構造問題の対応を引

き続き進める中、経済の調整局面は来年にかけてなお続くとみている。新興国が抱える構造問題の中身は各国それぞれではあるが、共通しているのはリーマン・ショック後に民間債務が大きく積み上がったということである。新興国の景気減速が、構造調整のもとでやや長引くことが見込まれる一方、米国を中心に先進国経済が世界経済をしっかりと下支えしていく力を今後十分に発揮できるかどうかについては、なお不確実性が高いとみている。

米国経済は、足もとでの長期金利の上昇、原油価格の上昇が当面の家計支出を抑制し、年末にかけての成長率は緩やかな加速にとどまると考えている。住宅ローンの新規購入申請件数の減少傾向は、既に2か月程度続いている。雇用は、足もとで比較的安定した増加傾向を示しているが、それは必ずしも先行きの順調な景気回復を保証するものとは限らず、労働生産性上昇率のトレンドが低下した結果という側面もあるように思う。実際、今年前半の非農業部門労働生産性上昇率は前年比横ばいにとどまった。これは過去の年間値と比較すると、実に1982年以来の低水準である。雇用の増加が労働生産性上昇率トレンドの低下を反映しているとする、先行きの賃金の増加期待はなかなか高まらずに、中期的に米国経済を大きく左右する個人消費になかなか力強さが戻らない可能性もある。

国内経済については、雇用増加の高まり、設備投資の持ち直しなど、改善傾向に広がりが出てきた一方、今まで個人消費と輸出を中心に経済に大きな好影響を与えてきた円安、株高の効果には、鈍化の兆しがみられているのではないかと考えている。個人消費を最大の牽引役とする急速な経済の改善という従来とは異なる景気回復のパターンが、比較的通常の景気回復のパターンへと変質しつつあるとも考えられる。家計調査の実質消費支出が4月以降下落基調をたどっていること、最新7月の景気ウォッチャー調査で家計動向関連DIが現状、先行きともに4か月連続の下落を記録したことなどは、個人消費活動の拡大に一服感が生じている可能性を示唆していると思う。また、足もとでの原油価格上昇は個人消費の懸念材料である。

他方、7月の実質輸出が大きく低下したことや、輸出の先行指数となるPMI 製造業指数の輸出受注指数が、6月から8月まで3か月連続で低下し、判断の分かれ目である50を6か月振りに下回ったことは、円安効果の一服や海外経済の鈍化が輸出の増勢鈍化に繋がり始めたことを示唆しているのではないかと考えている。7～9月期の実質GDPでは、今まで牽引役を担ってきた個人消費、輸出の勢いが落ち、成長率は4～6月期の1次速報値の年率2.6%をかなり下回るのではないかと予想している。消費税率引き上げ前の駆け込み需要などの特殊要因を除けば、今年前半に急速に高まった成長率は、当面は緩やかな低下基調をたどるとみている。

次に物価動向があるが、基調的かつ限界的な物価動向をみるために、食料・エネルギーを除く消費者物価指数の季節調整済系列で、さらに3か月前比年率換算値に注目してみたいと思う。この指数は昨年11月を底に上昇傾向をたどってきたが、今年5月の+1.6%でピークを付けた後は、6月は+0.8%、7月は+0.4%と2か月連続でプラス幅が縮小し、増勢鈍化の兆しを窺わせている。また、東京都区部の指数で同様の計算をしても、今年5月あるいは6月に+0.8%でピークをつけており、最新8月分では0.0%まで低下してきている。こうした基調的な物価の動きを踏まえると、足もとでの原油価格の上昇傾向が長期化しないということであると、注目されやすい生鮮食品を除くコア指数の前年比でも、数か月のうちには改善傾向に一服感が確認できるのではないかと見込まれる。賃金上昇、中長期的なインフレ期待の上昇に伴い、コストプッシュではなく需給改善を反映した持続的なインフレ率の上昇が実現していくためには、需給ギャップのさらなる改善が必要で、その実現にはなお時間を要するのではないかと考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

全体観は、執行部の見方に違和感はない。まず、海外経済については、新興国の一部で成長鈍化を示唆する経済指標がみられるが、米中経済が緩やかながらも改善するもとで、全体としては徐々に持ち直しに向かっていると認識している。地域別にみると、米国経済は4～6月期の実質GDPが上方修正されるなど、緩やかな回復基調が続いている。家計部門では、雇用・所得環境が改善するもと、自動車販売など個人消費が引き続き堅調に推移している。住宅関連では、足もと勢いを欠く指標もみられるが、在庫水準の低さや建設業者の業況感の改善なども踏まえると、先行きは増加基調に復していくと考えている。この間、企業部門については、生産や設備投資の持ち直しに向けた動きはなお緩慢であるが、民需が堅調に推移するもとでマインド面の改善は続いている。当面は、財政問題の帰趨や、金融資本市場の動向とその住宅投資等への影響に注意が必要であるが、家計支出が増加基調をたどれば、企業行動も徐々に前向きに転じ、経済全体の回復基調を強めていくと考えている。

欧州経済は、4～6月期のGDP成長率が7四半期振りにプラスとなるなど、全体として底入れしている。企業や消費者のマインド面に加えて、ハードデータでも鉱工業生産や小売売上高などで改善の動きが確認できる。先行きも、こうした流れが続く中で、次第に持ち直しに転じていくと思われるが、政治情勢の混乱などをきっかけとする下振れリスクには引き続き注意が必要である。

中国経済は、政府が構造改革に取り組むもとで、一頃に比べて低めの成長となっているが、堅調な個人消費や固定資産投資などを背景に安定して推移している。政府は、経済成長への一定の配慮を表明しており、実際に鉄道案件などインフラ建設を促進する動きも出てきている。足もと、工業生産も高めの伸びとなるもとで、製造業PMIの50超幅は拡大し、景気の下振れリスクは幾分後退している。先行きについて、外需の動向や金融も含めた構造改革への取組みの影響など不確実な面は残るが、今後も現状程度の安定した成長が続くとみている。

他の新興国については、国・地域ごとに区々だが、NIEs・ASEANでは、輸出の停滞や内需の減速により持ち直しに向けた動きがやや弱まっている。足もとでは、新興国の成長期待の低下や米国の金融政策を巡る思惑などから、インドやインドネシアなど多くの新興国で資本流出が生じており、先行きの国際金融資本市場の動向と実体経済への影響には注意が必要であるが、市場が落ち着くことを前提にすれば、総じて先進国経済の持ち直しにつれて、極く緩やかに成長テンポを高めていくものとみられる。このほか緊迫するシリア情勢など中東を巡る地政学リスクにも目配りが必要である。

こうしたもとでわが国経済についてみると、基調判断を一步進め、緩やかに回復しているとみて良いと思う。経済指標をみると、7月の輸出は、好調だった4~6月対比ではやや大きく減少したが、鉱工業生産の動き等も踏まえれば、一時的な振れとみられ、持ち直し傾向にあることに変わりないとみられる。国内需要をみると、法人季報では、4~6月期の収益や設備投資が増加し、非製造業が中心ではあるが、前向きの循環メカニズムが設備投資にも実際に波及しつつあることが窺われる。この結果を踏まえると、4~6月期の実質GDP成長率は、上方修正される可能性が高いと認識している。また、4~6月期の機械受注は製造業、非製造業とも堅調な数値となっていることから、設備投資は次第に増加基調をたどるものとみられる。この間、公共投資は増加を続けているほか、住宅投資は持ち直しが明確となり、個人消費についても底堅く推移している。そうした内外需要のもとで、鉱工業生産は月々の振れを伴いつつも緩やかに増加しており、企業からの聞き取り調査を踏まえると、先行きも緩やかに増加していくことが見込まれる。また、雇用・所得環境をみると、求人倍率は2008年5月以来の水準となり、失業率も一段と低下するなど労働需給の改善が続き、所得面でも、6月に続き、夏季賞与の増加により一人当たり名目賃金は増加している。今後も、海外経済の輸出や設備投資への影響、パート比率の趨勢的な上昇が押し下げ要因としても働いている所定内賃金の動向など雇用者所得の改善度合いに関する不確実性はあるが、こうした前向

きの循環メカニズムが働くもとで、わが国経済は緩やかな回復を続けていくとみられる。

最後に物価である。消費者物価（除く生鮮）の前年比は、公共料金や石油製品価格の上昇を主因にプラス幅を拡大しているが、食料工業製品などでも為替円安によるコスト高を転嫁する動きが続いている。また、プライベートブランドに高付加価値品を投入するなど、消費行動の変化を捉えた動きもみられる。物価の趨勢的な動きをみるうえで、物価上昇品目数から下落品目数の割合を差し引いた指標をみると、足もとでは引き続き改善がみられている。先行きは、景気回復に伴う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なども反映して上昇し、中間評価の見通しに沿った動きになっていくとみている。以上である。

