

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年9月3日（14:00～16:32）

9月4日（9:00～12:02）

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  
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	門間一夫
理事	桑原茂裕
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	小牧義弘
企画局企画役	渡辺真吾

## 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。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした「金融調節の運営実績」および「最近の金融・為替市場の動向」参考計表【追加】に基づいて説明させて頂く。図表1にあるとおり、金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約60～70兆円のペースで増加させる調節を行っている。各資産についても概ねディレク

タイプに沿った積み上げとなっている。なお、ETFおよびJ-REITの買入れについては、これまでもご報告のとおり、なるべく下げ相場の時に買い入れるよう受託銀行に指示を行っているが、夏場にかけてはJ-REITは上げ相場が続いたためなかなか買い入れる機会がなく、この結果、現在のJ-REITの買入れの進捗度合いは、イーブンペースと比べると若干遅れ気味である。このことを踏まえて、金融市場局では受託銀行に対して、J-REITについて買入頻度を若干高めるとともに買入額も増やす方向で指示したところであり、年末の見通し額の達成は問題ないと考えている。

図表2の国債買入れは、概ね著変なく買い入れることができている。平均残存期間は、6月7.6年のあと7月6.6年、8月6.6年となっている。これには、後程申し上げるように、イールドカーブがフラット化しているということで、特に、相対的に長めのゾーンで短めのものが入ってきやすかったことも寄与しているように思う。図表3の1年物共通担保オペのロール状況をご覧頂くと、2回目のロールでは、さすがに直近分のロール率は50.3%と低めになった。これは、共通担保オペの大口ユーザーである一部の大手行が、本行からの固定の資金供給をトータルで管理しているために、今回貸出増加支援の方に積極的に応じ、その分こちらのロールオーバーを落としたいという意向が働いたようである。

図表4は国債補完供給であるが、一部にSLFが最近増加しているといった報道もあったが、(1)の月次の動きをみて頂くと分かる通り、この報道は、QQE導入前の昨年1～3月の数字を合わせた昨年の暦年ベースの数字に比べて今年の利用ペースが上がっているといったややミスリーディングな整理に基づいているように思う。月次ベースでみると、QQE導入に伴い利用度が切り上がった後、特に大きな変化がある訳でないと思われる。

次に、図表5の短期金利であるが、(2)の短国金利は、8月中は概ね0.03%を下回る低水準ながらそれ以下には下がらずに推移していた。短国金利は、本行の買入増加とともに全体として低下トレンドをたどっている

が、期末以外の時期は、担保ニーズを反映して担保入替えの手間が少ない期間が長めのものの方が金利が低くなり3か月物が一番高くなる。一方、期末時は銀行にとってみればキャッシュが潰せれば何でも良いということであり、債券ポートの平均デュレーションを短くみせる観点からは3か月物の方がむしろ都合が良いということもあって、様々なタームの短国レートと一緒に下がるという特徴がある。前回会合で申し上げたとおり、今月についてもメガバンク1行が月末にかけて日銀当座預金を削っていく方針である。このことを踏まえれば、短国レートは9月末に向けて3か月物を含めて下がりやすい展開が続くと考えられる。

続いて、図表6の内外市場動向であるが、前回以降の特徴は、ジャクソンホールでのドラギECB総裁発言をきっかけとする欧州の追加緩和予想の強まり、そしてこれを背景とする世界的ないわゆるGoldilocks的状況の強まりであったと思う。図表6(3)の欧州の短期金利や図表7のドイツの金利をみると、ジャクソンホールでのドラギ発言を契機に再び欧州の金融緩和予想が生じ、かつそうした予想がジャクソンホール後もじわじわ強まるというかたちになっている。これに伴い、欧州の金利がじわじわ低下していることが特徴である。図表8の長期金利では、ドイツの長期金利が前回会合以降再び低下傾向をたどっており、とりわけジャクソンホールでのドラギ講演以降、下落傾向がさらに強まっている。各国の金利差をみるために少し長めの時系列グラフを図表9に用意したのでご覧頂きたい。これをみると、ドイツの金利低下を反映して米独の金利差はこのところ急拡大しており、今は1999年以来の水準となっている。このようにマーケットでは、欧州経済に関する慎重な見方を背景とする米欧の実体経済の見方の差、さらには米欧の金融政策の方向性の違いが意識される展開となっている。

図表10で本邦長期金利をご覧頂くと、10年物では前回会合時からあまり変化はない。もっとも、(2)のイールドカーブは、海外金利が低下するもとで運用難に悩んでいる一部地銀などが、利回り確保の観点から長期債への投資を積極化させていることを反映して、超長期ゾーンが一段とフ

ラット化しているのが特徴である。

図表 11 のデット市場をご覧頂きたい。前回会合時のデット市場では、前回会合前には世界的にリスクオフ傾向から search for yield の巻き戻しがみられたことで、一旦リスクプレミアムが上がった。もっとも、前回会合以降は、先程申し上げたような欧州の金融緩和期待、Goldilocks 傾向の強まりといったことを反映し、再びデット物全般で利回りが低下する展開となっている。図表 12 (2) は海外の大銀行の CDS プレミアムであるが、前回会合前に一旦上昇していたが、会合後はこちらも再び低下しているという展開である。

次に株価である。図表 17 の株価と長期金利を並べたものをご覧頂きたい。本年前半は、株高と低金利が共存する Goldilocks 的状况のもとで、株高傾向と長期金利の低下傾向が共通してみられていたが、前回会合前には各国で株価も金利も低下するといったリスクオフ方向への修正の兆しが一瞬みられた。しかしながら、前回会合以降の展開をみると、再び株高と低金利が共存する Goldilocks 的状况が顕著となっており、とりわけ欧州ではこのような傾向が一段と強まっているように窺われる。

図表 18 の為替レートをご覧頂くと、主要国の為替レートは、前回会合以降の特徴として、ユーロがドルに対して下落する動きが進んだこと、ジャクソンホールでのドラギ講演以降そうした動きが一段と進んだことが挙げられる。この背景としては、米国が方向としては tapering 終了から利上げに向かうと予想されている一方で、欧州は逆にいずれ量的緩和に向かうのではないかとの予想が強まったことで、両者の金融政策の方向性の違いがより強く意識されたことが挙げられると思う。もっとも、この間、ドル/円についても、足もとでは G P I F の運用方針の変更を巡る憶測などを背景に円安・ドル高が進んでおり、現在は 1 ドル 105 円台となっている。この結果、図表 19 (1) の前回会合からの対ドルの変化幅をみると、実は円はユーロより変化幅が大きくなっている。この間、留意点としては、ウクライナ問題の継続、これに伴う経済制裁懸念などを背景に、図表 19 (2) の新興国通貨をみると、ロシア、ポーランド、ハンガリーといった

中東欧の通貨については、前回会合以降も一段と下落する展開となっている。

図表 21 のコモディティ市場をご覧頂きたい。前回会合時、マーケットの Goldilocks 的状況の前提として、まず、主要国の金融システム不安が起こらないこと、コモディティの面からインフレ懸念が高まらないことがあると申し上げたが、このうち金融システム不安については、銀行の CDS スプレッドが再び低下していることは、先程ご説明したとおりである。また、コモディティについても、図表 21 (1) の原油、(2) の鉄鉱石、(3) の穀物、いずれも価格は下落ないし引き続き低水準にある。これらは、主要中銀の dovish な情報発信がとりあえず市場からも信頼されやすいといったことの 1 つの背景となっているように思う。

以上ご説明したように、前回以降の変化点としてはジャクソンホールでのドラギ発言以降の欧州の追加緩和予想であったように思う。また、これを受けたマーケットの Goldilocks 的な動きの背景には、ある種のいいとこ取りという見方もあるように思う。すなわち、米欧の金融政策の方向性の違いについては、主として欧州サイドの緩和予想の強まりによってもたらされており、米国の引締め観測が強く台頭するといった展開ではないということである。これは、米国の長期金利が引き続き低位にあること、株価も高値圏にあることが示しているとおりでである。また、欧州についても、追加緩和予想が強まる一方で、欧州の株高が示すとおりで、実体経済についての見方は慎重化しているが、大きな減速に繋がることはないのではないか、また周縁国などで金融システム不安に繋がることもないのではないかといった見方が背景にあるように思う。こうした見方がどこまで続くのかが 1 つの留意点であると思う。欧州の追加緩和についても、マーケットでは明日直ちに追加緩和、量的緩和といった見方はさすがに少ないように思うが、今後数か月のうちに量的緩和に踏み切らざるを得ないのではないかといった見方は増えてきているように思う。それに向けて、例えば、マーケットでは、明日にも何らかの緩和的なメッセージが出てくるのではないかといった見方もあるようである。そうした点も念頭に置きながら、

引き続きマーケットの動向を注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

足もと、日本でも search for yield 的な動きが強まっている。例えば、生保の外債投資は急拡大し、銀行は超長期国債を買う動きになっていると思うが、一方で銀行は全体としてはリスクをあまり増やさないために、デュレーションは伸びないようその分短期国債や残存期間が短めの長期国債を買っていると思う。今月は大量償還があるので、その後、下旬にかけてそのような動きがさらに強まり、それに期末要因が重なってくると、短国レートなどは下がりやすくなると思う。実際下がるという見通しとの説明であったが、このような点が重なることによって、たとえオペで少し額を絞ったとしても思いのほか下がってしまう——例えば、7月の時のようにゼロやマイナスになる——リスクはどの程度とみておけば良いのか。

もう1点は、金融市場が Goldilocks 的状况であるという説明であるが、Goldilocks というのは、どちらかというところと経済を表現する時に使う言葉だと思う。経済では、強過ぎず弱過ぎず、安定成長で非常に良い経済が Goldilocks であるが、今の金融市場について Goldilocks と言ってしまうと、価値判断が入ってしまうことになると思う。すぐには利上げはしない、しかし景気が凄く弱い訳ではないということで、金利は低水準で株価が上がっている。ただ、これは本当に安定しているのか、過熱のリスクはないのか。説明の中でも、やや過熱ということもおっしゃっていたが、Goldilocks という言葉をマーケットについて使うと、価値判断が入ってしまい、非常に良い安定した金融環境であるというような誤解を受けることはないのか。言葉遣いの問題であるが、確認させて欲しい。

## 山岡金融市場局長

短国金利の見通しについては、木内委員がおっしゃったとおり、先行きゼロ近傍まで下がっていく可能性は高いと思う。その先どこまでいくかに関しては、例えば、大きなプレイヤーが当座預金をどの程度削減するかによってくるが、現時点では私共としてはゼロ近傍まで下がることまでは想定せざるを得ない。その先については、オペの弾力的な対応等で対応可能と考えている。もっとも、木内委員がおっしゃったとおり、先行きについては予断を持つことなくみていきたいと思う。

Goldilocks という言葉については、木内委員ご指摘のような面があると思う。最近、マーケットで Goldilocks と言われているが、実体経済の方の Goldilocks 的な状況、つまり景気はそれほど悪くなる訳ではないが非常に良くなる訳でもないという成長力の低下のようなことを都合良く解釈して、マーケットでは Goldilocks という言葉が使われている面もあるかと思う。その点は木内委員ご指摘のとおりかと思う。

## 木内委員

2000年代後半も長く Goldilocks と言われていたが、後から振り返ってみると実体経済も金融市場も不均衡が非常に蓄積されていた、というようなことからすると、この言葉を聞くとやや心配である。

## 雨宮理事

その時の経験を踏まえ、若干自戒も込めて、最近のマーケットでは Goldilocks という言葉が使われているように思う。

## 山岡金融市場局長

童話では Goldilocks は悪い意味ではないが、マーケットでは「いいとこ取り」的な悪い意味で使われることがむしろ多いように思う。



## 白井委員

先程の説明で、原油、鉄鉱石、穀物などコモディティ価格全般が下がっている背景に、各中央銀行のハト派的な発言があるとおっしゃったと思う。それは、中央銀行のハト派的な発言自体が欧州などを中心に経済が弱いことを反映しているということなのか。もし、本当にハト派的な発言が金融面で効果があるとすれば、そのような発言にはインフレ的なところもあるので、中央銀行のハト派的な発言がコモディティ価格全体を下げているというのは、経済が弱いということを中央銀行が発信している結果であるということなのか。

もう1点は、最近、長めの国債金利と中期的な金利で結構差がある、動き方が違うということがよく言われているが、例えば米国の場合、10年物金利は結構下がってきたが、5年物金利はそうでもない。それについては色々な理由があるが、よく言われるのは、長い目でみた潜在成長率が下がっているからかもしれないとか、外国人による買い、安全資産としての買いなど色々あると思う。米国ではそのような感じで語られているが、日本の場合はどちらかと言うと超長期のところが凄く下がり、10年物金利よりも下がっているのはそのようなこととは一切関係なく、日本銀行が6月18日に公表した「当面の長期国債買入れの運営について」と需給関係でこのような結果になっているという考えで良いのか。また、ドイツでも米国のように中期の金利よりも長期の方が下がりやすくなっているのか、もし分かれば教えて欲しい。

## 山岡金融市場局長

最初のコモディティとの因果関係については、金融緩和がコモディティ価格の低下に直接結びついているというよりは、中央銀行が dovish な情報発信をする時にそれが信認されるかどうかという観点で、コモディティ価格が下落していることがインフレ圧力の緩和という意味で実際に大きく効いているという見方を紹介したつもりである。具体的には、例えば、米国が金融緩和を続けることに関しては、アカデミアではフェルドシュタ

イン氏などからは、「物価は上がっているではないか」という異論もあるが、だからといってそのような意見が大きくなっていく訳ではない。「物価が上がっているから金利を上げるべきだ」という意見に繋がらないのは、一方で、「物価はまだ上がっていかず、むしろ下落圧力がある」という見方があり、そのような見方の背景にグローバルなコモディティ価格の安定があると思う、ということである。

2点目のイールドの違いについては、これは程度の差はあろうかと思うが、中身については似た部分もあろうかと思う。つまり、日米共に超長期的な成長率が非常に高いという予想がある訳ではないというところが、超長期の金利のアンカーに繋がっているということではないかと思う。ただ一方で、マーケットの特性の違いから、日本の超長期債では一部の投資家のウェイトが高く、その投資家が日本銀行のオペに注目する傾向が強く、そのような傾向が時に強まるために影響が強く現れやすいということではないかと思う。申し訳ないが、ドイツの事情に関してはよく分からない。

#### 中曾副総裁

円の為替レートと株価との関係については、少し前までは関係が鈍った感じもあり、円安になっても株価はあまり上がらないという感じがあったが、ここ一両日位でその関係がまた戻っているようにもみえる。両者の関係はどのような状態にあるのか。つまり、今後も円安が進めばある程度株価が上伸していくというような関係が維持されるのだろうか。その辺はどのようにみたら良いのか。

#### 山岡金融市場局長

やや長い目でみると、両者の関係は以前に比べると鈍っているようにみえるが、状況に応じて一緒に動く時がある。昨日の動きについては、特にシステム系ファンドの株買いがあった。海外筋のシステム系が入ってくる時には、株価とドル／円レートの相関が強まる。昨日以降の相場は典型的な外国人主導、先物主導の買いだったので、為替レートと株価の相関も強

まったということだと思う。

## 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「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】に沿ってご説明する。全体としての評価は、前月から現状判断は変更していない。その中で図表1（4）の生産PMIにあるように、製造業を中心に米国とユーロ圏で明暗が分かれる指標が出てきており、このコントラストが今回の報告の特徴ではないかと思っている。

明るい方の米国からご説明すると、総じて明るめの指標が相次いでおり、図表2－1（1）で第2四半期の実質GDPの第2回推計値が出たが、前期比年率+4.2%と上方修正となり、第1四半期からしっかりとしたりバウンドがあったことが再確認できた。雇用者数の増加が続くもとで、個人消費も堅調に推移している姿が続いており、（3）の未充足求人数が増える一方で、ステップアップを狙って自発的に離職する人の数も遅ればせながらも着実に増えてきており、話題になっている労働市場のダイナミズムも、次第にはあるが取り戻されてきていると思う。（4）の消費者コンフィデンス、（5）、（6）の住宅関連指標は、いずれも上向きの動きを続けている。図表2－2（1）、昨日公表されたISM指数は非常に強かったが、もう一方の生産関連や、（2）の機械投資関連、（3）の民間非居住用建設支出などの設備投資関連の指標も回復が明確化してきている。こうした中で、（4）にあるように引き続き米国の輸入増加が貿易を通じてその他の世界経済を牽引している姿が明確になってきていると思う。一方、物価面では、（5）のULCの伸びは均してみれば引き続き限定的であり、その結果、（6）の物価指標も、5月にCPI、PCEのいずれも幾分伸びを高めたが、その後6月、7月と更に高まる事態にはなっていないと思

う。ただ、先程の労働市場のダイナミズムも含めて、幅広い指標で労働市場の引締まりを示唆するものが次第に増えてきている。7月のFOMC議事録における労働市場のスラックに関する見方についても、幾分ばらつきが注目されるといった事態もあり、最初の利上げ時期を巡る思惑が今後次第に高まってくるのではないかと思っている。

次に、暗い方で、今回のポイントだと思うが、欧州経済である。図表3(1)の第2四半期の実質GDPは微増にとどまっている。(2)の各国の域外輸出のパフォーマンスでも分かるように、国ごとのばらつきも相変わらずであり、特に、フランスとイタリアの停滞が目立っている。輸出全体でみても、これまでのところ米国、中国向けは増加を続けているが、新興国向けが減少しており、全体として持ち直しペースが鈍化してきている姿がある。こうした需要動向とロシア、ウクライナの地政学的リスクを受けて、(3)の製造業の生産、輸出受注のPMIは足もと頭を下げている。一方で、同じ(3)の非製造業のPMIや(4)の小売売上数量といったサービス業などの非製造業関係は引き続きしっかりしており、ユーロ経済を支えている。ただ、(4)の消費者コンフィデンスは足もと頭を少し下げしており、今後、ロシア情勢などの影響がマインド面を通じてどの程度サービス業へ波及してくるか、十分注意をしながらみていきたいと思っている。この間、(5)の8月のユーロ圏のHICP総合は、エネルギー価格の下落を主因に、7月の+0.4%から+0.3%へと前年比伸び率が一段と低下した。当面は、昨年同時期に上昇していた食料品価格などの裏が出るかたちで低いインフレ率にとどまると思っているが、国際局としては、その後次第に伸び率が回復するというシナリオは変えていない。サービス価格あるいは財コア指数は底堅く推移しており、名目賃金もそれなりに上昇している点は安心材料である。ただ、(6)にあるように、ドラギECB総裁もメンションされた中長期のインフレ期待に関する市場の指標がじりじりと下がっていることは、1つの懸念材料であると思っている。

図表4の中国经济であるが、前回会合以降の指標は区々であった。(1)の輸出は引き続き伸びている一方、(2)の地域別輸入では、輸入全体は

少し頭打ち気味であり、これまで中国への輸出で潤ってきた国々の持ち直しの制約要因となってきたようにもみえる。この輸入の頭打ちの背景には、(3)の固定資産投資が徐々に伸びを低下させている中で、(4)で住宅市場の調整がさらに深まっていることが指摘できると思う。住宅については、各都市で住宅取得の制限策が緩和されてきており、価格の調整が需要を呼び戻している面もあるが、前回2012年に前月比マイナスに突っ込んだ時と比べて、マイナス幅がより深く、地域の広がりも大きそうな様子である。これがどの程度の調整で終了するかは、1つのリスク要因であると思っている。また、先程、輸入頭打ちの背景として色々申し上げたが、もう1点、(5)の小売売上高——消費——については、全体としてはそこそこであるが、質素節約令の影響などから高額品等を中心に少し力強さを欠いていることも影響していると思っている。中国経済全体としては、財政・金融両面から景気下支え策を実施することで失速は回避しつつも、なかなか景気の勢いがつかない状況がこれからも続くのではないかとみている。

他の新興国の状況については、図表5(1)に主立った国の第1四半期と第2四半期の実質GDP成長率を示しているが、米国、欧州などへの輸出増加を原動力に成長率を高めている国がアジアを中心にみられている。その一方で、資源国あるいは構造問題を抱える国——典型的にはブラジル——では停滞が続いており、明暗が分かれている。この間、(4)の消費者コンフィデンスについて、こうした輸出回復が内需持ち直しに繋がるような動きがアジアを中心にみられているのは、心強い動きだと思っている。

このように全体として持ち直しの動きが広がっている新興国経済だが、そうは言っても今一つ勢いがつかない背景として、図表5(3)にあるように、現在経済のリバランスに取り組んでいる中国向けの輸出が今一つ伸び悩んでいる先が多いことがあるようにみえる。また、(5)のインフレ率と政策金利の散布図では、多くの新興市場経済でインフレ率がターゲットを上回っており、金融緩和の余地がなくなっている状況を示してい

る。これも、今後の持ち直しの制約要因となってくると思っている。

最後に簡単に国際金融市場であるが、図表6-1は先進国の状況である。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に戻ってきている。(5)のハイイールド債向けはフローも含め価格が戻ってきている状況である。図表6-2は新興国市場であるが、ばらつきはあるが全体としては落ち着いた動きで、(3)にあるように、アジアの株式市場向けなどを中心に資金フローも相変わらず流入が続いている。その中で、ロシア・ウクライナ情勢は引き続き注意が必要だと思っている。(5)にロシアのGDPとCPIを示しているが、内需停滞で一種スタグフレーション的な状況になっており、物価もそれなりに上昇基調をたどっている。こういったところに、禁輸措置等の食料価格への上押し要因が加わってくると、金融政策での景気下支えがさらにしにくくなっていく状況が懸念される場所である。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

BOEの金融政策について質問したい。米国では出口戦略の一環として、今の tapering が終了した後、再投資をやめるのか、あるいは再投資を維持したまま短期金利を上げるのかが議論されており、まもなく方針が出てくるということだが、BOEも、バランスシートを拡大させ暫く据え置いており、短期金利引き上げは早晚あるだろうと思うが、バランスシートをどうするかについての議論はあまり聞かない。今のまま金利を上げていくだろうというのがコンセンサス、あるいは既定路線になっていると思う。それは大きなイシューだと思うが、表面には出ていないがBOE内では議論されているというようなことがあれば、教えて欲しい。

## 長井国際局長

私自身6月までロンドンにいたので、ここで秘密の情報をシェアできると非常に格好良いのだが、木内委員もおっしゃるとおり、議事要旨等を見てもその点についての議論は展開されていない。基本的には、スタートはいつにせよ、金利の上がるパスは非常にゆっくりで、しかも結構長く、到達する水準も非常に低いであろうといったところについては、色々と深く議論されているが、長期金利やバランスシートの調整等については、私自身もあまり突っ込んだ議論を聞いた覚えはない。

## 白井委員

1点目は中国についてである。図表4をみると、中国経済の経済成長の源、構造が変わりつつあるのかもしれないと思う。世界金融危機では、経常収支の黒字は対GDP比で10%から2~3%程度まで落ちた。その主因は投資で、投資の対GDP比は大きく増えて50%程度まで上昇した。この間、中国の輸入は増え、色々な国が恩恵を受けたが、そのようなやり方は限界があるのでやめていく方向がはっきり出てきたと思う。その結果何が起きているかということ、中国の輸出は増えている一方で輸入は低迷しており、再び輸出主導の経済成長に戻っていく可能性があるという感じがする。このままいくと、経常収支の黒字が拡大していく成長パターンに戻る可能性があり、消費主導にはならない気がする。消費の前年比も落ちているので、中国は再び元の輸出主導型の成長に戻ろうとしているようにみえる。そうになると、輸入はそれほど増えず、不動産関連の投資も少なくなる。確か北京事務所の分析だったと思うが、中国の輸出は、単なるアセンブリーによる加工貿易ではなく最初から中国で作ったものを輸出する一般輸出が増えている。そうになると、近隣諸国の経済にとっては良くないような気がする。このように中国では、国内で作って世界に輸出するというような方向での成長に移りつつあるような気がしている。そうすると、アジアではintra-industry tradeがそれほど発展しないので、プラスの効果が減り、日本にとっても輸出が増えにくい状況になっているように見え

