

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年10月6日（14:00～16:18）

10月7日（9:00～9:54、11:22～13:49）^{（注）}

（注）会合は、黒田委員の参議院予算委員会出席のため、
7日9:54～11:22の間、中断した。

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（6日）
	宮下一郎	財務副大臣（7日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）（6日）
	西村康稔	内閣府副大臣（7日）

（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（6日、7日11:22～13:49）
企画局審議役	高口博英（7日9:00～9:08）
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
企画局企画調整課長	上口洋司（7日9:00～9:08）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	飯島浩太
金融市場局市場調節課長	鈴木公一郎（7日9:00～9:08）

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、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、9月3、4日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

最初に、金融調節、金融・為替市場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】に基づいてご説明する。まず、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おり、各資産も概ねディレクティブに沿った積み上げ状況となっている。図表2は国債買入オペであるが、概ね著変なく買うことができている。平均残存期間は、7月6.6年、8月6.6年のあと、9月は6.7年である。図表3の国庫短期証券の買入れをご覧頂くと、9月は4回のオペを打ったが、金額は、例えば2回目は2,500億円とかなり少なめであり、応札倍率もこのところ大体1倍台で札割れぎりぎりのところでオペを打っている。この間の事情はレートと見比べると分かりやすいので、図表4の短期金利をご覧頂きたい。(2)の国庫短期証券の利回りは、前回会合以降、9月は一部銀行が、期末の日銀当座預金を少なくみせたい、債券ポートの平均デュレーションを短めにみせたいという理由で大量に短国を買ってきた。これを主因に、前回会合後、短国金利はマイナス領域に下落している。こうしたもとで、金融市場局としては、ディレクティブを達成するために、年末のマネタリーベース270兆円の到達を最優先する観点からオペを打っている。先程申し上げた事情から、短国の大部分が入札で落とした銀行勢のポートの中に沈んでおり、9月は物理的に買える浮き玉がなかなかないという状況であった。この結果、9月中のオペの金額はかなり少なくなっている。また9月中の短国の流通利回りは概ねマイナスであったので、オペでもマイナスの札を買い入れている。この点はしばしば報道されているが、われわれは、実際にオペでマイナスの札を買ったかどうかについては対外的にコンファームしていない。もっとも、前日の利回りは分かるし、これとオペでの利回り較差は公表しているので、計算すれば9月中に日本銀行がマイナスの札を買ったことは外部からも分かる。先行きについては、銀行は9月中に多めに短国を買ったので、10月入り後はこれを多少売ってくることで、量的には多少買いやすくなると思う。もっとも、年末のマネタリーベースを270兆円まで持つていくためには、相当額を買わなければならない、とりわけ12月は9月と同じようなことが起こる可能性も念頭に置いておく必要があると思う。そうすると、10月、11月のうちに相当額を買うことになり、そうした中でまたレートは潰れていき、ほとんどゼロに近いところで推移を続ける可能性が高い

と思う。言い換えると、年末のマネタリーベース目標の達成は可能とみているが、そのためにはマイナス金利での買入れが今後も頻繁に発生する可能性が高いとみている。

次に、内外市場である。前回会合以降の特徴としては、とりわけ海外で9月後半に若干のリスクオフモードになっていることや、商品価格が下落したことが挙げられると思う。前回会合直後ECBが追加利下げを行ったが、図表5(2)をご覧頂くと翌日物金利の低下はさすがに限界という感じがある。(3)では、むしろ欧州の金融緩和継続予想の強まりから、やや長めの金利が水準を切り下げる姿となっている。図表7の先進各国の長期金利は、米国の動きをほぼ追いかたちで、9月前半に上昇し後半に下落しており、結果的に水準としては1か月前とあまり変わらない。図表8(1)の米国の金利をご覧頂くと、Fedが10月にtaperingを完了するとみられている中、2年物の金利は先行きの利上げをじわじわと織り込んでいる兆しもみられる一方で、超長期の30年物の金利は、9月後半はむしろ低下が目立っている。その結果、(2)のイールドカーブは、このところ若干フラット化する動きもみられている。この間、図表9の本邦長期金利は、前回会合時対比では結局あまり動かなかった。

図表10のデット市場をご覧頂きたい。今回の1つの特徴として、海外のデットマーケットで、(2)米国クレジット市場や(3)欧州クレジット市場が示すように、相対的にリスクが高めのハイイールド債の金利が、9月下旬に再び上昇しているということがある。すなわち、リスクオフの中でsearch for yieldの一部巻き戻しがみられているということだと思う。この間、(1)の欧州周縁国では、ギリシャの金利が上昇している一方で、その他は横ばい圏内である。もっとも、これは、市場におけるECBの追加緩和期待、つまり量的緩和への期待が周縁国のイールドを抑え込んでいる面もあると思う。先行きについては、ECBの政策に関する思惑に加え、今月末には欧州の銀行評価の公表が予定されているので、金利動向に影響を及ぼし得るこうした要因には、引き続き留意が必要と思われる。

図表11の株価であるが、9月中の株価は先程申し上げたような市場の

リスクオフの中、総じて弱めの展開であった。(1)の米国の株価は歴史的な高値水準ではあるが、高値警戒感もあり、このところややボラティリティが大きい展開である。欧州の株価は、ECBの追加緩和以降、むしろ弱めの動きとなっている。この間、日本の株価だけは、円安の追い風を主因に、9月中は海外に比べれば堅調であったと思う。(2)のエマージング諸国の株価は、それぞれ下押し要因が意識されるかたちで弱めの動きとなっている。例えば、ロシアはウクライナを巡る制裁合戦への懸念から下落し、ブラジルも景気減速や大統領選を巡る不透明感から下落している。図表12(1)は前回会合以降の各国の株価比較であるが、各国の株価とも総じて弱めで、とりわけエマージング諸国の株価が弱めであった。先程申し上げたロシアやブラジルに加え、例えば香港ではデモの影響、南アなどでは一次産品価格の下落といったそれぞれの下押し要因が意識されたかたちである。この間、日本は他国に比べれば相対的には堅調であったと思うが、その背景としては、後程申し上げる円安・ドル高の中で、これと日本株との連関に注目する外国人筋の買いがあったことが挙げられる。(2)の主体別売買動向では、このところ、上昇局面では海外投資家が日本株を下支えしているかたちである。

為替レートについては図表13をご覧頂きたい。9月中は一見ドルの全面高に見えるが、先程申し上げたような米国株の高値警戒感、米国の長期ゾーンの金利低下、ハイイールド債の金利上昇といったことを踏まえると、米国経済への市場の見方がはっきり強くなったとも言にくいように思う。むしろ、欧州や東欧、中南米といった米国以外の地域や一次産品の輸出国で、それぞれのリスク要因が意識され、消去法的にドルが買われて、そうしたドル高の反射的効果として円安が進んだという構図ではないかと思う。(1)をみると、円、ユーロはドルに対して下落している。この間、(2)のその他の先進国通貨は、ドルに対して概ね下落している。とりわけ、このところ注目されているのは、豪州やニュージーランドの下落であり、これには牛乳価格の低下といった一次産品価格の低下が効いている。図表14(1)をご覧頂いても、主要通貨はドルに対して下落してい

るが、この中でも地政学的リスクが強く意識されている国や、一次産品の輸出国ほど通貨の下落幅が大きくなっている。(2)のエマージング通貨をみても、これまでのラ米や中東欧の通貨に加えて、9月中はアジア通貨も弱めの動きであった。図表 15 (1) のドル/円相場と日経平均株価をみて頂くと、先程申し上げたように、日本円については円安が日本株を下支えする要因として働いた姿となっている。図表 16 の各国通貨は、ドルに対して軒並み下落しているが、とりわけインドネシア、ロシア、ブラジルといった国の通貨の下落が目立っている。

この間、9月の特徴的な動きは商品市場である。図表 17 をご覧頂くと、前回会合以降の特徴としては、商品価格の下落が一段と目立ったことである。(1)の原油価格、(3)の穀物価格に加えて、9月中は(2)の鉄鉱石や銅も下落が目立った。図表 18 はエマージング諸国の通貨、株価の下落と一次産品価格の下落を並べたものである。このようにエマージング諸国の通貨、株価の下落と一次産品価格の下落が並行して進んだことが9月中の特徴かと思う。

以上、前回会合以降、マーケットでは8月までのいいとこ取り的なセンチメントから、ややリスクオフ的な流れになったと思う。この間の新たな留意点として、3点申し上げたい。まず1点目は、従来のいいとこ取り的なセンチメントでは、商品価格の下落は、インフレ圧力の抑制ということで先進国の金融緩和継続に関する dovish な情報発信が信じられやすくなるのでプラスに効く面が大きかったように思う。もっとも、商品価格の下落は、結局は一次産品の輸出国から輸入国への所得移転で、一次産品輸入国の日本などにはマイナスではないが、マーケットは徐々に輸出国の経済への影響にも焦点を当てているようにも思われる。2点目は、そうなると世界経済の成長センターはどこかという議論になるが、一次産品輸入国の中で、欧州にはあまり多くは期待できず、中国も成長の上積みまでは難しいとなると、消去法的にやはり米国頼りというセンチメントがマーケットでも強まりやすいということがあろうかと思う。3点目としては、現在米国が金融政策の正常化に向かう過程にあると思われている中で、エマージ

ングの株や通貨が下落しており、昨年夏にみられたような債券からも資金が抜ける状況とは少し違うが、表面的には似た部分もある。本年前半については、世界的な低ボラティリティの中で米国の金融政策正常化についても楽観的な見方が増えていたが、現在のような市場動向が続くと、米国の金融政策正常化のインパクトを巡る議論について若干の風向きの変化もあろうかと思う。こうした点も踏まえながら、今後とも市場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

質問があればどうぞ。

木内委員

金利が大幅に低下したことに関連し、3点質問したい。1点目は、図表4（2）で短国利回りが10月に入って戻ったかにみえて最新値はまた下がっており、3か月物はまた結構大きくマイナスになっているが、これは、先週末の本行オペにおける3.5兆円という巨額のオフター額がサプライズだったことによる一時的な動きなのかどうか、教えて欲しい。

2点目は、9月末に全体的にターム物の金利が下がったのは季節的な要因が大きいと思うが、一方で、為替スワップ市場で円転コストがマイナスになったことも何がしか影響していると思うがどうか。これは、季節的な要因による歪みという部分もあるだろうが、強いドル需要があるとすると、もしかすると一時的ではないかもしれない。為替スワップ市場の歪みやや長引き、それによって金利の水準がなかなか戻ってこないということにはなったりしないのか。

3点目は、短国レートあるいは無担保コールレートなどを少し長い目でみると、期末辺りで下がり季節的要因が剥げると戻るが、下がる前の水準まで戻らずに階段状に下がっていつているようにも見える。目線が変わったとも言われるが、季節的な要因が剥げ落ちたにもかかわらず金利水準が元に戻らず階段状になるのは、どのようなメカニズムで説明できるの

か。

山岡金融市場局長

1点目であるが、図表4（2）をみて頂くと10月に入ってから3か月物が下がり、6か月物や1年物は水面上に浮いていることが多いが、この背景としては、1つは、われわれが10月初に打った3.5兆円のオペがマーケットの目線からすると多めであったということであろうかと思う。ただ、われわれとしては、年末までの買入れを計算するとこの程度の買入れは必要ということで買い進めた。もう1つは、都銀の一部が、年末分の3か月物TBをかなり前倒しで買いに来たということがある。こうした都銀は、年末のデュレーション調整のために3か月物が欲しいが、12月になると思うように買えるかどうか分からないということで、10月に入ってから、9月に買った手持ちの短国を一部売って、一方で新しく短国を買っている。こうしたこともあって、3か月物は特に需要圧力が強まりやすかったために利回りが下がっている。

2点目の為替スワップのベーススがなぜ上昇したかについては、理由はまだ完全には確認できていないが、マーケットトークとしては、規制も含めた期末要因と趨勢的なドル需要というやや中期的な要因の両方が挙げられており、実際両方あると思う。こちらは木内委員がおっしゃるとおりであり、短期的に期末の季節的な要因が抜けたとしても、中期的なドル需要は残り、そこは趨勢的に働き続けるのではないかと思う。また、それは別としても、今後短国の金利はなかなか上には戻りにくい状況が続くだろうと思う。

これは3点目のご質問に繋がるが、木内委員がおっしゃるように、図表4（2）をみると0.10%のところから階段状に徐々に下がっており、これが3月末や9月末の期末にすっと落ちて、戻るが、趨勢的には下がり続けている姿になっている。最大の要因は、やはりわれわれの超金融緩和でマネタリーベースを増やしていく過程で短国の買入れも増やしているので、供給がほぼ一定の中でわれわれが需要家としてより多くのものを

買っていることの表れではないかと思う。

白井委員

海外から日本への証券投資に関し、昨年は、QQEが始まって外国の投資家はどちらかと言うとJGBから株に、という感じであったが、今年は、6月以降、株は買越しであるが昨年に比べるとずっと少なく、それ以上に長期国債の買越しがここ3～4か月続いているように思う。一見、株からJGBに戻っているようにみえるが、もしかしたら投資家の層が違っているかもしれない。考えられることとして、例えば、ECBのマイナス金利の導入以降、欧州の国債利回りが下がっており、欧州の債券に投資していた投資家が日本の方にシフトしている可能性や、もう1つは、円転ドル投コストについて説明があったが、ドルの調達が困難になっているということは、逆に円の調達が有利になっているということなので、ドルを持っている人達が日本の国債に投資している可能性である。そういうタイプの投資家が入ってきて、昨年のようなどちらかと言うとヘッジファンドの動きとは違う感じがする。その辺、もし分かれば教えて頂きたい。

もう1点は、ドル/円レートと日本株の相関についてであるが、最近では以前ほど相関は高くない。その背景として、今の円安は、どちらかと言うと新興諸国へのリスク認識からドル高になり、その裏返しで円安になっているとの説明であったが、株の中でも輸出関連株とそれ以外に分けてみると、輸出関連株と日本円ショートとの相関があるというようなかたちに少し変わってきているのか。もし分かれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

1点目の海外投資家の国債需要であるが、国債の海外保有比率は中期的には4%強のところではほとんど一定であるので、長期国債に関する海外の投資家のウェイトが大きく変わっているということではないと思う。この間、白井委員がおっしゃるとおり、ECBの追加緩和については、確かにマーケットトークとしてはそのような話はある。実際、われわれがみてい

ても、特に短期国債の海外筋の需要も9月はやや強めであったと思う。この背景には、円の調達コストが安かったことや、ECBの追加緩和により、海外投資家が欧州で運用しようとしてもマイナス金利になってしまうので、本邦短国金利がマイナスでも構わず買うようになっているといったマーケットトークがあるが、どちらの要因が大きいのか計数的に把握するのはなかなか難しい。ただ、実際そういったマーケットトークはあると思う。

次に、ドル/円と日経平均株価の相関については、白井委員がおっしゃるとおり昨年は非常に強い相関がみられた。今年も相関が残っているが、マグニチュードとしては昨年ほど強くはないと思う。こういう取引をする人は、背景の因果関係を問わずに表面的な相関がありさえすればそれを追ってくる。また、そういう人は戦略をすぐに変えるので、今年前半のドル/円のべた風をみて、ドル/円マーケットから他のマーケットへシフトしてしまい、まだドル/円マーケットに戻ってきていない可能性がある。白井委員がおっしゃった円安と輸出企業の株価については、確かに輸出企業の株価が円安局面で上がる傾向は強い。これが、そういった統計的な相関関係に注目したファンドが買ってきているからなのか、それとも本邦投資家が収益性を重視して買ってきているのか、区別はできないが、両方あるかと思う。

中曾副総裁

米国株価について高値警戒感という話があったが、高値かどうかはどのような物差しで測るのが1番良いのか。つまりバリュエーションを測る物差しとしてPERやイールドスプレッドなどあるが、特にイールドスプレッドはどの程度注目して良いものなのか。一面ではリスクプレミアムを調整したあとの期待成長率を表しているというような見方もあるが、その辺の見解があったら教えて欲しい。

山岡金融市場局長

諸説あると思う。高値警戒感を指摘する人もいれば、全然心配ないと言

う人もいる。それぞれ自分に都合の良い指標を持ち出してきているように思う。先程おっしゃったイールドスプレッドやP E Rの水準にしても、確かに足もとは上がってきてはいるが、過去の非常に高い時と比べれば、大したことはないという言い方もできる訳である。結局、どの程度のタイムスパンで比べるかということかと思う。従って、「高値警戒感」と言っても、必ずしもしっかりした根拠のある議論がなされている訳ではないように思う。個人的には、イールドスプレッドなども、アナリスト等が自分の見方を justify する時の1つの材料に使っている部分が大きいのではないかと感じている。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

それでは、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。全体としての現状判断は変更していないが、今回の特徴としては、ユーロ圏と中国で弱めの指標が出た一方、世界経済が米国の回復に依存する姿がより明確になったことだと思っている。そうした構図が、図表1のグローバルな製造業PMIでも窺われている。（4）の先進国の生産PMIをみても分かるように、米国がひとり気を吐く一方、ユーロ圏、ドイツは50を上回りつつもモメンタムが弱まっている。中国も伸びが鈍化している姿がみて取れると思う。

図表2－1は米国経済であるが、（1）の第2四半期実質GDPの第3回推計値は前期比年率+4.6%とさらに上方修正された。個人消費、雇用関連の月次指標も堅調な回復を確認するものとなっており、先週金曜日の雇用統計も予想を上回る増加となった。こうした動きを受けて、図表2－2（1）の設備投資のうち機械投資は一段と伸びを高めている。（2）の構造物投資も出遅れていたが、緩やかながらも持ち直しが続いている。

(4) で住宅市場も緩やかな持ち直しが確認できている。一方、物価面であるが、(5) のとおりCPI、PCEのいずれも足もとで前年比伸び率を縮小させている。先行きについても、(6) のFOMCにおける大勢見通しの中間値ベースで、先行きのインフレ率は暫くの間、FOMCの目標水準である2%を下回って推移するとみられている。

次に、順調な米国経済と対比して欧州経済の状況であるが、図表3(1)の複合PMIは、ドイツ等ではっきりと50を上回って推移しているが、いずれの国も幾分頭を下げてきている姿がみて取れると思う。(2)で製造業とサービス業のPMIを比べているが、製造業は引き続きモメンタムが鈍化する一方、堅調なサービス業が全体を支える構図が続いている。

(3)の実質個人消費は、引き続き底堅く推移している。先週金曜日に出たユーロ圏の8月の小売数量指数も、これを裏付けるような底堅い動きであった。ただ、消費者コンフィデンスが若干頭を下げてきているのは気になるところであり、そのことが消費に与える影響はよくみていきたい。ユーロ圏の先行きについては、(4)の輸出は、ユーロ安の進展もあって米国向けなどを中心に緩やかに回復していくとみている。実際、(5)のユーロの名目実効為替レートは、2012年からの上昇分の1/3以上をここ半年位で戻している。ただ、輸出の持ち直しについても、足もとのドイツのPMIの新規受注などが少しもたついているところを見ると、全体としてもたつていくリスクはあるために、目が離せないと思っている。この間、(6)の物価については、9月のユーロ圏のHICP総合の前年比伸び率は+0.3%と低下した。ここまでの伸び率の低下は、エネルギー価格の下落によるところが大きく、サービス価格は底堅く推移してきている。今後は、前年秋にかけて上昇していたエネルギーや食料品価格のベース効果が剥落していくほか、足もとのユーロ安の影響も徐々に出てくるため、年内にはボトムを打って極く緩やかでも伸び率を高めていく方向に転じていくと予想している。ただし、先日の記者会見でドラギ総裁がおっしゃっていたが、足もとの低インフレの背景にはエネルギー価格だけではなく、先程述べたような回復モメンタムの弱まりも効いているということ

であり、足もとの商品市況の下落基調も続いているため、当面は物価のダウンサイドリスクに注意が必要だと思っている。

次に、図表4の中国経済である。前回から出た指標をまとめると、まだら模様といった表現が適当である。(1)の工業生産では、輸出が好調な機械類やIT関連の生産は堅調であった一方で、素材関連の生産は少し頭を下げており、電力も前年を割り込んでいる姿がみて取れる。(2)の輸出は、どちらかと言うと上向きでしっかりはしているが、(3)の固定資産投資は伸び率を低下させてきている。こうした固定資産投資の伸び率低下の背景にある不動産市場の調整は、前回会合時よりも一段と調整が深まっている感じである。(4)の新築住宅価格指数と不動産販売面積をみると、価格指数の前年比——いつもは前月比だが今回は前年比としている——はマイナスの領域にかなり近づいてきており、不動産販売面積は価格指数に若干先行するが、これも依然として持ち直しの兆しはみられていない。こうした中、足もとで中国人民銀行が、住み替え目的の住宅ローンについての貸出制限緩和といった措置を打ち出しており、その効果を見守っていきたいと思っている。今後は、(5)の都市規模別新築住宅価格で、1線級都市、2線級都市、3線級都市の都市ごとに前年比の推移を示しているが、調整圧力が都市によってかなり異なる姿がみてとれる。2線級都市、3線級都市で在庫の積み上がりが深刻な一方、1線級都市では投機的な動きへの当局の警戒感も強いようである。こういった点で、当局は金利引き下げのようなマクロ的な施策よりも、狙いを絞った緩和策を当面続けていくと思われるが、それによりこの調整に早めに歯止めをかけられるかどうかは、不確実性が残る。当面は、回復が先行すると思われる1線級都市の動向を特に注視していきたいと思っている。

図表5の中国以外の新興国経済については、(1)のアジア諸国・地域の欧米向け輸出は順調に伸びてきている。一方、(2)はリバランスを続ける中国向けの輸出だが、若干伸び悩んでおり、アジアの新興国経済の輸出の伸びの足を引っ張っている姿がみてとれる。こうした輸出持ち直しの動きが、NIEsやASEAN諸国の内需を徐々に持ち上げるといった動

きもみられており、(5)にあるように、インドでも、生産、自動車販売が少し上向くといったかたちで、景気の底入れ感が出てきているところである。一方で、ブラジル、ロシアでは、相変わらず景気停滞が続いているが、インフレ率も上昇しているので金融政策面からの対応余地も今のところない。先行き、それぞれの国に固有の構造的な要因に加え、中国の輸入頭打ち、商品市況の軟化といった外部環境からみても、こうした停滞は長引く公算が大きいと思っている。このように考えると、新興市場国全体としては、緩やかに持ち直していくとしても、そのペース自体は緩慢なものとなり、国別のばらつきは残っていくと思っている。以上である。

黒田議長

質問をどうぞ。

宮尾委員

図表5のアジア諸国の輸出で、インドネシアが欧米向け、中国向けともに垂れている。中国向けが垂れているのは仕方ないにしても、欧米向けが垂れている背景について教えて頂きたい。先程の金融市場局の説明でもあったように、インドネシアでは株価が大きく落ちており、やや気になる。一方で、マインド指標はわりと堅調であるが、自動車販売がかなり減速しているというデータもあった。その辺も含めてインドネシアの状況を教えて頂きたい。

長井国際局長

インドネシアでは、エネルギー輸出において未加工鉱石の輸出を禁ずるといった措置が輸出の頭を抑えており、資源国だけにその影響がかなり効いていると思う。一方で、まだ十分な調査はできていないが、原油以外にも、中国でも低付加価値製品の内製化を進めるなど色々起きている中で、インドネシア自身がこのようなアジアにおける生産分業の新しい波に十分乗り切れていない面があるのではないかと思っている。ただ、主因は今

申し上げた原油等の未加工の鉱石の輸出を禁ずるという措置だと思っている。自動車販売はご指摘のとおりであり、私ももう少し出てくると思っていたが、新大統領が燃料補助金をなくしていく方針を打ち出しているので、そうするとガソリン高などで車を買いくくなるといった思惑も作用していると聞いている。地域における自動車販売市場の中でのシェアが大きいだけに、その辺りが気になる動きだと思っている。

白井委員

欧州に関して2点質問がある。1点目は、欧州では、潜在成長率も落ちているので、設備投資が出てこないと総需要が伸びないと思うが、それに関連し、ドラギ総裁やクーレ理事の発言のトーンが9月になって急に変わってきている感じがする。設備投資について、今まではどちらかと言うと、金融規制等もあって銀行が貸出に慎重で、資金のサプライサイドの問題だと言っていたが、9月からはトーンが変わり、TLTROやABS、カバードボンドを買っても設備投資は増えないだろうと言っている。その理由は、1つは、先行きが不透明過ぎて収益性が十分高い投資機会が見つからないということと、より重要なもう1つは、企業のdebt overhangが大きすぎて投資需要に繋がらないだろうということである。ドラギ総裁とクーレ理事の発言をみると、銀行のバランスシートから企業のバランスシートに問題が移っていて、企業のdebt overhangを改善するために銀行にリスケ等をしてもらうべきではないかというような発言が急に増えてきている。つまり、資金を提供する銀行側の問題ではなくなっている、企業のdebt overhangを改善しないと問題が改善しない、というような言い方に変ってきていることについて、私自身は少し驚いているが、国際局ではどのようにみているのか。