黒田議長

それでは、委員方のご意見を私なりにまとめ、幾つかの論点を指摘したい。まず、海外経済については、米国では民間需要が堅調に推移し、欧州でも4～6月のGDPが7四半期振りにプラスとなり底入れの状況にある。さらに中国が、趨勢からみると成長率は低下しているが安定的な成長を遂げつつあり、中国以外の一部新興国で様々な状況はあるが、今申し上げたような米国、欧州、そして中国などの状況からみて、海外経済は全体としては徐々に持ち直しに向かっているという意見が多かったと思った。ただ、色々なリスクはまだ残っており、米国や欧州ではまだ財政面の問題があり、新興国・資源国では様々な構造的な問題、あるいはFedの資産買入ペースの縮小の思惑から色々な国際金融市場の影響を受けておりばらつきがある、リスクも残っているということであると思う。特に新興国で、経常収支赤字国を中心に、株、債券、通貨が安くなっていることの影響をどのようにみるかというような指摘もあった。先行きの海外経済については、基本的な方向は、次第に持ち直していくことで見方は一致していたと思う。ただ、今申し上げたように欧州の動向や新興国・資源国の動向、米国経済の回復ペースとFedによる金融政策の国際金融市場への影響など、不確

実性は依然として大きいという声も聞かれた。

わが国景気の総括判断については、7月会合で所得から支出へという前向きの循環メカニズムが次第に働き始めていると判断して、「持ち直している」から「緩やかに回復しつつある」に前進させたが、8月の会合ではそれを維持した。さらに「緩やかに回復している」と前進させるためには、企業部門、家計部門の両方で所得から支出へという前向きの循環メカニズムがより確かなものになっていくことが、ソフトデータだけではなくハードデータでも確認できる必要があるという意見から、8月はそのままであった。その後、企業部門では、法人季報で4~6月の設備投資が前期比プラスとなり設備投資の持ち直しが明確になりつつある、家計部門では、労働需給の改善から賃金面でも夏のボーナスがはっきり増加したことが確認でき、雇用・所得環境が全体として改善しており、これが個人消費を支える要因となりつつあり、企業部門、家計部門でのハードデータでもある程度確認ができたということで、皆さんのご意見でも、景気の総括判断として、前月の「緩やかに回復しつつある」から「緩やかに回復している」と半歩前進させることが適当ではないかということで、大方一致していたと思う。先行きのわが国経済については、生産・所得・支出の前向きの循環メカニズムが働くもとの、緩やかな回復を続けていくという意見が多かったと思う。

物価面では、足もとでは生鮮食品を除く消費者物価の前年比が+0.7%となっており、先行きも、当面プラス幅を次第に拡大していくという見方が共有されていたと思う。特に、+0.7%の要因として、確かにエネルギー関連の押し上げはあるが、他方で、個人消費が底堅く推移するもとの幅広い品目に改善の動きがみられたことも影響しているように思われる。全体として、経済が緩やかに回復し需給バランスが改善するもとの今申し上げたような幅広い品目に改善の動きがみられたが、それが広がっていくかどうか大きなポイントになるのではないかと、また予想物価上昇率について、今後とも全体として上昇していくのかどうかもポイントになると思う。

皆さん方の議論の中で非常に重要な論点が3点出されたと思う。1点は、

今回の景気回復のパターンが、過去の景気回復のパターンと若干異なっている点である。従来のパターン、特に前回のパターンは輸出を起点に生産が増加し、製造業の設備投資が増加する——これは過去に多かったパターンである——というものである。それに対して今回は、当初はマインド改善などを背景に個人消費が増加する、あるいは東日本大震災の復旧・復興などの公共投資が増加することを中心に、経済活動の水準が高まっており、これまでとはかなり違っている。ただ、パターンは違っても4~6月期のGDPは2次QEでかなり上方修正されるのではないかとみられており、1~3月、4~6月と2四半期連続でかなり高い成長が続く見込みであることを踏まえると、需給ギャップは着実に縮小していると評価して良いのではないかと思う。景気回復パターンの違いは今後も続くのか、やはり製造業の設備投資あるいは鉱工業生産の増加をもたらすためには輸出増が必要なのか、といった景気回復パターンについての論点があったと思う。

もう1点は、これも多くの方が指摘されていた点であるが、中国以外の新興国の金融市場で色々なことが起こっており、特に、経常収支赤字国を中心に株・債券・通貨のトリプル安というようなことが起こり不安定な状況がみられるが、これが単にFedの資産買入ペース縮小の思惑や投資家のリスク回避姿勢の強まりという循環的、短期的な問題なのか、あるいは新興国経済の先行きについてはもう少し慎重にみていかなければならないような問題なのか。1997年、1998年のアジア金融危機の時に比べると、ほとんどのアジアあるいは他の新興国も含めて、経済構造の頑健性は高まっているので、全体として何らかのコンテージョンが起こる可能性は低いと思うが、そうは言っても新興国経済の先行きの不確実性を慎重にみていく必要があるのではないかという点について、様々な意見が出されたと思う。

最後に、7月のわが国の実質輸出が4~6月との対比で-3.7%とかなり大きめの減少になったが、色々なテクニカルな要因もあるので単月の話かもしれないが、最初に申し上げた景気回復パターンの違いとも関連して、

輸出の持ち直し傾向がどの程度強いのかについても、かなり議論がなされたと思った。

白井委員

黒田議長がおっしゃった3点全部に関係することであるが、確かに今、非製造業が非常に強くそこからのGDPギャップの縮小はあると思うが、元々GDPギャップの大きなマイナスは製造業からきているので、それを上回るほどの強さが続くかどうかについては、若干の疑問がある。やはり輸出は非常に重要であるとみている。そのうえで、私が思っていることを2点申し上げたい。

1点目は、付加価値でみて1番輸入しているのは、米国とEUであり、やはりここをみななければならない。輸入の力がどの程度かをみると、2007年の輸入数量を100とした場合、米国は現在104とやっと戻ってきたという状況である。EUも102で、両方とも相当落ち込んだのが、やっと戻ってきたところである。輸入の伸びは相当弱い。下がったのが上がってきたところでプラスの効果が働いている程度である。取り敢えず、危機前に戻った訳であるが、そのわりには日本の輸出の戻りは悪い。ということは、輸入が危機前に戻ってきた米国、欧州で、マーケットシェアをどこかに取られてしまったということである。それは恐らく韓国であり、中国であり、他のアジアである。もしそうであれば、果してそれが日本に戻るような状況が起こっていくのかがポイントになる。特に米国で、輸入のペースが今以上に加速するのかがである。今非常に弱い中で増えてきているが、なぜ今まで米国の輸入が弱かったかと言えば、デレバレッジが続いていたからであり、これに関しては、今年の第4四半期から残高が増え漸くデレバレッジが終わったとしても、今度は tapering で金利が上がっていくので、レバレッジが効いて過去のように輸入が伸びるかどうかは、少し難しいところがある。雇用は確かに増えているが賃金は抑えられており、それが輸入の伸びの弱さの背景にあった。しかもユニット・レバー・コストが増えているので、それほど雇用を増やしていくようにはみえない。こうしたこと

を考えると、米国がこれから今以上のペースで輸入を伸ばしていくかという点、少し疑問がある。

2点目は、この間、どこで輸入が伸びたかという点、アジアである。アジアの輸入数量を2007年を100とすると、今は142であり、この間輸入が伸びたのは圧倒的にアジアである。これは、サプライチェーンで欧米向けの貿易が減っても内需が増えたからであり、そこが相当支えた面があった。一部は資本輸入に支えられていたので、今後は特に経常収支赤字国を中心に、財政引締め、金利上昇が起きてくるので、今までのようなピッチで輸入が伸びていくかどうかについては、少し疑問がある。緩やかに伸びていくかもしれないが、大きく伸びていかないと日本の輸出は戻っていかないというリスクを感じている。

宮尾委員

白井委員の議論の関連で、米国の先行きの内需の強さをどうみるかという点については、白井委員よりもう少し楽観的というか強気にみて良いのではないかと思っている。私は、かねがね、米国については、相対的に強めにみているかもしれないが、昨日出た貿易統計も貿易赤字がさらに一段と拡大し、先程申し上げたように生産も内需を中心に強まってきている。ハード、ソフトの色々なデータ等も併せて考えると、おっしゃっているのは水準がまだ低いということであると思うが、方向としては、当面かなりしっかりと改善していくことの確からしさは増してきているのではないかというのが、私の印象である。