る。また、中国の固定資産投資をみると、製造業の伸び率が減っており一見それが悪いように見えるが、製造業のPMIは、振れはあるが50を超えている。これは過剰投資を減らす方向で良いことかもしれない。良い企業が残り輸出をどんどん増やしていく可能性があるので、必ずしも悪く捉える必要はないと思っている。このように今中国の構造が変わりつつあるように思えるが、こうした点はどのようにみているのか。

もう1点は米国についてである。米国の4～6月の実質輸入は前期比年率+11%で、実質個人消費支出は+2.5%であったので、明らかに消費以外の輸入が増えたことになる。実際のところ、自動車などを除くと工業原材料や資本財の輸入が増えている。不思議なのは、この間日本からの輸出が-2.3%であったことである。自動車をメキシコ等で生産して米国に輸出することになるとすると、この状況は一時的なものなのだろうか。つまり、米国の輸入が非常に増え、資本財の輸入も増えているにもかかわらず、わが国からの輸出が停滞しているが、これを一時的と考えて良いのかということである。例えば、米国では投資の対GDP比が少しずつ上昇してきているが、ビジネス投資と建設投資に分けると、ビジネス投資は対GDP比でほとんど危機前の水準に戻っているが、建設投資の方は全然戻っていない。ここは、住宅投資や商業用不動産投資が増えていくと上がっていくと思うが、そのような建設投資が増えていくと、わが国からも関連の輸出が増えるというような相関はあるのか。4～6月の日本の輸出低迷が一時的かどうか懸念しているので、分かれば教えて欲しい。

長井国際局長

中国に関しては、白井委員ご指摘のように、今まで投資から消費へという大きなテーマで取り組んできたが、消費だけではなかなか上手く回らず、投資で少し補おうというのが最近のミニ刺激策の構図だと思っている。ただ、大きな意味ではやはり消費主導に持っていかねばならず、そのため色々な構造改革——彼等の言葉を借りると要素価格問題の修正——で、消費者、家計にきちんとお金が回るようなメカニズムを作って、消費を持



続的に増やしていこうとしているが、これは時間のかかることである。ただ、大きな方向性は変わっていないと思う。一方、輸出は足もと確かに増えているが、北京事務所電にもあったように輸出構造は変わっていくのだろうと思っている。近隣のアジア諸国のパフォーマンスをみても、そうした中国の製造業の構造変化にきちんと適応している国と適応できていない国が出てきていると思っており、上手く適応しているところは中国への輸出を増やしているの、そういった意味で、中国の内製化がアジア近隣諸国にとって全てマイナスという訳ではないと思っている。典型例としては、例えば、安価の携帯電話メーカーのシャオミも、実際に部品の多くを作っているのは台湾であり、その分サムスンが割り負けているとか、最近フィリピンの輸出が好調だが、これも中国向けに新しい金属加工用の産業が育っているといったレポートもある。こうした組換えの中で新たなパートナーシップのようなものができつつあり、それでNIEs・ASEANの中でも色が分かれているものがあると思っている。投資については、製造業における機械投資の減少は過剰設備の調整で必要なプロセスなのだが、それでは民間企業にきちんとお金が回って新しい投資が出てきているかということ、そうでないところもあり、ここを上手く補っていくという意味で、今は非常に苦しいところだろうと思っている。

米国については、白井委員ご指摘のとおり、非常に伸びている輸入と消費で多少ギャップがあるかもしれないが、日本の輸出がなぜ伸びないかについては、申し訳ないがなかなか良い知恵が浮かばない。

白井委員

調査統計局に質問した方が良いのかもしれない。

宮尾委員

米国の設備投資については、全般的にしっかりしているという説明で、特に、第2四半期のGDPも設備投資の改訂が非常に顕著であった。この間、ずっとゆるゆると回復していく中で、住宅はすっきりせず設備投資も

それほど勢いがつかないというのが共通認識だったと思うが、気がつけば急に回復が明確になっていたという印象を持っている。過去のデータも振り返ると、寒波もあってみにくかった面もあるのかもしれないが、構造物投資などで上方改訂されたり——建設投資などの回復はまだ鈍いのかもしれないが——、何かきっかけがあって企業の前向きな先行き需要見通しが設備投資にしっかり繋がってきたということなのか、それとも何となくこれまで水面下にあったものが出てきたということなのか。私自身、その辺りが釈然としないところがあるが、どのように考えたら良いのか。

#### 長井国際局長

先程、白井委員からのご指摘もあったが、設備投資全体で大分戻ってきており、設備投資の対GDP比率もほぼ平均並みに戻ってきたという感じである。そういった水準をどう考えるかであるが、例えば、第2四半期で12.6%であり、1990年から足もとまでの平均である12.5%程度の水準に戻ってきたということだと思う。ご指摘のとおり構造物投資が今まで少し足を引っ張ってきたが、図表2-2(3)の米国の民間非居住用建設支出では鉱工業・電力が伸びているが、これにはいわゆるシェール革命関係の影響があるのではないかと思っている。こういったものが引っ張り、オフィス等も上がってきているので、景気回復段階がそこまで来たのではないかと思っている。設備投資の半分近くは機械投資であり、ここが今まで平均水準を下回ってきたが、これについても、特殊な理論がある訳ではないが、ある程度のペントアップも含めて業績の回復等に漸く自信がつかってきたために、平均並みの水準に戻ってきたというイメージを持っている。企業家の投資マインドが大きく変わったかどうかについては、センチメント等をみると、改善はしてきているが、ここでドラマチックに変わったとは思っていない。

#### 中曾副総裁

図表6-1、図表6-2の国際金融市場では、ボラティリティが極めて

低い中で、ハイイールド債や新興国向けのファンドフローが増えていると思う。他のセグメント、例えば米国のCLO等も非常に勢いがある、リーマン・ショック前の水準を突破しそうであり、恐らく search for yield はかなり広範にみられ始めていると思う。もう1つの特徴は、銀行が国際金融の面で役割をやや後退させている一方で、ミューチュアルファンドや年金などの非銀行系、いわばマーケット型のファイナンスがかなり主流になってきているような気がする。そういうことを前提とすると、この先を展望した場合、例えば米国の金融政策が利上げに接近していくような局面で国際的な資金フローが逆回転を始めた時に、市場の反応がこれまでとは違うパターンになる要素が潜在しているようなことはないのか。その辺りは、どのようにみておいたら良いのか。

#### 長井国際局長

良い材料と悪い材料があると思っている。良い材料としては、今のハイイールド債等の買い進まれ方にどの程度の行き過ぎがあるかについての評価は難しいと思うが、プライシングが多少間違っていたとしても、その結果物凄くレバレッジを効かせているといったような話はあまり聞かれていない。ある程度プライシングが間違っていたとしても、投資家が多少損をするだけで済む面が強いと思っている。例えば、最近のハイイールド債がどの程度危ないものかについて、色々な分析を読んだが、ハイイールド債で調達した資金の用途をみると大半が低金利を活用した債務の借換えのようなものが多く、レバレッジを大きく効かせて何かを仕組んでいるというような動きはあまりないとみている。その点は安心材料であり、前の危機の反省という面もあると思っている。一方、心配材料としては、中曾副総裁がご指摘のように、様々な規制で銀行がポジションを持たなくなる中で、家計や年金といった一般投資家がETF等を通じて直接こうした市場へのエクスポージャーを結構増やしていると市場で言われていることである。彼等は一方向にぱっと動きやすいのではないか、市況が変動した時に、銀行は規制で在庫をあまり持たなくなっていて、どちらかという

マーケットメイクに後ろ向きなので、市場での調整が比較的大きくなるのではないかという心配を聞いたことがある。その点が少し悪い材料だと思っている。

黒田議長

ここで5分間のコーヒーストップを取る。

(14時50分中断、14時55分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

本日追加でお配りしている資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降、4～6月のGDP（1次QE）が公表されている。図表1のとおり、4～6月の実質GDPは、前期比－1.7%、年率－6.8%と大幅な落ち込みとなった。この主因は駆け込み需要の反動だが、消費、住宅辺りに色濃く出ている。民間設備も、4～6月は1～3月の出来過ぎの反動からマイナス寄与となっているが、1～3月の増加に比べれば、落ち方は小さくなっている。一方、プラスに寄与しているのは在庫投資と輸入——輸入は減少しているためにGDPへの寄与としては1.2%のプラス——であり、この2つが全体を下支えしている。ただ、7～9月以降については、この辺りのプラス寄与はそう期待できないので、やはり最終需要がしっかりしていくことが重要となる。なお、来週公表の2次QEでは、法人季報などが反映されるが、金融・保険、リース契約辺りで1～3月に相当増えた反動減があると思われるので、設備投資が下振れて、GDP全体でも小幅下振れる可能性が高いと思っている。図表2のGDPデフレーターは、前年比で+2%とはっきりと上昇した。内閣府では消費税率引き

上げの影響を除いた計数を試算しているが、それでも+0.6%とプラスに転じており、GDPデフレーター面からも、物価が下落する状況から脱しつつあることが示されていると思う。

図表5の輸出入では、7月の通関の輸出入が出ている。7月の実質輸出は前月比で+2.2%、4～6月対比でも+1.3%と小幅ながら増加に転じている。一方、7月の輸入は前月比-1.4%、4～6月対比では+0.1%と横ばいで、差し引きである実質貿易収支は、4～6月に続き7月も幾分改善している。図表7で地域別の輸出をみると、第3四半期——7月の4～6月対比——ではっきりと増えているのは、EU向けで+2.4%、その他——その他新興国・資源国——が+5.4%と、この辺りが全体を引っ張っている。確かに、特にその他向けの自動車が増えており、これは円安の影響が出ている可能性はある。しかし、欧州景気はこれまでは改善していたが今は一服感があり、その他地域の新興国等については景気はまだもたついているというマイナス材料もあるので、この辺りの持続性にはなお不確実性があると思っている。一方、米国については、先程も議論があったが、春以降景気が回復しているので、そろそろ増えて欲しいと思っているがなかなか増えないというところである。先程米国向けの資本財について議論があったが、構成比は別にしてそもそも米国向けの資本財にはどのようなものがあるかと言うと、IT関連の半導体製造装置、自動車向けの金属工作機械やプレス機械、鉱山・建設機械といった辺りが主なところだと思う。基本的に、この辺りは、米国で作っているものもあるが日本から輸出するものが多く、かつ競争力がそれなりに維持されているので、需要が回復してくればこれらの輸出も回復してくると思う。受注から出荷までにはラグがあり、今米国での受注は持ち直しているということなので、それはいずれ効いてくると思っている。事実、自動車関連の工作機械等については、引き合いがかなり強まっていると聞いている。建設機械については、住宅関連の小型の機械は少し弱いというような話を聞いている。ただ、米国向け輸出については、いずれにせよ自動車で決まる部分が多い。自動車は、寒波の影響という需要要因と海外生産シフトがかなり加速したことの両

面から、年前半、想定以上に弱かった。前者の需要要因については、これからは大丈夫だということであるが、海外生産シフト要因は、恐らくこれまでのペースほどは強くないと思うが暫く残るということであるので、これまでのように自動車輸出が減るとまでは思っていないが、それでは明確に増加するかというと、この辺りはもう少しみていく必要があると思う。いずれにせよ、米国向けの輸出がこういう状況であるので、7月の輸出は増えたが、基調判断として持ち直しと考えるかどうかについては、もう少しデータの蓄積を待った方が良いと考えている。

続いて国内面だが、まず図表 13 の法人季報・売上高経常利益率をご覧頂くと、1～3月が 4.88%のあと、4～6月は若干低下したが 4.82%と高水準を維持している。図表 14 の業種別・規模別をみると、中堅中小企業は、製造業、非製造業とも、恐らく駆け込みの反動が出て4～6月は少し下がっているが、水準としては相応の水準が維持されている。一方、製造業大企業、非製造業大企業は、いずれも4～6月は改善している。製造業大企業については、営業利益率は落ちているが営業外のところが増えて経常利益率は増えている。非製造業大企業については、サービス業がかなり伸びており、ここには純粋持ち株会社が含まれるということなので、製造業、非製造業の動きから考えると、恐らく海外子会社からの配当などの好調が影響している可能性があると思う。図表 13 の民間調査機関の経常利益見通しをご覧頂くと、9月時点の見通しが出たばかりであるが、2014年度予想は 8.1%の増益で、これは連結ベースであり、6月時点の 7.6%とあまり変わらない、あるいは若干上振れとなっている。足もと国内景気のもたつき等が言われているが、海外での収益まで含めた場合、収益はそこそこ良いと思う。

そうした状況下で図表 15 の企業マインドであるが、(4)の非製造業・中小企業では、消費のもたつきが長引いていることの影響がマインドにも多少出ていると思う。大企業まで含めた全体では、企業マインドは良好な水準が維持されていると思う。＜参考＞の景気ウォッチャー調査では、7月分が出て 50 を回復している。

そのもとで設備投資は、図表 16 の法人季報で 4～6 月が出ており、全産業(含むソフトウェア)をご覧頂くと、2013 年 10～12 月が前期比+2.3%、2014 年 1～3 月+2.8%のあと、4～6 月は反動減で-1.1%となっている。確かに反動減ではあるが、均してみれば増加基調だと思う。ただ、先程も申し上げたように、ここには含まれない金融業、保険業の設備投資が前年比で 1～3 月が 5 割増、4～6 月がその反動でゼロと大きく振れているので、それが GDP ベースの設備投資に影響するのではないかと考えている。月次の指標では、図表 18 (1) の資本財は、資本財総供給の数字はまだ出ていないが、資本財出荷は 1～3 月が非常に上がったあと、4～6 月は反動減、そして 7 月は再び増加となっており、均してみても増加基調ということで良いと思っている。一方、先行指標については、図表 19 (2) の建築着工床面積については、以前から申し上げているとおり頭打ちとなり、足もとはどちらかと言うと少し弱めだと思う。同時に、(1) の機械受注についても、4～6 月はそれなりの反動減が出た。ただ、機械受注は月次で見ると 6 月はしっかりリバウンドし、7～9 月見通しも前期比で+3%と、力強さはなお欠けているが増加方向である。機械メーカーへのヒアリングでも、民間需要はしっかりしているという声が大勢であり、前月もご説明したとおり、設備投資計画は良好な収益のもとで強いので、設備投資の判断を変える必要はないと考えている。

図表 20 で個人消費についてご説明したい。個人消費は 7 月の数字がほぼ出揃い、8 月の自動車の数字が出ている。7 月については、一言で言って、いずれもあまり冴えなかったということかと思う。まず、家計調査では、消費水準指数(実質・除く住居等)の 7 月は 4～6 月対比で-1.5%と減少した。販売統計では、小売業販売額にみられるとおり、7 月の 4～6 月対比は+1.1%と、増加はしているがなお小幅にとどまっている。自動車の 8 月は、マスコミでは、含む軽で前年比-9.5%、除く軽でも前年比-5.9%とかなり弱かったと報道されているが、実は昨年 8 月頃から既に上がり始めており、その裏が出ているということで、前月比ではほぼ横ばいである。自動車については、4 月に一旦大きく落ちたあと横ばい圏内

で推移しているというのが実態である。いずれにせよ、7月の消費が冴えなかった主因は駆け込みの反動減だと思うが、それに実質所得の低下効果、さらに天候不順——6月以降ということかもしれないが——が加わっている。いわばマイナス要因が3つ重なったということだろうと思う。また家計調査が特に弱く、これをもって消費が弱いというような議論もあるが、われわれはサンプル要因が少し影響しているのではないかと思っている。というのも、名目所得については、後程申し上げるようにこのところ明確に回復してきているが、家計調査の収入をみると、4～6月、7月ともかなり弱いので、かなり弱いサンプルを拾っていると思う。従って、これだけをもって消費が相当弱いと言うのは、ミスリーディングだと思っている。

それでは消費をどのように考えるかということであるが、図表 24 の消費者コンフィデンスは、前回会合以降、消費者態度指数、景気ウォッチャー調査が出たが、全般に改善傾向と言って良いのではないかと思う。その背景は、雇用・所得環境の着実な改善であると思っている。こうしたもとの、先程申し上げた3つのマイナス要因は、今後はいずれも次第に薄れていくと考えて良いのではないかと思っている。この点に関して、8月の主要百貨店の売上は、前年比でプラスに転じた先が多いようである。8月上旬までは天候不順で衣料品が良くなかった、ただし高額品は堅調であった、後半は気温が低下して秋物衣料品が急伸した、というようなことを聞いているので、天候要因の影響が意外に大きかったかもしれないと思う。以上を踏まえると、個人消費については、足もとの戻りの鈍さ、さらにそれがやや長引くリスクには注意が必要であるが、底堅さは維持されており、今後も反動減の影響は和らいでいくという見方を維持することで良いと思う。

図表 25 の住宅に関し、一言だけ申し上げておく。7月の新設住宅着工戸数はさらに幾分落ちており、反動減が長引いているということかと思う。マンション契約等をみると、契約率が高いので必ずしも需要が非常に弱い訳ではなく、基調的に崩れているとは思わないが、供給制約の影響もあるので、住宅投資自体は暫く鈍さが残る可能性は意識しておく必要があると思う。



図表 27 の生産であるが、7月の生産は前月比+0.2%と微増にとどまった。6月-3.4%のあとなので本当に微増にとどまり、そのもとで在庫もなお少し増えている。これには、輸出全体の鈍さのほか、自動車の国内販売が期待ほどは持ち直してこないことが影響していると考えている。このため、恐らく7~9月でも前期比で横ばい圏内にとどまりそうだと思う。ただ、図表 28 の予測指数では、下振れ傾向があるとはいえ、8月、9月にかけてそれなりに戻っていく計画が示されている。図表 29 (2) をご覧頂くと、製造業PMIは50を超えており、しかも8月は幾分上昇している。これは、細かくみると輸出受注もこのところ少し増えている。また、ここ数日マイクロヒアリングをかけたが、輸送機械については当面横ばいにとどまりそうであるが、電子部品・デバイス、資本財、そして反動減が和らぐ非耐久財辺りを中心に、生産は増加に向かうという見方が多く、10~12月については1%程度増えそうだとということである。このため、生産の基調判断については、なお「緩やかな増加」で良いのではないかと思っている。

図表 32 の雇用・賃金について、一言で言えば雇用・所得環境は着実に改善という判断で良いと思っている。その中で2つだけ申し上げたいと思う。1つは、4~6月は経済活動が低下しているので、労働需給のタイト化に一服感がみられるということである。有効求人倍率にはそれほど表れていないが、新規求人倍率が1~3月まで上昇した後、4~6月、7~9月と横ばいとなっている。完全失業率は、7月の上昇は振れだとは思いますが、取り敢えず低下が一服している。ただ、経済活動が再び高まればタイト化も再び進むので、これは想定内の動きであり、これまであまりにも急速なタイト化が進んでいるので、それが一服すること自体、企業が人手不足に対応するうえで、プラスの面もあるのではないかと思っている。もう1点は、7月の賃金がかかなり強かった。もう少し正確に言えば、6月、7月と強かった、前年比で6月+1.0%のあと7月+2.6%である。中身をみると、所定内給与がじりじり上がっている。これは、ベアが反映されてきた、あるいは昨年7月からの地方公務員の給与引き下げの裏も影響している

思う。特別給与についても、6月前年比+2.0%のあと7月+7.1%としっ  
かり伸びた。この結果、賃金が前年比+2.6%で、雇用者所得は+4.2%と  
かなり高い伸びとなった。7月の2%以上の賃金上昇というのは、ベアの  
追払いが特別給与にも表れていることもあって、さすがに強過ぎるが、賃  
金・所得の増加は次第にはっきりしつつあるとみても良いのではないかと  
思う。この点に関連して、「賃金・所得は、名目では上がっているが実質  
では下がっているのではないか」という議論があるので、ご説明しておき  
たい。図表 37 は、一般労働者の賃金と全体の雇用者所得を、C P I 総合  
と帰属家賃を除いたC P I で実質化したものである。なお、一般労働者と  
しているのは、パート比率の影響を除くためである。ここで2点指摘した  
い。1点目は、税まで含めた実質賃金は、4月以降の弱さは税率上昇によ  
るものであるということである。消費税調整後の実質賃金では、足もとの  
7月は少し強過ぎると思うが、方向としては改善方向にある。2点目は、  
税率上昇による物価の押し上げはワнтаイムショックであり、消費への影  
響は当然当面残るとはいえ、次第に薄れていくと考えて良いのではないか  
ということである。

物価については、図表 38 をご覧頂きたい。消費者物価だけ申し上げて  
おく。C P I 総合（除く生鮮食品）をみると、全国の7月が+1.3%と6  
月と変わらず、東京の8月も+0.8%と7月と変わらずである。財の構成  
品目等から推察すると、8月の全国は+1.2%程度ではないかと思ってい  
る。勿論、先行きについて、このところの消費の戻りの鈍さがどのように  
影響するかという点には注意が必要ではあるが、われわれとしては、基本  
的に1%割れはないと引き続き考えている。

最後に以上を簡単にまとめると、景気については、輸出や消費の戻りの  
鈍さからもたつきがやや長引いている感はあるが、前向きの循環メカニズ  
ムは維持されていると考えている。その背景は、第1に、企業業績は良好  
であり雇用・所得環境も着実に改善していること、第2に、現在消費の足  
を引っ張っている反動減、実質所得、天候といったマイナス要因はいずれ  
も今後は和らいでいくとみて良いということ、第3に、輸出は、今後も高

い伸びは期待できないとしても、景気の足を引っ張る状況ではなくなっていくということである。このため、景気全体としてみれば、先行きのシナリオを大枠として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、これまでも指摘してきたとおり、消費、家計支出、輸出動向については、今後下振れが思いのほか大きくなり、物価や経済全体にマイナスの影響を及ぼすようなことがないか、引き続き丁寧に点検していく必要があると思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

佐藤委員

3点質問がある。1点目がGDP、2点目が生産、3点目が物価である。まず、GDPに関してであるが、7～9月は元々それなりの反発を見込んでいたが、足もとの感触としては、反発力が思いのほか鈍くなってくるのではないかという気がしている。その理由としては、1つは在庫調整、もう1つは消費の7月の出足の弱さだと思う。在庫に関しては、図表1をみると、4～6月は前期比で1%ポイント、年率で4%ポイントの寄与が立っており、しかも、法人企業統計を受けてざっくり試算すると上方修正の可能性もあると思う。これだけ高い寄与がたってくると、この勢いで在庫が増えていくとは考えにくいので、7～9月には当然ある程度反動が出てきて、これがヘッドライン的にはGDPを相当下げるのではないかという気がしている。もう1つは、家計調査にみられる7月の消費の出足の弱さであるが、説明にもあったようにサンプルバイアスが多分に影響している可能性があると思うので、供給側の統計と総合的に判断すると、それほど弱いだらうかという気が個人的にはする。ただし、如何せんこれでGDPベースの個人消費のかなりの部分が決まってくるので、7～9月が相当弱く出てくるのではないかと危惧している。4～6月が年率-6.8%成長であるが、さらに下方修正になり、7～9月の戻りが大したものではない

となると、年度前半ではかなり大幅なマイナス成長になってくる。そこで質問したいのは、需給ギャップへの影響である。調査統計局の試算は、GDPから直接推計するのではなく生産資源の稼働状況、稼働率から推計しているので、その点からするとギャップはそれほど悪化しないのだろうという気はするが、7～9月のGDPの見方と需給ギャップへの影響を教えてください。