もう1点は、図表3をみると、欧州では製造業が弱く、設備投資も弱い中で、サービス産業と消費はそれほど悪くない。物価をみても、下がってきたといってもサービスは1%前後であるから堅調である。こうしたことの1つの要因は、もしかしたら実質賃金がそれほど下がっていないため

はないかと思う。名目賃金は、今のところ前年比で1%程度の伸びで、雇用の伸びが0%なので雇用者報酬としては1%の伸びである。インフレ率はそれよりもっと激しいペースで下がっているので、実質賃金はむしろ上がってきている。皮肉に聞こえるが、賃金調整が十分でないという賃金の硬直性が意外と消費を支えているような気がしている。難しい問題だが、雇用調整との関連でその辺はどのように考えているか、教えて頂きたい。

長井国際局長

設備投資が非常に注目されているというのはご指摘のとおりである。この前のドラギ総裁のステートメントでも、コンフィデンスが企業の設備投資を押し下げることが懸念していると言っており、初めて設備投資について強くおっしゃった。われわれも、コンフィデンス悪化が消費の方に行ったら怖いと思っていたが、むしろ設備投資をかなり気にしているということを感じた。企業が debt overhang で銀行はそれをリスクしろとまで言ったかどうかについては詳しくは知らないが、これまでECBは中小企業の借入を気にしており、debt overhang というよりもやはり資金の供給サイドの要因があり、中小企業の大きなシェアを考えると、銀行面からある程度の制約が働いているという状況が——もちろんクレジットの問題もあるのだろうが——、重要な問題であることは変わっていないと思う。その意味で、今後AQRである種のかく抜け感が出て、TLTRO等が上手く作用して、強く出るとは思わないが、中小企業の設備投資を多少後押しすることは期待できると思っている。大企業にとっては debt overhang は……。

白井委員

debt overhang は中小企業の話だと思う。

長井国際局長

むしろ大企業は、キャッシュを沢山溜めて使い切れていないということなので、デットが溜まって制約になっているとは思わない。

賃金についてもご指摘のとおりで、不況ではあるが名目ベースでは周縁国でも一応伸びている。そうであればドイツはもう少し上げれば良いと思うが精々3%程度で、そうは言っても状況の悪い国も含めて名目賃金が上昇している中で、低インフレは、マーケット的には心配だが実質購買力を高めている面はあると思う。それが意外と消費を支えている面がある。また、足もと景気は多少心配ではあるが、一頃のユーロ危機やユーロ崩壊と言っていた頃と比べると、コンフィデンス指標はレベル的には高いところで上下しているので、こういったマインド面での下支えも効いていると思う。

森本委員

中国について、足もと輸入が少し弱めの動きになっていると思う。消費主導型経済を志向する中で、循環的な要因と構造的な要因——内製化の進展やエネルギー効率の向上等——があると思うが、動きとしてあまり心配はないのか。それとも、やはり足もとの動きが少し弱いのか。その辺りについての国際局の評価を教えて欲しい。

長井国際局長

構造調整も含めてのリバランスの影響は結構大きいと思っており、循環的ですがすぐ終わると言うよりは、来年に向けても、資源国を含めて中国へ輸出をしている周縁国の足を引っ張り続けるだろうというような分析をしている。勿論、先程申し上げたような不動産関連などの循環的な要因は抜けていく一方で、内製化やエネルギー原単位の改善などのもう少し構造的な動きは続いていくと思うので、ある程度長引く話ではないかと思っている。

森本委員

少し長引く感じか。

長井国際局長

そうである。循環的なところは回復しつつも、内製化等の底流にある構造的な動きは続いていくと思う。ただ、その割合は見極めがたいと思っている。

木内委員

2点質問したい。1点目は、中国についてであるが、景気対策に関連して、年初は、年間の成長率よりも都市部の雇用増の方が重要であるというような発言をしていたが、李首相のコメントはどこかの時点で成長率重視の姿勢に変わった。なぜ変わったのかと聞いていたら最近また戻ってきて、年間雇用目標は達成の目途が立った、あまり年間成長率目標に拘る訳ではないというようなことを、夏季ダボス会議でも発言していた。このように発言が二転三転しているが、この背景には何があるのか。そういうことからすると、非常に積極的な景気対策はあまり出てきそうにないが、比較的短期間のうちにスタンスが大きく変わってきているのはなぜなのか。

もう1点は、商品市況についてである。商品市況は全体的に下がっており、原油などだけではなくソフトコモディティもハードコモディティもほぼ軒並み下落している。それが、欧州の物価にも、恐らく米国や日本の足もとのインフレ率の下振れにも多少効き、日米欧ともにBEIがここ1～2か月かなり下振れていることに影響を及ぼしているのだろうと思う。商品市況なので理由はそれぞれあるとはいえ、何か共通する要因が抽出できるのではないかと考えている。可能性としては、例えば、特に新興国での需要減退、あるいは減退への懸念というマクロ的な要因、あるいは金融的な要因、つまり商品市場から金融資産に資金がシフトしているといった要因、あるいはドル高期待が非常に強く実際ドル高が進んでいることで、ドル表示の市況が下がりやすいというような要因が考えられるが、これら以外の要因があれば教えて頂きたい。

長井国際局長

中国のミニ刺激に対する本腰の入れ方は、確かに微妙に揺れているが、1番確保したいのは、木内委員ご指摘のとおり雇用であって、それが共産党の安定を図るための核であるという発想があると思う。その意味では、目標をかなり達成しそれだけで頑張る必要はなくなってきたと思っている。一方で、具体的な成長率というよりも不動産市況周りの調整はかなり目立ってきており、これが地方財政のファイナンス等に大きく影響を与えるだろうと言われている。雇用は良いが、地方財政のファイナンス——地域差はあるが——、あるいはそれに基づいた将来さらに景気が悪くなった時の公共投資等のミニ刺激を打つ余力などが、多少心配の種になっているとみている。ただ、その意味で安定成長圏内にあると言われているが、安定成長の定義はなかなか難しいと思う。地方財政自身が公明正大に自分で地方債を発行できるようにするなど、財政の改革を実施している最中なので、改革の目途がつく前に不動産市況で取り返しがつかなくなり、それが地方財政のファイナンスに影響を与えるようなことがないよう、きちんとソフトランディングできるように調整しなくてはならないという気持ちがあるのではないかと思う。年初から発言が振れてはいるが、targeted easing、つまり対症療法のかたちでミクロ的に手当てをするという方針はあまりぶれていないと思うので、その意味では、それほど二転三転している訳ではないという印象を持っている。

2点目の商品市況について、商品市況下落の共通要因としては木内委員ご指摘の3つ以外には思いつかない。その中で1番納得性があるのは、需要要因だと思う。金融的要因については、長い緩和期間の中で一時期、コモディティの金融商品化といったことが議論されたが、最近のファンドフロー等を見ていると、コモディティへの資金流入は1～2年前から大分細ってきているので、ここへ来て金融的、投機的な動きで変動している様子はあまり窺われない。3番目のドル高の裏という点は、長い目でみるとコモディティ価格とドルは負の相関関係があるが、実は昨年夏頃から少し前までは正の相関関係になっており、必ずしも安定はしていない。ただ、

素直に考えるとそれまでの関係に戻ってきて、ドル高になると、エマージング諸国などそれらを使用する国にとってはコモディティ価格が割高になり、需要が落ち、資源価格が下がるというメカニズムが、足もとは働いているようにみえると思う。それ以外の要因は思いつかない。

佐藤委員

海外、とりわけ欧州の物価動向について、図表3（6）の物価のグラフは四半期データのため直近の動向が読み取りにくいですが、月次で見ると、財コアが少し持ち直し、一方でサービスが若干弱いという印象を受けている。9月の速報データなので内訳がなく何が弱く何が強いのかよく分からないが、懸念しているのは、財コアが持ち直す一方でサービスが新たに弱含んできたということであれば、例えば周縁国における internal devaluation の影響を受けてサービス価格が下がっていることも影響している可能性があると思う。また、ここもとのユーロ安の効果——要は、金融政策の効果——が、意外と物価に表れていないという印象も持っている。従来であれば、ユーロ圏では、物価は為替にビビッドに反応するというイメージを持っていたが、足もとはそれが今一つみえてこないという印象を持っている。先程の説明では、ユーロ圏の物価はどちらかと言うと安定に向かうという、わりと楽観的な予想を示していたが、個人的にはもう少し厳しめにみた方が良いという気がしている。ECBが注目している5年先5年のインフレ・スワップ・レートを見ても、9月の政策変更以降もまだじりじりと下がっている状況だと思う。また、少し気になっているのは、5年先5年のインフレ・スワップ・レートに注目すると、ユーロ圏だけでなく、米国も水準は違うがじわじわ低下している。先程、木内委員からご指摘があったように、商品市況下落の影響やドル高の影響、あるいは米国に関して言えばシェールガスの影響もあるかもしれないが、このように、欧米ともに長期の予想インフレ率がじりじりと下がっていることについて、どのようにみているのか。

長井国際局長

9月の物価の数字は結構ショッキングであった。ドラギ総裁も記者会見で、今まではエネルギー価格下落によるものと簡単に説明していたが、それ以外にも aggregate demand が足りないことが影響しているかもしれないとか、色々なインフレ予想が全部アンダーシュートしており、これには石油価格や食料品、為替レートという外生的な要因以外の影響が働いているかもしれないということを、スペシフィックにおっしゃっていた。それについて、ゼロ金利制約で金融政策が効かなくなっていることを underestimate している可能性など、色々なことをマーケットエコノミストが言っているが、自分達のモデルでも説明しきれないというような不安を述べられている点は少し気になっている。為替やエネルギーという外生要因以外が効いていることを認めている点も、少し気になる。そういった意味でも、先程の説明では下振れリスクをみていくと申し上げた。ベース効果はベース効果できちんと働いてくると思うので、それとこのダウンサイドリスクとの引っ張り合いが当分続くと思っている。そのため、決して楽観している訳ではなく、ベースラインはじわじわと上がっていくと思っているが、目先少しアンダーシュートするリスクはそれなりにあると思っている。ユーロ安の影響については、一時期ユーロ高についてECBが声高に言っていた時の試算によると、10%のユーロ高で半年先のHICPコアに-0.2%ポイント、1年先に-0.3%ポイント効いてくるということである。この程度なので、足もとでユーロ安が効いているとしても、何か他の要素と打ち消し合っているかもしれない。この間、商品市況がかなり下落しているので、本来ならばもっと下落していたものをオフセットして持ち上げている効果があるかもしれないとも思っており、その意味では、ユーロ安の影響はこれから効いてくるだろうし、それなりに期待できるのではないかと思っている。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒブレイクをとりたい。再開は15時

01分とする。

(14時56分中断、15時01分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

決定会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いする。

前田調査統計局長

事前にお配りしている資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。まず、図表1の短観の業況判断DIは、6月に低下したあと、9月も全体として小幅低下した。6月時点では、9月にかけて横ばいとみていた企業が多かったため、9月の業況感は予想に比べて小幅下振れており、消費税率引き上げ後の景気のもたつきが、天候不順の影響もあり、企業の想定よりやや長引いていると思う。ただ、図表1をご覧頂いて分かるとおり、水準としては、資料にはないが全規模全産業で+4とプラスであり、1年前の9月短観に比べても2%ポイント高い。基本的には、堅調な業績を反映して企業マインドは良好な水準を維持していると判断している。

図表2のGDPは2次QEが出ており、(2)をみると、1次QEの前期比-1.7%、年率-6.8%と比べると、2次QEは前期比-1.8%、年率-7.1%と、若干の下振れとなっている。これは、民間企業設備が法人季報などを反映して下振れたことが影響している。

図表5で公共投資をみると、(1)の公共工事出来高は少し増えているが、出来高に先行する(2)の公共工事請負金額は、一頃非常に増えていたがピークアウトしている。このような状況を踏まえると、公共工事出来高、工事の進捗ベースでも、供給不足のため急に減るとは思わないが、当面、高水準横ばいで推移したあと、次第に緩やかにピークアウトしていくと思う。

次に図表6の輸出入である。まず、輸出をご覧頂くと、7月に前月比

+2.2%と増えたあと8月は-0.4%と微減となり、この結果、7～8月では4～6月対比+1.0%とプラスにはなっているが、1～3月、4～6月にそれぞれ1%程度減少したあとのプラスである。一方、輸入は、引き続きなお弱めで、7～8月の4～6月対比は-0.4%となり、概ね下げ止まりとも読めるが、まだ駆け込みの反動の影響が残っている。その結果、実質貿易収支は、4～6月に大幅に増えたあと、7～8月も幾分プラスとなっている。図表8で輸出の内訳をみると、(2)の財別では、情報関連、資本財・部品は次第にしっかりしてきており、自動車関連も第3四半期は前期比+2.8%と持ち直しの動きが出始めている。この辺りは先行きの輸出について期待を持たせる部分ではあるが、一方、中間財はアジア向けにまだ弱いままである。(1)の地域別をご覧頂いても、ASEAN4向けはずっと減っていたところ、4～6月が微増となったが、7～8月は再び-1.2%と弱く、米国、中国もなおしっかりしてこず、輸出全体の持ち直しになかなか確信が持てない状況が続いている。このため、当月の輸出の判断については、「弱めの動き」で据え置きたいと考えている。輸出の先行きについては、われわれは、次第に緩やかな増加に向かっていくとみているが、先程も議論があったとおり、このところアジア経済、欧州経済に若干のもたつき感が出ているということでもあり、日本の企業からも、アジア向けが思ったほど持ち直してこないという声も聞かれているので、引き続き下振れ方向への警戒感は怠れないと思う。

続いて国内である。図表13、14で短観の収益をご覧頂きたい。図表14は経常利益のレベルを示したものであるが、2014年度は、2013年度と比べると若干反落しているが、高水準を維持している。図表13で修正幅をご覧頂いても、6月に比べて総じて上方修正となっている。これをベースに先々の収益を考えると、足もとの円安や原油安は収益の上振れに働く一方、景気のもたつきがやや長引いている感じがあるので、これが下振れに作用する可能性があり、上下双方向の可能性を念頭に置いておく必要があると思う。

このもとでの設備投資であるが、図表16の先行指標等の月次をご覧頂

くと、機械受注は、6月の前月比+8.8%に続いて7月も+3.5%と、2か月連続でリバウンドしている。ただ、7月の4～6月対比はまだ+1.4%と小幅の増加にとどまっている。建築着工については、これまでも申しあげているとおり、供給制約の影響を主因に横ばいないしやや弱めの動きが続いている。図表 19 では短観の設備投資計画の修正状況を示しているが、2014 年度は全般に過去の平均並みあるいはそれより強めであり、設備投資計画はしっかりしている。機械メーカーからは、民間需要はしっかりしているという声が大勢である。こうした点を踏まえると、月次指標のもたつきは一時的とみており、設備投資の緩やかな増加基調は崩れていないとみて良いと考えている。ただ、そうした前向きな企業行動についても、当然ながら収益や需要見通しの影響を受ける。それらに関する不確実性は若干高まっている感もなくはないので、企業行動に変化が出ることがないか、これまで以上に注意してみていく必要があると思っている。

続いて、図表 20 の個人消費をご覧頂くと、8月の指標がほぼ出揃い、9月は自動車関連の数字が出ている。まず、家計調査であるが——振れの大きい統計であるが——、消費水準指数（実質・除く住居等）は、前月比で6月が増加、7月が減少、そして8月が再び増加で、四半期でみても7～8月の4～6月対比が-0.1%と概ね下げ止まりという感じになってきている。乗用車販売は、含む軽の前月比は一進一退であるが9月は+4.1%と比較的大きめのプラスとなった。聞いているところでは、軽自動車はずっと売れ行きが良くなかったのが、9月は若干押し込み的な登録があったようであり、それを割り引いてみる必要はあると思うが、全般的に乗用車もこれ以上は下がらない、あるいは下げ止まってきたという感じはする。商業販売統計も一進一退ではあるが、6月、7月は前月比でほぼ横ばいのあと、8月は+1.6%、7～8月の4～6月対比は+1.9%と、少し持ち直しの感じが出ている。中でも全国百貨店売上高が、似たような動きではあるが、7～8月は持ち直しがはっきりしている。さらに、9月は気温が低めであったこともあり、8月よりも幾分良いと聞いている。こうした消費全般の動きについては、雇用・所得環境の改善傾向が維持される中で、反

動減の影響が次第に薄れてきたほか、天候不順の影響も収束してきているためと判断している。ただ、同時に、地方は相対的に弱いといった声は根強く、自動車等の耐久財はメーカーの想定に比べ持ち直しが遅れているという一種のばらつきがあるので、消費動向については引き続き丹念にみていきたいと思っている。一言だけ付け加えておくと、家計支出という点では、図表 25 の新設住宅着工戸数も、一進一退の中でなかなかはっきり下げ止まらない状況が続いている。

図表 27 の鉱工業生産であるが、生産は前月比で7月が+0.4%のあと、8月は小幅ながらも再びマイナスに転じた。予測指数は、9月、10月としっかりしていくようにはなっている。このもとで在庫であるが、このところ増えており、8月も前月比+1.0%と引き続き増えている。中身を見ると、自動車ではどうやら減り始めているが、自動車部品関連、素材関連などの増加から、全体ではなお増えている。図表 29（1）の生産予測指数の修正状況を見ると、直近8月の実現率は少し大きめの下方修正となっている。こうした点からみて、自動車、住宅の需要回復の遅れが関連の部品、素材といった生産財に波及し、在庫調整の広がりを伴いながら生産が弱めの動きになっていると判断している。メーカーからは、第1に内需の持ち直しの遅れとともに、第2に自動車部品あるいは素材の中国向け、ASEAN向け輸出が思ったように回復してこないことも影響しているといった声が聞かれている。先程申し上げた9月以降の生産予測指数、あるいは図表 29（2）の製造業PMI、また企業ヒアリングも踏まえると、ここから生産がさらに崩れていくとはみていない。企業ヒアリングからは、10～12月にかけて生産は幾分回復するという予測が聞かれている。ただ、在庫調整局面においては、生産財の川上企業の調整が遅れがちになるのが過去のパターンのため、当面戻りは鈍いとみておいた方が良いと思う。その後については、来年にかけては需要ショックの出発点であった消費に底固めの動きがみられ、海外経済の回復も前提とすれば、生産は再び緩やかに増加していくとみて良いと思っている。ただ、下振れ方向のリスクには引き続き注意が必要と思っている。

雇用については、図表 31 で 8 月の数字をご覧頂いて分かるとおり、雇用・所得環境は着実に改善していると思う。毎月勤労統計の賃金は、賞与の影響で単月では結構振れるが、賞与の影響が然程大きくない 8 月でも前年比 +1.4% とそれなりにしっかりした上昇となり、賃金は緩やかに持ち直してきていると思う。4 月以降、経済活動が落ち込んでいる影響については、新規求人倍率や新規求人といったところに出ている感じはするが、現時点では、企業は経済活動の落ち込みは一時的とみており、中期的な成長期待や人手不足感に大きな変化はないと思う。ただ逆に言うと、景気のもたつきがどんどん長引いた場合、あるいは収益が下振れた場合には、企業の雇用スタンス、賃上げ姿勢に変化が生じる可能性もあるだけに、注意してみていく必要があると思っている。

次に、物価である。図表 38 で、商品市況については普段説明していないが先程議論があったので、日本銀行国際商品指数（月末値）をご覧頂くと、実はここ数か月の特徴として、ここが大幅に下落している。前月比で 7 月 -3.3%、8 月 -2.9%、9 月 -6.3% となり、10 月に入ってもさらに幾分下落しており、ピークからすれば 15% 程度下がっている。その背景については、議論があったドル高や世界需要等があるが、最近特に下がっているのは原油と穀物である。この辺りは、需要要因もあると思うが供給要因も効いている。原油については、米国はステディに供給を増やしていること、またここ数か月はリビアが急速に供給を回復していることがある。穀物も、2012 年辺りは不作で上がったが今年は非常に豊作であり、こういった供給要因も効いているというのが私の持っている実感であり、需給両面が効いていると思う。先程申し上げたとおり、こうした商品市況の下落は円安以上のペースで起きている。今色々議論されているように、このところの円安は日本にとってはコスト増に作用することは事実だと思うが、一方でこうした商品市況の下落——品目によるばらつきはあるが——は、円安によるコスト増を和らげる方向に作用すると思う。この辺りを反映して、国内企業物価も、一頃ずっと上がっていたが、ここに来て横ばいしないしは若干弱めになってきていると思う。そのもとで C P I は、

8月の全国、除く生鮮食品が+1.1%と、われわれがみていた+1.1~+1.2%の中心値よりは少し弱めとなり、9月の東京は+0.7%と、8月の+0.8%から若干切り下がった。中身を見ると、1つにはエネルギーの伸び率低下があるが、8月は地方での食料品の低下、9月の東京は被服が若干弱めであったようである。これについては、夏場、天候不順もあり消費がもたついたことが、春以降のやや早いピッチでの物価上昇の揺り戻しと相俟って影響しているのではないかと考えている。目先は、原油の弱さなどを踏まえると+1%程度へとさらに若干切り下がる可能性が高いと考えている。これまでも私からは、基本的に+1%は割らないのではないかと申し上げていたが、原油が思った以上に下がっていることの影響もあり、場合によっては+1%を若干下回ることもあり得ると思っている。

以上を踏まえて、最後に簡単にまとめさせて頂く。まず、景気はもたつきが若干長引いていると思うが、雇用・所得環境、企業の投資計画などからみて、前向きの循環メカニズムが維持されていると判断している。現在の景気の展開についてみると、プラスマイナス双方の力が交錯している局面だと思う。プラスについては、4月以降落ち込んでいた消費に底固めの動きがあることであり、雇用・所得がしっかりと伸びる中で、天候不順の影響も減衰してきたことがあると思う。一方でマイナスの力は、耐久財、住宅の落ち込みが、ややラグを持って広がりを持ちつつ在庫調整に波及してきたことだと思う。今後については、海外経済が回復する、あるいは現在のような円安、原油安、株高などが維持されれば、プラスの力が次第に勝って景気回復は明確になっていくとみて良いと思っている。ただ、これまで景気がやや下振れ気味で推移しているだけに、海外経済の変調などから、景気のもたつきがさらに長引く可能性があり、さらには、それが収益や成長期待の下振れを通じて、企業行動を抑制方向に変化させる可能性には注意が必要だと思う。物価については、当面、上昇率は若干低下したあと、基本的には再び上昇率を高めていくという見方を維持することで良いと思う。第1に消費、景気全体が次第にしっかりしていきたくみていること、第2にこのところの円安の効果がラグを伴いながら現れてくるこ

と、第3に原油安は当面下押しに効くが、やや長い目でみると景気へのプラス効果を通じて物価下押し圧力は和らいでいくというメカニズムがあることである。ただ、当然ながら景気動向あるいは為替、原油次第では、持ち直しの時期の遅れ、その後の上昇ペースが緩やかとなる可能性も念頭に置いておく必要があると思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

短観での企業物価見通しは今回で3回目だが、なかなか変化がないという印象がある。回答が安定しているのは信頼性が高いことの反映という解釈もあるかもしれないが、それにしても例えば1年先や比較的近い将来の数字もあまり変わっておらず、他のサーベイと比べると、ある意味非常に安定感がある反面、ビビッドには変わっていない。3回調査を実施し、回答できる人は数字は回答するがあまり見直しをしていないということではないか。例えば、短観の価格判断DIでも、足もとは現状に合わせて振れるが先行きは横ばい的な数字も多いように思う。企業は、先行きの価格については予断を持たない傾向が強いのことであれば、先行きについてはあまり変動しないサーベイになってしまうリスクはないだろうかということを、少し気にしている。そこで、短観での企業物価見通しについて、3回終わっての評価を教えてください。

前田調査統計局長

3回目の調査なので、評価するにはまだ早いのではないかと思います。販売価格も物価全般もあまり変わらないが、例えば、販売価格では、前回少し上振れて今回少し下がって全体としてはあまり変わっていないのだが、実は個々の企業は結構変えてきているらしい。私自身は審査している訳でなく報告を受けているだけだが、個々の企業では結構上げたり下げたりして

いるが全体として変わっていないと聞いている。理由としては、ここ半年は全体としてみれば景気は改善が一服ないしはもたつており、足もとと多少円安になっている一方で原油相場が下がっている、その辺りで相殺している感じもある。景気が何となく小康状態にあるということで変わっていないのではないかと一応は理解しているが、これがどうなるかはもう少し状況をみながら判断していきたいと思う。ただ、先程も申し上げたように、個々の企業の回答は結構変わっていると聞いているので、全体が変わっていないのは、マクロ的な環境でそのようになっているのだろうと推察している。

