

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年11月18日（14:00～16:05）

11月19日（9:00～12:19）

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	中川 真	大臣官房審議官（大臣官房担当）（18日）
	宮下一郎	財務副大臣（19日）
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（18日）
	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）（19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
企画局審議役	高口博英（19日 9:00～9:07）
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（19日 9:00～9:07）
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、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ための規程改正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、10 月 31 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。財務省からは中川真大臣官房審議官（大臣官房担当）、内閣府からは中村昭裕大臣官房審議官（経済財政運営担当）である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1をご覧頂きたい。金融市場局では、前回会合で決定された調節方針に従って、マネタリーベースを年間約 80 兆円のペースで増加させる調節

を行っている。前回会合以降の特徴点としては、金利のイールドカーブがかなりフラット化したことが挙げられる。この一因としては、本行のオペが挙げられる。図表2の国債買入オペをご覧頂くと、前回の政策変更を受けて、買入規模が大きく増えたのは10年超の超長期のところであり、1回当たりのオペ額は、例えば、10月27日は1,100億円と350億円の合計で1,450億円であったのが、11月4日にはディレクティブ達成のために1回3,600億円、11月14日には4,000億円と3倍近くまで増やしている。この中で、例えば、11月4日のオペでは、25年超のゾーンの落札決定レートは、利回較差が-0.174%とかなり強い結果となっている。これらのゾーンは、元々安定保有志向が強い投資家が多いゾーンであり、処分売りはなかなか起こりにくい。こうした中で、本行が買入額を大幅に増やしていることが、ダイレクトに需給に効くかたちになっていると思われる。

図表5、図表6で前回会合時の市場の反応をご覧頂きたい。長期金利をみると、前回会合直後、直ちに大幅に下がったのは超長期の30年のゾーンである。本行が国債の買入れの大幅増額、平均残存期間の延長を公表したために、市場では、本行の超長期ゾーンの国債の大幅買増しが予想された。元々超長期ゾーンは流動性もそれほど高くないので、金利の大幅低下に繋がったかたちである。この間、10年債は、前回会合の結果公表直後は一旦下がったが、その後また少し戻っている。この日は午後、GPIFの運用ウェイトの変更の中で国債のウェイト低下方針も公表されており、本行の政策変更のインパクトだけを取り出すことはなかなか難しい。一方、2年債は、決定会合の結果公表までは取引がなかったが、決定会合の結果公表後、むしろ若干強含んだ。これは、後程申し上げるように、本行による短国買入れが減るのではないかといった予想が一部にあり、短国の金利が一時的に上がったことが影響している。また、図表6をご覧頂くと、本行の決定会合の結果公表を受けて、株価、REITは上昇、為替は円安・ドル高とストレートな反応を示していた。

図表7(2)の短国の利回りは、予めからご説明申し上げたように、10月中は都銀勢が年末のデュレーション調整などを意識した短国の確保に

早めに動いたことと本行の巨額買入れが重なり、短国レートはマイナス領域まで低下していた。10月31日の決定会合の結果公表を受けて、短国の金利は一旦ゼロからプラスの領域まで戻った。これは、市場の一部に、新しいディレクティブをみて、本行が短国の買入れを減らしてくるのではないかと捉えた向きがあったことが寄与している。一方、基本的に短国は数か月でどんどん期落ちしてしまうものなので、積み上がった残高を維持するだけでもこれまでとほぼ同様の買入れを続けなければならないということであり、市場参加者も、徐々にこの点を理解するようになってきている。実際、11月に入っても、本行が相当規模の国債買入れを続けていることをみて、市場でも、短国の巨額買入れが続くことを認識して、短国金利は最近では再びマイナス領域に下落してきている。

図表10の本邦国債の年限別利回り、イールドカーブをみると、前回会合後、最も金利の低下が目立ったのは30年や40年といった超長期ゾーンの金利である。これは、先程申し上げたように、本行がこのゾーンの国債の買入れを大幅に増やすのではないかと、また実際にオペを増額しているということで、需給から本行オペがこのゾーンに効くかたちで低下した。一方、10年より短いゾーンの金利は、極く小幅ながら株高や円安を反映して上昇している。この結果、(2)のイールドカーブをみて頂くと、はっきりとフラット化し、超長期が下がる一方、短めのゾーンが少し上がるかたちになっている。もっとも、本日は、さすがに金利が相当低下し超長期の国債入札が流れたということであり、長期金利は全般にやや反発している。

図表13の株価をご覧頂くと、11月入り後も各国の株価は総じて堅調である。この中でも日本株の上昇が際立っている。図表14(1)の各国比較をご覧頂いても、各国の株価は総じて堅調ではあるが、その中でも特に日本株の上昇のマグニチュードがひととき大きくなっている。因みに、(2)の主体別売買動向をみると、11月3日週の株式売買では、日本株の買いの主役となっていたのは圧倒的に外国人勢である。これまでご報告申し上げているとおり、外国人勢は、ドル/円レートと日経平均の相関に

注目してトレードする傾向が強く、10月末の本行の追加緩和を受けた円安・ドル高をみて日本株を買い、これがまたさらなる円安・ドル高に結びつくといったかたちで、外国人勢の取引に主導され、短期的に円安と株高が同時進行する傾向がみられた。この間の特徴的な動きとしては、(1)をみると、通貨の下落が目立っているロシアでも株価はそれほど落ちておらず、むしろ大体前回会合並みであるということ、この中でエマージング諸国のうち、大統領選後の混乱がやや嫌気されているブラジルの株価が下落し不冴えであることが、挙げられるように思う。

図表 15 の為替レートをご覧頂くと、何と言っても前回会合以降の特徴としては、ドル/円レートで円安・ドル高がかなり急速に進んだことが挙げられる。この間、ユーロについても、先行きのECBの追加緩和予想とこれを受けた米欧の金融政策の方向性の違いに対する認識を背景に、対ドルでユーロ安が進んでいる。もっとも、この間の円安のマグニチュードがあまりに大きいことから、円は対ユーロでも円安となっている。図表 16 (1) をご覧頂くと、円の対ドルでの下落幅は、ウクライナ問題から急落しているロシアルーブル、大統領選後の混乱が嫌気されているブラジルレアルの次に大きくなっている。この間、ユーロなどその他の主要通貨も、対ドルでは引き続き下落している先が多くなっている。(2) のエマージング通貨をご覧頂いても、11月入り後もエマージング通貨はドルに対して総じて下落している。この間、ロシア、ブラジルの通貨下落幅が大きいことを反映して、ラ米と中東欧の通貨下落幅が大きくなっている。

図表 17 (1) のドル/円レートと日経平均の関係をみると、2013年中にはかなり強い相関を示していた。2014年に入ってから、ドル/円レートが101円から103円の間で歴史的にもかなり珍しいほどの横ばいの動きとなる中で、株価とドル/円レートの相関が一旦みられなくなったが、9月以降、ドル/円レートの動きが再び大きくなる中で、ドル/円と日経平均の相関も再びみられるようになってきている。この中で、先程申し上げたような外国人筋のトレードが、円安と株高が短期的にかなり急速に進んだ主因であったように思う。図表 18 (3) をご覧頂くと、11月入り後の

エマージング諸国では、ロシアルーブル、ブラジルレアルの下落傾向が止まっていないことも、この間の特徴として挙げられる。

図表 20 のコモディティ市場をご覧頂くと、コモディティの中では、(2) の金属鉱物や (3) の穀物類の価格は、エマージング経済全体に対する悲観的な見方がやや後退したことを背景に、このところ、下げ止まりから持ち直し傾向もみられている。この間、(1) の原油価格については、11 月入り後も引き続き下落傾向をたどっていることが、特徴的であると思う。

以上みてきたように、前回会合以降、内外の市場は、総じて株価堅調の一方で低金利は継続しており、基調的には経済にサポータティブな金融環境が続いているように思う。また、エマージング経済全体についての悲観論がやや後退する中で、原油以外の商品価格については、下げ止まりの傾向がみられているようにも思う。この中で、現時点でマーケットが意識するリスクファクターは、ロシアやブラジル、それから原油価格下落——こちらはポジティブ、ネガティブ両面あると思うが——といったものに絞られてきているように思う。もっとも、こうしたマーケットのセンチメントは、引き続き世界経済の回復傾向自体は維持される一方で、インフレ圧力は抑制され超緩和的な金融環境は続くという、ちょうど良いが微妙なバランスの上にあるように思われる。こうしたマーケットの見方の根源をたどれば、結局、米国経済が、基調として強いがインフレ圧力がなかなか高まってこず、結果的に引締めもゆるりできるだろうといった見方に、引き続き基づいているように思われる。このような見方が今後ともマーケットで維持されるのか、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

ご質問があればどうぞ。

木内委員

銀行の国債保有について 1 点質問したい。従来、国債残高を減らしてこなかった地銀が、足もと国債保有を減らしているようにみえる。9 月は

量償還月だが、期末を越えると買い戻すのが今までのパターンであったと思うが、10月の数字では——まだ分からないが——どうもその買い戻しがない。国債の残高を減らしたがいなかった地銀も、さすがに金利も下がってきたので、償還分の再投資を控えるかたちで、消極的にはあるが減らしてきているという変化が起こっている可能性があるのか。昨年4月以降の動きは、最初1年は銀行がかなり積極的に中長期ゾーンの国債を売って残高を減らし、それに見合って当座預金が増えてきたが、その後は、ゆうちょ銀行が再投資を控えるかたちで徐々に残高を減らし当座預金の引き上げに貢献してきた。もし、足もとで地銀がそれに加わってきているとなると、国債売却には慎重な金融機関も償還見合いで徐々に残高を減らすことが、比較的安定的に進んできたことの現れとみて良いのかどうか、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

まず、地銀について、国債保有をシステマティックに減らしているとか、戦略として減らしているという確たる情報は、まだわれわれは得ていない。ヒアリングベースの情報では、地銀はこれまで20年債に焦点を当てて積み増してきたが、償還金を受けた地銀が、目の前の20年債などの超長期債利回りの下落をみて、さすがにこの金利では買いにくいということで躊躇し、償還金を短期の資産に置いているというような動きが、木内委員がご指摘された計数に表れているのではないという印象を持っている。言ってみれば、狙って減らしているというよりは、目の前の金利低下という市場の環境変化をみて国債への再投資に躊躇しているという姿ではないかということである。この間、ゆうちょ銀行については、国債を減らす方向に舵を切った感じではなく、むしろ上期の終わりにかけて若干積み増した動きもあり、一定の国債を積むという半期ごとの計画を消化しているという地合いが強い。このように、地銀についてもゆうちょ銀行についても、計画的に減らしているというよりは、直近のマーケットの環境をみて国債投資を躊躇しているというのが、正直なところではないかと思う。

白井委員

3点質問する。1点目は、ドル／円レートと日経平均株価で再び相関がみられ始めたという説明であるが、取引の中心はマクロ系のヘッジファンドなのかもしれないが、一方で、マクロ系ヘッジファンドは、年初の為替がほとんど動かなかった時にかなりのロスを負い、リスクをそれほど取れないとも聞いている。為替では、IMMやリスクリバーサルをみるとポジションが大きく拡大している訳でもないのに、彼等の為替の取引はよくみえないが、一方でこれだけ為替が動いている。株の方は、現物と先物の合算で外国人の買いがみえている。この点、IMMやリスクリバーサルなどでは捉えられないようなところでの取引が活発になっているのか。もし分かれば教えて欲しい。

2点目は、先程のコモディティの説明で、穀物が上がってきている理由として、新興諸国の景気に対する見方が見直されたという説明であったが、米国の天候要因もあった気もする。もし、新興諸国の景気の見直しであれば、他にももう少し出ても良さそうな気もするが、その点はどのようにみているのか。

最後に、図表8（3）のユーロ圏の超過準備であるが、シーズナリティがあるにしても減っておらず、そろそろボトムに来ている気もする。以前の説明では、超過準備資金に偏在があって、例えば、コア国の場合、資金が余り過ぎておりLTROやMROの金額よりずっと多く、逆に周縁国では足りない状況であるということであった。そのような偏在は今も続いており、超過準備がボトムに来ている状況が今も続いているという理解で良いか。

山岡金融市場局長

最初の為替と日経平均の相関に関連し、2種類のファンドがいる。いわゆるアベノミクスのシナリオにかけているマクロ系と呼ばれる人々と、システム系と言われる人々——数学屋——がいる。マクロ系については、年

初のあまり儲からない環境でこのマーケットから撤退した先もあったことは、白井委員ご指摘のとおりである。一方、システム系は、アベノミクスのシナリオはどうでも良く、過去日経平均が上がる時に円安になったことが多いという数学的な関係だけに目をつけて入ってくる人々で、この人達は世界中を飛び回って、相関をみつけてトレードする。そのような2種類のファンドの影響があると思う。すなわち、マクロ系で、一旦やめたがもう一度トレーディングを始める人もいるし、システム系ファンドで新しく入ってくる人もいると思う。そのうえで、IMMについては、相対取引のカバレッジという点で相当限定的なところがあり、こうした取引は捉えられない。特に、システム系ファンドの取引はIMMのポジションではなかなか捉えられないという問題はあると思う。

2点目の穀物については、後程長井国際局長からも説明があると思うが、白井委員ご指摘のような要因があろうかと思う。マーケットでも、エマージング経済全体に対する過度に悲観的な見方が修正されてきたことに加え、やはり天候要因が作用している。すなわち夏場にかけて一旦は悪いと思われていた天候が実は良かったということがあり、それがまた修正されたという要因も一部に聞かれている。

3点目のユーロについては、基本的には白井委員のおっしゃるとおりの構図ではないかと思う。一般的には、マイナス金利になると全部返した方が本当は良いはずだが全部返せないというのは、周縁国の銀行は沢山借りているが流動性がないので返せない一方、コア国の銀行は、余剰の流動性を貸し出したいところだがリスク管理上無制限には貸し出せないというように、資金の偏在が一定のところ到底だまりの超過準備需要を作っており、その底に当たっているということではないかと考えている。

中曾副総裁

図表2の国債買入オペをみると、超長期国債のオペは、落札利回り、応札倍率をみても結構堅調であるが、どのような人が応札しているのか。超長期なので、年金や生保といった機関投資家だと思うが、そのポートから

剥がしてきているような部分はあるのか。

また、追加緩和からまだあまり期間が経過していないが、国債の市場流動性については、どのように評価しているのか。

山岡金融市場局長

超長期債のオペについては、基本的には証券会社から買っている。そういったところが、これまで安定的な投資家と思われていた生保や年金などから、少しずつ剥がしながら売ってきているということではないかと考えている。元々超長期のゾーンは、1～5年ゾーンのように「そろそろ損切りしたい」、「益出ししたい」と言って処分的に売ってくる人がいるゾーンではない。従って、「これで買ってくれたら儲けもの」的な札が流れて入ってきてやすいゾーンである。そうした中で、本行は相当に大きな額を買っており、かなり高値の札まで買い進まざるを得ない構造になっているので、これがこのようなオペ結果を生んでいる。生保や年金などの安定投資家も含めて、「できれば持っていたいが、この値段なら売っても良い」という札を証券会社が集めてきているのが実情ではないかと思う。

国債の流動性については、前回会合からあまり経っていないが、これまでのところ、特に、短いところで大きな問題が生じているとは認識していない。ボラティリティは若干上がっているが、歴史的な水準と比べると決して高い訳ではない。例えば、図表 11 をご覧頂くと、流動性指標は若干上がってきているが、歴史的な水準に比べると決して高くはない水準にとどまっていると思う。ただ、先程申し上げたように、マーケットのセグメント別にみると、元々流動性があまり高くないゾーンで本行が相当額を買い進めているといった事情もあるので、今後ともマーケット動向を注意深くみていきたいと考えている。