2点目は生産についてである。7～9月期は横ばい圏内の見通しという説明であったが、確かに製造工業の生産予測調査をみると、その予測指数で単純に8月、9月と伸ばしていくと7～9月は前期比で+0.2%と一応横ばい圏内となるが、ここもと修正率や実現率は、特に7月の統計では大幅なマイナスになっているので、足もとの生産予測の下方修正度合い、実現度合いを考えると、2期連続のはっきりとしたマイナス、すなわち2期連続の減産の可能性がわりと高いのではないかと思う。それを横ばい圏内と言えるのかどうかである。在庫循環図をみると、輸送機械や一部資本財を主因にミニ在庫調整局面に入ってきていると思う。このミニ在庫調整が、説明があったように7～9月限りで終わるかかどうかであるが、過去の在庫循環をみると、一旦在庫調整局面に入ってしまうと何四半期か滞空期間があるようにもみえる。果して1四半期限りで終わるのかどうかについて、自動車の需要の戻り具合や生産調整のペース等も関連してくると思うが、その辺りの見通しを教えてください。

3点目は物価についてである。ご説明の内容に違和感はないが、最近気になっているのが、例の東大物価指数である。同指数は9月に入ってまたかなり弱くなってきている。また、この東大物価指数と別に今度は一橋大学が新たに物価指数を開発し公表を始めたが、東大物価指数よりカバレッジが広く、しかも業態別に物価指数をとっているなので、ある程度参考にはなると思うが、一橋大学の物価指数の中で、コンビニ等はそれほど弱くないがGMSの消費者物価が際立って弱いと思う。GMSの物価指数が弱いということは、需要の減退を反映して企業あるいは売り手が価格設定行動を変えつつあるようにもみえる。GMSは売上がいつも弱いのでこれは1

つの仮説ではあるが、足もとのスーパーの値動きの弱さが気になっている。反面、東京都区部の8月のデータを見るとそれほど弱くないので然程心配はしていないが、9月に入ってからの日次や週次の動きが気になるので、その辺り見解があればお願いしたい。

#### 前田調査統計局長

最初のGDPについては、7～9月の姿ということであるが、7月の数字しか出ていないのでまだまだ分からない。7月の統計だけを見ると、4～6月に比べればプラスだがまだまだ小幅であり、結局8月、9月がどうなるかにかかっていると思う。在庫の話が出たが、4～6月は在庫投資のプラス寄与が1.0%ポイントというところだけを見て、在庫が非常に溜まっているという印象をお持ちであるとする、そうではないと申し上げたいと思う。実は、昨年度後半に在庫投資が相当減った、すなわちマイナス幅が拡大した。4～6月の在庫投資はまだマイナスであるが、マイナス幅が縮小することで、在庫投資の成長へのプラス寄与が1.0%も出てしまったということが起きている。従って、GDPの在庫投資の数字が正しいとすれば、4～6月は在庫が非常に溜まっているとまでは言えないということである。要は、在庫が溜まって7～9月に相当の在庫調整が起きて、GDPに大きくマイナスに寄与するかどうかは分からないということである。+1.0がまた同じように-1.0になるということではなく、恐らく小幅の寄与位でみておくのが良いと思う。この+1.0が逆に-1.0となるとまでは考えなくても良いのではないかと思う。GDPギャップについても、7～9月はあくまで8月、9月の経済活動がどうなるかに依存する。われわれの試算では、4～6月——まだ公表していないが——は1～3月に比べると少し下がっているものの小幅のマイナス、ゼロ近傍という感じである。7～9月はGDP次第ではあるが、労働需給が7～9月はどちらかという改善が一服、やや弱めであり、われわれの試算では、7～9月のGDPギャップはあまり改善しないかもしれない。申し上げたいことは、まだデータがないもとではあるが、4～6月、7～9月は、ゼロからまた

大きくマイナスに戻るといよりは、ゼロ近傍で一服であろうというようなイメージを持っている。

2点目の生産については、おっしゃるとおりであり、横ばいと申し上げたのは、小幅のマイナスも含めて横ばい——どこまでを横ばいと言えるかは別にして——ということである。在庫調整については、自動車や一部資本財だけで経済全体で大きく在庫調整が発生している訳でもなさそうだという点で、佐藤委員がおっしゃったミニ在庫調整という言葉が当てはまるかもしれない。過去に大きな在庫調整があった時は、鉄鋼や化学を含めた生産財で相当大きな調整が起きていたが、今回はそこまで影響は及ばないであろうと一応みている。ただ、当然ながら自動車が在庫調整すれば、その影響は素材にも多少波及するので、7～9月で終わるかどうかは微妙で、10～12月にも若干残るといようなイメージで今のところ思っている。

第3に、東大物価指数や一橋大学の阿部先生の物価指数など、最近色々出てきており、われわれもフォローするのがなかなか大変であるが、おっしゃるとおり一橋大学の物価指数でGMSが特に弱いということがある。元々GMSは、業界の中でも中途半端で負け組の部類に入ると言われており、4月以降消費増税の影響で消費がもたつく際に、弱いところに影響が出やすいのでGMSに特に影響が出ているのではないかと思う。大手スーパーに聞いたところでも、大手スーパーが持っている業態の中で今はGMSが一番弱い、ディスカウント店や高級店には良いところもあるがGMSは弱いということである。これが実際の物価にどのように影響するかであるが、東大物価指数とCPIの過去の推移を比べると、短期的には乖離するが長い目でみれば似たような動きとなる傾向がある。足もとのスーパーの弱さが東京の消費者物価にまだ出ていないということは、恐らく、特売や短期のセールが増加によって物価が下がっているということである。これが数か月で終われば良いが、消費のもたつきが長引けば、CPIも東大物価指数等に鞘寄せされてくるリスクはあると思う。1点付け加えると、4月以降、CPIは上がって東大物価指数は下がるという乖離がト

レンド的に生じているが、これは指数の作り方の影響を受けているところがある。量を減らして価格を下げる場合、例えば、100 グラム 100 円のを 90 グラムに減らして 95 円とすると、C P I では上昇するが、東大物価指数は 100 円が 95 円に下がっているので下がることになる。今起きている値上げは、量を減らして価格を下げたようにみせるようなものもあるので、それが 4 月以降のトレンド的な乖離に繋がっている可能性があると思っている。

岩田副総裁

在庫について、在庫が溜まっている状況ではないという説明であったが、それは、意図せざる在庫だけではなくある程度意図した在庫があるという意味なのか。その点を確認したい。

次に、図表 32 の雇用関連であるが、7 月の賃金は上昇したが、その主因が特別給与なので持続性がないという意見があるが、それについてはどのようにみているのか。

また、家計調査で消費の戻りが悪い理由として、サンプル要因の影響で実質収入の前年比が非常に悪かったということがあったと思うが、それに対して図表 32 の毎勤統計では上がっている。家計調査は実質で、毎勤統計では名目だが、その違いはどのようにみたら良いのか。

前田調査統計局長

最後の点からお答えすると、「実収入」と申し上げているが、これは名目の収入である。

岩田副総裁

実質も出ていたと思う。

前田調査統計局長

実質も出ているが、名目でみても下がっている。

岩田副総裁

名目での下がり方はどの程度か。

前田調査統計局長

7月の数字を申し上げますと、家計調査の実収入は前年比-2.4%、一方で毎勤統計の雇用者所得は前年比+4.2%とかなりの乖離がある。

最初の在庫に関するご質問であるが、先程申し上げたGDPベースの在庫は、実は製造業の在庫とは若干乖離する。製造業については、自動車、特に軽自動車が思ったほど売れないこともあり、基本的には意図せざる在庫もそれなりにある。当然、製造業の在庫はGDPの在庫の一部を形成するので、意図せざる在庫増加が一部あるということである。ただ、GDP統計全体で見ると、マクロでみて大きく増えている訳ではなく、むしろ少し減っているのです。在庫が非常に溜まっているということではないとご説明した。

2番目の賃金についてであるが、図表32の7月の賃金が、おっしゃるとおり特別給与が伸びて全体の伸びも高くなっている。これは一時的ではないかと言われると、やはり一時的だと思う。前年比+2.6%というのは少し高過ぎるので、これをそのまま信じる訳にはいかない。ただ、賃金で何が起きるかという点、収益が上がればまずボーナスで払う傾向があるので、特別給与に先に出る。そして、景気の持続性があれば徐々にベアに跳ねていくと思う。例えば、昨年はベアは上がり、2013年度の数字をご覧頂くと、所定内給与はマイナスであった。ただ、特別給与、すなわちボーナスは上がった。今年は、漸く所定内給与も少し上がり始め、ボーナスはさらに上がった。このまま上手くいけば来年は所定内給与がさらに幾分上がっていきそうであり、これだけで持続性があるとは言えないが、メカニズムとしては、一応われわれが想定したようなかたちで進んでいるのではないかと考えている。



岩田副総裁

図表 27 では、在庫も前月比をみると増え方が段々小さくなっているような感じもするが、どうか。

前田調査統計局長

おっしゃるとおりである。

岩田副総裁

だから、あまり心配しなくて良いのではないかという感じもする。

前田調査統計局長

何が起きたかという点、4～6月については、消費増税で需要が反動減となり、一方で生産はある程度平準化しようとしたので、鉱工業の世界では在庫は増えたということである。その後は、おっしゃるとおり、在庫の増え方は小さくなってきているので良い方向だとは思いますが、ただ、メーカーとしては、実は7月頃から在庫を減らしたいと思っていたが、なかなか減らないという声が、軽自動車メーカーを中心に聞かれている。

白井委員

1点目は設備投資についてである。図表 16 の法人企業統計の設備投資が4～6月の製造業が前期比で-7.1%であるが、色々なデータをみると、大企業の製造業を中心にこの大きなマイナスをもたらしているようである。6月短観では、2014年度に1番積極的に設備投資するのは製造業大企業であるということだったが、4～6月の製造業大企業の設備投資が減っていたことに関し、何か情報があれば教えて欲しい。例えば、日本政策投資銀行の設備投資計画などをみると、通常のパターンでは、年初は低めで年央に上がり、その後実績で下がるという感じだが、今年度に関しては、年央は通常よりも製造業の設備投資の上昇幅が非常に大きかっただけに、大丈夫なのかという心配がある。一般的に、設備投資計画は、製造業

では計画対比で修正が大きいので、短観で示された製造業大企業の設備投資がこのまま大きな修正を伴わずに進んでいくのかという辺りを、どのようにみているのか。その関連で私が1番心配しているのは、資本ストックが増えていかないと潜在成長率は増えていかないとことであり、成長制約は強まるので、資本ストックが増えていくことが大事だと思う。資本ストックが増えているかどうかは、減価償却費や設備投資・資本ストック比でみることができるが、そこからみて今年度必要な設備投資が、実質で前年比+5%程度だとすれば、このような新しい情報が入ってきて、今のところ4~6月の製造業大企業の設備投資が弱い中で、果して+5%程度の設備投資の伸びは可能なのか。つまり、資本ストックが増えて潜在成長率を押し上げる効果が出てくるのだろうかというところを、少し懸念している。その辺についての考えも伺いたい。因みに、計算の仕方にもよると思うが、今年の1~3月は設備投資が非常に強く、減価償却費を超え資本ストックが増加したと思うが、4~6月は逆になっている。その辺りの意見を伺いたい。

2点目は、鉱工業生産の実現率と予測修正率があるが、4月の消費増税以降に非常に悪くなっており、それが続いている気がする。普通に考えると、想定していたものとは違う消費税の影響がずっと続いているようにもみえるが、そういうことなのか、それとも他の要因が働いているのか。

3点目は、法人企業統計で経常利益の前年比伸び率と売上高の前年比伸び率をみると、例えば2013年度は、売上高の伸び率は僅か+2.5%で、それに対して経常利益の伸び率は+23%だが、この差は先程説明された海外収益やコストカットのようなことなのか。売上高の伸びが小さい感じもするが、もしこれが国内の売上高であれば、物価が上昇してきているので実質の売上はそれほど大きくなかったのではないか。米国も、同じように経常利益が非常に高まってみえるが、実際には売上ではなくそれ以外の色々なコストカットで利益を実現しているという話を聞く。果して日本の企業もそういう感じなのか。そうではなく売上がしっかり増えているのか。

第4点は、8月の百貨店売上が前年比でプラスになり、良かったと思っ

ている。家計調査との違いについては、家計調査は居住者向けである一方、百貨店は大都市圏であり、外国の方が相当来ており——私自身も確認したが相当多い——、そうすると外需が入っているので、内需のところでは本当に消費が伸びているのだろうかというところがある。その辺りも家計調査とのギャップの背景ではないかという気もするがどうか。

#### 前田調査統計局長

1点目の法人季報の設備投資であるが、製造業大企業ということであったが、図表 17 をご覧頂くと製造業は大企業、中堅中小企業ともに4～6月は反動減となっており、全体としてもそうであったということである。今のところ製造業大企業の設備投資計画は強い数字が出ており、そこから修正が行われているとは、私自身は聞いていないし、決算発表などを聞いてもそうである。法人季報は元々四半期でも振れがあり、4～6月が落ちれば年度計画は多少は下方修正されていくと思うが、むしろ7～9月以降は増えるとみて良いと考えている。今年度の設備投資がGDPで何%増になるかは分からない。白井委員がおっしゃる+5%に達するかどうかも分からない。それは7～9月以降の勢い次第だと思うが、繰り返しになるが、今のところ設備投資が増えていくという見方を変える必要はないと思っている。

2点目の予測修正率については、図表 29 (1) に生産予測指数の修正状況の2か月累積のものが出ているが、4月以降予測修正が若干弱く、下に大きく出ていると言えると思う。ただ、過去に非常に大きく下方修正された時と比べると、修正が大きいところまではいかない、いわばミニ調整的な状況だと思っている。4月以降起きていることは、自動車に代表されるように、ボーナスも増えるので自動車も売れるかもしれないと思って一時期少し楽観方向に振れたメーカーが幾つかあったが、その期待に比べると下振れがじわじわ起きているということだと思っている。

第3の法人季報の売上、収益については、去年は、白井委員がおっしゃるように、製造業大企業で顕著であるが、経常利益が営業利益以上に伸び

た。これは、海外からの配当等、あるいは為替差益が出たのだと思うが、同時に売上高も増え、売上高営業利益率も増えた。ご記憶のとおり、昨年度のGDPは2%以上増えており、製造業では為替円安で輸出が伸びたので、売上が伸びたということである。その中で、昨年は人件費がそれほど伸びていなかったのが利益が特に大幅に伸びやすかったということだろうと思う。

4番目の百貨店について、2点申し上げたい。1点目は、私は、百貨店と家計調査を比べてというよりは、家計調査は所得をみる限りサンプルが少し偏っているのではないかとということをお願いした。2点目は、百貨店については、おっしゃるとおり訪日外国人が増加して売上に寄与していることは事実だと思うが、今のところ、大手百貨店で、免税手続きを取ったものの売上が1~2%、それ以外を含めても5%程度であろうということであるので、それで全てが決まっているという訳ではない。われわれが聞いているところは、8月後半に良くなったのは、外国人というよりは日本人が秋物を買ったからであると聞いている。

石田委員

商業販売統計ではeコマースの取扱いはどうなっているのか。

また、先程の百貨店売上については、私も良いと思ったが、4月に消費税が3%上がっていることを考えると、消費税分を除くとマイナスであるということなのか。

前田調査統計局長

2つ目のご質問からお答えすると、商業販売統計においては消費税を含めたベースで計数が作られている。ただし、百貨店売上は、業界が出している数字は消費税を除いたベースである。従って、消費税分を除いてマイナスからプラスになったということある。

1点目のeコマースについては、今は然程カバーされていないのではないと思う。私も出席した統計委員会などでも過去から色々と指摘されて

いたが、そういったeコマースの数字を出す方向の取組みが始められている。石田委員のご質問の趣旨は、eコマースは良いのではないかということだと思うが、eコマースは構造的に伸びており、4月以降、百貨店等では消費増税の反動減が出ているが、eコマースではあまり出ていないと聞いている。今一つ理由はよく分からないが、多分3月に多くの人がeコマースを使ってみて便利だと思い、そのまま使い続けているのではないか、というのが私の仮説である。それと関連するかもしれないが、クレジットカードの取扱い金額も比較的底堅いということが言われている。

#### 木内委員

先程も話があったが、東大価格指数の日次指数が8月末にかけて急落していたり、一橋大学の物価指数では、セクター別にはGMSが中心ではあるがドラッグストアなどでも価格が下落しており、そのような傾向が広まっている。調査統計局のヒアリングでも、GMSでも特売の頻度を高めたり、一部自社ブランドの価格を下げる、あるいは下げることを計画しているなど、値上げというよりは値下げの戦略が出てきている。日次指数などに表れている特売の頻度を上げるとか、特売での値段を引き下げることが、通常価格に波及していく兆しは、今の時点でみられているのか。それとも、あくまでも特売にとどまっているのか。

もう1点は、増税後の消費者の購入数量からみた価格感応度はどうなっているのか、あるいはどうなっていると小売店は考えているのか。全般的に消費を手控えるということであれば、値段を下げてでもむしろ損をするだけである。逆に、低価格志向が強まって、値段を下げれば数量が結構増えるという状況であれば値下げしていくということだと思う。品目別に多分全然違うということだとは思いますが、GMSの主力商品について増税を挟んで消費者の価格感応度、価格弾性値はどのように動いているのか。あるいは、小売店はどのように動いたと想定してこれからの価格戦略を考えているのか。この辺りについて何か考えがあれば教えて頂きたい。

#### 前田調査統計局長

特売が増えているのは、天候要因もあって足もとの消費が鈍いことに対応しているのだと思う。こうした消費のもたつきが長引くと、店頭価格にも影響する可能性はあると思うが、一方で、メーカー側としては、これまでのコスト転嫁がまだまだ十分ではないので値上げをしようという動きも出ているので、むしろ9月、10月に値上げに繋がる可能性もある。どちらが勝つかは、最後は消費次第だと思う。それから価格の感応度も、正確には分からないが、4月以降では、区々のことが言われている。例えば、高級レストランを営んでいるような先からは、「全然落ちていない。価格を上げてでも全然大丈夫」というような話を聞く。高額品を扱うところはそのような感じだが、一方で先程GMSの話を書き上げたが、GMSの中でも比較的業績が悪い会社を抱えているところは、「明らかに節約志向が強まった」というようなことも言っているので、ミックスだと思う。最終的にはマクロの動きで決まってくるので、これから所得や景気全体がどうなるかによって、どちらが勝つかということになるのだろうと思う。両方の声があるが、景気もたついているような時はどちらかと言うと弱い声の方が広がりやすくマスコミでも取り上げられやすいので、今はそのような局面にあるのではないかと思う。

#### 宮尾委員

先程のeコマースの件であるが、商業販売には入っていないということであったが、最終的にGDPにも全く入らないのか。大手のアマゾンなどの販売は、どこかに入っているのか。

#### 前田調査統計局長

理屈ではGDPに入る。なぜなら、GDPはサプライサイドから捉えるので、例えば、輸入の消費財が増えている、あるいはeコマースであってもどこかで作っている、そこが上手く捕捉されていけば、理念的には入るはずである。

石田委員

輸入に入って販売に入らなくてもGDPには含まれるのか。

前田調査統計局長

GDPの作り方として、販売統計から作るというよりも、例えば消費財の輸入があれば、過去の産業連関表を使って、それがどの位の消費であるかが計算される。

宮尾委員

輸出に関し、米国向けの自動車がなかなか立ち上がらないことについて、先程の説明では、海外生産シフトの影響は暫く残るがいずれは、というようなことであったと思うが、足もと日本車への需要が改善している中で日本からの輸出は増えず、むしろ減っているが、日本車への需要が順調に回復しても、米国における日本製の輸入車への需要の反応度が変わるようなことはないのか。端的に言うと、米国の消費者が Buy American の傾向を強めたり、現地生産車への需要が強まって輸入日本車への需要が構造的に減るといようなことは考えられないのか。米国での需要が回復しても日本からの輸出が増えにくくなるという惧れはないのか。

前田調査統計局長

この点はわれわれも色々分析しているが、なかなか悩ましい点である。基本的には海外生産は拡大方向なので、需要の拡大に比べれば輸出は増えにくいということはあると思う。例えばトヨタでは、日本から輸出しているのはレクサスやプリウスであるが、われわれにはそれらへの需要がどうかまでは分からない。米国などで悲観的なことを言う人は、シェールガス革命でガソリン価格が下がっているのでプリウスが売れないと言う人もいる。そういうことも起きるかもしれないが、環境次第、あるいは商品力次第だと思う。

宮尾委員

適正な在庫水準が変わるといようなことはないのか。

前田調査統計局長

あるかもしれない。現地で作って直ぐ持って行けるので、調整した後は結局横ばいになるが、一時的には考えられることである。もしかしたら、今それが出ているのかもしれない。

#### 4. 金融環境等に関する報告(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

事前にお配りしている資料－5（参考計表）でご説明する。最初にインフレ予想である。図表1は家計の予想インフレ率であるが、(2)の消費動向調査が出ており、7月は若干ピックアップした。これは1年後の予想インフレ率なので、4月の消費税率引き上げ後に、その直接的な影響がなくなり6月までは落ちてきたが、7月は若干戻っている。これが実勢かどうかについては、消費税要因の織り込み方にもよるので、もう少し数字をみたいと思う。その意味で、それほど重視しなくても良いかもしれないと思っている。図表3はエコノミストのインフレ予想で、(2)のESPフォーキャストの8月調査結果が出ている。これは今までと同じ傾向であり、0.03～0.04%ポイントのオーダーで少しずつ上がっている。消費税率引き上げの影響を除くベースでみて、2014年度が1.14%、2015年度が1.16%、2016年度が1.29%と、四捨五入すると1.1%、1.2%、1.3%となっている。(3)のコンセンサスフォーキャストは、これまで4月、10月に出ていたが、今回から四半期ベースとなり7月分が出た。7月は各年



限でほとんど横ばいであった。4月まで大きく上昇したあと、4月から7月の間は横ばいというような数字であった。やや動きがあったのは、図表4の市場のインフレ予想である。この資料配付後に(1)のQUICK月次調査の8月が出ているが、7月とほとんど変わらず横ばい圏内である。

(2)のインフレーション・スワップ・レートは、前回会合以降この1か月、5年先5年は横ばいであるが、5年物、2年物はやや下落している。

(3)のBEIも同じような傾向で、新物価連動国債のレートで申し上げると、前回会合時の8月8日は表面の数字で1.232%で、これが昨日現在で1.183%と0.05%ポイント程度下がっている。消費税を除くベースでは、1.092%から1.043%へと同じ程度下がっている。マーケットでは、地銀の利喰い売り等が出ていると言われており、フェアバリューに近づいたという声が聞かれているが、当然のことながら、そこには相場観があつてのことであり、最近の弱めの経済指標やCPIがあまり改善していないといったことを反映していると思われる。なお、やや細かいが、ボトムは8月28日であり、29日に7月のCPI+1.3%が出たところで、下げ止まったかたちになっている。この1か月、0.05%ポイントではあるがBEIは若干下がり、それが一応下げ止まったということである。

図表7の資金調達コストでは、貸出約定平均金利が出ており、交付税特会向けを除く総合の新規実行分が、6月に1.028%と久し振りに1%を超えた前回会合で申し上げたが、7月も1.056%と引き続き1%を超えている。これは、特殊要因が2か月続いており、前月は劣後ローンで1件大型の案件があり、今月は消費者金融関係で企業再生に近いような案件があったので、やや特殊要因が入っていると思う。全般的には、先月申し上げたとおり、ボトム圏内で動いているということで良いのではないかと考えており、振れの範囲内と判断している。

図表10は企業のROAと平均支払金利であるが、資料配付後に法人季報が出て、当然のことながら第2四半期のROAが若干下がっている。第1四半期は4.16%であったが、第2四半期は3.78%となった。今年の第4四半期から今年の第1四半期にポンと上がったが、もう1回落ちてきた

という感じであり、これは駆け込みの反動の影響である。(2)をみると、今年の第1四半期に大きく落ちた水準が、第2四半期には昨年第4四半期の水準に戻っているというイメージである。引き続きまだボトム圏内にあり、ROAと支払金利でみた企業にとっての収益性と調達コストの関係は、引き続き良好であると思われる。