佐藤委員

2点ある。最初に雇用に関する質問である。足もと全体として景気ももたつているにもかかわらず、前向きの循環メカニズムは維持されているとみられていることに関しては、私もそのようにみたいと思っているが、その根拠の最たるものは、例えば底堅い企業マインドであり、あるいは雇用・所得環境だと思う。ただ、雇用・所得関係は景気動向指数では遅行指数なので、足もとの景気のもたつきにもかかわらずそこが底堅いといっても、それが先行きを示唆するかどうかはよく分からないと思う。その点で少し気になっているのは、先程も説明があったが、新規求人数は2か月連続で悪化してきており、足もとの景気のもたつきを受けて、どうも製造業などで新規の雇用を手控えるような動きが出てきているように窺われる。これが雇用スタンスの全般的な下振れに繋がっていかないかどうか、ひいては前向きの循環メカニズムに何らかの変調を来たすようなことがないのかどうかを、これから注意深くみていく必要があると思うが、その辺りについて追加で何かコメントがあれば願います。

もう1点は、円安の評価についてである。先程の短観の説明で、円安は企業収益、特に製造業の企業収益を押し上げるので、取り敢えずプラスということであった。一方、円安になると交易損失は悪化、拡大していくことになる。説明でもあったように、足もとの原油安、商品市況下落で、交

易条件だけをみると、確かに何年か前と比べてみれば悪化しているが、直近の1年位では別に目立って悪化している訳ではなく、限界的には交易損失も拡大しているということではないと思う。その意味では、依然として円安が全体としてはプラスとみて良いのかどうかについて、私自身は、まだマイナス効果よりプラス効果の方が上回っているように思っているが、その辺りについての見解を確認したい。

前田調査統計局長

1点目について、前向きの循環メカニズムが維持されているとする根拠としては、雇用・所得環境が良いこと、あるいは企業マインドが良いもとで投資計画がしっかりしていることなどがある。雇用関連が遅行指標であるという話であるが、今回消費税率が引き上げられる中で、雇用・所得環境がしっかりしていることが消費を下支えするので、遅行指標ではあるがいつも以上に重要だと私は思っている。また、物価と賃金の好循環という点からみても、遅行指標ではあるがこれが上がるのがいつも以上に重要であるというのが、基本的な認識である。新規求人については、落ちていることが気になると言えれば気になるが、私自身は、4～6月頃からもっと落ちてくるのではないかと思っていたので、なかなか落ちてこず、漸く少し影響が出始めたという程度でみている。今回の短観をみても、企業は雇用不足と思っているので、基本的には、これから雇用がどんどん崩れるとは思ってはいない。しかし一方で、企業が予想する以上に景気のもたつきが長引くと、景気もたつきの中で雇用し賃金を払っていると必ず企業収益に影響してくるので、今後の景気展開次第では、どこかで企業が急に雇用スタンスを変えるリスクもなくはないと思っている。基本的には大丈夫だと思っているが、佐藤委員がおっしゃったようなところは注意してみていく必要があると思っている。

2点目の円安の評価については、なかなか難しいが、交易条件の観点からはご指摘のとおりかと思う。円安といっても最近はドル高であって、例えば、円の対ユーロや対アジア通貨はほとんど変わっていない。ドルに対

してのみ円安であるのだが、そのもとで商品市況が下がっているので、交易条件はむしろ少し改善しているのではないかと思う。円安の効果が輸出にはなかなか現れないという声もあるが、今回は海外シフトが進んでいく過程であったのでいつもより円安が輸出に効きにくい部分があったとは思っている。一方で、海外シフトの加速ペースはダウンしてきている。第2に、従来以上に海外からの旅行者が増えているので、かたちを変えつつ円安は国内経済にプラスに効いている。海外旅行者ということなので製造業というよりは非製造業であり、地方も含めてプラスに効いていると思う。また、株高にも繋がっているのも、これは国内の消費にもプラスだと思っている。当然、円安は大きな相対価格の変化であるので、プラスに効く部分、マイナスに効く部分、色々あると思うが、今のところ全体としてみれば、交易条件も商品市況まで含めれば悪化している訳ではないと考えると、円安は全体としてプラスに効いているということで良いのではないかと考えている。

白井委員

4点質問する。1点目は、商業販売統計で小売業と卸売業の動きが少し違うように思える点である。例えば、前年比では小売業は7月+0.6%、8月+1.2%である一方で卸売業はマイナスが続いており、卸売業の方が結構悪い気がする。他に帝国データバンク等を見ても、卸売業のマインドの低下が大きい。その背景としては、カバーしている範囲が違うということもあると思う。例えば、卸売業でマイナスが大きいのは建築材料であり-8%であるが、それが小売には入っていない、あるいはウエイトが小さいということなのか。また、自動車販売は-1.7%で小売業にしっかり入っているが、卸売業には入らないといったような違いなのか。卸売業の状況が悪いような気がするので、他に何かあれば教えて欲しい。

2点目は、最近よく言及される一橋大学経済研究所経済社会リスク研究機構のデータに、小売売上高を価格、数量、品目調整に分けたものがあるが、その数量の部分を見ると、消費者購買数量指数が4月に前年比

で-15%に下落してから、やや改善はしたが、最近は-5~-10%で推移し9月も改善していない。確かに、小売業販売額に比べカバレッジはずっと小さいが、東大の物価指数よりはカバレッジは相当大きいと思う。それで見ると、GMS、スーパー、ドラッグストア、コンビニエンスストアと分けているが、状況は9月になっても改善していないという感じがする。もっとマクロの小売業販売額や家計調査よりも悪くみえるが、その辺についてはどのようにみているのか。

3点目は、設備投資についてである。先程、建築着工床面積はぱっとせず、製造業も非製造業もマイナスになっており、その要因は供給制約であるとの説明であった。一方で、機械投資の方は順調だということであったが、建築着工床面積の住宅を除いた部分が下がっているのは、供給制約だけなのか。単価が上昇していることは分かるが、コンビニエンスストアや倉庫など全体が落ちている感じであり、これは供給制約だけの問題なのか、需要サイドはどうなのか、分かれば教えて頂きたい。

最後に、短観の企業の物価見通しについて、物価全般の見通しは1年後+1.5%、3年後+1.6%、5年後+1.7%と美しく上がっていくように出ているが、規模別、製造業・非製造業別に分けると——私は、大企業の方が価格決定権が強いので、大企業に注目しているが——、大企業の製造業は+1.1%、+1.2%、+1.2%と横ばいで、特に注目したい非製造業の物価予想は+1.2%で横ばいになっており、上昇していく姿ではなく、全体の平均とはかなり違ってみえる。その辺りは、どのようにみているのか。

前田調査統計局長

1点目の商業販売統計については、卸売は企業間の取引なので、小売とは全く違うとお考え頂ければと思う。卸売で建築材料が落ちているというご指摘であったが、今住宅関連の資材が落ちているためだと思う。また、製造業の生産活動が少し停滞しているので、その影響が卸売に出やすいのだろうと思う。

2点目の一橋大学の指数であるが、今朝直近の数字をみてきたが、はっ

きりは改善していないが、4月の落ち込みに比べるとマイナス幅は緩やかに縮小している感じはする。

白井委員

それはそのとおりである。

前田調査統計局長

極く緩やかではあるがマイナス幅は縮小している。実は本日、一橋大学の品目ウエイトが公表されたが、彼等が取っているものの74%が食料品、飲料である。例えば、家計調査では食料品は2割なので、一橋大学の指数はウエイト的には食料品に偏り過ぎている感じがするので、そういうことを念頭に置きながらみていく必要があると思う。そのうえで、価格については、そうはいつでも8月から9月初めにかけてどんと落ちたものが、少し戻ってきているという感じである。

白井委員

0%近傍に戻ってきている。

前田調査統計局長

3点目の設備投資、建築着工床面積については、われわれも供給制約が中心と言いつつも、本当に需要要因がないと言い切れるかについては、判断しかねているところである。最近、企業から聞くところでは、「頼んでも時間がかかる。1年前に比べて2～3割高く吹っかけられるので少し先延ばししている。10 実施するつもりだったが6にしている」というようなことであり、これは需要要因とも言えるが、供給要因かもしれない。企業の成長期待が下振れたためとは思わないが、供給要因が発発点かもしれないが需要サイドからも弱くなっている部分もあるような感じがしている。

4点目の短観の物価予想については、白井委員は大企業に注目している

とのことであるが、販売価格をみると、中小企業では自社の販売価格が上がっているところほど物価全般も上がるとみている。悪いところは悪く答えており、比較的足もとの商売をみて答えている。大企業については、自社の販売価格と関係なくほとんど皆さん同じ数字に収斂している。われわれの推測であるが、エコノミストの予想は先々ほとんど上がっていないので、大企業ではその辺りが参考にされているのではないかと、何となく感じている。

木内委員

先程議論にあった新規求人数であるが、あまり下がっていないという説明であった。図表 32 (2) で新規求人数をみると、年初頃からほぼ横ばいという感じになっており、本来新規求人数は景気にビビッドに反応する指数で、過去は景気の転換点とほぼ一致、または少し先行する傾向があるが、足もとはそうはなっていない感じがする。過去、同じような動きを示したのが 2006 年で、ピークをつけてから景気の後退まで 2 年位あった。この時は、供給制約であり、求人票を出しても人が集まらないので企業の方が出さなくなったというような議論があった。新規求人数としては 86 ~ 87 万人程度であったが、この間の人口の変化を考えると、今はこれよりもやや低いところでピークをつけてもおかしくないとも考えられる。勿論、需要要因もあるかもしれないが、供給要因が結構効いて、頭打ちないしは若干下がっている面が出てきたのではないかという気もする。こうした供給面についてはどのようにみているのか。

前田調査統計局長

求人票を出しても採用できないから新規求人が頭打ちになっているというお話だが、もう少しみないと分からない。申し上げられるのは、有効求人倍率は 1.1 倍であるが、バブル期のように——確か 1.4、1.5、1.6 よりもっと上がったような気がするが——、そこまでは上がらないとしても、もう少し上昇余地はあるのではないかということである。新規求人が頭打

ちになり始めたのは、基本的には、駆け込み需要に対応して年末頃までに多くの求人を出し、その後頭打ちとなっているので、基本的に需要要因だろうと思っている。ただ、木内委員のおっしゃるようなこともあるかもしれないので、今後とも両面から注意深くみていきたいと思う。

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、「貸出増加を支援するための資金供給」について説明をお願いします。

内田企画局長

本日お配りした資料-5(参考計表)【追加】に沿ってご説明する。まず、図表1の家計のインフレ予想では、生活意識に関するアンケート調査が出ており、現在の実感インフレ率がかなり上がっている。これは量的質問に対する回答、質的質問からの推計値とも同じであるが、一方で今後1年間、今後5年間の予想インフレ率自体はほぼ横ばいである。過去の家計に対する調査などをみると、実感インフレ率が上がってくるとどこかで今後1年間や今後5年間の予想インフレ率も上がってくる傾向にはあるが、今回の場合、実感インフレ率に影響するであろう生鮮食品が上がっているといったこともあるので、長いところに繋がっていくかどうかは幅を持ってみたいと思う。(2)の消費動向調査の1年後の予想インフレ率は、4月に消費税の影響が抜けて下がったあと、下げ止まった感じの数字になっている。図表2は短観での企業のインフレ予想である。(1)の短観の価格判断は、仕入価格判断D Iが+30%ポイントから+28%ポイント、販売価格判断D Iが0%ポイントから-1%ポイントと若干下がっているが、レベルはまだかなり高く、その中で横ばいのイメージだと思う。(2)の物価見通しは、数字の確認だけさせて頂くと、物価全般——C P I——は、1年後は+1.5%、3年後は+1.6%、5年後は+1.7%となり、前回と変わらずであり、エコノミストの予想よりは高く、先に行くに従って高く

なっていくという傾向も不変である。(3)の販売価格の見通しについては、累積で1年後は1.1%、3年後は1.8%、5年後は2.1%となっており、前々回と同じで、前回少し上がった分が今回少し下がっている。図表3はエコノミストのインフレ予想である。(2)のESPフォーキャスト調査をみると、9月調査では、2014年度については8月調査の1.14%から1.17%と少し上がっており、2015年度、2016年度は変わらずである。ただ、1か月近く古いデータであり8月のCPIのデータは入っていないので、その点にご注意頂きたい。図表4は市場のインフレ予想である。

(1)はQUICKの調査であるが、これも9月調査が出ており、ほぼ横ばい圏内の動きである。1年先から2年後までの1年間の平均値が若干上がっているように見えるが、横ばいか少し上がっている程度の数字である。これも9月22日～25日の調査であり、26日に出たCPIの影響が入っていないので、そういうデータとしてご覧頂きたい。(2)インフレーション・スワップ・レート、(3)BEIは、新しいデータを全て反映している市場の動きであるが、BEIは今月も若干下がっている。大きな動きではないが、前回会合時の1.203%から1.118%へと若干ではあるが下がっており、少し弱めの感じになっている。

図表6はテイラー・ルールである。数字だけ申し上げる。第3四半期を計算すると総合除く生鮮食品ベースで1.0%となり、引き続きプラス圏で推移している。

図表7は金利関係であるが、8月の貸出約定平均金利は、新規・総合除く交付税特会向けベースで0.995%となった。これについては、2か月続けて1%を上回っており、特殊要因もあったがこの辺りが底だろうかという話をしていたが、3か月振りにまた1%を切った。引き続きボトム圏内という評価で良いと思う。

図表11はボリュームであるが、民間部門総資金調達率は7月の+0.8%から8月も+0.8%と変わっていない。ただ、遡ってみると、4～6月、さらに1～3月といずれも+1.1%であり、前年比伸び率は少し下がっている。主因は社債である。社債残高が8月は-0.3%ポイントとなっており、

その分全体の前年比伸び率が低下している。一方、貸出はあまり変わっていない。銀行計では、8月+2.3%で7月と変わらず、大きな傾向に変化はない。また、社債は、残高ではマイナスになっているが、実は発行自体は結構あり、国内公募社債計では9月も6,371億円と、例年に比べ少し強めの発行がされている。要するに、償還が多かったということである。そろそろ償還のピークも終わってくるので、このままこのペースで社債が発行されるのであれば、前年比のマイナス幅が少し縮んでいくのではないかという感じである。先程9月のCP・社債計(末残)が出たが、8月-1.7%のあと9月は-0.8%、CPが8月+1.7%のあと9月+3.4%、社債が8月-2.2%のあと9月-1.3%と、若干マイナス幅が縮んでいる。株式調達額をみて頂くと、1,446億円と、引き続き商社のM&A資金等のための株式調達等が出ており、エクイティ調達の良好も続いている。先程社債の話を上記したが、10年超の長いものが出ていたり、初顔の発行もあるということなので、少なくとも発行環境としては良好ということで間違いはないと思う。

図表16の金融機関の貸出態度であるが、短観での貸出態度判断DIは15ポイントから17ポイントとさらに改善した。資金繰りDIは10ポイントから10ポイントで横ばいであった。図表17(2)の企業の資金繰りをみて頂いても、2005~2007年位の「楽である」超が続いていた時期を若干上回る水準にあり、水準としては良好ということで良いと思う。図表18の倒産件数は、8月は727件と引き続き1,000件を切るペースであり、1991年2月以来の低水準である。

図表19のマネタリーベースは、9月は35.3%増となった。前年の水準が段々高くなってきているので、3割台になってきているが、これは予定どおりである。マネーストックの方は先程申し上げたとおりであるが、貸出が前年比でほとんど横ばいなので、M2も7月+3.0%、8月+3.0%、広義流動性も7月+2.9%、8月+2.9%と横ばいになっている。この資料は以上である。

次に、事前にお配りしている資料-7に沿って、「貸出増加を支援する

ための資金供給」についてご報告する。9月17日に貸付を実行し、金額が2兆5,865億円である。2.の業態別内訳で2014年9月実施分をみると、大手行が1兆9,552億円、地域金融機関等が6,313億円である。利用率は大手行は97.3%とほぼ100%である。少額であったので使わなかったところが1件あるが、基本的には100%である。一方で、地域金融機関は、今まで大体3割と申し上げていたが、今回は25.5%と利用率が少し下がっている。前回実施分で増加額の2倍の貸付を受けているので今回は不要と言ってきた先が2先あったようである。この結果、合計で2兆5,865億円となったが、これ自体は思っていたより若干強めである。それは貸出増の方が大きかったからであり、利用率は全体で54%と6割を若干切る水準になっている。その結果、10月1日時点の貸付残高は15.9兆円となっている。この16兆円程度というのは、2月にこの新しい2倍という制度を始めた時に申し上げた試算と全くオントラックになっている。その意味では予想と違うことが起きている訳ではないが、地域金融機関等で利用率が若干低いということと、大手行も資金が潤沢な中でさらに100%使ってくるかどうかについては若干不透明なところがあるということを知っている。このあとの動きには注意が必要ではないかと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

金融環境について、図表11の資金調達関連で、8月のCPの発行残高が前年比プラスとなり、9月にはプラス幅がさらに大きくなっていること背景は何か。単に前年に減り過ぎたことの反動という要因が大きいのか、それとも多少なりとも社債からCPにシフトしている面があるのか——社債の発行環境は良いという説明だったので違うとは思いますが——、あるいはCPの発行需要がそれなりに出てきたのか。例えば、リース

でCPの発行を増やす動きがあるとか、キャッシュインが減っている分をCPの発行で補っているというような話もあるので、CP自体の発行需要が出てきた面もあるようにも思うが、CPの発行残高増加の背景としては、何が1番大きいのか。

もう1点は、CPの金利である。CP発行スプレッドについて、図表9(2)では少し分かりにくいですが、金融市場局の資料-2でみると、足もと上がってきている感じがある。その背景は、先程申し上げたCPの発行増——つまりCPの供給が増えていること——が影響しているのか、あるいは景気情勢が少し弱くなってきているのでクレジットリスクが高まっているのか、それとも、短国とのスプレッドなので、短国利回りが下振れているために上がって出てしまっているという技術的な要因なのか、どの要因が大きいのか教えて欲しい。

内田企画局長

CPの発行残高については、図表12にあるとおり、やはり前年に減ったことが大きいと思う。CPは大体1年位マイナスが続いてきたが、そろそろそういう状態から抜けてきた。個別には、木内委員がおっしゃるような動きもない訳ではないが、そうした動きが全体に影響して感じが変わってきているということはないと思う。その意味で、前年比の話ではないかという感じがしている。というのも、CPの平残は12兆円程度の規模なので、それほど大きく動くとは考えづらい。因みに、CPの発行環境のDIは31から33とさらに「楽である」の方に行っているので、発行環境は良く、その中で大体同じような金額の発行がされているというのが、今の状況だと思う。

スプレッドについては、最後におっしゃったとおりだと思っている。図表7をみて頂くと、CPの発行レートはずっと0.11%か0.12%で、短国のレートとあまり関係なくほぼこのレートでずっと発行してきているのが実態に近いと思う。従って、スプレッドを計算することの意味があるかということはあるが、短国が下がったことの影響が圧倒的に大きいと思っ

ている。CPについては、発行環境があまり変わらない商品で、社債が発行できないといったような余程特別なことがない限り、10兆円強の発行で今の環境では0.1%程度の発行レートではないかと思っている。

佐藤委員

貸出増加を支援するための資金供給について、今回の実施状況を見ると先数が減っている印象がある。大手行で3先、地域金融機関等で29先、合計32先ということだが、32先というのは昨年9月実施分以来の少なさになる。今一つ利用状況に広がりが出てきていないようにも見受けられるが、その辺りはどのようにみているのか。

内田企画局長

9月実施分は4～6月の貸出がベースなので、貸出が増えた先が少ないことが一番大きな要因だと思う。そのうえで、利用先がどんどん増えている感じがしないのも、そのとおりだと思う。ただ、昨年に比べれば地域金融機関等が若干増えているので、それなりに一生懸命やってくれている感じはある。先程申し上げたとおりであるが、2倍にすると1回で十分というようなことを言う先も出てくるので、地域金融機関の利用率は3割程度とみているが、資金が余っていく中で、使えるが利用しない先が出てくる可能性はあると思う。大手行については、そもそもプラスになった先が4先しかなく、うち1先が極めて少額なので使わなかったということで、特に他意はないと思う。地域金融機関については、確かにもう少し使って欲しいという気持ちはあるが、あまり伸びていない。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いする。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表で変更点をご説明する。事前にお配りしている「金融経済月報「概要」の前月との比較」をご覧頂きたい。まず、景気全体の冒頭の表現について変更がある。前月まで「駆け込み需要の反動がみられているが」としていたところについて、当月は「駆け込み需要の反動などの影響から生産面を中心に弱めの動きがみられているが」と変更しており、生産面の下振れ感に言及するかたちとなっている。細かい点だが、「駆け込み需要の反動など」と当月は「など」が追加されており、これは、敢えて言えば夏場の天候不順の影響を多少引きずっている部分、あるいは実質所得低下の影響が想定より若干だが強めに現れていると思われる点を意識した表現である。因みに、この「など」という表現は、先行きのわが国経済の全体の一文中にも同様に加えている。もともと、当月も「基調的には緩やかな回復を続けている」という景気の基調判断は維持している。理由については、内訳にも関係するが、生産の下振れは、これまでのところ内需の底割れを意味するものではなく、輸出のもたつきなども多少あるが、基本的には、駆け込み需要の反動減が規模、期間ともに企業の予想以上であったことによる在庫調整が主因とみられるためである。その在庫調整自体は長引いている感じはあるが、原因となった駆け込みの反動や天候不順の影響自体は、消費全体でみれば和らぐ方向にあるということである。

現状パートの内訳は、個人消費の後段部分で、当月は「駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている」としている。前月の「反動の影響も徐々に和らぎつつある」という表現よりももう少し前向き感を出している。ただ、業態や地域によって持ち直しのペースが異なるので、その点にもしっかりと留意する表現として、「ばらつきを伴いつつも」という言葉も入れている。次の鉱工業生産は、下方修正である。当月は、「在庫調整の動きもあって、このところ弱めの動きとなっている」としている。前月の「基調として緩やかな増加を続けているが」という文言は削除している。生産については、併せて先行きパートも

ご覧頂きたい。先行きについては、当月は「当面弱めの動きとなったあと、緩やかな増加に復していくと考えられる」としている。現状パートに戻って頂き、最後の一文は9月短観を踏まえた企業の業況感の表現である。内容は先程前田調査統計局長から説明があったとおりだが、今回は「消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している」としている。因みに、6月短観を踏まえた7月の月報では、「駆け込み需要の反動の影響がみられているが、総じて良好な水準を維持している」としていた。

このほか、2点変更がある。1つは先行きパートの公共投資である。公共投資は、「高水準で横ばい圏内の動きを続ける」という前に「当面」という言葉を足しており、これも先程の説明どおり、このあと次第に緩やかにピークアウトしていくため、「当面」という言葉を足している。また、物価パートでは、国内企業物価の現状および先行きについて、前月の「緩やかな上昇」から、当月は「横ばい圏内の動き」という表現に変更している。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」という表現を維持している。次のマネタリーベースは、前年比伸び率が8月+40.5%のあと、9月は+35.3%になったので、お配りした資料では「4割程度の伸び」となっているが、「3割台半ばの伸び」に修正して頂きたい。企業金融周りでは、銀行貸出については9月分の計数がまだ出ていない。なお、7月が前年比+2.3%、8月も+2.3%の伸びであったので、前月までの「2%台前半のプラス」という表現をそのまま据え置いている。CP・社債については、先程説明があったように、発行環境は良好であるが、発行残高の前年比は、8月が-1.3%、9月は速報だが-0.8%となった。従って、表現としては「前年比は、マイナスとなっている」という表現をそのまま維持している。マネースtockも公表がまだであり、7月が前年比+3.0%、8月も+3.0%なので「3%程度

の伸び」という表現をそのまま据え置いている。1か所変更したのが企業の資金繰りである。前月までの「一段と改善している」を当月は「良好である」に変更している。この判断のベースとなったのは短観の企業の資金繰り判断D Iである。全規模ベースでの「楽である」超幅が、前回6月調査で+10と直近ピークの2007年6月を超える水準まで改善したあと、9月調査でも+10とその水準で横ばいとなっているので、変化ではなく水準を表す表現に修正したものである。

最後に市況であるが、まずターム物金利は、短国レートは前回会合以降しばしばマイナス金利がみられる状態になっているので、これを受けて、「幾分弱含んでいる」という表現に変えている。その他の市況については、参考までに前回会合終了時点の9月4日の市況を申し上げますと、10年債利回りが0.53%、日経平均が15,700円強、ドル/円レートは104円90銭程度であった。その後の動きは、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。株価は、一時年初来高値まで上昇し、9月25日には16,400円近くにまでなったが、足もとは少し弱含んでおり、概ね前月並みの水準である。なお、為替相場は、日米の金融政策の方向性の違いが意識されるもとの、円の対ドル相場は下落しているため、「下落」という表現で良いと思う。いずれにしても、明日の会合終了時点までの動き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

