

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年10月31日（9:00～13:39）

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 宮下一郎 財務副大臣
内閣府 前川 守 政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

| | |
|-------------|------|
| 理事 | 雨宮正佳 |
| 理事 | 門間一夫 |
| 理事 | 桑原茂裕 |
| 企画局長 | 内田眞一 |
| 企画局政策企画課長 | 正木一博 |
| 金融市場局長 | 山岡浩巳 |
| 調査統計局長 | 前田栄治 |
| 調査統計局経済調査課長 | 亀田制作 |
| 国際局長 | 長井滋人 |

（事務局）

| | |
|-----------|------|
| 政策委員会室長 | 吉岡伸泰 |
| 政策委員会室企画役 | 福永憲高 |
| 企画局企画役 | 渡辺真吾 |
| 企画局企画役 | 服部良太 |
| 企画局企画役 | 加藤 涼 |

I. 開会

(9時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行であるが、金融経済情勢についての執行部報告、金融経済情勢および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、展望レポートの基本的見解等の取りまとめと採決、10月6、7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。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に、手短かに報告をお願いします。

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

それでは、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をご覧頂きたい。金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約60～70兆円のペースで増加させる調節を行っている。この中で、(2)の短国金利はマイナスでの推移を続けている。これは、われわれが年末に向けて短国の買入れを増やそうとする中で、銀行の一部も年末の債券ポートフォリオの平均デュレーションを短くみせたいといった事情から、「どうしても短国が欲しい。ただ、年末にかけては日本銀行も大量に買ってくるだろうから、その前に前倒しに買っておこう」ということで、10月の早い段階から短国が取り合いのような状況となり、レートがマイナス領域に低下したものである。

図表2の短期国債オペに際して、短国の需給逼迫を眺め、年末のバランスシートの270兆円への到達から逆算するペースから考えるとやや控えめの3兆円のオファーを17日に行ったところであるが、それでも倍率は0.87倍と札割れとなった。この状況は、外国人や担保需要、デュレーション調整といった短国への金利非感応的、固定的な需要が相当あることを示しているように思う。このような状況を踏まえて、次の24日のオペでは、オファー額を2兆2,500億円とさらに控えめにした。このオペでは、本行が相当なマイナスでも短国を買うことが分かったことからマイナス金利の札が相当に入り、オファーを上回る応札が集まった。逆に言えば、現在の市場環境のもとでは、本行が現在の規模で短国を買い続ければ、マイナス金利が常態化することは避けられないと思う。このような短国への固定的な需要は、本行からみれば、物理的、量的に短国を買いにくいという負の面がある一方で、短国の買入れによって需給の引締まりを通じてレートが低下するといった緩和効果が現れやすいという面もあるように思う。

図表3の短期金利をご覧頂きたい。各種のターム物金利、例えば(2)の2年物金利といったところも一段と低下している。これは、短国金利のマイナス化を眺め、ロールダウン効果への期待、あるいは担保需要の代替

といったことから、短めの利付債などへの需要が強まっているためである。また（３）の海外投資家の国債ネット買越額をみると、海外勢の一部でもマイナス金利となった短国への投資を諦めて、代わりに中期債を買うといった先がみられるように思う。

図表４をご覧頂くと、先程申し上げた 17 日の短国札割れのあと、次の 24 日の短国オペは、先程申し上げたように 2 兆 2,500 億円と慎重な額でオファーした。われわれに与えられたディレクティブの範囲内で、年末のマネタリーベース 270 兆円到達を目指すという観点から、同じく 24 日にオファーした国債買入オペでは、1～3年、3～5年のゾーンで合計額をそれまでの 1 回 5,000 億円から 6,500 億円へと増額している。一方で、平均残存期間を短くし過ぎないという観点から、10 月 27 日の買入オペで、10 年超のゾーンの買入れをそれまでの 1 回合計額 1,300 億円から 1,450 億円へと増額している。なお、平均残存期間は 8 月 6.6 年、9 月 6.7 年のあと、10 月も 6.6 年である。

次に、内外市場である。図表 6 をご覧頂きたい。今回の特徴としては、10 月半ば以降、世界的にマーケットのセンチメントが改善し、再びリスクオンモードとなった。その結果、月央以降は、株価、長期金利ともに上昇し、各種のリスクプレミアムが縮小するという動きをたどったことが指摘できる。（１）の主要国の長期金利をみると、米欧とも月央以降、長期金利は上昇に転じている。もっとも、株価の上昇に比べ長期金利の上昇幅は小さめであり、その意味では、再びややいいとこ取りといったマーケットとなっている面もあるように思う。この間、本邦長期金利については、先程申し上げたような短国のマイナス金利化もあり、総じて軟調な動きをたどっているというのが特徴である。

この間、図表 17 のコモディティ価格は、10 月入り後は総じて下げ止まり、ないし持ち直し傾向がみられているように思うが、原油価格だけは引き続き軟調な動きである。

以上、前回会合以降を簡単にまとめると、10 月半ば以降、内外市場は再びリスクオンの流れを取り戻しており、株価や長期金利の上昇、リス

クプレミアムの縮小、新興国通貨や原油を除く商品価格の下げ止まりという動きがみられている。この背景としては、米国の企業収益の回復などを眺めて、米国経済の回復に関する悲観論がやや後退したこと、同様に新興国経済に対する悲観的な見方も一頃に比べればやや後退したこと、この間、米国のF e dが先行きの利上げをゆっくり行っていくことは可能であろうという見方が維持されていることなどが、挙げられるように思う。今後の留意点としては、F e dが tapering を完了させた後でも、利上げはゆっくり行っていけるという見方が維持されるのかどうかということがあろうかと思う。こうしたことも含め、世界経済の回復基調と緩和的な金融環境の両立という見方が、今後も維持されるのかどうか注目点となろう。このような点も踏まえて、今後とも市場動向を注意深くみていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

期末を越えても短国レートのマイナスが定着している背景の1つとして、メガバンクがマイナス金利で短国を購入し、それが期末に株主などにみえてしまうことを恐れ、以前プラス金利で買ったものをできるだけ年末まで保持したいということも影響しているのだろうと思う。マイナスが定着した場合、銀行の期末のポジション調整の優先順位が従来と変わってくるのではないかという気がしている。従来では、付利金利で資金を大量に当座預金に持っているのは宜しくないということで、期末に短国を買って当座預金を減らすといういわゆるキャッシュ潰しがあった。さらに、デュレーションが長期化しているのも宜しくないということで、期末に短国を買ってデュレーションを一時的に短くすることがあったが、一方で「マイナス金利の短国を持つのはけしからん」という方の優先順位が強まってくれば、例えば、キャッシュ潰しをするにしても、株主がどう考えるのかに

もよるが、短国ではなく中期債で期末を越え、デュレーションは伸びるがそれよりもマイナスで短国を持つ方が宜しくないというようなことが定着してくると、銀行の期末のポジション調整の方法が従来と比べて構造変化する可能性があるのではないかと思うが、そこはどのようにみているのか。

山岡金融市場局長

現在の短国マーケットの事情は、木内委員ご指摘のとおり、メガバンクがマイナスで短国を購入することに関しては、まだ組織的な合意ができていないために、マイナスで買わなくても済む段階で早めにおきたいということがあると思う。そのうえで、こうした都銀勢の行動が変わるのかということについては、マーケット参加者の中で、都銀勢は恐らく一番保守的で、変わり方が1番遅い人々ではないかと思う。つまり、短国レートが下がった時に、次に利付債が下がっていくのは、例えば、マイナス金利では短国は買えないので代わりに利付債を買いたいとか、マイナスの短国は担保に使えないので代わりに利付債を担保に使おうというような裁定が働くからである。今の段階では、こうした動きは、主として機関投資家や外国人筋が中心であって、メガバンクはその中では1番保守的でゆっくり変わる人々ではないかと思う。ただ、こういう状況が今後も続くと、木内委員ご指摘のような動きも、今後起こってくる可能性は高いのではないかと、個人的には考えている。

佐藤委員

2点ある。1点目は、MMF、MR Fについてであるが、彼等はそれぞれ規定で有価証券比率を一定以上組み入れなければならないことになっているが、短期金利がこのような状況になって、しかも彼等は制度上、マイナス金利で買うことはできないので、運用に非常に苦慮しているという話が出てきている。こうしたMMFやMR Fは狭義の決済システムの枠外で、当座預金取引先でもないのに、モニタリングをどの程度緊密にやって

いるか分からないが、そうは言っても、これらは広義の決済システムの一翼を担っていると思う。すなわち、証券決済という意味での決済システムでもあると思うので、最近の金利情勢に照らして、こういったMMF、MR Fの運用状況あるいは経営状況は、しっかりみておく必要があると思う。感想めいた質問だが、何か意見があればお願いします。

2点目は、マイナス金利により個人向け国債の発行入札が停止になるといった影響が出てきているが、これについて財務省の事務方から意見あるいは苦情のようなものは出ているのか。

山岡金融市場局長

1点目のモニタリングについては、佐藤委員のご指摘のとおり部分があり、MMF、MR Fについては、直接情報を得ることが難しい先である。現在のところ、間接的に得ている情報としては、こうした先から銀行への預金の受入れ依頼があるようである。運用の50%は有価証券で行うというところでは50%を守らなければならない、そうした中での行動としては、マイナス金利で短国を買うことはなるべく避け、プラスの金利が残っている利付債やCPなどを探し、50%をぎりぎり守れる範囲内で銀行預金に預けるといったような行動がみられている。ただ、これは、いずれもわれわれのモニタリング先から間接的に得ている情報であり、直接的なモニタリングも含めてどのようにMMFやMR Fなどのモニタリング体制を強めていくかは、今後の課題だと考えている。

2点目の個人国債の発行に関しては、金融市場局に財務省サイドから特に何か話があるということはない。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

本日お配りした「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降に公表された指標は、世界経済は「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」との判断に沿ったものであったとみている。図表1の10月上旬公表のIMFの世界経済見通しも、こうした判断と整合的なものであったとみている。(2)は、これまでIMFが成長率見通しの下方修正を繰り返してきたことを示しているが、これを踏まえてIMFがNew Mediocreと表現したように、新しい不満足、不十分というか、世界経済の長期的な巡航速度は幾分低下してきている可能性は否定できない。ただ、そのもとでも、世界経済自身はこの先回復経路をたどり、徐々に成長率は高まっていくとみている。

図表2は米国経済である。(1)の第3四半期のGDP速報値は市場予想を上回る前期比年率+3.5%となった。予想外の国防支出の増加などで押し上げられた面もあるが、それを割り引いても順調な回復を裏付ける数字であったと思っている。(2)の個人消費も、第2四半期の高い伸びに続いて、第3四半期も良好な雇用環境のもとでしっかりと伸びている姿を示している。ドル高、原油市況の下落もあり、物価の伸びは引き続き落ち着いており、こうしたもとで個人消費の堅調さが企業部門に波及し、輸入の増加などを通じて世界経済を牽引するというこれまでのメカニズムが、しっかりと働いていると判断している。

図表3は欧州経済であるが、構図は変わっていない。製造業は引き続きモメンタムが若干鈍化する一方、堅調なサービスが全体を支える構図である。(1)の8月のユーロ圏の生産や受注は幾分悪化した。これが市場で材料視されたが、これ自身は、ドイツの自動車業界を中心とする夏季操業・休業のずれに伴う振れの面が大きいとみている。(2)のドイツの自動車業界の統計などでは、9月に水準をある程度戻しているのので、今申し上げたような振れの面が大きいのではないかとみている。(5)の物価については、9月のユーロ圏HICP総合は前年比+0.3%まで伸びが低下している。これまで繰り返し申し上げてきたように、こうした伸び率低下

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いる。今後は、前年秋にかけて上昇していたエネルギー・食料品価格のベース効果が剥落していくほか、ユーロ安の影響も徐々に出てくると思っているため、遠からずボトムを打って極く緩やかでも伸び率を高めていくとみている。ただ、先程述べたような回復モメンタムの弱まり、あるいは商品市況の下落基調を踏まえると、当面はダウンサイドのリスクから目が離せないと思っている。この点、(6)の5年先5年のインフレシップからみたインフレ見通しが、最近少し切り下がった水準にあることは、気掛かりなところであると思っている。

次に、図表4の中国経済である。(1)にあるように、第3四半期のGDPは前年比+7.3%となり、2014年通年でも当局の目指す7.5%前後の成長率は、どうにか達成できるとの見方が大勢となっている。(2)の固定資産投資の伸び率低下は続いている。(3)の不動産市場の調整についても、まだ底を打った気配はみられていない。その一方で、(4)の輸出は堅調に伸びているほか、(5)の個人消費も、一頃に比べると伸び率は低下しているが、そうは言っても前年比2桁の安定した伸びが続いており、成長を下支えしている。当局は、経済の構造改革、リバランスを推進することに重きを置いており、加えて(5)の都市部新規雇用者数でお示したように、現状十分な雇用も創出できているという判断があるため、当面、当局が強力な刺激策を慌てて打ち出してくる可能性は小さいと思っている。ただ、必要に応じてターゲットを絞った刺激策を講じる用意があるというバックストップがあることは、安定成長を展望するうえでの安心材料だと思っている。

最後に、この間の変化として、夏場のピークから比べて約25%低下している原油市況下落の影響について、図表6にまとめている。(1)、(2)は、IEAの原油の需給の見通しを示している。2014年、2015年の通年の見通しが月を追ってどのように変化してきたかであるが、最近の下落には、需要と供給双方の要因が関係していることを示している。需要面では、欧州や中国向けを中心に、今年、来年の通年の需要見通しがここ3か月で

目立って減少している姿になっている一方、(2)にあるように、供給面でも北米を中心に非OPEC、OPEC双方で供給量が増えている姿がみとれる。こうした原油価格の下落自体は、産油国には負の効果をもたらすが、米欧やアジア諸国の多くには、実質購買力の増加、あるいは金融緩和余地の拡大といったプラスの効果が期待できると思っている。(3)は欧米でのガソリン価格の最近の低下を示している。それから(5)では、フィリピンと南アフリカの政策金利とCPIを示しているが、これまで引締めモードにあったこういった国でも、先々の原油価格低下の影響も見込んで、このところ利上げを見送る動きが続いており、こうした要因も需要をサポートするのではないかと思っている。ただ、このように申し上げたうえで、原油価格の下落自体は全体としてプラスの効果をもたらすとみているが、原油価格軟調が需要の伸び悩み懸念を反映した面が強い場合には、世界経済の成長にとっての下方リスクを示唆している可能性があるという点にも留意が必要だと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

1点目は米国の輸出入についてである。図表2(5)で、輸入が前期比増加からマイナスレベルでみるとそれほど減っていないと思うが——になっているが、この理由が分かれば教えて欲しい。先程の説明では、輸入の増加を通じて世界経済を牽引していることは変わらないということであったが、これは一時的なものともみているのか。もう少し情報があればお願いします。また、輸出が非常に伸びているが、この背景が分かれば教えて欲しい。シェールガスなどのエネルギー価格の下落が価格競争力を高めエネルギー関連の輸出を増やしているという分析もあるが、輸出が急速に改善している背景を教えて欲しい。

2点目は中国についてである。図表4(3)で不動産価格は低下してい

るが、中国の政府と民間の債務は急激に伸びており、対GDP比で2008年から70%程度増えて今では200%を超えている。この急増の背景が、住宅関連業者や住宅関連の地方政府、プラットフォームといったところだと聞いているが、これだけ住宅価格が下がっているとすると、返済が滞っているというような不良債権の問題が増えてきているのか。一方で、住宅ローンは非常に少ないので、住宅ローンの規制を緩和して需要が大きく増えてもあまり問題ではないという意見もあるが、その辺りはどのようにみているのか。

長井国際局長

今回のGDP+3.5%というのは、予想の3%を上回ってはいるが、先程申し上げた国防支出のところが少しいレギュラーな感じがある。それを割り引くと、白井委員がご指摘のとおり純輸出も寄与がかなり立っており、この点、どの程度サステイナブルなものかは、われわれも問題意識を持ってみている。輸出と輸入の伸びについては、期ずれのような面も多少あると思っている。原油をメキシコに輸出して精製して輸入するようなことや、メキシコに原材料を送って自動車を組み立ててまた戻すといったようなことがあり、そういった意味では、輸出と輸入の両方をみていかななくてはならないのではないかと思っている。確かに輸出は伸びているが、申し上げたような米国以外の地域の最近の伸びをみると、ここで大きく伸びてくることは想定しがたいのではないかと思っている。そういった意味では、きちんと伸びてはいるが、これがサステイナブルな目立った高い伸びとして続くかどうかは、まだ即断できないと思っている。

中国については、ご指摘のとおり債務が急激に伸びており、われわれも心配している。増加の主体は、家計というよりも民間の不動産業者、それから地方の融資平台であることも分かっている。今のところ、返済の滞りが増えているという話は聞いていないが、銀行自身が公表している不良債権の数字は増えている。これが大きな問題になっていくかどうかについてであるが、まず家計については頭金を結構払わせる制度で、レバレッジが

あまりかかっていないので、そこが凄くしこることは今のところはないのではないかと思っている。そういった意味では、先程申し上げた中小の不動産業者で、市況の悪化とともに資金繰りが大変なところがあるのではないかと思う。それに関連し、地方公共団体が少し苦しくなるのではないかと思う。どの程度大掛かりな不良債権問題かは、透明性がないのでなかなか分からないところではあるが、短期的な影響としては、地方の公共投資のファイナンスで、こういった不動産絡みの資金調達をしているところがあるので、地方単独で公共投資による刺激策を打ちにくくなる局面が出てくることが、当面の懸念材料ではないかと思っている。

木内委員

中国経済に関して3点質問する。1点目は、図表4(5)の都市部の新規雇用者数であるが、これはレベルではなくて前年差で、年間の増加数がどんどん増えているということなのだが、製造業のPMIをみると、雇用は結構弱く、かなりの期間50を下回っている。このギャップの原因は何か。中国全体では、製造業は弱いサービス業で雇用が増えているということなのか、それとも統計上の技術的な問題なのか。