白井委員

レバレッジが効いた輸入であったから伸びていたが、レバレッジがそれほど効かないので今以上のペースで輸入が伸びていくかが論点であると思う。

宮尾委員

サブプライムローンの中の非常に過熱した時のように、輸入が伸びるかという、そうではないかもしれない。

白井委員

今のペースでは、日本にとって非常に緩やかな伸びということである。

宮尾委員

別にそれで不満はないのではないか。

白井委員

ただ、日本の輸出が、7月だけでなく、戻りが非常に緩やかというところがポイントだと思う。そこが果して上がっていくかどうかというのはみえない。

岩田副総裁

白井委員は、日本の輸出は前回のように伸びないのではないかとおっしゃっているが、私も伸びないと思う。どうしてかということ——これは後の金融政策との関係で言おうと思っていたが——、前回の景気回復は、世界で稀にみる同時好況であり、アフリカなどでも年率で6%位と非常に速いスピードの成長であったので、日本の輸出が伸び、輸出ドライブがかかって日本でも景気回復したのが2000年代前半の景気回復である。それに対して今回は、そのような同時好況ではなく、世界経済の状況ははるかに弱い。輸出を伸ばすのは、1つは実質為替レートが下がっているということである。世界経済が少し良くなり、特に欧州はユーロ圏が底を打ちつつあるのが1つの明るい材料だと思うので、世界経済が少し良くなることで輸出を支えるという面はこれから少しは出てくるが、2000年代前半ほど世界経済が良くなることは考えられない。当時は少し過熱気味であった。従って、輸出主導型で日本経済が回復するということは、今回は、あるい

は今後も、考えにくいと思う。今後は、日本経済も、米国経済やその他の先進国並みに、非製造業部門、第3次産業部門に段々シフトしていく段階に入ってくると思う。白井委員は製造業の落ち込みを非製造業で補えるかという心配をされており、私も確かにそのように思うが、そのようになっていかざるを得ない。従って、非製造業の規制が邪魔しているのであれば、それを緩和することもそこへの投資を呼び込むのには重要であると思う。日本経済が変わっていく段階にあって、金融政策がそれをプッシュしていると考えた方が良くはないかと思う。

森本委員

米国の輸入の水準があまり戻っていないという話だが、私は特殊要因が影響していると思う。昨年位からシェール革命で原油の輸入量が相当減っている。自動車の新車販売などの水準は相当戻ってきているし、貿易収支も原油などの影響を考えなければならないと思う。そういうことからすると、それほど悲観的にみなくても、内需の方は徐々に回復してきているのではないかと、私は思っている。

白井委員

そうならば良いとは思う。

中曾副総裁

今の点とも関係するが、黒田議長が整理された3つの論点のうちの回復パターンが異なるのではないかという点だが、冒頭の白井委員の発言で、これまでの回復パターンを前提とすると判断を進めることについては若干の躊躇があるという指摘であったと思うが、まさにその点と関係する論点ではないかと思う。結論的には、今回の回復パターンはかなり違うのではないかと思う。つまり、従来の回復パターンが、輸出、生産、製造業の設備投資というパターンであったとすれば、今回は先程申し上げたように、消費を起点としている回復プロセスで、その中で非製造業の設備投資が立

ち上がっているのが今回のパターンである。統計をみると生産は確かに立ち上がりは弱い、第3次産業活動指数などをみると、過去にわれわれが「緩やかに回復している」という表現を用いた時に比べるとかなり高くなっている、そういったところに今回のパターンと従来との差が現われていると思う。生産も足もと確かに立ち上がりは鈍いが、足もとをみると確実に増加してきているようにみえるし、予測指数やミクロのヒアリングをみても、今後増加してくるという見込みにあるので、その中で、勿論外需が相応に拡大していくのが大事な前提ではあるが、恐らく製造業の設備投資も立ち上がってくるのではないかと。従って、起点も異なりパターンも異なるが、マクロでみれば、結果的にはその好循環が働く中で徐々に需給ギャップが縮んでいるという判断で良いと、私自身は思う。そういったことを前提にすれば、今回は、判断を一步進めることで良いと思う。

木内委員

確かに今までのところ、回復パターンは過去とは違うと思うが、それは急速な円安・株高という特殊要因に基づくものであり、その結果として消費主導になった。消費主導になれば、相対的にはサービス主導になりやすいので、確かに今までは従来と違ったパターンだが、果して持続するかどうかという点については、私は慎重にみている。従来と本質的に回復パターンが変わらないのであれば、輸出は引き続き重要であるということになると思う。

新興市場の動きは気にしている。米国の金融政策への期待の変化による一時的な動きというよりは、過去積み上がった行き過ぎの調整であると思っている。新興国の民間債務を過去20年、30年とってみると、過去はGDP比で比較的安定的だが、リーマン・ショック後は明らかに相当上振れてきているので、国内的なインバランスが起こっていると思う。それと連動して対外収支の悪化が起こったことの調整ではないか。そうすると、これは長引くと思うし、その過程で日本は影響を受けやすい。新興国の調整だけで世界経済が失速するとは思わないが、世界経済へのインパクトと

日本の輸出へのインパクトは微妙に違うと思う。というのは、日本の輸出は他の先進国と比べても新興国向けの輸出の比率が圧倒的に大きいのが特徴で、アジアだけでも5割を超えてきている。そうすると、中国は除くとしても、今回市場が混乱している対象国だけピックアップしても、日本の輸出の2~3割程度はあるということを考えると、他の先進国と比べて日本は新興国の調整の影響を受けやすいと思う。7月の輸出については、一時的な要因はあると思うが、新興国の影響がこれから出てくるということを考えると、輸出環境はあまり楽観はできないと思う。新興国について、もう1点であるが、外貨準備の水準が大分積み上がっているので、対外支払いの面で大きな問題は確かに起こらないと思うが、外貨準備の積み上がりの過程で行き過ぎた金融緩和が行われたという裏腹の面があると思う。

最後に景気判断については、景気回復に広がりが出てきているというのは、そうだと思う。景気判断は、景気回復の広がりや景気の水準、つまり需給ギャップが縮小していることで、これに基づけば前進ということで良いので、結論的には前進で良いと思っている。「回復しつつある」というのは、あまり長く使うような言葉でもないと思うし、「回復しつつある」と「回復している」の違いも、それほど大きくないのでそれはそれで良いと思う。ただ、判断を前進させていくことで、どんどん明るくなっていると誤解されるのは心配である。景気回復に広がりが出てきて景気の水準が上がってきているというのは確かであるが、モメンタムは少し落ちてきているのではないか。それはある意味、普通の回復パターンに戻ってきているということであり、別に失速するというわけではないと思う。そういう意味では、景気判断を、何を基準に考えるかということをもう1回議論しても良いと思う。主に景気の水準で判断するというのであれば、景気回復が続いていけば、徐々に判断が上がっていくが、そうではなく景気の水準や先行きの上下のリスクの度合いなどを勘案するのであれば別の判断になってくるので、その基準を議論しないと景気判断に対する議論がなかなか収束しないのではないかとと思う。

白井委員

日本からのアジア向けの輸出が5割というのは、輸出と輸入の両方においてグロスで見た時にそうであるが、これはサプライチェーンネットワークで膨らんでいるので、付加価値で最終的にどこが買っているかをみると、圧倒的に米国、EUであるということが分かっているので、私は、米国とEUをみななければならないと申し上げた。

佐藤委員

私も、今回の回復のパターンは今までと違うと思う。何が回復を主導しているかということ、内需主導あるいは消費主導ということになるが、消費主導の回復という点では、戦後の景気循環の中で過去に1度だけ消費主導で回復した局面がある。1993年10月から1997年5月までの景気回復局面であるが、この時の消費主導がどのようなものだったかを振り返ってみると、当時はプライスディスカウンターが急激に増え、いわゆる価格破壊が起こった。要は、デフレによる数量効果で消費やGDPが押し上げられていた。名実逆転が始まったのも、ちょうどその頃だったと思う。そういう意味では、デフレの先駆けのような動きが出てきていた訳で、消費主導といってもそれほど回復の質は良くなかったと思う。それに対して、今回同じく消費主導ということであるが、色々な指標の動きからみて、デフレを脱しつつある中での回復なので、同じ消費主導の回復といっても回復の質はかなり違うし、質的には少し良くなっていると思う。ただ、木内委員のご指摘にもあったが、消費主導といっても株高・円安のフォローの風を受けて、それが相当影響してきたことも事実であり、その結果として、消費者センチメントが大きく改善し、これが消費に影響してきたが、足もと、株価、為替の動きが一服する中で、マインドが若干停滞しているという動きもある。そういう意味では、今後の持続性について、注意深くみていく必要があると思っている。