佐藤委員

本日の発行入札で1年物がオーバーパー発行になり、ついにマイナス金利となったが、こうした中での短国の買入れの持続性について伺いたい。

前回会合で改訂された新しいスキームでは、短国買入れについて執行部の裁量が相当広がっていると思う。持続性という点では、従来よりはやりやすくなっていると思うが、拡大された量的・質的金融緩和のもとで、短国買入れの手触り感というような点でどのような変化があったのか。日々オペを運営していく中で、感想があれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

佐藤委員がおっしゃるとおりであり、これまでのディレクティブのまま、マネタリーベースと国債の乖離が開いていき、それを短国で埋めていくことが来年まで続いていくとすると、オペレーションは相当大変であったと思う。それに比べれば、かなり自由度が増し、若干楽になった部分はある。他方、過去との比較という点では、10月時点の残高を維持するためにも10月程度の買入れは平均的には続けなくてはならない。ただ、無理して買いに行かなくても良いということはあると思う。非常にレートが低くなった、あるいは非常に玉が逼迫している時に無理して買いに行く必要はなくなったという点では、フレキシブルになり機動性が増したのではないかと考えている。他方、短国は、潜在的には担保ニーズや海外筋のニーズが強く、金利度外視で買ってくる人もいるマーケットであり、若干でもプラスの金利が付くと買い手が集まってきて瞬間蒸発してしまう傾向がある。従って、短国については、現在の短国残高を維持するためにわれわれが買い進めるだけでも、金利は精々ゼロ近傍程度までにしか上がらず、少しでもプラスの金利が付くと海外などに捌けてしまっていて、われわれがオペで買いに入った時には買えるものがなくなってしまうという傾向が続くのではないかと考えている。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。先に全体観を申し上げますと、前回決定会合以降に公表された指標は、展望レポートで示された判断を変えるものではなかったと判断している。

図表1（1）のグローバルな製造業PMIについて、生産PMIは幾分モメンタムを弱めつつもしっかりと50を超えて推移している。（2）にあるように、先進国が新興国経済を牽引する構図に変わりはなく、（3）の新興国の輸出受注のPMIは、振れを伴いつつも基調として上向いてきている。

図表2の米国経済では、全般に消費主導の回復シナリオの順調な進展を裏付ける指標が相次いだ。図表2－1（1）の第3四半期のGDP速報値について、前回会合で市場予想を上回る前期比年率+3.5%と報告したところであるが、（2）にあるように、その後発表された輸出と輸入の9月分の実績値が推計値に比べて下振れたことから、改訂値では3%程度に下方修正されるのではないかと考えている。ただ、それでも順調な伸びに変わりはなく。（3）の小売売上高は、10月は予想を上回る伸びとなった。その背景には、（4）にあるとおり、遡及改訂もあり9か月連続で非農業部門雇用者数が20万人超えの増加を続けていることが判明した雇用の堅調さがあると考えている。加えて、最近のガソリン価格の下落が、実質可処分所得の増加とコンフィデンスの改善を通じて、個人消費をさらに後押ししていると考えている。こういった消費の良さを反映して、図表2－2（1）の生産関連、（2）の設備投資関連でも上向きの良い指標が続いている。この間、（3）のコアのインフレ率も今のところ加速の気配は窺われていない。その背景には、賃金の伸びが低位にとどまっていることがあると考えている。さらに、最近のガソリン価格の下落およびドル高が、当面ヘッドラインのインフレ率を押し下げる方向に作用している。一方、（5）は労働市場のダイナミズムを示す指標としてよく引用される未充足の求人数、あるいはそこに向けての転職を考えるような自発的な離職者数であるが、これがかなりの水準にまで戻ってきており、幅広い雇用

指標で一段と引締まりが進んでいることがみてとれる。こうしたこともあってか、(6)のFedの利上げ時期に関する市場の見方は、前回会合時以降変化していない。

その中で心配であったのが欧州経済であるが、図表3(1)の実質GDPは、第3四半期に前期比年率+0.6%と、低空飛行ながらも一応成長を続けている姿を維持できた。(3)のドイツの生産も、8月に大きく減少して心配したが、9月に幾分リバウンドし、8月指標も上方修正され、モメンタムは鈍化しつつも何とか踏みとどまっている姿となった。ただ、(4)の輸出はどうか増加基調を維持しつつも、設備投資がロシア情勢の不確実性などもあってか伸び悩んでいる点が気掛かりなところである。この点は、ドラギ総裁も繰り返し指摘している点である。製造業のもたつきはこのような感じで当面続く一方、底堅い個人消費にユーロ安の好影響が次第に現れるかたちで、緩やかな回復基調を維持するという見通しは変えていないが、引き続き十分注意は必要だと思っている。この間、(6)の物価であるが、以前から申し上げているように、食料品価格の前年の裏要因といったことがあり、10月のインフレ率は+0.4%と僅かに上昇したが、エネルギー価格の下落基調もあり、当面同程度の低インフレが続くのではないかとみている。

次に、図表4の中国経済であるが、成長ペースやその背景にある構図に関する判断は変えていない。(1)の複合PMIなどからみる限り、今年通年で当局の目指す7.5%前後の成長率はどうか達成できるとの見方が大勢ではないかと思っている。(3)の輸出は米国向けを中心に堅調に伸びている一方で、(4)の固定資産投資は伸びが低下した状態が続いているという構図は、相変わらずである。(5)の個人消費は、一頃に比べて伸び率は低下はしているが、一応前年比2桁の安定した伸びが続いている。また、この統計に十分に反映されていないインターネット販売も、好調に伸びていると報道されているところである。この間、懸念される不動産市場の調整であるが、政府の住宅取得制限の緩和等もあって、(5)の不動産販売面積に下げ止まりの兆しがみられている。ただ、(6)の新築住宅

価格指数は、比較的過剰在庫が少ないと言われている第1線級の都市でも、住宅価格が下げ止まるにはもう少し時間がかかるとみている。

図表5(1)の新興国の地域別株価であるが、新興アジア経済が米国に続く世界経済回復の第2のエンジンとして一応期待されている。その原動力は、(2)の米国向け輸出の増加である。(3)の台湾や韓国に比べて出遅れ感のあった(4)のASEANの大国も、漸く底打ち感程度であるが出てきたと思っている。(5)のASEANの消費者コンフィデンスも上向いてきたところは心強い。ただ、例えば、インドネシアなどの資源市況の低迷、あるいは中国のリバランスの影響といったこともあるので、(6)のASEANの設備投資関連の需要が回復する段階には来ていないとみている。

図表6の国際金融市場では、米国を中心とする先進国におけるリスクアペタイトが持ち直しに向かったことが、前回会合以降の変化であるが、その一方で、FRBの金融政策正常化に向けた動きが意識されていることもあって、新興国市場全般では、総じて軟調であると判断している。加えて、(5)、(6)で、原油価格の下落等もあってスタグフレーション的な状況に拍車のかかっているロシアとブラジルの通貨が、利上げなどの防衛措置の甲斐もなく、一段と大きく下落したことが懸念材料である。特にロシアについては、ただでさえ脆弱なユーロ圏情勢への影響も大きいだけに心配している。

最後に、図表7の原油価格の市況であるが、夏場以降の下落には依然として歯止めがかかっていない状況である。こうしたことの実体経済への影響については、(3)の欧米でのガソリン価格下落のほか、(5)のアジア諸国でもエネルギー価格が下落傾向にある。こういった実質購買力の増加を通じて消費を後押しする効果が当面は期待できるという意味で、世界経済にとってのプラス材料と判断している。特に新興国経済においては、金融政策の緩和余地拡大も無視できない効果があると思っている。ただ、最近の原油価格の下落は、かなりの程度供給要因が働いていることは事実であるが、どの程度需要の伸び悩みを反映しているのかはやはり不安は拭え

ないところがある。(6)に資源関連株が全体にかなり出遅れて停滞している姿を示しているが、これが続くと、資源開発投資のさらなる抑制などを通じて需要を下押しする可能性はあり、そこは注意が必要だと思っている。

説明は以上であるが、先程山岡金融市場局長から説明があったように、確かに資源価格は区々の動きであるが、背景は商品によって異なっている。新興国のマクロの需要という意味では、今申し上げたようにどんどん落ちるという感じではなく、そこが食料品価格にも効いていると思っている。そういった中で、原油価格の下落には、白井委員ご指摘のような供給サイドの要因もあり、足もとでは供給要因の影響が大きいと理解している。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

石田委員

先程、ガソリン価格の低下によって消費が増えていくという説明があったが、個人消費の中にガソリンも入っているので、消費する品目が単に入れ替わるだけで消費水準は変わらないようにも思えるが、消費が増える理由は何か。

長井国際局長

ガソリンはある程度消費せざるを得ない財であり一定程度の量を消費するが、価格低下でその分お金が浮くので他の消費に回す、というロジックだと思う。

門間理事

石田委員のご質問は、名目金額では変わらないのではないかとということか。

石田委員

そうである。

門間理事

そうであればおっしゃるとおりであるが、名目金額で変わらないが故に、車社会ではどうしても同じ量だけガソリンは買わなければならないので、払わなければならない金額が減り、他のものに回せる分が増えるというロジックである。名目では増えないが、実質で増えるということである。

木内委員

中国の経済指標を10月分までみてもあまり冴えず、中国経済は緩やかに減速している状況が続いていると思う一方で、輸出は意外と堅調——統計の精度の問題もあるかもしれず、海外の状況をみても若干の違和感があるが——である。最近の北京事務所のレポートで、化学産業では、本来設備が余っていて構造調整しなければならないが、なかなかできずに、その分いわゆる輸出ドライブをかけて海外に安く売っているというレポートがあったが、供給過剰のセクターは化学産業だけではなくもっとある。全体として、そのような傾向が出てきているのか。すなわち、内需が少し弱くなる中で、過剰設備対策として、稼働率を上げるために安くても良いので海外に輸出するというような傾向が、むしろ強まっている可能性があるのではないか。通貨をみると、人民元は今年あまり上がっておらず、足もとは若干戻っているとはいえ年初と比べるとかなり低い。2010年から継続的に切り上がっている中では、多分今年是最も上がっていない年なのだろう。この辺りを考え併せると、中国製品が安価で世界に出回り、それがグローバルなディスインフレ傾向の1つの背景になっている状況が、足もとやや強まっているのではないかと思っているが、どうか。

長井国際局長

ご指摘の化学製品のようなことは、いわゆる過剰業種ではある程度同様に起きているのではないかと考えている。2週間ほど前に北京に出張した際、向こうの方とそういう話をしたが、ロジックは同じであった。国内生産にとっては大したシェアではないが、そのような輸出の動きがあるということである。そうはいても、輸入する側からすると、かなり大きい額だろうと思う。特に、近隣の新興アジア諸国との競合が幾つかの分野で起きているのではないかと考えている。ただ、足もとの中国の輸出——私も最近輸出が結構強いと考えている——は、iPhone 6 関係など I T 絡みの輸出も伸びているので、全てがそのような輸出だとは思っていないが、そういった地合いは少しはあるのだろうと考えている。

森本委員

同じく中国についてである。足もとやや低下傾向ながら安定成長であることに変わりはないと思うが、長井国際局長が出張時に、中国の環境改善に対する本気度を非常に強く感じたということだった。環境投資というプラス面と、生産面や運輸・交通面などでは色々な抑制があると思う。自動車産業などにはプラス面もあろうかと思うが、これからの環境面への取組みで、短期的な観点からと中期的な観点で、経済全体にどのような影響があると感じられたか。その辺りを伺いたい。

長井国際局長

出張の際の感想としては、リバランスや構造改革の中で、環境ということとは美辞麗句で形式的なことだろうと考えていたが、意外とそれで意思決定がなされていることが多いと思った。どの工場を止め、どの工場を生かしてどの雇用を守るのかといった判断において、垂れ流しをしている工場ほど優先的に止められているということを非常に強く感じた。それは、向こうの当局や研究者に伺っても共通認識であった。その中で、実際に環境投資などのビジネスがどの程度拡大してくるのかということについて、中

国在住の日本の企業の方とも議論したが、直ぐにお金になる話ではなく、コストが非常にかかる話なので、急に環境のために多額の投資をして、一気に綺麗な産業になるというのはなかなか難しいだろうと思っている。そういった意味では、当面は、需要を押し下げ、汚いものを出さないというかたちのインパクトの方が大きいのではないかとと思っているが、長い目でみれば、大きなビジネスチャンスがあって、そこを基準に景気循環が動いていく可能性もあるのではないかとと思っている。

森本委員

生産などにも相応に影響してきそうな感じはあるのか。

長井国際局長

今回の資料にも書いているが、先月の生産が少し落ちているのは、「APECブルー」を演出するために生産を止めたことが影響しており、環境問題は本当に深刻のようである。これは、実際に11月の生産やGDPの数字にも出てくるだろうと思っている。これは短期的なことではあるが、そのように、環境に対してフレンドリーでないものを止めていくという決意が強く、これは、緩やかにではあるがGDPの押し下げにも、ある程度有意に効いてくるのではないかとと思っている。

石田委員

先程の門間理事の説明は非常に説得的であるが、基本的に、相対価格の変化が実質消費に影響するという理解で良いのか。

門間理事

相対価格もそうであるし、バスケットでみて全体的に価格レベルが下がるので、実質所得が増え、その分実質消費にプラスに効くということである。

白井委員

ユーロ圏と米国の物価動向をみると、ユーロ圏の方がエネルギー価格下落の影響を大きく受けているような気がする。感応度が高いのだろうと思うが、図表7（4）の家計支出に占める輸送用燃料の割合は、車社会の米国では6.7%とユーロ圏の4.8%よりも高いが、そのわりには、ユーロ圏の方がエネルギー価格のインフレ率に及ぼす影響が大きいと感じている。もしかしたら、CPIのウエイトが違うのかもしれないという気もする。CPI——米国の場合はPCE——は、ユーロ圏の場合、帰属家賃が入っていないのでその分エネルギーのウエイトが高いのか、あるいは何か別の理由で感応度が高いのか。もし分かれば教えて欲しい。

2点目は、米国のインフレ率についてである。CPIでみると、コアでは7月は+1.9%までいったが、それ以降下がって今は+1.7%である。PCEでみても+1.5%であるので、米国の物価上昇圧力は今のところ確認できない。それはなぜなのか。ユニット・レーバー・コストでみると、前年比では7～9月期は+2.4%まで上がってきており、労働市場の Slack の改善が物価上昇に影響しても良いと思うが、そのわりに効いていない。この理由として3点考えられると思う。1つは、米国の企業利益が非常に好調なために労働分配率が下がっている、2つ目はよく言われるドル高の影響、3つ目はエネルギー価格である。これらが影響し合ってユニット・レーバー・コストの上昇分を相殺しているというような考え方で宜しいか。

長井国際局長

ユーロ圏の物価の方が米国よりエネルギー価格の感応度が非常に高いという実感はなかった。

白井委員

ウエイトについてか。

長井国際局長

実際の物価である。少なくとも足もとは、エネルギー価格の下落がユーロ安とオフセットされ、米国のC P Iのヘッドラインの方が、エネルギー価格の下落に従って素直に落ちていたという感じを持っていた。ただ、ユーロ圏も、既往のユーロ高の影響もあるので、為替も含めて判断しなければならぬと思っている。ご質問のあったウエイトの違いが、どの程度感応度に影響を与えているかは、調べて報告させて頂きたい。