図表11のボリューム関係では、こちらは若干落ちている。7月の民間部門総資金調達は前年比+0.9%と、6月の+1.1%から0.2%ポイント下がっている。これには2つ要因があり、1つは貸出の寄与度が1.7%ポイントから1.6%ポイントへ、それから社債が-0.0%ポイントから-0.2%ポイントへ低下している。貸出は、銀行計で6月の+2.5%から7月は+2.3%と下がっているが、この1番大きな要因は都銀等が下がっているからであり、昨年大手通信会社の海外M&A関係で大きな額が出た裏である。実勢には大きな変化はない。社債は、7月が7,143億円と比較的大きな発行額となったが、5、6年前に発行した社債の償還が大きかったため残高としてはやや下がっている。なお、8月は、お配りしている資料では27日までの数字で1,140億円という数字が入っているが、このあと大口が出て最終的に6,740億円となり、8月としては大きな数字となった。これは大手通信会社のリテール向けの社債であり、社債・CPの発行環境自体は良好ということで間違いのないと思う。図表13の民間銀行貸出の内訳で業種別をみると、引き続き非製造業はプラス幅を若干拡大しているが、貸金業や不動産業のプラスが効いている。製造業は3月に一旦マイナスになったが、4月にプラスに復帰している。食品関係等のM&A絡みの資金が出ているようである。

図表19はマネー関連指標だが、マネタリーベースは資料配付後に8月の数字が出ている。7月+42.7%の後、8月は+40.5%と引き続き4割台の伸びで、順調に積み上げている。来月位から伸び率は4割を切ってくると思う。マネーストックは、6月、7月はともに+3.0%で横ばいである。先程申し上げたように、貸出が前年比でみると横ばいになってきているといった辺りが出ていると思う。

次に、資料－7で「成長基盤強化を支援するための資金供給」についてご報告する。2. は本則であるが、今回貸付額が6,568億円で貸付残高は3.7兆円となった。2月の拡充後2回目で、それまでの総枠である3.5兆円を超えてきたことになる。個別行枠も同時に、それまでの1,500億円を1兆円に引き上げたが、現状で6先が1,500億円を超えている。メガバンクなどで4年を超える固定にも対応するようなファンドを出しており、4年から先は自分でデリバティブ等を使って調達を考えているようである。このように積極的に利用されており、拡充した甲斐があったという感じである。

3. のABL特則はほとんど変わっていない。1,000億円程度の残高で引き続き推移している。4. の小口特則が若干ではあるが下がり、85億円となっている。小口であるので他のものに比べると事務が煩雑なため利用を取りやめた地方銀行があったということで若干下がっているが、これは元々零細企業を対象とするもので、あまり資金的な旨みを期待するようなものではないので、そういうことを言わずに使って欲しい感じはするが、そのような動きも若干出ている。

5. の米ドル特則については、今回15億ドル出て、残高が119億ドルと、総枠の120億ドルにほぼ到達した。1年ごとのロールであるので、今後はロール分を中心に引き続きオファーしていくことになる。ロール分は優先して対応するが、新規分については減額ロールがあった場合にこれを充てることになる。実際減額ロールは数億ドルのレベルであり、それを当てに新規に実行してくるところはあまりないと思われるので、今後はロール中心の運営になろうかと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

3点質問する。1点目はインフレ予想についてである。前回会合以降は、

市場の価格もそうだが、QUICK月次調査でも小幅とはいえインフレ予想が下がっている。色々な指標が下振れているという感じがあるが、グローバルにそのようなことが起こっている。ファンダメンタルズの変化、国内では増税後の景気下振れやインフレ率が上がってこないことを受けて、予想物価上昇率が多少なりとも下がったのだと思う。それに尽きると思うが、念のためにお聞きするが、例えば、景気が下振れているので、10%への消費税率引き上げへの見方が変わり、BEIやインフレーション・スワップ・レートが多少影響を受けたということがあると考えられているのか。

2点目は、図表6のテイラー・ルールについてである。あまり説明されることはないが、個人的にはテイラー・ルールもしっかりみなくてはならないと思っている。従来、資料では生産関数アプローチとHPフィルターと両方載っていた。両方出すとどちらを重視すれば良いのか分からないという問題があるかもしれないが、HPフィルターを使った方がコールレートとテイラー・ルールの乖離がより大きく出て、バブル後位まで緩和度合が強まっている姿になっていたと思う。だからということではないと思うが、HPフィルターの方を今回資料から外したのは何か理由があるのか。

3点目は、成長基盤強化を支援するための資金供給についてである。金融機構局の資料によれば、今回一部のメガでは制度拡充前の倍近くまで貸付残高が増加した一方、メガの1先では貸出増加支援へのシフトや資金余剰などを理由に成長基盤強化での借入申し込みを取りやめる先が出たということであり、ばらつきが出たと思う。これは、今回見送ったということなのか、それともパーマメントにやめてしまったということなのか。われわれが拡充策を発表した時、メガは非常に良好な反応で、メガ3行は関連するファンドを拡充するというニュースが一斉に出ていたが、それがなぜここにきてばらついたのか。もし分かったら教えて欲しい。

内田企画局長

インフレ予想については、木内委員がおっしゃったようなことだと思う。

若干気になったのは、インフレーション・スワップ・レートのところ、2年物の落ち方が結構大きいので、消費税率引き上げの織り込みについての評価が出ているのではないかというようなことも若干感じたが、市場ではそのような声は聞かれていない。実際には、2年物は次回の消費税率引き上げの織り込みが上手く反映されずにぎくしゃくしたところがあるので、たまたまそれを拾った可能性が高く、そういった声は今のところはあまり聞かれていない。グローバルな観点からは、それぞれは本来的には別の話であるはずだが、欧州は大きく落ちているが日本と米国はそれほど大きくは落ちていないので、それぞれが連動したというほどの話ではないと思う。若干連動した可能性があるとする、長期金利が同じように下がったが、TIPSのレートがそこについて行かずにあまり変わらないとすると、BEIとしては下がったようにみえるというようなかたちで、若干影響した可能性は考えられる。ただ、それぞれのところを分けてみても、長期金利が下がった影響とTIPSが動いた影響は、地域によって違うので、連動したというよりはそれぞれ別の現象と捉えた方が良いと思う。そのような意味で、レベルは全然違うが、各国で予想インフレ率がこの1か月、若干落ちており、その中では日本は比較的小さいというのが事実だろうと思う。

2点目については、事前にご相談すべきだったかもしれないが、色々と資料を見直していく中で、中心的にご説明している方を残したということであり、全く他意はない。いわゆるテイラー・ルールを出す場合には、調査統計局が出しているGDPギャップを使った方が色々な意味で整合的であろうと思ってこれを使っている。これによるテイラー・ルールでも1.6%というレベルであるので、非常に緩和的であるという評価は変わらないと思っている。GDPギャップのより大きい方を資料から落としたというようなことは全くない。

3点目の成長基盤については、先程申し上げたメガバンクは非常に積極的に使っており、4,000億円位のオーダーまで来ている先がある。一方で、前回は1,500億円を超えた先は6先であったが、今回も6先で1先は落ち

たということになるが、考え方としては、もう一方の貸出増加支援を使いたいということのようであり、中での切り分けの問題と理解している。全部使うのが1番得だという気がするが、資金としては増加額の倍額を出すことになるので、全てを使うことなく事務がより簡単な方を使ってきているという面があると思う。先程申し上げた小口特則なども手間をかけてまでこれを使うのかというところが——そのように言っている訳ではないが——、若干出てきているのではないかという気もする。これだけ色々な制度を拡充していくと、そのような動きもマージナルには出てくるという感想を持った。

#### 白井委員

図表5について、日本銀行としては、金融緩和度合いを付利金利を使ってみている。潜在成長率を自然利子率の代理変数として、テイラー・ルールを使っている訳であるが、潜在成長率を使って非常に金融緩和的であるというところに異論はないが、例えば、「潜在成長率＝自然利子率」とみなすやり方で本当に良いのかというところは正直言って疑問がある。だからといって自然利子率の計測は非常に難しく、推計の仕方には恣意性も入るので適切な方法があるとは限らないが、例えば、Fedのやり方をみると「潜在成長率＝自然利子率」とはみなしていないと思う。潜在成長率はGDPの長期推計で出し、自然利子率は一時的にヘッドウィンドがあって下がっているとみなして、FF金利は今は低い水準にあるが、ヘッドウィンドがなくなるにつれ自然利子率が上昇するため、FF金利もゆっくりと上昇していくとしている。実態のところは、日本の自然利子率はずっと低いかもしれないと考えると、このやり方で金融緩和度合いが十分かどうかを判断することには、個人的には慎重にみなしなければならない——他にベストのやり方があるという訳ではないが——という気がしている。

#### 内田企画局長

色々な問題はあろうかと思うが、これだけをみている訳ではない。概念

的に言うと、例えば、潜在成長率については、自然利子率との関係では、1人当たりでみた方が良い。それから、何よりここでは実質化に足もとのCPIを使っているが、本来的には予想物価上昇率との関係で考えなければならない。ただ、そこにきちんとした決まった指標がないので、1つのproxyとしてこういうものをお示ししているということである。これが使えないかということ、わりと役に立つことはあると思っている。例えば、バブル期の前半ではその差がわりと大きかったり、米国のいわゆる Great Moderation 後半の2000年代前半の緩和の度合いは、成長率のトレンドあるいは潜在成長率と当時の実質コールレート、実質短期金利との差は非常に大きかった、つまり緩和の度合いが非常に大きかったということは、知られた事実である。その位大きなことが起こっていればどのような指標でやっても出てくると思うので、その意味でこの手のものをproxyとしてみていくことは大事だと思っている。そのように考えているので、比較的長い時系列で大きな図としてお示ししている。先程木内委員から、ほとんど説明していないではないかというご指摘があったが、これはたまたま説明すれば十分な指標であり、毎月の動きを細かく追っていくようなものではないが、引き続き大事にみていきたいと思っている。

白井委員

みることに反対しているのではない。代理変数であることは重々承知しているが、計算の仕方によっては、金融緩和度合いは相当低いかもしれないということを申し上げただけである。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

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

の現状パートであるが、景気の冒頭表現は前月から変わっていない。内訳については、前月はまとめて記述していた個人消費と住宅投資について、当月は書き分けている。まず、個人消費については、前月から判断、表現を基本的に据え置いており、当月は「個人消費は、雇用・所得環境が着実に改善するもとの、基調的に底堅く推移しており、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。一方、住宅投資は、当月は「駆け込み需要の反動減が続いている」としている。前月は、個人消費と同じ表現でまとめていたので、それと比べると駆け込みがやや長引いていることから、事実上、判断を幾分引き下げている。次に、現状パートの最後の鉱工業生産であるが、当月は「基調として緩やかな増加を続けているが、足もとでは弱めの動きとなっている」としている。緩やかな増加基調という基本的な判断は維持しているが、6月の前月比が大きめのマイナスとなった後、7月はほぼ横ばいにとどまっているので、文章の前半と後半の順番を入れ替えて、足もとの弱めの動きの方をより強調した格好としている。後程述べるが、生産については、先行きパートも少し弱めの表現を加えている。

続いて、先行きパートであるが、現状パートの変更に合わせた修正を2点行っている。先行きについても、住宅投資については消費と書き分けて、「当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの、次第に底堅さを取り戻していくと予想される」としている。また鉱工業生産は、先程申し上げたとおり、やや長い目でみて緩やかな増加基調という判断は維持しているが、7～9月を通してみても弱めの動きが残る可能性が高いことから、「当面弱めの動きを残しつつも」という一節を挿入している。物価パートは前月から変更はない。以上である。

正木企画局政策企画課長

次に金融面であるが、総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。なお当月は、8月のポリシー面での指標で公表されているのは昨日公表のマネタリーベース位



で、銀行貸出やマネースtockといった主要統計は来週の公表である。従って、多くの項目で前回の表現を維持している。そのうえで、マネタリーベースの伸び率は、先程の説明にもあったように、7月の42.7%から8月は40.5%になった。従って、お配りしている資料では「4割台前半の伸び」と前月と同様の表現にしているが、当月分については「4割程度の伸び」に修正したいと思う。次のパラグラフは、特に計数面は出ていないが、色々な情報を踏まえると、例えば、CP・社債市場の発行環境や企業の資金繰りにも特に変更はないと理解しているので、変えていない。

最後のパラグラフはマーケット関連だが、ターム物金利は前回会合以降低水準で横ばい圏内の動きということで宜しいかと思う。その他のマーケットについては、前回会合8月8日の終了時点のレベル感を申し上げると、10年債利回りは0.51%、日経平均は14,700円台、ドル/円は101円80銭程度であった。その後足もとまでの動きをみると、長期金利は、振れを伴いつつも横ばい圏内で推移しているとみている。一方、株価は、前回会合2日目の最中に米大統領がイラク空爆を承認したと伝えられ、大きく下落した。その後は米国株価の堅調もあって、本邦株価も上昇している。為替相場については、各国の金融政策の方向性の違いが意識されるもとので、円の対ドル相場はやや大きく下落するかたちになっている。そのため、株価は上昇、円の対ドル相場は下落というかたちで提案しているが、明日までの状況を踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

「予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる」との判断については、表現を変えるとポリシーリアクションの予想を喚起するということもあり、変更するのは難しいところがあるということなので、明示的に反対するつもりはないが、予想物価上昇率が全体として上昇しているか

どうかについては、正直言って、以前から疑問がある。特に、最近のデータでは明確だと思う。QSS調査では、私は1年以上の長期のところをみるのが適切だと思うが、それで見ると低下ないし横ばいである。BEI、インフレーション・スワップ・レートも低下し、ESPフォーキャスト調査でも2016年度は若干低下している。ESPフォーキャストの長期予想では、2年度後から6年度後の平均、7年度後から11年度後の平均は上昇しているが、上昇しているのはこれだけである。このため、予想物価上昇率を全体として上昇していると言うのは、今のデータからみると違うのではないかと思う。長期とは書いていないので短期も含めれば、先程の説明のとおり家計も1年後の予想インフレ率は上がっており、上がっている指標もあるので、躊躇しながらも「全体として上昇しているとみられる」との判断を支持しようとは思っているが、個人的な意見としては、予想物価上昇率は上がって行くという感じではなくなりつつあるような気がする。

もう1点は、いつも言っていることだが、個人消費の「基調的に底堅い」との判断については、人によって受け止め方が違うと思っている。日本銀行の場合は、横ばいよりは少し良い程度という感じだと思うが、人によって受け取り方は違い、凄く強いと取る人もいる。日本銀行としては、上がっているとは言っていないのでそうではないと言っても、人によっては、日本銀行は非常に強く消費を判断しているように聞こえることもある。言葉は難しく、人によって取り方は違う。私は、ここも反対するつもりはないが、7月までのデータでは、サンプルの振れもあるが弱かったと思うし、4～6月のGDPについても、駆け込みと反動を均してみると非耐久財が減っている、つまり生活に直結したところの消費が減っていることからしても、本当に底堅いと言えるものなのかという疑問がある。8月には良くなってきており、いずれ上がってくると思っているので反対するつもりはないが、少なくとも今出ているデータでは、底堅いという表現よりは弱いのではないかと思っている。反対するつもりはないが個人的な意見として申し上げておく。

黒田議長

他にご質問がなければ、本日の決定会合はここまでとする。明日は午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。

(16時32分中断、4日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。最初に金融経済情勢に関する討議、2番目に当面の金融政策運営に関する討議、3番目に政府出席者からのご発言、4番目に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する。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは前川守政策統括官（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、宜しくお願ひする。

### 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。木内委員からお願いする。

## 木内委員

前回会合以降、ユーロ圏経済の脆弱さが改めて浮き彫りになり、中国経済も幾分増勢を落とす中、米国に世界経済の牽引を依存する傾向がより強まっている。このため、米国に世界の資金が向かいやすい一方、それが米国の長期金利を低位に維持させることから米国外に資金が還流し、世界の金融市場でリスクテイクの傾向が強まる構図になっているように見受けられる。

ユーロ圏経済は、4～6月期の成長率が前期比年率+0.2%と予想外の低調となり、金融市場における中長期の予想物価上昇率も足もとは下振れている。製造業の不振が非製造業の堅調で補い切れなくなりつつある背景には、ロシア・ウクライナ問題の長期化があり、それが実体、心理両面に及ぼす影響はなお強まる方向にある。しかし、他方で、成長鈍化は財政緊縮や賃金削減など構造改革の進展によるところもあり、これは将来の経済環境改善に繋がるいわば産みの苦しみという側面もあるように思う。ユーロ安も含め金融環境が総じて改善傾向にあることなどを踏まえると、仮に、前回私自身がリスクシナリオとして指摘したように今後ユーロ圏経済が二番底に陥ることがあるとしても、軽微なものにとどまると現時点では考えている。

中国の7～8月のデータは、成長率が再び勢いを幾分落とし始めた可能性を示唆している。不動産市場の調整の影響が徐々に経済全体に及ぶ一方、相次いで打ち出された景気対策の効果が弱まったことが背景と考えられる。不動産価格の下落余地はなお大きいと、来年にかけて経済を顕著に下押しする可能性が残されている。

国内経済については、7月の実質消費、小売販売額が季調済前月比で減少するなど、増税後の消費の持ち直しは自身が想定していたよりも緩慢である。他方、生産予測調査や製造業PMIは生産が持ち直す方向にあることを示してはいるが、その動きもやはり想定よりも緩やかである。7月の鉱工業生産は僅かに増加し、在庫率も低下したが、在庫調整を主導する輸送機械や電気機械、情報通信機械ではなお在庫率の上昇が続く中、生産調

整圧力は直ぐには解消されそうにない状況である。また、7月の失業率が2か月連続で上昇、有効求人倍率が20か月振りに上昇に歯止めがかかるなど、生産抑制の影響が雇用環境にも徐々に及んでおり、これが消費にフィードバックされて、消費の持ち直しに悪影響を与える可能性も考えられる。

景気の下振れが意識される一方、主要企業の収益環境は比較的良好で、いわばミクロとマクロの乖離が足もとで観測されているが、これには家計と企業、それから企業の中でも大企業と中小企業の間で所得格差が非常に大きいという、現在の景気回復の特徴を反映している面もある。第1に、実質賃金の減少と連動して労働分配率は低下傾向にある、第2に、企業の収益環境は、注目されやすい主要企業では総じて良好だが、中小企業では概して芳しくない。海外収益の差に加えて、人件費を含む各種コスト負担の相対的な大きさの違いや消費税の価格転嫁率の差などが、収益格差をもたらしていると思われる。以上の点を踏まえると、家計と中小企業の所得環境の脆弱さに、日本経済の弱点があると言える。

金融市場でも景気下振れリスクが意識される一方、7～9月期は再びプラス成長となり、景気の回復基調の持続が確認されるとの見方が維持されている。私自身もそれに特に違和感はない。潜在成長率が依然としてかなりの低水準にあることを踏まえれば、今後基調的な成長率が従来トレンドから下振れても、景気は容易には失速しないと考える。しかし、前回も触れたが、年率+4%台半ばあるいは前半という7～9月期の実質成長率の市場コンセンサスは高過ぎるとみている。

最後に、消費者物価動向については、増税の影響を含まないコア、コアコア指数ともに、増税時の一時的な揺らぎを除けば前年比は概ね横ばいの状況が昨年末から続いており、今のところ上下どちらにも大きく振れる兆しをみせていない。従来自身の見通しと比べると、円安効果の一巡にもかかわらず財価格の上昇ペースが思いのほか高止まりしている一方、需給逼迫、賃金上昇を受けてもサービス価格の上昇が加速する傾向がみられない点が予想外である。消費者物価の中のサービス価格の先行指数となる企

業サービス価格は、春先に一時上昇ペースを強めたが、足もとでは再びやや頭打ち感をみせ始めている。また、サービス価格全体を左右する大きな構成比を持つ家賃も、当面顕著な上昇を示す可能性は低いと考えられる。この点、本行支店長からの報告でも、人口減で住宅需要がさらに低下する一方、相続税対策でアパート建設等が進み、住宅需給は悪化の方向との報告が聞かれるし、全国で空家比率も高まる方向にある。需給ギャップの改善ペースが鈍化する一方で、中長期の予想物価上昇率に大きな変化がみられず、BEI、インフレーション・スワップ・レート等はむしろ足もとで幾分低下している状況を踏まえると、エネルギー価格の変動要因を除いた基調的な物価上昇率が本年度下期に再び顕著に高まるとの見通しは、実現可能性に依然疑問があると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、消費税率引き上げの影響がなお残るものの、基調的には緩やかな回復を続けていると判断している。まず、海外経済だが、米国経済は着実に回復している。労働市場は、賃金の伸びに緩慢さは残るが、雇用環境は改善を続けている。また、消費者マインドに加え、8月のISM製造業景況指数が約3年半振りの高水準になるなど、企業マインドも良好な中で、鉱工業生産や資本財受注も堅調に推移しており、企業活動のモメンタムはしっかりしている。

次に、欧州経済については、企業や家計のマインドが底堅く推移するもとで、極く緩やかな回復を続けている。4～6月期の実質GDPは、スペインなどの回復により全体では辛うじてプラス成長を維持したが、ドイツ、フランスがマイナス成長に転じたほか、イタリアが2四半期連続でマイナス成長となるなど、注意が必要である。ロシア・ウクライナ情勢による影響が輸出面等の実体経済やマインド面に波及しつつあることや、インフレ

率が低迷する可能性が高いことから、今後の動向を注意深く見極めていきたいと思う。

中国経済は、輸出が堅調であるほか、製造業PMIもやや低下がみられたものの50超の水準を維持するなど、政府による小刻みの景気刺激策も奏功して安定成長を続けている。もっとも、足もとは、電力生産・消費量や貨物輸送量が鈍化傾向にあるほか、新規人民元建て融資が大幅に減少するなど不動産市場の調整の影響もみられており、その動向には留意が必要だが、政府の時宜に応じた景気対策の効果などから現状程度の安定成長が続くとみている。

こうしたもとでのわが国経済だが、駆け込み需要の反動の影響も次第に和らぎ、基調的には緩やかな回復を続けていくとみている。もっとも、反動の影響は、自動車などの耐久財や住宅関連でやや長引いているなど必ずしも一様ではなく、実質所得の減少も消費面に影響している可能性があるため、今後も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、個人消費について、7月の家計調査は、台風等の天候要因の影響などから弱めの動きとなった。8月も、天候不順が消費下押しに影響しているとみられる。もっとも、8月の大手百貨店5社の売上は、上下の一時的要因を含むため今後の動向を注視する必要はあるが、いずれも前年同期比でプラスに転じたほか、ヒアリング情報では「耐久財を除けば、総じて反動の影響は徐々に和らいでいる」との見方が多く聞かれている。また、旅行は堅調であるほか、外食も、一部企業を除き基調的には底堅く推移している。この間、雇用環境は引き続き良好に推移し、所得環境についても、現金給与総額の伸び率が6月の+1.0%から7月速報では賞与増もあり+2.6%に高まったほか、所定内給与は6月に2年3か月振りにプラス転化するなど着実に改善している。8月に公表された経済産業省の中小企業・小規模事業者約10,000社に対する調査でも、「今年度に賃金を引き上げ」と回答した企業は65%に増加し、ベアの実施割合も23%となっている。先行きも、労働需給が改善し、公務員給与の引き上げや消費税率引き上げに伴う給付金支払いの進捗も見込まれるなど所