黒田議長

それでは、10分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。

(10時12分中断、10時21分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方針等について1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議したいと思う。まず、岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

第1ラウンドでの議論と若干重複するが、前回2000年代前半の回復は、世界の同時好況に支えられて日本の輸出が増え、輸出ドライブがかかった景気回復であったと思う。佐藤委員は1990年代初めは消費主導だとおっしゃったが、私の理解では1990年代以降は全部、公共投資か輸出、あるいはその両方に支えられた回復以外はなかったと思っている。それに対して、今回はアベノミクスが発表され、国内要因がまず景気回復の最初のドライブになった。それは、世界経済がそれほど良くない状況なので、最初に輸出ドライブがかかる景気回復は元々望めなかったと思う。昨年11月中旬のアベノミクス発表以降、日本経済は、第1に、株価と円安による外貨建て資産価格の上昇という2つの資産価格の上昇によって資産効果が働き、消費者マインドも改善することで消費が増大するという要因と、公共投資を中心とする財政支出増加という2つの内需要因に支えられて回復してきたと思う。本行の量的・質的金融緩和は、これまでの資産効果と消費マインドの改善による消費の増加を加速させた効果があったと思う。

最近では、消費と公共投資を中心とする財政支出の増加による需給ギャップが縮小するにつれて、消費者物価が上昇する一方で、雇用需要の増加により雇用・所得が増加し始め、雇用・所得の増加が消費を増加させ、それ

がさらに消費者物価の上昇と雇用・所得の増加をもたらすという好循環の始まりに入ったという段階だと思う。

金融政策は、実体経済に影響を及ぼすまでにはかなりの時間がかかるが、それにしても消費主導で比較的早い時間で効果が現れたと思うが、設備投資や輸出に対してはもう少し遅れが存在するということを考慮すると、今後、量的・質的金融緩和が設備投資と輸出にプラスの効果を発揮する段階に次第に入っていくという状況だと考える。その設備投資と輸出の関係だが、輸出は実質為替相場と世界経済の状況と2つの要因に依存して決まると思うが、今回は前回のように世界経済が絶好調という状況ではなく、それよりはるかに弱い状況なので、世界経済の絶好調に頼って輸出が伸びるということはないと思うが、本行の金融政策によって実質為替相場が切り下がっている要因がこれから次第に働くとともに、ユーロ圏などにみられるような景気の底打ちと回復が米国経済の回復に加わってくる。このように、世界経済が次第に回復するにつれて、輸出ももう少し伸びるという状況に入ってくると思っている。製造業の設備投資が非常に弱いということについては、先程中曽副総裁がおっしゃったように、製造業の設備のベンテージはかなり高まっているので、潜在的な維持・更新投資への需要はかなりある。それに加え、消費が増加する、輸出も次第に増えてくる、そして経常利益も非常に大きいという要因に支えられて、製造業の設備投資も増えてくるという段階に入ってくると思う。そういう状況を今後もプッシュし、さらに加速させていくためには、量的・質的金融緩和を粘り強く続けることが必要だと思う。今後、設備投資や輸出がプラスになってきて、それが効果を発揮する段階に入ってくれば、需給ギャップはさらに縮小し、それに伴って賃金上昇を伴った消費者物価の上昇の段階が視野に入ってくると思っている。

以上のように、量的・質的金融緩和の効果は想定どおりの効果を発揮しつつあると考える。従って、金融政策は今後もこれまでどおり量的・質的金融緩和を消費者物価の2%が安定的になるまで続けるというスタンスで良いと考える。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

金融環境は、引き続き緩和した状態にあるという評価で良いと思う。すなわち、資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利は低水準で推移しており、C Pや社債の発行金利も低い水準で安定的に推移するなど、資金調達コストは、全体として極めて低くなっている。また、企業の資金繰りは、大企業の改善はもとより、中小企業においても、短観、日本公庫、商工中金調査のいずれでみても、最近ピークの 2006 年頃の水準まで改善してきている。

次に、先程の黒田議長の分類でいうと 2 番目の新興諸国についてだが、先程述べる時間がなかったので、ここで改めて私の考えに言及しておきたい。足もとの国際金融市場をみると、F e d の tapering を契機に資本が流出するのではないかとの思惑から、新興諸国では総じて通貨が下落している。中でもインド、インドネシア、トルコといった経常赤字国では、株、為替、債券のトリプル安に見舞われている。こうした動きは、tapering が直接的な原因とみられているが、私自身は、元々これらの国々にあった経済構造上の問題が改めて意識された、あるいは炙り出されたという側面が強いのではないかと思う。ただ、いずれにしても、F e d の tapering が 1 つのきっかけになっているのは事実であるが、tapering を F e d 自身が行うこと自体、既にかなり市場に織り込まれたと思う。また、F e d の当初の意図がどうであったにせよ、結果的に市場は準備運動を済ませてしまったと言えると思う。では tapering が実際に始まったら市場は落ち着きを取り戻すのかと言え、なかなかそうはなりにくいのではないかと思う。つまり、tapering を始めたら始めたで、資産買入れの減少が一体どの程度になるのか、いつ買入れを停止するのか、そして最初の金利引き上げはいつになるのか、といったかたちで市場は次から次へと新しいテー

マに思惑を巡らせていくのだろうと思う。従って、新興諸国は当面不安定な状態に置かれることになると思う。経常赤字国では、資本流出、為替減価、インフレ率上昇、金融引締め、景気後退と悪循環が連鎖しやすいので、ここはよくみていく必要があると思っている。

そう申し上げたうえで、1997～1998年のアジア通貨危機時と比べると、当時は、ソブリンデフォルトも視野にあったという意味でソルベンシーの危機であったのに対し、現在起きていることは、少なくともこれまでのところは市場のボラティリティの拡大という、いわばマーケットリスクの領域の問題であるかと思う。また、安全網という点でも、アジア危機を教訓に外貨準備が大変厚くなっていること、経常黒字国が増加していること、短期的な外貨資金の融通を行う通貨スワップ取極めのネットワークであるチェンマイ・イニシアティブなどバックストップも整備されてきていることなどから、新興国諸国は全体としてみれば、資本流出に対して相対的に頑健になっていると思う。このため、現時点では、通貨危機といった状況にまで至るリスクは低いと考えている。

この間、F e d の tapering を巡る思惑は、長期金利に影響が出ているのは事実であり、欧米の長期金利を押し上げている。実際、米国では、一時2.9%近くに達するなど大幅に上昇した後、今度はシリア情勢への警戒感から低下し、ところが足もと今日あたりはまた2.9%に接近してくるなど大変振れの大きい展開となっている。こうした海外金利の動きと対照的に、日本の長期金利は0.7%台で極めて安定的に推移している。これは、昨日の説明にもあったように、1つはメガバンクのポジション再構築という需給面の要因もあると思うが、もう1つは市場参加者の実質成長率見通しあるいは予想インフレ率がまだ十分に上がってきていないというファンダメンタルな要因もあるかもしれないと思っている。また、本行が国債の大量買入れを継続していく中で、今後国債の流通市場の価格シグナリング機能が働きにくくなる可能性にも留意しておく必要があると思う。このため、国債市場の今後の動向については、よくみていく必要がある。つまり、利回り以外にも市場流動性あるいは各取引主体の売買動向など様々な

指標に、従来以上に目を凝らしていくことが必要だと思うと同時に、マーケットインテリジェンス機能を通じて多面的に市場動向を観測していくことが必要だと思っている。

最後に、当面の金融政策運営であるが、量的・質的金融緩和のもとで、実体経済は緩やかに回復しており、人々の経済・物価に関する期待は好転し、需給ギャップも縮小に向かっている。政策効果のさらなる浸透を図る観点から、当面の金融市場調節方針は、現在の方針のもとで、国債をはじめとする各資産を買い入れていくことで良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降のわが国の金融市場はきわめて緩和的な状態が続いており、金融市場調節方針は現状維持で良いと判断する。

次に、日本銀行の金融政策について意見を申し上げたいと思う。わが国と他の先進諸国の金融政策の違いの1つとして、わが国の場合は、金融緩和を通じて、景気回復と、インフレ期待を高め2%程度にアンカーすることの2点を目指している一方で、インフレ期待が既にアンカーされている他の先進諸国の場合は、景気回復が中心となっていることが指摘できる。わが国の環境でインフレ期待をアンカーするには、まずはあらゆる経済主体によるデフレマインドやデフレ志向の経済行動が克服され、そのうえで2%に向けて中長期のインフレ期待を引き上げて安定化させていく必要がある。専門的な表現を用いれば、インフレ期待を2%程度まで引上げることでフィリップス曲線を上方シフトさせるとともに、企業が世間相場よりも需給バランスに対して販売価格の反応度を高めるよう勾配がステイプ化していくことが期待される。だからこそ、わが国の金融緩和は、外部でよく聞かれる見解、たとえば「景気回復が実現、ないしは物価上昇率が1%を超えたら出口に向かえばよい」というようなものではなく、インフ