2点目も都市部の新規雇用者数に関してだが、政府は都市部の新規雇用者数1,000万人を年間目標にし、それが成長率の目標よりも重要だというようなことを言っている。ただ、よくみてもリーマン・ショックの時点でさえ年間の増加数は1,000万人を割り込んでいない。それから考えると、凄く低い目標を非常に重要だと言っていることになるが、一体どのような政治的意図があるのか。

3点目は、中国の潜在成長率が下がってきている背景としては、私は、中国がルイス転換点を越え、農村部から都市部への人の移動が鈍ってきた、つまり余剰雇用が少なくなってきたことが1番の要因だと思っている。相対的に生産性の低い農業から、相対的に生産性の高い製造業に人が移り、産業構造の変化で平均的な生産性上昇率が高まり、このことが10%台の高い潜在成長率が長く続いてきた背景で、余剰人員が減り、人の移動も鈍

り、その結果として平均生産性上昇率のペースが落ちてきていることが潜在成長率の低下の1番の要因であると、私は理解していた。ただ、図表4（5）では都市部の新規雇用者数は加速度的に増えており、比較的広く認識されていることとずれていると思う。これについてはどのように説明されるのか。

長井国際局長

1点目は、木内委員ご指摘のように、サービス業で埋まっている面があるのではないかと考えている。足もと、中国でも、製造業からサービス業へのシフトが起きている中で、そこで都市部の雇用が生まれ、ご指摘のようなギャップが埋まっている面があるのではないかと考えている。

2点目の、1,000万人をずっとクリアしているのになぜそのような低い目標なのかという点については、正直言ってよく分からない。都市部で、農村から出てきてインターネットにアクセスできる市民が無職でいると政治的な安定性という点で問題だということで、そういった人達が溜まらないようにするという意味で、都市部の新規雇用を毎年1,000万人ずつ作っておけば不満のある人が溜まらないという考え方はあるのではないかと考えている。ただ、1,000万人という数字の決め方はよく分からない。

3点目の潜在成長率については、ご指摘のとおり、農業から製造業へのシフトで、余剰人員が段々少なくなっていると思う。製造業にシフトすると、その分だけ潜在成長率が高まる、生産性が高まるという面があるが、製造業自身どんどん伸びていくというよりも、サービス業が特に都市部を中心に雇用を吸収しているような面があり、生産性が農業よりは高いかもしれないが製造業よりは若干低めのサービス業が拡大してきている。この傾向は今後も続くであろうといったことも、今後の中国の潜在成長率が今までよりは低下していくのではないかと議論の背景にあるのではないかと考えている。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

次に、国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

本日お配りしている「経済活動の現状評価」参考計表【追加－1】と同【追加－2】でご説明する。まず、【追加－1】で企業部門についてご説明する。図表1の通関統計の輸出入では、9月の輸出は前月比+1.8%と再び増加しており、四半期でも2四半期連続で小幅減少のあと、7～9月は+1.6%と増加している。輸入については、駆け込みの反動から落ち込んでいたが、9月は前月比で+4.1%とはっきりと増加しており、7～9月も+0.7%と小幅の増加に転じており、反動の影響も和らぎつつあるとみられる。輸出について図表3で確認したい。(1)の地域別をご覧頂くと、EUが若干弱く、これまで増加を続けていたが足もと少し減少に転じてきている。ASEAN4は、引き続き弱い。一方で、米国は、まだはっきり増加していないが、どうやら下げ止まりではないかという感じがある。NIEsは、米国の景気回復の影響で、情報関連等が中心だと思うが、再び増加している。(2)の財別をご覧頂くと、中間財を除けば全ての財で増加に転じてきている。輸出の先行きについては、下振れ方向への警戒感は怠れないが、どうやら弱めの動きには歯止めがかかりつつあるのではないかという感じがする。

図表5の設備投資では、機械受注で新たな数字が出て、8月も前月比+4.7%と3か月連続で前月比増加しており、振れを伴いつつも増加基調にあることを示していると思う。図表6の中小企業の設備投資実施企業割合は高水準で維持しており、図表7の中小企業の設備投資計画では、(2)の9月時点の2014年度設備投資計画は前年比+9.0%としっかりしている。このように、中小企業が前向きな投資意欲を維持していることが窺われる。

図表8の企業マインドをご覧頂くと、いずれの月次の統計をみても総じ

て良好な水準と言えると思うが、景気のもたつきがやや長引いていることを反映してか、足もとでは少し慎重さも窺われる。例えば、(5)の帝国データバンクなどに示されるとおり、若干の慎重さも窺われると思う。後程述べるが、消費は持ち直してきており、生産にも底打ち感がみられ始めていることなどを踏まえると、企業マインドも今後再び改善してくると思うが、マインドは企業の支出行動に影響するだけに注意してみたい。

次に、図表9の生産である。9月の生産は前月比+2.7%、出荷が+4.3%、そして在庫は-0.8%となっている。電子部品・デバイスの生産、出荷がはっきりと増加しているほか、自動車の生産、出荷も幾分持ち直していることなどを反映したものと思う。10月、11月の予測指数をみると、10月が-0.1%と横ばいのあと、11月は+1.0%と増えるかたちになっている。図表11の予測指数の修正状況であるが、(1)をご覧頂くと、一頃拡大していた下方修正幅が、どうやら縮小してきたようである。(2)の製造業PMIも、振れを伴いつつも50を上回って改善してきている。この辺りを踏まえると、自動車を中心とした需要見通しの下振れにも歯止めがかりつつあるように窺われると思う。ただ、輸出全般や国内の乗用車販売に、なお明確な持ち直しの動きは確認されていないので、当月の統計が生産の上方への転換を示唆するのかどうかについては、もう少し見極めていく必要があると思う。

次に、【追加-2】に移って頂きたい。今朝発表された数字である。図表1の個人消費関連では、9月の家計調査、あるいは販売統計が概ね出ており、家計調査の消費水準指数(実質・除く住居等)は、8月前月比+2.8%のあと、9月は+0.1%と横ばいであるが、それなりにしっかりしつつあると思う。また、商業販売統計の小売業販売額は、8月前月比+1.6%のあと、9月+2.0%と、いずれも2か月連続の増加になっている。業界からは、秋冬物の衣料品や高額品が堅調といった声が多く聞かれるところである。10月については、われわれが業界から聞いているところでは、2度の台風が月前半に来た影響が残るので、9月に比べると少し落ち込むのではないかという声が多いが、基調としては、駆け込みの反動減は和らい

できているということの良いと思う。

図表2は雇用である。これも今朝発表されたばかりだが、有効求人倍率は、9月が1.09倍と若干の低下である。やはり、4月以降の経済活動の落ち込みの影響が何がしか出ているのだろうと思う。ただ、新規求人倍率は、9月は1.67倍とむしろ少し改善している。また、労働力調査をご覧頂くと、例えば、雇用者数の9月の前年比は+1.1%、完全失業率も3.6%としっかりしているので、雇用環境の改善傾向に大きな変化はないと思う。

図表3の物価については、今朝ほど発表されたCPIをご説明する。9月の全国CPI（除く生鮮食品）は+1.0%と、8月の+1.1%からさらに若干低下した。夏場の消費のもたつきの影響もあるが、原油価格下落の影響は大きいと思う。因みに、エネルギーの寄与度を7月と9月を比べると、0.3%ポイント程度低下している。10月の東京は、除く生鮮食品で+0.6%と、これもエネルギー、食料品辺りが低下して、若干低下している。除く食料・エネルギーでは+0.6%で9月からは若干上がったという感じだが、じわっと弱いということかと思う。この辺りの動き、特に原油価格下落については10月に下落しているので、CPIには11月にかけてかなり効いてくる。従って、全国でみても前年比上昇率は、11月にかけてさらに若干低下の可能性があるとと思っている。

以上を踏まえて極く簡単にまとめると、まず、景気、実体経済については、月初会合の判断を変えるような材料は出ていないと思う。消費の持ち直しに加え、生産にも底打ちの兆しがみられることは前向きな変化であると思う。一方、企業マインドの一部に慎重さが出ていることや、海外経済の不確実性などを踏まえると、前向きな企業行動に変化が生じる可能性にも注意が必要かと思う。消費者物価については、ここ数か月、思いのほか原油価格が下落し——2割以上下落している——、現在の原油価格の水準が続くと、向こう数四半期、来年春頃までは上昇率が高まらず、現状の1%程度で推移する可能性が高いと考えられる。原油価格の下落は、長い目でみると、景気へのプラス効果などを通じて、物価にもある程度好影響を及ぼし得るものではある。しかし、原油が原因であったとしても、現実の物

価がなかなか上昇しない場合に、インフレ予想形成への影響を通じて、やや長い目でみても、物価上昇を遅らせるリスクがある点には、十分な注意が必要であると思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

宮尾委員

個人消費に関し、家計調査は大体横ばいになってきて、商業販売統計はわりと明確に上がってきた感じであるが、この辺りから類推される7～9月のGDPの予想のようなものがあれば教えて頂きたい。GDP統計で家計調査のウエイトが高いとすると、GDPもなかなか伸びないという感じなのか。

前田調査統計局長

家計調査は8時半に発表されたばかりであるし、家計調査はそのままGDPに使われるというよりは、中身をピックアップして使われるので、何とも申し上げられない。ESPフォーキャストでは、今のところ実質GDP全体で前期比+0.9%となっているが、最近の民間の予想をみると、もう少し低く、+0.5～+0.6%程度の見通しが出され始めている。中身をみないと分からないし、さらに他の統計を待って推計されるので、それらもみないと分からない。ただ、ESPフォーキャストよりは低めの数字をみておいた方が良いと思う。

白井委員

1点目は消費についてである。これまでは家計調査報告が他のデータと比べて悪過ぎ、これはサンプルの振れのためであるという説明であったが、今もそのようにみているのか。家計調査では、耐久財の家具・家事用品や教育、教養娯楽のところが結構低い。一方、9月のCPIでは、耐久財は

伸び率がまだ結構高い。価格が非常に高いレベルで伸びていることと、消費で耐久財がなかなか回復しないところに関係しているという気もするが、今朝発表されたばかりだが、その辺についての意見を伺いたい。

2点目は生産についてである。製造業は漸く持ち直しつつあるという感じがしており、生産、出荷、在庫と全体的に幅広い項目で良かったと思うが、一方で、生産能力がずっと減り続けているのに稼働率も改善していない。もしかすると、アンケート調査なのでそういう問題もあるかもしれないということであるが、今の生産のファンダメンタルズからみて、生産能力の低下ペースは速過ぎる、悪過ぎるとみているのか、あるいは今後は少しずつその状況が改善していくとみているのか。特に、稼働率が悪化しているのが電気機械、情報通信、輸送機械であるが、この辺りをどのようにみているのか教えて欲しい。

前田調査統計局長

1番目の消費については、家計調査のサンプルが弱いのではないかとこの仮説の背景には、家計調査でみると収入が弱いということがあり、9月もまだ悪い。特に、悪くなったのが4月以降であり、家計調査では一旦サンプルに入ると6か月続くので、10月から改善することを期待したいと思うが、9月時点ではまだ弱さが残っている。耐久財については、まだ精査はしていないが、家計調査の9月はどうやら前月比では増えたようである。耐久財の弱さについては、物価が上がっているということよりは、駆け込みの反動の影響が長引いていることや、夏場の天候不順でエアコンが売れなかったことが、効いているのではないかと思っている。販売統計をみると、9月の家電販売は少し持ち直してきていることもあるので、この辺りがもう少し回復してくれると有難いと思っている。

2点目の製造業については、おっしゃるとおり生産指数でみると生産能力は低下しているが、これは、企業が古い設備の一部を廃棄し、新しい製品を作る方向に舵を切っていることを反映したものだと思う。新しい製品を生産する際には、生産統計にはなかなか反映されにくいということが影

響しているのかもしれないとも思うので、決して悪い話ばかりではない。この辺りは全体として、色々な角度からみていく必要があると思っている。

木内委員

2点ある。1点目は個人消費についてである。小売業販売などは結構戻ってきているのに対して、家計調査は弱いままである。サンプルの問題は当然あると思うが、家計調査で、個人消費の前年比減少に寄与している項目をみると、授業料、設備修繕、婚礼費、贈与金、外食など、いわゆる小売業ではないものが上位を占めている感じがある。サンプルバイアスの問題はあるだろうが、小売業で売っているものは戻ってきているが、そこでカバーされていない消費全体にはまだ弱さがあるということも、家計調査は示しているのではないかと思っているが、それについて何かあれば教えて頂きたい。

2点目は設備投資についてである。人手不足で省力化投資が増えてくるという話があるが、一方で、日本政策投資銀行のサーベイなどをみると、特に人手不足の影響が出やすい非製造業の投資目的で、合理化・省力化投資のウエイトは非常に小さく、しかも2014年度投資計画ではあまり増えているようにはみえない。これは、サーベイ自体が信用できないということなのか、それともまだ省力化投資の動きには繋がっていないということなのか。人手不足は、建設業での建設投資にとってはマイナスになる。企業が、原料費の高騰などの影響もあるが、人手不足でビルや工場の建設を一部先送りするという話は依然として多くある。そもそも、人手不足は設備投資にプラスなのか、マイナスなのか。1つは需要面、1つは供給面の話で、時間軸によっても違うが、私の印象では、比較的短期で見ると、少なくとも今の局面ではマイナスの方が大きいのではないかという気がする。これについて、数字で示すことはできないだろうが、考えがあれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

1点目の消費については、勿論、家計調査が全部間違いだとも思っていないが、おっしゃったような授業料等の品目は結構振れが大きいので、そうしたものも振れの一因かもしれない。もう1点は、同じような品目を需要側と供給側で比べてみても、やはり需要側の家計調査の統計が弱いという感じがするので、やはりサンプルの問題もそれなりにあると思っている。

2点目の人手不足が設備投資にどのような影響を及ぼしているかについては、非常に難しいご質問である。われわれが聞いているところでは、省力化・省人化投資を進めようという企業の意欲が強いことは間違いない。建設では人手不足が設備投資にマイナスに効き得るということであるが、人手不足で設備投資がなかなか増えないということは言えるとは思いますが、それほど大きくマイナスに効くかどうかは、もう少しみてみないと分からない。ただ、私は、人手不足は設備投資に対して、全体としてはまだ若干プラスではないかという感覚を持っている。

石田委員

細かい点だが、家計調査でサンプル替えがあった場合、前年比を計算する時の前年実績は、前年のサンプルを使用するのか。

前田調査統計局長

そうである。

石田委員

そうすると、品目別にみても、例えば所得の低い階層がサンプルとして入ってくれば、家の修理や外食などが下がってくるということがあり得るのか。

前田調査統計局長

そういうことはあり得る。

石田委員

そうすると、家計調査の数字は分かりにくくなっているということか。

前田調査統計局長

家計調査は、元々振れの大きい統計なので、構造をみる場合には結構重要であるが、極く短期の動きをみる時には、注意しておく必要があると思う。

佐藤委員

企業マインドについては、先程の説明でも強弱混在している印象がある。確かに、QUICK短観やロイター短観では、最近若干弱めの動きをしており、最近の鉱工業生産の動きとも整合的な感じがするが、一方で、Markit社のPMIはこのところずっと強く、生産の動きと乖離がみられた。漸く生産が持ち直してきたので、Markit社のPMIに先行性があるのだろうとも思うが、過去のデータを見る限り、特段の先行性があるようにも見受けられない。その辺りの強弱の違いがどこから来ているのか、分かれば教えて頂きたい。

前田調査統計局長

日本銀行の短観では、企業収益をみて回答して頂くようお願いしているので、企業収益の実績がベースとなっている。QUICK短観やロイター短観ではそこまで細かく書いていないが、恐らく短観に準じて回答されていると思う。PMIは、色々な項目の合成で作られているが、1番ウエイトが高いのは新規受注であり、3割程度のウエイトを占めている。最近、新規受注がボトムアウトして戻ってきているので、ロイター短観や本行の短観などと比べれば、PMIは若干先行性がある——生産と比べるとそこまでの先行性はないが——傾向があると思う。従って、これが良くなっているので、期待も込めて、他のものも良くなってくれないかと期待してい

る。

佐藤委員

4月以降の半年位をみると、QUICK短観やロイター短観は弱めで、Markit社はその間ずっと強めなので、半年以上の先行性があるということか。

前田調査統計局長

半年以上も先行性はなく、1四半期程度だと思う。

佐藤委員

そうだとすると、このところの動きはややイレギュラーということか。

前田調査統計局長

いずれも数百程度のサンプル数なので、1～2四半期では色々な誤差や振れがあり、そこだけを見て、今回のみ誤差があるという訳ではないと思う。いずれにせよ、もう少しみてみないと分からないと思う。

4. 金融環境に関する報告(資料－5)

黒田議長

次に、金融環境について説明をお願いします。

内田企画局長

事前にお配りしている資料－5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1(2)の内閣府の消費動向調査では、消費税の影響が抜けたところで1度大きく落ちてその後は改善しているという姿に変わりはない。図表3(2)のESPフォーキャストで10月調査が出ている。調査時点が9月25日～10月2日で8月のCPIの数字を受けたものなので、下がるかと思っていたが、変わらなかった。10月調査では、消費税の影響を除くベースで、

例えば、2015年度は1.18%と9月調査の1.16%からむしろ上がっている。他もほとんど変わっておらず、変化なしという感じである。(3)のコンセンサス・フォーキャストは四半期に1度出るが、これもほぼ横ばいとみている。図表4の市場のインフレ予想は、(2)のインフレーション・スワップ・レートは、5年先5年は横ばいである。5年物と2年物は下がっている感じである。(3)のBEIはまた若干下がった。数字を申し上げると、新物価連動国債は、前回会合時点で1.171%であったものが1.066%、消費税の影響を除いたベースでは1.030%から0.931%と、また若干下がっている。因みに、これらの指標のピークは、(1)のQUICKは7月、(2)のインフレーション・スワップ・レートは、ものによって若干違うが、5年先5年では4月、5年物では6月から7月にかけて、2年物では、消費税を除くかどうかによるが、5月ないし7月と、夏頃が多い。BEIでは、生のデータでは6月、消費税を除くベースでは8月である。このように、大体7月、8月の夏場頃をピークに横ばいしないし若干落ちている姿である。