得環境の改善が期待されるもとで、個人消費は底堅く推移するとみられる。

なお、4～6月期の法人企業統計季報をみると、企業収益は、伸びは鈍化しつつも増収増益が確保されており、引き続き改善している。こうした中、設備投資については、4～6月期は若干のマイナスになったが、好調であった前期の反動とみられる。堅調に推移していた機械受注も、足もとやや弱めの動きとなっているが、各種調査では高い伸び率の投資計画が示されていることを踏まえると、設備投資は、企業収益が改善するもとで、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。また、住宅投資は、持家を中心に駆け込み需要の反動減が続いている。次に、輸出は、7月単月では自動車や資本財を中心に増加に転じたが、米国向けや中国向けで力強さに欠けるなど、持続的な増加に繋がる動きとまでは言えず、足もとは横ばいから幾分弱めの動きにあると考えている。自動車をはじめとした既往の海外生産移転の影響は大きいものの、先行きは、先進国を中心に海外経済の回復が見込まれることや、機械受注の外需が足もと大幅に増加していることなどを踏まえると、輸出は緩やかながらも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の生産であるが、7月は前月の大幅な減少から僅かながら増加に転じたが、自動車の国内販売減を受けた在庫増の影響が引き続きみられることや、天候要因などによる足もとの消費の弱含み、輸出の動向等から、幾分弱めの動きとなっている。当面、こうした要因が下押し圧力となり、やや弱めの動きが続く可能性があるが、先行きは、製造業PMIが堅調なほか、予測指数も内外需要を反映して増加見通しにあり、緩やかな増加基調をたどるとみている。

次に、物価であるが、7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6月対比で横ばいとなった。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ている。秋にかけては、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、潜在成長率を上回る成



長による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、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

海外経済の現状については、執行部の見解と概ね同じである。1点だけ付け加えておくと、ユーロ圏は個々の国の経済状況に応じた金融政策が運営できないため、デフレに陥る可能性は無視できないと考えている。ユーロ圏経済の停滞は、ユーロ圏への輸出依存度が高いアジア経済の停滞を招き、こうした停滞は、輸出の減少を通じて日本経済への下押し圧力として作用することに注意する必要がある。

日本経済の現状は、消費増税の反動減からどの程度回復しているか、先行きはどうかを判断することが難しい状況である。まず、消費について、家計調査、家計消費状況調査などの需要側データでみると、消費水準指数など、4月からの戻りは芳しくなく、7月現在でも4月の水準を下回っている。他方、供給側の小売業販売額などをみると、消費増税の反動減は緩やかであるが鈍化しつつある。このように、消費に関しては、需要側統計と供給側統計の乖離が大きい点が気掛かりである。特に、半耐久財と非耐久財について、需要側統計の落ち込みが供給側統計の落ち込みを大きく上回っている。この大きな乖離をどのように判断するかは難しいが、その原因の一つとして、家計調査では毎月サンプルを入れ替えているが、低所得者層のサンプルが増えているのではないかという指摘がある。需要側統計と供給側統計を考慮して作成されている消費総合指数の動きを1997年の増税時と比べると、駆け込みの大きさはほぼ同じであるが、反動減は今回の方が1997年4～6月期よりも大きい点が懸念材料である。しかし、反動減からの戻りのスピードは今回の方が速いと思う。それは反動減が大きかったからであると思われる。はっきりしているのは、軽自動車の反動減

が大きく、反動減がさらに拡大していることである。家電販売の戻りも遅いが、これには天候要因も働いていると考えられる。消費について明るいデータは、8月の全国百貨店売上高——公表データはまだ8社だが——が、8月前半は天候不順のため伸び悩んだが後半は秋冬物の売上高が増えたため、前年同月比がプラスに転じたことである。このデータからは、消費増税の反動減からの戻りが遅い原因の1つに天候不順があると考えられる。

次に、所得に関しては、家計調査の勤労世帯の実収入（名目）の7月の前年同月比-2.4%に対して、毎月勤労統計では、7月は速報だが雇用者所得の前年同月比は+4.2%である。両者を比較すると、家計調査の収入減少率は大き過ぎるように思われる。これも家計調査のサンプルで低所得者層が増えているためである可能性を示唆していると思われる。毎月勤労統計から計算される最近の実質賃金データでは、一般労働者と雇用者全体について、消費税の影響を含めると、実質賃金の前年比は4月から5月にかけて大きく低下し、その後、低下率は縮小したが、依然として低下が続いている。しかし、消費税の影響を除くと、6月から7月にかけて実質賃金は上昇しており、上昇率も高まっている。7月のパートの消費増税を除いた実質時給の前年比も上昇している。7月の失業率は3.8%に上昇したが、これは労働参加率の上昇のためと思われ、有効求人倍率も1.1倍を維持している。以上から、これまでのところ、良好な雇用・所得環境は維持されていると考えている。

設備投資は、機械受注の回復は弱いが、7月の資本財出荷は増加に転じた。設備投資に影響する企業収益の動向をみると、消費増税が実施された4～6月期も、製造業、非製造業ともに大企業は好調であった。これには、為替円安による海外子会社からの配当増が寄与していると思われる。ドル/円レートが最近の104～105円台程度で安定すれば、2014年度後半も製造業の収益増が見込まれる。この予想される製造業の収益増は、設備投資の増加要因の1つである。2013年度のように、製造業の収益増が賃金増に結びつき、その賃金増が消費の増加を通じて、非製造業の収益増と賃

金増に波及すると考えられる。中堅中小企業の4～6月期の利益率は前期よりも低下したが、依然として高めの水準を維持している。

最後に、生産関係であるが、7月の生産の回復は弱く、また先行きの増加も少し緩やかであると予測されているが、在庫の増加率が低下傾向にあることからみて、在庫増が生産の減少を招くという悪いサイクルに入ることとは避けられるとみている。

以上から、消費を中心とする不確実性や消費者と企業のマインドが悪化しないかなど、先行きは慎重にみなければならぬが、基本的には、良好な雇用・所得環境は維持され、消費増税の影響は緩やかではあるが次第に減少していくと考えている。従って、消費者物価の前年比が、暫くの間、1%台前半で推移し、その後次第に上昇率を高めるという見通しに変化はない。なお、予想インフレ率との関係については、後半で述べる。

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、ウクライナ情勢や中東情勢は好転したとは言いがたいが、地政学的リスクへの慣れが出てきたのか、低ボラティリティのもとでの低金利、株高という状況が再現している。新興国証券、欧米のハイイールド債などに search for yield の資金が回帰している。しかし、ボラティリティがこれだけ低い状態が持続可能とは考えにくい。一見居心地の良い市場環境の陰には、米国利上げの接近や予期せぬ経済・物価情勢の変化を契機に国際資本フローが一旦逆流を始めると、ポジションの巻き戻しを通じて価格変動を増幅するリスクが潜んでいるとも考えられるので、引き続き市場動向には注意していきたい。

海外経済については、前回の判断を維持している。すなわち、米国経済は、民間需要中心の緩やかな景気回復が続いている。堅調な個人消費が企業マインドの好転、生産や設備投資の増加など漸く企業部門に波及してき

ている。この点は、いずれ日本の資本財輸出に繋がるであろうという意味でもポジティブな材料である。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。

欧州経済については、回復は続くが、そのペースは緩やかなものになるとみている。特に、物価面では、ユーロ圏のH I C P総合は前年比+0.3%と低水準が続いており、ドラギE C B総裁の指摘どおり、5年先5年物インフレーション・スワップ・レートなど、これまで持ちこたえていたインフレ予想の低下もみられることから、ディスインフレ傾向が定着してしまわないか注意する必要がある。

中国経済は、構造調整による下押し圧力はあるが、景気下支え策の効果が見込まれることから、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が、先進国の回復による輸出増加などから、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、このところやや鈍感になっているだけに、引き続き注意を要する。

次に、わが国経済である。4～6月の実質G D Pは駆け込みの反動の影響から前期比年率-6.8%と大きなマイナスとなったが、1～6月を均してみれば、2013年7～12月対比で年率+1.2%成長となっており、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けていると言える。従って、問題は7～9月以降の回復モメンタムということになろう。この点、気になるのは足もとの消費関連指標が全般に弱めであることである。その背景には、駆け込み需要の反動、実質所得減少、天候不順といった要因が複合的に作用していると考えられる。消費の持続性を展望するうえで重要なのは、家計部門の雇用・所得環境であるが、これについては、労働需給が引締まるもとで、1人当たり名目賃金は、ベア実施などを背景に所定内給与がプラスに転じたほか、夏のボーナス増加を受けて特別給与も増加するなど、徐々にプラス幅を拡大している。先行きについても、雇用者所得は緩やかな増加

を続けるとみられるので、個人消費を支えるメカニズムは作動し続けていくと考えている。消費者マインドが改善しているのも支援材料である。

このような雇用・所得環境の着実な改善が続くことを前提とすれば、駆け込み需要の反動については、品目によって差はあるものの、全体として和らいでいくとみている。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、中長期的な視点で注視していく必要があるが、方向としては賃金上昇のプラスの影響が及んでいくと考えられる。また、天候不順は一時的な要因であり、ある程度の期間を通じてみれば均されるはずであるとみている。

次に、企業部門であるが、7月の実質輸出は増加したが、米国、中国、ASEAN向けがマイナスになるなど、輸出は弱めの動きを脱したとは未だ言い切れないように思う。先行きは、海外経済が緩やかに回復することから、輸出は緩やかな増加に向かっていくと考えたい。一方、設備投資については、企業収益が改善するもとの、緩やかに増加している。また、企業は前向きな投資姿勢を堅持しており、先行きも緩やかな増加基調をたどっていくとみている。こうした需要動向を受けた生産は、6月に大きめの減少となった後、7月も小幅の増加にとどまり、弱めの動きとなっている。特に、自動車が、4～6月に続き7月も減少を続けていることが大きいように思う。先行きについては、8月、9月の予測指数がプラスとなっていることや企業ヒアリングを踏まえると持ち直していくとみているが、予測指数どおりに増加したとしても、7～9月は小幅のプラスにとどまることは念頭に置いておきたい。

以上を踏まえると、このところ輸出、生産、個人消費などで弱めの指標もみられており、今後の動向を注視していく必要はあるが、雇用者所得や企業収益が着実に改善し、消費者マインドや企業の業況感も良好であることを踏まえると、所得から支出へという前向きな循環メカニズムは引き続きしっかりと働いており、われわれの景気回復の基本シナリオは維持できていると考えている。

従って、景気の現状は、「基調的には緩やかな回復を続けている」との

判断を維持し、先行きについても、「緩やかな回復を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響も次第に和らいでいく」という判断で良いと思う。

最後に、物価面であるが、足もと実体経済で弱めの動きはみられるが、物価の基調を決める要因には変化がみられないことから、「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

前回会合以降、各種経済統計が相次いで発表されているので、それに基づき経済、物価の順に、現状、先行き、リスク要因について私の見解を申し上げます。

まず、わが国経済の動向だが、消費税率引き上げに伴う駆け込みと反動の影響については、昨年10～12月から駆け込みが本格化したと仮定し、本年4～6月までの過去3四半期を均してみるのが適切だと思う。そこで、この期間を均したGDP成長率をみると+0.4%程度に過ぎず、しかもこの伸び率は、7月中間評価時点の政策委員見通し、当初の民間エコノミストや各種ヒアリング調査での見通し、さらには1997年の消費税率引き上げ時と比べても、低いと言わざるを得ない。このことから、反動減の大きさに関する想定内との評価には、修正が必要だと思う。以下、輸出、個人消費、住宅投資、雇用について、それぞれ意見を申し上げます。

第1に、輸出の動向は、確かに実質輸出は伸び悩んでいるが、水準自体は2006年とほぼ同程度なので、必ずしも低いとは言えない。因みに、当時の実質輸出は、その後2008年半ばまで増加しているが、その原因は、契約通貨建ての輸出物価が横ばいであったことから、価格効果というよりも、海外需要の増加にあったと考えられる。なお、マクロ的にみて、企業が円安時に契約通貨建ての輸出価格を下げるといった価格設定は2001年

以降には明確にはみられなくなっており、為替変動とは無関係に契約通貨建ての輸出価格を一定に維持する価格設定に転換しているようである。このことから、2013 年以降に大幅な円安になっても実質輸出が増えないのは、海外生産の増加や競争力の低下に加えて、やはり海外需要の弱さ、特に欧州や中国以外の新興諸国における固定資本形成の回復が緩慢であることも原因だと思われる。従って、わが国からの輸出は今後徐々に増えていくとは思いますが、世界経済の回復力の弱さからみても、着実に増加に転じていくには暫く時間がかかるとみている。

第2に、個人消費は、過去3四半期を均すと横ばいとなっている。これは、この間に耐久財の消費を大きく増やした分、食品等の非耐久財を比較的大きく減らし、サービス消費は据え置くことで相殺している結果である。7月入り後も、消費の回復はかなり緩やかなペースにとどまっており、家計調査の実質消費水準や実質小売業販売額は前月比減少しており、特に乗用車等の耐久財の消費回復は遅く、生産と出荷は減少し、在庫は拡大を続けている。また、8月の物価モニター調査によると、今後3か月間の消費を昨年の同期間よりも「減らそうと思っている」とする回答者は46%で、「増やそうと思っている」とする回答者は僅か3%に過ぎない。しかも、消費を減らす理由は「所得が減ると思うから」が第1位で54%と多く、減らす項目は雑貨・衣料、食料品、サービスの順となっている。つまり、消費は底割れしてはいないものの、本当に消費の基調が悪くないのであれば、日々の生活に必要な非耐久財を削り、サービスが伸び悩むことはないはずである。従って、以前から指摘しているように、この消費状況を「底堅い」と表現することについては躊躇する気持ちがある。これは、「底堅い」との表現がプラスのニュアンスで使われる印象があるためだが、実態は、消費の下落は起きていないという程度の、どちらかと言えば消極的なニュアンスの意味合いの方がより正確だと思う。

第3に、住宅投資は、過去3四半期を均すと横ばいだが、4～6月の反動減は、税制優遇措置を実施しているわりには大きかったと言える。新設住宅着工戸数については、6月に前月比増加したが7月には再び減少して

いる。7月景気ウォッチャー調査の2～3か月先の住宅関連判断DIが悪化して50を下回っていることから、住宅投資の持ち直しにはやや時間がかかるように思う。なお、消費と住宅投資が伸び悩む背景には、実質賃金の低下傾向、および将来の収入期待の低迷にあると思う。この点、消費者マインドが改善していることから消費の基調の強さを指摘する見方がある。確かに、7月の消費動向調査では過去3か月間連続して改善しており、そのうちの「収入の増え方」も同様に改善している。しかし、その一方で国民生活に関する世論調査によると、「昨年と今頃を比べた生活向上感」は低下、「所得・収入での不満感」は上昇、「今後の生活見通し」は悪化を示しており、消費動向調査よりも悪い結果となっている。

この関連で、雇用について一言申し上げる。消費の基調が悪くない根拠として雇用環境の改善傾向が指摘されるが、雇用の改善は、総需要の改善によってだけではなく、退職労働者数が新規流入労働者数を上回ることに由来する労働供給制約といった構造的要因によっても生じている。もし、総需要が緩慢な中で労働供給制約の方が強まると、経済成長が抑制されるため、賃金上昇ペースも想定より緩やかになる可能性がある。このため雇用環境の改善の程度についての判断には慎重さが必要であり、これまでも数回指摘したが、循環的要因と構造的要因に分けた労働市場の分析を進め、丁寧な対外的な説明をしていくべきだと思う。

以上より、経済の現状および先行きについての執行部判断は、現状の消費の記述が多少楽観的な印象があるが、先行きの記述には異論ないので、支持することにする。また、2014年度の実質成長率については、前回は指摘したが、7月中間評価時点から一段と下方修正される可能性が高いとみている。

リスクバランスについても、依然下振れ方向に傾いていると判断する。特に、潜在成長率の改善が然程進まずに実際の成長率が下振れるリスクを意識している。これは、鉱工業生産の回復が緩慢で設備稼働率が低迷する中で、設備投資が資本ストックを拡大させるほどには増えない可能性や、待機児童問題の解消の遅れから女性の追加的な労働参加が次第に緩やか



になり人手不足による供給制約が広がる可能性があるからである。さらに、地政学問題と米国金融資本市場の動向もわが国経済の下振れリスクとみている。

最後に、物価動向だが、C P I と企業物価指数の伸び率は想定どおりに低下している。とはいえ、需要回復に基づく需給ギャップの改善が遅れる可能性と長期予想インフレ率の上昇が弱まっている点は懸念しており、今後の動向を注視していきたいと思う。物価についての執行部の判断については、昨日指摘したように、予想インフレ率の記述についてはやや正確さに欠けると思うが、その他の判断については異論ない。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外の経済・物価情勢は、前回会合以降、米国の明確な回復を起点として良好な経済指標の発表が総じて目立ってきている。欧州の製造業関連など弱めの動きはみられるが、全体としては先進国中心の回復基調が確認されたとみている。また、米国の明確な改善を受け、この間、低下基調にあった海外、特に米国の長期金利も足もと底入れの兆しが窺われる点も、好材料と認識している。

以下、地域ごとに特徴点を述べる。米国経済は、回復の動きがより明確になってきている。個人消費は、ハードデータ、マインドとも堅調であり、住宅投資も総じて持ち直し基調である。企業部門でも、鉱工業生産、製造業 I S M、設備投資関連——ここはG D P統計、機械投資、建設投資など——で幅広く改善の動きが確認された。こうした内需の回復を受けて、欧州、中国、N I E s ・ A S E A Nなどからの輸入も増えており、物価の改善基調も続いている。

欧州経済は、やや弱含みながら内需を中心に持ち直しが続いていると判断している。ウクライナ問題などが長期化する中で、製造業の業況が悪化

し、物価上昇率も弱めの動きが続いているが、内需関連では、サービス業の景況感は維持されている。先般のジャクソンホール講演により、市場ではECBによる追加緩和期待が俄かに高まってきているが、実際に、ドラギECB総裁が示した方向で、各国の構造改革や柔軟な財政政策を伴うかたちで、一段の追加緩和措置へと舵を切れるのか注目している。

アジア新興国については、中国経済は構造調整に引き続き取り組む中でその影響が出ている一方で、総じて安定した成長を続けていると思う。NIEs・ASEANは、国によるばらつきはあるが、米国向け輸出、消費者マインド、GDP統計など総じて改善方向の動きが続いている。

続いて、わが国経済である。前回会合以降、輸出や生産などで弱めの動きが続く一方で、雇用・所得環境や企業収益といった回復の起点、ベースとなる所得形成力はしっかりとしており、底堅い改善を続けている。消費や固定資産投資の一部では駆け込み需要の反動減の影響が長引き、回復にはもたつき感も窺われるが、全体としてみると、内需中心の前向きの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。足もとの輸出の回復の鈍さには、グローバル企業による現地生産対応の影響が大きいとみている。特に、わが国の米国向け輸出が未だ弱含んでいるのは、ユーロ圏、中国、NIEs・ASEANなどの米国向け輸出が好調であるのと対照的であり、これは自動車の北米現地生産拡大の影響が大きいとみている。こうした構造的な要因を考慮すると、今後の情報関連や資本財などの輸出増を考慮しても、先行きの増加ペースは、全体として慎重にみておく必要があると考えている。生産については、自動車や建設財関連などの在庫調整により、弱めの動きが続いている。しかし、8月の生産PMIでは足もとすでに改善の動きが示唆されており、秋以降に回復に転じる蓋然性は相応に高いとみている。

個人消費については、耐久財の回復は後ずれ気味であるが、8月の百貨店売上が総じて前年並みまで持ち直したほか、サービス消費も堅調な地合いが続いているとみている。この間、7月の名目賃金が大きく増加するな

ど雇用・所得環境の改善は着実に進み、消費者コンフィデンスも良好である。こうした状況から、消費の地合いは引き続き堅調とみている。

企業収益、企業マインドについて、法人企業統計をみると、4～6月期の経常利益あるいは売上高経常利益率は既往ピーク圏内にあり、また企業の各種マインド指標も堅調である。そういったことから、企業の設備投資意欲は維持されているとみている。

最後に、物価動向であるが、7月のコアCPI上昇率は、消費税の影響を除くベースで+1.3%と、1%台前半で推移した。反動減からの回復がやや後ずれしていることから、稼働率や需給ギャップの改善も足もと一服している可能性があるものの、秋以降は改善基調となり、緩やかに予想インフレ率も高まっていく中で、物価上昇圧力は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

海外経済については、米国では、4～6月の実質GDPが上方改訂されたほか、7月以降も小売売上高や非国防資本財出荷など消費や投資関連の指標が堅調な結果を示しており、景気の回復が着実に続いているとみている。欧州については、ロシア問題の影響もあって、鉱工業生産の回復ペースが鈍化するなど弱めの指標が目立っているが、ECBの思惑どおりユーロ相場が低下してきており、今後ユーロ安の効果が次第に出てくるものとみている。欧州経済の回復は、米国とともに、中国や一部の新興国の景気回復を促している面があるだけに、先行きについては、デフインフレの動向とともに、十分に注意してみていく必要があると考えている。このほか、中国や新興国の状況には、ここ1か月大きな変化はないとみている。

次に、わが国経済だが、4～6月期の1次QEは、駆け込み需要とその反動が想定よりやや大きかったことや、輸出が弱めの動きとなったことか

ら、全体の成長率は想定よりやや下振れた。7月以降も、住宅関連の戻りが鈍いほか、消費関連も天候不順の影響もあって弱めの指標が目立っており、実勢ベースの動きを見極めづらい状況にある。設備投資については、4～6月は駆け込みの反動もありマイナスとなったが、企業収益や企業マインドは引き続き良好な水準を維持しており、今期の強めの計画が実際の支出として表れる環境は整っているとみている。輸出については、2四半期連続のマイナスの後、7月は3か月振りにプラスとなった。漸く一息ついた感のあるところである。先行指標である機械受注をみると、このところ単月の振れが大きくなっているが、6月末の全体受注残は26.4兆円と、2009年1月以来の高い水準まで積み上がっており、今後、順次設備投資や輸出などを押し上げていくものとみている。

一方、生産であるが、4～6月に反動減から大きめのマイナスとなったあと、7月も今一つの状況にある。先行きについては、予測指数や製造業PMIの改善はプラス材料だが、今後の消費動向次第では下振れの恐れもある。7月毎勤統計では名目賃金が一段と改善しており、個人消費の基調的な底堅さは失われていないとみているが、このところの天候不順による消費の下押しが、企業、個人の景況感を悪化させる可能性については、留意する必要があると考えている。

この点に関し、7月家計調査の消費支出が大きなマイナスになっているが、実収入が名目でもマイナスとなっており、毎勤統計との整合性を勘案すると、調査対象となっている世帯には、実勢よりもかなり弱めのバイアスがある可能性が高いとみている。元々家計調査は振れの大きな統計ではあるが、消費動向に注目が集まる昨今の状況で、消費増税のマイナス影響を示すものとして内外で受け取られている点は、大いに問題があるものと思う。

物価については、7月のCPI（除く生鮮）は、引き続き+1%台前半の水準を維持しており、展望レポートの想定どおりの展開となっている。焦点は、年度後半からの上昇に移りつつあるが、企業では、既往の仕入価格上昇に加え、このところの労働需給の逼迫による人件費上昇など、販売

価格を引き上げるインセンティブは引き続き強い状況にあると思う。そうしたコスト高を転嫁する動きがさらに進んでいくうえでは、景気の回復基調が維持されることが大前提となるが、そのためには、冬のボーナスから来年度のベアに至る所得の増加期待が維持されることが必要だと思う。今年度も、昨年度と同様、政府による働きかけが必要と考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員をお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状および先行きについて、昨日の執行部報告判断で概ね良いと思う。海外経済は、このところユーロ圏の回復の足取りが重く、また国内経済は、消費税率引き上げ後の需要の戻りが鈍いが、海外については米国、中国が概ねシナリオどおり回復を続けていること、国内については、雇用・所得環境が底堅く、企業・家計マインドも堅調さを維持していることから、回復のメカニズム自体は損なわれていないとみている。

明日5日公表の7月の景気動向指数では、基調判断が下方修正される可能性があり、足もとは振り返ってみれば年初1月をピークにミニ後退局面とテクニカルに認定される可能性はあるが、実体経済を冷静に直視すると、後退局面に特徴的な負のスパイラルが働いている形跡は見受けられず、回復のメカニズムはしっかりと作動し続けているとみるのが妥当である。よって、国内経済の現状については「基調的には緩やかな回復を続けている」という従来の判断を維持することが妥当と考える。