次に、米国のコアC P Iについてであるが、F e dのメンバーもかなり懸念していると思う。最近のF O M Cのステートメントでも、先行きの物価がずっと2%より低いままであるリスクについては、むしろ警戒感が下がっていると思っている。今回の資料ではコアC P Iの上昇リスクと下落リスクについて両論併記としているが、ヘッドラインがドル高とガソリン価格低下で落ちていく一方、J O L T S統計やU 6などはかなり引締まってきたおり、物価もサービス価格やコアのところは結構上がってきている。レントもじりじり上がってきているので、いずれ物価は上がってくる筋合いなのだろうと思っている。そういった意味で、これだけ色々な失業率が引締まってくると、当然物価は上がってくるだろうというのが大体のコンセンサスで、あとはペースとタイミングだけだろうと思っている。

黒田議長

ここで5分間のコーヒーストップを取りたいと思う。14時55分に再開する。

(14時49分中断、14時55分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

本日お配りしている資料－４（参考計表）【追加】でGDPについてご説明し、事前にお配りしてある資料－４（参考計表）に沿ってそれ以外をご説明する。

まず、追加資料の図表１であるが、ご案内のとおり、実質GDPは４～６月に前期比－1.9%、年率－7.3%と大幅に落ち込んだ後、７～９月も前期比－0.4%、年率－1.6%と小幅ながらマイナスとなった。需要項目別の寄与度をみると、民間消費は＋0.2%とプラスに転じはしたが小幅にとどまっている。設備投資はほぼ下げ止まったが、持ち直すには至らなかった。住宅は、４～６月と同程度のマイナス寄与、すなわち大幅なマイナスが続いた。公的需要については、公共投資等が増えて成長を支えた姿になっているほか、純輸出は＋0.1%と小幅にはなったがプラス寄与が続いた。この間、在庫については、４～６月が＋1.2%の寄与であったが７～９月は－0.6%と、幅は半分ではあるがはっきりとしたマイナス寄与となり、在庫調整の姿が窺われた。当然、在庫のマイナス寄与を除けば全体として少しプラスになるが、極く僅かであり、最終需要全体としては７～９月のリバウンドは弱かったことを、GDP統計が示す姿となっている。事前の民間予測が、７～９月は前期比＋0.5～＋0.6%、年率＋2%強であったので、かなりの下振れとなった。これについては、家計調査のサンプル要因があるのではないかということや、需給指標、失業率等をみると、前年と比べかなり改善しているが、実質GDPの前年比は－1.2%であり、需給指標と整合的ではないことなど、本当に経済の実勢がGDPに示されるほど弱いのかという点には、違和感がない訳ではない。ただし、定性的には、７～９月は消費税率引き上げの影響が残り、天候不順の影響もあって、景気はもたついていたという評価にならざるを得ないと思う。なお、2014年度の成長率については、現時点では、10～12月以降、前期比＋1.5%、年率＋6%程度の高い成長率となったとしても、0%にとどまる計算となる。来月公表の2次QEは、昨年度が確報化されることもあって、かなり変わり得るが、今年度全体としては0%近傍、精々極く小幅のプラス成長

とみておいた方が良いのではないかと思います。

次に、図表 1（3）の景気動向指数をご覧頂くと、先行指標はここ数か月下げ止まりから持ち直しの兆しが出始めており、一致指数についても下げ止まりの兆しが出ている。このように仔細にみると、景気にも下げ止まり感が出てきて、反動減にも歯止めがかかりつつあるのではないかという感じがしている。以上が GDP と景気動向指数である。

事前にお配りしている資料－4（参考計表）をご覧頂きたい。前回会合でご説明しているところが多いので、簡潔にご説明する。図表 3、図表 4 の公共投資は、先行指標である公共工事請負金額をみると、このところ、対策の息切れから反動減となっているので、工事進捗ベースの公共工事出来高についても、当面は高水準だと思うが、その先次第に減少傾向に転じていくと思う。

輸出入は、前回ご説明したとおりであるが、図表 5 で輸出について改めて数字を申し上げておくと、四半期でみると 1～3 月、4～6 月と小幅の前期比マイナスであったが、7～9 月は +1.6% とプラスに転じている。このため、輸出の判断としては、前月までの「弱めの動き」から「横ばい圏内の動き」と若干修正することが適当ではないかと思っている。

図表 12 の企業収益については、計数は載せていないが、このところ上場企業の収益が出ているのでその感を申し上げておく。連結ベースの経常利益については、7～9 月は製造業が牽引するかたちで引き続き増益で、どうやら 2 桁の増益となった模様である。これは、円安もあり堅調な海外事業の収益が増加していることの影響が大きい模様である。

図表 13 で企業マインドの月次指標をご覧頂きたい。全体として良好な水準を維持しているという評価は変わらないと思うが、このところやや慎重な動きもみられている。とりわけ、(5) 帝国データバンクをご覧頂くと、大企業もやや慎重ではあるが、中小企業の方が相対的に慎重度合いが大きめではないかという感じがしている。この辺りの背景として 3 点考えている。1 つ目は、消費、住宅のもたつきが想定より長引いていること、2 つ目は、中小が相対的に弱めだが、円安によるマイナス面の影響がマイ

ンド面にはやや強めに表れている可能性があること、3つ目に、10月は前半に2度の台風があり、これも影響している可能性もあろうかと思う。

そのもとでの設備投資であるが、図表14をご覧頂くと、全体として引き続きしっかりしているという評価で良いと思っている。月次の指標をみると、先行指標の機械受注は、9月の船舶・電力を除く民需は前月比+2.9%と、4か月連続の前月比増加となった。この結果、7～9月では+5.6%で、それなりのリバウンドがみられた。一致指数である資本財総供給も、振れを伴いつつも持ち直してきている。一方で、建築着工床面積については、7～9月も-2.7%と4～6月に続き小幅ながら減少している。以前から申し上げているとおり、これには、どうやら建設分野の供給制約が影響しているのではないかと考えているので、必ずしも需要が弱いとは思っていない。従って、建設分野については、当面大きくは下がらない一方、上にいく可能性も小さいという感じでみておく必要があるのではないかと思う。設備投資全体としては、堅調な企業収益を背景に緩やかな増加トレンドをたどるという見方に変化はないが、足もとの判断については、GDPベースの動きが各種駆け込みの反動の影響が長引いており、必ずしも明確にリバウンドしていないので、前月までの「緩やかに増加している」から「緩やかな増加基調にある」と、判断を若干修正することが適当と思っている。

続いて、図表17の消費である。9月の数字は、前回会合でほとんどご説明しているが、その後新たに出た数字で目立ったところでは、10月の乗用車販売がある。含む軽でみると、9月に前月比で4.1%増えた後、10月は前月比-1.0%と小幅の反落にとどまった。この結果、10月の7～9月対比は+1.6%と、7～9月の+1.1%に続き小幅ながら2期連続のプラスになっている。このように、乗用車販売は、他の指標に比べると出遅れ感はあるが、概ね下げ止まってきたのではないかと思う。それ以外の関連指標も含めると、消費は、全体として持ち直しに転じてきていると考えられるが、その背景には、雇用・所得環境の改善傾向が維持される中で、反動減の影響が和らいできており、天候不順の影響も収束してきたことがあ

ると判断している。

ただ、図表 21 の消費者マインドをみると、10 月の数字が出ているが、ややもたついている。この背景は、はっきりはしないが 2 点考えられる。1 点目は、9 月から 10 月にかけて円安が進み、そのマイナス面がかなり強く報道されたことが効いていると思われる。2 点目は、消費税率引き上げの議論が 10 月に再び高まったことである。昨年もそうだったが、消費税率が上がる時はマインドが一旦悪化方向に影響される。この 2 つが主に効いていると思う。いずれにせよ、マインドがどのようなになるかは、引き続き注意してみていきたいと思う。

図表 22 の住宅をご覧頂くと、9 月の新設住宅着工が 88 万戸と、8 月に続いて 2 か月連続で小幅増加となっている。このため、着工ベースではどうやら下げ止まりつつあるのではないかと思うので、工事ベースでも先々下げ止まっていくのではないかと期待している。ただ、関連業界に聞くと、「下げ止まりかもしれないが、引き合いに手応えがなかなか感じられない」という声もまだ多いので、下げ止まった後再び増加に転じるかどうかについては、なお不確性があると思う。

図表 24 の生産も前回ご説明したとおりであるが、9 月の生産は前月比 +2.9%とはっきりとした増加に転じ、在庫もマイナスに転じ、在庫調整が進み始めたのではないかというところである。企業へのヒアリングでも、10~12 月、1~3 月とも、現時点では前期比で小幅のプラスを予想している。この背景には、消費税率引き上げの影響が収束に向かって、在庫調整も自動車中心に進捗していくということがある。ただし、内外需とも力強さを欠くだけに、下振れ方向のリスクには引き続き注意が必要であると思う。

図表 28 の雇用では、前回会合以降、毎月勤労統計が公表された。今朝ほど確報が出たが、9 月の常用労働者数は前年比 +1.7%で変わらず、かなりしっかりしている。9 月の賃金は、+0.8%から +0.7%と、いつものように若干下方修正されたが、引き続きはっきりしたプラスである。9 月はボーナスが出ない月なので、ボーナスが出ていた 6 月、7 月と比べれば

賃金の伸びは低下しているが、均してみると1%前後のプラスを続けている。雇用者所得としては、9月は+2.5%が+2.4%となったが、前年比2%台の伸びが続いており、雇用・所得関係はしっかりしているということで良いと思う。

最後に物価である。図表33をご覧頂くと、前回会合以降では国内企業物価が出ており、10月は前月比で-0.6%、3か月前比で-0.8%と下落に転じている。中身は、やはり原油価格下落の影響が大きいですが、それ以外では、鉄鋼関連で10月は下期の値決めがそろそろ行われるが、それまで鉄鉱石、石炭が下がっていたことが反映されたということ、あるいはこのところアジアの需給が緩慢であるという辺りも、どうやら影響しているようである。われわれは、11月、12月についても、3か月前対比で見れば同程度のマイナスが続くのではないかと考えている。消費者物価については、前回ご説明したとおり9月が+1.0%であるが、10月の全国がどうなるかについて、その後東京や大阪の中身を吟味して考えたところ、どうやら1%を切り+0.8~+0.9%辺りになるのではないかと考えている。その後11月、12月にかけては、エネルギー価格の前年比がさらに低下するので、それ以外のものが若干改善したとしても、年内は1%を若干下回って推移する可能性が高いと考えている。

以上を簡単にまとめると、景気は、ここに来て、春以降反動減が出ていた消費や住宅といった需要項目に下げ止まりから持ち直しの動きが出ており、生産面でも在庫調整の進捗を示唆する動きがみられている。企業収益、雇用・所得環境がしっかりしているので、前向きの循環メカニズムが崩れているとはみていない。ただし、GDPにも示されるように、景気のもたつきがやや長引いて、マインド面でも企業・家計とも慎重さがみられることも事実であり、前向きの支出行動に変化が生じることがないか注意してみていきたいと思う。物価については、CPIが1%を若干下回ることも含めて、大体现状程度で当面推移するのではないかと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

宮尾委員

今回のGDP統計は、色々な意味でサプライズであった。特に、予測の難しい在庫と設備投資が、資本財総供給などの基礎統計ではある程度持ち直しているようにも窺えるが、まだ持ち直してはいなかったということではないかと思う。調査統計局でも推計していたと思うので、率直な感想というか、どこがどのようにサプライズであったのかを教えて欲しい。12月に2次QEで改訂されるが、その見通しも難しいと思う。例えば設備投資に関しては、法人季報を待たなければならないが、多少上方修正が見込めるのか、いやいやそこは少し慎重なのか。また、在庫について、ここまで在庫調整が進んでいるということは、生産からはそれほど窺えないと思うので、それも少し上振れて着地しそうなのか。もし分かればその辺の感触を教えてほしい。

前田調査統計局長

今回の民間の見通しは、先程申し上げたように前期比 $+0.5\sim+0.6\%$ であり、1番低くても $+0.2\%$ だったと思うので、マイナスを予想していた人はいなかった。われわれも2つの方法で推計しているが、ややサプライズだったのは事実である。下振れの中身は何かというと、直前の予想に比べれば在庫と設備だったと思うが、在庫については、寄与度が -0.6% となったからと言って在庫調整が進捗しているとは思っておらず、寄与度でみて 1.2% 増えた後の 0.6% の減少であるので、在庫調整が始まったという程度のイメージだと思う。これによって在庫率が下がっている訳ではない。メカニズムとしてはあの程度在庫がマイナス寄与することはあり得ると思うが、直前に出た基礎統計をみる限り、ここまでいくとは思ってなかったという感じである。設備については、場合によってはゼロ近傍もあり得るのではないかと考えていたので、これについてはそれほどサプラ

イズではない。設備投資の推計方法は、全体の固定資本形成を推計した後、公共投資と住宅を引くという方法であり、公共投資は実態よりも恐らく進捗しているという推計になっていると思うので、そういう時は設備投資が実勢より弱めに出ることはあり得ると思う。そのうえで2次QEがどうなりそうかについては、法人季報次第だが、これもボラタイルな統計なので期待はしたいが、設備投資が必ずしもプラスに転じるとまでは言えない。4～6月の設備投資のマイナスに大きく寄与したのものとして、リースが非常に落ちたということがある。また、金融機関の設備投資が1～3月に大幅に増加した後、4～6月に大幅に減少した。これらについては、リース統計などをみる限り7～9月はリバウンドしている感じがあるので、多少その辺りに期待したい。ただし、法人季報次第では、それが打ち消されてしまうかもしれないということはある。

そう申し上げたうえで全体のGDP統計については、GDPは一定のルールに従って推計されているので、そのこと自体が短期的には振れをもたらす傾向がある。実質GDPの前年比は-1.2%と先程申し上げたが、需給関係指標をみると、例えば失業率は1年前が4.0%で今は3.6%に改善している、労働投入量も上がっている、稼働率も下がっていないということで、需給バランス自体は1年前よりも改善している。両方が正しいとすると、潜在成長率が大分マイナスだということになってしまうが、需給指標からみると、本当にこれほど弱いのだろうかという感じを持っている。1つの要因は、前々からご説明しているとおり、家計調査がどうも弱く出過ぎており、これを補正すると、その乖離の半分とまでは言わないが何がしか乖離は縮小されるのではないかと思っている。ただ、速報時点では家計調査が使われ、確報化される来年12月までその状況が続くので、かなり先にならないと改訂されない。従って、暫くはあまり期待しない方がよいと思う。申し上げたいのは、個人的には、経済の実勢とGDPが若干乖離している感じがするということである。ただ、それでは7～9月は景気が強かったかということ、もたついていたことも事実であり、定性的な判断はそういうことだろうと思っている。

佐藤委員

GDPに関しては、7～9月期の数字なので既に過去のニュースであり、先程の説明にあったように、私も、恐らく夏場で最悪期は脱したのではないかというような感触を持っており、その点は違和感はない。ただ、若干気になるところもある。1つは新車登録、もう1つはマインド面の変化である。

1点目の新車登録について、少し細かいが、乗用車の新車登録台数が含む軽と除く軽でずいぶん乖離が出てきている。報道によると、軽自動車では販売台数を稼ぐためのディーラー自身による登録があるようであり、流通在庫のようなものが溜まっているだけという可能性もあると思う。そうすると、含む軽と除く軽のどちらが実勢に近いのかというと、実は除く軽の方が実勢に近い可能性もあるのではないかと思っている。その辺りに関連し、流通在庫がどの程度統計を押し上げているのかについて、もし何か情報があれば教えて欲しい。