質問があればどうぞ。

白井委員

コメントを含めて3点ある。1点目は景気についてのコメントである。当月は、基調判断は維持しているが、幾つかの修正があった。どちらかと言うと下方修正気味だったと思っているが、事実そのとおりなので支持する。生産面は、明らかに在庫調整で明確に下方修正だと思うが、消費については人によって受け止め方が違うと思う。「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」のあとに、「駆け込み需要の反動の影響は、ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている」とあり、「全体として」と入っているところが前回よりも多分、強め、前向きに取れるが、一方で「ばらつきを伴いつつも」というのは、私からみると、なかなか回復しないものもあるということが含まれているという意味で下方修正気味である。先程全体として前月よりも前向きのイメージを出したということだったが、私としては下振れ的に感じられたので、人によって印象が違うと思った。幾つかについて率直に実際のデータに合わせて修正している点は、非常に評価したいと思う。

2点目は、確認したいのだが、物価のパートで国内企業物価を3か月前比で「横ばい圏内」と下方に修正し、先行きも、「当面、横ばい圏内の動き」と修正しており、それはそのとおりだが、9月あるいはそれ以降、商品価格下落の影響が円安の影響を上回る可能性もあり、9月はマイナス、それ以降もマイナスになる可能性があると思う。その場合でも-0.1%程度であれば「横ばい圏内」ということになるのか。つまり、マイナスになった場合、どの程度までを「横ばい圏内」と考えているのか。

3点目は、前回会合でも問題提起したが、予想物価上昇率が全体として上昇しているということが、本当に正しいのだろうかという点である。上昇しているものよりも、横ばいないしは低下の方が多い。横ばいが圧倒的だが低下しているものも多いので、「上昇している」というのは明らかに違うのではないかと前回申し上げ、今回もその状況は変わっていない。景気の現状判断と先行き判断、そして企業物価の現状判断と先行き判断は、実態に合わせて比較的率直に修正されていると思うが、予想物価上昇率だけが、事実と反しているにもかかわらずこのような表現を続けていることに違和感を感じている。これはコメントである。

亀田調査統計局経済調査課長

1点目はコメントということだったが、補足だけさせて頂く。前回からの変化では、個人消費の駆け込み需要の反動に関し、「徐々に」という言

葉を取ったうえで「和らぎつつある」から「和らいできている」と変えている。こここのところにも少し前向き感を出しているが、全体として前向き感を出したからこそ、ばらつきを伴っているということも敢えて強調しているということは、おっしゃるとおりである。

2点目については、どの程度のマイナスまで横ばいかというのは、数字できちっとした厳格なルールがある訳ではない。どの程度のマイナスになるかということもあるが、その後戻ってくるような一時的な変化なのか、それとも少し長引くような弱含みの動きなのかといった中身についても、企業の見方も含めて判断していきたいと思う。そこは現実をしっかりとみて判断していきたい。

正木企画局政策企画課長

3点目の予想物価上昇率についてはコメントということだったが、1点だけ申し上げる。予想物価上昇率は、他の指標に比べ直接的に観察できない点の特徴である。つまり、様々なサーベイや市況、マーケットデータから判断することになるが、他のハードデータに比べて毎月の動きをなかなかトレースしがたい。従って、大きな流れを書くということで、多少前提となる計数の性質が違うということはあると思っている。この1か月については、短観の企業の予想物価をみても、生活意識に関するアンケートの調査をみても、一段と上がっている訳ではなく、恐らく横ばいという評価だと思う。ただ、多少長い時間軸で俯瞰すると、上がっているという評価はなおできるのではないかと考えているので、こういうかたちを提案しているということである。

白井委員

確かに予想物価上昇率が直接観察されるものではないという点ではそうかもしれないが、これまでの説明では、そういうデータを前面に出して「上昇している」と判断してきており、若干整合性がないと感じている。これは私の意見であり、またそういう指摘も外部で増えているように思う。

黒田議長

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

(16 時 18 分中断、7 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は、「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、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、9 月 3、4 日開催分の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

なお、本日は、私の国会出席のため、議事を一時中断する。そのため、皆様には速やかな議事進行にご協力をお願いする。情報管理の観点から、議事中断の際には、予め定められた場所に、また議案作成の間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きたいと思うので、宜しく願います。

Ⅲ. 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決 (資料-8)

黒田議長

最初の議題である「適格担保取扱基本要領」の一部改正等に関する件に入る。資料-8の「担保掛け目等の年次レビュー結果について」を執行部

から説明してもらい、質疑応答のあと、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

資料－８をご覧頂きたい。担保掛け目の年次レビューは、毎年１回この時期に定例で実施しているものである。今回のポイントは２つある。１つ目は、担保掛け目の検証対象期間を最近５年から１０年に延長すること、２つ目は、物価連動国債のうち、昨年１０月から発行されている元本保証付きの新物価連動国債について、元本保証を勘案した掛け目を設定することである。

検証対象期間を最近１０年とする理由は、第１に、最近の国際的な議論において、プロシクリカリティを抑制する観点から、少なくとも１景気循環を踏まえた掛け目の設定が推奨されていることである。この点、従来どおり最近５年間とすると、今回からリーマン・ショックの時期が対象期間から外れ、ボラティリティが低い時期のデータに基づく掛け目となる。これを１０年とすることで、好況期、不況期を均した掛け目の設定ができることになる。第２に、ＦＲＢ、ＥＣＢなど海外の主要中央銀行でも、同様の考え方から１０年程度としていることである。第３に、１０年分以上の信頼できる価格データが蓄積されたこともある。

具体的な担保掛け目については、４頁の表のとおりである。市場価格を把握できる資産の掛け目については、検証対象期間を１０年に延長したことを受けて、リーマン・ショック時の金利や為替の変動が均されたことから、国債など３０年超のゾーンや、適格外国債券の掛け目が上昇している。また、物価連動国債について、５年超のゾーンは昨年１０月から発行されている元本保証付きの新物価連動国債向けの掛け目であるが、元本保証を勘案、すなわち、元本保証のない従来物価連動国債の価格データに元本保証があったと仮定して価格調整を行い掛け目を設定したことから、４％ほど引き上げとなっている。市場価格を把握できない資産については、６頁の表のシャド一部分を引き上げている。いずれも、リーマン・ショック時に信用リスクプレミアムが拡大した影響が、検証期間が１０年となった

ことから、均されたことによるものである。

最後に、国債現先オペ等についても、国債を担保とする与信であることから、掛け目を見直すこととしたいと思う。現先については与信額に対して差し入れる担保金額の比率、いわゆる時価売買価格比率を定めることから、担保掛け目の逆数となるが、基本的な考え方は同様である。具体的な比率は、7頁、8頁の表のとおりである。

実施日については、所要の準備を進めたうえで、本年10月末までに実施することとしたいと思う。以上を踏まえた付議文が12頁以下にある。付議文の説明は省略する。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

4頁目の表で、物価連動国債の掛け目が「5～10年」が93%になっており、残存期間の順序性の条件が満たされないかたちになっているが、これは元本保証が付いていることを反映したものであって、厳密に言うと物価連動国債ではあるがある意味違った商品なので、順序性が満たされていないのは仕方がなく、問題はないということか。

高口企画局審議役

そのとおりである。5年までの期間は元本保証のない旧物価連動国債の価格に基づいた掛け目である。5年より長いところは元本保証のある新物価連動国債向けの掛け目であり、今回は商品性の違いを踏まえて掛け目の設定をしているということである。

黒田議長

他に質問がなければ、本件に関する採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

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等が残るもとの、生

産などに弱めの動きがみられるが、基調的には緩やかな回復を続けているとの執行部判断に違和感はない。

まず、海外経済だが、米国経済は、引き続き堅調な個人消費に加え、設備投資、輸出も改善するなど、着実に回復している。雇用環境が改善を続けるも、消費者マインドは良好に推移しているほか、企業活動のモメンタムもしっかりしており、先行きも回復が続くとみられる。

次に、欧州経済は、極く緩やかながら回復ペースを維持しているとみている。個人消費が比較的堅調に推移しているほか、PMIは幾分低下しつつも50超の水準をキープするなど企業マインドの底堅さは維持されている。もっとも、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も波及していることや、緩やかなデフインフレ基調が続いていることから、今後の動向については、ECBによる政策対応やその効果を含め、注意深く見極めていく必要がある。

中国経済は、輸出が堅調であるほか、製造業PMIは50超の水準を維持するなど、政府による小刻みな景気刺激策も奏功して安定成長を続けている。足もとは鉄鋼等を中心に生産の減速がみられ、電力生産・消費量や鉄道貨物輸送量が前年割れとなっているほか、不動産市場の調整を受けて固定資産投資の伸びも鈍化し、全体としてやや下振れ傾向がみられる。こうした中、政府が構造調整を優先する姿勢をみせている点には留意が必要だが、中国人民銀行が、9月末に住宅融資規制の緩和を指示した以外にも「5大銀行に対し5,000億元の資金供給を実施」との報道がみられるなど、時宜に応じた景気対策は引き続き打たれると思われ、現状程度の安定成長が続くとみている。

一方、NIEs・ASEANを含む新興国経済は、景況感が改善している国もみられるが、全体としては成長の勢いを欠いた状況が続いている。先行きは、国ごとのばらつきは残るものの、米国を中心とする景気回復の影響が徐々に波及し、次第に成長テンポを高めていくとみている。

こうしたもとのわが国の経済は、9月短観で示された業況判断DIでは天候不順や駆け込み需要の反動の影響がみられたものの、全体としては

良好な水準を維持している。先行きは、当面、自動車などの耐久財や住宅関連に駆け込み需要の反動の影響が残るものの、全体として反動などの影響は和らぎ、基調的には緩やかな回復を続けていくとみている。なお、実質所得の減少の影響については、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、個人消費は、8月の家計調査の消費支出では、住居等を除くベースで前月比増加に復したほか、商業販売統計では天候不順の影響からエアコン等の家電販売が伸び悩むなどのばらつきはみられるが、百貨店やスーパーを中心に、総じてみれば駆け込み需要の反動が和らぎ回復の兆しがみられる。9月も高額品販売の好調や訪日客の増加もあり、一部百貨店では反動減の影響が漸く解消しつつあるとの指摘も聞かれる。また、旅行需要は堅調であるほか、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、新規求人数にやや頭打ち感はみられるが引き続き良好に推移し、所得環境も、8月の現金給与総額が所定内給与や特別給与の伸びを受けて、引き続き高めの伸び率となるなど着実に改善している。先行きも、今回の短観にみられるように、人手不足感の強まりや企業業績の上方修正を背景に、雇用・所得環境の改善期待が続くもとで、個人消費は底堅く推移するとみている。

また、同様に好調な企業収益のもと、設備投資は、投資計画が大企業を中心にしっかりと上方修正され、前向きな投資スタンスが維持されている。先行きも、このところ弱めの動きとなっていた機械受注が2か月連続で増加していることなども踏まえると、更新投資や省力化および省エネ投資を中心に、緩やかな増加基調をたどるとみられる。

次に、輸出は、自動車関連の減少から8月は全体として幾分減少した。引き続き、米国向けや中国向けに力強さがみられず、幾分弱めの動きと判断している。もっとも、先行きは、自動車をはじめとした海外生産移転の影響が下押し要因として残るものの、先進国を中心に海外経済の回復が見込まれ、大企業の海外での製商品需給判断D Iも先行き緩やかに改善する見通しであることや、円安傾向などを踏まえると、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での生産は、8月は、自動車などの在庫調整の動きに加え、弱めの輸出動向や天候不順などによる消費下押しの影響を受けて、予測に反し減少した。先行きの生産は、在庫調整の影響などから、当面は弱めの動きが続くとみられるが、予測指数が9月に+6.0%と高めの伸び率となり10月も前月比ほぼ横ばいであることや、マイクロヒアリングに基づいた先行きの生産見通しが小幅増加する姿となっていることのほか、製造業PMIが堅調に推移していることも踏まえると、緩やかな増加に復していくとみている。

次に物価であるが、8月の消費者物価（除く生鮮）の前年比は、消費税率引き上げの影響を除くベースで+1.1%と、ガソリン等のエネルギー関連品目の押し上げ効果が縮小したことから、伸び率が縮小した。もっとも、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。先行き、円安要因はあるものの、最近の原油価格の下落もありエネルギー関連品目の押し上げ効果が縮小すること等から、暫くの間は1%程度から1%台前半で推移すると考えられるが、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、次第に上昇していくものとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

海外経済に関する見方は、基本的には執行部と変わらないので、国内経済についてのみ述べることにする。現在、国内経済の先行き予測を難しくしている要因は、消費増税の負の影響の大きさとその持続期間に関する不確実性である。消費水準指数（実質・除く住居等）は、4～6月期に消費増税の反動減で前期比-8.5%と大きく落ち込んだあと、6月は回復したが、7月は再び比較的大きなマイナスになった。8月には再び緩やかな増加に転じたものの、水準自体はかなり低いままである。ただし、GDP統

計の4～6月期の消費の前期比は-5.1%であり、家計調査の消費水準指数に比べると落ち込みは3.4%ポイントも小さいことには注意する必要があると思う。この点を考慮すると、今後の消費動向を予測するうえでは、消費水準指数の見方には注意する必要があると思われる。これまで消費の回復が遅れていた要因については、消費増税を原因とする実質所得の恒久的低下による分と天候要因とが混在していた。しかし、販売側の統計で見ると、8月になって漸く回復しているデータが多くなった。これは、天候要因による下押し圧力が和らいだことによると考えられる。従って、8月からの消費の回復基調が今後も維持されるかどうかは、天候要因による下押し圧力がなくなる9～10月のデータで明らかになるとと思われる。

一方、9月の日銀短観では、消費の回復が遅れているにもかかわらず、企業の設備投資計画が上方修正されたことは明るい材料である。これまでの設備投資計画をみると、9月短観で上方修正される傾向がある。しかし、その点を考慮しても、企業が先行き3か月程度の業況が現在とほとんど変わらないと予測しているにもかかわらず、設備投資計画が過去対比でみて比較的大きく上方修正されているのは、企業は中長期的には消費は堅調であると予測しているためではないかと思われる。設備投資計画が強めに出ているもう1つの大きな要因は、短観にみられるように、製造業、非製造業問わず、人手不足感が高まっていることであると思う。特に、非製造業の人手不足感は強く、かつ拡大している。

労働統計や賃金統計は、消費増税による消費の減少にもかかわらず、雇用・所得環境の改善が続いていることを示している。失業率の3%半ばまでの低下と1.1倍の有効求人倍率に示されている人手不足は、賃金上昇要因である。デフレ下では、失業率が高いため、生産性の低い企業も低い賃金で非正規社員を雇って生産するというビジネスモデルが成立していた。しかし、人手不足による賃金上昇が予想される状況になると、低賃金・非正規雇用型ビジネスモデルでは、能力のある人材を確保できなくなる。ソフトウェアを含む投資によって生産性を高めなければ、高くなった賃金を払えず、有能な人材を確保できなくなり、競争から脱落する可能性が高

まっている。従って、企業、特に製造業に比べて生産性の低い非製造業は、競争を勝ち抜くためにも投資を促進せざるを得ない状況にあると思う。このように、人手不足による賃金上昇は企業の設備投資を促すという意味で、内需拡大要因であるとともに、中長期的には資本の増加と人的資源をより生産性の高い企業に配分するという価格メカニズムを通じて、経済全体の生産性を高め、供給能力を高める要因でもある。

次に、9月以降急速に進んだ円安の物価に対する影響を除いた、金融経済に対する影響について述べる。円安の物価に対する影響については第2ラウンドで述べる。9月以降、日米の金融政策のスタンスの相違を反映して、円安が急速に進み、株高をもたらした。外貨高と株高は資産効果を通じて消費を支え、旅行収支の受取を増やす要因となる。因みに、2013年の旅行収支の受取は名目GDPの0.3%で、2014年も2013年を上回るペースで増加している。さらに、円安は収益増を享受する製造業の設備投資と賃金支払増を促す。輸出の増加は2000年代半ばほどは期待できないとしても、円安定着は海外生産移転の動きを抑制し、国内投資を促進する要因になる。

以上のような経路を通じた内需拡大は、円安による資材や燃料コストの上昇というデメリットを受ける非製造業が、そのコスト増加分を価格に転嫁できる経済環境をもたらす。さらに、消費増税による消費抑制要因を相殺することによって、これまで改善傾向が続いてきた雇用・所得環境を維持し、2%の物価安定に向けた動きを維持する要因になる。しかし、他方で、消費増税による実質所得の低下が消費を下押しする圧力は、企業の想定以上であったと思われる。今後、消費の回復があとずれば、9月短観で上方修正された企業の投資計画が下方修正される可能性があることには留意が必要である。

以上のような景気に関する強弱の指標が混在していることを考慮して、これまで維持されてきた雇用・所得環境の改善基調が今後も中長期的に維持されるかどうかについては、9月、10月のデータで判断したいと考えている。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

最初に、国際金融資本市場だが、米国の利上げ接近により、新興諸国の民間企業などに向かっていた資本の流れが逆回転を始めた場合、リーマン・ショック以降、国際金融市場での調達構造が、銀行規制強化の影響もあって銀行経由から市場経由のファイナンスへと変化しているだけに、市場流動性の低下を通じたボラティリティの上昇などがわが国市場へどのように影響するか、注視していく必要がある。

海外経済については、米国頼みの感が強まっているが、全体としては前回の判断、すなわち海外経済としては「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」、先行きについても「先進国を中心に、緩やかに回復していく」という評価を維持することで良いと思う。ただし、地政学的リスクについては、引き続き注意を要すると思っている。

地域別の特徴に簡単に触れると、まず、米国経済は、雇用の拡大を背景に個人消費が堅調に推移し、これが企業の生産や設備投資に波及してきていると思う。欧州経済については、緩やかな回復を続けているが、製造業を中心にその勢いが鈍化し、デフインフレ傾向が続いているとみている。中国経済は、不動産市場の調整が続いているが、輸出の増加や景気下支え策の効果が見込まれることから、雇用安定を確保できる現状程度の成長が暫くは続くと思えば良いのではないかと考えている。新興国経済については、全体として依然成長に勢いを欠く状態だが、米国向けの輸出増加などから、アジア地域では上向きの動きもみられる。

次に、わが国経済である。夏場の景気関連指標は、天候不順の影響も加わって弱めのものが目立った。問題は、これらがマインド面などを通じて景気回復のモメンタムを削いでしまうことにならないかという点である。その意味で9月短観に大いに注目していたが、企業の業況感は良好な水準

を維持し、売上、収益、設備投資の事業計画も上方修正となった。こうした点から、企業は、現在の景気の弱さを一時的と捉え、前向きの姿勢を維持していると判断できると思う。

以下、部門別にみていくと、まず企業部門では、輸出は依然弱めだが、9月短観の海外需給判断D Iの先行き改善や、米国での景気回復が企業の設備投資に波及してきたことは、先行きの輸出の緩やかな回復シナリオを支援する好材料であると受け止めている。一方、設備投資は、良好な収益や企業マインドの改善を背景に緩やかに増加しており、先行きも緩やかな増加基調をたどるとみている。家計部門では、個人消費の前提となる雇用・所得環境をみると、労働需給のタイト化を背景に1人当たり名目賃金は緩やかに上昇している。こうしたもとでの個人消費については、基調的に底堅く推移しているとみている。駆け込み需要の反動の影響は、直近の指標をみると、自動車や家電など耐久財で長引いているが、百貨店やスーパーの売上高が持ち直し傾向にあるなど、全体としてみると和らいできている。先行きについても、雇用者所得の緩やかな増加が続くもとで、さらに和らいでいくと考えている。

この間、生産は、自動車を中心に在庫調整の動きがみられたこともあって、8月は大きめの減少となった。このため、9月予測指数の高い伸びが実現しても、7～9月は前期に続いてマイナスとなる見通しである。これは、裾野が広い自動車の在庫調整が関連産業にまで波及していることが一因とみている。仮に、在庫調整の進捗が遅れると景気のもたつきがさらに長引き、企業の支出行動を抑制しかねない可能性に留意する必要があるが、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目下の状況からすると、企業・家計部門ともに、所得から支出へという景気回復を支える前向きな循環メカニズムは維持されていると判断している。従って、在庫調整が進むにつれ、生産も次第に緩やかに増加していくと考えている。

まとめると、景気の現状は、「生産面を中心に弱めの動きがみられているが、基調的には緩やかな回復を続けている」、先行きについては、「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などの影響も次第に和らいでいく」という判断が適当だと思う。

最後に、物価面だが、8月のCPI前年比は+1.1%とプラス幅が縮小したが、これにはエネルギー価格の下落が大きく影響している。原油価格が足もと軟調なので、CPIは一時的に1%を割る場面もあるかもしれないが、労働需給のタイト化により賃金に上昇圧力が加わっていること、そして、自動車を除けば個人消費は崩れておらず、企業の価格設定スタンスが低価格志向に戻る懸念は低いことなどから、CPIの先行きに対するこれまでの見方は変えていない。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の動きとしては、世界的に株式・外為市場を中心にボラティリティが高まっており、投資家のリスク姿勢は幾分リスクオフに傾いている。この背景には、欧米の金融政策の方向性の違いや経済指標に関する市場予想に対する反応に加えて、地政学問題、香港のデモ、米国のエボラ熱感染報道等が相次いだことにある。また、多くのコモディティ価格が本年半ば以降に下落しており、ここにはドル高やリビア等の原油供給増加だけでなく、中国を含む新興国および欧州における景気減速感と設備投資の低迷といった需要要因も影響しており、世界経済の回復ペースは米国を除けばやや減速する兆しがみられる。

こうしたもとで、わが国経済について、まずGDPの支出面からみると、個人消費については、実質消費水準指数、実質小売業販売額、家電販売額、乗用車新車販売台数（除く軽）のいずれも8月には前月比プラスとなっているが、極く僅かな改善幅のため、水準自体は2012年末のアベノミクス開始前と同程度ないしは下回っている。住宅投資については下げ止まりつつある程度であり、実質輸出については外需の弱さから低水準で

ほぼ横ばいである。このように内需、外需ともに改善がもたつく中で、設備投資については比較的堅調である。2014年度の設備投資計画は製造業を中心に前年比の伸び率が大きく、9月短観調査では全規模全産業で上方修正がなされたことは心強く感じている。一方、GDPの供給面からみると、鉱工業生産は4月以降低下傾向にあり、先行きの見通しも下方修正が常態化しているため、回復ペースに不確実性があり、しっかり回復する時期は来年第1四半期までさらに1四半期あつずれしそうである。また、建設産業も弱めなうえに、第3次産業活動指数も低水準で横ばい状態が続いており、わが国の経済活動指数は全体的に低迷気味である。このため、人手不足が深刻化しているにもかかわらず、このところ新規求人数や所定外労働時間が減少しており、労働市場の改善傾向はやや足踏み状態になっている。こうした実態を反映して、日銀短観における中小企業の現在の業況判断DIが悪化し、「良い」超から「悪い」超へと移行する分岐点にあること、並びに生活意識に関するアンケート調査の9月調査における家計の現在の景況感、暮らし向き、収入DIがいずれも大きく悪化している点を懸念している。

景気の先行きについては、設備投資と個人消費を中心に緩やかな回復は続くが、輸出や住宅投資は概ねほぼ横ばいで推移するとみている。なお、私自身は個人消費の先行きに注目しており、回復ペースは7月時点の想定以上に緩慢になる可能性を意識している。その理由は、第1に、消費税率の引き上げが実質可処分所得を減少させる負の影響については、今回は政府の各種軽減策もあって1997年対比で小さいと推計されているが、それにもかかわらず反動減は1997年対比で大きくなった点にある。この原因は、1997年当時に比べて非正規雇用者数と年金受給者数が急速に増えているため低収入の世帯数が増える一方で、正社員の数も減少し続けていることにある。第2に、2013年以降の名目雇用者所得は、主に雇用者数の増加によって増えてきたが、現在ではミスマッチを除く景気要因での失業者の数自体が少なくなっているため、今後の雇用者所得の改善には労働者の数の増加よりも、1人当たり労働時間の長期化により依存しなければなら

らなくなる。しかし、65歳以上の労働者は男女ともに自発的に短時間労働を選択するケースが多く、また15歳から65歳未満の女性についても、35歳以上は子育てを主因に、45歳以上は介護を主因に短時間労働を選ぶ傾向があるようである。このため、政府によって専業主婦優遇策等の見直しや待機児童問題を早急に改善して頂くことは重要だが、それが直ちに大幅な労働時間の長期化をもたらすとは考えにくいと思われる。その結果、賃金上昇率が、今後の雇用者数や労働時間の下押し効果を十分相殺し切れない場合には、名目雇用者所得の上昇が、足もとのような高いペースで改善していかない可能性を意識している。第3に、生活意識に関するアンケート調査の9月調査によると、家計の1年後の収入DIは悪化しており、1年後の収入が減るとみる回答者の割合が増えている。しかも、物価の上昇が主因で暮らし向きDIは2期連続で大きく悪化していることから、個人消費の先行きの改善ペースは緩やかになるとみている。名目賃金上昇による貨幣錯覚は時間切れとなりつつあるようである。