レ期待を2%にアンカーするまで継続していくことにコミットしていると理解している。したがって、インフレ期待の動向は重要であり、それについて対外的にもっと説明していく必要があると思っている。ただ、インフレ期待の動向を判断するうえでは、(1) 家計や企業のインフレ期待を正確に測る指標が存在しないこと、(2) 入手可能な幾つかのサーベイデータには統計的バイアス問題があること、(3) 国債市場データに基づいてインフレ期待を判断する際には日本銀行による大量の国債購入の影響を考慮する必要があること、そして(4) B E I は利付国債と物価連動国債の流動性の違いも反映していることなどから難しい面があり、複数の指標から総合的な判断を下さなければならない。

そうした点に留意しながら、まず短期インフレ期待に関する指標を概観すると、多くが上昇を示している。これは、円安による輸入価格の上昇期待や予定通り消費税率が上げられた場合の影響を一部織り込んでいると考えられる。なかでも、企業の販売価格行動を左右する家計のインフレ予想は重要である。そこで、消費動向調査における1年後のインフレ予想をみると、昨年末から1%程度上昇して足もとでは2.8%に達している。これは過去10年間で2番目に高い水準だが、それにもかかわらず消費者マインドは足もとで多少悪化している面があるものの、依然高い水準で推移している。これは、現在が景気回復局面にあって、雇用、ボーナス、パートの時給が増加しているほか株価上昇期待があることから、消費者が物価上昇を前向きに容認しやすい環境になりつつあると解釈できると思う。こうしたプラスの解釈が成り立つ反面、留意すべき点は、急速な円安によって輸入価格やエネルギー価格が急ピッチで上昇しているため購買力の低下が意識されやすくなっていることである。負担感が強まれば消費にマイナスとなりかねない。消費者マインドを悪化させることなく短期インフレ予想が緩やかに上昇し、そのもとで企業も販売価格を上げられる環境が整いつつあるのか、今後もインフレ予想や企業の価格行動を注視していきたいと考えている。

次に、2%目標を実現する上で重要な中長期インフレ予想の指標をみる

と、緩やかな上昇を示す指標もあるが2%にはまだ距離があるようだ。この点、中長期インフレ予想が2%に安定的に収束していくように、幅広い国民を対象に2%目標についての理解を促していくことが大切である。また将来的な話だが、仮に、こうした金融政策運営の信認を高めるうえで必要と判断されれば、躊躇することなく追加金融緩和を行うべきだと思う。また、もう少し景気回復がしっかりし、インフレ期待の形成プロセスについての理解が深められた場合には、将来的には量的・質的金融緩和の継続に関するコミットメント表現も工夫していく余地があるかもしれないと考えている。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境から申し上げる。まず、企業の資金調達環境については、金利、量ないしアベイラビリティの面とも、昨日の執行部報告にあった通り「緩和した状態にある」との評価で良いと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼしうる金融市場動向だが、まず長期金利の動きについては、全般的に落ち着いており、0.7%台で推移している。もっとも、流動性の1つの指標である値幅・出来高比率は高止まった状態が続いており、特に、分母の出来高が低迷した状態が続いている点は若干気になる。何かのきっかけに市場が水準調整を始め大きく変動するリスクは、引き続き意識しておくべきと認識している。一方、為替・株式市場の動向については、前回会合時と比べて為替は若干の円安、株価は横ばいで推移している状況かと思う。シリア情勢や次回FOMC等のイベントが今後もあり、市場動向については引き続き注視していきたい。

以上を踏まえ、金融政策運営に関する意見を申し上げる。金融政策判断としては、わが国経済は全体としてメインシナリオに沿って推移しており、金融市場調節方針としては現状維持、資産買入れについても、大規模な国

債買入れ、リスク性資産の買入れなど従来の買入方針を継続することが適切と考える。また昨日報告があったが、成長基盤融資に関しても、例えば、本則貸付は今回で13回目だが、資金の使途の分野について、従来からの医療介護、環境エネルギー等のメインの分野に加えて、観光事業など取組みの分野に裾野が広がる様子が窺われる。民間金融機関の取組みが着実に浸透してきており、執行部におかれては、本取組みについて引き続き尽力頂きたいと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境は緩和した状態にあるとの見方は、前回から変わりない。国内金融市場の動向については、堅調な米国経済指標やFedによるtaperingの開始を巡る思惑、FRB議長後任人事を巡る不透明感などから米国の長期金利が大幅に上昇したが、日本の長期金利は、本行の量的・質的金融緩和の効果が効いているもとで、0.7%台で比較的安定的に推移している。一方、為替や株価については、tapering開始を巡る思惑に加え、シリア情勢、米国や中国の景気指標など引き続き海外要因に大きく左右されるかたちで変動している。こうした状況は当面続くと思われるが、特にこれからは、今月中旬に開催されるFOMCや、シリア情勢、FRB後任議長人事などマーケット情勢に大きな影響を与える要因についての事態の展開が予想されるため、わが国の金融・資本市場へのストレスが高まる可能性には十分留意していく必要があるとみている。

海外金融市場では、いずれにしろ年末までには開始されるとみられる米国のtaperingについては、当面10年物トレジャリーで3%程度を下値の目途とみる向きが多いようだ。しかし、市場はオーバーシュートしやすく、エマージング市場への波及や他の金融商品の価格下落を誘発する恐れがある点には注意を要すると思う。ユーロ諸国での景気底打ちあるいは回復

の兆しに対して、早くもドイツなど中核国の中銀から、これ以上の緩和は不要との声が出てきている。今後、米国金利が上昇した場合、ECBのコミットメントの効果が減殺される可能性がある。また、今は落ち着いている周縁諸国の金利上昇に繋がるおそれもある。今後長期金利の上昇が起これば、このところの規制強化の動きにより、米欧大手金融機関のマーケットメーカーとしての流動性供給能力が低下していることから、市場変動が一層大きくなりかねない点、特に留意を要すると考えている。

次回会合までの金融市場調節方針および資産の買入方針については、これまでの方針を継続することが望ましいと考える。先月の国債買入オペについて、平均買入期間短縮のため、オファー額の調整を実施している。現行の調節方針のもとである程度の柔軟性をもってオペを打っていくことは、オペに対するマーケットの目線を固定化させないためにも、あるいはオペについての小さな変化に対するマーケットの過大な反応を抑制していくためにも、適当なことであると思っている。今後、米国長期金利の大幅な上昇等が起こる際にも、長めの期間のオペを柔軟に打つなど、引き続き状況に応じて対応して頂くことが望ましいと思っている。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は現状維持で良いと考える。国内経済・物価動向は、これまでのところ7月の展望レポート中間評価時のシナリオに沿って推移しており、先行きも、経済動向の討議の際に申し上げた私の物価の見通しを除けば、世界経済の持ち直しとともにシナリオ実現の蓋然性を損なう下振れリスクはやや減じてきている。海外長期金利が、Fedの政策変更や議長人事への思惑から一段と水準を切り上げるなか、日本の長期金利は、本行の買入れの効果もあり極めて低位で安定している。こうした中、経済・物価動向が日本銀行の想定に沿うかたちで展開してき

たことで、市場の追加緩和予想は来年以降に後退しており、われわれは市場に政策を催促される状況にはない。最初に大胆な政策変更を行った後はその効果をじっくり見守り、戦力の逐次投入はしないという量的・質的金融緩和の基本スタンスへの市場や世間一般の理解が、こうした事情も幸いして進んできたように思われる。このように、外部環境的に日本銀行にフォローの風が吹く中でわれわれがなすべきことは、コミュニケーションに細心の注意を払いつつ量的・質的金融緩和の効果発現を促していくことであろう。2年程度で2%という政策の時間軸から、政策効果を最終的に評価するにはまだ時間的余裕があるので、われわれとしては、その間、対外的には政策効果を愚直に説いて家計、企業、市場のインフレ期待に訴えかけていくことに尽きると思う。私個人は、家計、企業、市場の期待インフレ率の上昇といっても、多くの場合、消費税率引き上げの蓋然性の高まりとの識別は困難であるし、BEIの指標性には予ねてから疑問を持っているが、それらを呑み込んだうえで期待インフレ率を語るのであれば、それはそれで1つの見識かと思う。