2点目は、マインド面の変化である。消費に関しては、商業販売統計等の供給側の統計をみる限り、今の新車登録のような若干疑義のある点はあるが、概ね前年水準まで復してきており、駆け込み需要の反動減の影響は解消しつつあると思う。一方で、景気ウォッチャー調査の現状、先行き判断、現状水準判断DIともに、直近弱含んでおり、内閣府も判断を引き下げている。この景気ウォッチャー調査の弱さが少し気になるところである。というのは、景気ウォッチャー調査は、ご承知のとおり、目先の景気あるいはマーケット、GDP等に対して先行性が高いということで、マーケットの注目度合いも非常に高いと思うし、私も注目している。これが図表21で見ると明らかに垂れてきているが、これは一体何を意味するのか。景気ウォッチャー調査では、弱気なコメントが多く載っている。弱気のところだけ拾い出してみると、週末に台風が2つ来たという天候要因で売上が削がれたということ、消費税増税に対する懸念といったようなものがあり、これらがマインドを下押ししていた。それからもう1つは、中小企

業で円安によるコスト高で利鞘が圧迫されているといったことも、主な理由として挙げられていたと思う。前二者、すなわち天候要因と消費税の要因は恐らく剥落していく性質のものだと理解しているが、円安によるコストプッシュについては、先々こうしたマインドの悪化を通じて景気に悪い影響を及ぼしていく可能性がないのかどうか、景気ウォッチャー調査全般に対する見解と一緒に教えて欲しい。

前田調査統計局長

最初に新車登録についてであるが、図表 19 に軽を含むベースと除くベースの計数を掲載しているが、前月も申し上げたと思うが、含む軽が9月に上がった時は、決算対策もあって軽の一種の押し込みのようなことが起きたというような話も聞いていたので、10月に反動が出るかと思っただが意外と出なかった。従って、押し込みの部分もあるが、多少売れ始めている部分もなくもないのではないかと、期待も込めてではあるが思っている。軽については、来年4月に保有税が引き上げられるので、もしかするとこれから駆け込みのようなものが出てくるかもしれない、意外と落ちないかもしれないとも思っている。除く軽ベースでは、下げ止まっているという評価で良いと思うが、除く軽で弱い理由が2つある。1つは、ホンダ車のフィットやヴェゼルでかなりのリコールがあった。ホンダを買っていた人が全員他社の車に乗り替えれば良いが100%は乗り替えないので、これが一部影響している可能性がある。もう1つは新車販売で、消費税引き上げ後新型車の投入があまりなかったことも効いていたと思う。前者の影響は徐々に収束していくと思うし、後者についても、この下期位から新型車——スバルのレガシー、マツダのデミオのSUV、ホンダのレジェンド等——が出てくるので、これがある程度支えてくれるのではないかと、これも期待を込めてではあるが思っている。

次に、景気ウォッチャー調査については、おっしゃるとおり10月が結構垂れており気にはなっている。幾つか要因があるが、10月は天候と消費税が効いたように思う。同時に、景気ウォッチャー調査は原計数である

が、季節要素が結構あり、9月は比較的高く出て10月は反動で下がるが、季節調整値はそこまで下がっていない。

佐藤委員

季節調整値も3つとも下がっている。

前田調査統計局長

下がっているが、下がり方はそこまで大きくない。

佐藤委員

確かにそうであるが、現状、先行き、現状水準判断D Iともに下がっている。

前田調査統計局長

原計数では3ポイント程度は下がっているが、季節調整値だとその半分程度の下がり方なので、もしかすると天候等で説明できる範囲内かもしれない。とはいえ、強くないことも事実である。円安については、9月から10月にかけて「円安は悪い」という報道がなされたことも影響していると思う。私自身は、マクロでみれば円安はまだプラスではないかと思っているが、円安が進んだ場合にマイナスの影響を受ける人も多く、D Iのようなものを取れば、例えば中小企業や景気ウォッチャー調査のようなところに少し弱めに出てしまう可能性もある。今後もその可能性はあるので、一応念頭に置いておく必要があると思う。ただ、これについても、結局のところ今なぜ円安がマインド的に悪く出ているかということ、消費税で景気もたついているところに円安が来ており、ダブルで効いている面があるということであり、景気の実勢自体がしっかりしてくれば、そこまで悪くは取られないのではないかと思う。

白井委員

3点質問する。1点目は、需給ギャップに関してである。需給ギャップの推計に関して、資本ストックや労働から計測する潜在成長率を使って推計する需給ギャップは、潜在成長率が0.6%から若干低下しているかもしれないが、今回のマイナス成長を考えると、需給ギャップは悪化するかたちになると思う。実際にGDP統計をみると、消費税を除くと確かにGDPデフレーターの前期比はほぼフラットなので、デフレにはなっていない。デフレにはなっていないが、どうも価格転嫁力が落ちてきている感じがする。例えば、耐久財の価格が落ちており、消費税を除くと7～9月は4～6月に対してマイナスになっている。食料等の非耐久財も上昇率が相当落ちている。一方で、輸入価格は、企業物価指数では前年比4%台の伸び率で明確に上がっているにもかかわらず、価格上昇幅が落ちているということは、価格転嫁力が相当落ちている感じがするので、潜在GDPから推計する需給ギャップでみると、結構弱い感じがする。もう1つのいわゆる日銀流の労働ギャップと資本ギャップから推計する需給ギャップでは、先程説明があったように、悪くない。労働市場も比較的堅調であるし、設備投資は、新しい設備への投資があまり増えない中で古い設備をどんどん処分しており、減耗分を差し引いて計算しているので、資本ギャップ、労働ギャップから推計する需給ギャップは、むしろ改善しているような気がする。そうすると、7～9月は反対に出るのではないかという気がする。経済は様々な角度からみななければならないが、潜在成長率から推計する需給ギャップは悪く、先程言ったように価格転嫁力が落ちていることも一貫してみえる。労働ギャップと資本ギャップから推計する需給ギャップでは、恐らく改善しているであろう。ユニット・レーバー・コストも、ボーナスもあったと思うが7～9月は非常に良く、3.8%程度だと思う。このギャップをどのようにみているのか、意見を伺いたい。

価格転嫁力が落ちているのではないかということに関連して2点目の質問だが、いわゆる東大日次物価指数とCPIの乖離についてである。東大日次物価指数には、特売と普通品があり、区別したものが公表されてい

ないのでよく分からないが、少なくとも7月以降の東大日次物価指数は、前年比で0%程度であったものが-0.5%程度まで落ちてしまっているの、やはり特売が増えているような気もする。そうしたことから考えると、やはり価格転嫁力が弱いような気もする。その辺りをどうみているのか教えて欲しい。

最後に、企業物価指数についてである。10月の国内企業物価の伸び率が下がったが、その主因は、説明があったように、コモディティ関連、すなわち素原材料と中間財の輸入品価格の伸び率の低下だと思う。一方、円安で、耐久消費財や資本財の輸入品価格はむしろ上昇率が上がっているので、企業物価指数では2つのことが起きていたことになる。コモディティ関連価格は上昇率を押し下げる要因として働く一方、円安を通じて財の価格は上がってきている。しかし、ネットで見ると、コモディティ価格下落の要因の方が恐らく大きく、企業物価指数の伸び率が下がることになっていると思う。そういうことからみると、耐久消費財や資本財は、輸入品の値段が上がってきて、CPIに占める耐久財などシェアの方が大きいので、いずれCPIに影響してくるのではないかと思う。一方で、昨年のもやコモディティ価格下落の影響も出てくるが、ラグを伴って、耐久財等の値段の上昇も出てくるのではないかとみている。年内は1%を下回るとの推計——私もそう思っている——だが、来年位には、下げ圧力を、相殺まではいかないかもしれないが少し削ぐような影響があるとみているのか。

前田調査統計局長

ご質問は全て物価に関連することだったと思うが、ギャップについては、われわれの方法で計算しても、1~3月をピークにその後ギャップは少し悪化していると思う。4~6月に続き7~9月も恐らく少し悪化していると思うので、前期比、瞬間風速では、ギャップは少し緩んでいる——前年比では、まだ日本銀行の方が高いと思うが——と思う。小売業の皆さんに聞くところでは、消費がもたついている中で、「4月の消費税率引き上げ時に、フル転嫁という国としての方針もあったので価格を上げてみたが、

その後消費がついてこない。従って、少し値戻しする」というようなことが、今起きていることだと思う。短期的には、消費がもたつけば、価格支配力とまで言えるかどうか分からないが、やはり物価は多少弱めに出てしまうということだろうと思う。ただ、除く食料・エネルギーの前年比はそれほど急に落ちている訳ではなく、0%半ばそこそこで安定的に推移しているので、価格上昇圧力がここで腰折れするところまではいかないと思っている。

円安、PPIのお話があったが、白井委員ご指摘のとおりである。原油価格下落、国際商品市況下落は、PPIベース、卸売物価ベースでは比較的早めに反応する。従って、10月のPPIもかなり下がった。CPIも、多少ラグはあるが早めにガソリン価格に影響していくので、エネルギー価格下落の影響は、CPIも含めてやや早めに出てしまう。一方で、円安は、勿論エネルギー価格にも影響するがそれ以外の価格にも幅広く影響するので、企業として上げるかどうかの意思決定に様々な材料や情報が必要となり、ラグを伴う。従って、おっしゃるとおり、初めにエネルギー価格の影響で下がった後、円安がラグを伴いながら徐々にプラスに効いてくると思っている。最近、食料品等でも値上げの発表が増えているが、「若干迷っていたが、円安が続くようなので値上げを決めた」というような動きもあると思う。ただ、この辺りを全部足した場合にCPIがどうなるか、来年1~3月にしっかり上がっていくかどうかについては、現時点ではまだ何とも言えないと思う。春の段階でも、値上げが広がった前年との対比等がある。結局のところ、円安にしてもエネルギーにしても、一時的には振れを作り出すものでもあるが、サービス価格のような基調的な部分がしっかり上がっていくかどうか重要だと思う。そのためには、これから景気がしっかりしていき、来年春にかけて賃金がしっかり上がっていくことが重要だと思うので、CPI全体というよりは、もう少しコア的なところをしっかりとみていく必要があると思っている。

木内委員

7～9月のGDPが非常に弱かった——だからと言って、後退だとは思っていないが——ことに関し、違和感があるという説明であった。ここまでサプライズになったことの理由の1つには、マイナスの予測がなかったこともあるのではないかと思っている。後からでは何とでも言えるのかもしれないが、例えば、鉱工業生産や全産業活動指数などサプライサイドの7～9月はマイナスであったので、マイナス成長が本当に想定外なのかというと、そうでもないと思う。4～6月に消費税の影響であれだけ落ちた後なので、7～9月は当然プラスだという民間エコノミストの思い込みがあったのではないか——感想であるが——という気もする。前年比でマイナスということが他の指標と整合性が取れないというのはそうかもしれないが、それは必ずしも7～9月の数字の歪みとは限らない。

前田調査統計局長

4～6月からそうである。

木内委員

前年比では過去1年間の歪みが累積されるので、その辺りも考えると、予想外の数字ではあったが、全くおかしい数字ということではないのではないかと思った。これは感想である。

質問は、スーパーの販売価格についてである。月次の消費ヒアリング調査をみると、必ず、食品スーパーが比較的強く、総合スーパーが弱い。こういう状況が続いているが、これは、食品の消費は比較的安定しているが、総合スーパーで売っている食品以外の日用品や衣料品が弱いのでこのような状況になっているのか、それとも総合スーパーでは食品も弱いのか、どちらなのか。また、コメントをみていると、値下げ戦略をさらに強化すると回答している総合スーパーがあるが、値下げの対象品は一体何なのか、どの商品の値下げを強化しようとしているのか、分かれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

大手小売何社かに聞いても、色々な業態を抱えているが、GMSが1番駄目だと言っている。理由ははっきりとは分からないが、以前のように大型店を作って車で人を呼ぶ際に、ガソリン高も影響しているかもしれないが、品揃え的に、例えば衣料品ではユニクロ等もあるのでGMSでは買わない、食品についても結構しっかりした品揃えで食品に集中している食品スーパーもあるので、相対的に割り負けているという声が多い。ここに来て弱いというよりは、ここ2～3年、この業態がじわじわ厳しくなっているようである。その中で、どのような形態にしていくかを相当悩み、外食を中心にするなど色々検討されていると理解しているので、業態の問題なのではないかと思う。その中で値下げをするということであるが、基本的に加工食品などを中心に値下げをすると聞いている。勿論日用品もあると思うが、今のところは食品を中心に値下げをすると聞いている。

木内委員

どちらかというところ、加工食品の値上げはある程度進んで、それ以外の衣料品等が下がっている印象があるのだが、スーパーではどうか。

前田調査統計局長

おっしゃるとおり、今年の春頃から食料工業製品がずっと上がってきたのだが、9月、10月辺りでは、東京、大阪をみてもそうだが、ここに来て加工食品が少し頭を打っている。値上げしてみたもののなかなか売れないので、若干値戻ししているという感じがする。

最初の点のご感想ということであるが、私もマイナスになる可能性も十分あるのではないかと理解していた。ただ、鉱工業生産はマイナスだが、第3次産業活動指数はプラスである。全産業活動指数は、8月まではマイナス——7～8月で-0.4%——だが、9月は恐らくプラスになるので、7～9月ではゼロ近傍ではないかと思う。そういうことからすると、7～9月のGDPの-0.4%というのは、やや大きめのマイナスではないかと

感じている。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料－5（参考計表）をご覧頂きたい。まず、インフレ予想であるが、この間、幾つかのことがあったので、調査時期とともに申し上げたいと思う。幾つかのことというのは、10月中に原油価格が下がったこと、10月末に量的・質的金融緩和を拡大したこと、11月入り後消費税を巡って色々な議論があったことなどで、調査時期によってデータを解析する必要があると思う。まず、図表1（2）の内閣府の消費動向調査は、基準日が10月15日で、今申し上げたうち後の2つは入っていないが、前月対比では若干上がっており、加重平均で言えば、9月の2.93%が10月は3.01%と若干上昇している。図表3はエコノミストのインフレ予想で、（2）のESPフォーキャスト調査は調査時点が10月29日から11月5日なので、われわれの量的・質的金融緩和の拡大が入っている。一方で、10月からみれば1か月間で原油価格が下がっていることの影響もそれなりに効いているはずである。消費税率引き上げの影響を除くベースをみると、2014年度が10月1.16%から11月1.10%と6bp、2015年度が10月1.18%から11月1.11%と7bp下がっている。2016年度は変わっていない。このように、足もとのところが下がっているが、原油価格の下がり方に比べると、それほど大きくなかったのではないかと思う。例えば、3か月前頃とあまり変わらないので、われわれが見通しを下げている中であっては、それほど大きな変化ではないと思う。図表4のQUICKの月次調査については、調査時期が10月28日から30日で、量的・質的金融緩和の拡大がぎりぎり入っていない、10月31日の決定会合前のデータである。前月比でみて頂くと、各年限で若干下がっている。前回申し上げたとおり、大き

くみれば、夏場頃から横ばいという感じである。インフレーション・スワップ・レートとBEIは、日次のデータがあるので数字を申し上げる。前回会合前日の10月30日と昨日までの間の状況を申し上げると、(2)のインフレーション・スワップ・レートの5年先5年は、前回会合前が0.92%であったのが昨日は1.10%と18bp上がっている。5年物も、1.02%から1.20%と18bp上がっている。2年物は、1.36%が1.30%とこちらは6bp下がっている。(3)のBEIは、10月30日に1.07%で、前回会合直後の11月5日に1.29%と20bp強上昇した後、ここ2～3日は下がっており、今は1.20%である。従って、行って来いで13bp上がっている。因みに、2年物のインフレーション・スワップ・レートについては、2年物では消費税の関係が当然効いてこなければならぬが、それにしてもあまり動いていない。前回もご質問があって申し上げたが、この2年物のインフレーション・スワップ・レートは指標として使えないという感じを持っている。以上がインフレ予想関連指標である。