ただし、回復のメカニズム持続の根拠の1つである雇用・所得関連指標には遅行性があり、これだけに依拠すると実体経済の方向感を見誤るリスクがある。執行部の先行き判断は基本的には尊重するが、足もと生産の海外移管が進む中、低調な国内生産・輸出動向のもとでも企業部門全体として所得形成力が維持されるかどうか、また例年対比で意欲的な国内での設

備投資スタンスが消費税率引き上げ後の需要減退を受け消極化していないかどうか、さらに税率引き上げによる実質所得減少と逼迫する雇用情勢が併存するもとで家計消費が基調として下方に屈折していないかどうかといった点を、丹念に点検していく必要がある。

海外経済について補足すると、足もとは新興国経済に薄日が差す一方、このところのユーロ圏の回復の足取り鈍化は、日本の輸出統計で欧州向けが前期比プラスを続けてきただけに懸念材料である。背景としては、ロシアへの経済制裁の影響から牽引役のドイツの製造業受注やマインドが下振れているほか、構造改革に乗り遅れたフランス、イタリアの競争力低下による域外輸出の出遅れなどが響いているように思われる。金融システムが依然脆弱性を抱えていることもあり、ユーロ圏経済の回復力は脆弱で外的ショックの影響を容易に受けやすいようでもある。こうした現状を踏まえ、ECBのドラギ総裁は先般の講演でハト派色を一段と強めたが、マイナス金利下で金融を量的に拡大するには限界があると思われ、先行きの方策を見守りたい。

国内経済について補足すると、7月の生産統計が弱めであったこと、またこのところ製造工業生産予測調査と実績との乖離が拡大気味なこともあり、7～9月期の鉱工業生産は2四半期連続の減産の可能性がある。4～6月期GDP統計で在庫のプラス寄与が大きかったことから、7～9月期GDP統計では在庫がヘッドラインを下押しする可能性が高いこと、また7月の家計調査において家計消費支出が弱かったこともあり、7～9月期のGDP統計が民間予想にみられるほど強めの反発力を示すかどうか不確実性が高い。

もっとも、足もとまでの生産動向をみても、例えば、2012年にみられた需要の逃げ水現象が生じているようには見受けられない。出荷・在庫バランスは、確かに輸送機械や建設財で急速に悪化した。それらは需要全般の後退というよりも、消費税率引き上げ後の需要の戻りの鈍さを企業が読み違え、意図せざる在庫増となったものであろう。これらは目先の生産を下押しするものの、増税の影響が所得増加により次第に吸収され剥落し

ていく中で、在庫調整の進捗とともに生産水準は緩やかに回復していくことが見込まれる。意図せざる在庫増でも企業マインドが全般に堅調さを維持していることも、需要の逃げ水現象の反証材料である。

家計調査における家計消費支出の弱さについては、商業販売統計等の供給側統計との齟齬があるほか、所得データについても家計調査の実収入と毎勤統計の現金給与総額等のデータに乖離がみられるなど、このところ家計調査のサンプルバイアスに起因すると思われるデータの弱さが目につく。消費の基調をみるうえでは家計調査も重要だが、マインド指標も含め幅広い消費データを丹念に点検していくことが重要と考える。その点、景気ウォッチャー調査における家計関連のマインドが持ち直している点はプラス材料とみている。

最後に、物価については、これまでの表現を踏襲することで概ね良いと思う。目先はエネルギー価格上昇による押し上げ要因の剥落といった下落要因がみえている一方、衣料品や食料工業製品、損害保険料の値上げ、こもとの円安といった新たな物価押し上げ要因もみえてきているためである。ただし、東大や一橋大の調査による物価指数では、このところの特売拡大によるとみられる物価下落が目立ってきているだけに、需要の反動減が長引くことでこうした特売の動きが広がらないかどうか、注意深く見守る必要がある。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、まず、海外経済については、米国の状況については、ほとんどの委員が同じご意見であったと思う。個人消費が堅調で、それが生産、投資、企業マインドなど企業部門に波及し、民需を中心とした回復が着実に続いている、あるいはより明確になってきたということであると思う。対照的に欧州では、成長モメンタムが鈍化しているが、極めて緩やかな回復は続いているということかと思う。ただ、物価面では、デフインフレ基調が続いていることが懸念材料であると思う。

中国経済については、これも多くの委員が一致していたと思うが、小型の景気対策の効果、あるいは輸出の増加で安定成長が続いている。一方、新興国経済は、米国や中国の景気回復の好影響が及んでいる国もあるし、あまり及ばず依然弱めの動きもあり、全体としてなお成長に勢いを欠いていると思う。また、ロシア・ウクライナ情勢、あるいは中東情勢などの地政学的リスクには、かなりの委員の方が触れておられたように、引き続き注意を要すると思う。

こうした各国・地域の動向を踏まえると、海外経済全体としては、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、わが国の経済については、まず個人消費は、自動車などの耐久財で駆け込み需要が大きかった分、反動減の縮小テンポがやや緩やかで、反動減からの回復が延びているということかと思う。一方、小売売上高は、天候不順の影響が出ているとは思いますが、月々の振れを均してみると緩やかな持ち直し傾向であると思う。なお、何人かの委員の方が家計調査とその他の供給側の統計のギャップ、違いを指摘されていた。これは、雇用・所得環境の着実な改善が続いているが、家計調査で実収入が必ずしもそれと平仄が合わないということで、家計調査についての問題点を指摘されたということだと思う。全体としては、先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くことと、消費者マインドも足もとで若干改善していることを考えると、個人消費は、引き続き底堅く推移し、反動の影響も今後和らいでいくと考えられる。

企業部門については、皆さんの意見が大体一致していたと思う。輸出や生産が若干弱めの動きになっているが、先行きについては、輸出は海外経済の回復などを背景に緩やかな増加に向かっていくとみられ、生産も、予測指数やヒアリングの結果を踏まえると、緩やかな増加基調をたどるのではないかと思われる。企業収益は改善を続け、企業は前向きな投資スタンスを維持しているように思われる。

以上のように、家計・企業部門ともに所得・収益面は比較的しっかりし



ており、マインドも良好なので、所得から支出への前向きな循環メカニズム自体はしっかりと維持されているのではないかと思う。従って、総括判断としては、「緩やかな回復を続けている」という評価を維持することが適当という見方が多かったと思う。物価についても、足もとの状況については意見が全く一致していたと思うが、1%台前半で推移しており、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いう意見であったと思う。予想物価上昇率については、どの指標を取るかによって色々な意見があったとは思いますが、引き続き「全体として上昇している」と判断して良いのではないかと思う。

以上が私なりのまとめであるが、さらに委員からご意見があれば、議論したいと思う。議論を整理するために、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、海外経済に関してさらに追加的なご意見等があればどうぞ。

#### 森本委員

中国経済については、黒田議長の取りまとめにあったように、政府による景気対策や現状程度の安定成長という基本線は維持されていると思うが、注意を要する点が少しずつ出てきているという気がしている。これまでの投資と外需主導型の経済から内需主導型の経済への移行が、順調には進みにくいという現状にあるのではないかと思う。その中で、李克強指数の3本柱——電力消費量、鉄道貨物輸送量、銀行融資——が足もと少し低下傾向にあるのが気掛かりである。特に、電力消費量は7月には3%程度にまで伸びが低下してきており、貨物輸送量は2か月連続でマイナス——特に7月は15%近いマイナス——、鉄道輸送量は7か月連続でマイナスになっている。このような状況が出てきているのが、気掛かりである。全人代で言っている7.5%成長前後ではあると思うが、これを幾分下回る可能性も少しずつ出てきており、やや注意が必要な段階という気がしている。

## 木内委員

中国については、住宅価格の落ち方が非常に激しくなっている。今のところ、不動産市場の調整が実体経済全体に与える影響はそれほど大きくはないが、依然として計り知れない部分があるという意味で、まだまだ油断できないと思っている。

米国については、民需を中心に回復がより明確になっていると黒田議長が総括され、そのとおりだと思っているが、あまり注目されていないが足もとクレジットで動きが出てきている。例えば、FDICベースでみると、4～6月期は前期比で2.3～2.4%程度、つまり年率では10%程度伸びており、かなり拡大し始めている。FRBベースでもそうである。中身をみると、全般的に伸びているが、特に、足もとで急激に減少から回復に転じているのが住宅ローンである。住宅ローンはあまり伸びていないという報道になっているが、少なくとも足もとでは急回復しており、住宅着工が少し強くなってきていることと整合的である。これは、短期的な景気の面からするとプラスであるが、シニア・ローン・オフィサー・サーベイ——データの継続性に問題はあるかもしれないが——などをみると、リーマン・ショック以前の概ね2006年頃の水準まで貸出基準が緩んできている。これは、サブプライムだけではなくプライムも含んでいるが、そういうことを考えると、今まで自動車ローンでサブプライムの貸出基準が非常に緩くなったのが問題だとされていたが、自動車より大きな影響が出る住宅についても若干そのような動きが出てきたことは、当面の景気にはプラスであるが、長い目で見た場合はリスクがあるのではないかと思っている。

## 宮尾委員

中国経済について、森本委員が指摘された点は、過剰の調整、すなわち構造調整を進める中で、製造業を中心に生産関連等の減速が出ていることの現れだと、私自身も思っている。それは、足もとは景気減速要因である一方で、長い目でみるとプラスの面もある。昨日出たサービス業のPMIなどは8月には比較的明確に戻している。不動産市況が低迷している中に

あってもサービス業全体で堅調であったということは、内需はしっかりしている面があるということである。いずれにしても、中国は広い意味で安定成長を続けているという見方で良いと思う。

#### 中曽副総裁

欧州では、デフインフレ傾向の文脈でE C Bの金融政策に注目が集まっているが、景気動向をみていくうえで同様に大事なものは、10月中旬と言われているAQRとストレステストの結果と、それを踏まえ資本再構築でどのような手立てがなされるか——特にイタリアの銀行などが脆弱と言われている——である。元々欧州の銀行システムは信用仲介機能が損傷していると言われているので、その回復に向けて抜本的な手が打たれるかどうか、景気の先行きを展望するうえでも重要であると思われる。そのような観点からも結果を注目していきたい。

#### 白井委員

中国については、昨日も申し上げたように、消費が伸びていかなければ健全な成長は実現できない。要は、消費が低過ぎるということである。消費の伸び率だけをみると一見高そうに見える。例えば、小売売上高は13%程度も伸びているので、他国に比べれば非常に伸びているが、GDPに占める消費支出は35%程度で、中国の1人当たり所得の現状からみて低過ぎる。消費は、伸び率は高く見えるがGDP対比では低過ぎるので、これをどのように拡大していくかが課題であり、これにはよく言われる社会保障の問題などがあると思う。中国の潜在成長率は相当落ちてきており、来年はもっと落ちるかもしれない、もしかすると7.5%辺りの成長率が妥当なのかもしれない。色々な歪みがあるかもしれないが、ここは吹かして成長するという話ではないような気がする。住宅価格が高過ぎるのと、一般の人々のaffordabilityが落ちていたという両面あるとみている。

米国については、FRBのデータとFDICのデータと違うが、私の記憶では不動産には住宅ローンと商業用不動産の両方が入っていたと思う。

そのうち、どちらかと言うと商業用不動産の方が良くなっている気がする。昨日のデータでも、オフィスの建設支出はどんどん出てきており、危機前まではいかないが、かなり伸びている。新築住宅販売はほぼ横ばいで、私の記憶では第1四半期の住宅ローンのデータは残高が減っていたと思うので、どちらかと言うと商業用不動産が若干出てきたという気がする。住宅は、金融機関の貸出の厳しさ、特にファーストバイヤーやクレジットスコアの750以下のところは相当厳しいようであり、その部分がネックとなって、米国は他の先進国に比べれば1番成長力があるが、緩やかな回復であるという感じを持っている。

#### 佐藤委員

欧州では、ECBの政策理事会を控え、追加的な政策発動に対する期待感が一部で高まり「量的緩和」ということがよく言われているが、「量的緩和」という言葉で想像しているものが人によって全く違うのだろうと思う。以前から議論にあるように、マイナス金利は、足もと意外なほどリザーブ等の残高に大きな影響は及ぼしていないが、マイナス金利のもとでの金融の量的な拡大は、先行き自ずと制約を受け、その中で果してどのような政策を取り得るのかという点で、マーケットが抱く期待と実際の政策発動との間にギャップが出てくる可能性があると思う。そうしたギャップが現実化した時に、市場に対してどのようなリパーカッションを生むかは、若干の懸念材料である。

#### 白井委員

量的緩和が何かに関しては、少なくともセントラルバンカーとポリシーメーカーなど有識者の間ではかなり一致していると思う。通常、量的緩和と言う場合、バランスシートの拡大であり、それは資産の買入れによるということであると思う。付利金利は少し別で、ECBは量的緩和を実施していないという考え方で、マイナスの金利は量的緩和を実施しているという発想ではないと思う。マイナス金利でバランスシートを拡大していくの

が難しいということであればおっしゃるとおりだろうが、それが本当に不可能なのかどうかは、議論の余地はあると思う。

#### 中曾副総裁

以前も申し上げたが、所要準備の方には付利され、一方で超過準備はデポジットファシリティの部分を含めてマイナス金利が課されており、今ちょうど超過準備の方が1.5倍位あるので、ネットのコストはちょうどゼロ位であると思う。ECBがこの先マイナス金利をさらに踏み込んでいくとネットでコストが生じてくるので、その時に流動性需要や貸出金利などにコスト転嫁が行われるのかという問題が本格的に出てくる。量的緩和ができるかどうか、同じような文脈での問題であると認識している。

#### 木内委員

中曾副総裁がおっしゃった点だが、今超過準備の額がちょうど所要準備と合わせると金利がちょうどゼロになる水準の1,400億ユーロ前後で推移しているが、だからといってここで落ち着いている訳でもないという気がしている。つまり、マイナス金利でも超過準備を積むインセンティブとしては、規制対応や流動性確保の問題があり、また周縁国ではLTROで国債を買うというキャリートレードを実施しているので、その部分の利益がある。超過準備を減らすとなると当然そちらも解消しなくてはならないので、そこの利益がなくなってくる。そういうことがバランスして足もとの超過準備の水準に落ち着いてきているのだと思う。ただ、LTROは来年3月で終わり、それをTLTROに振り替えていくことになると思うが、少なくとも9～12月の初回の分では、周縁国は貸出の額が小さいので十分補うことができないということを考えると、多分LTROが減る中で、今の超過準備はこれから少し減っていく方向ではないかと思っている。

なお、先程の米国の住宅ローンの話であるが、企業向け不動産は比較的堅調で、住宅ローンは確かに弱かったが、第2四半期から急激に増えており、第2四半期と7月までの数字がFRBから出ているが、そこではかな

り急激に戻っているということを指摘したつもりである。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢についてご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

予想物価上昇率については、金融政策との関係で後で述べようと思っているが、白井委員がおっしゃるように、どのように記述すべきか難しい局面だと思っている。マーケットの指標であるBEIやインフレーション・スワップ・レートでみた予想物価上昇率は、低下傾向が続いているのは否めないが、家計と企業の予想物価上昇率は分からない。家計の予想物価上昇率は、消費動向調査では、一旦下がったが消費増税を除いた1年後はあまり変わっていない。エコノミストの予想物価上昇率は少し上がっている。私としては、最終的には家計と企業の予想物価上昇率がどうなるかが問題であり、もう少し関連の調査をみて、さしあたりは短観で判断したいと考えている。現在どのように記述するか非常に難しい局面ではっきりしない点はあるが、金融政策運営上は、今までの記述を変えない方が良いと思っている。

白井委員

予想物価上昇率に関して色々な指標があり、他国では各指標間で乖離はないが、わが国ではこれまでアンカーされてこなかった証なのか、非常にばらつきがあり、判断が難しい。例えば、家計では、生活意識に関するアンケート調査の今後5年間の予想インフレ率は、多少の振れはあるがほとんど上がっていない感じがしており、修正カールソン・パーキン法による推計値でも同様である。日本銀行は、今後、インフレ期待を引き上げていくと言っているが、岩田副総裁がおっしゃったように私も特に家計と企業を注視すべきだと思う。企業に対する調査では、確かに一般物価は少しずつ上がっていくだろうという望ましい結果が出ているが、多くの方が

指摘するように、販売価格——企業は低くみるところはあるが——とのギャップがある。今後、インフレ予想については丁寧に説明すべき時が来るように思う。

#### 中曽副総裁

BEIについては、足もとの消費の弱さもあり、引き続きよくみていく必要があると思う。私は、今回のBEIの若干の低下には、1つは海外投資家のポジション調整という要因があると思っている。BEIが下がり始めたとき、ドイツのBEIも5年物や10年物を含めて下がってきており、ユーロ圏のデフインフレ懸念をみて海外投資家が売りに回ったのではないかとみている。タイミング的にも一致し、ご存知のとおり日本の物価連動国債市場は海外プレイヤーが主流のマーケットであり、そのような面もあったのではないかとみている。いずれにしても、先行きもう少しみていく必要があると思っている。

今日の議論では、景気に関し弱めの指標がみられていることが1つの論点であったと思う。私自身は、景気の基調をみていくうえで、1番大事なことは、所得から支出への循環メカニズムが働いているかどうかだと思う。この点から消費について3点補足したい。

1点目は、実質賃金低下の問題である。実質賃金低下が、消費が弱いことの1つの理由に挙げられているが、名目賃金を消費税率引き上げの影響を含んだ物価上昇率で実質化して議論しているケースが多いと思う。私自身は、物価上昇の影響は、消費税率引き上げとそれ以外に分けて議論すべきだと思っている。消費税率引き上げは増税でありそれに伴う実質賃金の低下は事前に分かっていたことなので、それを前提に経済の見通しを行ってきており、新しい展開が起きている訳ではない。消費税以外の部分をみると、消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価は、前年比+1%台前半で推移している。一方、1人当たり名目賃金は、月を追って着実に上昇してきており、雇用者数を掛け合わせた雇用者所得は、6月の確報では前年比2%台、7月速報では前年比4%台の伸びになっている。このように

雇用・所得環境は着実に改善し、実質賃金も伸びてきている点は評価して良いと思っている。

2点目は、そうは言っても家計の一部には、賃金上昇よりも物価上昇が先行した影響をより大きく受けた先もあると思っている。こうしたマイナスの影響は、低所得者層や人口減少に直面した地方の家計で現れやすいのではないかと思っている。特に、このような問題は、景気がややもたついている時には、その分なおさら目立つと思う。ただ先程申し上げたように、賃金は、非製造業も中小企業も、あるいは地域別にみても総じて改善傾向にあるので、先行する物価上昇を賃金が追いかけて経済の実力が高まっていけば、現在はマイナス面が目立つ先でも、次第にプラスの影響が及んでいくと思っている。

3点目は天候要因である。消費の弱さの背景として天候要因を峻別するのは難しいと思うが、販売統計の中身を品目別にみると、天候に左右されない高額雑貨で夏場にかけて回復がはっきりしている。一方で、天候の影響を受けやすいエアコン等の季節家電や衣料品の弱さがみて取れるので、これが足もとの消費を実態以上に弱くみせてしまっているように思われる。以上の点からみて、私自身は、雇用・所得は緩やかに増加する、つまり回復メカニズムが働いていることからして、個人消費は次第に回復していくとみておくのが自然だと思っている。

#### 森本委員

消費税率引き上げの影響に関しては、中曽副総裁がおっしゃったように、雇用・所得環境の改善から、基本的には消費は回復していくというシナリオに全く異論はない。自動車や住宅では反動がやや長引いており注意が必要だとは思いますが、所得環境については、公務員給与は人事院勧告で上がることが期待でき、民間も、中小企業はなかなか難しいという話もずいぶんあったが、色々な調査をみると相応にベースアップも出てきており、それ以外でも一時金が出たりしている。商工会議所の調査でも、人員不足の影響を5割程度の企業が受けており、人材確保の面から処遇を考えていかな



ければならない状況があると思う。基本的には企業収益が良好な状況が維持されていくと思うので、その面からも、「給料は上がらない」という今までのマインドからは脱してきているのではないかと考えている。

#### 木内委員

中曾副総裁が指摘されたBEIについては、世界で同時に下がっているので全く連動がなかった訳ではないと思うが、一方で、海外投資家が仕掛けた、完全にマーケットのイベントとして起こったというよりは、多少なりとも国内投資家の景況感が下振れたことを反映している面があると思う。確かに、旧物国の時は流動性が非常に低く海外の投資家が取引する程度しか流動性がなかったが、新物国になってからは、国内の投資家も相当入ってきているので、一部海外投資家の仕掛けで動いたという完全に技術的な要因だけではなく、海外で景況感がやや落ち国内でもそのような数字が出ていたので、そこに共鳴して連動して動いたという面もあると思う。マーケットの指標だけではなく、QUICK調査などの債券市場の調査でも、最新の調査結果で下振れていることを考えると、国内の景気情勢を受けて国内の投資家や市場参加者の景況感が多少下振れていることが、このような調査にも表れてきているという面はあると思う。

また、「予想物価上昇率は、全体として上昇している」という対外公表文の記述については、個人的には、以前から違和感を持っている。本当に重要なことは、中長期の物価上昇率だと思う。それについては、必ずしもトレンドとして順調に上がってきた訳ではなく振れがあったが、短期的な見通しでは、足もとの物価が上がっている時は足もと調整のかたちで、アンケート調査での2014年度、2015年度の物価見通しは上がってきている。中長期については疑問があったが、短期の物価見通しが継続的に上昇してきたので、この表現でも仕方ないと思って受け入れてきた。ただ、実際の物価の前年比伸び率が頭打ちになってきているので、これからは短期の予想物価上昇率が上方修正されていくとは限らない局面に入ってきたことを考えると、今後この記述について再検討する余地はあると思う。

国内の景気については、失速すると思っている訳ではなく、足もとの在庫調整が本格的な景気後退に繋がると思っている訳でもない。ここまで景気の水準が高くなると様々な生産要素の稼働状況が高くなり、それは所得の良さというかたちで景気をサポートするので、簡単に失速する訳ではないと思っている。一方で、足もとの在庫調整がより長引いたり、その後の回復が遅れる可能性はあると思う。在庫調整については、確かに自動車に集中し広範囲な在庫調整にはなっていないが、自動車はインパクトが大きく、自動車が在庫調整を行うとその他のセクターにも波及してくる可能性があると思う。因みに、報道によれば、トヨタ自動車が8月末に見直した生産計画からの推計では、8月に落ちて9月には少し戻るが、10月に相当落ちて11月はほぼ横ばいとなっている。鉱工業生産の輸送用機械の生産予測も8月に落ちて9月に戻るが、トヨタの数字からは10月にはまた落ちて11月もあまり浮上しないことになる。これには季節調整がかかっておらず、季節調整をかければ違うかもしれないが、このようなことを考えると、自動車での調整が長引きその結果として他の産業にも2次的な影響が及ぶ可能性もあると思う。労働市場では、失業率、有効求人倍率、新規求人倍率などでみると多少生産調整の影響が及んできているので、それを通じて消費に悪影響が及ぶという意味での2次的効果も、それなりに注意しなければならないと思っている。その結果として、在庫調整が10～12月期にも継続する可能性もあると思う。これを踏まえると、2014年度の成長率見通しには下方修正の余地が相当あり、0%成長も現実味を帯びてきたような感じがする。4～6月期のGDPは、在庫が上方修正、設備投資が下方修正で、トータルでは下方修正となり、在庫が上方修正される分、7～9月期は最終需要のイメージよりも下振れしやすい。今の市場コンセンサスは4%半ば程度だが、もっと弱いと思う。4～6月を下方修正し、7～9月も今のコンセンサスよりも年率1%程度下振れ、年度後半が潜在成長率を多少上回る程度の成長率であったとすると、年度の成長率はゼロになる。その意味で、深刻な景気調整に落ち込むと思っている訳ではないが、見通しでは下方修正ののりしろがまだ残っていると思っている。