図表11の民間部門総資金調達は、8月の+0.9%から9月は+1.0%と0.1%ポイントだけ上がった。内訳のほとんどで9月の寄与度は8月と同じであるが、社債が、前回申し上げたとおり、若干マイナス幅を縮小してきており——四捨五入の関係で表面上は変わっていないが——、その影響によるものである。銀行貸出も、8月の+2.3%から9月は+2.4%とほとんど変わらない。1月頃からこの程度であり、ボリューム面では大体変わっていない。最後に、こうしたことを受けて、図表19のマネーストック、M2は+3.0%と、こちらも暫くこの水準で変わっていない。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

インフレーション・スワップ・レートの2年物が急激に下落しており、これは流動性などのテクニカルな要因が大きいとは思いますが、以前にも質問したことがあるが、来年10月の消費税率の引き上げに関して、従来に比べ見送り観測も出てきているように見え、そうすると5年先5年には影響しないが2年物には影響するということはある。2年物の大幅な下落にとっては僅かな寄与かもしれないが、幾分かはそのような観測が織り込まれ始めた可能性はないのか。

内田企画局長

数字を申し上げると、消費税を除くベースでは2年物は実は -0.25% とマイナスになっている。これは明らかに変なので、ここはマーケットがワークしていないとみられている。木内委員がおっしゃるような要素がどの程度入っているのかも、測れないほどマーケットが機能していないということだと思う。もっとも、今のところそこまで意識した声が聞こえてくるという状況ではない。ただ、この指標は使いづらいという感じがする。

Ⅲ. 「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

それでは、これから、金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に移る。執行部は政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を用意して頂きたい。

[事務局より資料配付]

内田企画局長

10頁で見通しの数字を確認させて頂くと、実質GDPの中央値は、2014年度が $+0.5\%$ で、前回7月時点の見通しである $+1.0\%$ から 0.5% ポイントの下振れとなった。2015年度は $+1.4\%$ で前回の $+1.5\%$ とほぼ変わら

ず、2016年度は+1.2%と前回の+1.3%とほぼ変わらずである。これまでのやり方では、0.3~0.5%ポイント程度の上振れ、下振れは、「幾分」を付けているので、「幾分下振れ」ということになる。

消費税率引き上げの影響を除くCPIは、2014年度が+1.2%で、前回7月調査時点の見通しの+1.3%とほぼ変わらず、2015年度が+1.6%で前回の+1.9%から0.3%ポイントの下振れで、これも下振れ幅が0.3なので、これまでどおり「幾分」を付け、「幾分下振れ」になる。2016年度は+2.0%で、前回の+2.1%からほぼ変わらずという数字である。

この数字を前提とした基本的見解案であるが、まず1頁で、消費者物価の前年比については、「当面現状程度のプラス幅で推移したあと、次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤から終盤にかけて2%程度に達する可能性が高い。その後、これを安定的に持続する成長経路へと移行していくとみられる」という数字感ではないかと思う。成長率の見通しについては、2014年度は今申し上げたとおりに下振れており、その理由は「駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから」として、「2014年度について幾分下振れている」としている。物価については、先程前田調査統計局長からあったとおりに足もとの商品市況の影響があるので、「2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの」とし、2016年度はあまり変わっていないので、「2016年度については概ね不変である」としている。政策のスタンスについては、前回と同じ文章を入れている。

以下、確認である。4頁の成長率見通しについては、今申し上げたとおりに、2014年度について「幾分下振れ」と書き、2015年度、2016年度については「概ね不変」としている。6頁の消費者物価の前年比については、先程申し上げたこととほぼ同じだが、「次第に上昇率を高め、見通し期間の中盤から終盤にかけて」という文章は1頁と同じで、その後は数字がそのようになっているので、「その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していくもとの、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移すると考えられる」と書いている。

2015年度については、「幾分下振れ」としている。8頁の第1の柱については、冒頭に申し上げたとおり、「見通し期間の中盤から終盤にかけて」として、「その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される」としている。リスクバランスについては、11頁の政策委員の見通し分布チャートを見て頂くと、GDPの方はちょうどバランスした感じになっているが、CPIの方は、中央値に比べて下が厚い形になっており、下方リスクが大きいという評価だと思う。これを受けて、9頁の第2の柱では、まず中心的な経済の見通しについて、「輸出の動向や消費税率引き上げの影響など不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる」としている。物価の中心的な見通しについては、「中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい」と、ヘッジを付けずに「下振れリスクが大きい」という書き振りにしている。金融政策運営については、先程の文章と同じである。以上である。

黒田議長

展望レポート案について、ご質問があればどうぞ。なければ、ここで5分間のコーヒブレイクをとりたいと思う。再開は10時12分でお願います。

(10時07分中断、10時12分再開)

IV. 金融経済情勢および当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、および次回決定会合までの金融政策運営について、1ラウンドで1人7分程度を目途に発言をお願いします。まず、岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

IMFの世界経済展望が7月、10月と2度に亘り成長見通しを下方修正したことにみられるように、前回会合以降、米国を除くと、海外経済についても日本経済についても、下振れリスクが高まっていると考えている。米国経済については、基本的には堅調な回復が続くとみているが、次に述べるように、欧州経済や新興国経済がもたつけば、米国経済へも何がしかの悪影響が及ぶと考えている。

ユーロ圏経済は、デフレに陥る確率が上昇していると思う。一部で景気循環的に回復している国もあるが、全体としてみると、輸出の減少が続いており、ユーロ圏経済を牽引してきたドイツ経済も、勢いが少し低下しているようにも思われる。また、消費者コンフィデンスも悪化が続いており、予想インフレ率も低下傾向にある。いずれにしても、デフレリスクが解消されない限り、ユーロ圏経済の回復が長続きしないリスクは小さくないと考えている。

新興国経済では、中国経済の成長率が今後7%前半まで低下すると思われる。ユーロ圏経済の停滞と中国経済の成長率の低下は、日本と中国以外の新興国の経済にもかなりの悪影響をもたらすのではないかと懸念している。最近の石油価格の急落は、こうした世界経済の下振れリスクの増大によって原油需要が減少していることや、シェールガスなどの供給増を反映したものであると考えている。

次に、日本経済については、海外発と国内発の双方の下振れリスクが増大していると考えている。量的・質的金融緩和は、需給ギャップを縮小し、さらにそれをプラスの領域に転換させる一方で、予想インフレ率を2%でアンカーさせることによって、2%の物価安定目標を達成・維持しようとするものであると考えている。しかし、このところ、需給ギャップと予想インフレ率について下振れリスクが増大しつつあり、見通し期間の中盤頃に2%の物価安定目標に達する確率は低下しているのではないかとと思われる。特に、その確率は、実際のインフレ率が1%すれすれで推移する期間が長引くと、予想インフレ率の低下を通じて、見通し期間の中盤頃に

2%の物価安定目標に達する確率が一層低下するのではないかと危惧している。

そこで、最初に、需給ギャップの下振れリスクが増大している点について述べたいと思う。第1に、これまで得られたデータからは、消費増税の実質所得低下による消費下押し圧力は、われわれが基本的シナリオで考えていたよりも大きいのではないかと考えている。第2に、内閣府の消費者態度指数は、4月の3%の消費増税時に落ち込んだ後、5月から改善基調にあったが8月に悪化に転じ、9月には8月以上の幅で悪化した。8月と9月の消費者態度指数の悪化は、全所得階層に亘っている点が特徴である。消費者態度指数の悪化の拡大は、家計が消費増税による実質所得低下の大きさを次第に感じ始めたことによるのではないかと思われ、今後の家計の節約志向を強めるのではないかと予想している。こうした要因から予想される消費の下振れは、今年度期待されている企業の設備投資に対してもマイナスの影響を及ぼすのではないかと思う。それから、輸出と企業収益は海外経済の動向に大きく依存しているが、基本シナリオからの海外経済の成長率の下振れは、輸出のみならず、海外現地法人の売上高の減少を通じて、製造業のマインドと今年度の経済を牽引すると期待されている設備投資の意欲に、マイナスの影響をもたらすと危惧している。

次に、予想インフレ率低下のリスクについて述べたい。恐らく、消費増税後、消費がなかなか回復しないことを表していると思うが、消費者態度指数が低下し、このこと自身が、消費者の今後の消費に対して下押し圧力として働き、実際の消費者物価指数の上昇を抑制するリスクがあると思う。各種の予想インフレ指標が今年の夏場頃から低下し始めたことは、消費増税後の消費の回復の遅れを反映して、実際のインフレ率が低下していることが原因ではないかと思う。わが国では、15年に亘ってデフレが続いたため、デフレマインドが非常に根強く残っており、どうしても予想インフレ率の形成は適応型になりがちである。このため、インフレ率が実際に低下すると予想インフレ率も低下してしまうという状況にある。エネルギー・食品を除いたコアコアインフレ率は、2月に0.8%まで上昇した後、

3月から低下に転じ、最近では0.6%で横ばいが続いている。これも、消費税増税後の消費回復の遅れにより、エネルギーや食品を除く財・サービスの価格の上昇が鈍っていることを示していると思う。すなわち、エネルギー価格の低下をはねのけてコアコアインフレ率が上昇することが重要だが、その勢いが少し鈍っているのではないかと思っている。

次に、原油価格の影響についてである。原油価格は、今後1バーレル80ドル前後で推移するのではないかと予想しているが、原油価格の低下は、当分の間、インフレ率の下押し圧力として働く。先程述べたように、日本ではインフレ率が物価安定目標である2%にアンカーされていないため、実際のインフレ率の低下が予想インフレ率の低下をもたらすリスクが小さくない。確かに、原油価格の下落は、中長期的には景気にプラスでありコアコアインフレ率を引き上げる要因である。しかし、中長期的にプラスであるといっても、その期間が半年以上に亘るといことも考慮する必要があると思う。さらに、原油価格の下落が、世界経済の下振れリスクの増大を主因の1つとしている可能性もあることを考えると、世界経済の下振れ自体が、わが国の物価引き下げ要因になると思う。10年物の新物価連動国債のBEIは、7月初に消費増税の影響が剥落し大きく低下したあとも低下傾向が続き、10月に入ってから低下速度はむしろ増しており、最近は、予想される消費税再増税の影響を除くと1%割れの水準で推移しているという状況である。

以上のことから、実際のインフレ率が1%を下回るリスクが高まっていると思う。実際のインフレ率の低下とそれに伴う予想インフレ率の低下は、今年の実績のボーナスや来年4月以降の所定内給与改訂に対して、下押し圧力として作用することは免れないと思う。その結果、これまで順調に推移してきた所得から支出への好循環が崩れるリスクを考慮しなければならないと思う。この好循環が崩れると、これまで着実に進んできたデフレマインドからインフレマインドへの転換が遅れ、実際のインフレ率の低下が予想インフレ率を低下させ、それがさらに実際のインフレ率の低下を招くという悪循環に陥るリスクが、無視できないと思う。

従って、金融政策については、経済・物価情勢の下方リスクに対応して追加緩和すべき時であると考えている。追加緩和は、以上で述べたように海外発や国内発の物価下押し圧力をはねのけて、需給ギャップの改善速度を高めつつ、予想インフレ率をできるだけ早く2%の物価安定目標と整合的な水準まで引き上げることによって、2%のインフレ率を見通し期間の中盤頃までに実現するために十分な大きさの追加緩和である必要があると思っている。2%の実現時期が基本シナリオから後ずれするリスクが大きいと思われる現在、日本銀行が後ずれリスクに対して適切な対応を取らなければ、日本銀行の金融政策に対する信頼性が大きく低下すると危惧している。日本銀行の2%の物価安定目標に対するコミットメントが疑われると、これまで物価と実体経済の両面で成果を挙げてきた量的・質的金融緩和の効果が、大きく削がれると思う。従って、現在は、改めて日本銀行は、見通し期間の中盤頃までに2%を実現することにコミットしていることをマーケットや企業・家計に向かって明らかにすべき時であると考えている。そして、そのコミットメントの強さを裏付けるだけの金融緩和を実施すべき時であると考えている。

こうした追加緩和は、ベネフィットよりもコストの方が大きいと思われるかもしれない。しかし、2%の実現と2%で安定する時期が遅れば遅れるほど、日本銀行の2%物価安定目標達成へのコミットメントが疑われ、量的・質的金融緩和の効果は著しく損なわれる。そのような事態に陥ると、日銀はさらに長期に亘って資産購入を続けなければならなくなり、量的・質的金融緩和のコストはむしろ増大すると思う。従って、これまでの基本的なシナリオが想定した期間内に2%を実現する確率を、追加緩和によって高めることは、ベネフィットがコストを上回ると考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

はじめに、経済・物価情勢について、ポイントを絞って述べたい。実体経済については、家計・企業の両部門において、所得から支出へという前向きの循環メカニズムが働き続けるかという点がポイントだが、目先は生産面で弱さが残るものの、両部門とも良好な所得環境のもとで、個人消費や設備投資は堅調さを維持するとみられることから、家計部門、企業部門ともに所得から支出への前向きの循環メカニズムが働き続けるだろうとみている。このため、わが国経済は、見通し期間を通じて、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けると思う。2014年度の成長率は下方修正となるが、実体経済についての基本的なシナリオは、7月の中間評価から変えていない。

次に、物価情勢だが、その基本的背景となるのは、第1にマクロ的な需給バランスと、第2に予想物価上昇率やその人々の経済行動への影響である。まず、マクロ的な需給バランスについては、労働需給は着実にタイト化が進んでいるほか、設備の不足感も強まってきている。また、先行きは、潜在成長率を上回る成長が続くもとで、需給バランスはプラス基調が定着、拡大していくため、この面からの賃金・物価への上昇圧力は着実に強まっていくだろうとみている。次に、予想物価上昇率については、足もとの関連指標は区々の動きだが、昨年4月のQQE導入以降、全体として上昇しているのは間違いないと思う。また、今春の賃金交渉では物価上昇を理由とした賃上げ要求が行われ、多くの企業でベアが実施されるなど、人々の行動も変わってきていると思う。従って、ここまではわれわれの想定どおり、経済・物価情勢は展開してきたし、QQEは所期の効果を発揮してきたと言えると思う。

この先の物価を見通すうえでの問題は、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや最近の想定を超える原油価格の大幅な下落——これには、海外経済の下振れ懸念も影響していると思う——が、物価の下押し要因として働いていることである。勿論、駆け込み需要の反動は全体として和らいできているし、原油価格の下落は、わが国に交易条件の改善をもたらす

いわばボーナスであり、やや長い目でみれば経済活動や物価の押し上げ要因となるはずである。しかし、短期的には、これらは物価の下押し要因として働いてしまう。実際、消費者物価は1%台前半で推移してきたが、本日公表の9月の前年比は+1.0%まで伸び率が縮小した。現在の原油価格を踏まえると、これまでの想定よりも目先の物価のパスが下振れる可能性を念頭に置かざるを得ないと考えている。

わが国経済は、デフレマインドを転換し、低位にある予想物価上昇率を2%に向けて引き上げていく過程にある。こうした局面では、予想物価上昇率の形成は、実際の物価上昇率の動きに大きな影響を受けると考えられる。従って、ここで物価上昇の足踏みが長引いてしまうと、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換の動きを弱めてしまうばかりでなく、逆回転を始めてしまうリスクがあると思う。そうなると、成長期待の下振れを通じて、企業や家計の支出行動の抑制に繋がり、实体经济を下押しすることにもなりかねない。物価安定目標の実現には予想物価上昇率の高まりが不可欠であるだけに、このリスクは決して無視できるものではないと思っている。デフレから脱却できるかどうか、QQEの成功がかかった極めて重要な局面を迎えていると思う。

また、先程見通し計数の報告があったが、2015年度の中央値は1.6%と、2年程度の期間で2%を実現できない可能性を示唆している。これまでわれわれは、上下双方向のリスク要因を点検し、2%の物価安定目標を実現するために必要になれば、躊躇なく調整を行うと約束してきた。今回の物価見通しを示したうえで調整を行わなければ、われわれのコミットメントへの信頼は崩れ、これまで積み上げてきたQQEの成果も水泡に帰してしまう可能性があることも、自分としては看過できない。

こうした状況を踏まえると、ここで量的・質的金融緩和を拡大し、实体经济とマインドの好転トレンドをしっかりと下支えし、後押しすることが必要不可欠だと思う。また、デフレマインドの転換が遅れ、再びデフレの悪循環に後戻りするリスクを未然に回避するためには、リスクが顕現化してからでは手遅れなので、最大限の効果を発揮し得るタイミングを逃さず

preemptive に実施しなくてはならないと思う。また、規模的には、piecemeal と受け止められないよう、人々のマインドに強く働きかけるため、リスク量や副作用を勘案のうえ、可能な限り大きな規模を目指すべきである。

具体策については、オペレーションの実現可能性も踏まえ、執行部からの意見も聞きたいと思うが、例えば、マネタリーベースは年間約 80 兆円の増加ペースにする、それを実現するために、長期国債の買入れについては 30 兆円追加して年間 80 兆円保有残高を増やす、また、ETF や J-REIT についても思い切って例えば 3 倍にする、といったことが考えられるのではないかと考えている。なお、長期国債の買入額を大幅に増額する場合、イールドカーブ全体に金利低下を促すという狙いに変わりはない。また、本日金融市場局からの説明にもあったように、短中期ゾーンの金利が大きく低下する一方で、やや長めのゾーンの金利は相対的に高めであることなどを踏まえ、短国買入とのバランスや買入れの平均残存期間なども併せて考える必要があると思う。こうした面で柔軟性のある買入方針にして、金融市場局のデスクが市場の状況に応じたオペ運営ができるような配慮が必要だと思う。

われわれは、昨年 4 月、2% の物価安定の目標を、2 年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現するため、QQE を導入した。2 年程度というのは、元々ある程度幅を持たせた表現であるが、先程の内田企画局長からの説明では、現在の原油価格を前提にすると、「見通し期間の中盤から終盤にかけて 2% 程度に達する可能性が高い」という表現になることであった。しかし、今回 QQE の拡大を行い、その効果を物価見通しに織り込めば、「見通し期間の中盤頃、すなわち 2015 年度を中心とする期間に 2% 程度に達する可能性が高い」という、これまでと同様の表現となるのではないか。また、われわれのデフレ脱却に向けた揺るぎない決意を示すため、2 年程度の期間を念頭において、できるだけ早期に 2% を実現するという考え方には、些かも変わりはないことをしっかりと説明していく必要があると思う。