次に、図表11のボリューム関係である。民間部門総資金調達は、9月、10月と変わらず+1.0%である。最近は大体このような水準で、前年比1%内外で暫く来ている。銀行貸出については、10月は+2.5%と若干前年比が拡大しているが、これは為替換算の影響が半分程度あるので、実勢は大きくは変わっておらず、2%台前半から半ばというイメージで良いと思う。図表13で、今朝出たデータがあるので申し上げる。(2)の業種別、四半期であるが、製造業が6月+0.6%の後、9月は+0.2%と若干下がり、非製造業は+2.7%から+2.7%で変わらなかった。引き続き非製造業の方の伸び率が高いが、製造業が下がった理由としては、以前あった大手食品メーカーのM&A案件がJBIC等にパートアウトされたことの影響が半分程度あるので、実勢が変わっているという感じはあまり受けていない。

最後に、図表19のマネー関連である。10月のマネタリーベースの前年比伸び率は、9月とあまり変わらず+36.9%となっている。M2は、+3.1%から+3.2%と0.1%ポイント上がった。ただ、これは、個人国債が償還超でそれが預金となった、言ってみれば商品間のシフトが起きたと

いうことであり、実際、広義流動性をみて頂くと、+3.2%で変わっていないので、全体の感じが変わっているということではないと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

銀行の貸出と預金をみると、貸出の方は、為替の影響を除くと伸び率が大幅に落ち込んでいる感じがあるが、一方、預金は、特に、都銀の預金が増勢を強めている。内訳をみると法人預金を中心なので、企業収益が増えていることの反映と言えるのかもしれないが、例えば、銀行以外の一部の機関が国債保有を減らしていることの表れとして銀行の預金が増えているというような側面、あるいはその兆候がないのかどうかに関心がある。その辺りで何か考えはあるか。

内田企画局長

図表 21 のM2の要因分解をみて頂くと、木内委員ご指摘のとおり、民間資金調達要因はあまり変わっておらず、他の要因で動きが出ている。1つは、海外要因——経常収支——がほぼゼロになってきていることが大きな動きとしてある。また、財政要因が減ってきている辺りが、大きなトレンドを作っている。木内委員ご指摘の点は、どちらかと言うとその他要因を含めた入り繰りの部分だと思うが、今の段階でそれが大きく効いているという情報は入ってきていない。起こり得るとすれば、例えば、マネーホルダーの一部が国債を売った場合に、その代わりに預金を金融機関が持ち、われわれが最終的にその国債を買うということになれば、金融機関の預金が増えるかたちでバランスするということはある。勿論、マネーホルダーがその時に何を買うかにもよるので、必ずそうなる訳ではないが、そのような部分はあると思う。従って、その他要因でそういったことが出て

くる可能性はあるが、今の段階で、M2でその部分が大きな要因になっているという情報は入ってきていない。ただ、今後注目すべき点の1つだろうと思う。マネーというよりは、むしろわれわれのオペ運営との関係で、銀行部門以外が保有している国債を、日銀が買った時に何が起きるのかという意味で、注目点の1つかと思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、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」でご説明する。まず、景気の冒頭表現については、大きな変更はないが、前月の「生産面を中心に弱めの動きがみられているが」としていた部分の「弱めの動きがみられているが」を、当月は「弱めの動きが残っているが」と変更した。生産・在庫調整が長引いているという基本認識に変わりはないが、最終需要における駆け込みの反動の影響が引き続き和らいでいる中で、生産も9月単月では増加したので、表現を若干修正している。それに関連して、現状パートの各論でも、鉱工業生産の箇所について、前月の「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」から、当月は「在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っている」と表現を若干修正している。個人消費における駆け込み需要の反動の影響については、前月は「ばらつきを伴いつつも全体として和らいできている」としていたが、当月は「全体として和らいでいる」としている。マインドなどがなお改善していない点が気掛かりではあるが、小売の持ち直しや自動車販売の下げ止まりなどから、駆け込みの反動に関して言えば、時間の経過とともに、全体としてみればさらに幾分和らいでいる方向だと考えている。住宅投資については、先程の前田調査統計局長のご説明どおりだが、進捗ベースでみて「駆け込み需要の反動減が続いている」という

基本判断に変わりはないが、先行指標の動きも踏まえて、「足もとでは下げ止まりに向けた動きもみられている」という表現を追加している。その他の変更点として、輸出については、前月は「弱めの動き」としていたところを今月は「横ばい圏内の動き」、設備投資に関しては「緩やかな増加基調にある」としている。背景については、先程の前田調査統計局長からの説明のとおりである。

続いて、先行きパートであるが、ただ今申し上げた現状パートに合わせた変更が幾つかある。具体的には、まず景気全体の表現の最後の部分で、前月は「駆け込み需要の反動などの影響も次第に和らいでいく」としていたところを、当月は「次第に収束に向かっていく」としている。個人消費、住宅投資、生産に関してもそれぞれ同様の変更をしており、個人消費に関しては「駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる」、住宅投資については、前月の「当面、駆け込み需要の反動の影響が残るものの」という表現を取って、「次第に底堅さを取り戻していくと予想される」というところは前月どおりの判断としている。鉱工業生産についても、当月は「在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していく」としている。このほか、公共投資の先行き部分は、先程の前田調査統計局長の説明どおりだが、当月は「高水準で横ばい圏内の動きを続けたあと、次第に減少傾向に転じていくとみられる」としている。続いてリスク要因であるが、先の展望レポートでのリスク評価に沿って、欧州経済について「低インフレ長期化のリスク」を加えている。

次に、物価面だが、国内企業物価については、原油を中心とする国際商品市況の大幅な下落を反映して、足もとの3か月前比が下落しており、また先行きも、3か月前比で当面同程度の下落が続く見通しなので、現状、先行きともに、そのとおりの表現をしている。消費者物価については、現状は「消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、1%程度となっている」とし、先行きについては「当面現状程度のプラス幅で推移する」としている。また、予想物価上昇率については、展望レポートでの評価に沿った記述だが、当月は「やや長い目でみれば」という言葉を挿入して、「全体と

して上昇しているとみられる」と結んでいる。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」という判断を維持している。個別項目についても、今月は実質的な判断の変更はなく、新たに公表された計数を踏まえたアップデートにとどめている。順にいくと、マネタリーベースは、前年比伸び率が9月は+35.3%、10月は+36.9%であったので、「3割台半ばの伸び」という表現を維持している。銀行貸出は、前年比で9月が+2.4%、10月が+2.5%だったので、「2%台前半のプラス」を「2%台半ばのプラス」と変更している。CP・社債については、引き続き良好な発行環境が続いている。発行残高の前年比は小幅のマイナスであって、9月は-0.8%、10月は-1.3%であったので、「前年比は、マイナスとなっている」という表現を維持している。マネーストックについては、M2の前年比は9月が+3.0%から+3.1%に上方改訂され、その後10月は+3.2%である。従って、前月の「3%程度の伸び」を「3%台前半の伸び」に変更している。

最後は市況だが、月報であるので、前々回会合時点、すなわち10月6、7日会合時点からの変化ということになる。少し前になるが10月7日時点のマーケットの状況を申し上げると、10年債利回りが0.51%、日経平均が15,800円台、ドル/円が108円90銭台であった。そのうえで、短国レートは、10月31日の会合後に一旦プラス圏に上昇する動きもみられたが、足もとでは再びマイナスに戻っており、この1か月で言えば「横ばい圏内の動き」と言えると思う。長期金利は、こちらも10月31日会合後に大きく動き、一時0.440%まで低下した後、0.52%程度まで上昇する局面もあったが、この1か月を通せば概ね横ばいで、ほぼ同じ水準と評価できると思う。株価も、10月31日の会合後に大幅に株高が進み、先週金曜日が年初来高値であった。今週に入って幾分下げているが、前月対比では大幅に上昇していると思うので、「上昇している」という表現にしている。

為替も、10月31日の会合後に大幅に円安が進んでおり、「円の対ドル相場は下落」としている。いつもと同様、マーケットについては明日までの状況を踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

1点だけ確認したい。リスク要因のところ、欧州について「低インフレ長期化のリスク」を追加しているが、これは以前からあったリスクであり、もっと早く入れていても良かった位だが、なぜ今回入れることになったのか。

正木企画局政策企画課長

リスク要因については、前回会合で展望レポートを取りまとめたので、展望レポートに合わせて修正するかどうかはイシューになる。展望レポートでどのようなリスク要因を書いたかというところ、1つ目が米国経済の回復ペースやそれが国際金融資本市場に及ぼす影響、あとは欧州、新興国経済、地政学的リスクであった。展望レポートは期間が2、3年先までをみているが、米国経済と利上げの話は少し先なので、imminentなリスクということではないだろうと思う。その意味では、並べる項目としては、前月の月報と基本的に同じにしている。ただ、展望レポートを議論する中で、欧州については、債務問題の進展だけではなく、このところは低インフレ長期化のリスクがあるだろうということで、展望レポートでそのような表現にしたので、欧州に関する記述は、その展望レポートの表現を新たに持ってきてアップデートしたということである。

佐藤委員

感想が1点、質問が1点ある。感想としては、個人消費、住宅投資、輸

出は上方修正、設備投資は若干の下方修正というのが現状判断についての総括だと思うが、弱めのGDP統計が出た直後で、明日、この月報が公になると、世の中の的にはずいぶん強気にみえるのではないかと思う。細かく詰めていくとそれほど違和感はないが、かなり強気にみえるのではないかという感想を持った。

次に質問だが、物価のところ、従来の記述を改めて、「当面現状程度のプラス幅で推移する」としているが、これも特に違和感はないが、「暫くの間」から「当面」と、タイムスパンが少し短くなったと理解している。質問は、「現状程度のプラス幅で推移する」というこの「程度」についてであるが、細かい話で恐縮だが、どの程度の tolerance でみておけば良いのか。

亀田調査統計局経済調査課長

「程度」については、何%までというルールがある訳ではないが、前田調査統計局長からも先程説明があったように、現状の為替や商品市況が大きく動かなければということだが、当面エネルギー価格下落の影響が強めに出る中で、目先1%を少し割ってくることもあり得る。そのことも含めて「程度」と考えている。「当面」の方はおっしゃるとおり、先々の動きは為替や市況にもよるので、まさに目先、当面ということであって、毎月の月報で期近のところを中心に記述していけば良いと考えている。

最初の点のご感想ということであったので、お答えということではないが、それほど評価を上振れさせている感じはない。消費や住宅は基調判断を変えない中で、駆け込みの反動に関してはさすがに前進感を出したいということである。輸出も、「弱め」から「横ばい」なので少し上向いているが、増加というよりは横ばい圏内、精々下げ止まりということなので、大きな変更がない中で個別の動きを丁寧に、対外的に説明していきたいと考えている。

黒田議長

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

(16時05分中断、19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、JPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加えるための規程改正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、10月31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する。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正に関する執行部説明と採決(資料-7)

黒田議長

それでは、最初の議題であるJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加えるための規程改正に入る。資料-7について執行部から説明してもらい、質疑応答の後、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

資料一 7 の 1 頁目をご覧頂きたい。今回の見直しの内容は 2 つある。1 つ目は、J P X 日経 400 に連動する E T F の買入対象化である。量的・質的金融緩和の拡大により、新たに 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となったことを受けて、基本要領に定める買入対象に追加し、買入価格として先物価格を利用することから、11 月 25 日に予定されている先物取引が開始された後、速やかに買入れを実施できるよう、所要の準備を進めることとしたいと思う。J P X 日経 400 の概要は、2 頁目の参考のとおりである。足もとの残高は、本年 9 月末で 1,800 億円程度、直近 10 月末は 2,000 億円程度となっており、今後、先物取引の開始や本行の買入れを受けて市場残高は増加していくことが期待される。

2 つ目の見直しは、制度変更に対応するもので、J - R E I T の自己投資口取得可能化に伴う対応である。投資信託および投資法人に関する法律の一部改正が 12 月 1 日から施行され、不動産投資法人による自己投資口取得——これは、株式における自社株買いに相当するものである——が可能となることを踏まえて、本行が買い入れた J - R E I T について、自己投資口取得に応じ得ることとするものである。自己投資口取得に応じる場合には、本行に損失が発生しない場合であり、かつ J - R E I T については年間約 900 億円のペースで残高を増加させていくこととしているので、自己投資口取得に応じて行う売却は、この買入れの円滑な運営の観点から支障がない場合に限り応じ得ることとしたいと思う。なお、自己投資口取得は、発生したとしても然程大きな金額にはならず、買入れに支障が生じる可能性はあまり高くないと思われるので、念のために規定させて頂くという趣旨である。

以上のとおり対応するため、E T F、J - R E I T の買入等基本要領の一部改正を行い、実務的な準備を整えたうえで、総裁が別に定める日から実施することとしたいと思う。なお、J P X 日経 400 に連動する E T F の買入れについては、11 月下旬の先物取引開始を受けて、本年末までに実施することとしたいと思う。

3頁、4頁目は、以上を踏まえた政策委員会付議文であるが、説明は省略させて頂く。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。なければ本件に関する採決を行う。

[「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」の一部改正に関する件] 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。中曽副総裁から願います。

中曽副総裁

最初に、国際金融資本市場である。10月末にF e dの tapering が完了したが、総じてみれば、市場は落ち着いた反応だったと思う。しかし、いずれF e dが利上げに向かう局面では、米国から新興諸国への資本の流れが転換し、その過程でボラティリティがある程度高まることは不可避と考えられる。この間、リーマン・ショック以降、国際資本フローは銀行経由からアセットマネジメントなどを経由する市場ベースへと流れが変化しているため、その影響がどのように現れるか注視していく必要がある。国際商品市況をみると、原油価格の下落が続いている。私としては、シェールオイルも含め供給力が着実に増大してきた影響が大きいように思うが、今後の展開を注意してみていきたい。

海外経済については、全体としては、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」、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、気掛かりな点もある。ロシアルーブルは原油価格の下落や経済制裁もあって下落が止まらず、経済の劣化が進んでいる。ウクライナや中東情勢も収束しておらず、地政学的リスクには油断できない状況が続いていると思っている。

地域別には、まず、米国経済は、民間需要を中心とした緩やかな回復が着実に続いている。すなわち、雇用環境の改善を背景として個人消費が堅調に推移しており、これが企業活動にも好影響をもたらし、設備投資もしっかりとした回復を続けている。先行きも、回復ペースは次第に高まっていくとみている。

欧州経済については、製造業を中心に前向きなモメンタムが鈍化してい

るが、緩やかな景気回復が続いている。ただ、物価面では、低インフレの継続に引き続き注意が必要であると思っている。また、ギリシャでは支援プログラムからの早期離脱を巡って再び国債金利が上昇しており、要注意だと思っている。

中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がみられているが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しており、先行きも安定した成長を続けるだろうと思っている。新興国経済については、米国など先進国向け輸出の増加などを背景に持ち直している国が徐々に増えているが、ASEAN、ブラジル、ロシアなどで依然弱めの動きが残っており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いているとみている。

次に、わが国経済である。7～9月の1次QEは前期比年率-1.6%と、予想対比といっても仕方がない位大きく下振れ、2四半期連続のマイナス成長となった。在庫の大幅なマイナス寄与が効いていると思うが、4～6月の落ち込みからの反発力が弱いという点については、自動車など耐久消費財や住宅投資で駆け込み需要の反動が長引いたことに加え、夏場の天候不順も影響していると思う。この点、足もとでは耐久消費財や建設財の在庫調整が進捗してきているほか、天候不順の影響も一時的なものと考えられる。また、企業・家計の両部門で、所得が増加を続けており、それが設備投資や個人消費など支出へと向かう前向きな循環は働き続けていることを踏まえると、わが国の景気は、基調的には緩やかな回復を続けていると評価できると思う。1次QEは弱い結果となったが、景気のトレンドをよく見極めていくことが大事だと思っている。