一方、内部的には、将来起こり得る問題について今のうちからじっくりと整理しておく必要があると思う。第1は、仮に物価が私の慎重な見通しを上振れて推移し、本行の中心的な見通しである約2年後の2015年度に2%実現の蓋然性が高まる場合の対応である。その場合、長期金利は期待インフレ率の上昇や本行の将来の政策変更の可能性を先取りして上昇する可能性がある。その際に、長期金利の上昇を無理矢理抑え込む必要があるのかどうか、そして長期金利の上昇局面で、恐らく市場や政財官界から本行の国債買入れの増額への期待が高まる中で、買入れを tapering したり取り止めることが果たしてポリティカルに可能かどうか、今のうちから頭の体操をしておくことは有益かと思う。

第2は、私自身は比較的蓋然性が高いシナリオと考えているが、約2年後の2015年度が視野に入ってきて、物価が2%に届かず2%への軌道も明確にみえない場合の対応である。その場合、2015年1~3月期頃にかけて量的・質的金融緩和の効果を総括し、更にそれを継続するのか、あるいは

は量的・質的金融緩和は効かなかったということで撤退を図るのか、決断を迫られることになると思う。あるいは、2%への軌道は明確にみえてこないものの、1%程度の物価上昇率を安定的に達成したと判断できるような局面であれば、果たしてどういう対応があり得るかという点についても、頭の整理が必要だと思う。この点について、そもそも金融政策で物価を2%にピンポイントで安定させることは不可能であるので、私自身は2%の物価安定目標は上下に一定のアローワンスを持った仕組みと理解している。仮に、政策委員会でこのような理解が共有できるのであれば、そうした場合の政策対応の方向性についても概ね意見を共有できるのではないかと思う。

以上、縷々申し上げたが、最後に量的・質的金融緩和の継続およびその効果を引き出す上で政府の財政健全化努力は極めて重要であるという点を、繰り返し強調しておきたいと思う。仮に、市場が政府の財政健全化へのコミットメントに疑念を抱けば、財政への信認低下から長期金利の上昇を招き、緩和効果が阻害される恐れがある。本年1月に日本銀行が政府と結んだ共同声明のなかで、政府が財政運営に対する信認を確保する観点から持続可能な経済構造を確立するための取組みを着実に推進するとしていることを、私は重く受け止め、政府の財政健全化努力を重大な関心を持って見守っている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合以降の経済、金融の動きで、今後の政策運営を考えるうえで重要なものとして、消費税率引上げの議論とそれに関連する金融政策への観測と、新興国市場の動揺の2点が挙げられる。それぞれについて自分なりの考えを簡単に述べたいと思う。

最初の点について、第1に、1月の政府と本行との共同声明に基づいて、

政府に対して財政健全化をしっかりと進めるよう本行が情報発信を続けていくことは妥当であると思う。前回も申し上げたが、財政健全化策は、量的・質的金融緩和がその効果を十分に発揮していくためのいわば必要条件であり、両者は一体のものとして進められるべきだと思う。またこうした情報発信は、量的・質的金融緩和が財政赤字のファイナンスを目的に実施されているものではないことを改めて想起させることを通じ、金融市場の安定にも貢献すると考える。

第2に、消費税率引上げの是非は、財政および金融システムの潜在的リスクを軽減し、中長期的に安定した経済を実現するという目的に照らして議論されることが重要だと思う。現在想定されている税率引上げが、中期的な経済のトレンドに与える影響は小さいと考えている。

第3に、消費税率引き上げの議論とともに、それを量的・質的金融緩和の追加措置と結びつける観測が、市場、メディアの一部から聞かれるのが気になる。今申し上げた通り、税率引上げが中期的な経済のトレンドに与える影響は小さいと考えられるし、仮に極く短期的に影響を与えるとしても、それに対して量的・質的金融緩和の強化、追加策で対応するということは、政策効果と副作用のバランスに照らして妥当ではないと思う。なし崩し的に追加措置が繰り返されていけば、量的・質的金融緩和がもたらす政策効果を上回るかたちで副作用、潜在的なリスクが累積的に高まってしまふことが懸念される。本行がこうしたリスクを十分認識しながらも、金融市場など外部からの影響を受けて、追加措置の実施を余議なくされるような事態に将来追い込まれるリスクを予め軽減しておくための措置として、公表文の文言修正が必要であると、私は従来から申し上げてきた。

次に、新興国市場の動揺については、前段で述べたように、過大な成長期待に基づいて長期間に亘って形成されていった不均衡の本格的な調整の一端と位置付けられると思う。この新興国での不均衡拡大の一因が先進国での国債利回りの大幅な低下であり、それには国債の大量購入を含む主要国の非伝統的な金融政策が関与したのではないかと考える。実際、主要国の長期金利、長期国債利回りは、最近まで歴史的な低水準にあった。そ

の背景には、勿論、先進国での潜在成長率、期待インフレ率の低下といった経済環境の構造変化に加えて、グローバルな金融危機への3つの対応、すなわち第1に、資産の大量購入を軸とする主要国での非伝統的な金融政策の採用、第2に、欧米諸国で進められた財政の緊縮策、そして第3に、金融機関の国債保有を促す方向での金融規制強化が結びついたことがあったと思う。

量的・質的金融緩和のリスク管理という観点から、今回の事態から本行が得られる教訓としては、3点考えられる。第1に、量的・質的金融緩和が長期金利に与える下落圧力は政策効果を高める一方、それが長期化するほど市場を歪め不均衡形成を促すリスクが高まるといえる点である。第2に、こうした不均衡の形成が、チェックが十分届きにくい海外で生じる可能性が、将来的には考えられる。その場合、本行が将来金融政策の正常化を模索する際に、その自由度が制約されることも考えられる。第3に、FRBによる資産購入が続けられる中、その先行きの修正期待だけで長期金利は大きく上昇した。これは、資産の買い取りが長期金利に与えた影響は需給面からの影響や効果にとどまらず、期待を通じた効果も大きかったことを裏付けていると思う。このことは、本行の先行きの政策に対する期待が変化すれば、仮に、国債購入を続けていても利回りは将来大きく上昇するという教訓を示唆しているように思う。これは、将来正常化を模索する時期に特に大きく高まると考えられる潜在的なリスクで、他国と比較しても財政環境が著しく悪く、金利の大幅な上昇が財政危機と金融システム危機の同時発生に直結する可能性がある日本では、このリスクには十分注意を払って政策運営を進めていく必要があると思っている。

最後に、金融調節方針については現状維持が妥当だと考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境については、緩和した状態が続いている。詳細は執行部の見方に違和感がないため省略する。次に金融資本市場をみると、短期金利は、いずれのタームも0.1%を小幅に下回る水準で安定して推移している。長期金利については、米独金利が、FRBによる資産買入の縮小開始が意識される中、経済指標の上振れもあって上昇したが、わが国では、本行の金融緩和姿勢が意識されていることなどから概ね横ばい圏内で推移している。この間、株価は、欧米やアジア新興国の下落に伴って下落する局面もみられたが、足もとは前回会合時と概ね同水準となっている。為替市場では、ドル/円は米国の資産買入縮小の観測や堅調な米経済指標等を材料に円安方向となっている。このところ、新興国の通貨や株価が、米国金融政策への思惑などから大きく下落しているほか、シリア情勢の不透明感も強く、国際金融資本市場や実体経済への影響を注意深くみていく必要がある。

こうした金融面の動向や経済・物価情勢を踏まえた金融政策運営だが、次回までの金融市場調節と金融資産の買入れについては、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、引き続き量的・質的金融緩和を着実に実行することで、実体経済の前向きな動きへの後押しと予想物価上昇率への働きかけを通じて、早期にデフレ脱却につながっていくことが重要だと思う。

足もとの金融資本市場の動きをみると、米欧の長期金利が上昇するもとも、わが国の長期金利は0.7%台で安定している。この背景には、国債買入オペを肌理細かく実施していることなどから金利のボラティリティが落ち着きを取り戻しつつあることや、国債買入の進捗に伴う需給のタイト化が意識されていることなどが影響しているとみられる。この間、実質金利に影響する予想物価上昇率については、消費動向調査からみた家計やエコノミストのインフレ予想も徐々に上昇しており、物価連動債のBEIは足もと幾分低下しているものの、全体としては上昇基調にあるとみられる。そうしたもとの実質金利は低下傾向にあり、景気刺激効果を強めて