繰り返しになるが、量的・質的金融緩和が成功し、わが国経済が長年続いたデフレから脱却できるか、重大な局面を迎えていると思う。「国民経済の健全な発展に資する」という日銀法に定められた理念に沿って、物価の安定というわれわれの使命を果たしていくうえで、何がわが国の経済社会の将来に対して自分達がなし得る最善の貢献かということを経考した結果、大変難しい判断であったが、このタイミングを捉えて追加措置をとることが適当との結論に至った。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、本年7月中間評価時点と比べた経済環境の違いとして、3点指摘する。第1に、足もとでは一部に一服の動きがみられるが、7月頃から原油価格を中心に幅広い商品価格が下落していること、第2に、欧州と中国等の新興諸国の経済が減速気味であること、第3に、FRBの金融政策正常化に向けた市場の思惑が交錯する中で、エボラ出血熱感染の拡大や地政学的リスクもあって、世界の金融資本市場の変動が激化していることである。以下、これらの変化を踏まえた私の経済・物価見通しをご説明する。

2014年度の経済成長率については、私の見通しは元々政策委員の中央値対比で慎重だが、今回はさらに下方修正をした。主因は、個人消費の下振れであり、7月時点では、消費税率引き上げ後の消費の反動は想定内との企業の見方が多く聞かれていたが、実際には予想を超える反動減となったこと、8月以降も回復がもたついていることである。この背景には、天候要因のほか、実質所得の低下や資産効果が振るわないことも影響している。すなわち、①昨年7月から実質所得が低下する中、消費税率引き上げによって恒常所得が永続的に低下したことで低所得者層を中心に負担感が強まったこと、②名目賃金上昇による貨幣錯覚が時間切れとなりつつあること、③株価の変動が大きいことなどが影響したと考えられる。また、

消費の基調についても、底堅いとはいえ、そもそも消費税率引き上げ前から脆弱であったことは、例えば、サービス消費が1年以上も前から低迷していることから明らかであった。この点は、サービス消費が消費税率引き上げ前後で一貫して上昇を続けた1997年当時とは状況が大きく異なる。こうした点を懸念して、私は本年1月から4月にかけて、対外公表文に示す景気の下振れリスク要因として、海外経済要因だけでなく国内の雇用・所得環境の改善ペースも明記すべきだと主張してきた。結果として、私が指摘したリスクが顕在化したかたちとなり、日本銀行の見通しが甘かったと認めざるを得ない。足もとの消費は回復しつつあるが、駆け込み前の水準に戻るのは、来年1～3月頃とみている。輸出についても、私は元々慎重な見方のうえに下振れリスクが高いと判断してきたが、そのリスクが顕在化したため下方修正を行った。しかし、輸入も下方修正したため、貿易収支は幾分の低下にとどまるとみている。

2015年度の経済成長率については、1%をやや超えるとみているが、7月時点よりも消費を中心に幾分下方修正した。これは、雇用者所得、 $W \times L$ の伸び率が、2014年度より緩やかになると判断したからである。その理由として、①本年度の企業収益の伸び率が前年を下回るため、2015年度の正社員の賃金上昇率が然程伸びない可能性があること、②ミスマッチを除いた失業がほぼ解消していることから、さらなる雇用拡大が難しくなりつつあること、③新規雇用者は短時間労働を選択する女性や高齢者が多いため、追加的な労働時間が減少傾向にあること、④現在の雇用改善は非正規労働者が中心なので、生産性が伸びにくく賃金上昇率が限定される一方で、生産性が高く賃金上昇率が高い製造業では正社員が減少を続けていること、⑤今のところ家計の将来の所得期待が高まる傾向が確認できていないことなどを指摘しておく。

なお、潜在成長率については、現在0%近くまで低下しているが、それはTFPの伸び率の低下のほか、人手不足による新たな経済活動機会の喪失、すなわち成長制約が、建設、外食、小売、運輸、観光等で顕在化していることも影響したとみている。しかし、2015年度以降は、企業による

能力増強および労働節約的な設備投資によって資本ストックや生産性の改善が期待できること、および企業間の再編、淘汰が進むにつれ労働力の再配分が促されることで、次第に潜在成長率は上昇していくとみている。また、政府による女性の雇用促進を目指した税制・社会保障制度の見直しが迅速に実施されれば、成長制約の緩和に寄与するとみている。以上のように、潜在成長率が上昇するもとで、経済成長率は、2014年度は潜在成長率をやや上回る程度、2015年度は反動からの戻りから大きく上回り、2016年度は少し超える程度で推移するとみている。

次に、物価についてである。2014年度のコアCPIの見通しは、7月時点よりも幾分引き下げた。その理由として、①需給ギャップの改善ペースがより緩慢になると見込まれること、②過去2回の決定会合で主張したように、中長期の予想物価上昇率が、本年8月頃から低下または横ばいの指標が多く、実際の物価上昇率も下落していることから、直ちに上昇に転じるとは考えにくいこと、③足もとでは円ベースでも商品価格が大幅に下落しており、ラグを伴ってCPIに反映されると見込まれることなどを指摘する。つまり、CPI上昇率は、暫くの間、1%前後で推移した後、2015年度前半にかけて再び上昇傾向をたどるとみており、上昇に転じるタイミングを従来より1四半期ほど後ずれさせている。2015年度以降の物価上昇率についても、7月時点よりも1四半期ほど後ずれさせており、見通し期間の終盤に2%に達し、その後は2%程度で安定的に持続する経路へと移行していくとみている。また、来年2回目の消費税率引き上げが実施されると仮定すると、2016年度はその反動後の時期にあたるので、消費税の影響に然程左右されることなく、予想物価上昇率が2%程度でアンカーされているかどうかを確認するには、適切な時期だと言える。なお、以上の私の物価見通しは、基本的見解（案）よりも慎重だが、主な違いは、需給ギャップの改善が賃金上昇をもたらすペース、さらには物価上昇へと波及するペースについて私の見方が慎重な点にある。この背景には、少子高齢化が進むわが国では、潜在的需要がそもそも旺盛ではないため、他国のように需給ギャップの改善が必ずしも直ぐにインフレ圧力をもたらす

訳ではないとみていることがある。

経済・物価のリスク要因については、従来同様、幾分下方に傾いていると判断している。経済の下振れ要因としては、第1に、実質所得の低下と家計マインドの悪化が消費を抑制するリスクについて、引き続き注視している。第2に、世界経済の不確実性の高まりと国内の景気回復のもたつきによって、輸出や設備投資が下振れるリスクを意識している。第3に、成長戦略の実行や企業努力が着実に進展しない場合は、企業・家計の中長期的な成長期待が上昇していかないリスクがあるとみている。他方、物価の下振れ要因としては、企業・家計の中長期的な予想物価上昇率が伸び悩みリスクがある。特に、家計の予想物価上昇率がほぼ横ばい、企業の予想物価上昇率も自社販売価格について上昇幅が低下している点が懸念される。また、フィリップス曲線の傾きについても、企業の価格転嫁が進みステープ化していくには時間がかかるとみている。

以上を総括すると、足もとでは、わが国の物価動向については懸念される状況が生じているように思う。すなわち、物価上昇率が低下する中で、予想物価上昇率は、足もと横ばいなし低下を示す指標がみられており、これが直ぐに上昇に転じるとは考えにくい状況となっている。また、政策委員の見通し中央値が、2015年度については7月時点見通しの1.9%から1.6%へ下方修正となっている。このため、私の見解とは異なるが、日本銀行がこれまで主張してきた「見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」との中心の見通しの蓋然性が低下している。

これまで黒田総裁は、「2年で2%」を強力なコミットメントと呼び、同時に、2015年度に2%程度を達成できる、2%目標の達成が困難となる場合には躊躇なく必要な措置をとる、と説明してきているだけに、新たなアクションを伴わなければ、日本銀行がコミットメントを反故にしたと誤解されるリスクが高いと思われる。つまり、日本銀行の信認が疑問視されることにでもなれば、2%および私自身の見通しの実現自体も難しくなるので、この際、追加緩和を検討し、日本銀行の信認を守ることを優先させるべきだと思う。この点は、後のセッションで詳しく議論したいと思う。

以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

経済・物価情勢の現状認識から申し上げる。海外経済、国内経済とも、前回会合と基調判断に大きな変化はない。海外経済では、米国経済が各種指標から堅調な回復が確認できたほか、懸念されてきた欧州経済、中国経済も一段と悪化する兆候はみられなかった。こうした中で、原油価格は大きく下落してきており、その意味合いについては、後程詳しく述べたい。

わが国経済については、生産面を中心に弱めの動きがみられているものの、緩やかな回復という基調に変わりはない。駆け込み需要の反動減の影響については、全体として徐々に和らいできている。もともと、耐久財消費の反動減の影響がやや長引いている点は、留意が必要であると認識している。この間、雇用・所得環境は引き続きしっかりしており、景気の前向きな循環メカニズムは維持されている。物価については、原油価格下落の影響もあり、コアCPI指数は1%程度の水準で推移している。

続いて、展望レポートについて申し上げる。経済・物価の2016年度までの中心的な見通しとそのメカニズムについては、執行部の原案に基本的に違和感はない。今回の見通しでは、これまで私自身が想定してきた弱めの輸出と、経済の供給面の改善を背景とした消費主導の回復、そして緩やかな円安と株高の進行の想定を基本的に維持するとともに、夏以降の原油価格下落の影響を明示的に織り込んだ。原油価格下落により、实体经济には、企業収益、家計の実質所得の両面から、プラスの影響を及ぼすと考えている。これは消費増税の反動減の影響が長期化するリスクや、海外経済の下振れ懸念を幾分か軽減する役割を果たす。一方で、物価に対しては、当面、エネルギー関連品目に対する明確な下押し圧力となる。原油価格が、仮に現時点近辺の水準を出発点として、世界経済の成長ペースに合わせて

緩やかに上昇していく姿を仮定すると、前年比でみた物価上昇率への下押し圧力は、来年夏頃まで継続するとみられる。その間のコアCPI指数は1%前後の伸び率で推移し、2015年度後半にかけて伸び率を高めていく可能性が高い。

以上の結果、物価見通しは、7月の中間評価対比でみて、2014年度、2015年度について、明確に下振れることとなった。そして2016年度については、前回見通しと変わりはない。つまり、2%目標に到達する時期は、2015年度の終わりから2016年度初め頃になると予想される。また、成長率見通しは、駆け込み需要の反動の影響や輸出の弱めの動きなどから、2014年度については幾分下振れるが、2015年度、2016年度については前回と変わりはない。リスクバランスについては、海外経済の下振れ懸念、消費増税の影響、中長期の予想インフレ率の動向を巡る不確実性などから、経済、物価ともリスクは下方に厚いとみている。

以上の経済・物価見通しとリスクバランスを踏まえ、金融政策に対する意見を申し上げる。重要な論点は、景気の前向きな循環メカニズムが維持される中で、物価見通しが今年から来年前半にかけて下振れることをどのように考えるかである。この時期は、企業が前向きな事業計画を実施し、また来年度へ向けた賃金交渉を検討し、実行に移す大変重要な時期である。その時期に、たとえ短期的とはいえ、実際の物価上昇率に下落圧力が強まることは、過去の実績にインフレ予想が比較的強い影響を受けるわが国においては、これまで着実に進んできた人々のデフレマインドの転換、あるいは中長期の予想インフレ率の改善を遅らせるリスクがある。また、それに加えて、先程申し上げたように、リスクバランスは経済、物価とも下方に厚いと考えている。

以上を総合して考えると、今回、経済・物価見通しを点検したこのタイミングで、現行の緩和政策を拡大し、本行のデフレ脱却に向けた強い決意を示し、できるだけ早期、具体的には2015年度を中心とした時期での2%目標の実現を目指していくことが適切と判断する。具体的には、先程中曾副総裁からも言及があったが、マネタリーベースの年間増加ペースを、例

例えば 10 兆～20 兆円拡大して約 80 兆円とし、資産買入れについては、現在の短期国債市場の需給逼迫状況も考慮し、長期国債買入れを 30 兆円追加して約 80 兆円とし、併せて買入れの平均残存期間も延長することが必要と考える。また、ETF や J-R E I T の買入れについても、市場規模やリスク量などを勘案して、思い切って拡大してはどうかと思う。長期国債買入れの平均残存期間ならびに ETF、J-R E I T の拡大規模に関するフィージビリティについては、執行部の見解を尋ねたい。

緩和の拡大策に伴って、もし仮にこの政策が実施される場合、幾つかの留意点ないしポイントを述べたい。第 1 に、もし今回の措置が決定されれば、長期国債の買入れは相当規模拡大されることになるが、目的は、イールドカーブ全体の金利低下を促すことであり、毎月のオペレーションは、金融市場の状況に応じて、柔軟かつ機動的に運営することが重要である。仮に、年間 80 兆円の増加ペースとすると、月々の買入額はかなりの幅をもって柔軟に運営していくべきものであり、例えば、年ベースでみて上下 5 兆円程度のアローワンスは十分容認されてしかるべきと考える。買入れの平均残存期間についても、十分に幅のあるかたちで運用していくべきものとする。

第 2 に、今回の措置を実施する場合には、来年のバランスシート見通しを公表しない方が望ましいと考える。今回の措置は一段と強力であるが故に、透明性よりも柔軟性をより重視すべきであると思っている。仮に、1 年間の見通しを発表し十分な注釈をつけても、市場は公表された数値を規定路線の操作目標として受け止めがちであり、われわれの政策運営の柔軟性が損なわれる可能性が高い。期限を予め定めない、いわゆるオープンエンドの枠組みであることは、同時に、毎回の金融政策決定会合において柔軟に修正可能であることを含意している。

第 3 に、今回の緩和提案が実現した場合の政策効果であるが、今回の措置により、イールドカーブ全体に金利低下圧力をかけ、また資産価格にも強気に働きかけることで、金融環境は一段と緩和的となり、企業収益や雇用・賃金の改善をさらに後押しすることが期待できる。景気の前向きな循

環メカニズムが維持され、経済の供給サイドの改善も着実に進む中で今回の緩和措置の拡大は、実体経済に対して、これまで以上にしっかりとした効果を発揮していくと期待できる。

第4に、それと関連して、今回の措置が実現されると、私自身は、景気の改善を伴うバランスの取れたかたちでの2%目標の実現は、2015年度の後半の時期に十分可能であるとみている。実際、来年夏場以降の物価上昇率は、原油価格下落の前年の裏がはけるかたちで、上昇ペースが速まっていくとみており、そうなれば、年度下期に、2%目標の安定的な達成が十分に視野に入ってくる。従って、今回の措置が実行されれば、具体的な出口戦略の議論、例えばどのようなペースで国債買入れのアクセルを緩め、どのようなシークエンスで金利政策に移行していくかといった議論も、2015年度下期に開始できる可能性が相応にあるとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、金融経済情勢であるが、実体経済面では、海外、国内とも前回会合以降大きな変化はないとみている。海外経済については、米国は、7～9月の実質GDP成長率が市場予想を上回るしっかりとした結果となった。個人消費については、やや市場予想を下回ったが、先行きは良好な雇用環境を背景に、民間需要を中心に回復テンポが高まっていくとの見方に変わりはない。

欧州は、成長モメンタムの鈍化を示す指標もみられるが、一段と悪化していく様子は窺われない。引き続き、ECBによる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か、よくみていきたいと考えている。

中国については、7～9月の成長率は前年同期比+7.3%となり、安定成長を続けている。ただし、一部で貿易統計の水増しの可能性が指摘されており、引き続き多方面から関連統計をよく吟味し、実態の正確な把握に

努める必要があると考えている。その他の新興国についての見方も変化はない。足もとは全体として成長の勢いを欠く状態が続いているが、先行きは、米国経済加速の波及効果を受けるN I E s等を中心に、徐々に持ち直していくとみている。

わが国の景気については、消費増税後の景気の持ち直しが想定より2～3か月程度遅れているとみているが、基本的には緩やかな回復が続いているとみている。消費面では、9月の小売業販売額や全国百貨店売上高がしっかりと改善するなど、耐久財以外の分野では駆け込み需要の反動の影響が和らいできている。8月の機械受注や9月の実質輸出も増加しており、設備投資や輸出もこれまでの見通しに沿って増加基調が続く、ないしは緩やかな増加に向かっていくとみている。一方、生産については、弱めの動きが続いているが、9月単月では増加し、10、11月の予測指数も比較的しっかりとした数字となっている。自動車の在庫水準が依然として高い状況には留意が必要であるが、在庫調整の進展につれ、先行きの生産は緩やかな増加に復していくとみている。

物価については、9月のコアC P I前年比は前月から0.1%ポイント低下し+1.0%となった。これからも、原油価格の下落が下押しに効いてくると考えている。原油価格の下落は、交易条件の改善を通じて中期的にはわが国経済に対しプラスに作用する面もあるが、足もとの価格水準を前提に考えると、そうしたプラスの効果を勘案してもなお今年度下期から来年度前半にかけて、物価上昇ペースを減殺する方向に効いてくる可能性が高いとみている。その一方で、企業の価格設定スタンス面では、非製造業の仕入価格判断D Iと販売価格判断D Iのギャップは依然として大きく、利鞘面でスクイーズされた会社が多いことには変わらない。このパイプラインの中に存在する潜在的な値上げ圧力がどのように顕現化してくるのかは、景気動向に依存すると思うが、先行きの物価上振れ要因となる可能性もあると考えている。この間、わが国の金融環境については、引き続き緩和した状態にあるとの見方に変わりはない。

次に、展望レポートであるが、経済情勢の中心的な見通しとして、「基

調的には潜在成長率を上回る成長を続ける」、物価については、「見通し期間の中盤から終盤にかけて2%程度に達する可能性が高い」とする基本的見解（案）の表現で問題ないと考えている。私自身の見通しについては、消費増税後の反動減の大きさなどを踏まえ、今年度の成長率を下方修正させたほか、物価については、先程述べた原油価格下落の影響を織り込み、今年度と来年度の伸び率を下方修正している。この結果、2%に達する時期についても、7月時点の見通しから後ずれし、来年度終盤を展望している。昨年4月のステートメントにある「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」という文言との関係では、元々2年という期間についてはある程度の幅を持って捉えるべきものであり、また、時間は少々かかるとしても、基本的に2%に向けたトレンド線に乗っている状況に変わりはないと考えている。