以下、部門別にみていくと、まず家計部門だが、雇用・所得環境については、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。こうしたもとの、個人消費は、販売統計の多くが緩やかな増加に転じるなど、耐久財以外の分野では、駆け込み需要の反動減の影響が和らいでいると思う。また、反動減が長引いていた自動車などの耐久財についても、概ね下げ止まってきている。確かに、足もと消費者マインド指標に弱めの動きがみられることは気になるが、経団連による冬のボーナスの

第1次集計は、製造業を中心に前年比5.8%の増加となっており、冬季賞与の増加も期待できる。従って、先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみておいて良いと思う。

次に、企業部門をみると、生産は、自動車や住宅関連といった一部の業種で引き続き在庫調整の動きがみられ、弱めの動きが残っている。もっとも、先行きは、在庫調整の進捗もあって、緩やかな増加に復していくとみている。弱めの動きが続いていた輸出は、最近では横ばい圏内の動きになっており、先行きは、海外経済の回復や円安による下支え効果などを背景に、緩やかな増加に向かっていくとみている。また、設備投資は、機械受注が4か月連続の増加となるなど、良好な収益や企業マインドを背景に、緩やかな増加基調を続けるとみている。

まとめると、景気の現状は、「生産面を中心に弱めの動きが残っているが、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、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっていく」との判断が妥当だと思う。

最後に、物価面だが、9月のCPIの前年比は1.0%まで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。先行き、消費者物価の前年比は1%程度で推移し、一時的に1%を割る可能性もあるので、当面現状程度のプラス幅で推移すると思っている。原油価格の下落傾向が続いていることを踏まえると、春先まで明確な再加速がみえてこない可能性も念頭に置かなくてはならないが、その先は再びプラス幅を拡大し、2%に向けて上昇していくとの見方は変えていない。この間、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇していると思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、前回会合以降の変化として3点指摘する。第1に、7～9月期のGDPが前期比で予想外のマイナス成長となり、国内需要の反動減からの戻りが緩慢なことが確認されたこと、第2に、第2回目の消費税率引き上げの時期が先送りされ、修正法案の内容にもよるが、財政再建については不確実性が高まる一方で、2015年度および2016年度の経済見通しを中心に幾分上方修正の可能性があること、第3に、衆院選が来月実施されることで、暫くの間、成長戦略・構造改革等の策定・実行に空白期間が生じると見込まれることである。こうした状況を踏まえたうえで、以下、わが国の経済および物価情勢について、私の見解を申し上げる。

消費について、GDP統計の実質民間最終消費支出の7～9月期の前期比伸び率がプラスに転じたが、その上昇率は予想を大きく下回った。何度か指摘していることだが、ここには、①サービス消費がずっと以前から今日まで概ね横ばいで推移していることから明らかなように、消費の基調は底堅いとはいえ、元々弱めであること、②本年4月の消費税率引き上げ時に、それより前からの輸入品価格や電気料金等のコスト上昇分の価格転嫁も同時に進めたことによる物価の押し上げが、消費の反動減を拡大したこと、③夏場における天候要因、④株価の伸び悩み等が影響したと考えている。しかし、9月入り後は、実質雇用者報酬が前期比プラスに転じていることもあって、幅広い消費関連指標が前月比プラスに転じており、反動減から徐々に回復しつつある。先行きについても、消費の回復は進むと思われる。その理由として、改善にやや一服感がみられた労働市場でも、9月に新規求人者数と超過労働時間が前月比増加に転じており、失業率も幾分上昇したものの労働参加率の上昇と非自発的失業者数の減少を伴っていることに加えて、冬のボーナスも対前年比で高めの水準が期待されるからである。

ややサプライズであったのが民間住宅投資の落ち込みの大きさと、GDP統計によれば2四半期連続で大きく下落した結果、2012年4～6月期以来の低い水準まで落ち込んでいる。なお、新設住宅着工戸数は、8月に

前月比プラスに転じた後、9月には伸びを高めており、底を脱しつつある点は安心材料だが、その一方で、首都圏新築マンションの発売戸数は、10月は前年比1割減と、9か月連続の減少となり、人手不足や資材高騰による成長制約の影響を受けている可能性がみられるほか、新規契約率も63%と2009年2月以来の低い水準にあることは懸念している。

前向きの指標としては、7～9月期の財の実質輸出が前期比幾分プラスに転じていることである。こうした影響もあって、9月の鉱工業生産は前月比上昇に転じており、今後も緩やかな回復が見込まれる。1つ気になる点は、設備投資の予想以上の弱さである。2014年度の設備投資計画が上方修正され、企業収益も悪くないにもかかわらず、7～9月期のGDP統計の民間企業設備投資が前期比ほぼ横ばいとなっている。機械受注が足もと4か月連続増加していることから、先行きの設備投資は増加が見込まれるが、非製造業については、内需回復力の弱さから既に慎重さがみられている点には注意を要する。7～9月期の民間在庫品増加は大幅な減少となり、実質成長率を下振れさせる主因となった。これについては12月GDP2次速報値で明らかになると思うが、生産抑制による在庫調整の面が強いとみられ、必ずしも前向きの動きではないようである。このため、2014年度通年の実質成長率は、昨年度のようにその前年の公共投資関連の修正によって上方改訂がなされないと、潜在成長率を下回る成長となるだけでなく、マイナス成長に陥る可能性があるとみている。

以上より、わが国経済は今後も回復を継続していくとみているが、その回復ペースは緩慢で、景気のリスク要因については依然下方に傾いているとみている。特に、欧州・新興国経済が弱めなことで輸出が伸び悩むリスク、国内消費の回復が遅れるリスク、設備投資が計画どおり進まないリスクを意識している。景気の現状・先行きについての執行部判断は、若干強めの印象があるが、直近9月以降のデータに基づけば、その評価は概ね正しいと考えている。

次に、物価情勢である。コアCPIについては、本年5月から下落傾向が続いている。主因は、エネルギー関連価格の前年上昇分に対する裏の影

響にあるが、それに加えて、①需要改善ペースが緩やかなこと、②予想物価上昇率を示す指標に横ばいのものが多いこと、③企業の価格転嫁力が幾分落ちていること等も反映されているとみている。当面は、昨年からのエネルギー関連価格上昇の裏の影響とコモディティ価格の下落が、円安の影響を上回ることにより、コアCPIは10月には1%を下回り、その後は0%台後半で暫く推移し、2015年度前半にかけて上昇に転じていくとみている。このため、現時点では、2015年度内に2%程度に達するのは難しくなっているように思う。

なお、本年8月以降円安が進行しているが、日米金融緩和の違いをもとにさらに急速な円安が進行すると、わが国のファンダメンタルズと整合的と考えられる水準との乖離が拡大し、いずれ逆回転が起きて急速な円安修正が生じるリスクがあるように思う。そうした修正が、先行き、日本銀行が金融政策を正常化するタイミングで起こる場合には、その時のコモディティ価格等の動向にもよるが、物価上昇率を大きく下押しする可能性もあるとみている。為替変動が原因で物価上昇率が大きく変動するケースは、英国のポンド安・ポンド高の局面でもみられており、中長期の予想物価上昇率の変動要因ともなるので注意を要する。従って、日本銀行としては、今後は為替円安を無条件に歓迎するような発言はできるだけ差し控えた方が良いでしょう。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外の経済・物価情勢は、前回会合と基調判断に大きな変化はなく、全体として、「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」との評価が良いと思う。以下、地域ごとの特徴点を述べる。米国経済は、引き続き堅調な回復が確認されている。雇用情勢の改善傾向が続き、またガソリン価格の低下などもあって、個人消費、消費者マインドとも堅

調である。良好な企業決算も続き、企業コンフィデンスは高水準にある。この間、物価、賃金については、雇用コスト指数などやや強めの動きもあったが、総じて緩やかな伸びにとどまっていると思う。

欧州経済は、全体として、極く緩やかな回復を続けている。ユーロ圏のGDP成長率は小幅プラスを維持し、ドイツの輸出・生産も8月の落ち込みからリバウンドし、直近11月のドイツの景況感も良好であった。一方で、設備投資は幾分弱めとなるなど、製造業中心に弱めの指標もみられている。低インフレ傾向が長期化するリスクと併せて、下方リスクに引き続き留意する必要がある。

中国経済は、安定成長が続いており、今後もこの傾向が続くとみている。生産や固定資産投資の鈍化など構造調整は続いているが、輸出が持ち直しているほか、住宅ローンの規制緩和策などの対策の効果も現れ始めているようである。NIEs・ASEANは、国によるばらつきはあるが、改善方向の動きが続いているとの判断に変わりはない。

続いて、わが国経済についてである。駆け込み需要の反動や天候不順の影響などから内需に弱めの動きが残っているが、景気の前向きな循環メカニズムは維持されており、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。

まず、家計部門について、個人消費については、各種販売統計をみると、駆け込みの反動の影響は着実に和らいできていると評価できる。雇用・所得環境についても、10月の毎月勤労統計では、労働者数が着実に増加する中で、賃金も増加しており、また今年の冬のボーナスも相応に期待できるとみている。もっとも、10月に入り消費者コンフィデンスはやや下振れており、回復がもたつく中での円安進行、消費税の増税論議などの要因がマインドを慎重化させている可能性がある。先日講演で訪れた長崎・佐世保地域でも、地元経営者から、10月に入り——具体的には10月半ば頃から——、急速に消費意欲が衰えてきているとの声が聞かれた。前回決定した追加緩和の効果、並びに今般の増税先送りの判断がもたらす影響も併せて、今後の動向を注視する必要がある。

次に、企業部門について、企業収益は為替円安化に伴う差益の計上もあって、7～9月期の決算は良好であった。他方、企業マインドには若干慎重化の兆しも窺われ、設備投資については、先行指標である機械受注は改善しているものの、一致指数である資本財総供給は小幅の伸びにとどまっている。

以上のような弱めの内需の動きを背景として、7～9月期のGDP速報値は前期比年率-1.6%と、2期連続のマイナス成長となり、予想を大きく下回る結果となった。在庫投資や設備投資などは今後の基礎統計公表によって修正される可能性があり、来月発表される法人企業統計を待つて改めて判断したい。

問題は、10～12月に向けて内需が着実に回復し、成長モメンタムを維持できるかどうかである。そのためには、大企業を中心に増加基調にある企業収益が、国内での設備投資や雇用・賃金の増加、取引価格の上昇といったかたちで、地域経済、中小企業、家計にしっかりと波及していく必要がある。この点の進展状況を注視していきたい。

生産面では、自動車、電機、素材業種などで在庫調整が続いている。足もとは、在庫調整の進捗から、生産は緩やかながら増加に転じている。ミクロ情報では、10～12月から来年1～3月にかけて、緩やかな増加が続く見通しである。

物価については、前回会合以降、原油価格がさらに下落し、企業物価、消費者物価ともに下押し圧力がかかり続けている状況にある。消費者物価指数は、暫くの間、現状の1%程度で推移し、当面は1%をやや下回るものと予想される。予想インフレ率については、やや長い目でみれば、全体として上昇しており、BEIやインフレ・スワップ・レートなどマーケット関連の指標においても、前回会合以降、小幅な上昇がみて取れる。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、海外経済だが、前回会合から日が浅く、「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」という判断に変わらない。米国は、10月の雇用統計がしっかりした結果となったほか、小売売上高や消費者態度指数なども、足もと改善している。消費については、今後、雇用情勢の改善が進むもとで、ガソリン価格の下落に伴う実質購買力の増加や、株高による資産効果も期待されることから、引き続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、先週公表された7～9月の実質GDPが小幅増にとどまるなど、回復に力強さはみられない。先行きは、消費の底堅さや輸出の増加に支えられ、緩やかな回復基調が続くとみてはいるが、引き続き地政学的リスクや低インフレの長期化の影響が懸念される。中国やその他新興国・資源国の動向については、前回会合時の見方から変わらない。

世界経済全体の先行きについては、引き続き米国が牽引役となり、その波及効果が徐々に新興国などに及んでいく姿を想定している。また、当面のリスクとしては、ウクライナ・ロシア問題にあるとみている。

次に、わが国の景気だが、7～9月の実質GDP成長率は、想定を大きく下回る結果となった。夏場の天候不順も多分に影響したと思われるが、内需の柱である個人消費の戻りや設備投資が弱く、また、輸出も引き続き伸び悩んでおり、少なくとも第3四半期までは景気回復の牽引役が見当たらない状況となっている。なお、足もとの経済指標をみると、必ずしも悲観一色ではなく、消費関連では、小売業販売額が8、9月と改善しているほか、回復が遅れていた乗用車販売も漸く下げ止まってきたようである。また、輸出・生産面でも、9月単月ではしっかりした増加となっており、資本財・部品の輸出増や在庫調整の進捗など明るい兆しもみられる。このため、景気全体としては、元々の想定より2～3か月程度遅れながらも、10～12月にかけて緩やかな回復基調に復していく方向性は、失われていないとみている。

当面の動向としては、反動減の収束状況や在庫調整の進捗ペースのほか、企業の支出行動に注目している。今期も高水準の企業収益が期待される中で、企業が、設備投資の実行や冬のボーナス、来春の賃上げなど支出スタンスを積極化していくかどうかは、今後も所得から支出へと繋がる前向きな循環サイクルが回り続けていくうえで、重要なポイントになると考えられる。この点、企業や家計のマインドが足もとやや弱含んでいる点は気掛かりだが、今後、消費税増税が先送りされるとともに、景気面のハードデータが明らかになるにつれ、マインド面がどのように変化していくか、注目してみていきたいと考えている。

物価については、9月のCPI（除く生鮮）の前年比は+1.0%となり、前月と比べ0.1%ポイント低下した。目先は、原油価格の下落によるエネルギー関連の品目の低下により下押し圧力が強まってくることは避けられないとみているが、一方で、為替円安などによる仕入れコスト増による価格引き上げ圧力も、次第に強まってくると考えられる。先行き、企業がコスト転嫁を図る動きを再び強めていくのか、あるいは、利鞘を縮小させるかたちでコスト増を吸収する方向に動くのかは、今後の景気動向にかかっているとみている。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先行きについて、まず、海外経済については執行部見解で概ね良いと思う。前回会合から2週間余りで、この間の経済指標は限られるが、米国では、非農業部門雇用者数が9か月連続で20万人超の増加と堅調な雇用拡大が続いているほか、ガソリン価格の下落から家計の実質購買力の増大が見込まれ、先行きも消費主導の着実な回復を期待できる。

一方、欧州では、ドイツの製造業関連指標が夏場の落ち込みから持ち直

したものの、7～9月期GDPは横ばい圏内にとどまり、また、イタリアでは小幅マイナス成長が続くなど、全体として停滞感が残る。直近のインフレ率は僅かに伸び率を高めたが、エネルギー価格の下落から、ユーロ安のもとでも物価は先行き一段と低迷の可能性がある。先週、フランクフルトとロンドンに出張し、

と意見交換する機会があったが、とりわけ
ら、
有効な方
策を打ち出せるかどうか、苦慮する姿が印象的であった。また、大陸諸国
対比で経済情勢の比較的良好な英国でも、
らは目先見
込まれる
を懸念している様子で
あった。

新興国・資源国をみると、中国をはじめアジア諸国は、堅調な米国経済に牽引され内需にも持ち直しの動きが徐々に広がる一方、ロシアやブラジルは、エネルギー価格の下落に通貨安と金融引締めの影響が加わり、スタグフレーション的な景気後退となるなど、地域ごとのばらつきが大きい。