以上より、景気の現状と先行きについての執行部の判断は、多少のニュアンスの違いはあるが、概ね支持する。また、経済の実態に即した下方修正が複数個所でなされている点は評価する。景気のリスクバランスについては下方に傾いていると判断している。

次に、物価動向だが、コアCPI、企業物価指数ともに消費税率の影響を除く伸び率は低下している。今後は本年7月頃からの商品価格の下落がCPIを下押しする一方で、8月半ばからの急速な円安が物価を押し上げる効果もあるため、コアCPIが1%を下回るかどうかは微妙な状況にあると考えている。これに加えて、日銀短観では国内需給判断DIの現状と先行きともに改善が乏しいために、企業の販売価格DIが現状は悪化、先行きの改善幅も限定的である点は、今後のコアCPIの動向を占ううえでマイナス材料となり得るとみている。予想物価上昇率の評価については、昨日申し上げたように多少違和感を覚えるが、時間の都合上、次のラウンドでお話しする。それ以外の執行部の現状および先行き判断については、特に異論はない。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、海外経済の全体観であるが、前回会合以降、米国の回復基調がより明確となる中で、その好影響がアジアや欧州の輸出増に波及してきている。一方で、欧州や中国では弱めの動きがみられており、国際商品市況の動向も気になるところではあるが、全体としてみれば、先進国中心の緩やかな回復が続いているとの評価で良い。

以下、米国を中心に、地域ごとの特徴点を述べる。米国経済は、設備投資や雇用情勢の改善が続き、回復基調がより明確になってきているとみている。個人消費は堅調さを維持し、良好な企業コンフィデンスや活発なM&A活動も続いている。他方で、長期金利は上昇基調が長続きせず、賃金の伸びも小幅にとどまっている。先月米国に出張しF e d 幹部、エコノミスト、金融機関の融資担当者などと面談を行ってきたが、企業はコンフィデンスを回復する一方で、収益追求、コストへの意識、人件費削減意欲は徹底しており、賃金の立ち上がりや雇用の質の改善にはさらに時間を要するという印象を強く持った。また、商業用不動産向けの貸出は好調である一方で、住宅市場に関しては、住宅ローン申請にかかる制度要件の厳格化などから回復がもたつており、回復の足枷になっているとの見方も聞かれた。そうした中で、F e d の金融政策正常化へ向けた動きも、ビハインド・ザ・カーブに伴う金融不安定などのリスクは認識しつつも、極めて慎重かつ辛抱強く進めていくという基本方針に変わりはないといった印象を強く持った。

欧州経済は、製造業中心に弱めの指標が続いているが、小売売上やサービス業PMIなどをみる限り、消費関連の持ち直しは維持されていると判断している。消費マインドが下振れてきている点は、物価動向と併せて下方リスクには注視する必要がある。

中国経済は、構造調整が進む中で、素材業種の生産下押しや輸入の低迷、不動産価格の弱めの動きなどが続いている。旺盛な内需を背景に基本的に現状程度の安定成長は続くとみているが、一方で、この間の減速基調が、世界経済や国際商品市況などへどのように波及するかについては、一定の留意が必要と考えている。NIEs・ASEANでは、米国向け輸出や消費者マインドなどの改善が続いており、基調判断に変わりはないが、ここに来てインドネシアの輸出や自動車販売の下振れなど若干気になる動きも散見されるため、動向を注視していきたい。

続いて、わが国経済についてである。生産面を中心に弱めの動きがみられているが、緩やかな回復という基調判断には変わりはないとみている。駆け込みの反動の影響については、各種販売統計などから、着実に和らいできている面と、耐久財消費や住宅投資などで影響が長引いている面の両方が重なっている状況である。生産面では、マイクロ情報に基づけば、天候不順や、中国や一部ASEAN経済の想定対比弱めの動きも加わって、自動車、家電、住宅関連、化学などの素材関連を中心に在庫調整の動きが広がりつつある点が懸念材料である。一方で、企業収益や雇用・所得環境といった所得形成力は引き続きしっかりとしており、今回の短観でも、企業マインドや事業計画は堅調さが維持されている。また、資本財や情報関連の輸出・生産については、引き続き改善が期待できる。その意味で、景気の前向きな循環メカニズムは崩れてはおらず、現在の反動減から来る調整はあくまでも一時的であり、緩やかな回復という基調判断を変えてはいない。ただし、その調整がさらに長引く、あるいは深まるリスクには一定の注意が必要であり、今後慎重に点検していきたい。

物価動向であるが、8月のコアCPI上昇率は、消費税の影響を除くベースで+1.1%と伸び率が若干低下している。9月に関しても、東京の速報値をみるとやや弱めの動きとなっており、このところの消費のもたつきが影響している可能性がある。もっとも、9月短観では、雇用判断DIや設備判断DIの改善が続き、稼働率ベースの需給ギャップは改善が続いていることが示唆される。今後、前向きの回復メカニズムが維持され、物

値上昇圧力も徐々に高まっていくとみているが、先程申し上げた反動減の影響等も含めて、しっかり点検していきたい。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、海外経済だが、米国については、先週発表された9月の雇用統計は、労働市場の改善が順調に進んでいることを示すものであった。住宅投資は、種々の要因から持ち直しペースが緩やかだが、消費関連は総じて堅調であり、設備投資も持ち直しが明確化している。先行き民間需要を中心に回復テンポは高まっていくとみている。

欧州については、このところ製造業を中心に成長モメンタムが鈍化している。ECBは9月の政策理事会で追加緩和策を打ち出したが、マイナス金利導入以来のユーロ圏進展の効果とともに、一連の政策が低成長、低インフレからの脱却に繋がっていくのか、よくみていきたいと考えている。

中国については、基本的に安定成長を続けているとみているが、このところの輸入の弱さや8月の工業生産の伸び率鈍化、不動産市場の調整など、足もとの状況にはやや懸念のあるところである。その他の新興国については、全体としては引き続き勢いを欠く状態が続いているとみている。今後、米国経済の加速の波及効果を受けるNIEs等の国々と、輸出誘発力が低下しているとみられる中国に紐づく一部の資源国等とで、回復テンポに差が出てくる可能性もあるとみている。

次に、わが国の景気については、このところ、乗用車販売や実質輸出、鉱工業生産など、弱めの経済指標が目立っている。天候不順の影響もあり、消費増税後の景気の持ち直しが私の想定よりは2か月程度遅れているとみているが、今回の9月短観における業況感や設備投資計画、雇用人員判断には、最近の統計から感じられるよりも底堅さがみえると思う。この背景には、企業の収益状況が大きく影響していると思う。法人企業統計で、

全産業（除く金融・保険）の経常利益をみると、バブルの頂点である 1989 年度の 38.9 兆円を 2004 年度に超えたあと、リーマン・ショック前の 2006 年度に次のピークの 54.4 兆円をつけていたが、昨年度は 59.6 兆円と史上最高益を更新している。今年度は若干の減益が見込まれているが、企業の保守的な見積もり傾向を勘案すると、最高益を更新する可能性が高いとみている。この極めて高い収益水準が、リーマン・ショック以来の企業のディフェンシブなマインドを緩め、前向きな姿勢となって表れているものとみている。

また、消費関連でも、販売統計の多くは 7、8 月にかけて緩やかな増加に転じており、反動減の影響は全体として和らいできている。消費を支える雇用・所得環境も失業率や賃金など改善が続いており、底流にある前向きな循環メカニズムは崩れていないとみている。もっとも、実質所得の減少が消費に対し下押しに効いてきていることは明らかであり、家計マインドの維持・改善のためには、以前から申し上げているとおり、冬のボーナスの増加や来春の賃金上昇が必要だと考えている。

物価については、8 月の C P I（除く生鮮）の前年比は +1.1% となり、前月と比べ 0.2% ポイント低下した。資源価格の低下が大きく影響しているが、Q Q E 導入以降、ほぼ一貫して改善してきた食料工業製品のプラス寄与が足もと縮小しているほか、短観でも、非製造業の販売価格判断 D I が 2012 年 12 月以来の低下となるなど、消費増税後の景気のもたつきが物価にも一部表れているものとみている。もっとも、今のところ大きな方向性には変化はないと考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状判断と見通しについて、昨日の執行部報告どおりで概ね良いと思う。前回会合以降の主な変化点として、海外経済について

は、E C Bの9月の追加緩和によるユーロ下落でもユーロ圏の物価の伸びが一段と鈍化しデフレ懸念がさらに強まったこと、中国の経済指標が総じて弱めであること、国内経済については、輸出・生産が引き続き弱めの動きとなる一方、消費は駆け込み需要の反動減の影響が和らいできたこと、物価の伸びが鈍化したこと、円安が一段と進行したことが挙げられる。

海外経済について、ユーロ圏の物価動向について補足すると、財価格は、足もとのユーロ安を受け前年比での伸び率の低下傾向に歯止めがかかった可能性がある一方、サービス価格は緩やかな減速が続いている。また、中長期的な予想インフレ率の代用変数である5年先5年のインフレ・スワップ・レートはじりじりと水準を切り下げ、9月のE C Bの緩和策でもデフレ懸念を払拭するには至っていない。T L T R Oの低調な応札状況に示されるように、マイナス金利下での追加的な流動性供給には限界があるように見受けられ、今後の政策対応を注視したい。

国内経済については、輸出が引き続き弱めの動きとなる中、生産面では輸送用機械を中心としたミニ在庫調整が他産業へ波及するかたちとなっており、先行指数の在庫率指数は急上昇した。こうした生産調整のマグニチュードが目先一段と増幅されないかどうか、注意深く見守っている。

本日2時公表予定の8月の景気動向指数は、生産関連指標の悪化を受け、C I一致指数の基調判断がこれまでの「足踏み」から「下方への局面変化」へ修正されると思う。「局面変化」の定義は、「事後的に判定される景気の山・谷が、それ以前の数か月にあった可能性が高いことを示す」である。C Iの公表を受け、日本経済が本年1月をピークに後退局面に陥っていたという見方が強まる可能性がある。ただし、後退局面入りとの見方に対する counterargument の材料もある。短観9月調査における大企業・製造業の業況判断は、輸出・生産関連指標が停滞色を強める中でも高水準横ばい圏内の動きとなった。とりわけ、在庫調整の渦中にある自動車産業の業況判断が比較的大幅な改善をみたことはパズルだが、海外生産子会社の良好なパフォーマンスを映じた好調な連結利益がこうした前向きな判断のベースにあると考えられる。

家計関連指標も底堅い。恐らくサンプルバイアスもあり弱めの動きとなっていた家計調査でも、漸くコアベースの実質消費支出が持ち直しに転じたほか、景気ウォッチャー調査等にみられる草の根マインドも、短観同様底堅い。そうした判断のベースにある雇用・所得環境も引き続き底堅く推移している。

このように考えると、足もと、在庫調整はあるものの、基調として回復のメカニズム自体は維持されていると判断している。後退局面にありがちな企業や家計マインドの腰折れや雇用の先行・一致指標の急速な悪化、企業業績見通しの全般的な下方屈折などがみられない点も、こうした判断の根拠である。

ここもと進展している円安はプラス面・マイナス面両方あり、経済団体等からそれぞれの立場で様々な意見表明がなされているが、私としては、円安のプラスの側面として、エネルギー価格の動向、およびドル／円相場と株式市場の相関関係がどこまで維持されるかに着目している。前者については、足もとは円安・原油安である点がリーマン・ショック前の円安局面と異なる。このため、円安による交易条件の悪化といったステレオタイプな議論は、今回は限界的には当てはまらない。後者については、プラスの相関が続く限り、株高による資産効果が交易損失の潜在的な拡大リスクを上回ると思う。もっとも、こうした相関が逆相関に転じれば、全体として円安メリットを享受しにくくなる点には留意が必要である。

最後に、物価について、8月の全国消費者物価コアの前年比上昇率は、主にエネルギー価格で前年の裏が出たことを主因に鈍化した。エネルギー要因だけでなく、最近の東大物価指数等が示唆するように、消費の基調の弱さを映じた特売拡大の影響が、本来は特売価格を反映しない総務省の消費者物価統計に表れてきた可能性もあり、先行きを注視したい。東京都区部のデータから推計すると、9月はさらに伸び率が鈍化する可能性があり、執行部の基調判断の表現振りは少し気になるところではあるが、「1%台前半」という表現には幅があるので呑み込むこととしたい。やや長めの先行きについては、執行部見解には予めから違和感があるので、次回会合で

展望レポートの記述に関して改めて議論したい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済は、米国頼みの様相が一段と強まっている。米国経済は、金融緩和効果に支えられ、概ね堅調を維持している。8月の生産、9月のISM製造業景況指数など供給側の指標には幾分弱さもみられる一方、個人消費は自動車販売を中心に堅調である。しかし、欧州、日本、中国等、主要国・地域の経済が足もとで揃って下振れる中、米国に支えられて世界経済がなんとか安定を維持できるとしても、成長率が明確に高まっていく姿は当面展望しにくいと考えている。

中国経済は、8月鉱工業生産の前年比がリーマン・ショック直後以来の低水準に陥るなど、不動産市場の調整が経済活動を広範囲に抑制し始めており、7～9月期の成長率は前年比で+7.0%近くまで低下する可能性もあると思う。従来は比較的堅調だったインフラ投資も8月は鈍化し、不動産市場の調整が地方政府の資金繰りに悪影響を与え始めている可能性も窺われる。また、政府の低所得者向け住宅の再開発が、住宅の供給過剰を助長している可能性も考えられる。こうした点を踏まえると、今後の景気刺激策は、財政よりも金融面により比重が高められると思う。ただ、政府は、年間成長率の目標達成に再び柔軟な姿勢を示し始めており、これが来年の成長率目標の引き下げを視野に入れた対応である場合、今後積極的な景気対策は手控えられ、年末にかけて緩やかな成長率低下が容認される可能性もある。

国内経済については、小売販売統計からは個人消費が増税後の反動の影響から徐々に脱しつつあることが確認できる。他方、当初、増税の影響を和らげると期待されていた企業部門の需要は、なお弱さがみられる。機械受注や資本財出荷は、7～9月期以降の設備投資の回復が緩やかにとどま

る可能性を示唆している。7月の機械受注で外需が4～6月期比-37.7%の大幅減となり、9月のPMI製造業指数の輸出受注指数が4か月振りに低下したことは、先行きの輸出の見通しを厳しくしている。また、仮に補正予算が早期に編成されても、建設業で人手、設備の両面で供給制約が深刻である中、公共投資の一段の上積みは刺激効果を欠くばかりか、供給制約を増幅することで民間の建設活動を阻害するなど、マイナス面も無視できない。

1番気掛かりなのは、製造業の生産活動の底打ちがまだ確認できないことである。在庫率は、輸送機械のみならず、電機、情報通信、素材関連など多くの業種で高水準に達し、在庫調整圧力が広範囲に及んでいることを示唆している。鉱工業生産は、現時点での予測指数に基づけば、2四半期連続で減少したあと、10～12月期には増加に転じる姿が想定できる。ただし、リスクシナリオとして、9月の生産および予測調査を受けて10～12月期も生産減少が続く見通しとなれば、軽い景気後退入りを疑う必要が出てくる。

前回は指摘したが、増税後の反動の影響と成長率の短期、中期、長期のトレンドの双方において、これまで金融市場の見方は楽観的過ぎた面がある。このため、昨年来の高成長から、低い潜在成長率に見合ったより緩やかな成長ペースへの移行が進む現状では、今後増税後の反動の影響が薄れることで経済の持ち直し傾向が次第に明らかになってきても、回復ペースの弱さの方に注目が集まり、市場等の過度な楽観に基づく期待の修正プロセスが長引く可能性が考えられる。また、市場等の期待を下回る経済情勢を、全て増税の影響とみなされてしまう可能性も危惧している。

足もとの急速な円安進行が経済・物価に与える影響が注目されているが、貿易構造の変化によって輸出入数量の為替感応度が低下している可能性が高いことや、貿易収支が悪化傾向にあるため円安による交易利得・損失の悪化幅が大きくなっていることを踏まえると、円安による経済へのプラス効果は従来よりも低下していると考えられる。また、家計の実質所得への悪影響や内需型企業のコスト増加という円安のマイナス面に焦点を当

てた報道が目立つが、それらが家計や企業に与える心理的影響も踏まえると、一昨年から昨年にかけての円安進行時と比較すると、円安が景気を刺激し、ひいては物価を押し上げる効果は小さいと思う。

最後に、物価動向だが、8月全国、9月東京CPIを踏まえると、基調的な物価上昇率は膠着状態がなお続く中、幾分下振れリスクが高まってきた感がある。両者ともにコア、コアコア指数は季節調整済前月比で揃って下落したが、これは原油市況下落の影響に加え、テレビの価格下落のように増税後の需要の弱さを反映している面も一部あると思う。9月から10月にかけて、全国CPIコアが増税の影響を除く前年比で1%を割り込む可能性も相応に出てきた。他方、年末から来年初にかけては、足もとの円安進行による物価押し上げ効果が一時的にはみられるとは思いますが、それが中長期的な物価の基調に与える影響は限られる。なお、緩やかな賃金上昇ペースや需給改善の一服を背景に、先行きの物価のトレンドに大きな影響を与えるサービス価格にもなお明確な加速感がみられない現状では、全体的な物価上昇率が再び基調的に高まっていく姿は、少なくとも年度内は展望しにくいと考えている。以上である。

黒田議長

それでは、国会に出席するため会合を中断する。

(9時54分中断、11時22分再開)

黒田議長

会合を再開する。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、米国は民間需要を中心とした回復が着実に続いており、特に、雇用環境の改善を背景に個人消費が堅調に推移し、その前向きな動きが企業の生産活動や投資に波及する展開になっている。欧州については、モメンタムの鈍化が続いているが、実体経済は緩やかな回復が続いていると思う。他方、物価面ではディスイ

ンフレ基調が続いている。

中国は、足もと弱めの指標もみられるが、外需の改善、ミクロ的な景気対策による下支えで安定成長を続けているのではないかということであった。一方、新興国経済については、対米輸出の増加あるいは緩和的な金融環境を背景として内需が回復することで、持ち直している国も徐々に増えているように見えるが、ロシア、ブラジル、ASEANの一部などでは、依然弱めの動きが残っているので、全体としては、なお成長に勢いを欠いている状況だと思う。また、ロシア・ウクライナ情勢、中東情勢などの地政学的リスクには、引き続き注意を要するという意見があったと思う。こうした各国・地域の動向を踏まえて、海外経済については、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているという見方で一致していたのではないかと思う。

次に、わが国の景気であるが、個人消費については、多くの方が指摘されたように、特に、自動車などの耐久財について駆け込み需要が大きかった反面、反動減の規模も大きく、その影響も長引いている。一方で、小売売上高は、いずれの業態においても耐久財以外の分野では反動減の影響は徐々に和らいできている。また、夏の天候不順の悪影響も減衰してきている模様である。この間、雇用・所得環境については、ベア実施などを背景に所定内給与がプラスで推移し、ボーナスもしっかり増加するということで名目賃金が緩やかに上昇しており、着実に改善していると思われる。消費者マインドにも改善傾向がみられる。こうした点を踏まえると、先行きの個人消費については、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響もさらに和らいでいくと考えている。

企業部門をみると、輸出が弱めの動きとなっている。生産も、自動車などの業種で、反動減の影響から在庫調整の動きがみられており、一部の委員が指摘されたように、それがやや広がっている面がある。もっとも、輸出は、海外生産移管などの構造的な要因を考慮したとしても、世界経済の回復などを背景に、先行きは緩やかな増加に向かっていくのではないかと思われる。また、9月短観の結果をみると、企業の業況感は良好な水準を

維持しており、事業計画についても売上・収益見通しが上方修正されるもとで設備投資をしっかりと増加させていく計画となっている。こうしたことは、何人かの委員が指摘されていたように、企業は最近の需要の弱さを一時的なものともみているのではないかということである。

このように、家計・企業部門ともに、所得・収益面は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はかなりしっかりと維持されているのではないかと、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切との見方が多かったと思う。先行きについても、緩やかな回復基調を続け、駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいくという見方で、概ね一致していたと思う。

物価面については、生鮮食品を除く消費者物価の前年比が、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでみて、1%台前半で推移する動きとなっている。足もと若干鈍化し最新時点では1.1%となっているが、先行きについては、月々の振れを伴いながら、暫くの間、1%台前半で推移するという見方で良いのではないかと思う。1%を割る可能性も完全に否定できる訳ではないとしても、暫くの間、1%台前半で推移するという見方で良いのではないかと思う。予想物価上昇率については、引き続き、全体として上昇しているという見方が多かったように思うが、白井委員は若干異なるご意見であったと思う。

以上、私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したいと思います。まず、海外経済についてご意見をどうぞ。

宮尾委員

米国経済について、先程も海外出張で得た知見などを少し紹介したが、1点補足したい。全体の情勢判断としては、設備投資も含め明確な改善基調にありしっかりとした回復がみられる一方で、長期金利が低い状況が続いているという、話がなかなか閉じない面があり、それについても出張で元幹部を含め何人かのF e d 関係者と意見交換したが、そこは引き続きパ

ズルであるという意見があった。それに関連して、足もとの設備投資は堅調である一方で、企業のコスト意識から賃金上昇圧力がなかなか高まらないとか、こうしたことを映じて、雇用は改善するが賃金はなかなか高まらず、GDPも伸び悩んでいるということで、供給サイドでは、労働生産性や潜在成長率が金融危機以前の水準と比べると低い水準になっているという見方が、共通して聞かれた意見であった。中長期の供給サイドの問題を考えると、長期金利の低下圧力も方向としてはある程度説明でき、加えて、基軸通貨という面で、グローバルなポートフォリオシフトによる海外から米国への資金フローが長期金利を下げているという面も追加的な説明としてあった。いずれにしても、やや長い目でみて、回復がなかなかしつかりしないという面も同時にあり、極端な長期停滞論ではないが、マイルドな長期的な供給サイドの問題という見方があったことも、追加で紹介しておきたい。

中曾副総裁

昨日と今日、国際商品市況の下落について何人かの委員が言及されたが、原油、ベースメタル、穀物など全般的に下がっている。これをどのようにみるかということであるが、自分自身も参加した 2011 年の G20 のコモディティ作業部会での議論を踏まえて、若干考えてみた。そこで、2つの仮説——疑問点を入れると 3つ——を述べてみたい。

1つ目は、仮説として、供給能力が増えてきている部分があるのではないかということである。コモディティの生産やインフラは 2000 年代半ば頃まではかなり低水準で推移していたので、結局新興国諸国のニーズに追いつけなかったため 2008 年頃にコモディティ価格が急上昇した、という経緯があったと思う。勿論穀物などは短期的には豊作だったということはお指摘があったとおりであるが、恐らくその後の能力増強などで、そうした供給制約は多少緩和されているのではないかと思う。

2つ目も仮説の域を出ないが、金融規制が少し影響しているのではないかということである。つまり、2000 年代半ば以降、いわゆるコモディティ

の financialization を通じて、金融機関を含む多様な投資家が、特に先物市場に参入した結果、コモディティ市場の厚みと機能が増した面があるのではないかと思う。ただ、昨日長井国際局長から言及があったが、国際金融危機後の規制強化で流れが細くなり、例えば、現物と先物市場の間の裁定が失われるというような点で市場機能が低下している部分があるのではないかという仮説である。

3点目は疑問点であるが、経済や株価との関係をどのようにみれば良いのかという点である。コモディティ価格は、中長期的には世界経済の需要を反映すると考えられるが、世界経済が4%成長に向けて回復していくとすれば、足もとのコモディティの動きはこれとは逆方向である。また、本来は基本的にコモディティ価格と同じ方向に動くはずの株価が、足もとではバリュエーション的にみると上がってきており、こういう点とも整合的ではない。いずれにしても、コモディティ価格についてはよく検証すべき論点が何点かあると思ったところである。

白井委員

欧州のGDPギャップは、推計によって違うが、欧州委員会の推計では2014年のギャップは-6%、IMFの推計で-4%と著しく大きい。2011年の-2%から悪化し、大変な状況にあると思う。その背景を考えると、実質賃金が上がっているという昨日の話と関係するが、経常収支の改善がほとんどが周縁国によって行われたということがある。経常収支の赤字国が黒字に転換した背景に、内需の縮小とレイオフがある。本来の internal devaluation が減価を起こすことであれば、非貿易財の価格が貿易財の価格に対して下がるべきところが下がっていない。ユニット・レーバー・コストが下がったと言われているが、生産性の高い貿易財産業が生産性を上げてユニット・レーバー・コストを下げ、非貿易財産業のユニット・レーバー・コストは下がっていない。このように相対価格の変化が起きていないことがこのような問題を起こしている。結局レイオフと総需要の低下なので、需給ギャップのマイナスが拡大するという状況になっている。その