最後に、金融政策について申し上げる。量的・質的金融緩和については、マネタリーベースの積み上げが予想インフレ率の上昇に繋がっていくメカニズムは、依然としてはっきりしている訳ではないが、少なくとも、これまでは実体経済の改善や物価上昇という結果を得てきたことは確かだと思う。しかしながら、現行の政策は、長引くにつれ、金利については下押し圧力をさらに強めていくものの、実体経済や物価に対する限界的な押し上げ効果は弱まっていくのではないかとみている。このため、そろそろ量的・質的金融緩和のもとで積み上げたマネタリーベースの残高効果を活かしつつ、今後の具体的な政策について、見直しを検討する時期に差しかかっているのではないかと考えている。また、当面、現行の政策を継続するにしても、政策の柔軟性を確保するため、来年以降のマネタリーベースおよびバランスシートの年末残高の見通しを示さない方が良いと思う。現行のオペレーションについては、金額や時期、銘柄などあまりにも事前に明示され、定例化され過ぎていると思う。やり方を見直し、より市場の状況に応じ、各月の買入額や買入対象、入札のやり方なども含め、執行部においてより柔軟な運営が可能となるよう、自由度を高めることが必要と考える。一方、政策委員会としては、会合間に実施したオペレーショ

ンの結果報告を受け、必要な事項があれば次の会合間のオペレーションに反映していく形式とすれば良いと思う。これまでの慣行、やり方を変更することは、本行内での種々の準備と市場への周知徹底が必要となるが、しっかり対応することを願うところである。

当面の金融政策運営としては、金融市場調節方針、資産買入れとも、現在の方針を継続することが適当と考える。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについて、世界経済は、堅調な回復基調をたどる米国に対し、欧州、新興国の減速から先行きに慎重な見方がみられる。もっとも、こうした慎重論は、この夏場までの市場の過熱の反動といった側面があること、また牽引役である米国の企業収益見通し自体は堅調であること、さらに足もとのエネルギー価格の低下が消費国の経済にプラスに働くことから、先行きは見通しの若干の下方修正はあっても、大幅な減速や後退局面入りとはならず、やや長い目でみれば、緩やかながらも成長経路は保たれるとみている。

こうした中、国内経済の現状と先行きについて、足もとは消費税率引き上げによる駆け込みの反動の影響が、一部の耐久財消費に残り、輸出・生産にも幾分弱さが残る。もっとも、消費や投資を支える家計・企業マインドは、弱めの経済指標のわりに底堅く、そのうえ逼迫の度合いを強める雇用環境のもとで賃金の改善傾向が明確になるなど、雇用・所得環境は堅調で、回復のメカニズム自体はしっかりと維持されているとみている。景気動向指数の一致指数の動きなどから、足もとは景気後退局面との見方も一部にあるようだが、後退局面に特徴的な企業収益見通しや設備投資計画の急激な下方修正、家計・企業マインドの腰折れ、生産計画の一段の下方修正といった兆候はみられず、実体はむしろ逆であることから、後退仮説は

棄却できると思う。

先行きは、足もと弱めの動きが続く輸出について、自動車をはじめとする製造業の生産拠点の海外移転の流れはなお続くと見込まれる。世界経済が緩やかな回復に復するもとでも、輸出は構造的な下押し圧力を受け続け、それに応じて国内生産の回復ペースも極めて緩やかなものにとどまる公算が高い。もっとも、やや長い目でみると、かつ非製造業を含めれば、労働力と資本ストックという資源の稼働状況は、労働力人口の減少のもとで先行き逼迫の度合いを強め、潜在的には、これまでの維持・更新投資に代わり、能力増強や省力化投資が出やすい地合いとなっている。また、企業にとって人手不足による賃金上昇は、単にマージン圧迫要因であり、経営の持続性確保のためには、設備投資により生産性の向上を図らざるを得ない状況にある。足もとは、人手不足を契機に企業が生産性向上により注力するか、あるいは然程の生産性向上をみないまま、マージン圧迫により徐々に退出を迫られていくか、その岐路にあるように思われるが、賢明な企業経営者は必要な手を打ちつつあるものと期待感をもって見守っている。

消費に関しては、2015年10月に予定されている次回の消費税率引き上げは、確かに可処分所得、消費の圧迫要因であり、前回ほどではないにせよ、相応の駆け込み需要と反動減を誘発する可能性がある。従って、その影響について楽観は禁物であろう。もっとも、消費増税による家計から政府への所得移転は、長い目でみれば、家計に還元され得ること、また持続的な財政基盤、ひいては社会保障基盤の確立が家計・企業のコンフィデンスに及ぼすプラス影響を期待できる面もあることから、全体としての影響については、短期的な消費の振れに左右され過ぎることなく、大局的な見地からみていく必要があると思う。

以上のことを踏まえて、私自身の国内景気見通しは、2014年度に関しては、4～6月期の反動減の規模を踏まえ、相応の下方修正としたものの、2015～2016年度に関しては、均してみれば潜在成長率を上回るペースの成長を続けるとみている。

物価について、目先の消費者物価コアの前年比上昇率は、エネルギー価格の下落を映じて幾分軟調に推移する可能性が高いと思う。やや長い目でみても、先に述べた内外経済の見通しから、物価押し上げの力は引き続き緩やかと想定され、私自身の見通しは、2014年度については、目先の原油価格下落等による伸び率低下の予想を織り込んだほか、2015～2016年度についても、先程執行部の示した政策委員見通しの中央値より幾分慎重にみている。もっとも、人々の中長期的な予想物価上昇率については、量的・質的金融緩和導入後のこの1年半の企業や家計の行動様式の変化をみると、依然として2%を前提としたものになっているとは言いがたいものの、デフレ期との比較では、上方への変化が生じていると定性的に考えている。

先程執行部から説明のあった展望レポート（基本的見解）のドラフトについては、細部について幾つか改善の提案を事前にコメントした。採用されなかった箇所について若干の意見はあるが、反対するほどのことでもないので、呑み込むこととしたい。もっとも、ドラフトの結論部分である物価見通しの記述に関しては、私自身の見通しとの関係で同意できないので、後程修正案を議案として提出したい。

最後に、金融政策については、量的・質的金融緩和の効果は資産買入れの進捗とともに累積的に強まっていることから、日本銀行としては、これまで同様、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」かつ物価安定の目標の実現に必要な時点までこれを着実に進めていくことで良いと思う。従って、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。個人的には、量的・質的金融緩和は大胆な資産買入れで人々の予想形成に訴えかける一種のショックセラピーと理解しており、実際に1%台前半の消費者物価上昇を1年近くみたことで、その成果について積極的に評価すべきと考える。

先行きについては、「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これを継続することにもコミットしているが、何度も申し上げるように、「必要な時点」は、私の解釈では、

実際に消費者物価が2%をつけることでは必ずしもなく、幅広い経済主体が2%程度の物価上昇を前提に行動するよう、人々の中長期的な予想物価上昇率が re-anchoring される見通しとなる時点であると思う。消費者物価指数そのものは、原油価格動向など様々な外生要因で変化するので、金融政策運営に当たっては、消費者物価の基調を重視すべきである。仮に、人々の行動様式が着実に望ましい方向に向かっていると定性的に判断できるようになれば、量的・質的金融緩和はその役割を十分に果たしていると評価して良いと考えている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済の成長が米国経済1つに強く依存している現在の構図には危うさを感じるが、世界経済の失速リスクが高まっているとまでは考えていない。足もとでの株式市場の不安定な動きは、世界経済には、当面、悪影響をもたらすかもしれないが、一方、足もとでは商品市況の下落と長期金利の低下が同時に生じており、株価変動のマイナスの効果にはやや遅れるものの、いずれ世界経済にプラスの効果을及ぼすと考える。こうした一連の価格の動きは、潜在成長率など世界経済の実力について、従来は楽観的過ぎた期待が現実に即して修正され、新たな均衡点を模索している動きと捉えることもできる。

弱さが目立つユーロ圏経済については、リーマン・ショック後3度目のディップに陥った可能性が高まってきたと思う。ただし、金融・為替環境は概して良好であり、またストレステストの結果公表も金融システムの信頼回復に貢献することなどを踏まえると、深刻な後退リスクはなお小さいと考える。

中国では、不動産市場の需給悪化に加えて、第2次産業から第3次産業へと産業構造の重点を移していく中、生産性上昇率、潜在成長率が着実に

低下傾向にある。こうした傾向が続けば、生産設備の過剰問題がいずれ一段と深刻化し、長期に亘って物価下落圧力を生じさせ、世界のディスインフレ傾向を促す可能性も考えられる。

国内経済は勢いを欠く状況が続いているが、個人消費が増税前の駆け込みの反動の影響を徐々に脱する中、経済は緩やかに持ち直す方向とみている。他方で、今後の持ち直しペースについては、市場の期待を下回る可能性を引き続きみているが、それは、増税や世界経済の下振れといった外的要因の影響というよりも、依然として低水準にある潜在成長率など日本経済の実力を反映したものであり、その点をしっかりと認識することが正しい政策対応に繋がるものと考えられる。

物価については、原油価格下落などを受けて、目先下振れリスクが高まっている。過去数か月間は、円安傾向と国際商品市況の下落という、物価に対しては逆方向の相反する動きがみられた。6月の平均値と先週末時点の値を比較すると、円は対ドルで6%程度下落したのに対して、原油価格は23%程度下落した。調査統計局のモデルによる試算では、1年目の効果で前者がCPIコアを0.1%程度押し上げるのに対して、後者はCPIコアを0.3%程度押し下げる結果になる。試算結果は幅を持ってみる必要があるが、原油だけでなく商品市況全体が下落傾向にあることを考えると、それらは円安による物価押し上げ効果を凌駕する可能性が高いと思う。また、昨年10～12月期以降、増税による影響を除けば、需給ギャップが概ねゼロ近辺で推移し、マクロの需給が物価に与える影響がほぼ中立である中、消費者物価はコア、コアコアでも概ね安定した水準で推移してきた点を踏まえると、この辺りが経済構造に即した一種の均衡水準と考えることもできると感じている。

次に、展望レポートの私自身の予測数字についてであるが、2014年度成長率見通しをやや大きめに下方修正した以外は、小幅な修正にとどまっている。また、従来と同様であるが、私自身の成長率・物価見通しは、予測期間を通じて政策委員見通しの中央値をかなり下回っている。予測期間中は、緩やかな景気回復の流れが続くことを想定しているが、潜在成長率

を顕著に上回る成長率を持続させる牽引役が見当たらないことから、需給ギャップの改善ペースはかなり緩慢にとどまると想定している。基本的見解については、従来どおりであるが、先行きの物価見通し、先行きの予想物価上昇率の見通し、対外公表文にも示されている政策運営方針の3か所について、修正文案をのちに提出する考えである。先に述べたが、現在の物価上昇率と予想物価上昇率は、現時点での経済の実力に概ね見合ったものと考えており、今後については、さらなる上昇ではなく、振れを伴いつつも概ね現状水準で推移するというかたちの見通しに、記述を修正する議案を考えている。

最後に、金融政策に関して申し上げる。足もとでの物価上昇率の下振れなどを受けて、追加緩和措置を求める意見が何人かの委員から示された。従来から申し上げている点ではあるが、私自身は追加緩和措置の実施には反対の立場である。この点を改めて整理し、反対理由を含め4つの論点を示したいと思う。

第1に、追加措置には副作用を上回る効果が期待できないと考えている。追加措置は金融市場を動かし、一時的には経済・物価に追加的な影響を与えるかもしれないが、持続的な効果は不確実である。他方、追加措置に伴う各種副作用、すなわち市場機能の低下、金融不均衡拡大、正常化の過程での金利上昇リスク、財政ファイナンス観測、金融機関の収益性低下等であるが、そうしたものをさらに増幅することになると考える。また、最近では人手不足の高まりなど供給制約がある中で、金融緩和等による需要刺激策がもたらし得る負の側面も広く意識されるようになってきている。これらの点も踏まえると、期待に働きかける経路を通じた追加措置の効果は、少なくとも量的・質的金融緩和の導入時と比べてかなり限定されやすいと考える。私自身は、量的・質的金融緩和導入時には、一定期間では効果が副作用を上回るぎりぎりの規模感の緩和措置だと判断し、賛成した経緯がある。

第2に、追加措置による持続的効果が仮に大きくない場合、物価上昇率はほどなくして再び予想比で下振れ、市場の観測にも後押しされ、効果と

副作用の冷静な判断が十分なされないままに追加措置が繰り返される事態へと発展する可能性があると思う。追加措置が実施されれば、このような連鎖の起点になることを懸念している。これは、「戦力の逐次投入はしない」という当初の方針に反するうえ、徒に副作用のリスクを高めることにもなりかねないと考えている。

第3に、私自身は、2%の物価安定を数年間といった比較的短期間で目指すのではなく、中長期の目標と位置付けること、そして量的・質的金融緩和の継続期間を物価安定目標の達成と結び付けないことなどを提案してきた。さらに「必要な調整」という文言の削除も提案をしてきた。こうした主張は、足もとでの物価上昇率の下振れを追加措置、あるいは「必要な調整」実施のトリガーとする考えとは相容れないものである。因みに、昨年1月の政府と日銀の共同声明で示した2%の物価安定目標およびその達成時期については、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組みの進展を前提にするものと理解している。

第4に、量的・質的金融緩和の効果にも助けられ、需給ギャップは解消され中立的水準が維持される中、現実の物価上昇率と中長期の予想物価上昇率との乖離もかなり縮小し、プラスの物価上昇率が既に定着している。現在の物価上昇率と予想物価上昇率は、現時点での経済の実力に概ね見合った水準ではないかと考えている。私自身は、金融政策が担うべき役割である需要不足の解消を通じた経済・物価の安定回復は、既に相当分達成されつつあると考えている。さらに、経済政策全体の視点に基づくと、金融政策による需要刺激策よりも、成長力向上に貢献する構造改革がより重要となる局面に既に来ていると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気は、足もと弱めの動きもみられるが、「基調的には緩やか

な回復を続けている」との判断に変更はない。海外経済は、一部に緩慢さを残しつつも、米国経済は着実に回復するなど、先進国を中心に緩やかに回復しているとみているが、詳細は省略する。

この間、国際金融資本市場は、IMFの世界経済見通しの下方修正などを受けて、市場参加者のリスク回避姿勢が強まる局面がみられた。足もとは持ち直しの動きとなっているが、神経質な地合いは残存しており、先行きも、FRBやECBの政策対応や地政学的リスク、またエボラ出血熱感染拡大に伴う影響等にも留意が必要である。

こうしたもとでのわが国の経済は、現状、生産などに弱めの動きがみられ、耐久財や住宅関連に駆け込み需要の反動の影響が残るが、全体として、反動などの影響は和らぎつつあり、基調的には緩やかな回復を続けるとみている。需要項目別にやや詳しくみると、個人消費は、小売業販売額が8月に続き9月も持ち直すなど、天候不順の影響が剥落するもと、耐久財以外で駆け込み需要の反動が和らいでおり、サービス消費を含めて底堅い動きとなっている。

この間、雇用環境は、引き続き良好に推移し、所得環境も、現金給与総額が特別給与や所定内給与を中心に増加しており、着実に改善している。先行きも、新卒採用の増加が見込まれるほか、既に政労使で来春の賃上げに向けた動きがみられるなど、円安等を背景に高水準にある企業収益のもと、雇用・所得環境の改善期待が続き、個人消費は底堅く推移するとみている。また、各種調査で示されているとおり、企業の前向きな設備投資スタンスは、中小企業を含めて維持されている。先行きも、機械受注が3か月連続で増加していることも踏まえると、更新投資や省力化・省エネ投資を中心に、緩やかな増加基調をたどるとみている。次に、輸出は、資本財や情報関連財で持ち直し傾向がみられ、7～9月期は3四半期振りにプラスの伸びとなった。先行きは、海外生産移転の影響が下押し要因として残るが、米国等の海外経済の回復が見込まれることや円安効果も踏まえ、輸出は緩やかに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、自動車などの販売減や在庫調整によ

る影響等を受け、弱めの動きが続いたが、9月には単月であるが前月比+2.7%とやや大きめのプラスになり、予測指数などでは先行きの生産も幾分増加する姿にあるほか、製造業PMIも堅調に推移しており、緩やかな増加に復していくとみている。

次に、物価である。足もとの消費者物価（除く生鮮）の前年比は、エネルギー関連品目の押し上げ効果の剥落から伸び率が縮小しているが、消費行動の変化や既往のコスト高を転嫁する動きは続いているとみられる。先行き、暫くの間は、円安による物価上昇圧力がある一方で、原油価格の大幅な下落などの下押しの影響により、1%程度で推移するとみられるが、その後は、景気回復を受けた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から、次第にその上昇率を高めていくとみている。

この間、わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。また、金融資本市場では、短国レートは、本行の短国買入れが継続するもと、国内勢のほか海外投資家の保有が高水準にあることなどから、いずれのタームも総じてマイナス圏となり、極めて低い水準で推移している。長期金利は、米欧金利の低下を受けて10年物で0.4%台後半で推移している。

こうした経済・物価情勢を踏まえた展望レポートであるが、7月の中間評価と比べると、2014年度の成長率を輸出および個人消費の下振れを踏まえて下方修正したほか、2015年度、2016年度も、原油安による経済好転要因はあるものの、生産拠点の海外移転に伴う輸出抑制要因等を勘案し、やや下方修正している。また、物価は、為替円安の動きによる物価押し上げ効果と原油価格下落による押し下げ効果の双方向の影響等を勘案し、2014～2016年度の期間を通じて幾分下方修正したが、徐々に物価上昇率を高めていくとした従来見通しからは、基本的に変化はない。成長率の見通しについては、引き続き前向きの循環メカニズムが持続し、潜在成長率を上回る成長を見込んでいるが、こうしたもとで、物価は、前回見通しよりやや後ずれするものの、2015年度を中心とする期間に、物価安定の目標である2%程度に達する可能性が高いとみている。なお、経済情勢と物価情勢に関するリスクは下方に若干厚いものの、概ねバランスしていると