白井委員

2014年度のコアCPIと実質GDP成長率のボードメンバーの中央値をトレンドでみていくと、QQEを導入した時の実質成長率の見通しの中央値は+1.4%、直近の7月中間評価では+1.0%であり、既存のデータで見れば10月の展望レポートではほぼ間違いなく下方修正になると思う。すなわち、+1.4%から+1%以下になる。コアCPIの見通しは、昨年4月は+1.4%であったが今は+1.3%である。成長率は相当下振れてきているがコアCPIは色々な要因があって下がっていないということは、丁寧に説明していく必要があると思う。これは、予想ほどは輸出が伸びなかった、予想よりも消費増税の消費と住宅投資への反動が大きかった——これらの点はコンセンサスが得られると思う——ことによると思うが、加えて、人手不足などの供給制約が成長を下押しした面があると思う。また、円安は確かにプラスであったが、影響がアンバランスであったと思う。製造業の大企業にはプラスになったが、非製造業の中小企業にはコスト高となり、ハンディキャップになった。サーベイデータなどでは、こういうことが凝縮された結果となっており、ミックスな結果になっている。どのような理由でこのようなことになっているかについて、循環的な要因と構造的な要因を分けて、そろそろ丁寧に説明する時期が来ているのではないかと思う。

2点目は、私は、BEIが今回下がったから記述を変更しようと言っている訳ではない。以前から思っていたが、予想物価上昇率が横ばいであることを示す情報の方が多い。エコノミストの指標では上昇しているが、他には下がっているものもあり、横ばいのものもある。そろそろ、「予想物価上昇率は横ばい圏内」という表現の方が妥当となってきているような気がする。今回は良しとするが、今後検討していく必要があると思う。

3点目は、消費増税はやはりフィスカルドラッグである。税率引き上げは必要だがフィスカルドラッグで、色々な所得補助金があるといっても消費税率引き上げで人々の所得は7兆円程度減少するので、5,000億円程度

の補助金を出しても大きな差があり、消費増税がフィスカルドラッグであることは事実である。その中で日本銀行は下支えをしているということだと思う。財政再建に必要であるために実施しているので日本銀行が下支えしており、日本銀行の下支えがなければもっと悪かったというのが、率直な説明の仕方だと思う。確かに、消費税はわれわれの関与することではないが、実際には消費に影響し、インフレ期待にも影響していると思う。こうした影響は否めず、消費税率引き上げの影響を分けて議論するのは非常に難しいと思う。そうしたことを含めてわれわれは下支えをしているということを、私自身は説明していきたいと思う。

最後に、需要はそれほど強くないということである。わが国経済の総需要が強ければ、賃金はもっと上がっていき、コストが高いという声も聞こえてこないはずである。需要がそれほど強くない中で、人手不足による成長制約が起きているからこそ、中には新規企業を興せない、出店を控えるといったことが起きている。そうになると、賃金は上昇するが、総需要が大きい時に比べれば、上がり方が低くなるであろうということがポイントだと思う。今の雇用改善には、循環的な要因と労働人口の減少という構造的な要因が一緒に入っているので、そこは分けてもう少し丁寧な説明をしていく必要があると思う。

#### 宮尾委員

在庫調整に関してであるが、マイクロ情報として、建設財や自動車向けに使用される薄鋼板の在庫水準が7月末に減少したという記事が日経新聞に出ていた。これだけで判断するという訳ではないが、秋口以降の建設向けの動きが出てきているというようなコメントも載っていた。住宅投資は今は反動減が長引いているが、このようなマイクロ情報をみると、在庫調整が建設、自動車向けの部材や部品で進んでいる動きもみられているということを紹介しておきたい。

景況感全般に関し、中小企業や非製造業でダメージを受けているとの話があったが、法人季報の売上高営業利益率や設備投資では、いずれも非製

造業の中堅・中小企業が1番堅調である。大企業中心に回復しているのも事実かもしれないが、必ずしも中小企業が弱いということではなく、特に非製造業は収益、設備投資意欲ともに引き続きしっかりしていることが、少なくとも法人季報のデータからはみてとれると思う。アグリゲートされた法人季報ベースでみると、収益、設備投資の実績は引き続き非製造業、なかんずく中小企業はしっかりしているということだと思う。

#### 佐藤委員

予想物価上昇率に関し、ステートメントの「予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる」との記述については、私としては自分自身の物価見通しとの関連でこの記述を特に積極的に支持している訳ではないが、敢えて変更する必要もないと思う。むしろ変更することによってマーケットに対してどのような情報発信になってしまうかということを考えて、この文言は動かしがたいと思う。予想物価上昇率を考える際には、短期の予想物価上昇率と中長期の予想物価上昇率の両方があると思うが、ステートメントでは、短期か中長期かには敢えて触れていない。本来、政策目的としてわれわれが目指しているのは、欧米各国に比べて低いところに anchor されてしまっている中長期の予想物価上昇率を、欧米程度の2%のところに re-anchor していこうというプロセスであるので、本来的には中長期的な予想物価上昇率だと思う。ただ、中長期的な予想物価上昇率については、昨日の内田企画局長の説明にもあったが、定量化しようとしても決め手はなく、結局は定性判断、総合判断にならざるを得ない。例えば、短期であれ中長期であれ、予想物価上昇率をBEIでみることに、私は従来からかなり消極的である。旧物国から新物国になって市場の流動性は大幅に改善したということだが、物国を買っている投資家は日本でインフレが起こると思っているが故に買っている投資家であり、所詮一部の投資家に限られる。いつもリファーされるエコノミストのサーベイであるESPフォーキャストも、高々40人程度のエコノミストのサーベイであり、これが日本を代表する予想インフレ率の代用変数になっているのかどう

かは良く分からない。QSSも然りで、150人程度の債券投資家に対するサーベイで、これも代表的な予想インフレ率の指標なのかどうか、甚だ怪しい。コンセンサスフォーキャストも然りで、中長期的な予想物価上昇率が出てはいるが、これも高々数十社のフォーキャストサーベイの平均値である。このようなことを考えると、結局何をみていけば良いかについては、先程、定性判断、総合判断と申し上げたが、例えば、企業の価格設定行動が従来に比べてどうか、足もとの需要の減退を受けて慎重化してきているか、あるいは家計のこれまでの極度の低価格志向に変化はみられるのか、質の向上を伴えばある程度価格の上昇を受け入れるようになってきているのか、といった観点から、やや長い目でみていく必要があると思う。そのように長い目でみていけば、基本的には、企業の価格設定行動はQQE導入前後で明らかに変わってきていると思われるほか、家計の極度の低価格志向も、昨今のデフレ対応型企業の苦戦にみられるように明らかに変わりつつある。こういった長いトレンドをみたうえで、予想物価上昇率が「全体として上昇している」と総括するのであれば、呑み込めるのではないかと思う。月々のBEIが低下したからどうこうという話ではないと思っている。

#### 木内委員

宮尾委員がおっしゃった件であるが、確かに、法人企業統計では大企業に比べて中小企業が弱いということはあまり明確にはみえないが、これには分類も影響している。資本金1,000万円未満は含まれておらず、資本金1,000万～1億円で分類した中小企業であれば確かに弱くはないが、実際にはもっと零細企業もあり、より小規模の企業も対象となっているような、例えば商工中金のサーベイなどでは中小企業は下振れている。その意味では、大企業と中小零細企業との格差はあると思う。

#### 白井委員

様々なデータをみて対外公表文や展望レポートを作成しているが、私に

は、何かを追加することに関して、何かを記述すると新しい政策対応を迫られるので追加を躊躇している、という印象がある。それは違うと思う。もしそうであるならば変えていかなければならない。

インフレ予想をどのようにみるかは、中央銀行で見方は大体収斂しているので大きな異論はないと思う。色々な指標をみるが、BEI、エコノミストのコンセンサスフォーキャストなどがあるが、最終的には家計と企業をみていき、その趨勢でみた時に、横ばいになりつつあるのではないかと申し上げている。今回BEIが下がったからどうという話ではない。みている人達はみているので、われわれももう少し丁寧に説明する必要があるのではないかと考えている。仮に、それが横ばいという判断になったのであれば、それはそのように説明し、これからわれわれはそれに対してどのようにするかを説明していくというのが、本来あるべき姿だと思う。

中小企業に関しては、データの捕捉の問題もあると思うが、求人充足比率——企業が求人を出してどれだけ欲しい人を採用できたか——でみると、現在はどんどん悪化している。人を採用できないので何回も求人を出すそうだが、その背景には、需要がそれほどないために価格を上げられず、従って賃金も上げられず、比較的 low賃金の中で人を採用しようとするからこのような結果になっており、ここが成長制約になっている。求人充足比率が悪いのは一部の産業に集中しており、それは、建設、宿泊・外食、生活関連サービス、運輸である。この辺は、需要が強くない中で販売価格を上げられず、賃金もそれほど上げられない中で、人手不足がかなり顕著に出ていると思う。法人企業統計で中小企業の収益が良いことは分かっているが、そのような声もあるので、その中で総合判断していかなければならないと思う。一部の産業には成長制約が明確に出ていると思う。

黒田議長

それでは、10分程度コーヒブレイクをとる。再開は10時50分とする。

(10時40分中断、10時49分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

木内委員

金融市場の景況感並びに市場環境が大きく変わりやすい時期に差し加かってきたと考えている。今回は、この点に加えて、それに関連した政策対応や情報発信のあり方について発言したいと思う。

第1に、市場の景況感と政策対応についてであるが、市場では増税の短期的な影響、中長期的には日本経済の実力、例えば成長率のトレンドなどについて、共に楽観的に見過ぎている傾向が窺われるため、今後は経済実態が市場の期待を下回る傾向が暫く続き、この結果、政府や本行による景気対策実施への期待が強まる、あるいは市場価格の変動を通じて政策対応を促す可能性も考えられる。しかし、需給ギャップはほぼ解消したと考えられる一方、現在の潜在成長率は年率0%台前半程度と考えられるため、仮に成長率が昨年度のペースから相応に低下しても、それは実力に見合った安定成長ペースへの移行、正常化の過程と捉えることもできると思う。早期に需給逼迫状態に至ることを回避できる点で、景気回復の持続性を高める効果も期待できる。このような局面で本来求められる政策は、成長ペースの鈍化に慌てて反応することではなく、緩やかでも実力に見合ったペースでの息の長い景気回復の実現を図りながら、成長率を押し上げる構造改革に腰を据えて取り組むことだと思う。

他方で、このような局面で拙速に需要刺激型の対策に乗り出すことには問題があると思う。そのような政策を打てば、不均衡拡大をもたらすなど、各種副作用が累積される可能性が高まる。また、構造改革の必要性につい



ての人々の意識を弱め、その実施をむしろ妨げてしまう懸念もある。バブル崩壊後に財政出動が繰り返される中、経済の低迷は持続したため財政環境が累積的に悪化したことを、その一例と捉えることも可能だと個人的には考えている。一部の海外主要国でも、経済状況が市場あるいは国民の期待を下回る際に、成長率を高めるような構造改革を促す政策よりも、短期的に需要を刺激する金融緩和や財政出動を優先させる傾向があるように見受けられる。この点、FRBが金融政策の守備範囲を超えて労働市場を抱える全ての問題点を金融政策で対応しようとしているようにもみえる点には、個人的にはやや不安を感じる。

第2に、当面の内外の金融市場は変動が大きくなりやすいため、注視が必要だと思う。地政学問題は引き続きグローバル金融市場の攪乱要因だが、それに加えて主要国間の経済環境の違いを背景に、金融政策見通しの方向性に違いが出てきている点が重要である。米国と英国では、比較的早期の短期金利引き上げが意識され始めているのに対して、ユーロ圏や日本では追加緩和観測が燻っている。こうした状況は国際資金フローを活発化させ、歴史的低水準にある金融市場のボラティリティを一気に高める可能性もある。特に注目しておきたいのが、米国の長期金利の動向である。現状では、米国経済の堅調と先行きの利上げ期待などを背景に海外資金が米国に流入しやすく、それが米国の長期金利を低位に維持させることに貢献している。その結果、米国における外株投信への資金流入拡大にも表れているように、資金が回転して米国外への資金流出も促され、世界の金融市場でリスクテイクの傾向が強まる構図になっているように見受けられる。しかしながら、米国経済・物価の上振れ見通しから短期金利の引き上げ観測が一層強まり、いずれ米国長期金利の上昇に繋がると、世界的な資金の巻き戻しのきっかけになり、金融市場の環境はリスクオフモードへと俄かに転換する可能性がある点に留意したいと思う。

一方、国内では、9月の期末を挟んで昨年と同様に短期金利が大きく変動し、長期金利のボラティリティを高める可能性がある。また、6月の貸出支援オペ実施後に中長期金利が下がったように、9月の支援オペの結果

は再び長期金利に影響を与え得ると思う。さらに、9月の国債大量償還を受けて、金融機関の投資行動次第では長期金利のボラティリティも高まりやすい時期にあると思う。このように、国内金融環境は、当面様々なイベントが重なることで潜在的に不安定な状況にある中、米国並びにユーロ圏の長期金利上昇などを契機に、国内金利が反転上昇する可能性にも留意しておきたいと思う。

最後に、景況感の下振れや長期金利上昇などの市場変動を背景に、追加緩和観測が市場で強まった際の情報発信に関してであるが、緩和観測を抑えるために本行の経済・物価シナリオに変更がないことを殊更強調することは望ましくないと考えている。既に、現状においても、このような傾向がある程度あるように感じている。日本経済は、4、5月に生じた増税による反動減のあとに持ち直し傾向が続いている限り、たとえ反動減の規模は想定より大きめで、その後の回復ペースは想定より鈍くても、景気情勢は想定内で基本シナリオは些かも揺るがない、というようなニュアンスの説明は丁寧さを欠くと思うし、市場との円滑なコミュニケーションを図るうえで十分ではないと感じている。また、今後は、景気見通しと物価見通しの整合性について、より納得性の高い説明が求められる可能性が高まるといった点にも留意しておきたいと思う。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。詳細は省略するが、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、金融機関の貸出態度は改善しているほか、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、長期金利は、米欧金利が低下基調にある中、0.5%前後の水準となっている。そう

したもとで為替市場をみると、ドル／円は、好調な米国経済指標や7月のFOMC議事録公表等を受けて利上げ時期の前倒し観測があることなどを背景に、やや大きめに円安方向の動きとなっており、株価は、米欧株価の上昇や為替円安等を受け上昇している。

次に、国際金融資本市場であるが、地政学的リスクへの警戒が幾分和らぐ中、前回会合前後の神経質な動きはほぼ解消されているほか、欧州の緩和的な金融政策が維持あるいは強化されるとの思惑もあり、主要国の長期金利は低下し、株価は上昇する展開となった。引き続き、ロシア・ウクライナ情勢——特に、ロシアへの追加経済制裁等が欧州金融経済に与える影響——や、エネルギー価格に影響を及ぼす中東情勢などの地政学的リスクには十分な注意が必要である。また、今月に実行されるTLTROの効果を含めユーロ圏経済・物価の動向を踏まえたECBの政策対応や、米国の利上げ時期への意識が高まる中でFedの政策対応への思惑も、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、反動減による一時的な需給緩和が物価に与える影響や海外経済の動向等のリスク要因を肌理細かく点検しつつ、所期の効果を発揮している量的・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。

最近の経済金融環境を踏まえて、一言付言したい。前回会合以降、欧州において、ドイツの長期金利が初めて1%を下回る水準にまで低下した。この背景には、軟調な経済指標やウクライナ情勢の緊迫化に伴う実体経済への懸念に加え、デスインフレ懸念の高まり等があるとみられる。また、欧州周縁国の長期金利も、経済改革進展期待やsearch for yieldの動き等から低下したほか、米国の長期金利は、欧州長期金利の低下の影響もあり、幾分低下している。わが国の長期国債市場については、値幅・出来高比率は総じて低位で推移しているが、本行の大規模な買入オペを背景に、全体としてタイトな需給環境が継続するもとで、このところ米欧長期金利

の低下の影響も受け、10年物新発債の発行利率は0.5%の水準にまで低下している。こうした中、一部の地銀等では、リスク管理に努めつつより高い利回りを求めて20年の超長期ゾーンまで投資対象を拡大しているほか、低ボラティリティ下にある外債投資を進めているとの指摘も聞かれる。こうした変化は、量的・質的金融緩和に伴うポートフォリオバランスの動きでもあるが、今後、インフレ率上昇への見方を含め何らかのショックをきっかけに、非連続的に内外の長期金利が変動する可能性には十分な注意が必要であり、状況に応じた市場との的確なコミュニケーションや対外発信に努めていく必要があると思う。

最後に、成長基盤強化支援について、今回9月の実行額は約6,600億円となり、制度拡充後初めて実施された前回6月よりさらに増加する見込みである。経済の好循環を持続させていくためには、民間企業が緩和的な環境を活用して資金を調達し、投資等の増加を通じて成長力の強化に繋げていくことも大変重要である。引き続き、本制度が有効に活用されることにより、政府による「日本再興戦略」の推進に加えて、民間による成長力強化に向けた取組みへの支援に繋がることを強く期待している。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

量的・質的金融緩和の波及メカニズムの出発点は、デフレ予想を完全に払拭して、中長期的な予想インフレ率が2%に向かって上昇することにあると考えている。その意味で、予想インフレ率の動向は重要であるので、前半でも少し議論になったが、繰り返させて頂きたい。

予想インフレ率の指標は幾つかある。まず、マーケットの予想インフレ率であるが、10年物のBEIでみた予想インフレ率は、8月以降低下傾向が続いている。名目金利は低いものの、予想インフレ率が低下しているため、予想実質金利も上昇しつつある。量的・質的金融緩和開始以降、1

か月もの間、BEIでみた予想インフレ率が低下し予想実質金利が上昇するという状況は初めてのことである。予想インフレ率の低下が、消費増税による実質可処分所得の減少や消費支出の大きな反動減とそれからの回復の遅さなどに起因しているとするれば、消費者コンフィデンスと企業マインドが悪化し、消費と設備投資に悪影響を及ぼす可能性がある。これまでのところは、という限定付きであるが、消費者のコンフィデンスも企業のマインドも悪化していない。このことは、家計や企業の消費増税の影響を除いた予想インフレ率は、日本国債の市場参加者ほどには低下していない可能性を示しているのではないかと思う。なお、BEIは9月2日を底に上昇に転じているが、今後この上昇が持続するかどうか注目している。

今後の金融政策を考えるうえでは、マーケットの予想インフレ率を含め、消費者と企業の予想インフレ率が2%に向けて上昇するかどうか、消費増税の影響を受けて企業と消費者のマインドが悪化しないかどうか注目している。現在は、量的・質的金融緩和実施以降、予想インフレ率の先行き判断が最も難しい局面にあるというのが私の印象である。現状ではマーケットの予想インフレ率は弱めであるが、反転の兆しもあり、消費者と企業のマインドも差し当たりは堅調であることを踏まえると、金融政策はこれまでどおりで良いと考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、企業からみた金融機関の貸出態度、資金調達の金利の面、量の面、いずれの面からみても、引き続き緩和した状態にあると思う。期待インフレ率については、BEIが足もと幾分低下している点が気になるところであるが、これは先程述べたとおり、最近の弱めの経済指標やCPIの動きを反映している面もあると思うが、一方でグローバル投資家のポジション調整を反映した面もあるのではないかと私自身はみて

いる。いずれにしても、もう少し様子を見ていくことが必要だと思う。

次に、森本委員も指摘された長期金利の動向について触れておきたい。このところ、主要中央銀行の緩和的な政策継続期待などを背景に、ドイツの10年物金利が1.0%を下回り史上最低を記録している。taperingの最終局面に入りつつある米国でも、国債先物市場のショートポジションをみるとほぼ解消されており、米国での金利先高観も不思議なほど稀薄であると思う。日本においては、元々長期金利は低水準であったが、10年物金利が一時0.5%を下回り、20年物も1.3%台前半まで低下するなど、ここに来て長めのゾーンを中心に一段の低下をみている。こうしたわが国長期金利の一段の低下の背景には、本行による多額の国債買入れによって国債需給が引締まっていることが基本にあることは言うまでもない。加えて、市場参加者の経済・物価見通しが、われわれの見通しよりも低いということもあると思う。さらにそのうえで、このところ海外での金利低下や、金融機関のキャリー収益確保の必要性から来る国債需要といった要因が、一段の金利低下をもたらしているとみている。先行きについても、日本銀行の国債買入れの継続、財政収支改善の見通し、円転コストの低下傾向、そしてやや文脈は異なるが流動性規制対応の安全資産需要などの要因から、イールドカーブ全般に低下圧力がかかり続けるとみている。長期金利の抑制はQQEの所期の効果であり、2%の物価安定目標実現に向けて、こうした緩和的な金融環境を維持することは重要だと思う。ただし、今後、例えば、われわれの見通しどおりインフレ率が2%に向かっていく過程では、どこかのタイミング——自分自身はCPIの反転上昇が確認される時点とみている——で市場参加者の経済・物価見通しが上方修正され、長期金利に上昇圧力が加わってくるはずであるとみている。その場合、様々な主体の取引が円滑に執行され、金利が市場全体としての経済・物価観を適切に反映して形成されるためには、国債の市場流動性が維持されていることが必要と思う。この点、足もとについては、取引高や値幅・出来高比率などをみる限り市場流動性は低下しているようにはみえない。しかし、これは、一面では市場参加者がタイトな需給環境に慣れてしまい、流動性リ

スクを適切に評価しなくなっている可能性があることを示唆しているのかもしれないと思っている。このことは、過渡期におけるボラティリティの急上昇と、これを通じて金利変動が増幅されるメカニズムが潜在していることを意味すると思っている。

もとより、QQEは国債需給に影響を与えることで金利低下を促す政策である以上、これに伴い市場流動性がある程度低下することは、政策導入時から覚悟していたことである。ただ、今申し上げたような理由から、市場流動性が極端に低下することは望ましくないと思う。また、QQEを導入した昨年4月の公表文にも書いたとおり、この政策を円滑に遂行していくためには市場参加者の協力が必要であり、政策効果を減じない範囲で市場機能に配慮していくことも大事であると思っている。今後も日本銀行が巨額の国債買入れを継続していくことを踏まえると、国債市場の流動性の動向やそれが価格形成に与える影響について、多面的なモニタリングと分析を重ねていく必要があると思っている。

最後に、金融政策運営面であるが、QQEは、物価、そして期待インフレ率が上昇するほど緩和効果が強まっていく政策である。また、今後米国経済の回復と金融政策正常化に向けた動きが進捗するにつれて、円安基調のもとでわが国の緩和度合いが相対的に強まっていくとも考えられる。そこで、当面は足もとの日本の景気が多少もたつくことがあっても、所得から支出へという好循環メカニズムが維持され続けていくか、また物価面で年度後半以降CPI上昇率が再び上向きに転じ、この中で期待インフレ率が上昇傾向を持続していくかをよく見極めていくことが適切と思っている。従って、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。

本日は、2%物価安定目標の実現に向けた道筋と今後の金融政策について、私の見解を申し上げる。まず、2%目標の実現に向けた達成期間であるが、足もとで得られる経済指標に基づくと、展望レポートの政策委員見通しの基本シナリオである2015年度中に達成する蓋然性は低下しているように思う。

この理由として2点指摘する。第1に、人手不足から賃金上昇が高まり、それが物価上昇率を押し上げるシナリオは、ゆっくりと生じる可能性があるからである。この点は、①賃金上昇のスピード、②賃金上昇が物価上昇率を押し上げる力の2段階に分けて考えるべきだと思う。まず、①の賃金上昇スピードについては、わが国の総需要の改善ペースに依存する。つまり、総需要が強く拡大していく場合には賃金の上昇圧力が高まりやすくなるが、総需要の伸びが緩慢な中で労働供給制約の方が強まっていく場合には、賃金上昇圧力は緩やかになると考えられる。今後のわが国経済では、総需要の回復が緩やかな状態が続く可能性がある一方で、人手不足による供給制約が顕在化しつつあるため、賃金は予想よりも緩やかに上昇していくとみている。