いくものとみられる。今後は、経済の前向きの循環メカニズムが働いていくもとで、企業部門の設備投資が増加するにつれて資金需要も増加し、タイムラグを伴いつつも、ポートフォリオバランスの動きが徐々に広がっていくと考えている。そうした効果を十分に発揮できるよう、引き続き国際金融資本市場を含めた市場の動きも注視しながら、必要に応じて適切なオペレーションを行っていくことが重要だと思う。また、財政健全化への取組みの重要性について引き続き発信していくことが大事である。

最後に、成長基盤強化支援だが、米ドル特則分を中心に着実に実績が増加している。米ドル特則については、大手行の積極的な持ち込みや、地域金融機関等の新規の借入れ希望先の増加が続いており、取組みの厚みが増している。この点、企業のグローバル化への対応を後押しし、成長に繋げていくという所期の目的の効果が発揮されていると思う。以上である。

黒田議長

金融政策運営に関する委員方の意見をまとめると、まず、金融市場調節方針については、前回の調節方針を維持することが適当ということで意見が一致していた。また、先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、前回会合で決定した基本方針を維持することが適当ということで意見は一致していたと思う。

量的・質的金融緩和の効果については、しっかりと働いており、企業や家計の支出活動を支える金融環境の緩和度合いは強まっているということであると思う。日本銀行による巨額の国債買入れは、長期金利の安定に寄与しているということであると思う。こうしたもとで、予想物価上昇率は色々な指標で区々であるが、全体として高まっているということも相俟って、実質金利は低下傾向にあると考えられる。この間、金融環境については、極めて緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。従って、こういった緩和的な金融環境は、今後とも民間需要を後押しし、また予想物価上昇率を高める方向に作用すると考えられる。

委員方の意見はほぼ一致していると思うが、追加的な意見や論点はある

か。

白井委員

tapering と資本流入の関係は、微細にみれば恐らくあると思うが、トータルでみると、新興諸国向けの資本流入額はリーマン危機前より非常に少なくなっており——2010 年は確かに大きかったが、2011 年は新興諸国への資本流入額は減り、2012 年はもっと減った——、それはみえないと思う。米国の有識者もそのように言っているが、マクロでみた時に tapering と資本流入の因果関係が明確でないということは、そういうことだと思う。アジアについてどうかというと、アジア向けの資本流入も 2012 年度の金額は危機前と比べても相当少ない。全体のパターンと同じで、確かに 2010 年度は非常に増えたが、2011 年は減り、2012 年はもっと減っている。微細にみれば米国の tapering と関係があるかもしれないが、マクロ的にはみづらいところがある。この間、アジア向けの資本流入で圧倒的に大きいのは FDI である。ここに関しては危機前以上になっており、ここが中心である。リーマン・ショック前後で何が変ったかと言うと、ポートフォリオの流入が増えたということである。構成が変わってきたところは違っているが、米国の tapering とアジア諸国の証券投資の因果関係はあると思うがマクロ的にはみづらいと思ったところである。

2 つ目は、中曾副総裁が 1997～1998 年のアジア危機と今回を比較されたが、これについて一言だけ申し上げたい。前回と今回では、性質が全然違うと思う。1997～1998 年危機は経常収支危機であり、問題となった国の財政は黒字かゼロであったので財政問題ではなかった。あの時は民間の投資が異常に大きく、銀行経由の資本が相当入ってきて危機が起こり、短期で逃げ足が速かったというのが当時である。現在は、どちらかと言えばオーソドックスなもので、財政赤字が問題で経常収支が赤字の国が問題になっている。その意味でオーソドックスな問題だと思っている。銀行の資金流入ではなく、ポートフォリオというかたちで入ってきているところに違いがあると思った。

最後に、レンジの導入に関してだが、英国のように2%を掲げて2の上も良くないし下も良くない、1~3%のレンジを外れたらきちんと説明しなければならないというフレームワークの国もあれば、米国のようにゴールというかたちでレンジを設定していない国もある。私は、もう少し2%がみえて来るような状況、foreseeできる状況になった時には、レンジを議論しても良いと思うが、わが国のように、他の国がやっていないインフレ期待を上げようとしているところで、仮に1~3%としてその1が弱さとしてみられることがあるとすれば、そのようなかたちでのレンジの導入は適切ではないと思う。長期的にはレンジを設定することもあり得ると思うが、今は何としても2%程度のところにアンカーすることを掲げている以上、反対ではないがタイミングは慎重にした方が良いと思っている。

木内委員

米国の金融政策と新興市場の価格の動きについては、私は関係ないとは思えない。米国だけではなく先進国の金融緩和策と新興国での近年の通貨や市場の動きは、関係あると思う。ただ、米国としてはそれは否定せざるを得ない。米国の金融緩和あるいはその修正が、新興国の金融、経済に大きな影響を与えていると言え、政策の自由度が失われてしまうので、立場上否定的な見解を言わざるを得ないと思う。白井委員が指摘されたように、米国でよく言われるのは、資金フローはリーマン・ショック前と比べてそれほど増えていないということである。ただ、少し注意してみた方が良いと思うのは、資金フローは結果としての資金の移動であり、例えば、米国の金融緩和が新興国の為替、金利、株価に影響を与え価格がアジャストされると資金移動は結果的に起こらないかもしれないが、価格の変化を引き起こした原因は米国の金融緩和である。資金フローは結果として起こるものなので、それが大きくないので米国の金融緩和が新興国の市場に大きな影響を与えなかったかということ、そうではないと思う。そこは少し配慮してみた方が良いと思う。

中曾副総裁

委員方の意見を聞いて、コメントと質問が両方ある。白井委員が言われたように、量的・質的金融緩和は、欧米の中央銀行がむしろリスクと捉えているようなこと、すなわち予想インフレ率の上離れを敢えて起こそうという特異性のあるものである。もう 1 つ、予想インフレ率の引き上げとタームプレミアムの圧縮という、いわば反対方向の力を同時に作用させようという 2 点において、われわれは難度の高い政策を行なっていると思う。確かに、定性的に言えば、フィリップスカーブを上方シフトさせるということだが、フィリップスカーブ自体は *ex post* にしか検証できないので、二重三重の意味で大変難しい。この難しい政策をよく説明するということは、一般論として定性的にはその通りだと思うが、一方でそれ故ある程度のフレキシビリティを持たなければならないというトレードオフもあり、われわれはそういう面に直面しているのではないかと思う。

佐藤委員が 2% にプラス・マイナスを念頭に置いて良いのではないかとおっしゃったが、これと、今申し上げたような期待インフレ率を引き上げかつそれをアンカーさせるということが整合的なのかどうかということがある。つまり、インフレ予想は人々が *adaptive* に形成するものだとすると、少なくとも *transition* の部分では 2% を超えてある程度高くなる局面がないと難しいのではないかという気もする。その辺は、どのように考えれば良いのか。いずれも、欧米の中央銀行が直ちにはモデルにはなりにくいような部分なので、われわれが一生懸命に考えて行かなくてはならない点だと思う。

佐藤委員

私が思っているのは、期待インフレ率をシフトさせるということに異論はないが、レンジをもって語るのは実績としてのインフレ率であって、期待インフレ率が例えば 1~3% というようなレンジである必要があるということではない。なぜ、実績で語る必要があるかと言うと、それは先程申し上げたように、そもそも金融政策で物価をピンポイントでコントロール

することは、政策効果の不確実性、波及ラグを考えると、元々不可能である。そういう意味では、2%でピタッと安定させることはそもそもできない。そういう中で2%を安定的に達成するということは、実践的に考えればある程度のレンジを許容せざるを得ないのではないか。そのレンジは委員によって違うかもしれないし、そのレンジを今のうちから対外的にコミュニケーションする必要は全くないと思う。今は、2%ということを愚直に言っていき、人々の期待に訴えかけて行くことで良いと思うが、内部的には、実績ベースで語る時にどのような状況になれば2%を安定的に達成したと言えるのかについて、今のうちから整理しておく必要があると思う。

石田委員

今の議論であるが、CPIは前年比+0.7%まで上昇しているが、ゼロあるいはマイナスの頃に2%と言った訳である。その時に色々な議論があり、行かないという人がほとんどで、今でもマーケットのエコノミストはほとんどが行かないと言っている。ただ、そこについて今議論しても意味がないと思う。その理由は、例えば、ゼロから1%まで来た時に、ゼロから2%をみるのと、1%から2%をみるのでは全然違う。なぜ違うかと言えば、1%が現実に達成されているところでは経済の情勢なり企業・個人の物価観なりが今とは完璧に変わっているはずである。その時に議論していかないと宙に浮いた議論になってしまう。0.5%、1%を通らないと2%には行けないので、今の段階ではそこに着実に行くように努力していき、外に対しては2%と言っていけば良いと思う。