考えているが、詳細は省略する。

次に、次回会合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と考えている。今後の金融政策運営について、何人かの委員から、今般の物価見通しにおいて、前回時点よりやや下振れている点や原油価格の大幅な下落を踏まえ、アダプティブな期待形成による物価下振れリスクが懸念されるので、こうしたリスクを未然に防止するためにも強力な追加緩和措置をとることが必要との提案があった。この点に関して、私は、次の理由から、基本的に現時点での追加緩和は必要ではないと考えている。第1に、現在実行している強力かつ大規模な量的・質的金融緩和は、所期の効果を発揮しながら引き続きしっかりと作用しており、今後も資産買入れを着実に進めることにより、その効果は累積的に強まっていくこと、第2に、経済情勢は前回見通しよりやや下振れ傾向にあるとはいえ、好調な企業収益のもと、雇用・所得環境は改善しており、景気の前向きの循環メカニズムは維持され、潜在成長率を上回る成長が続くとみられること、第3に、原油価格の下落が経済の好転にも寄与するもと、需給バランスの改善を受け、物価上昇の基調は維持され、やや後ずれはみられるとはいえ2015年度を中心とした期間に2%の達成が見込まれること、第4に、足もとの物価下振れリスクに対する未然防止対応とはいえ、思い切った異次元緩和をさらに大きく深掘りした対応をとることは、効果が限定的である一方、大きな副作用が懸念されることである。

最後の第4の点に関して若干敷衍すると、追加緩和の期待される効果としてさらなる金利低下による経済の活性化が考えられるが、現状、名目金利も歴史的にみて極めて低水準にあるほか、実質金利は大きくマイナスであり、家計や企業へのインセンティブ付け効果は限られるとみられる。また、期待への働きかけについても消費の二極化のもと、消費へのプラス効果は限定的とみられ、持続性にも疑問がある。一方、現在の強力な緩和策においても、金融仲介機能など様々な市場への影響や出口戦略を見据えた影響等に留意すべき点がある。こうした状況下において、さらに思い切った措置を採る場合、例えば、現在新規発行額の約7割を買い入れている長

期国債について、さらに追加買入れをする場合——先程 80 兆円という水準も示されたが——、新規発行枠の大部分を買い入れるかたちとなり、市場機能が大きく阻害される恐れや、実質財政ファイナンスとの見方をされる懸念も大きくなる。

以上の観点から、現段階においては、累積的に効果が強まっていく現行の量的・質的金融緩和を着実に実施し、早期の物価安定目標の実現に繋げていくことが適当だと思う。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートについて委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済は、これまでの判断に概ね沿った動きであると考えられる。すなわち、米国では、民間需要を中心とした着実な回復が続いている。欧州では、モメンタムが鈍化してデフインフレ傾向が続いているが、さらに大きく落ち込むということではなく、基調として緩やかな回復は続いているとみられる。中国は、構造調整に伴う下押し圧力や不動産市況等の問題もあるが、景気下支え策などもあり、結果的に安定した成長を維持しているとみられていると思う。新興国経済は、何人かの委員も指摘されたように、ばらつきを伴いつつも全体として勢いを欠いているというのが、実情かと思う。

わが国経済については、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から、生産面を中心に弱めの動きがみられているということであるが、各種の指標からみて、「基調的には緩やかな回復を続けている」という評価で良いのではないかと思う。雇用は引き続き増加しており、労働需給の引締まりも一応進んでいると思う。先行きについても、2回目の消費税率引き上げの影響は受けるとしても、多くの委員方は、基調的には潜在成長率を上回る成長を続けるのではないかという見方だったと思う。

次に、こうした金融経済情勢、あるいは展望レポートに関する議論を踏まえた追加緩和の必要性を中心に、委員方のご意見を整理したいと思う。数人の委員の方は、2016 年度にかけて 2%程度の消費者物価上昇率が見

通せる中で、量的・質的金融緩和の大幅な拡大の必要はなく現状維持で良いのではないかと、むしろそういった追加緩和はリスクあるいは副作用が大きいのではないかと、従って、当面現状維持で良いというご意見であったと思う。一方、数人の委員の方は、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや世界経済の若干の下振れ、さらには原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として働いていることから、予想物価上昇率への影響を通じて好循環が逆転してしまう恐れもある、従って、予想物価上昇率の好転のモメンタムを維持するためには、日本銀行による十分な規模のアクションが必要であるというご意見であったと思う。

この点についてはご意見が分かれたと思うが、私自身は、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで折角着実に進んできたデフレインドの転換が遅延するリスクがあることから、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持すべきであると考えている。

そこで、そうした観点から、執行部は追加緩和策の具体策を作成して説明してもらいたいと思う。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

今お配りした1枚紙の資料でご説明する。マネタリーベースの増加額については、2人の委員から年間80兆円との数字が挙げられたのでこれをベースにしている。ご指摘のあったとおり、マネタリーベースを80兆円増加させる際には、短期国債買入れと長期国債買入れのバランスを上手く取っていく必要がある、具体的には、今やや短めのゾーンの金利が下がっている一方、長めのゾーンの金利が相対的に高めになっていることを考えると、短国よりも長国買入れに今よりはウエイトがかかる方が良いと思う。その意味で、80兆円のマネタリーベース増加であれば、同額の80兆円が長期国債増加額のベースになると思われる。因みに、マネタリーベース

80兆円、長期国債80兆円のバランスで計算すると、短期国債は、貸出支援基金という受身の制度でどの程度資金が出るかに依存する。仮に、現在までの貸出増加額と利用率を前提とすると、現在の貸出支援基金20兆円が16兆円増え36兆円出る計算になる。その場合、短期国債の買入額は今年に比べて10兆円程度減少することになる。貸出支援基金が16兆円増えることについては、さらにこれから金融緩和を強化することになれば、0.1%固定・4年ということの魅力がより小さくなる。そう考えると、そこまで行かない可能性もあり、その場合、短期国債の買入れが10兆円程度減少するということがなくなり、今年とあまり変わらない可能性もあると思われる。こうした観点から、何人かの委員がおっしゃっていた柔軟性という点で、金融市場の状況に応じて柔軟に対応しながら、元々の趣旨であるイールドカーブ全体の低下を促すことができると有難い。その意味で、オペレーション上は、ある程度のアローワンス——5兆円という声もあったが——を認めて頂けると有難く、できれば明示して頂きたいと思う。

そのうえで、残存期間については、80兆円という長期国債の買入額は月当たりでは9兆円から10兆円の間になると思われ、現在発行されている国債の平均残存年限は、ストックで8年、フローで9.4年——流動性供給入札を除くベースだが——なので、現状の7年でこの額を買い入れていくと、現在と同様、短いゾーンの買入れにウェイトをかけざるを得なくなる。そのため、幅を持たせて頂き、例えば7～10年程度というようなかたちで柔軟に運営させて頂けると、短期ゾーンに低下圧力をかけ過ぎないで済むのではないかと思う。このように、平均残存期間でも柔軟性を頂けると、オペレーション運営上あるいは金利形成上、望ましいと思われる。

次に、ETFとJ-REITに関しては、まず、ETFについては取り敢えず3倍という数字を置いている。ETFは、基本的に株は大量にあるので組成はいくらでも可能である。従って、ETFの残高にかかわらず買入れは可能と思っている。一方、J-REITは限界があり、今の5%までの買入れを前提とすると、市場にある残りの買入可能額は、手許の計算で1,030億円である。このように3倍の900億円というのは可能ではある

が、1年分である。

最後に、買入れを増やすのであれば、ということでの執行部からの提案であるが、J P X日経 400 連動の E T F を買入対象に追加することを提案したい。J P X日経 400 は 11 月下旬に先物が上場されることが決まっている。大手 4 社が既に取り扱っているので、まだ額は僅少だが対象に加えることが考えられる。こうしたパッケージの中では小さいコマではあるが、入れることは可能だと思う。因みに、J P X日経 400 連動の E T F は 1,759 億円、全体の E T F が 9 兆円なので 2 % 程度の小さいオーダーである。最初はプロラタで買うのであまり沢山買えないが、ニワトリと卵のようなものなので、買入対象に加えることで増えていくことはあると思う。以上である。

黒田議長

ただ今の執行部の説明を踏まえて、ご意見をお願いします。

中曽副総裁

中身に入る前に、何人かの委員からリスク、副作用に注意すべきとの話があったが、これだけのことを実施すると、リスク量は自己資本との関係でどのようなイメージになるのかについて、執行部から補足説明をお願いします。

内田企画局長

リスク量については、計測方法によって異なるが、1年分追加買入れした場合で申し上げる。今回リスク量が大きく増えるのは、長期国債と E T F である。長期国債の今のリスク量は概ね 3 兆円程度で、これが 6 ~ 7 兆円になるイメージである。ただ、現在ボラティリティが非常に低い状態のもとで計測されているので、ストレステスト的な観点からはリスクとしてはより大きくなる可能性があることも付け加えておきたい。E T F は、現在の 2 兆円強のリスク量が 4 兆円程度になるイメージである。今の

自己資本額は 6.7 兆円で含み益を合わせると 15.8 兆円である。これに対して、9 月末のリスク量を単純に合計すると 7 兆円となる。この方針を 1 年間続けると、リスク量は 12~13 兆円程度、10 兆円台前半となろうかと思う。自己資本は既に超えているので超えることになるが、含み益勘案後の数字には一応入る計算である。

白井委員

私自身は、昨年 4 月の Q Q E 導入当初から、2 % の達成には 3 年程度かかることを明確にしており、2016 年度辺りまでかかると考えてきた。実際、足もとの物価情勢は、私の見通しが実現する蓋然性を高めているように思う。その見通しのもとで、私自身はこれまで、追加緩和については、日本銀行の経済・物価の基本シナリオが大きく下振れると判断される場合には、信認を損なわないために実施することは否定しないものの、あくまでも持続的な成長を伴いながら 2 % 目標を達成するとの観点から、無理のない金融緩和を継続すべきとの見解を主張してきた。この点、2015 年 1 月以降の金融緩和の内容について、前回会合で黒田総裁は、Q Q E がオープンエンドであることについて、現在の年間約 60~70 兆円ペースをそのまま継続することがオープンエンドであるのご説明された。市場でもそうした見方をしている人が多く、基本的には理解できる。その一方で、私自身は、2 % の達成には 2016 年度までかかると考えているため、今後 2 年程度を念頭においた金融緩和策をパッケージで示すのも一案ではないか、その際、昨年 4 月 4 日の対外公表文に明記されているマネタリーベースが 2 年間で 2 倍に拡大するのが来年 4 月頃になるので、その時点で私の見解を申し上げようと考えていたところである。つまり、現時点での追加緩和は必要なく、むしろ来年以降の金融緩和の延長、すなわち現状とあまり変わらない規模で、短国買入れを増やさずにより長めの国債とより多くのリスク性資産を中心に、2 年程度の金融緩和の継続に力点を置くべきだと個人的には考えていた。しかしながら、先程申し上げたように、足もとでは懸念される状況が生じている。現状は、日本銀行がこれまで主張してきた

「見通し期間の中盤頃に2%程度に達する可能性が高い」との見通し——私の見解とは違うが——の蓋然性が低下している。つまり、①見通し期間の中盤頃に2%程度を達成する意図を強力に示すための何らかのアクションを採るのか、あるいは②私の見通しに合わせて物価の見通しを下方修正するのが良いのか、が問われている。仮に、私の見通しに合わせる場合、私自身はそれで結構だが、そうすると黒田総裁がこれまで「2年で2%」を強力なコミットメントと呼び、同時に「2015年度に2%程度を達成できる」、「2%目標の達成が困難となる場合には、躊躇なく必要な措置を採る」と何度も説明してきているだけに、新たなアクションを伴わなければ、日本銀行がコミットメントを反故にしたと誤解されるリスクが高いと思う。つまり、日本銀行の信認が疑問視されることにでもなれば、2%の目標、および私自身の見通しの実現自体も難しくなるので、この際、追加緩和を検討し、日本銀行の信認を守ることを優先させるべきだと思っている。私は、昨年以来ずっと主張しているように、強気とも取れるコミュニケーションのやり方には疑問を呈してきた。しかし、結果として、そうしたコミュニケーションを取り続けたことが、従来の日本銀行の金融政策からのレジームチェンジを果たし、デフレ脱却に真剣に取り組んでいるとの信認が内外で浸透したのも事実である。従って、これまでのコミュニケーションのあり方が適当であったかを本日論じても意味はなく、今は確保した信認を維持するために、私心を捨てて支持したいと思う。

内容としては、ETFやJ-REITを中心とするリスク性資産の買入れの増額が望ましく、JPX日経400に連動したETF等、買入対象資産を広げることが良いと思う。買入額については、先程説明のあったように、J-REITの年間増加額を300億円から900億円へ、ETFの年間増加額を1兆円から3兆円への増額させることで良いと思う。国債買入れの増額については、今後も暫く買入れを続ける必要がある以上、現状の規模以上の拡大には個人的には躊躇している。しかし、リスク性資産だけでは増額の規模があまりにも小さく、日本銀行の信認の維持に不十分ということであれば、30兆円程度の大規模かつ現在の7年程度より長い平均残

存期間での国債買入れを支持したいと思う。

佐藤委員

先程のセッションで何人かの委員方から追加緩和の提案があり、具体案が執行部から出てきた。私としてはそもそも追加緩和に反対であるので、その理由を申し上げたい。

1点目は、物価安定の目標の達成のタイムホライズンについてであるが、昨年4月4日のステートメントを改めて吟味すると、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とある。確かに、期間としては「2年程度の期間」と特定されているが、あくまでも「念頭に置いて」としているだけである。私としては、「できるだけ早期に実現する」に主文があると理解していた。2年ということについては、昨年4月4日のステートメントでは、必ずしも2年で実現するとは言っていない。しかも、昨年1月22日に政府と取り交わした共同声明でも、先程木内委員からご指摘があったように、「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している」としている。2%の達成に関して特段のタイムホライズンやデッドラインを設けている訳ではない。この昨年1月22日のステートメントを出した時に、同時に日本銀行からは「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」という文書を出しており、その付属資料の中でも、こうした目標はフレキシブルな目標であって決して特定の期間内に特定の物価上昇率を達成するような性質のものではないということが明記されている。あの文書は政策委員会の中で今のところ破棄されていないので、趣旨はまだ生きていると思う。その意味で、2年程度の期間にあまりにも拘って追加策を打つのは、このステートメントの趣旨にも反していると考ええる。

2点目として、リスク認識の違いを挙げておきたい。確かに、昨年4月4日のステートメントでは、「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」と明記されているが、足もとみえているリスクが、「必要な

調整を行う」に値するほどのリスクかどうかという点で、私としては、現状認識としてはそこまでリスク要因が高まっているとは思わない。私の理解では、リーマン・ショックあるいは欧州経済危機並みの、世界経済にとっての大きな危機によって2%へのパスが揺らぐようなことになれば、躊躇なく調整を行うべきだとは思う。確かに、消費者物価に関しては、足もとのエネルギー価格などの要因があって先行き若干軟調な推移が見込まれる。それによるバックワード・ルッキングな予想形成のネガティブな効果があるかもしれないが、これが、これだけの犠牲を払ってこのようなコスト・ベネフィットに見合わない政策を実施するだけのリスクなのかという点が、私には理解できない。

3点目は、C P Iの基調に関してである。足もとエネルギー価格が下落しており、先程執行部からの報告にあったように、特に11月以降C P Iの前年比上昇率はやや軟調に推移するということだが、私が計算してもそうだと思う。ただ、黒田総裁も何度も対外的に説明されているように、エネルギー価格の下落は、長い目で見て日本経済にとってプラスであり、そもそも金融政策は、月々のコアC P Iの前年比上昇率にいちいち反応するような性質のものではないと思う。経済・物価が基調としてどちらの方向に向かっているのかが重要であって、つまるところ人々の中長期的な予想インフレ率がどの方向を向いているかだと思う。人々の中長期的な予想インフレ率に関しても、展望レポートのドラフトにもあるように、やや長い目でみれば全体としては上昇してきていると思う。この1年半QQEを実施してきて、企業・家計の行動様式、賃金交渉の展開、企業の価格設定行動等をみるにつけ、あるいは足もとデフレ対応型企業が総じて苦戦している状況を見るにつけ、人々の行動様式は1年半前とは明らかに変わってきている。その点からすると、私としては、中長期的な予想インフレ率は展望レポートのドラフトにあるように、全体としては高まってきていると判断している。そうした中で、C P Iは目先軟調だが、そこに過度に焦点を当てるべきではないと思う。

QQEの効果に関しては、委員方からご指摘があるように、買入れの進

捗とともに累積的に強まる性質のものである。足もとの短期市場に最も端的に現れているように、実際の市場の金利形成にはっきりと現れてきている中で、敢えてここで買入れをペースアップしていく必要があるのかどうかである。足もと、政府のネットの新規国債発行額が 40 兆円強に対し、本行がネットで 50 兆円の国債を買っているため、その差額は市場から引き剥がしていることになり、この引き剥がしの効果が足もとやや強まっていると見受けられる。この効果は、本行が買入れを続ければ続けるほど自然に強まっていくものなので、市場のインフレ予想等にかかわらず本行の力によって物理的にイールドカーブにかなり強力な下押し圧力を加える可能性が高いと思う。そういう中で執行部から提案のあったような追加策を打つと、イールドカーブが潰れるペースは目先アップすると思う。ただ、それは、現行の Q Q E のペースで続けていってもいずれ起こることなので、何もここでペースアップする必要はないのではないか。

最後に、オペレーションの持続可能性について執行部に質問したい。Q Q E を始めて 1 年半が経過し、短期市場で相当無理が生じており、これは市場で観察される金利形成のとおりである。私自身も、Q Q E を始める際に、特に短国については本当にこれだけ買い入れることができるのかと思い、当時の執行部に質問したことを覚えている。その際の執行部の答えは、「綺麗には買えないかもしれないが、何とかなる」というものだったと思う。それが今になって、来年は無理だと言っている。そこで、国債の買入れのフィージビリティに関して質問したいが、果たして責任を持って買い入れることができるのか。そもそも、年間 80 兆円をネットで買い入れるとすると、グロスではいくらになるのか。