以上、世界経済は、引き続き米国依存だが、この間のエネルギー価格下落は多くのエネルギー消費国に物価下落をもたらし、実質所得の増大から全体として好影響が及ぶことが期待される。

国内経済の現状判断については、一昨日公表の7～9月期GDPの1次速報を踏まえると、これまでの基調判断はやや楽観的過ぎたのではないかと
の思いはある。ただし、堅調な雇用・所得環境や好調な企業業績という回復のメカニズム自体はしっかりと作動していること、また直近の消費や生産関連指標をみると、消費は少なくとも供給側のデータが概ね前年水準に復してきており、鉱工業生産も、10～12月期は2四半期連続のマイナス成長から横ばい圏内ないし小幅プラスに復すると見込まれることなどを踏まえると、足もとは、消費税率引き上げの影響による最悪期は脱したと判断され、「基調的には緩やかな回復を続けている」との執行部見解で概ね良いと思う。ただし、「緩やかな回復」とはいえ、そのモメンタムは横ばい圏に近いという感覚を持っている。

先行きについても、「緩やかな回復基調を続ける」という執行部判断で基本的に良いと思うが、そのモメンタムについては、以下の理由からやや慎重にみておく必要があるように思われる。第1に、輸出は、海外経済の緩やかな回復という追い風はあるものの、自動車産業等の生産拠点の海外移転の流れが続くことで構造的な下押し圧力を受け続けると見込まれる。第2に、ここもとのエネルギー価格下落は企業・家計の実質購買力を高め、日本経済に明確にプラスに作用する反面、円安は、国内生産の多くを占めかつ回復の牽引役である非製造業にとって、交易条件面でマイナス要因となる。第3に、企業・家計のマインドはこれまで国内経済指標の弱さのわりに底堅く推移したが、ここに来て景気ウォッチャー調査の各DIの動きが一段と冴えなくなるなど、マインドに停滞感がみられる。さらに、昨日、政府から表明された消費税率引き上げの延期は、短期的な景気下押し要因を除去するとみられる一方、企業・家計にとって却って先行き不透明感を長引かせる面もあると思われる。

最後に、消費者物価については、「当面現状程度のプラス幅で推移する」との執行部見解に異論はないが、現状程度の原油価格と為替相場を前提とし、向こう半年程度を展望すると、コア指数は前年比1%を明確に割り込む局面も見込まれる。もっとも、多くの海外諸国と同様、原油価格下落による物価下落は、実質購買力を高めることから景気にはプラスに作用すると見込まれ、こうした物価の伸び率低下を敢えて問題視する必要はないと考える。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国経済については、賃金上昇率にやや上振れの兆候がみえ始めた点が重要と考えている。雇用統計の時間当たり賃金には大きな変化はなおみられないが、以前から注目していた雇用コスト指数は、7～9月期に2四半

期連続で前期比+0.7%上昇し、年率換算では+2.7%に達した。時間当たり賃金と比べると、雇用コスト指数は、FRINGE BENEFITも含み、また固定ウェイトで計測されている点で、所得、物価への影響を押し量る観点から、より優れた指標と考えている。良好な雇用環境、原油価格下落、金利低下、株価上昇の追い風に所得増加が加わることで、当面は、家計支出が米国経済を支える姿が展望できる。ただし、先行きは、人件費増加が企業収益圧迫や物価上昇リスクになり得る点に留意したいと思う。なお、中間選挙で野党共和党が上下両院の過半数を制したことは株式市場で好感されたが、これが今後、政治の混乱や空白、大統領の指導力低下に繋がれば、企業・家計の景況感低下、地政学的リスクの上昇等をもたらす可能性もある。

ユーロ圏では、金融緩和策の直接的な効果は大きくないと考えている。緩和策の柱であるTLTRO利用に関する銀行サーベイによると、3年LTROなどECBのオペの借り換えが目的との回答が3割程度と高い比率を占める一方、貸出基準を緩和するとの回答比率が極めて低く、AQR、ストレステストの終了という要因を加味しても、銀行貸出を増加させる効果は大きくないと思う。そうした中、先般、欧州委員会は、ユーロ圏の2014年、2015年の成長率見通しを大きく下方修正した。中核国のドイツ、フランスの下方修正が全体に大きく影響したが、これはウクライナ・ロシア情勢の影響に加えて、周縁国での労働コスト削減、財政再建などの構造改革の影響が中核国に及んでいることを反映している面もある。他方、アイルランドやギリシャでは、2015年、2016年に高めの成長率が予想されており、構造改革進展の成果を窺わせている。これは、いずれは中核国の経済の安定にも貢献し始めると考える。

次に、国内経済についてであるが、7～9月期は予想外のマイナス成長となったが、緩やかな回復基調にあるとの判断は変わらない。そのうえで、国内経済指標の二極化傾向に注目したいと思う。消費動向調査、景気ウォッチャー調査、中小企業月次景況観測等マインド指標は、増税後に持ち直した後、夏場以降再び下落に転じており、二番底の様相を示している。

各種調査をみると、家計には雇用・所得改善ペース鈍化の不安に物価上昇懸念が加わったこと、中小企業には原材料価格高等がマインド下振れの背景と考えられる。賃金の基調を示す所定内賃金は、春闘でのベア引き上げを受けて6月に前年比で僅かにプラスに転じた後は、改善がやや頭打ちとなっており、物価上昇率を下回り続けていることが、消費マインドの弱さの一因と考えられる。他方で、供給側のハード指標は、緩やかな持ち直しを示している。第3次産業活動指数は7～9月期に前期比プラスに転じたほか、鉱工業生産も10～12月期には増加に転じる可能性が高まっている。景気局面の判断では、供給側統計がより重要で、景気は緩やかな持ち直し局面にあると考えている。他方、家計や中小企業のマインドの明確な弱さは、今後の景気の持ち直しペースがかなり弱い状況が暫く続く可能性を示していると思う。これ以外にも、強めの設備投資計画とは裏腹に、供給制約の影響もあり、実際の設備投資活動がなお勢いを欠いている点、円安が経済全体に与えるネットの影響は不確実と前回会合でも申し上げたが、足もとでの急速な為替変動が企業活動に与える悪影響等にも注意していきたいと思う。ただし、従来から申し上げている点だが、増税前と比べて勢いを欠く経済・物価情勢は、現時点での日本経済の実力を反映している側面も多分にあり、比較的安定した状態が維持されているというのが基本観である。

最後に、後半の意見表明にも関わるテーマではあるが、追加緩和後の金融市場の動きについて申し上げる。株式、為替市場が大きく動いたのに比べて、国債市場は、相対的には総じて安定を維持しており、動揺が暫く続いた量的・質的金融緩和導入後とは対照的な動きとなっている。しかしこれは、歓迎すべきことだけではないと思う。昨年 of 量的・質的金融緩和導入後は、本行の国債購入による金利低下効果と、政策が景気・物価に与える影響を通じた金利押し上げ効果という、相反する方向の効果のバランス、またそれに関わる政策意図を市場が量りかねて市場の動揺に繋がった。他方、今回市場では、昨年以降の経験も踏まえて、景気・物価に与える政策効果に懐疑的な見方を強めている一方、金利を低位に誘導する本行の政策

意図をより強く受け止め、「中央銀行に逆らわない」との姿勢を強めているように見受けられる。このことは、金利水準に対して、本行の政策が国債保有比率が示す以上に大きな影響を持つ傾向が強まり、経済環境を反映した適正な金利水準との乖離が一段と進むことを意味している。それは市場の不均衡形成をさらに促し、将来、金融緩和の正常化過程で市場が混乱する潜在的なリスクを高める可能性がある。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、消費税率引き上げの影響などから、生産を中心に弱めの動きが残っているが、「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。

海外経済については、米国経済は、着実に回復している。雇用環境がしっかりと改善するもとの、資産効果やガソリン価格の低下も寄与し、個人消費が堅調に推移しているほか、家計部門の好影響が企業活動にも及んでおり、そのモメンタムはしっかりとしている。先行きも、景気の前向きな循環が維持されるもとの、回復が続くとみられる。

次に、欧州経済は、7～9月期のGDP成長率が年率+0.6%とやや改善がみられるなど、極く緩やかながらも回復基調にある。個人消費が比較的堅調であるほか、PMIは引き続き50超の水準にあり、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、実体経済やマインド面を下押ししているほか、緩やかなデフレ基調はなお続いている。今月、欧州委員会も、ユーロ圏の実質GDP成長率とインフレ率の見通しを下方修正したほか、リスクは下方に厚いとの見方を示している。今後、ECBの政策対応やその効果を含め、その動向を注視したいと思う。

中国経済は、投資や生産面に幾分減速感がみられるが、外需の改善や政

府による小刻みの景気刺激策も奏功して、やや鈍化傾向ながら安定成長を続けている。先行きは、不動産市場の調整が長引く可能性に加え、政府が構造調整を優先する姿勢にあることから、内需減速に留意が必要だが、金融面を含め、時宜に応じた政府の景気対策により、僅かに成長ペースを鈍化させながらも安定成長が続くとみている。

こうしたもとでのわが国の経済であるが、7～9月期のGDP成長率は年率-1.6%と4～6月期に-7.3%と大幅マイナスになった後、さらに減少した。これは、消費税増税の反動の影響が残るもとで、夏場の天候不順や実質所得減少の影響などから、個人消費の回復が緩慢となったほか、在庫調整が進捗するもとで在庫の減少寄与が大きめであったことなどが背景である。もっとも、足もとは全体として反動などの影響は和らいでおり、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、個人消費については、10月は台風の影響などから小売販売で幾分弱めの動きとなり、マインド面でもやや慎重さがみられるが、漸く自動車等の耐久財にも持ち直しの動きがみられ、全体としてみれば、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基調的には底堅い動きとなっている。最近では、訪日客の増加が個人消費を下支えしているとの指摘も多く聞かれる。この間、雇用環境は、引き続き良好に推移している。こうしたもとで、所得環境は、現金給与総額が所定内給与や特別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、7年振りに国家公務員の給与が引き上げられるほか、民間の冬季賞与の増加見通しや、引き続き政労使で来春の賃上げに向けた動きがみられるなど、円安進行や資産効果も加わり、総じて好調な企業収益のもと、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維持されている。引き続き更新投資や省力化・省エネ投資が中心とみているが、日本商工会議所の調査によれば、能力増強の動きも相応にみられている。先行きは、7～9月期のGDPにおいて寄与が僅かにマイナスとなるなど、企業の前向きの設備投資スタンスが実際の投資に未だ結びつ

いていない点には留意が必要だが、機械受注が改善を示していることも踏まえると、設備投資は緩やかながら増加基調をたどるとみている。次に、輸出は、先行き海外生産移転の影響が下押し要因として残るものの、米国等の海外経済の回復が見込まれることや円安効果に加え、機械受注の外需も振れを伴いながら増加基調にあることから、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については、在庫調整の影響から弱めの動きが続いているが、9月の鉱工業生産指数は、前月比+2.9%としっかりと増加した。先行きは、予測指数や企業へのヒアリングによる生産見通しでは、緩やかに増加する姿が想定されているほか、製造業PMIも堅調に推移しており、在庫調整が進捗するもとの、緩やかな増加に復していくとみている。

物価については、足もとの消費者物価（除く生鮮）の前年比は、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が、原油価格の下落や前年のエネルギー関連品目の押し上げ効果の剥落を受けて、伸び率が縮小している。先行きについては、当面の間、円安による物価上昇圧力がある一方で、原油価格の大幅下落等による下押し影響により、現状程度で推移するとみられる。もっとも、その後は、景気回復を受けた需給バランスや所得環境の改善、さらには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。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

世界経済の現状と先行きについては、昨日報告のあった執行部見解と概ね同じである。ただし、ユーロ経済の先行きについては、執行部見解よりも慎重にみている。ドイツとフランスは、2014年第3四半期に第2四半

期のマイナス成長からプラス成長に転じたが、ドイツの回復は極く緩やかなものにとどまっている。イタリアは、2014年第1四半期こそ0%成長だったが、2013年第1四半期から4期連続で事実上マイナス成長といてよい状況が続いている。ユーロ諸国の域外輸出と製造業PMI輸出受注も低下がこのところ止まらない。消費者と企業のコンフィデンスは、ともに悪化傾向が続いている。こうした中、デスインフレが続いている。総合消費者物価指数の前年比は0.5%割れとなっているが、消費者物価指数の上方バイアスを考慮すると、実態は0%程度にかなり近い可能性がある。ユーロ圏のデフレリスクが解消しない限り、ユーロ経済の回復が長続きしない可能性は小さくないとみている。デフレリスクを解消できるかどうかは、ECBがどれだけの量的緩和に踏み切れるかに大きく依存していると考ええる。

日本経済については、2四半期連続のマイナス成長で、海外メディアは「日本経済は景気後退に陥った」と伝えているほどである。7～9月期のGDP統計は消費税増税のマイナスの影響が、日銀を含めて大方の予想以上に大きくかつ長引いていることを示している。そこで、今回の消費動向を、1997年4月の消費税増税時と比較してみたい。今回、4～6月期に前期比-5.2%と大きく落ち込んだ家計最終消費支出は、7～9月期はリバウンドが期待されたが、+0.3%にとどまった。1997年4月の消費税増税の時には、家計最終消費支出は4～6月期に-3.5%と減少した後、1997年7月初めからアジア通貨危機が始まっていたにもかかわらず、7～9月期は+0.9%まで回復した。通常落ち込みが大きければ、リバウンドも大きいと考えられるが、今回は、落ち込みは1997年よりもかなり大きかったのに対し、リバウンドは1997年よりもかなり小さくなった。これは、今回の消費税増税の消費下押し圧力が1997年当時よりもかなり大きかったことを示していると思う。今後予定されている2%の消費税増税を考慮すると、今回増税の2四半期に亘るマイナスの影響が1997年増税時よりもかなり大きくなった要因は何かを分析することは、今後の金融政策運営を考えるうえで、極めて重要であると考ええる。なお、昨日安倍首相が決

断された消費税増税の延期は、これまでの消費下押し圧力を緩和し、この4月以降拡大したと思われる需給ギャップを縮小する方向に働くと考えている。

次に、設備投資であるが、2013年度は非製造業の設備投資が回復したが、2014年度は、短観にみられるように、製造業の設備投資が増加に転じ、伸び悩む輸出をカバーすることが期待されていた。しかし、2014年度の実際の設備投資の前期比は2期連続のマイナスである。2014年度の設備投資計画が比較的強かったにもかかわらず、7～9月期の設備投資の前期比がマイナスだったことは、企業が、夏場以降も消費が回復しない状況を見て、設備投資を先送りしたためであると考えられる。

一方、足もとと先行きについては、これまでよりも明るいデータが多い。消費水準指数や商業販売統計は、8月から9月にかけて前月比増加に転じている。設備投資の先行指標である企業全体の機械受注も、6月から4か月連続で前期比で増加している。非製造業の機械受注は前期比マイナスが続いているが、製造業の7～9月期の機械受注は前期比+12.6%と高い伸びを示した。

2014年第3四半期の季節調整済み実質輸出は、前期比+1.6%と3四半期振りに増加に転じたが、米国向けは横ばい、ASEAN向けは減少で、依然として弱い状況が続いている。しかし、今後は、やや長い目でみれば、海外経済の緩やかな回復という基本シナリオが維持されるという条件付きであるが、円安が定着するにつれて、製造業の海外生産移管の動きも抑制され、海外直接投資から国内設備投資への転換と輸出の緩やかな増加が期待される。