次に、②の賃金上昇が継続すると仮定した場合に、それが物価上昇率を押し上げる力についてであるが、企業の対応が様々なために直ちに物価上昇率の急速な押し上げへと繋がらない可能性がある。ここで言う賃金上昇に対する企業の対応とは、次の3つのケースに大別できる。第1のケースは、企業が労働生産性を改善することで賃金上昇に対応するため、販売価格に上昇圧力が生じない場合である。第2のケースは、自社製品・サービスに対する需要が緩慢なために販売価格を引き上げられず、利益の圧縮によって賃金上昇に応じる場合であるが、この状況は持続的ではなく、やがて廃業、再編、事業の見直しを余儀なくされる可能性がある。第3のケースは、自社製品・サービスの需要が増加しているため、販売価格を引き上げて賃金上昇に対応できる場合である。物価上昇は、このうちの第3の需



要増加ケースでは円滑に進むが、第1の労働生産性の改善や第2の利益圧縮のケースでは限定的になる。今後のわが国経済では、これら3つの企業対応が混在していくため、賃金上昇が物価上昇率を押し上げる力は緩やかなペースで高まっていくと考えられる。

第2に、2015年度に2%を達成する見通しの蓋然性が低いと思われる理由は3点ある。それらは、①円安の影響を受けにくい食料・エネルギーを除くベースでCPI上昇率を概観すると、今日に至るまで1%を大きく下回り続けていること、②当面は総需要が緩慢な中で供給制約が強まることで需給ギャップが改善していく可能性があり、日本銀行が想定する望ましいシナリオとは若干ずれが生じる可能性があること、③長期予想インフレ率が強く上昇する兆しがないこと、を指摘できる。無論、米国との金利差などから今後円安が急激に進めば、物価上昇率が一段と高まり、2%に一時的にタッチする可能性は否定できない。しかし、この場合、長期予想インフレ率の2%に向けた上昇トレンドおよび将来所得期待の着実な改善を伴わなければ、輸入物価の上昇によって実質所得が下落するコストプッシュ的なインフレとみなされ、日本銀行が目指している2%物価安定目標の姿とは異なると判断される可能性がある。

以上の考察から、私は、昨年4月のQQE導入以来主張しているように、日本銀行の基本シナリオ自体は支持しているが、その達成ペースにはより時間がかかると考えている。こうした私の見通しの蓋然性が高まりつつあるとみているので、10月の展望レポートを含めた今後の対応として、達成時期に関する見通しを修正する必要性が高まってくると思う。昨年10月にも申し上げたが、日本銀行が見通しを示す場合、政策意図と効果を織り込むことと、可能な限り客観的な分析を示すこととの間で適切なバランスが必要である。国民、市場によって前者に傾き過ぎていると受け止められてしまうと、日本銀行の分析に対する信認の低下をもたらし、展望レポートが単なるスタンスの表明とみなされる惧れがある。また、エコノミスト、有識者による経済・物価情勢の判断と比べて強気姿勢を維持し続けると、対外的には、日本銀行は従来よりもデフレ脱却に自信があるとのポ

ジティブな印象を与える効果がある一方で、経済・物価の現状の弱さを率直に認めると、突然弱気姿勢に転じたとみなされ、即座に新しい政策対応が連想されるといった硬直的な金融政策運営を余儀なくされるリスクもある。率直に申し上げて、この1年半ほどの日本銀行の見通しは、政策効果を強調するあまり強気な見通しを示していると受け止められ続けてきた印象がある。

これに関連して、今後、適切な時期に昨年4月4日の公表文に明記した2つの時間軸表現、フォワードガイダンスについて、丁寧に説明する必要があると思う。まず、1つ目の時間軸表現である「2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」との表現だが、現在でも、国民、市場の間ではこの解釈を巡り混乱が生じているように思う。特に、昨年4月4日の記者会見時における「2・2・2」の説明を根拠に、海外勢を中心にきっちり2年、つまり来年春までに日本銀行が2%の実現にコミットしたと受け止めている人が未だ多いようである。この点については、「きっちり2年とコミットした覚えはない」との説明もなされているが、そうした対外説明の仕方よりも、2年とはインフレーション・ターゲティングにおいて通常想定される期間であって絶対的なものではないこと、そしてその文脈において引き続き2年程度を念頭にできるだけ早期に実現することを目指しているものの、2年以上かかる蓋然性が高いことを、真摯に説明していく必要があると思う。

次に、2つ目の時間軸表現である「2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する」との表現については、「安定的」との表現が分かりにくく、しかも1つ目の時間軸表現との関係も十分理解されていないように思う。また、「量的・質的金融緩和」を継続する」との表現に関しても、2015年以降のマネタリーベースの増額内容について現在の規模を少なくとも維持するであろうとの見方が市場では多いように見受けられるが、果してそうした見方が政策委員会の間で共有されているのか、もう少し柔軟なやり方が考えられるのかが明確ではない。私自身は、無理なく2%を達

成することが重要との立場から、「2016 年度には達している可能性が高い」との見通しを昨年4月から維持しており、それに見合った政策内容が実現できればと考えている。

いずれにしても、経済・物価の現状および先行きについては、先程も指摘したように、景気循環的な要因と構造的な要因を区別してより明快で率直な対外説明を行い、そのもとで、金融政策としてできる限り景気を下支えすると一貫して主張していくことが必要になっていると思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境は、引き続き「緩和した状態にある」との評価が良いと思う。この間の国際金融資本市場の動向であるが、前回会合当日も懸念された地政学的リスクは、その後幸いにも悪化することなく、総じて小康状態が続いている。一方で、米国経済の明確な改善を受けて、これまで低下傾向にあった海外長期金利に、極く足もとであるが底入れの兆しが窺われてきたことは、この間の Goldilocks と呼ばれる状態を何がしか是正するものであり、好材料と認識している。また、米国の実体経済の改善を反映した緩やかなドル高基調も窺われたと思う。

わが国の金融市場動向であるが、長期金利は前回会合以降、一時 0.5% を割る水準まで低下したが、足もとではまた 0.53% と若干上回り、下げ止まりの兆しが窺われている。株価は TOPIX で 1,300 程度と前回会合よりも改善しているし、この間の為替レートもドル高の基調を受けてドル/円で 105 円前後、ユーロ/円で 137 円台程度と、明確に円安化したという状況かと思う。

こうしたもとで、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済については、先程申し上げたとおり、メインシナリオに沿って回復基調を

続けているという全体観を維持できると思うので、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。また、先行きの政策運営に関するガイダンスに関しても、従来どおりを維持することが適切と考える。

政策に関連する論点で、皆さんからも言及があったわが国の長期金利動向について、この場でも再三これまで議論してきているが、改めてコメントしたい。わが国の長期金利動向は、本行の資産買入れにより、長期金利のリスクプレミアムパートに対する下押し圧力は、これまであるいは今後とも累積的に高まってきているとみられるが、それと同時に、グローバルな要因、海外の長期金利動向からも少なからず影響を受けていると思う。すなわち、この間、欧州の経済・物価動向の下振れとそれを映じた先般の追加緩和措置、並びに先行きの追加緩和期待などを背景に、欧米日とも長期金利はじわじわと低下基調にあり、極く足もとでは、米国実体経済の明確な改善を受けて、日米ともに長期金利に下げ止まりの兆しが窺われていると思う。日本の長期金利動向を論じる際には、当然わが国の政策による金利押し下げ効果がある訳だが、それと同時に、グローバル要因から来る影響も小さくないということは、しっかり踏まえるべきと考える。

そのうえで、今後を展望すると、F e dによる将来の政策スタンスに対する市場の理解は、この間のFOMC議事要旨あるいは幹部の講演などの様々なコミュニケーションによって進んできているとみており、海外長期金利の急騰リスクも抑制された状態が続いているのではないかと思う。このような状態が続く限り、グローバル要因から来るわが国長期金利に対する急騰リスクも抑制される地合いにあるとみている。いずれにしても、何よりも重要なのは内外経済のファンダメンタルズであり、今後とも、長期金利動向並びにそれと密接に関連する経済のファンダメンタルズを入念に点検していきたいと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境については、引き続き緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。企業の資金調達コストの動向や、中小企業を対象とした金融機関の貸出態度判断D I、資金繰り判断D Iからも、企業金融は引き続き極めて緩和した状況にあるとみている。

わが国の金融市場については、10年物国債利回りは0.5%近傍まで低下してきている。このところの低下には、本行が強力な国債買入れを続けるもとの、足もとの弱めの経済指標を受けた金利見通しの弱気化などが影響しているともみられるが、限界的には、米欧の長期金利の低下の波及効果が大きいと思う。為替相場については、10年債でみたドル、ユーロとの内外金利差は縮小してきているが、対ユーロでは円高方向にあるものの、対ドルでみると円安方向にある。米国については、金融政策が出口に向かっており、長期金利は色々な思惑から低下してきているものの、短期金利の予想経路に強く影響される2年物については強含んでおり、今後、時間の経過とともにさらに上昇圧力がかかってくるものとみている。これまで2年物の金利差が縮小していたため、10年物での金利差が為替変動の要因として注目されてきたが、再び内外金利差として2年物に注目が戻ってくるものとみている。当面、ドルに対しては、この点から基本的に円安傾向にあると考えている。

株価については、投資家の関心は、これまでのマクロの政策や経済指標から、ミクロの個別企業の業績をより重視する方向に移ってきているとみている。その点では、安定度が増してきていると考える。小さな話かもしれないが、本行のETFの買入対象に、これまでの日経225とTOPIXに加え、JPX日経400を検討したらどうかと思う。本インデックスは、GPIFがパッシブ運用の対象の1つに選定したり、ETFや公募投信にも採用されたりしているとのことである。導入から半年余りだが、買入対象として早期に採り上げることは、株式市場に対して意を用いているという本行の姿勢を示すことになると考えている。

金融政策運営面では、これまで前提となる景気・物価情勢はほぼ展望レポートの想定どおりに展開してきたが、ここに来て景気面での弱めの指標が出てきている。一方で、消費を支える雇用・所得環境は引き続きしっかりとしているほか、このところの堅調な株価や為替円安もサポート材料になることから、現時点で景気や消費の基調に変化が生じてくるとはみていないが、消費税率引き上げの影響を克服していく大切な時期にあるものと思っている。その意味でも、現行の強力な緩和政策を継続していくことが適当と考えている。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等は、現状維持が適当と考える。先のセッションで述べたように、国内経済は、増税の影響から主に生産や消費が弱めの動きとなり、足もと7～9月期の生産は2四半期連続の減産の可能性があり、7～9月期のGDPも戻りは鈍い見込みである。事後的にミニ後退局面とテクニカルに認定される要件を満たしつつあるようにみえる局面ではあるが、低調さの主因は、あくまでも主に輸送機械工業で企業が先行きの需要予測を読み違えたことによる意図せざる在庫増にあると思われ、堅調な雇用・所得環境や企業・家計マインドから判断して回復のメカニズム自体が覆った形跡はない。よって、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」との判断を振らすことなく、量的・質的金融緩和を着実に進めることが重要である。市場との対話に当たっては、こうした本行の一貫した姿勢を示すとともに、前回会合でも述べたように、量的・質的金融緩和がイールドカーブの水準および形状に及ぼす効果は資産買入れの進捗とともに累積的に強まるということを丁寧に説明していくことが、先行きの政策展開を考えるうえでも有益であろうと思う。

また、物価安定の目標の達成度合いを評価していくうえでは、例えば、

消費者物価コアといった特定の指標に過度に重きを置くことなく、賃金を含む幅広い物価指標を丹念に点検し、日本経済が2%の物価安定の目標実現のパスを踏み外していないかどうかという観点から評価することが重要であろう。この点、直近7月の毎勤統計における現金給与総額等のデータは、速報段階ながら所定内賃金の改善傾向を確認するものであった。所定内賃金の改善は、昨年7月以降に広がった地方公務員の給与減額措置の影響の裏が出たことも一因とみられ、ある程度予想はされたことではあったが、こうした動きが確認できて安堵している。

ここで、量的・質的金融緩和を成功裡に導くうえで、政府の財政健全化努力の重要性について改めて触れたいと思う。消費税率引き上げ後の反動減がやや大きいことから、2015年10月実施予定の消費税率10%への引き上げの是非が改めて論点となっている。ただし、量的・質的金融緩和の効果は政府の財政健全化努力により高まるものであり、仮に、政府の財政健全化へのコミットメントが薄れたと市場が判断すれば、リスクプレミアムの拡大を通じて緩和効果が阻害されるのみならず、将来出口を迎える際も様々な困難を来す可能性が高いと思われる。そもそも、本行は政府の年度の新規国債発行額約40兆円強を上回る50兆円の長期国債買入を進めてきているが、これは、国債以外に魅力的な投資機会を見出しにくい故に消去法的に国債を保有せざるを得ない機関投資家から、本行が国債を買っていることを意味する。かかる投資家から国債を買い入れ続けると、その効果はさらなる長期金利低下というかたちで端的に現れることになるが、こうした緩和効果は政府の今後のネット発行額次第で、より強力に発揮される可能性がある。一方、本行が政府のネット発行額以上の国債を買い入れることは、一步誤れば財政ファイナンスとみなされるリスクと隣り合わせである。このようなリスクを顕在化させないため、政府におかれては、財政健全化に向けたコミットメントを市場に粘り強く発信し続け、さらにそれを着実に実行されることを期待したいと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については現状維持が適当ということで一致していたと思う。先行きの金融政策運営についても、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持するということであったと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。量的・質的金融緩和の効果については、引き続き所期の効果を発揮しているとみて良いと思う。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全体として低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利も極めて低位にあると思われる。企業や家計の支出活動を支える金融環境については、昨日の執行部からの説明にもあったとおり、銀行貸出が緩やかな増加を続ける一方、貸出金利は既往最低水準にあり、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

宮尾委員

先程、白井委員から2%の達成に関して幾つかロジックをご紹介頂いたが、それについてコメントを申し上げる。人手不足のもとで賃金上昇が緩やかになるという議論があったが、私自身、このメカニズム自体には違う意味で賛成している。というのは、人手不足の場合、企業サイドからすると供給を引っ張り出さなければならないので、色々な工夫によって労働供給が増える。つまり、労働の供給制約がよりタイトではなくより緩やかになり、労働需要、労働供給の両方が増えて賃金上昇が緩やかになる、というメカニズムが、私は重要だと思っている。実際、労働参加の構造的な低下はこの1年位とどまっており、それ自体が家計の所得上昇、あるいは所得上昇期待を通じて、供給サイドから潜在成長力を高めるメカニズムがある。それがひいてはまた持続的な需要に跳ね返り、好循環を持続するとい



う意味で、人手不足はあるが労働供給がより増え、それによって、賃金は、勢い良くは上昇しないが、供給サイドの改善を伴っているので持続的な需要が実現する。もしかすると物価よりも賃金上昇は緩やかかもしれないが、需要が増え、供給も増え、潜在成長率も高まり、緩やかな物価上昇が実現するというメカニズムがあるのではないかと、私自身は考えている。この点は見方の違いだと思うので、どちらが正しいかということではないが、私自身は、そのようなメカニズムから、賃金上昇が緩やかであっても、より長い目でみて、供給サイドの改善で労働供給が増えることで潜在成長力が高まり需要がよりしっかりと出てくることによって、2%の物価安定目標の道筋がよりしっかりしてくるというメカニズムを考えている。

#### 白井委員

日本の人口動態をみると、女性や高齢者が沢山働くようになったとしても、人口減少による労働人口減少の方が大きい。これはこれからますます強まる。女性や高齢者にもっと働いて頂けるように、例えば、政府が待機児童の問題や税制の工夫をしても、それでも足りないというのが現状なので、間違いなく人手不足はどんどん強まっていく。女性や高齢者が働くようになって、人手不足の流れを弱める程度で、その流れは止まらない。その中で、私は、日本の需要はそれほど強くないと思う。需要が強ければ、賃金を上げることで労働力を確保できるが、今の日本では賃金上昇を可能とするほど需要は強くない。賃金と販売価格を上げていくためには、一部の産業は従来の低価格志向のビジネスモデルを変えなければならない。ところが、総需要がそれほど強くないために、そのビジネスモデルを変えられない。安いものを望む人達も沢山いるので、そういう中で恐らく企業は困って、賃金もなかなか上げられず販売価格にも転嫁できない中で出店を見合わせるようなところが出てきている。経済全体ではないが、一部の産業では明らかに出ていて、そのためにせつかくの新規ビジネスが阻害されているのは事実である。先程も述べたように、われわれの成長率見通しの中央値が相当落ちている背景には、そういったこともあると思っている。

確かに人手不足で賃金が上がっていき、政府の色々な努力で多少は緩和できても、その流れをとめるものではないと思う。

石田委員

その考え方は、今のビジネスのやり方で人手不足で困った時に、給料は上げられない、需要が足りないから売れない、だからやめざるを得ないというものだが、そのこと自体が供給をより効率的にしていく過程であって、決してマイナスに取るべきではないと思う。今までと同じようにやりたい人達が駄目になり、省力化投資に上手く乗った企業が勝ち、競争相手がなくなるから価格も上げていき、その間に労働生産性が上がっていく、ということが本来あるべきである。単に、人手が足りないから今までと同じように店を増やせないということでは、日本の将来はないと思う。

白井委員

私も全く同感で、そのことを否定している訳ではない。長い目でみて今の調整をこなしていければ、わが国の生産性が上がり、賃金も上がっていくということは全く否定していない。ただ、今は調整過程なので、暫くは苦しむ企業も多く、成長制約にもなるということを示している。その結果、先程も言ったように、企業の3つの対応の中で、非常に力のある企業——例えばコンビニチェーンなど——は、どんどん地方に出店している。彼等は、非常にハイテクで生産性も高い。こういったところは生産性を上げて高い賃金を維持できる。しかし、生産性を上げるということは、実質賃金は上がるかもしれないが必ずしも販売価格は上がるとは限らないので、多少そこは違うと思う。そのような色々なことが混ざっているのが今の調整過程であり、その中で成長制約的なことが起きているというここ1～2年の話を申し上げているのであって、私はそれを否定的に取っている訳ではない。日本の将来を考えた時に、こういったかたちで生産性が上がり、人手不足が1つのきっかけとなってわが国の経済構造が変わっていき、より良い方向に移ることを望んでいるので、否定的に取っている訳ではな

い。ただ、ここ1～2年はそのようなことが出てくるであろうということを申し上げている。

#### 木内委員

森本委員が指摘された投資家の投資行動の話であるが、足もとで生保が外債を急拡大させていたり、銀行も超長期債への投資を増やしたりしているが、これを、QQEの政策効果でありリバランスが強まっていると評価できるかどうかという点では、勿論一部はそのような面もあるが、森本委員ご指摘のように、どちらかというところグローバルな金利低下の流れの中で、日本にもいわゆる search for yield の傾向が強まっており、仕方なく外債や超長期債に向かっているという要素の方が大きいのではないかと思う。果して腰を据えてそういう方向へのリバランスが起こっているのだろうか。例えば、全体的にリスクテイクの方向に向かっているのであれば、株式への投資を増やしても良さそうなものだが、そういった動きは全くない。先日の金融機構局の報告でも、金融機関のリスク回避的な動きは根本的には変わっていないということであった。そういうことからすると、比較的変動し得る search for yield の動きなのではないかと思う。そうであれば、内外金利の方向性や金利差が変わると、資金は巻き戻されやすいという点では、過度にプラスに評価することには慎重であった方が良くはないかと思っている。

別の話だが、欧州の影響を日本の金融市場もかなり受けており、一時的にはユーロ圏の緩和期待が強まったことも、為替や日本の金利などに凄く影響を与えたというのが、この1か月間の大きな特徴だと思う。ECBが意識して緩和期待を強めたが、これはもしかすると政策への信認という面からはマイナスの面があるのではないかという気がしている。6月に発表したECBの政策の中で、今後目玉になっていくのはTLTROだと思うが、TLTROは政策金利プラス10bp、4年固定という商品設計で、金利引き下げ期待が出ると、先送りのインセンティブが働きやすい。今年9～12月合わせて最大4,000億ユーロ位利用することは可能なのだが、金

利先安観が出てくると先送りされてくる。そうすると、例えば期待のTLTROが初回から躓くことにもなりかねない。6月にパッケージを出した時に、ドラギ総裁が金利はもう下限であると言ったのは、金利先安観が出ないようにという配慮も多分あったと思うが、それを自ら崩してしまっており、ちょっと裏目に出る面があるのではないかという気がしている。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。まず、財務省の迫田英典大臣官房総括審議官をお願いします。

迫田財務省大臣官房総括審議官

先般、8月13日に公表された本年4～6月期の実質GDP成長率の1次速報は、ご存知のとおり、消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動などにより、前期比年率-6.8%となった。駆け込み需要と反動減という大きな振れの影響を除いて経済の趨勢をみるために、1～3月期と4～6月期の実質GDPを平均してみると、前年同期、つまり平成25年1～6月期はもとより、直近の25年10～12月期の水準も上回っている。また、雇用情勢は着実に改善してきており、こうしたことを踏まえると、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という認識に立っている。

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。

政府においては、7月25日に閣議了解した「平成27年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」に沿って、各府省から予算要求が提出されており、昨日その取りまとめ結果を公表した。各省庁から提出のあった27年度一般会計概算要求・要望の総額は、約101兆7,000億円であり、前年度予算額との比較では、約5兆8,000億円の増となっている。27年度は、国・地方のプライマリーバランスの赤字半減目標の達成年度

に当たり、先般、内閣府から示された中長期試算においては、赤字半減目標の達成が視野に入るとの見込みが示されているが、目標との差額は僅かであり、赤字半減目標の達成は全く楽観視できず、歳入・歳出両面の努力を緩める状況には全くないと考えている。今後の予算編成過程においては、赤字半減目標を確実に達成するため、要求・要望についてしっかりと精査していきたいと考えている。今後とも民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成に向けた取組みを進めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

内閣府の前川守政策統括官（経済財政運営担当）をお願いします。

前川内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

8月13日に内閣府から公表した4～6月期のGDPの1次速報では、実質成長率は前期比年率-6.8%と2四半期振りにマイナスとなった。駆け込み需要と反動による振れの影響を除き、経済の趨勢をみるため、1～3月期と4～6月期を平均してみると、前年同期はもとより、直近の10～12月期の水準を上回っている。また、家電販売や百貨店売上等は持ち直しの動きがみられ、雇用情勢は着実に改善している。これらも踏まえると、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と考えられる。先行きについては、駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れなど、わが国の景気を下押しするリスクに留意していく。

昨日、内閣改造が行われたところであるが、政府としては、引き続き経済再生が最優先課題であり、デフレ脱却と成長戦略の実行に全力を尽くしていく。そのうえで、景気回復軌道をより確かなものとし、全国津々浦々に展開していく。本内閣の最大の課題の1つは、元気で豊かな地方の創生であり、地方創生担当大臣が任命され、「まち・ひと・しごと創生本部」が設置された。今後、政府としては、わが国が直面している人口減少、超

高齢化という構造的な課題に正面から取り組み、若者達が誇りを持ち、将来に夢や希望を持てる、誰もが安心して暮らすことができる地域づくりに、本腰を入れて取り組んでいく。

日本銀行におかれては、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らっしゃるか。

木内委員

対外公表文案の6. について、従来どおりの修正を提案する。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

執行部は木内委員提出および議長提出の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を読み上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて対外公表文の議長案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

最後に木内委員案は、「6. 「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、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。

対外公表文案の変更は3. のみで、昨日ご報告したとおり、住宅投資と生産について、それぞれ表現を変えている。以上である。

黒田議長

それではただ今説明のあった3つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。なければ、最初に金融市場調節方針、その後に木内委員案も含めた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50分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[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、これをもって指示をする。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する。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし



欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

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

内田企画局長

配付は省略させて頂く。木内委員案に関する注は、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」と、前回と同じ文言である。

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

中曽副総裁

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58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9日火曜日8時50分に  
対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6、7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07分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 07 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 02 分閉会)

以 上