内田企画局長

月に 9 ～ 10 兆円、年間ではその 12 倍である。

佐藤委員

マックス 120 兆円程度か。

内田企画局長

そこまではいかないと思うが、マックスではそうである。

佐藤委員

120兆円ということであれば、新発債だけではなく既発債も含め市中発行額のほとんど全てを吸い上げることになるが、そのような巨額の買入れを本当に責任を持ってできるのか。確かに、審議委員は外部から来ている人間ではあるが、内部の役員であるので、投票行動にかかわらず、これからの政策の執行、オペレーションの執行に責任がある。その意味で執行部にフィージビリティについて伺いたい。

内田企画局長

短期国債については、これまで2年弱、実際に買入れはできてきている。途中で貸出支援基金を——違う理由からではあるが——若干手直しし、そのもとで当初方針どおり買い入れることができたと思っている。ただ、多少硬直的であったので、年末の目標が必達という感じが強く出ており、その結果、「マネタリーベース目標を達成するために、日本銀行はあと幾ら短国を買うはずだから、早めに買っておこう」といったように一種のゲームのようになってしまったことは、1つの反省である。その点で、ここでお示ししているように、もう少し柔軟性のある買入方針にして頂きたいということはある。ただ、われわれの認識としては、昨年4月に申し上げたとおりのオペレーションはできたと思っており、短期金利がマイナスになったこと自体が問題だとは思っていない。そのうえで、ここから先も買入れできるのかということについては、綺麗に買えるかどうかは、市場にプレッシャーをかけながら買っていくので、当然多少のアップダウンはあり得ると思うが、買えるか買えないかという観点から言えば、買えると思っている。短国市場はやや特殊な市場で、価格にかかわらず欲しいという人がいるので、マイナス金利のようなことが起こったが、長国の市場で

同じようなことが起きるとは思わない。「本当に買えるのか」というご質問に対しては、「買える。その結果、金利が下がることは勿論あり得る」というお答えになると思う。

木内委員

先程の黒田議長の総括で、追加緩和策に反対の数名の委員の意見として、「2016年度までみれば、2%のCPIが見通せる」とおっしゃったが、私はそうではない。

黒田議長

全ての委員がそうだということではない。

木内委員

具体策が示されたが、この具体策の内容に反対というよりは、追加措置自体に反対で現状維持に賛成であるというのが、私の立場であることを明確にしておきたい。そのうえで、具体的な案も出たので3点申し上げたい。

1点目は、繰り返しになるが、今回の追加措置で得られる効果がコスト、副作用に見合っているかということ、非常に疑問である。私自身は、昨年4月に導入したQQEも長く続けると効果と副作用のバランスが悪化すると考えていたので、2年程度でしっかりと総括、検証し、必要に応じて調整することを提案してきた。今回の措置でバランスの悪化が前倒しになってしまう可能性を非常に危惧している。措置の効果を推定する際には、今までのQQEの導入による効果がベースになると思うが、過去約1年半の効果全体として評価するのではなく、効果自体が逡減していることも十分に考慮する必要があると思う。さらに、QQE導入後の金融政策の限界点や問題点など、負の側面も幅広く認識されたことを考えると、追加的に期待に働きかける効果はその分減じられるであろうという点、それから中長期の予想物価上昇率が頭打ちになってくる中で追加措置がもたらす名目金利の僅かな低下の効果が限定的である可能性もある。因みに、追加緩

和策は、足もとの予想物価上昇率を押し上げていくとの考えに基づいたものだと思うが、原油価格の下落を含むグローバルな要因による面が多分にあると思うので、そうだとすると追加措置による予想物価上昇率への影響は大きくならないリスクがあると思う。

2点目は、追加策のコスト、副作用の面であるが、広範囲に亘るので金融市場、金融機関への影響にフォーカスすると、副作用はすでに起こっており、短国でのマイナス金利の定着やオペの札割れは、やはり現状での金融政策の強い影響下で生じた異例の現象だと思う。これを、政策効果の発現ということで静観するのではなく、市場機能低下、資金供給の支障など負の側面もしっかりと認識する必要があると考えている。さらに、短国のマイナス金利が継続する中で、その影響はより長めのゾーンに及んでおり、2年債利回りもほぼゼロに接近してきているのが現状である。こうした中で、安全資産で運用しているMMFやMRFでは、すでに運用利回りの顕著な低下が一段と進んでおり、運用難が生じている。また、今後の資金流出などに繋がっていく可能性もあると思う。そして、ここで示されている今回の追加措置は、こうした傾向を助長して、金融機関の全体の収益性にかなりの追加的なマイナスの影響を与えることが懸念される。

最後に、政策方針のコミットメントの柔軟化についてであるが、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」というコミットメントは、私自身は、達成が容易ではないと思っていた。ただ、このコミットメントを厳格に遵守しようとする姿勢を貫くと、金融緩和は非常に長期化し、強化され、効果と副作用のバランスが悪化するということを、私は当初から懸念してきた。こうした考えが、2%の物価安定目標を2年程度という短期間で達成を目指すのではなく、成長力強化の進展に依存するかたちで中長期の目標と位置付けることが重要である、あるいは量的・質的金融緩和の継続期間を物価安定目標と必ずしも結び付けないといった私自身の提案の背景にあった。コミットメント遵守が政策信認の維持の観点から重要であることは理解しているが、当初に設定したコミットメント、目標自体が果たして妥当であったかどうかを常に問い続ける姿勢も重要

だと思う。「国民経済の健全な発展に資する」という金融政策の最終目標に照らして、必要な調整であれば果敢に行うべきだと考えている。

宮尾委員

何人かの委員から政策の効果についての議論が出たので、私の考えを申し上げたい。政策の波及メカニズムには幾つかあるが、人々のインフレ予想に働きかけることは1つの重要な経路であるが、それ以外にも、長めの金利を低下させ、資産価格あるいはポートフォリオバランスを通じて人々の支出行動に影響を及ぼす——具体的には、支出行動の前に、企業収益や家計の実質所得、賃金・雇用に働きかける——というオーソドックスな経路がある。私自身は、今回の量的・質的金融緩和も前回の2001年～2006年の最初の量的緩和政策も、資産価格を通じた経路が大きな役割を果たしており、実体経済へ及ぼす影響があったと思う。それが2001年～2006年の1つの実証結果であるが、今回はさらに2%という明確な目標と強いコミットメントを示し、さらに大規模な資産買入れを続けていることで、長めの金利と資産価格を通じた従来の経路がより効いているのではないかと思っている。

それに加えて、政策の効果を検討する時には、経済のファンダメンタルズをどのように考えるかが重要であり、経済のファンダメンタルズが改善していれば政策の効果はより働きやすくなると考えている。それに関して、この場でも何度か申し上げてきたが、量的・質的金融緩和を始める少し前から、日本経済は、特に非製造業、消費周りで様々な前向きな取組みが進んできており、経済の供給サイドの実力の改善が着実に進んでいる中で量的・質的金融緩和が導入され、その後着実に物価が上がってきたのは、単なる思い切った大規模なマネタリーベースの拡大ということだけではなく、バックグラウンドの経済の実力が高まっているからこそだと考える。例えば、円安の物価への効果についても、単にコストプッシュであれば景気にはマイナスであるが、価格転嫁というかたちで企業の前向きな価格設定行動が可能であったのは、やはり需要がついてきたからであり、経

済の実力が底流で改善してきたからである。このように、政策効果を議論する時には、ファンダメンタルズがどういう状況かは非常に重要だと思う。その点、ファンダメンタルズは着実に改善していると思っており、だからこそ2%目標が正当化されるとも考えている。これは、昨年1月の「日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取り組みの進展に伴い、持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とする」という議論と整合的だと思っている。

政策のリスクに対する認識については、私が考えている追加緩和の正当性は下振れリスクに対応するということであるが、先程申し上げたように、経済の実力が高まっている中で、さらに後押しするようなかたちで追加緩和を行う時の方が効果が大きいという面もある。大規模な追加策で当然それに伴うリスクも懸念されるが、期待される効果も非常に大きい、発揮できると私自身はみているので、今回追加緩和を提案することが適切だと考えた。

石田委員

私は追加緩和に反対なので、具体的な中身について述べるのは避け、今までの発言との関係で1点申し上げる。ここで、「柔軟に運用する」ということだが、私はオペレーションの「柔軟な運用」を主張しているが、この資料のように、金額や平均残存期間を柔軟に運用するということは、私の言っている「柔軟な運用」とは違う。私は、それはしっかりとやって欲しいと考えている。ただ、そこに至る道筋で、毎月ピシッとやっていくと大変で、また1回ごとにやるのも大変なので、そこは執行部に授権し、柔軟にやってもらおうということである。この点、具体策の中身ではないが一言申し上げておきたい。

なお、「JPX日経400に連動するETFを買入れ対象に加える」点については、以前も申し上げていたことであり、政策変更ではないので賛成

である。

中曾副総裁

具体策については、J P X日経 400 連動の E T F を買入対象に加えることも含めて、この資料のとおりで良いと思う。そのうえで、皆さんの意見も聞き、何点か述べたい。追加緩和策に反対の委員方のご意見はそれぞれもつともであり、自分自身がこの結論に至るまでに考えてきた論点でもある。にもかかわらず、私自身が今回は動いた方が良いと考えた点を中心に申し上げたい。

皆さんが認識しているリスクは、基本的には同じだと思う。ただ、効果との関係でリスク評価をどのように勘案するかという点で異なっており、意見の違いは、リスク評価の違いに集約されていると思う。この点、先程も申し上げたとおり、日本は特殊な状況にあると思う。インフレ期待そのものを引き上げようとするかなり難度の高い政策を進めており、実際にインフレ期待は動いてきた。しかし、今の日本では、実際のインフレ率がコモディティ価格や原油価格によって影響されているのであれば、その影響を非常に受けやすいということを重視する必要があると思う。結果として、インフレ期待、成長期待が下振れてしまうと、Q Q E の生命線、根幹が崩れてしまうことを意味し、崩れてしまってからでは遅い。従って、このようなリスクの顕現化を未然に回避する必要があると思う。

また、日本銀行は、これまで長い間、デフレバイアスがあるのではないかというパーセプションに苦しんできている。残念ながら、そのような認識が根づいてしまい、これに散々苦しめられてきているので、これを払拭することも必要である。このような認識があると、ない場合に比べてやや大きめの意思表示が必要になってしまうという点もあると思う。ただ、もとより、皆さんがおっしゃっているリスクを認識する必要がないと言っている訳ではなく、先程執行部にリスクについて質問したが、相応のリスクを伴うものである。特に、国債についてはボラティリティが上がれば当然 V a R も上がってくるので、ここはしっかりみていく必要があると思う。

今回の追加緩和策の中身については、私自身は、昨年4月に導入したQQEは、乾坤一擲、やれることは全てやるという政策であり、追加的な政策手段は元々限られていたと思っている。しかし、現実には1年半QQEを実施していく中で、どこまでであれば追加的な対応の余地があるかという点もみえてきたと思う。様々な意見はあると思うが、執行部の提案は、その余地を掻き集め、総動員し、できるだけ大きくみせるという性格のものだと、私自身は認識している。例えば、マネタリーベースは、現状のターゲットレンジの上限である70兆円からすると+10兆円、それに対して長国に30兆円の増加を割り当てているが、これは執行部の説明にあったように、その一部は短国オペが苦しくなっていることに対応している部分、あるいは貸出増加支援が増加しないかもしれないといったことに備えたバッファという面も併せて具備していると認識している。なお、短国金利を含めた短期金利については、山岡金融市場局長からの説明にもあったが、本邦サイドの短国需要の強まりということもあるが、これまで何回か述べてきたように、裏側にはドル資金需要の強まりがあると思う。さらに、ドル資金需要の強まりを分解してみると、本邦金融機関のドル資産が増加しておりその調達必要性という意味でのドル需要の強さや、金利先高観や国際金融規制などから米国金融機関のドル放出姿勢が慎重になってきている面があり、そのような面を通じたドルのプレミアムの上昇、裏返すと円調達コストのマイナス化が常態化するのではないかと思う。このような領域で短国オペを続けるのは無理があり、無理をすると皆さんがおっしゃっている市場での副作用が益々大きくなってしまおうと思う。従って、繰り返しになるが、長国買増しは、短期金融市場における副作用を少しでも減殺し、同時に短国オペの負担を減らしてマネタリーベースを達成できる蓋然性を高めるという側面もあると認識している。

森本委員

基本的な私の立場は既に説明したので重複は避けたいと思うが、いずれにせよ、経済・物価情勢について、この展望レポートでは、基調は大きく

は変わっていないが、足もとの消費増税の反動の影響や原油安の影響を受けて、特に物価についてやや後ずれしているという認識は、皆さん共有していると思う。ただ、追加緩和を支持する方には原油価格の低下により足もとの物価上昇率の実績が落ちてくることが期待形成に与える影響を未然に防止したいという観点が、非常に強かったと思う。そこで皆さんからお話のあった追加的な効果とコスト、副作用についてコメントすると、特に効果という点では、長国の増加額を 50 兆円から 80 兆円に大胆に増やす案だが、これの実体経済への影響は短期で期待されるものではないと思う。そうすると、あとは期待への働きかけの効果ということになってくると思うが、全体として十二分に金融が緩和されている現下の状況で、長国買入れを深掘りすることによる消費マインドなどへの追加的な効果は、限定的で持続性にも乏しい——ETF 等の増額による資産効果の方は富裕層などのマインドに影響を与える点はあるが——のではないかと考えている。その一方で、長国の 80 兆円という水準について、皆さんが心配されているように、今でも市場に色々無理——歪みというものかどうかは分からないが——が来ている中で、本当に問題なく買い入れることができるのだろうかという心配から、ここにあるような柔軟性の付与ということも考えているのだと思う。それほど、難しさを孕んでいるという点は、しっかり認識しなければならないと思う。そのもとで、長期や超長期の国債の買入れについては、日本銀行が大半を買い入れてしまう——超長期については大半というほどではないが——ことが、これらを経営上一定程度保有しなければならない年金機構や生保等に与える影響も、心配しなくてはならないと思っている。

それ以外にも、視点は異なるが、為替レートについても、様々な要因が作用するので何とも言えないが、例えば、追加緩和策によって結果としてさらに円安方向に振れた場合、回復しつつある内需型の中小企業等への影響も、ここは経済を下支えしている部分であるので、しっかり配慮していく必要があると思う。

岩田副総裁

宮尾委員がおっしゃったメカニズムはそのとおりだと思う。この政策は、資産価格へ最も大きく影響を与え、銀行貸出を通じる経路よりも資産価格を通じる経路の方が強い。銀行貸出を通じる経路はあとから強まってくると思っており、その点も同じ考えだと思う。ただ、宮尾委員は、予想インフレ率は一定で、名目金利を下げ、実質金利が下がるとおっしゃったと思うが、名目金利を下げ、予想インフレ率も上げることでもっと効果が上がるというのがこの枠組みの狙いだと思うので、その点確認しておきたい。

先程、佐藤委員が「リーマン・ショック程度のようなことが起こらない限り、追加緩和は必要ない」とおっしゃったことについて、一言申し上げておきたい。米国の例をみると、中長期の予想インフレ率は2%でアンカーされ、実績ベースでも1990年代から2%程度のインフレ率を維持していた。実績が2%程度であったから、予想インフレ率も2%でアンカーされてきた。そのような国でさえ、リーマン・ショックが起きてあれだけ大胆に最初のQE——米国ではCredit Easingと名付けられたが——を実施しても、9か月程度物価が下落していた期間があった。それが何とか回復してきて、この程度で良いと思ってQE1をやめたら、やっぱり駄目だということになり、QE2に追い込まれてそれでも駄目だということになり、QE3となった。このように、2%でアンカーされている国ですら、リーマン・ショックのようなことが起こると、あれだけのこと——逐次的に実施したことが効果を削いでおり、後知恵では、最初からアウトカムベースでQE3並みのことを実施していればよかったと思う——が必要になってしまう。これだけのことを実施しても実際のインフレ率がやっと1%前後をうろうろしている、2%のアンカーはまだまだ遠いというような国が、リーマン・ショック並みのショックに襲われてから追加緩和するのでは、完璧にデフレに陥ってしまい抜け出せなくなると思う。もう一度このようなことを実施するのは大変なことである。米国でさえそうなのだから、予想インフレ率を2%でアンカーさせて、できるだけ早く日本銀行がクレディビリティを獲得しないと、リーマン・ショックほどでなくても

様々なショックに対して非常に弱いという状況だと思う。従って、「リーマン・ショックのようなことが起こらない限り、追加緩和は必要ない」という意見には私は賛成できないということを、申し上げておきたい。

白井委員

黒田議長ほか今回追加緩和に賛成の委員方と私自身が、共通して持っているだろうと思う認識が2つある。1つは、今の状況が、仮にある種の均衡で実力だとみえても、このまま放置すると先がないという危機感だと思う。このままでは、人口減少で潜在成長率は落ちていき、資産価格も低迷し、デフレマインドが強まり、投資も消費もせず、借金は積み上がり、みんなJGBしか買わず、誰もリスクテイクしないというように、先はない。だからアベノミクスが始まり、一緒に頑張ろうということになったのだと思う。金融緩和も必要だし、潜在成長率を上げることも必要で、みんなで頑張ろうというのがこの政策の基礎であり、そういった危機感である。千載一遇のチャンスでこれしかないので真剣にやろうというのが、この背景にある。従って、今このまま放置すると、悪い均衡に落ちていくという危機感がある。もう1つの共通の見解は、インフレ率を上げていくにはインフレ目標を上げていくことが大事であり、それは為替の長期的な影響、ゼロ金利政策、debt sustainability、健全なリスクテイクなどからして、CPIの上方バイアスなどもあるので最低2%が必要だと考えている。その時に、金融緩和なくして上げられるのかということである。2%のインフレ目標達成に必要なインフレ期待を上げ、それをアンカーさせるという時に、金融緩和なくしてできるのか、潜在成長率を上げるだけでできるのか、ということである。それはあり得ない。だから金融緩和を実施する訳であり、ただ永遠に続けられることではないので、できるだけ早くやめるためにも、コミットメントへの信認が失われかけている時に追加緩和を実施するということは、われわれがQQEを始めた時の前提条件である。今、そのコミットメントが問われているので、これを放置し、今日私が追加緩和に反対に回り、議長案が否決されるというようなことは

unthinkableである。だから賛成するのである。この2つが前提にあると思うので、信認を維持し、「日銀はこれ以上はやらないだろう。本当は、QQEをやめたがっている」というような見方に対し、きっちりとやっていくことをみせるということに、私は賛同した。