意味では、望ましいかたちの調整ではない。総需要が減り、投資を縮小したために、潜在成長率も落ちてしまうというように、悪循環に陥っており、ここから脱出するのは相当難しいと思う。昨日も申し上げたように、設備投資を増やさないことには、ここはなかなか解決しないと思っている。それが、単に銀行のバランスシートの問題なのか、昨日問題提起したように、企業のバランスシートの問題も解決しないと需要が増えないのか、あるいはドイツの歳出拡大やE B R Dによる投資拡大が必要なのかかもしれない。いずれにせよ、地域を挙げてやっけていかないと需給ギャップはなかなか改善しないと思う。その中で、皮肉なことであるが、賃金の低下はそれほどでもなく、ギリシャも公務員の賃金が下がっただけである。賃金の調整がないために結果として高い失業率が続いている面もあって、昨日申し上げたように実質賃金が高止まりしているということにもなる。実は、皮肉だが、賃金の硬直性は結構あって、それが失業率の改善を難しくしている面もあり、非常に複雑な問題があると思う。

木内委員

米国経済については、宮尾委員からあったように、雇用情勢が良く、景気が比較的良い中で長期金利が低位安定している。これには様々な理由があると思うが、フォワード金利をみると、2年、3年、4年辺りはずっと上がってきて、一方で6年以上が下がるかたちになっている。これは、長期金利の低下が conundrum と言われた 2004 年、2005 年辺りと全く同じである。金融政策の局面は少し違うが、F R B が適切な対応を採ることによって中長期的に経済の安定が確保され、インフレの加速が抑えられるという見方から、フォワードカーブが短期のところは上がって長期のところは下がっている。これは、1 つには金融政策に対する信認の表れであろう。個人的にはビハインド・ザ・カーブのリスクが結構高いのではないかと考えているが、市場は違った見方をしているということが 1 つの背景としてあると思う。

労働市場については、雇用情勢は比較的良いが賃金は上がらないという

状況が続いている。これも様々な理由があるが、賃金を所得階層別に分けてみると、高額所得者の賃金の伸び率がむしろ落ちて、低所得者の方が上がっている。名目ではなく実質賃金でみると、平均ではゼロ近傍であるが、所得階層別にみると、上位 10%あるいは 25%の層の実質賃金は下がっており、下位 10%あるいは 25%の層は逆に上がっている。この意味では所得格差は縮まっているが、これは構造的なものではなく恐らく循環的な要因で、米国では景気回復の初期は高所得層から賃金が上がっていき、回復が続いて需給が逼迫してくると低所得層に波及する——日本は少し違いかもしれないが——という傾向がある。その意味で、循環的には労働市場の改善が続き労働需給もそれなりに逼迫してきていることがこうした賃金の動きに繋がり、もしかすると、高額所得層の賃金が上がらなくなってきていることが全体の賃金の上昇を抑えているという要素もあると思う。私に関心を持っているのは、労働需給はそれなりに逼迫してきているのではないかという点である。賃金は、様々な理由で上がりにくい状態が続くのかもしれないが、雇用が増えにくくなるという供給制約が、次の米国の労働市場の論点として出てくるのではないかと思う。分野としては、例えば、人材派遣業などでは相当人手不足と言われているので、景気が強くても雇用が伸びなくなるという現象が現れてくるような気がする。

佐藤委員

米国の長期金利に関して、先程パズルという話があった。また、商品市場に関して、金融規制の観点からコメントがあった。これについて、少し長い目でみて規制の影響がどのように出てくるかという点に関心がある。やや長い目でみた場合、主要国の中央銀行の金融政策は正常化に向かっていると思うが、その時に、足もと様々な金融規制の影響、例えば、ボルカールールによってプロップトレードが大幅に規制されていくことがどのようにマーケットに現れてくるかという点は、今後問題になってくるのではないかと思う。足もとは、主要国の中央銀行が大量の流動性を供給している結果、マーケットの流動性低下の問題は封印されている面があ

ると思う。ただ、先行き、金融政策が正常化し、流動性供給が絞られていくことになった時に、規制のために主要なマーケットメーカーのマーケットメイクのポテンシャルが大幅に削がれている中で、例えば、足もと長期金利が実体経済に見合わないようなレベルまで低下している米国債市場で、ボラティリティが想定以上に跳ね上がる可能性がないのかどうかというところは、やや長い目で見た時の課題になるのではないかと思う。

黒田議長

続いて、わが国の経済・物価情勢について追加的なご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

先行きの個人消費については、引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も和らいでいくというメインシナリオはそれで良いと思うが、白井委員や私も含め、消費税の影響により先行きが少し心配であるという声があった。それには、消費税の影響がなかなかみにくいことがある。消費税の経験としては、導入は、経済が好調であった 1989 年で、消費税率引き上げのあった 1997 年はデスインフレに入ってきて、デフレリスクもあった時期で、アジア通貨危機という要因もあった。それらを取り除くとどうかはなかなか分からないが、今回はデフレからの脱却が始まる初期の段階であり、1989 年のように経済が好調な時とは違い、影響がみにくいという点があると思う。消費増税は実質所得を下げ、所得が税金分だけ下がる状況がずっと続くため、先行きの個人消費が順調に回復していくかどうかは、今のところ十分に判断できない面がある。従って、先行きについては、仮に回復が遅れたりすると、設備投資計画の下方修正などもあり、昨日佐藤委員も触れられたように、特に遅行指標である雇用に対して、折角改善してきたその勢いが失われるリスクがあるということは、留意した方が良いのではないかと思う。こうしたことを対外公表文に書くということではないが、頭の中では留意しておいた方が良いと思う。

物価に関しては後半のラウンドでも申し上げたいと思うが、「暫くの間、1%台前半で推移するとみられる」というメインシナリオはこれで良い。ただ、これについても、エネルギー価格のことがよく言われるが、コアコアインフレ率がこの5月以降、それまでの+0.8%や+0.7%から下がり始めて横ばいで推移しているという点については、天候要因だけでなく、やはり消費増税による実質所得の低下が消費への下押し圧力として働いていることが、コアコアインフレ率に響いているのではないかと思う。その結果として、消費増税の影響を除いたコアインフレ率が+1.1%まで下がっているのではないかと思う。この点は後半のラウンドで話すか、少し留意すべき点だと思っている。

白井委員

消費に関しては、以前から言っているように、「底堅い」という判断は、下がっていないという意味では同意しているが、それほど基調が堅調という感じではないと思う。相当落ち込んだところからの回復という意味ではそのとおりだと思うが、先程も言ったとおり、消費水準指数、消費支出額、小売売上高のいずれも、実質でみて2012年以前のレベルまで落ちてそこから少しだけ改善している状況なので、私は消費動向をかなり慎重にみている。その理由は2つある。1つ目は、消費税率引き上げが実質所得に及ぼす影響について、今回は様々な対策もあり、1997年には他の増税もあったので、実質所得への影響という点では今回の方が小さいはずだが、反動がこれだけ大きかったということは、消費は基調的に堅調と言えるものではないと思う。その背景としては、先程も指摘したように、収入の多い正規社員の数がずっと減り続けていることがある。去年の雇用が相当良かった時でも正規社員は減り続け、非正規社員や年金受給者といったどちらかと言うと収入の低い層の数がどんどん増えているということがあると思う。2つ目は、何人かの方が家計のマインドが良いと言っていたが、8月の消費動向調査は、水準はそれほどでもないが若干落ちており、生活意識に関するアンケート調査では相当悪かった。前回対比でみて、現在の景況

感が－10.4%ポイント、1年後の景況感も－5.5%ポイント、現在の収入は－2.5%ポイント、1年後の収入は－4.8%ポイントであり、決してマインドが良いとは言えない。良いと言ってしまうと誤解を招くのではないかと考えている。

もう1点、岩田副総裁もおっしゃっていたが、失業率の数字は良いが先行指標である新規求人数は減少しており、一致指数である超過労働時間は減り続けている。人手不足なので需要は高まっていくとは思いますが、経済活動がやや減速気味とも言えるので、消費動向はしっかりみていきたいと思う。

木内委員

岩田副総裁、白井委員の意見に関連して、私自身は、小売を中心に増税の影響自体は少しずつ薄れてきていると思っているが、基調としてみた消費がどうかというと、決して強くないとみている。実質所得の環境は、増税の影響を除いてもそれほどサポータティブではなく、基調としての実力がみえてきたという側面も十分あると思う。これに関連して、生産には増税の影響が色濃く出てきている一方、雇用・所得環境が比較的安定していることが唯一の明るい材料だと言われている。これについては、遅行指標だという問題点もあるが、もう少し詳細にみると、雇用の質自体は若干悪化しているのではないかという感じがしている。白井委員からも非正規比率の話があったが、労働力調査で非正規雇用者の比率を計算すると、正規社員に転換したり、正規社員の雇用が増えるかたちで非正規雇用者比率は年初から下がっていたが、5月以降はまた非正規の比率が上がってきている。雇用者数全体では特に悪化しておらず改善しているようにもみえるが、もしかすると、企業は、経済が先行き少し不透明になったので、人件費が低く流動性の高い非正規の比率をまた上げている可能性があると思う。そうした場合、雇用者数自体はそれほど悪くないが、今後賃金上昇のペースが鈍ってくる可能性があると思う。そもそもこの数か月間の1人当たり賃金の上昇率の加速は異常である。これは、春闘の影響が顕在化してきたタイ

ミングと、4月に基本給を上げて6月からそれを反映した場合にその数か月分を一時金で一度に渡すタイミングと、ボーナスのタイミングの3つが重なったことで、1人当たり賃金が急加速したものである。今後その要因が剥落していくことや、非正規の比率がまた上がってきているという雇用情勢も併せて考えると、この数か月間の急激な賃金の上昇には相当ブレーキがかかってくると思われる。そして、それが消費や物価にネガティブに効いてくるという面が、これから出てくるのではないかと思う。

森本委員

消費に絡んで、円安のメリット、デメリットが色々言われているが、黒田議長が言われているように、規模や業種によって異なるのでこれからもしっかり注視していかなければならないと思う。その際、当然ながら日本経済全体としてみていくことが大事だと思う。そうした中で、中小企業への影響や、消費絡みで非製造業への影響については、特に今回の景気回復を牽引してきたのが非製造業ということでもあるので、注視していかなければならないと思う。小売が、今回の短観でも結構先行き改善していく数字が出ていたり、非製造業全体としては企業業績が結構堅調で上方修正されている。これには為替の影響もあると思うが、先程から話が出ている原油、穀物等の国際商品市況等の影響もあり、それなりに堅調な状況は維持されているのではないかとみている。

石田委員

私の考えも森本委員の考えに近いが、消費増税の影響と足もとのその他のインフレの影響で、殊にみなし家賃を除いたキャッシュベースで見ると、消費者の懐自体は相当悪くなっているはずである。ただ、それと比べると消費がこの程度にとどまっていること自体が、私が、消費は底堅いという判断に至る理由である。消費の基調については、支出統計の水準だけで判断するのではなく、収入との相対的な関係からも評価する必要があると思う。

宮尾委員

消費については、私は従来から少し強気で、ファンダメンタルズが良いので消費も良いと申し上げてきており、その見方は引き続き維持している。その根拠としては、根っこの企業収益がしっかり高まってきていることがベースにある。それがどのようなかたちで家計あるいは中小企業に波及していくのかが大きな問題だと思うが、ベースとなる大企業を中心とした企業収益がしっかりと維持されていることが、堅調なファンダメンタルズを維持できる要因であると思う。

また、駆け込み需要の反動減がやや長期化している点について、特に住宅について反動減が長引いているが、住宅は非常に大きな買い物なので今年4月の消費増税に備えた駆け込みだけでなく、来年10月の2回目の消費増税も勘案した駆け込みも含まれている可能性が相応にあるのではないかと思う。そうすると、1年半ないし2年分程度の住宅需要が昨年度後半に一挙に出てしてしまった可能性が相応にあるのではないか。そうであれば、一時的とはいえ、1年、2年続く落ち込みも念頭に置いておいた方がよい。見た目は、住宅需要、特に持ち家で、もし1年、2年先の需要を先喰いしていたとすると、下押し圧力は続くと思う。そうすると、当然、関連する家電などの耐久財の消費でも影響が長引く面が出てくると思う。その動きと消費の地合いは、区別して考えるべきではないかと思っている。

白井委員

円安の話が出たが、私はまだそれについて意見を申し上げてなかったもので申し上げる。私自身は、ネットでは円安はプラスの効果があると思っている。その根拠は、昨日も説明があったが、交易条件が今回はそれほど悪化しなかったことである。2004～2006年と今回を比べると、皆さんご存知のように2004～2006年はコモディティ価格全般が高く輸入価格の上昇が圧倒的に大きかったが、輸出価格の上昇はそれほど大きくなかったため、交易条件が相当悪化した。今回は、輸入価格も上昇はしたが、主たる要因はコモディティ価格の上昇ではなく円安とみられ、2004～2006年ほどの

上昇ではなく、一方で輸出価格も相当上がった。従って、上がり方としては輸入価格の方が輸出価格を上回っているが、どちらも相応に上がったことが交易条件の悪化を防いだ。言い方を換えると、企業にとってみれば製造業を中心に企業収益の改善に結びついたし、株価の上昇にも寄与したし、賃金の引き上げにも繋がった。家計の方は、先程言ったように、2004～2006年のようにコモディティ価格全般が上がった訳ではないので、然程負担感がなく、家計のインフレの実感が2004～2006年に比べてずっと低い。このように、当時に比べると負担感がずっと小さいことが1つ目である。2つ目に良かった点は、ご存知のように、円高とデフレの相関が凄く強かったために、インフレに持っていくことによって投入価格を転嫁できる素地が出てきたことである。3つ目は、ある調査で、輸出企業に、昨年、円安で輸出数量が増えたかどうか聞いた質問があるが、「変わらない」が57%、「増加した」が32%であった。割合は少ないが、円安で「増加した」と回答した32%の人達に理由を聞いたところ、この32%の7割が海外需要が増えたから、残りの3割が、円建ての輸出価格は下げなかったが現地価格を下げたことで増えたと言っているもので、円安が価格面から全く効果がなかった訳ではないということは裏付けられていると思う。4つ目は、昨日も話が出たが、観光収入が良いのでサービス収支の赤字の改善に寄与していると思う。海外から日本への観光客が増えたほか、日本から海外への観光客が減った代わりに国内旅行者の増加に振り替わっていることは、私も沖縄での金融経済懇談会で確認したが、そういう効果があったということである。最後に、所得収支がより大きくなることによって、わが国のGNDIが改善していること、対外純資産が増えたことによって金融機関、個人、投資家の全般で改善したことで、ネットとしてみれば円安はやはりプラスではないかと思っている。

佐藤委員

消費について一言申し上げたい。元々、政策委員会でも当初のシナリオとして、目を見張る spectacular な回復は見込んでいなかったと思う。事

前の期待のレベルが高ければ足もとの状況は確かに disappointing かもしれないが、実力を反映した消費の回復ではないかと思っている。これは以前から議論に出ていることであるが、需要サイドの統計と供給サイドの統計にかなり乖離があり、また同じ賃金統計でも毎勤統計と家計調査における実収入とでずいぶん乖離が出てきている。そういったところを両方バランス良くみていく必要があると思う。家計調査に関しては、恐らくサンプル要因が効いていたのではないかと思われるが、要は所得の低い階層のサンプルが入ってきたということで、毎月サンプルが1/6ずつ入れ替わっていくために、所得の低いサンプルが一旦入ると6か月は残るので、統計としてはどうしても需要サイドの方が弱く出る傾向があるということだと思う。一方で、供給サイドの統計をみると、百貨店売上あるいは小売業売上高、商業販売統計といった一連の統計は、低調ではあるがじわじわと良くなってきている。公式の統計ではないが、例えば東大物価指数、一橋大物価指数における売上の統計は、ずっと低調な動きが続いているが、実質所得の低下を考えればこの程度が実力なのではないかという気もする。問題は、実質所得が先行きどのように動いていくかである。先程木内委員から、毎勤統計のここ数か月の動きは出来過ぎであるという指摘があったが、確かにそういう面はあると思う。特に7月の数字は、賞与、特別給与に従来のベアの改定分が追払いされていることが反映されており、8月の統計ではその部分が剥落している。ただ、実質所得は、前年比ベースでは先行きそれなりに高い伸びが続くのではないかと思う。1つは、今年4月から地方公務員——自治体の病院や学校等の職員——の給与が減額措置終了に伴い回復しているが、私の推計では、これが毎勤統計ベースの1人当たり現金給与総額で0.3%ポイント程度の改善要因になっている。これは、前年比ではダブルで効いてくる。すなわち、減額措置が終了したことも合わせてダブルで効いてくるので、+0.6%ポイント程度ということになる。この押し上げ要因は向こう1年位続くので、そういうことだけを取ってみても、今後、現金給与総額はそれなりの高い伸びを示す可能性があると思う。加えて、企業収益については、先程何人かの委員からご指

摘があったように、法人企業統計でも、あるいは連結ベースの利益をみても、企業はとかく保守的にみる傾向があるが、今期はトータルでは過去最高益を更新するなど所得の源泉である企業収益がそれなりに出てくるであろう。勿論、手放しで先行きを楽観する訳にはいかないが、そういったプラス要因もバランス良くみていく必要があるのではないかと思う。

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

コーヒブレイクを取らずに続けることとする。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。森本委員からお願いします。

森本委員

まず、わが国の金融環境であるが、緩和した状態が続いている。執行部の見方に違和感はないので詳細は省略するが、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、CP・社債市場も良好な発行環境が続くとともに、金融機関の貸出態度判断DIも1997年3月以来の水準にまで改善している。こうした環境のもとで、企業の資金繰りは中小企業も含め良好な状態にある。

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短国買入れが継続するもとで、期末要因や海外投資家の動向もあり、1年物を含め一定期間マイナス金利が観察されるなど、いずれのタームも極めて低い水準で推移している。長期金利は、米欧金利の動きにつれて一旦はやや上昇したが、期間を通じてみれば、概ね横ばいの動きとなっている。そうしたもとで、為替市場をみると、ドル/円は、両国の金融政策スタンスの違いが強く意識されたことや、本邦投資家の外債投資拡大等もあり、さらに円安方向の動きとなった。この間、わが国の株価は、為替円安等を受けて幾分上昇している。

次に、国際金融資本市場は、米国を中心に世界経済の緩やかな回復見通

しが維持される中、F O M C 結果を踏まえ利上げに向けた動きが強く意識されたことから、ドル高が進行した。こうした中、投機的格付債や新興国の通貨、株価が軟調となるなど、投資家の姿勢に幾分変化が窺われている。先行きも、米国における雇用、物価の動向とそれを受けたF R Bの政策対応や市場の思惑、欧州の経済・物価の動向やE C Bの政策対応と効果の波及等に注目していく必要がある。なお、E C Bが9月に実行したT L T R Oによる資金供給額は市場予想を下回ったが、借入上限枠が共通である12月実施分や、これから実施されるA B S等資産買入れの結果も見極める必要があると考えている。また、ウクライナ・ロシア情勢や、エネルギー価格に影響を及ぼす中東情勢など、地政学的リスクにも十分な注意が必要である。

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。量的・質的金融緩和の効果は、引き続きしっかりと働いており、資産買入れの進捗により累積的に強まっていく。先行きの金融政策運営については、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、量的・質的金融緩和を着実に実行し、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。

今回の短観の企業の物価見通しでは、幅を持って評価する必要はあるが、先行きにかけて物価が次第に高まっていく姿が、マクロ的にみて維持されている。消費者の物価見通しも、9月の生活意識に関するアンケート調査では、1年後、5年後の物価見通しが、前回調査と比べて中央値は横ばいであるが、平均値は上昇している。こうした調査結果やE S Pフォーキャスト調査の動向も踏まえると、予想物価上昇率は、全体として若干上昇しているとみられる。こうした中、短観の販売価格判断D Iも、大企業の加工業種でやや下振れ傾向がみられるが、総じて先行き幾分上昇方向となっている。実際、企業の価格設定行動も、付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きが徐々に拡大しつつあるほか、雇用・所得環境の改善を背景に、消費者側でも高品質のP B商品など高付加価値を選好する動きが次第に広がりつつある。

先行きの物価動向については、短観加重平均D Iの上昇にみられるとおり、マクロ的な需給バランスの改善が見込まれるほか、前述の予想物価上昇率の高まりを通じ、2%の物価安定の目標の実現に向かって上昇していくものとみている。今後、足もとの反動減などに伴う需給緩和が、予想物価上昇率や企業・家計の行動等に与える影響にも留意しつつ、基調的な動きを注視したいと思う。

なお、このところ市場では、短期的な消費者物価指数の伸び率鈍化に注目が集まっている印象がある。月次の動きは様々な要因によって振れが生じやすく、短期的な動きによって市場の見方が不規則に変化することは、政策運営上も望ましくないと思う。こうしたことを踏まえると、これまで以上に、基調的な動きを捉えることが重要である旨を丁寧に説明していくことが適当であると思う。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・質的金融緩和は、これまで雇用・所得環境を改善しつつ、消費者物価を2%の物価安定目標に向けて引き上げてきたと思う。しかし、消費増税の影響を除いた8月の消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は、昨年10月以来の低さである+1.1%まで低下した。その要因としては、短期的にはエネルギー価格上昇率の低下が挙げられる。しかし、昨年12月以降、コアコア消費者物価指数の上昇率は+0.7~+0.8%で推移したが、5月以降低下し、その後横ばいになっていることから、消費増税と天候要因、特に消費増税によって消費が抑制されたことが大きく寄与したのではないかと思われる。2%の物価安定目標の達成のためには、コアコアインフレ率が上昇していくことが私は重要だと思うので、5月以降のコアコアインフレ率の低下とその後の横ばいは、金融政策運営上、要注意ではないかと思っている。

次に、円安の消費者物価に対する影響については、9月以降の急速な円安は、短期的には輸入物価の引き上げというコストアップ面から物価を引き上げる要因になるが、中長期的には円安による輸入物価の上昇は、実質所得の低下による需要の減少を通じて、物価引き下げ要因としても働く。その一方で、第1ラウンドで述べたが、中長期的には需要も拡大させる要因があるので、それを通じて物価引き上げ要因にもなるということで、中長期的に考えると、円安は2つの相反する効果がありそれらが相殺し合うため、金融政策を一定とすると、円安の物価に対する中長期的な影響は少し不透明であると思う。

同様に、エネルギー価格の物価に対する影響も、短期的なコスト要因と中長期的な需要要因に分けて考えるべきだと思う。2%の物価安定は中長期的な目標であるから、その目標の達成に関しては、短期的なコスト要因よりも、中長期的な需要要因を重視して金融政策を運営すべきだと思う。中長期的な物価の安定を達成しそれを維持するためには、短期的なコスト要因に左右されることなく、量的・質的金融緩和によって予想インフレ率を引き上げつつ、需給ギャップを縮小させ続けることが不可欠だと思う。需給ギャップはゼロ近傍にあるという指標もあるが、私は実質賃金の動向を重要視している。すなわち、実質賃金が安定的に上昇していれば、雇用需給がタイト化し需給ギャップが縮小していると判断するのが望ましいのではないかと考えている。

次に、4月の消費増税と夏場の天候不順については、第1ラウンドで述べたように、消費の抑制を通じて物価上昇率を抑制する要因として作用してきたのではないかと思うが、これらのうち、天候不順は一時的なものであるが、それに対して消費増税による実質所得低下は恒久的なものなので、より重視すべき要因だと思う。従って、2%の物価安定をできるだけ早い時期に達成するためには、第1ラウンドで述べた量的・質的金融緩和による内需拡大メカニズムと予想インフレ率の上昇を通じて、消費増税により一旦低下した消費を堅調な回復軌道に復帰させ、先程も述べたコアコアインフレ率を本年5月以前の上昇軌道に復帰させることが重要だと考えて

いる。そのためには、これまでのペースで量的・質的金融緩和を維持することが不可欠だと思う。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、9月短観における企業からみた金融機関の貸出態度は「緩い」超幅がさらに拡大していることや、企業の資金繰り判断、その他資金調達の金利面、量の面などからみて、引き続き緩和した状態にあると判断している。

当面のわが国の経済・物価情勢を展望するうえで、国内要因のほか海外経済が変調を来さないかどうかという点が重要だと思うが、この点で気になるのは、やはり欧州経済とECBの金融政策の行方である。注目していた第1回のTLTROによる資金供給額は、826億ユーロと市場の予想を下回った。制度上、これは12月の第2回の結果と合わせてみる必要があるとは思いますが、預金ファシリティの金利が-0.2%とマイナス幅を深めている状態と、ECBのバランスシート規模の拡大とは親和性が一層乏しくなっていると思う。年内に開始が予定されているABSの買入れも、対象市場が元々小さいので大規模に行うことは難しいと思う。そこで、仮に国債買入れを柱とするQEに転換を図ろうにも、政治的な問題を置いておいても、各国国債を公平に買おうとすると、発行残高が少ないドイツ国債が蒸発するというような問題があり、実際の制度設計にはかなり困難が伴うように見える。こうなると、今月に予定されている欧州主要銀行に対するAQRやストレステストの結果を踏まえて、欧州金融システムの信認と経済を支える信用仲介機能を回復させるだけの十分な対応がとられるかどうか、やや行き詰まり感のある金融政策に代わる重要な経済政策としての色彩を強く帯びていくことになるのではないかとみている。