黒田議長

この点は、引き続き色々な議論が必要であるが、特に石田委員が言われたように、1%になり2%がみえてくる時にどのような発信をすべきかということも含めて将来議論になると思う。われわれの間で色々な議論をしていくことは適切だと思うが、皆さんが言われたように、外に対する発信とし

てそれを今言うことは現実的でもないし、却ってマイナスにもなりかねないので、そういうことも踏まえ今後十分議論していきたいと思う。

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。山口俊一財務副大臣お願いする。

山口財務副大臣

足もとの物価の状況を総合的にみると、国内企業物価は緩やかに上昇しているほか、消費者物価も基調としては横ばいとなるなど、デフレ状況ではなくなりつつあると認識している。

日本銀行におかれては、引き続き、「量的・質的金融緩和」を着実に推進され、できるだけ早期に2%の物価安定の目標を達成して頂くことを期待している。

政府としても、本年1月の「共同声明」に沿って、その役割を果たしていく観点から、民需主導の経済成長と財政健全化の双方の実現に向けた取り組みを進めている。

歳出面では、先般策定した「平成26年度予算の概算要求基準」に沿って、各府省から要求が提出され、その取りまとめ結果を公表したところである。今後、年末にかけて、「中期財政計画」も踏まえつつ、これらの要求内容を精査し、予算の中身を大胆に重点化していくことで、メリハリのついた予算編成に努めていく。

歳入面では、消費税率引き上げに係る経済状況等の総合的勘案の参考とするため、幅広く国民各層の有識者・専門家から意見を伺う観点から、「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」を開催し、黒田総裁にも参加頂いた。消費税率引き上げについては、種々の経済指標を確認し、経済状況等を総合的に勘案して、内閣として適切な判断をしていく。

また、本日からロシア・サンクトペテルブルクにてG20サミットが開催され、安倍総理、麻生副総理が出席する。首脳会合の場でアベノミクスについて説明し、日本経済の再生を通じて世界経済の成長に貢献する決意を示すとともに、先日策定した「中期財政計画」を説明し、経済再生と財

政健全化に向けたわが国の取組みに対する国際社会からの信認を確かなものとしていく。以上である。

黒田議長

梅溪健児内閣府審議官をお願いします。

梅溪内閣府審議官

わが国の景気は、着実に持ち直しており、自律的回復に向けた動きもみられる。先行きについては、輸出が持ち直し、各種政策の効果が発現する中で、企業収益の改善が家計所得や投資の増加に繋がり、景気回復へ向かうことが期待される。

消費者物価は、生鮮食品、石油製品およびその他特殊要因を除く総合の基調が横ばいとなるなど、物価の動向を総合してみると、デフレ状況ではなくなりつつある。

政府の取組みであるが、政府においては、8月26～31日に、黒田総裁にも出席頂き、「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」を開催した。消費税率引き上げに係る経済状況等の総合的勘案の参考とするため、今後の経済財政運営にどのような留意点があり、対応が求められるか、有識者・専門家から意見を伺った。大変有意義な意見を頂き、充実した会合であった。

消費税率引き上げに当たっての経済状況等の総合的な勘案に向けた検討を行うこととなるが、今回の集中点検会合における議論は、総理が最終判断される際の材料の1つになるものと考えている。

また、秋の成長戦略実行国会に先立って、「日本再興戦略」の実行を加速し、強化するため、産業競争力強化法案の策定や国家戦略特区の具体化など成長戦略関連施策の当面の実行方針をまとめる。

わが国経済は、デフレ状況ではなくなりつつあるが、物価の基調が上昇に転じ、そうした状況の持続が見込まれるという意味でのデフレ脱却は道半ばであり、物価や景気の動向について、十分注視していく必要がある。

日本銀行には、2%の物価安定の目標の実現に向けて、引き続き取り組むことを期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

公表文の6. については、前回と同様の修正の提案をしたいと思う。

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]

木内委員は提案理由について追加的に何かあるか。

木内委員

考え方については従来と同様である。先程も言ったので、追加はない。

黒田議長

それでは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します。その後討議を行いたいと思う。

内田企画局長

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

続いて、議長案の対外公表文を読み上げさせて頂く。「2013年9月5日。日本銀行。当面の金融政策運営について（案）。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致／賛成○反対○）。マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。2. 資産の買入れについては、以下の方針を継続する。①長期国債について、保有残高が年間約 50 兆円に相当するペースで増加し、平均残存期間が7年程度となるよう買入れを行う。②ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。③CP等、社債等について、本年末にそれぞれ2.2兆円、3.2兆円の残高まで買入れたあと、その残高を維持する。3. わが国の景気は、緩やかに回復している。海外経済は、一部に緩慢な動きもみられているが、全体としては徐々に持ち直しに向かっている。そうしたもとの、輸出は持ち直し傾向にある。設備投資は、企業収益が改善するなかで、持ち直しつつある。公共投資は増加を続けており、住宅投資も持ち直しが明確になっている。個人消費は、雇用・所得環境に改善の動きがみられるなかで、引き続き底堅く推移している。以上の内外需要を反映して、鉱工業生産は緩やかに増加している。この間、わが国の金融環境は、緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、0%台後半となっている。予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる。4. 先行きのわが国経済については、緩やかな回復を続けていくとみられる。消費者物価の前年比は、プラス幅を次第に拡大していくとみられる。5. リスク要因をみると、欧

州債務問題の今後の展開、新興国・資源国経済の動向、米国経済の回復ペースなど、日本経済を巡る不確実性は引き続き大きい。6. 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。このような金融政策運営は、実体経済や金融市場における前向きな動きを後押しするとともに、予想物価上昇率を上昇させ、日本経済を、15年近く続いたデフレからの脱却に導くものと考えている」、以上である。

最後に木内委員案である。対外公表文の議長案の6. について、「6. 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」、以上である。

公表文について、前回との比較等について簡単に申し上げる。1.、2. については前回と全く同じである。3. は、ヘッドラインで「わが国の景気は、緩やかに回復している」としている。輸出、設備投資、個人消費および消費者物価について、昨日月報でご報告したとおりの変更を加えている。海外経済、金融環境、予想物価上昇率については変更ない。4. は、3. で「緩やかに回復している」と言ったこととの関係で、「緩やかな回復を続けていくとみられる」としている。5. のリスク要因だが、前回と全く同じにしている。2つ目の「新興国・資源国経済の動向」のところは、議論の中で今まで比較的中國を念頭に置いていたところだが、経常収支赤字国等ウエイトは少し変わっているが、表現としてはこのまま維持するということかと思っている。以上である。

黒田議長

説明のあった3つの議案について、意見があればどうぞ。

白井委員

先程、躊躇するものがあると申し上げたので、一応結論を申し上げますと、

マクロ的には非常に良いので、マクロデータからみて上方修正を否定する論拠はなく、このとおりだと思う。とはいえ、ミクロ的には弱さもある。製造業の立ち直りの遅さと消費が一部のマインドを含めて若干下落しているものもあるので躊躇する面もあるが、全体としては良いので上方修正で構わないと思う。可能であれば、記者会見等でそういう話も出たことを伝えて頂きたい。

佐藤委員

昨日言えば良かったかもしれないが、住宅投資については、4～6月期の1次QEでは小幅減で少し意外感のある弱さだったが、2次QEでは住宅投資は恐らくあまり変わらないと思うので、ほぼ小幅減か横ばい程度で着地すると思う。「持ち直しが明確になっている」という従来の変現を踏襲しているのは、少し違和感がある。その辺はどう呑み込んだら良いのか。

前田調査統計局長

4～6月は、デフレーターの関係で実質では多少減ったが、着工をみる限り、一頃の90万前後から100万戸位になっているので、トレンドとしてみれば、「持ち直しが明確になっている」という判断かと思う。7～9月まで含めてみれば、住宅投資の増加は「明確になっている」という判断で良いと思う。

佐藤委員

GDPベースではなく、着工でみているということか。

前田調査統計局長

4～6月のGDPは一時的な動きであると考えている。

黒田議長

それでは最初に金融市場調節方針、その後に木内委員案も含め対外公表

文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時27分 政府からの出席者退室]

最初に金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。

次に木内委員提出の対外公表文に関する議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

木内委員案の注については、前月と同じであるので、配付は省略し読み上げだけさせて頂く。「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」、以上である。

黒田議長

ただ今の修正後の対外公表文にご異議はないか。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

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33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（8月7、8日開催分）の承認

黒田議長

最後に、8月7、8日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付され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ます。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、10日火曜日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、10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11時42分である。

黒田議長

解禁時刻が11時42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37分閉会)

以 上