佐藤委員

先程のリスク認識に関して手短かに申し上げたい。私は決して「リーマン・ショック並みの巨大なリスクが顕現化してから、バックワード・ルッキングに行動すれば良い」と申し上げている訳ではない。勿論、リスク認識に関しては、あらゆるリスク要因をフォワード・ルッキングに点検し、そのうえで巨大なリスクがみえていないかどうかを点検することが重要であり、その点で認識が違っているとは思わない。ただ、足もと、政策発動をする必要があるほどのリスク認識かどうかが違うと思う。

石田委員

消費者物価が下がっているという議論だが、本日出た帰属家賃を除くベースでは前年比+1.5%で、普通の人々、消費者の実感は、これにさらに消費増税分が乗ってくる。このような時に、「インフレ率が上昇しない」と言って度肝を抜くようなオペレーションをすると、円は安くなりコストも上がるだろう。そのようなリパーカッションがある場合に、多くの人はいンフレ目標などは知らないだろうから、抽象的に、われわれの目標はコアCPIだとかヘッドラインだとか言っていること自体が、甘いという感じがする。例えば、英国や欧州のインフレ率には帰属家賃は入っていない。単に、「他国の目標と同じでないで円高になってしまう」というような議論は、あまりにも抽象的である。その辺はしっかり考えないと、日本銀行としても、一般の人々のことを全く考えていないと受け取られる——本当は考えているが——惧れがあるので、情報発信には注意しないといけないと思う。

森本委員

私も、帰属家賃を除くCPIについて述べようかと思っていたが、石田委員と全く同じ考えで、企業・家計が実感する物価は、帰属家賃を除くCPIだと思う。CPIは帰属家賃を含み算定することになっているので仕方ないのかもしれないが、特に、日本の家賃はこれから上がっていくのかどうか分からないが、世界の中でも特殊な状況にあつて、帰属家賃を含む数値は生活実感とは違う。一般の人々の物価観は、帰属家賃を除くCPIではないかと思う。その意味でも、様々な指標の推移をみていかなければならないのではないかという点は、石田委員と全く同感である。

佐藤委員

コスト・ベネフィットという点で付け加えたい。金融システムへの影響を、より真剣に考慮する必要が出てきていると思う。仮に、これだけの政策を実施し、イールドカーブ全体にかなり強力な押し下げ圧力がかかってくるとなると、当然金融機関にとっては利鞘圧迫要因となり、ネット・インタレスト・マージンは縮小することになると思う。既に超低金利の住宅ローンなど、潜在的なリスクに見合わないほどの薄い利鞘で貸し出している例が見受けられ、そのような中で、金融システムの潜在的なリスクが、この追加緩和策を実施することで高まる可能性があると思う。そのようなバランス感覚も必要だと思う。

中曾副総裁

先程の石田委員と森本委員のご意見に関してであるが、経済・物価の分析としてはコアCPIという指標があるので、これを使っていくしかないと思っている。様々な指標をみていくべきというのはそのとおりだが、コアCPIは確立された指標なので、マクロの分析としてはこれを使っていかがるを得ない。ただし、円安になりコストが上昇することによる家計などの経済主体の痛みは十分に認識したうえで、マクロ経済は良いかもしれないが先行的に痛みを感じる主体がいるので、そこに配慮しているような

情報発信をするよう、十二分に気をつけていく必要があると思う。われわれは、支店長会議等でミクロの情報が十分に入ってくる状態にあり、手触り感を持って痛みを認識できる立場にあるので、われわれ全員が、情報発信の場でも気をつけていくべきだと思う。

黒田議長

私は、この執行部案に賛成である。委員方のご意見をまとめると、執行部案に賛成する委員が多かったと思う。すなわち、マネタリーベースの増加額については、約 10～20 兆円追加し年間約 80 兆円とすること、資産サイドでは長期国債の保有残高の増加額を約 30 兆円追加し年間約 80 兆円とする、ただし、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、金融市場の状況に応じて柔軟に運営し、長期国債買入れの平均残存期間は最大 3 年程度延長し 7 年～10 年程度とする。そして E T F、J - R E I T の保有残高の年間増加額についてはこれまでの 3 倍とし、E T F については約 3 兆円、J - R E I T については約 900 億円とする。また、J P X 日経 400 に連動する E T F を買入れの対象に加えることにも、多くの委員が賛成された。

それでは、一連の論点について意見が概ね収斂したので、後程採決を行いたいと思う。執行部は、金融市場調節方針や対外公表文の作成など採決に向けた準備を始めて頂きたい。

ここで、政府からの出席者にご発言頂く。最初に、宮下一郎財務副大臣をお願いします。

宮下財務副大臣

今回、大幅な追加緩和策をご決定頂くという方向だと思うので、これについては、会議を一時中断頂いて——2007 年にも前例があったようだが——、財務大臣等へ連絡を取らせて頂き、そのうえで政府としての正式なコメントをさせて頂きたい。

黒田議長

前川守内閣府政策統括官願います。

前川内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

わが国の景気は、このところ弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、当面弱さが残るものの、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など、わが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。

政府は、10月22日に開催した第2回政労使会議において、昨年取りまとめた取組みのフォローアップを行い、賃金上昇について成果が出つつあることを確認した。動き始めた経済の好循環を拡大するためには、賃金の水準と体系の両方の改善が必要である。賃金体系については、個々の労使間で決定することが基本であるが、子育て世代や非正規労働者の処遇改善といった大きな方向性については、政労使で共通認識を醸成していきたいと考えている。

わが国最大の潜在力である女性の力が十分に発揮され、わが国社会が活性化に繋がるよう、10月3日に総理を本部長とする本部を設置し、10月10日の第1回本部では政策パッケージを決定、10月17日には関連法案を国会に提出した。地方創生についても、関連法の改正法案を今国会に提出している。国家戦略特区については、追加の規制改革事項を盛り込んだ改正法案を今国会に提出する。また、指定した6区域全てで区域会議が立ち上がった。これらの特区が様々な規制改革を実行し、民需主導の経済成長の起爆剤となることを期待している。

T P Pについては、先日シドニーにおいて閣僚会合が開催され、物品等の市場アクセス交渉および知的財産等のルール分野の交渉をさらに進展させることができた。わが国としては、早期妥結に向け、引き続き関係国とともに最大限努力していく。

残余については、後程申し上げる機会があれば申し上げる。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

ブレイクを取る前に、金融市場調節方針の議案と、資産買入額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する議案の取りまとめを行いたいと思う。対外公表文については、展望レポートの取りまとめと併せて後で議論することとしたいと思う。執行部は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

手続き面で、宮下財務副大臣からお話のあった点であるが、今から議案を説明させて頂いて、議案の採決の前にブレイクを取らせて頂くということで宜しいか。

宮下財務副大臣

結構である。

内田企画局長

それでは、議長案から読み上げ、説明させて頂く。まず金融市場調節方針である。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、「資産買入額額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件」についての議長案である。「案件。1. 長期国債の保有残高が年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと。2. 長期国債の買入れの平均残存期間を、現状の 7 年程度から、7 年

～10年程度に延長すること。3. E T FおよびJ－R E I Tの保有残高が、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと」。技術的であるが、この2つについては認可が必要になるので、認可申請書を付けている。「また、これに伴い、別添のとおり、財務大臣および金融庁長官に認可を申請すること。4. 買入れるE T Fの対象に、J P X日経インデックス400に連動するE T Fを加えること。5. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。次に、認可申請案をつけている。中身については省略させて頂くが、「本行の保有残高」について、E T Fの方は「1兆円」を「3兆円」に、J－R E I Tの方は「300億円」を「900億円」に変えている。以上である。

黒田議長

それではここで、ブレイクを取ることとする。

(12時31分中断、12時42分再開)

黒田議長

議事を再開する。はじめに、宮下一郎財務副大臣からご意見があればお願いします。

宮下財務副大臣

日本銀行による量的・質的金融緩和の導入から1年半余りが経過したが、この間、大胆な金融政策を含む「三本の矢」の効果もあり、日本経済はこのところ弱さがみられるものの、緩やかな回復基調が続いており、また近年にない賃上げの動きも広がっている。

本日の提案は、経済の好循環をさらに後押しし、持続的な経済成長に繋げるための措置として、政府としても歓迎する。以上である。

黒田議長

前川守内閣府政策統括官願います。

前川内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

本日の金融政策決定会合でのご議論については、時宜を得たものと考えます。本日の議論を踏まえて、日本銀行におかれては、引き続き2%の目標の実現に向けて取り組まれることを期待する。また、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き経済財政諮問会議等の場で十分に説明して頂きたいと思う。以上である。

黒田議長

それでは最終案がまとまったので、最初に金融市場調節方針を採決し、その後に「資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件」の採決を行う。

佐藤委員

一言だけ宜しいか。色々意見を申し上げたが、最後に一言だけ申し上げたい。やはりグロスの発行額のほとんど全てを市場から吸収するということであるが、これは財政ファイナンスあるいは財政従属への懸念があると思う。仮に、この政策を始めるとなると、本行がいくら財政ファイナンスのためにやっている訳ではないと説明しても、そうでないかどうかを判断するのは市場である。既発債を含めて市中発行額のほとんどを吸い上げるというやり方は、そういった市場の懸念を強めるのではないかと思う。この政策を実施すれば、先程も申し上げたように、名目金利は物理的にかなり強力に抑えられるだろうと思う。その意味では、リスクプレミアムについても、短期的には強力的な買入れで押し下げられるかもしれない。ただ、非常に長い目でみて本当にどうなのかは、よく分からない。昨年4月4日の決定の時には、ネットで国債を50兆円買うということであったが、私自身としては、相当思い切った措置ということであろう。

んだ。呑み込んだ前提としては、この措置は短期集中型の措置である、一種のショックセラピーであるということで同意した。今回、こういう議案が出てきているが、将来のプレミアムの形成にどのような影響を及ぼすのか、これは誰にも分からない。私の任期はあと3年弱だが、恐れているプレミアムの拡大がその間に来るのかどうか、あるいは10年後、20年後に来るのかどうか分からないが、いざリスクプレミアムが急騰した時に、このきっかけを作った議案に賛成票を投じた審議委員として名前は残したくない。そういう意味では、採決に当たって反対したということをしっかり記録に残しておきたいと思う。

黒田議長

それでは最終案がまとまった。最初に金融市場調節方針を採択し、その後、「資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件」の採決を行う。採決を行うので、政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間一時退席をお願いする。

[12時46分 政府からの出席者退室]

金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

白井審議委員

反対：森本審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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 5、反対 4、反対は森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員である。

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。

それでは「資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件」にかかる採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

白井審議委員

反対：森本審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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 5、反対 4、反対は森本委員、石田委員、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

ETF、J-REITの買入増額に伴い、財務大臣および金融庁長官に認可を申請することは、本日金融政策決定会合後、適宜執行部より対外公表することとする。執行部は、金融市場調節方針と「資産買入れ額の拡大および長期国債買入れの平均残存年限の長期化に関する件」に関する内容と、これらの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。後程、展望レポートの基本的見解とともに採決することとする。

それでは政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[12時52分 政府からの出席者入室]

議長案は、賛成多数で可決された。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」および対外公表文の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行いたいと思う。委員方には成長率と物価上昇率の見通しおよび分布を再提出して頂く。今般決定した金融市場調節方針と資産買入れ額の拡大、長期国債買入れの年限長期化を前提とした見通し計数・分布を再提出して頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収]

内田企画局長

集計が終わった。

黒田議長

見通し計数・分布の最終案が確定したので、基本的見解と対外公表文案の取りまとめに入りたいと思う。執行部は、最終的な見通し計数、それを踏まえた基本的見解の修正案、対外公表文案について報告して頂きたい。

[事務局より資料を配付]

内田企画局長

まず、展望レポートの基本的見解の10頁で、政策変更を受けて見通し計数が変わっているのを、申し上げる。政策委員見通しの中央値のうち変わっている部分だけ申し上げると、実質GDPの2015年度が今朝方の+1.4%から+1.5%に上がっている。同じく2015年度のCPIが+1.6%から+1.7%、2016年度のCPIが+2.0%から+2.1%になっている。

以上を踏まえて、展望レポート本文の変更箇所を見え消しのかたちで示している。1頁では、「見通し期間の中盤から終盤にかけて」であったところを「見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に」としている。2015年度のCPI見通しの中央値が+1.7%であれば、国際商品市況の下落に伴い、前半が低いペースでいき、後半に上がっていくという動きが描けるのではないかと考えている。2頁では、技術的な観点から3か所変更している。下から2行目で「量的・質的金融緩和」の前に「今般拡大した」という文言を付け加えている。そして脚注で後程ご説明する対外公表文をリファーしている。それから注6で、政策前提のクラリファイのために「本日の決定を含め」という文言を入れている。6頁も同じく、「見通し期間の中盤から終盤にかけて」を「見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に」と変更しているが、7月の中間評価時点との比較については、下振れ幅が0.2%ポイントなので「2015年度については、国際商品市況の下落などから幾分下振れるものの」と同じ記述としている。8頁では、リスク要因のうちインフレ期待にかかる部分で1文

追加している。後程ご説明する対外公表文と平仄を合わせ、「また、このところ、消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が物価の下押し要因として働いているが、この下押し圧力が残存する場合、予想物価上昇率の改善が遅延するリスクがある」としている。9頁でも同様の趣旨で、「わが国経済は、見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に」と変更を加えている。

続いて、対外公表文案を読み上げさせて頂く。

[[「量的・質的金融緩和」の拡大(案)]を読み上げ]

別紙では、今後の年間増加ペースとして、それぞれの年間あたりの増加ペースを記載している。なお、反対意見についての記述については、2頁目の注1で「反対した委員は、これまでの金融市場調節方針を維持することが適当であるとした」、注2で「反対した委員は、これまでの資産買入れ方針を維持することが適当であるとした」と理由を記載している。以上である。

黒田議長

それでは、議長案のうち、まず展望レポートの基本的見解についてご意見があればどうぞ。また、他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

白井委員

議案を提出したい。

佐藤委員

議案を提出したいと思う。

木内委員

私も提出する。

黒田議長

執行部は、白井委員、佐藤委員、木内委員の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

白井委員

基本的見解で1か所だけの修正である。「中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に」を「終盤までに」と変えたいと思う。これであれば、私だけでなく他の方の大多数が入り、これまでの私の見通しとも整合的となる。一言だけ申し上げたい点は、私は、元々追加緩和をしなければもつと後ずれするところを、追加緩和によってほぼ元の状態に戻っているということである。あとは省くが、全体で3か所同じ文言の部分の修正をしたい。

木内委員

基本的には前回と同様である。物価の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、政策方針の3か所について修正したいと思う。物価については「今後も概ね現状程度の水準で安定的に推移するとみられる」、中長期の予想物価上昇率については「安定的に推移すると考えられる」というかたちで修正したい。政策方針については、従来どおりの対外公表文での修正と同様の修正をしたい。

佐藤委員

議案に即して申し上げる。執行部案のドラフトを最大限尊重して、修正箇所は最小限の3か所とした。修正内容については、従来展望レポートで修正議案を提出していた内容と基本的に同じである。私自身の物価見通しと中心的な見通しとの乖離という観点から、私自身の見通しに即したような記述に変えたいということである。1頁の消費者物価の記述に関しては、「見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」という部分を「2%程度を見通せるようになる可

能性が高い」と改める。6頁も同じく、「2%程度に達する可能性が高い」という記述を「2%程度を見通せるようになる可能性が高い」と改める。最後に9頁の「すなわち2015年度を中心とする期間に2%程度の物価上昇率を実現し」とあるところを「2%程度の物価上昇率を目指し」と変えるという案である。

黒田議長

それでは、対外公表文について意見があればどうぞ。

木内委員

対外公表文の2頁目の3.の政策方針については、従来の対外公表文の修正と同じ修正文案を議案として提出する。

黒田議長

執行部は、対外公表文についての木内委員の議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案を配付]

石田委員

念のためであるが、私は、両方に関して、反対もしないし動議も出さないが、「上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」という言葉については、何か一定の時期ないし時点で物価目標を達成するというのではなく、物価目標達成のトレンドが損なわれるとみられる時に、私はこういう「必要な調整」を行うと理解しているということだけ、申し上げておく。

黒田議長

それでは、「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」に関する採決を行う。まず、白井委員案の採決をお願いする。

[白井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：白井審議委員

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

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

白井委員案である。採決の結果は賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

白井委員案は反対多数で否決された。次に、佐藤委員案の採決をお願いする。

[佐藤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：佐藤審議委員

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

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

佐藤委員案である。採決の結果は賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員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

木内委員案である。採決の結果は賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

木内委員案は反対多数で否決された。それでは、議長案の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

石田審議委員

反対：白井審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

議長案である。採決の結果は、賛成6、反対3、反対は白井委員、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

議長案は賛成多数で可決された。後程、記者会見において問われた場合、白井委員、佐藤委員、木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、ご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

黒田議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に对外公表する予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日 11 月 1 日土曜日 14 時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、本日 15 時の对外公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しくお願いする。展望レポート案および見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

次に、对外公表文に関する採決を行う。まず木内委員提出の議案の採決をお願いする。

[木内委員案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は反対多数で否決された。それでは、執行部は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

口頭で申し上げる。最後の「必要な調整を行う」の後に注を付け、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

議長案は全員一致で可決された。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。

VII. 議事要旨（10月6、7日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10月6、7日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りをする。お手許に配付されている議事要旨案について異議はないか。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 11 月 6 日木曜日 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、11 月 18、19 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 44 分である。

黒田議長

解禁時刻が 13 時 44 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 39 分閉会)

以 上