当面のわれわれの金融政策運営については、日本経済は夏場にかけてや

やもたつき、足もと景気の一部に弱さがみられることから、何人かの委員が指摘されたように、これがマインド面あるいはインフレ予想に悪い影響を及ぼすリスクは意識せざるを得ず、そういう意味でQQEは正念場にあると思う。幸い所得から支出へという前向きな循環メカニズムは維持されているので、当面はQQEを着実に実施し、この循環が途絶えないよう支えていく必要があると思う。現在のわれわれの政策には、そうした下支えをする効果を発揮していけるメカニズムが備わっていると思っている。これまで述べてきたように、本来QQEは、金利低下と物価、期待インフレ率の上昇という両面が相俟って実質金利を低下させる効果が累積的に強まっていく政策だと認識している。この点、金利面では国債買入れを進めるに従って長期金利に下押し圧力がかかり続ける。恐らく需給面からも、国債の新規発行額減少見通しからタイト化が進んでいくと考えられる。短期の金利についても、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、例えば円転コストのマイナス化などのチャンネルを通じて、低下圧力がかかり続けると考えている。さらに、内外金利差の拡大見通しを背景とした円安基調のもとで、わが国の緩和度合いが相対的に強まっていくとも考えている。

一方の物価面では、足もとのCPI、あるいは期待インフレ率がやや足踏み状態にあるのは事実である。今後、年末に向けてCPIが予想どおり上昇トレンドに復していけば、金利低下と相俟って、QQEはさらに強力な政策効果を発揮していくと考えている。そうした道筋を確保するためにも、物価安定目標達成に向けたコミットメントに関する一貫した発信を続けていくことが必要だと思っている。その際、現在のわれわれの政策は、元々オープンエンドであり、2%を安定的に持続するために必要な時点までこれを続けていくという従来の姿勢を堅持することが適切と考える。また、経済・物価の基調的な動きを捉えて、それに関するわれわれの見方を丁寧に説明していくべきであるという森本委員の見解には、私も同調したい。従って、以上を踏まえると、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%の物価安定目標の達成期間について、2015年度中に達成する蓋然性が高いとする日本銀行の基本的見解を念頭において、この先の需給ギャップの改善ペースおよび予想物価上昇率の上昇ペースと、予想物価上昇率に関する日本銀行の現状判断について、私の見解を申し上げる。

まず、第1の需給ギャップの改善ペースについては、私自身は日本銀行の基本シナリオと比べて緩やかに改善していくとみている。基本シナリオでは、資本ストックの蓄積を主因に、2016年度までの見通し期間内に潜在成長率が1%に向けて上昇していくと想定しており、それとともに総需要の高まりによって潜在成長率を大きく上回る経済成長率を実現し、その結果、需給ギャップが現在の0%程度から1%台半ば程度へ改善していくと想定しているように思う。しかし、私自身は、2014年度の設備投資については、更新投資を中心にほぼ基本シナリオどおりに増えていくとみているが、2015年度以降の設備投資の伸び率は低下していくと見込まれるうえに、人手不足の深刻化が経済活動を下押しし始めているので、潜在成長率は基本シナリオよりも緩やかなペースで上昇していくと考えている。一方、総需要の見通しについては、家計による期待成長率や将来所得期待が低下していることや、実質輸出の先行き不透明感が高いことなどから、上昇ペースは緩慢になると想定している。このため、潜在成長率を多少超える程度の経済成長率を実現していくことから、需給ギャップの改善もゆっくりとしたペースで進んでいくと考えている。その分だけ物価を押し上げる圧力は、基本シナリオよりやや弱めになる可能性がある。

第2に、2%目標を実現するには、需給ギャップの改善以上に予想物価上昇率の上昇が必要なことは、フィリップス曲線を見れば明らかである。

この予想物価上昇率の動向についての日本銀行の基本的見解は、「全体として上昇しているとみられる」との評価を一貫して維持してきた。しかし、私は昨年¹のQ QE導入以来、予想物価上昇率はゆっくり上昇するとの見方を維持しており、例えば昨年10月の展望レポートでの評価の際にも、予想物価上昇率について、「一部の指標では上昇傾向が続いているものの、複数の指標ではその上昇ペースが緩慢または横ばい圏内の動きとなっているように見える」と主張しており、それ以降もそうした主張をしてきた。実際に、最近の予想物価上昇率の関連指標は、上昇どころか横ばいまたは低下を示す指標が増えている。従って、「全体として上昇している」とする日本銀行の現状判断は、事実とは異なるように思う。この点は、前回会合で、また昨日も強く主張した。また、決定会合資料-5「金融環境の現状評価」によると、前回9月分では「中長期のインフレ予想については、このところ横ばいを示す指標が多い」と明記しており、今回10月分の資料では「このところインフレ予想について横ばいを示す指標が多くなっているが、各種の指標をやや長い目でみれば、インフレ予想の上昇傾向は続いているとみられる」と一段と率直な評価となっている。このことから、執行部でも私と大差ない現状認識を持っていると推察されるので、対外公表文では従来²の表現の代わりに10月分の資料に沿った表現を、物価に関する先行き判断の箇所で挿入するのが適切だと思う。

仮に、予想物価上昇率に関する表現を変更することで、市場参加者の間で追加緩和期待を煽ってしまうということを懸念しているのであれば、その可能性は低いと考えている。なぜならば、月報および対外公表文における経済と物価の先行き判断は、半年ほど先までの時間軸を前提にしており、しかもその期間内には「予想物価上昇率は上がっていくとみられる」と明記するので、「コアCPI伸び率が上昇に転じていく」と日本銀行がこれまで対外的に示している時間軸と整合的だからである。従って、基調判断が下方修正されたとは取られないと考えられる。しかも、今回の景気についての現状・先行き判断および国内企業物価指数についての現状判断については、執行部はこれまで以上に実態に即するかたちで客観的に下方気味

の修正をしている点を評価していると先程申し上げたが、その一方で、予想物価上昇率の記述だけが事実と明らかに異なる表現を残しているのは、却って違和感が残る。今後は、実態に即した判断および表現を使いながらも、判断の変更イコール政策変更と捉えられないように、より工夫した対外的な情報発信をしていくべきだと思う。日本銀行の景気・物価の基調判断に対するクレディビリティを維持していくうえでも、そうした修正は必要だと思う。

やや論点が異なるが、予想物価上昇率に関連してさらに申し上げますと、消費税率の引き上げは、短期の予想物価上昇率だけではなく、中長期の指標にもかなり影響を与えていることが明確になってきた。このため、2%を安定的に持続するまでQQEを持続するとする第2のフォワードガイダンスに関して、2%が安定的に持続するかどうかの判断には、以前から指摘しているように、2回目の消費税率引き上げ後の動向を確認する必要があることは明らかなと思う。

最後に、本年8月以降、米国との金利差やその期待などから円安が急速に進んでいる。これは、輸出企業の収益押し上げ等に寄与する一方で、家計の将来所得期待の着実な改善および長期物価上昇率の2%に向けた上昇傾向を伴わなければ、輸入物価の上昇により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、日本銀行が目指す2%物価安定の目標の姿とは異なる結果になる可能性を幾分懸念している。また、英国の事例からみると、大幅な通貨安は実際のインフレ率とともに、短期だけではなく長期の予想物価上昇率も一時的には上昇させることがあるが、そうした状況は持続していないことを申し添えたいと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、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」

との評価で良いと思う。9月短観で示された金融機関の貸出態度や企業の資金繰り、あるいは社債の発行環境など、いずれも良好であると思う。

この間、国際金融資本市場については、米国経済の明確な改善を受けて、当初は海外長期金利に上昇の兆しが窺われたが、それは長続きせず、足もとまた米国長期金利は2.4%台に戻ってきた。米国の株価もやや大きめの調整が入るなどボラティリティが高まった。一方、実体経済の改善を反映した緩やかなドル高基調は引き続き続いていると思う。

わが国の金融市場動向については、長期金利は一時0.5%台後半へと上昇したあと、また足もとでは以前の0.5%台前半の水準にまで戻ってきている。株価も、一時TOPIXで1,350程度まで上昇する局面があったが、足もとは前回会合時とほぼ同程度の水準——現在1,300程度だと思うが——まで戻ってきている。この間、為替相場はドル高基調を受けて、ドル/円は109円前後と円安が進行した。

円安に関しては、委員方から様々なご意見があったので私も一言申し上げる。円安の効果について、企業収益あるいは輸出へのプラス効果、あるいはそれらを映じた株高を通じた資産効果、また訪日観光客の増加による旅行サービス収支へのプラス効果とともに、交易条件の悪化やコストプッシュというマイナス効果等が考えられる。また、円安はより広く所得収支や対外純資産の円評価も高めるため、国全体でみた資産効果といったものも期待できる面があると考え。そういったプラス面、マイナス面を合計して全体でどちらが上回るのかは、優れて実証的な問題であり、現在、貿易構造やグローバル企業の生産構造などが変化しているとみられる中で、リアルタイムでの正確な推計は難しいが、米国経済の改善というファンダメンタルズの反映を伴うかたちでのこれまでのドル高・円安は、暫定的ながらも恐らくプラス効果が上回るとみて良いのではないかと考えている。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済は、前半でも申し上げたとおり、生産面を中心に弱めの動きがみられているが、引き続きメインシナリオが維持できるとみており、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れについても、大規模な国債買入れ

を含め従来の方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営に関しても、従来どおりのガイダンスないしはコミットメント、すなわち、物価安定の目標を「安定的に持続するために必要な時点まで、「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」というガイダンス、あるいはそういった政策姿勢を維持することが適切と考える。

そう申し上げたうえで、政策と関連する論点について1点申し上げたい。現在、本年末までのマネタリーベースおよび資産買入れの見通しを公表しているが、来年以降の政策運営について、現行の今申し上げたコミットメントのもとで、どのようなかたちで残高の見通しを公表していくかが、今後重要な検討課題となろうかと思う。当然、事前にどの程度具体的に情報発信をすべきか、あるいはすべきでないかは、先行きの経済・物価見通し、予想される政策効果とリスクや課題など、総合的な検討が必要になってくる。また、その際には、政策運営の透明性、具体性と柔軟性との間のトレードオフ、適切なバランスという観点も重要になってくるが、そういった様々な問題も含めて、今後、自分なりに検討を進めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の金融環境については、緩和した状態にあるとの見方に変わりない。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、先週発表された短観の資金繰り判断D Iや金融機関の貸出態度判断D Iからも、企業金融は、引き続き極めて緩和した状態にあるとみている。わが国の10年物国債利回りは、前回会合以降、海外長期金利の上昇などを受けて0.5%台後半まで上昇した場面もあったが、足もとでは0.5%台前半で推移している。現行の資産買入プログラムは、イールドカーブ全体に対して十分に押し下げ

効果を発揮しており、また、このところ短国金利がマイナス圏に入るなど、その効果をさらに強めているとみている。

当面の金融政策運営については、これまでの「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」という方針と、各種資産買入プログラムを継続することが適切と考える。

このところ、米国経済の基調的な強さがより意識されるようになり、F e d の利上げ時期が前倒しになるのではないかという思惑が強まってきた。つれて、F e d の低金利政策を前提としてきた各種資産価格についても、変化の兆しがみられるところである。銀行規制が厳しくなっているもとで、これからはショックに対してボラティリティが一段と高まる可能性について、十分に留意する必要があると思っている。一方、これまでは米国株価にコレクションが生じた場合、連動性の高いわが国の株価を強く下押しし、つれて円高圧力がかかってトレンドの転換に繋がるようなことを懸念していたが、今後米株が調整した場合でも、現状の円相場の水準からみて、100 円を割るような円高に向かうことへののりしろはかなり確保されてきたものと考えている。

なお、現状の円相場の水準について、日本経済にとって居心地の良い水準は 100～105 円であり、最近の円安の動きは行き過ぎであるという議論が出てきている。水準自体の当否は別として、適正と言われている水準からの現状程度の乖離は、元々振れの範囲でありあまり生産的な議論ではないと思っている。わが国の製造業では、これまでの行き過ぎた円高のもとで、生産拠点の海外移転を進めることによりグローバルな競争力の維持・向上を図ってきたが、このような動きが一方で輸出を抑制し、円安方向への圧力となってきた面もあると考えられる。足もとの為替円安の進行について、企業が中長期的な為替変動として捉えているのであれば、それを前提とした戦略を取ることが個々の企業の競争力を高め、ひいてはわが国の生産性の改善をもたらし、さらには、行き過ぎた円安へのブレーキともなってくると思う。日本経済の成長力を高めていくためには、そうした外部環境の変化に柔軟かつダイナミックに対応していくようなメカニズ

ムが、しっかりと働いていくことが必要だと考えている。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については現状維持で良いと思う。そのうえで、当面の金融政策運営について思うところを3点申し上げたい。

第1は、ここもと進展する円安と金融政策の関係である。先のセッションで申し上げたように、私自身は円安の日本経済への影響は、全体としてこれまでのところ依然としてプラスとみている。もっとも、中小企業や地方経済にとって、円安は、ガソリン高や全般的なコスト上昇により利鞘や実質購買力の圧迫要因となり得るため、各方面から様々な意見表明がなされているところである。また、与党の一部からも、恐らく中小企業や地方経済界の声を代弁するかたちで円安懸念が表明されている。私自身は、2%の物価安定の目標は、元々上下にアローワンスのある柔軟な概念とみているので、消費者物価の上昇率が2%に達していない現時点において、こうした議論が外部から出てくるということに然程違和感はない。そのうえで、今後、米国の経済・金融情勢や日本の対外バランスを勘案すると、先行き一段と円安に振れる可能性もあり、円安による日本経済への影響が全体としてマイナスに転じることがないかどうか、引き続き注視していきたいと思う。

ここで日本銀行の目指す「物価の安定」の意味を再確認すると、物価の安定、すなわち通貨価値の安定には、通貨の対内価値の安定と対外価値の安定の2つの側面があると思う。前者は物価の安定、後者は為替相場の安定を意味し、本行としては専ら前者の観点から、2%の物価安定の目標に向け、量的・質的金融緩和を着実に進めてきているところである。また、後者について、政府は、急激な変動は望ましくないとのスタンスであると理解している。ところで、前者の2%の物価安定の目標達成に関して、足

もとの円安は、目先は取り敢えず追い風にみえる。もともと、円安による物価上昇は、所詮は一時的であり、仮に円安効果だけで安定的な物価上昇を目指すのであれば、さらなる持続的な円安が必要になるが、それは通貨の対外価値の安定という観点からは望ましくないであろうし、現実的でもないと思う。物価安定の目標を目指すのは、賃金等の改善とバランス良く物価が安定的に上昇する状態であり、それは円安効果だけで追求できるものではなく、幅広い生産性の上昇や潜在成長力の強化が重要であると思う。

第2は、短期ゾーンにおけるマイナス金利をどのようにみるかということである。マイナス金利での短国買入れは、それだけをとれば金融機関への本行のシニョリッジの移転であり、利益供与との批判を招く恐れもある。一部には、形を変えた財政政策との意見もみられる。一方、マイナス金利は、中間期末要因も然ることながら、本行が買入れを進めてきた中で累積的に強まってきた緩和効果そのものとも言える。従って、マイナス金利によるシニョリッジの移転ということも、全体を俯瞰してみる必要があるように思われる。すなわち、先般の執行部報告による平成26年度上半期末の本行の中間決算見通しに示されるように、本行による国債等資産買入れの進捗に伴い、キャリー収益、すなわちシニョリッジは一段と増加する一方で、補完当座預金利息、すなわち当座預金先に支払う付利も増加している。この付利も一面では利益移転である。もともと、本行が国債等の資産買入れを円滑に進め、シニョリッジを拡大していけるのはこの付利があるためであり、マイナス金利での短国買入れを含めた金融機関への利益移転ということも、全体的な観点からバランス良くみていく必要があるように思う。ともあれ、買入れの進捗とともに金利面での緩和効果は、この中間期末を越えても趨勢として累積的に強まっていくことが見込まれる。实体经济および為替市場を含めた資産市場への影響を注視したいと思う。

第3は、物価安定の目標の達成度合いについて情報発信を行う際の物価の概念についてである。物価安定の目標は消費者物価指数（総合）の前年比で定義されているが、私自身は賃金を含む幅広い物価概念を万遍なく丹念にみていくことが重要と考えている。その点、消費者物価指数のコアに

重きを置いているかのような情報発信は、目先の消費者物価指数のコアの前年比の伸び率がやや鈍化しそうな地合いであるだけに、慎重であるべきだと思う。結果的にコア指数の月々の動きに人々や市場の関心を集中させるような情報発信とならないよう、執行部におかれては細心の注意を払って頂きたいと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合以降、為替や株価が大きく変動し、短国金利がマイナスをつけるなど、金融市場の動きが注目を集めた。その背景には、本行の金融政策の影響や、内外の金融政策の方向性の違いに根差した資金フローの変化などがある。また、増税後の経済・物価情勢の変化やこうした金融市場の動向を受けて、金融政策の効果、今後の対応について様々な観測や意見が現在浮上してきている。これらの点に関して3点申し上げたいと思う。

第1に、内外の資金フローについてであるが、米国が金融緩和策の正常化を進める一方、ユーロ圏では追加緩和が実施され、日本では緩和策が継続する中、ファンディング通貨としての地位が、ドルからユーロあるいは一部は円に移っている面があるように思う。これによって、米国で金融緩和策の正常化が進む中でも、世界の金融市場でリスクテイク傾向がある程度サポートされている。また、日本については、内外の資金フローが双方向で急速に拡大していることも特徴的である。日本の中長期国債への海外資金の流入拡大が金利低下傾向を助長することで、今度は国内投資家が金利やリスクへの選好を強め、外債など海外資産への投資が促されている面がある。こうした資金の流れによって、国内の金融市場が従来以上に海外要因に左右され、潜在的にボラティリティが高まっている点は、留意しておくべきだと考える。

第2に、9月には日、米、欧で短国金利が同時にマイナスになった。季

節的な要因に加えて、金融緩和策の影響と強い資金余剰傾向が共通の背景にある。日本では、本行がオペで短国をマイナス金利で購入したことを、事実上の緩和強化あるいは追加緩和への布石とする見方も一部に浮上したが、これが事実でないことはより周知されるべきだと思う。こうした観測が円安・株高など金融市場の動きに影響を与えている場合、今度は季節的な要因の剥落などから短国利回りが上昇する際には、巻き戻しの動きによって金融市場が動揺することも考えられる。短国のオペ金利がマイナスに陥る可能性やその是非については、量的・質的金融緩和の導入前からこの政策委員会内で議論されてきたことであるし、マネタリーベースの増加方針を維持し優先する限り、いずれこうした事態が生じることは予見されていたことである。それでも、ユーロ圏のように政策金利がマイナスではなく、過度のリスク回避傾向が生じていない日本でターム物金利がマイナスになったということは、やはり政策の影響を強く受けた異例の事態であることは認識しておく必要があると思う。

今後注目されるのは、当座預金の付利が現状水準で維持される限り、短国金利のマイナス幅の拡大にも早晚限界が生じる可能性が考えられることである。その場合、変動金利入札方式のもとでも札割れは生じ得ると思うし、その結果マネタリーベースの目標達成が技術面でより難しくなるといった事態も生じ得ると思う。長期国債の買取りを進める中で、同様の問題がより長い年限の国債に徐々に広まっていくことも考えられる。こうした可能性は、量的・質的金融緩和がもたらす市場機能の低下などの副作用を改めて認識させるとともに、現状の政策の効果と副作用のバランスを改めて冷静に考えるきっかけになると思う。

量的・質的金融緩和の効果や今後の政策対応について、様々な意見、観測が浮上してきている。増税後の景気情勢の弱さに加えて、足もとではインフレ率の下振れも意識され、これが一部で追加緩和観測に繋がっている。しかし、足もとのこうした変化は、増税の影響のみならず、日本経済の本来の実力を反映している面も多分にあると考える。前回も申し上げたが、供給制約がある程度意識されるもとでは、金融政策にせよ財政政策にせよ、

拙速に需要刺激型の対策に乗り出すと、不均衡を拡大させたり、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るなど、各種副作用が強まるリスクがある。さらに、そもそも量的・質的金融緩和は、短期的な経済・金融情勢の変動に対応するファインチューニング的、機動的運用には馴染まず、中長期の視点に基づいて運用されるべきだと考えている。

他方で、急速な円安進行がもたらす経済への悪影響を懸念する意見も高まっている。こうした中、追加緩和策が円安を促すことを警戒する議論や、現状の緩和策が円安を通じて経済にすでに悪影響を与えているのではないかといった議論が、今後徐々に高まっていく可能性も考えておく必要があると思う。量的・質的金融緩和の影響が、結果的に足もとの円安傾向を促している可能性はあると思うが、実際のところ為替は様々な要因によって動く。先程も述べたように、円安による経済へのプラス効果は趨勢的に小さくなっているとみているが、プラス効果を上回るマイナスの影響が生じるかどうかは、依然として明らかではないように思う。いずれにせよ、金融政策が短期の為替変動に左右されたり、また為替への影響を意図して実施されることは適切ではない。われわれは、為替動向を注視しつつも、中長期の視点から日本経済にとって最善の政策を取ることを心掛けることが重要だと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見を私なりにまとめると、金融市場調節方針については、現在の「マネタリーベースが、年間約 60～70 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」との方針を維持することが適当という意見で一致していたと思う。先行きの金融政策運営についても、これまでの基本的な方針を維持することが適当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。ただ、この点については、木内委員は若干違うご意見であったと思う。

量的・質的金融緩和の効果については、全体としてみれば、引き続き所期の効果を発揮していると思う。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低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下方向にあると考えられる。企業や家計の支出活動を支える金融環境については、銀行貸出が緩やかな増加を続ける、あるいは貸出金利が既往最低水準にあるなど、緩和した状態にあると思う。皆さんのご意見も、緩和した状態にあるということで一致していたと思う。

金融政策運営、金融環境についてさらにご意見があればどうぞ。

白井委員

先程、中曾副総裁がオープンエンドという言葉が使われた。オープンエンドという言葉は、最初に黒田総裁が講演で使われたと記憶しているが、米国の場合、オープンエンドの意味は、tapering が始まる前は毎月 850 億ドルの資産買入れを続けるということで明確であったが、われわれの場合、そのような情報発信をしていないので、オープンエンドという言葉は慎重に使うべきだと思う。つまり、われわれがどこまで合意しておりどこが合意していないかが明確でないため、オープンエンドという言葉の意味が市場参加者の間でばらばらになっており、混乱もあると思う。私は、皆さんの大半で合意しているのはQQEの枠組みだと理解している。マネタリーベースターゲティングであるということ、国債を中心とした金融資産の買入れを続けるという意味であれば、そうだと思う。一方で、宮尾委員もおっしゃったように、2年間は年間ベースでマネタリーベースの増加額を説明しているので、市場はこれがこのまま続くものだと思っている。これについてわれわれは来年どうするかを決めていないが、黒田議長でも中曾副総裁でも良いので、オープンエンドと言う場合、果たして何を意味しているのか明らかにして頂きたい。私の言っている意味で正しいのかどうか、議論した方が良いのではないかと思う。

岩田副総裁からは、実質賃金をみていかなければならないというお話があったが、全くそのとおりだと思う。ただ、実質賃金をみていく時に、何で実質化するかについては色々あると思う。名目賃金をC P Iで実質化する場合、コアC P Iを使うのか、あるいは総務省のように帰属家賃を除いたC P Iか。消費税を含めるか含めないかによっても違ってくる。経済学的にはG D Pデフレーターだが、一般的には馴染みがない。何で実質化するかで実質賃金は違う。例えば、C P Iの2%分は社会保障制度を安定させるという政府の消費税の増税分なので金融政策とは関係なく、それを除いたC P Iで実質化すれば、実質賃金は7、8月とプラスである。消費税を除いたG D Pデフレーターで実質化した実質賃金もプラスである。その意味でわれわれの金融政策の効果はあると言えるが、家計からみると消費税分を含めたC P Iであり、これで実質化するとマイナスになる。この点、何で実質化した実質賃金をみていくべきかについて、岩田副総裁のご意見を伺いたい。

黒田議長

オープンエンドという点に関しては、昨年4月4日に量的・質的金融緩和を導入して以来、毎月の金融政策決定会合で決定していることは、「マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」ということである。資産買入れについても様々なことを決定しているが、こうしたことが全体として量的・質的金融緩和の中身である。これを「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」継続することとしている。当初から、2年で打ち切るといふことは言っておらず、「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」と言っており、これは一種のフォワードガイダンスである。だからといって1年ごとに区切っている訳ではなく、年間約60～70兆円のペースということで毎月毎月残高を増やしている。いつも言っているように、「その際、経済・物価情勢について上下双方向

のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」としており、年間約 60～70 兆円——12 か月で割るとネットで 6 兆円弱、グロスでは 7 兆円程度——のペースで、2%の物価安定の目標を持続的に達成するまで継続するとしており、その意味でオープンエンドである。2年でやめるというようなことは言っていない。2年程度を念頭においてできるだけ早期に達成するという intention のもとで、量的・質的金融緩和を導入したということである。ただ、それをいつまで続けるかについては、カレンダーベースではなくアウトカムベースであり、本年 12 月末までとか来年 3 月末までといったような時間で区切っていないという意味では、オープンエンドであると思う。ただ、1年ごとに決めている訳ではなく、毎月毎月、年に 14 回金融政策決定会合を開催するので、そこで常に議論しているということだと思う。

中曾副総裁

黒田議長がおっしゃったことに付け加えることはない。ステートメントの最終パラグラフに集約されているとおりでと思う。つまり、「上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」としているが、その調整の必要がない限りにおいて今の Q QE を続けていくということだと、私自身は認識している。

白井委員から、足もとの予想物価上昇率については横ばいを示す指標が多いというご指摘があったが、これまでも申し上げてきたとおり、予想物価上昇率の動きは元々直接的に観察できるものではなく、様々な指標やアンケート調査等をみたうえで総合的に判断する必要があると思っている。確かに、個々の指標をみると、BEI は若干弱含んでいるが、これは足もとの CPI の動きに振られている面があり、その CPI はエネルギー価格低下を主因に、恐らく一時的に上昇幅が縮小していると思う。因みに、米国でも、景気が着実に回復しているにもかかわらず BEI は低下している。つまり、BEI という指標は様々な短期的な要因で変動する指標だと思う。一方、企業のインフレ期待は変わっておらず、家計の実感するインフレ期

待はむしろ上昇していると思う。このように、インフレ期待には色々な指標があり、短期的には様々な要因で変動し得るので、やや長い目で評価していく必要があると思う。白井委員のご意見は足もとの指標としてはそのとおりだが、そうした白井委員のご意見も、従来の対外公表文の表現である「予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる」の「全体として」に包含されていると思う。

佐藤委員と木内委員から、短期金利のマイナス化についてのお話があったが、私も、短期金利のマイナス化はQQEの政策効果そのものだと思っている。マイナス化の要因を改めて整理してみると、昨日の執行部の説明にあったように、本行の短国買入オペ、邦銀サイドで特に期末にかけての短国のデュレーション短期化ニーズや担保ニーズなどがあるのはそのとおりだが、さらに円転コストのマイナス化も寄与度を増しているとみている。円転コストのマイナス化については、Fedが利上げに向かう一方で日本の市場金利は極めて低い水準にとどまるという状態のもとでは、ドル調達ニーズを抱える邦銀の円市場における信用度が安定している場合には、円転コストは構造的、傾向的に低下圧力が続いていくと思っている。従って、外銀がドル放出を抑制気味にする期末にかけて、円転コストを通じた短期金利のマイナス要因が強く現れていくと思う。円の短期金利については、付利金利は一定のアンカー機能を果たすとは思いますが、期末を挟みながら下方圧力が強まっていくとみている。いずれにしても、短期金利のマイナス化は、技術的な要因というよりはQQEが発揮する政策効果の一環として捉えておく方が良いと思っている。

白井委員

予想インフレ率については、あとで詳細なデータをお示しする。

岩田副総裁

需給ギャップを判断する際に実質賃金をもっと重視した方が良いと言ったが、日本銀行や内閣府が計算する需給ギャップに意味がないと言っ

ている訳ではなく、それらに加えて実質賃金もみて、もう少し総合的にみる必要があるのではないかと、1つの数字だけで安心するのは楽観し過ぎではないかと申し上げたつもりである。

賃金の実質化については、帰属家賃は、統計的にみても不思議なほど動きがないので——こんなことを言って良いのかどうか分からないが——、それを除いたC P Iで実質化するのが良いと思う。消費税率引き上げ分は除かずに実質化し、なおかつ実質賃金が下がった分を乗り越える位の金融政策を実施すべきである。そうしないと、われわれの実質的な生活の豊かさは向上しない。消費税増税分の2%を乗り越え実質賃金が増加することは、労働市場がタイト化し人々の生活水準が向上していることを示すことになるのではないかとという観点から、実質賃金の増加を重視した方が良いということである。

木内委員

短国のマイナス金利については、私の発言の趣旨は、短国金利がマイナスにまで低下したことは、政策効果の現れという面とそれ自身に問題もあるので両方バランス良くみていこうということである。短国金利のマイナス化に限らず長期金利の大幅な低下といった様々な現象を、政策効果の表れであると言い切るだけで良いのだろうかという思いはある。効果の裏側には必ず副作用があるので、両方バランス良くみていかなければならないと思っている。

中曾副総裁がおっしゃったE C Bの金融政策について、他国の話ではあるが日本にもインプリケーションがあるので私も意見を申し上げたい。国債を買い入れていくことの問題点をおっしゃったが、一気に国債を買い入れるまでは直ぐには行かず、その前に社債等を買うのではないかとと思う。少し話は変わるが、E C Bの戦略、情報発信に関し、最近、2点変化——1つはネガティブ、1つはポジティブ——が起こっていると思う。1つは、理事会で正式に決まったものではないとはいえ、バランスシートの目標に言及したことである。E C Bは、量的緩和の定義はしていないが、

量に目標を設けたということは事実上の量的緩和がスタートしたということだと思う。一方、それを達成することは非常に難しいということは多くの方が指摘するとおりである。2012年の初めの水準を目指すという目標を言ってしまった一方、今提示しているABSやカバードボンドの買取りやTLTROでは達成できそうもないということになると、それが判明してくるのが例えば12月の2回目のTLTROであるとする、それをきっかけに、市場が「ECBはバランスシートを増やすような手段を導入するだろう」と予想し、市場に強く催促されるかたちで、そういった政策に追い込まれるといったリスクを抱えた情報発信になっている。私は、それは問題だと思っている。2つ目は、ECBというよりはドラギ総裁だが、金融政策だけでは十分ではないというニュアンスの発言をここ数か月してきており、財政出動もあるのかもしれないが主に構造改革が必要であるということだが、それ自身は真っ当な意見だと思う。従来は、金融政策で何でもやる、さらに金融政策の効果は非常に大きいと強調していたことと比べると、トーンが大分変わったという感じがある。金融政策で何でもできると言っていると、構造改革のインセンティブを殺いでしまうので、バランス良く政策を組み合わせて実施していくことが経済を良くするのであれば、そのような方向に軌道修正されてきていること自体は、前向きに評価したいと思っている。

白井委員がおっしゃった予想物価上昇率の記述について、私の意見を申し上げておきたい。前回会合でも申し上げたが、対外公表文の予想物価上昇率の記述については、違和感を感じてきた。中曾副総裁がおっしゃったように他の経済現象とは違うという点があるのかもしれないが、予想物価上昇率の記述は他の経済や物価等の記述形式とはかなり異なっていると思う。この異なる形式を揃えるだけでも、結構問題を解決できるのではないかと思う。具体的には3点ある。1点目は、他の景気、輸出、物価等の記述に比べ予想物価上昇率の記述が異なるのは、時間軸が非常に不明確であるという点である。暗に、量的・質的金融緩和導入後以降の長いトレンドを記述しているようにもみえる。例えば、生産では足もとの生産がどう

かという記述だが、この時間軸とは非常に違うように思える。2点目は、対象となる経済現象が明確ではないという点である。例えば、鉱工業生産であれば、指標はいくつかあるにしても何を意味しているかはわかるが、予想物価上昇率は、例えば短期と中長期では全く意味が違う。短期は足もとの動きを反映した部分が大きく、われわれにとって重要なのは中長期であると思うが、その辺りは非常に不明確である。3点目は、対外公表文における現状判断と先行き見通しのバランスである。他のパートではバランス良く書き分けられているが、予想物価上昇率については現状判断しか書かれていない。これら3つの点で形式が異なるが、これを他のところと形式を揃えてはどうかと考える。第1に、時間軸を揃える。つまり、足もとの動きがどうなっているかについて記述する。足もと多くの指標が頭打ちになっていれば、頭打ちと表現すべきではないか。2番目は、「予想物価上昇率は」ではなく、「中長期の予想物価上昇率は」とした方が良いのではないか。3番目は、現状判断だけではなく先行き見通しについても書いた方が良い。例えば、予想物価上昇率について、「現状では様々な指標をみるとやや頭打ちになっている」、一方、「先行きについては緩やかに上昇すると見込んでいる」と書き分ければ、われわれの情報発信が急に変化して色々な憶測が生まれることにもならない。このように、形式を揃えるだけでも問題解決に向かっていくと思う。今回の会合で変えるべきだと言っている訳ではないが、このような修正方法も一案としてあるのではないかとということで申し上げた。

黒田議長

他にないか。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、財務省の宮下一郎副大臣からお願いします。

宮下財務副大臣

まず、金融政策について申し上げる。先般9月8日に公表された平成26年4～6月期の実質GDP成長率（2次QE）は、消費税率引き上げ

前の駆け込み需要の反動などにより、前期比年率で-7.1%となり、1次QEから下方改訂され、2四半期振りのマイナス成長となった。しかし、駆け込み需要と反動減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、1次QEに引き続いて前年同期を1.3%ポイント上回っているし、また直近の昨年10～12月期を0.5%ポイント上回っている。このように、総じてみれば足もとの景気は天候不順などの影響もあって一部に弱さもみられるものの、緩やかな回復基調が続いているものと認識している。

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

次に、政府の最近の取組みについてご報告申し上げます。先月、9月20、21日にオーストラリア・ケアンズにおいて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、麻生財務大臣からは財政政策について発言があった。昨年度の補正予算、今年度当初予算の早期実施に努めているということ、そして2015年度のプライマリーバランス赤字半減目標に向けて取組みの必要があるということが1つ目、2番目には、この関連で8%から10%への消費税率引き上げについては、経済状況などを総合的に勘案して本年中に適切に判断していくということ、3番目としては、2015年度予算の策定後には、2020年度の基礎的財政収支の黒字化を達成するための新たな計画を準備する必要があることなど、こうした財政健全化に向けたわが国の取組みを説明したところである。こうした取組みにより、民需主導の経済成長と財政健全化目標の双方の達成を目指していく。以上である。

黒田議長

内閣府の西村康稔副大臣をお願いします。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、このところ一部に弱さもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。消費税率引き上げから半年が経過したが、消費動向については持ち直しの動きが続いているものの、このところ足踏みがみられる。この夏の天候不順の影響について、個人消費の押し下げを通じて、7～9月期のGDP成長率を前期比0.2～0.6%低下させるとの暫定試算を10月1日の経済財政諮問会議において報告した。先行きについては、当面一部に弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続く中で、各種政策の効果もあって緩やかに回復していくことが期待される。ただし、駆け込み需要の反動の長期化や海外景気の下振れリスク、円安やエネルギーコストの上昇が中小企業や地域経済に与える影響にも注視していく。

政府は、動き始めた好循環を確固たるものとするため、9月29日に、好循環実現に向けた政労使会議を再開した。昨年の政労使会議でまとめられた賃金上昇に向けた取組みなどの状況についてフォローアップを行うとともに、労働生産性の向上を通じた経済の好循環の維持拡大に向けた諸課題について議論していく。今回は、賃金のみならず、労働の付加価値生産性に見合った賃金体系のあり方、ワークライフバランスの推進、職業訓練・労働移動の円滑化といった雇用を巡る構造問題についても、政労使3者で議論のうえ共通認識を醸成したいと考えている。

成長戦略については、コーポレートガバナンス強化のための会社法改正などの法律改正を行ったほか、ASEAN諸国を中心にビザ発給要件の一層の緩和を行い、外国人旅行者向け消費税免税制度について全品目を対象とするなど、様々なことを実施してきた。また、現在、実現する成長戦略として、産業競争力会議のもとに設置された実行実現点検会合において、KPIの進捗状況および施策の実行状況の点検を進めている。さらに、進化する成長戦略として、生産性・収益力の向上、働き方・人材改革、海外市場の成長の取り込み等のテーマについて、ワーキンググループを設けて検討を深めていく。検討方針を年明けに決定し、着実に実行していく。

国家戦略特区については、安倍総理より9月9日に兵庫県養父市および

福岡市、9月30日には関西圏の区域計画が認定され、規制の特例措置を活用する具体的な事業が動き出した。また、10月1日には、東京圏の第1回区域会議が開催された。こうした国家戦略特区において、岩盤規制を乗り越え、グローバル化に対応し、日本経済の成長の原動力となることを期待している。

また、9月12日に第1回まち・ひと・しごと創生本部会合を開催し、基本方針を決定した。今後、わが国の人口減少、超高齢化を克服するための長期ビジョンおよび総合戦略を年内に取りまとめる予定である。安倍内閣の最重要課題である、豊かで明るく元気な地方の創生に向けて、従来の取組みの延長線上にはない次元の異なる大胆な政策を実施していく。

日本銀行には、2%の物価安定目標に向けて引き続き取り組むことを期待している。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいるか。

木内委員

対外公表文議長案のパラグラフ6. について、従来どおりの修正案を提出したい。

黒田議長

それでは執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

それでは、議長案から読み上げさせて頂く。議長案である。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、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]

最後に木内委員案である。対外公表文議長案の6.について、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」としている。

公表文案の変更箇所については、3. および4. について、昨日月報についてご報告したとおりの変更をしている。以上である。

黒田議長

説明のあった3つの議案について、ご意見があればどうぞ。

白井委員

対外公表文のパラグラフ3. の最後の「予想物価上昇率は、全体として上昇しているとみられる」の記述について反対する。正確には、「予想物価上昇率は、足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」との表現にすべきであるという理由で、反対する。念のため、予想物価上昇率に関連する指標を一緒に確認していきたいと思う。

最初に、家計の予想物価上昇率については、生活意識に関するアンケート調査の中央値によると、今後1年間については3%で2012年末からずっと横ばい、今後5年間については2%で2012年末からほぼ横ばいとなっている。消費動向調査では、1年後のデータしかないが、7月も8月も2.8%で横ばいとなっている。すなわち、家計の予想物価上昇率は横ばいである。

2番目に企業の予想物価上昇率については、9月日銀短観の平均値では、物価見通しは、3月、6月とほぼ同じで横ばいとなっている。一方、自社販売価格の現在水準と比べた変化率については、3年後、5年後についての9月の平均値は6月より低下している。このように1つは横ばい、1つは低下となっている。

3番目にエコノミスト等の予想物価上昇率については、コンセンサスフォーキャストとESPフォーキャストの長期予想インフレ率は、各々本年6月、7月時点の比較的古い指標しかないのであまり参考にはならない。従って、ESPフォーキャストによるやや長めの2016年度の見通しを、消費税率引き上げの影響を除くベースでみると、6月をピークに足もと9月まで一貫して低下傾向を示している。QUICK月次調査の消費税率の影響を除く試算によると、「2年先から10年後までの8年間」の平均値は8月から9月にかけて1.45%で横ばいとなっている。また、「1年先から2年先」の平均値は0.75%から0.7%へと低下している。すなわち、低下と横ばいのものがある。

最後に、市場データに基づく予想物価上昇率については、BEI10年物は8月から低下し、インフレ・スワップ・レートについては、2年物と5年物は低下、5年先5年は横ばいとなっている。すなわち、低下が多い中で横ばいもあるというのが現状である。

以上より、最近の予想物価上昇率の関連指標は、上昇どころか横ばいまたは低下を示す指標が増えており、「全体として上昇している」との日本銀行の判断が事実と異なっていることは明らかである。この点は、前回会合でも強く主張したが、今回もこの指標に改善がみられないので、反対す

ることとする。

繰り返しになるが、反対する理由は、第1に、今回の景気に関する現状、先行き判断、および国内企業物価指数に関する現状判断について、執行部はこれまで以上に実態に即して客観的にやや下方修正気味に修正している点を評価していると先程申し上げたが、その一方で、予想物価上昇率の記述だけ事実と明らかに異なる表現を残しているのは、却って違和感が残り不自然だからである。

第2に、実際のコアCPI上昇率は既に低下を始めているが、これについて日本銀行では、今後も当面は低下していくとの見通しを対外的に示しているにもかかわらず、予想物価上昇率だけは相変わらず「上昇している」との判断を維持するのは、整合的ではないように思う。実際のコアCPI上昇率の低下もあって、予想物価上昇率が足もとでは横ばいになっていると率直に認めたいうえで、2014年度後半にはコアCPI上昇率と同じように予想物価上昇率も上昇していくと説明しても、何らサプライズとはならず、むしろより整合的な説明となり強弁とみられるリスクは低下すると思う。

第3に、仮に予想物価上昇率に関する表現を変更することで、市場参加者の間で追加緩和期待を煽ってしまうことを懸念しているのであれば、その可能性は低いと思っている。なぜなら、対外公表文における経済と物価の先行き判断は半年程度先の時間軸を前提にしており、しかもその期間内には、予想物価上昇率は「やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」と明記するので、これは従来の日本銀行の見通しと整合的であり、日本銀行の基調判断が下方修正されたとは受け取られないと考えられるからである。

最後に、決定会合資料によれば、執行部の見方も私の見解と大差ないと思われるので、今後の対外公表文、特に次回の展望レポートでは、是非、この点を考慮したより客観的で誠実な表現となるよう検討すべきである。因みに、本年4月の展望レポートの基本的見解では、「中長期的な予想物価上昇率」というように「中長期」という文言を明確に書いており、「全

体として上昇しており、こうした動きは実際の賃金・物価形成にも影響を及ぼし始めているとみられる」と記述している。この表現についても、現状は横ばいなので、次回の展望レポートではそれに配慮した表現を検討すべきだと思う。

先程の木内委員のご意見は、金融経済月報に対して現状と先行きに分けて記述してはどうかというご意見だったと思う。私は今回、対外公表文の記述に反対しているが、そこは月報も一緒に、予想物価上昇率は、「足もとでは横ばいになっている指標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている」との表現が良いと考えている。

黒田議長

ただ今の白井委員の修正案について、ご意見があればどうぞ。

木内委員

私の考えは先程申し上げたとおりであるが、確認までだが、予想物価上昇率についても現状判断と先行き判断を書き分けた方が良いというのは、月報だけではなく対外公表文も同様である。

佐藤委員

予想物価上昇率を何で測るかについては、中曾副総裁からも指摘があったように、決め手に欠けるのが悩ましいところである。白井委員からは様々な数値を挙げての説明があった。それらは基本的には執行部が予想物価上昇率を測る傍証として挙げているものだと思うが、これらについても「これが予想物価上昇率である」と決め打ちはできないと思う。1つにはサンプルの問題があり、また消費税率引き上げの影響を含んでいるか否かという問題もある。サンプルの問題について言えば、内閣府が実施している消費動向調査はそれなりのサンプル数があり、生活意識に関するアンケート調査もサンプル数としてはかなりの数である。しかし、その他のアンケート調査、例えばESPフォーキャストは、私もかつて民間にいた頃

に回答していたことがあるが、高々40社前後のエコノミストに対するサーベイで、果たしてこれが経済全体、国民全体の予想物価上昇率を代表する指標になるかどうかは甚だ疑問である。QSSサーベイも同様で、債券のポートフォリオマネージャーに対するアンケート調査で、サンプル数は高々150程度と記憶している。中長期的な予想物価上昇率を示すものとしてはコンセンサスフォーキャストが例示されているが、これは海外の金融機関が多かったと思うが、これも20~30社のエコノミストに対する調査だったと思う。果たしてこれが日本における人々の中長期的な予想物価上昇率の代表的な指標となっているかどうかは、なかなか申し上げにくいところがある。

結局は、人々が中長期的な予想物価上昇率がある程度上昇しているとの前提で行動様式を変えてきているかどうか、判断のポイントになってくると思う。そこは個別の指標データには表れてこないのだから総合判断、すなわちわれわれの judgment になってくると思う。人々の行動様式がある程度の予想物価上昇率の上昇を前提に変わってきているかどうかについての判断のポイントは、1つは、今春の春闘にみられたような賃金交渉である。従来は、デフレのもとで賃金は上がらないものという固定観念のもとに、労働組合でさえインフレを前提にせずに賃金交渉に臨んでいたが、消費税率引き上げもありある程度の物価上昇を意識しながら賃金交渉に臨んでくるというスタンスが、何年か振りに——金融業界では約20年振りに——戻ってきた。こうした行動様式の変化は、重要な変化だと思う。昨日、正木企画局政策企画課長から予想物価上昇率についての説明があったが、執行部の説明資料に掲載しているような指標で月々の細かい変化をみていくものではなく、基本的には、人々の行動様式の変化を大枠でみていくものだと思う。その点では、執行部の説明資料では、足もと短期的な予想物価上昇率の停滞を示す指標も見受けられるが、そこはビッグピクチャーで呑み込んではどうかと思う。

石田委員

私の意見も佐藤委員の意見と同様である。元々、なぜ予想物価上昇率を記述するのかとは思ったが、私としては、デフレから脱却していく時に、われわれが今までの物価上昇に対して持っていたコンセプトに対して、全体として上昇しているという理解で受け止めている。ただ、毎回書くことについては、このような議論を生むので、今後、対外公表文を全面的に見直すような時にこの部分も見直してはどうかと思う。予想物価上昇率自体は conceptual なものであって、何かしかりしたものがある訳ではないが、それなのにあまりにも議論の対象になるためにこのようなことが起こるのだと思う。ただ、この対外公表文の記述はこれで良いと思う。

中曾副総裁

予想物価上昇率についての考え方については先程述べたので繰り返さないが、今日何人かの委員がおっしゃったが、われわれが経済や物価をみていく場合には、基調的なところをみていく必要があると思う。物価についてみれば、労働需給がタイト化し賃金が上昇しているので、基調的にということでは物価上昇力は衰えておらず、長い目でみた場合にはそのメカニズムは働いていると思う。短期的には確かに弱含んでいる指標もあるが、実際のCPIに適応的に動く面があるので、もう少し今後のCPIの動きをみていく必要があると思う。いずれにしても、今の対外公表文の表現は、そうしたことも白井委員のおっしゃったことも包含していると思うので、今回これを変える特段の必要性はないと判断している。

白井委員

各指標に問題があることは、私自身よく分かっている。私自身も講演などで説明しており、サンプルバイアス、上方バイアスなど色々あることはよく分かっている。だからこそ、色々な指標をみることにしているので、その点に関しては問題はないと思う。そのため、先程日本銀行が使っているあらゆるデータを確認した。日本銀行のQQEがどのように2%の物価

安定目標を実現するかについての柱は、われわれが常に説明しているようにインフレ予想の上昇が一番大きく、それと需給ギャップの改善である。インフレ予想を曖昧のままにできるならそうしたいが、そこは説明責任が問われてくる。ECBなどでもそうだが、BEIやインフレ・スワップ・レートなど様々な指標を使って総合評価し、2%でアンカーしていると言っているので、様々な指標を使うのは当然である。そのうえで、インフレ目標を導入しているのであって、インフレ期待についての説明を避けることはできない。バイアスの問題がありながらもあらゆる指標をみていくということを、今までしてきた。従って、金融経済月報でも、「予想物価上昇率」というタイトルで、毎回、家計のインフレ予想、エコノミストのインフレ予想——コンセンサスフォーキャスト——、QUICK調査、BEIを使用している。これらを使って予想物価上昇率が上昇してきていると言ってきたが、今はそうではないところが多いので、私は、それについて書いても良いのではないかと申し上げている。事実を書くだけなので、そこに特に問題があるとは思っていない。賃金をみるのは当然で、われわれも賃金をみている。しかし、予想物価上昇率が上昇していると言うからには、それに関連する指標を示していくことになる。データの問題を説明していくことはともかくとして、今後われわれがエグジットを考える時には、様々な予想物価上昇率のデータを使って判断することになると思うので、そこは避けられないと思う。いずれにしても、私は今回は反対する。

黒田議長

他にご意見はないか。今の白井委員の反対があった事実について、対外公表文に何らかの注をつける必要はあるか。

白井委員

そのようにお願いします。

黒田議長

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

[13時33分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に則って調節に努

めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。
次に木内委員提出の議案の採決をお願いする。

[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。執行部は金融市場調節方針、白井委員の反対理由、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

白井委員の反対理由と木内委員案に関する注を読み上げさせて頂く。白井委員の意見については、3. の最後のところに注1と付けて、「白井委員は、予想物価上昇率の記述について、足もとでは横ばいになっている指

標が多くなっているものの、やや長い目でみれば上昇傾向は続いている、との表現にすべきであるとして反対した」としている。木内委員の議案については、6. の最後に注2と打ち、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表作業に取りかかって頂きたい。それでは、政府からの出席者を呼び戻して頂きたい。

[13時42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。

VII. 議事要旨（9月3、4日開催分）の承認

黒田議長

最後に、9月3、4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。お手許に配付されている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、10日金曜日8時50分に对外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、10月31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13時54分である。

黒田議長

解禁時刻が13時54分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようお願いする。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(13時49分閉会)

以 上