以上のように、今後、消費をはじめとして、総需要が持ち直すにつれて、好調な企業収益は維持され、年末にかけて、賃金の上昇が見込まれる。賃金が上昇すれば、最近下振れている消費者のマインドも改善に向かうと思われる。さらに、原油安は交易条件の改善と実質所得の増加をもたらすため、今後は、中期的には消費をはじめとする総需要に対して好影響を及ぼすと考えている。以上から、在庫調整も次第に収束に向かい、量的・質的

金融緩和拡大に支えられて、今後は、潜在成長率を上回る成長経路に復帰すると予想している。

物価については、エネルギー価格上昇率の低下を、コアコアインフレ率の上昇によって相殺できない状況が続いている。横ばいのコアコアインフレ率が続いている主因は、中所得階層以下、特に低所得階層に対する消費税増税の消費下押し圧力が大きいためであると考ええる。今後暫くは、原油価格急落によるエネルギー価格の低下が消費者物価に対して下押し圧力として働く。その下押し圧力をどれだけのスピードで跳ね返せるかは、中所得階層以下、特に、低所得階層の賃金がどれだけ上昇し、消費がどの程度のスピードで回復するか依存していると考ええる。なお、今後の物価動向と量的・質的金融緩和拡大との関係については、第2ラウンドで述べたい。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済情勢について、まず米国は、ほとんどの方が一致していたと思うが、民需を中心とした緩やかな回復が着実に続いているということであると思う。雇用環境の改善などを背景に個人消費が堅調に推移しており、そのことが企業活動にも好影響をもたらし、設備投資もしっかりとした回復を続けている。欧州については、ニュアンスの違いが委員の間にあったと思うが、緩やかな回復が続いているものの、前向きなモメンタムはやや鈍化している。そうしたもとの、物価面をみると、低いインフレが続いていると思う。中国については、これは意見が一致していたと思うが、構造調整に伴う下押し圧力がみられているが、外需の改善、景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持していると思う。一方、新興国は、米国を中心とする先進国向け輸出の増加などを背景に持ち直しているNIEs等の国々があり、そうした国が徐々に増えているが、ブラジル、ロシア、ASEANの一部などでは、依然弱めの動きが残っており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。また、ロシア・ウクライナ情

勢などの地政学的リスクには、引き続き注意を要すると思う。こうした各国・地域の動向を踏まえ、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と思う。

次に、わが国の景気であるが、個人消費についてみると、販売統計の多くが緩やかな増加に転じるなど、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いると思う。また、反動減が長引いていた自動車などの耐久財についても概ね下げ止まってきているのではないかと、先行きについては、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は引き続き底堅く推移し、駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくのではないかとと思われる。企業部門をみると、生産は、自動車や住宅関連といった一部の業種で引き続き在庫調整の動きがみられるなど弱めの動きが残っているが、一方で、弱めの動きが続いていた輸出は、最近では横ばい圏内の動きになっており、先行きは、海外経済の回復や円安による下支え効果などを背景に、緩やかな増加に向かっていくとみられる。また、設備投資は、企業収益が改善するもとで緩やかな増加基調にあるのではないかとと思う。従って、7～9月期の1次Q Eはマイナスではあったが、今申し上げたような状況からみて、家計・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は依然として作用し続けているのではないかとと思われる。このため、総括判断としては、「緩やかな回復を続けている」といった評価を維持することが適当との見方が、概ね共有されたのではないかとと思う。先行きについても、「緩やかな回復基調を続け、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も次第に収束に向かっていく」という見方で概ね一致していたと思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでみて+1%程度で推移する姿となっている。1番直近の数字は+1.0%であり、何人かの委員の方は先行き1%を割ることもあり得るとおっしゃっていたが、先行きを全体としてみると、当面、現状程度のプラス幅で推移するという見方で良いのではないかと

う。また、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇していると判断されると思う。

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

中曾副総裁

国際金融市場で気になっている点として、国際的な銀行規制の影響がどのように出てくるかということがある。リーマン・ショック後、国際的な銀行規制は、ドッド=フランク法やバーゼルⅢなどに代表されるように、おしなべて銀行のクロスボーダーでの運用やマーケットメイク機能を抑制する方向に働くと思う。金融緩和が強い状態では、この影響は覆い隠されていると思うが、今後F e dがいよいよ金融政策の正常化に向かう過程で、今申し上げたような銀行のバッファー機能が抑制されていることが、国際金融市場におけるプライシングやボラティリティにどのような影響を及ぼすかは、untested だと思う。ドルスワップ市場における期末のプレミアムの上昇などは、その兆しという面もあると思うので、国際的な銀行規制の影響が、どこに、どのように出てくるかをよくみていく必要があると思っている。

佐藤委員

私もそのような意見を申し上げたことがあるが、その点に関しては全く同感である。影響が untested だということだが、その兆候は、確か10月15日だったと思うが、既に米国債市場の動きに出ていたと思う。あの時は、ほんの1時間足らずの間に米国の長期金利が数十ベース低下するというような極端な動きになった。マーケットで全く価格が出ない中で金利が切り下がっていくような状況になった。あの局面は、主要なマーケットメイカーのリスクテイク能力、マーケットメイクのキャパシティー低下の影響が如実に現れた局面であったと思う。今後F e dが流動性を絞ってい

くことはないにしても金利を上げていく中で、中曽副総裁ご指摘のとおり、このような影響がさらに顕著に出てくる可能性がある。ボラティリティの拡大に関しては、この秋口の状況が今後には有益な示唆を与えていると思う。

中曽副総裁

確かに10月15日は金利が低下する方向であったが、あれだけ大きな影響が出た。問題はむしろ金利が上がる場合で、金利が上がる時は、その影響は非対称的に大きくなる可能性があるので、一層の注意が必要だと思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、追加的にご意見等があればお願いする。

木内委員

何人かの委員から、消費者マインドが悪化しているとの指摘があったが、これには、物価上昇観測あるいは物価上昇懸念が関連していると思う。実際の物価上昇率は、エネルギー価格を中心に下がっているが、個人に対するアンケート調査では、むしろ物価上昇懸念が強まっている。その背景として幾つか考えられるが、例えば、認知ラグがある。昨年末に実際に物価上昇が加速したことの影響が、認識として残っている可能性がある。また、物価指数と生活実感の食い違いの可能性、円安に対してかなりネガティブな報道もあるので、円安が進むと先行き自動的に物価が上がってくるという悪い物価上昇になるという観測が強まっている可能性、そして次回の消費税増税への懸念の可能性もある。もし、物価上昇懸念の理由が、次回の消費税増税への懸念であつたり単なる認知ラグであれば比較的短期的な要因であるが、それだけではない可能性もあると思う。次回の消費税増税は延期の方向だが、当初案でもまだ1年も先の話なので、これで物価上昇懸念が出てくるのは早過ぎる感じもする。それ以外の要因であれば暫く残ることになると思う。一方で、消費者態度指数と消費動向調査の物価観測

を 10 年位に亘って比較してみると、かなり綺麗な逆相関になっている。勿論例外的な時期もあり、景気が非常に強くて物価が上がっていく観測がある時には、消費者態度指数も物価上昇期待とともに改善している。これが昨年前半の動きであったと思う。逆に、リーマン・ショック後は両方とも下がっていた。このように順相関の時もあるが、過去をみると逆相関の期間の方が圧倒的に長いということを考えると、消費税率の引き上げという理由であれば解消の方向かもしれないが、そうではない理由の場合は、物価上昇観測自体は、現実の物価とは乖離して残ってしまうことによって、消費者マインドが持ち直してこずに、国内経済の下振れリスクの 1 つと考えられるのではないかと思っている。

白井委員

岩田副総裁から消費税の影響についてのご意見があったが、私も基本的に近い意見である。私は、4月の消費税率引き上げ前から、1997年との比較で今回の方が消費税増税のマイナスの影響が大きいと申し上げてきた。その時の日本銀行の多くの人の意見は、「そのようなことはない。今回の状況は結構良い」というものであった。結果的に、蓋を開けてみれば実際は悪かった。日本銀行は、消費税増税の影響としては、駆け込みと反動が均されてほぼチャラになるという見方をしていたと思う。私自身、ずっと前から問題提起していたことであるが、非正規雇用が圧倒的に増えたのは 2000 年以降であり、1997 年当時は正社員が多く、賃金も高かった——レベルも、伸び率も——ので、今回と 1997 年ではその点で大きく違っている。今回は、年金だけで生活する方や低所得の世帯数が相当増えている——年収 850 万円以上の世帯数は減ってきている——ので、いくら今回ベアやボーナスが上がっても、その恩恵を享受できる世帯数が減っている。そこに、名目賃金が上がっても全体としてその恩恵を享受できないことの素地がある。何度も申し上げるが、駆け込みと反動という前に、消費の基調が、底堅いが弱めであり、所得環境が当時とは違っている。また、1997 年当時は貿易黒字で、今は貿易赤字である。確かに、円安は企業の

利益を増やし大企業から賃金を上げていくというプラスの効果はあるが、ボリュームが増えないので、裾野の中小企業や部品を作っている小企業のところにまでは波及せず、大企業で利益がとどまってしまっている。この点、1997年は貿易黒字であったため全体としてみれば、中小企業を含め貿易からのプラスの効果が大きかったと思う。

もう1点、今回はデフレマインドがあり、デフレマインドがあるところにCPI前年比が+1.4%から+3.5%に急激に上がったことのショックが、時間はかかったがじわじわと効いてきたという感じがする。また、黒田総裁はどのようにお考えか分からないが、人口減による住宅や耐久財への需要が1997年と比べ格段に弱くなっていることも、今回、駆け込みの反動から消費がなかなか戻らないことの背景にある。また、若者達が車に乗らない時代になっており、人口減だけではなくこのように趣味も違ってきていることも、車の販売がなかなか伸びてこないことの背景にあると思う。岩田副総裁もおっしゃっていたが、われわれも消費税増税の影響をしっかりと分析する必要があると思う。

石田委員

白井委員と木内委員のお話に関係するが、物価上昇期待あるいは物価上昇観測があるとマインドが下がるのは事実だと思う。逆に言うと、物価が下がっていた2011年、2012年頃は、消費が意外に堅調だという議論があった。教科書的に、インフレマインドがあれば前倒しで消費するとか、デフレマインドになると消費を先延ばしするということでもないのではないか。ある程度の合理的な物価の上昇・下落の範囲内では違うのではないかという気がする。もし、物価上昇期待でマインドが悪化し景気が悪くなるとすると、個人の予想物価上昇率が上がると景気が悪くなるということなので、これはまた大変なことだと思う。もう1点、消費税の影響というのは、景気循環との関係で——後からしか分からないが——みていかないと分からないと思う。一部の人は、今年2月が景気のピークだったのではないかとっており、そうすると来年10月辺りに景気が良くなる可能性も

強い。消費税だけで議論するのは難しいという気がしている。

岩田副総裁

最近、「消費者物価の上昇に賃金の上昇が追いつかず、実質賃金が下がった」ということが、しばしば報道されている。ただ、実質賃金を考える際には、量的・質的金融緩和による物価上昇分と消費税増税による物価上昇分とを分けて考えないと、金融政策のあり方を考えるうえで誤解を生むと思う。調査統計局からの報告にもあるように、4月以降消費税増税の影響を除けば、実質賃金は上昇している。最近では、名目賃金が2%程度上昇し、消費税を除くと物価は1%しか上がっていないので、実質賃金は1%程度上昇していると考えて良いと思う。ところが、4月に消費税率を3%引き上げ、それで物価上昇率が2%上がって、そのことが実質賃金を下げている。量的・質的金融緩和による物価上昇分と消費税増税による物価上昇分が一緒くたにされて、金融政策に間違いがあるというような捉え方をされていると思う。

石田委員は、物価が上昇すると消費を前倒しにするという効果が疑問だとおっしゃったが、これについては、金融政策は、まず資本市場に働き、直ぐに物価に働く訳ではない。金融資本市場で株高・円安となり、それがじわじわと総需要を増やしていき、生産を伸ばし、雇用にも効いていくという経路をたどって、物価は上がっていく。最初の反応としてはどうしても物価は上がるものだが、労働市場は遅行指標なので、雇用がまず拡大することから始まって雇用市場がタイトになってきて、次に賃金が上がり出す。物価が先行して上がって賃金が追いついてきたというのが、本年4月辺りの状況である。その4月辺りでは、消費税増税による物価への影響がなければ、人々は実質賃金上昇への期待を持ち始めたはずである。従って、良い経路に乗っていったのではないかと思う。金融政策はそのようなメカニズムに働き、最終的には、需要の拡大によって雇用市場がタイトになり賃金も上昇していく。先に物価が上がるので、最初は実質賃金が下がって所得面からは消費を刺激しないように見えるが、資産効果や円安による企

業収益の増加が、マインドを改善し需要を拡大し、遅れて賃金が上昇するというメカニズムは働いていると思うので、消費税増税と金融政策を一緒くたにして、「金融政策のせいで、物価が賃金の伸びを上回って上がってしまっており、量的・質的金融緩和は失敗だ」というような誤解に対しては、黒田総裁からも記者会見などで説明して頂きたいと思う。

白井委員

消費税率の引き上げとQQEの効果が重なっていることによる誤解もあると思う。QQEの効果はあると思うが、その部分でどうしても実質雇用者所得も減ってしまう。そのことが誤解を与えている面もあるので、私は、以前から、コミュニケーションを通じて明確に説明した方が良いと申し上げており、これからももっとやっていく必要があると思う。消費税率の引き上げがQQEの効果と重なることによって実体経済がマイナスになってしまう傾向はあるが、一方で、物価を押し上げることによる消費者のインフレ期待の上昇は、消費税増税に助けられたところもある。消費税増税がなければインフレ期待が上がらない可能性もあるので、実体経済からみるとマイナス面が大きかったかもしれないが、インフレ期待という面では消費税増税の効果はあったと思う。

佐藤委員

消費税率引き上げの影響の評価について、駆け込みと反動がわれわれの当初の想定より大きかったことは、率直に認めざるを得ないと思う。若干の反省を込めて、なぜそのようになったかを振り返って考えてみたい。1997年の消費税率引き上げ幅は、3%から5%への2%ポイントにとどまったが、今回は2段階の引き上げで、まず5%から8%へ3%ポイントの引き上げで、1段階目でそもそも引き上げ幅が違うことに加え、当初は1年半後に8%から10%へさらに2%ポイントの税率引き上げが予定されていた。非常にプリミティブな仮説ではあるが、今回の駆け込みと反動では、家計は2回分の駆け込みをしたのではないかということである。そ

のために、1997年と比べると駆け込みの規模が大きくなってしまったのではないかという気がしている。すなわち、家計、企業ともに1年半後の次の増税も先取りして駆け込んだのではないかということである。

昨日の2回目の消費税増税の延期表明に関連し、これで反動減の一部が復元するのかが注目点だと思う。情勢を注視する必要があるが、家計や企業がこの延期をどのように受け止めるかに注目している。2017年4月に消費税率を引き上げると安倍総理が明言されているので、その予想のもとに、消費水準は復元していくのかどうか、政治情勢次第では再延期の可能性もあると思うが、いずれにせよ不透明感が残るので、その不透明感を家計や企業がどのように消化していくのか、そしてその影響はどうかを注視していく必要があると思う。反動減の一部が復元するのかがどうか、よく分からないところがあるが、果たして本当に戻ってくるかどうか、今後よくみていかなければならないと思う。

宮尾委員

駆け込みの反動減の大きさに関し、佐藤委員がおっしゃったように、2回分の消費税増税の駆け込みがあったためその反動減が大きかったということもあると思うが、それ以外にも様々な駆け込みがあったと思う。例えば、Windows X Pのサポート切れや、設備投資関連では環境税対応の建設機械の前倒し購入、住宅では相続税対策もある。このような様々な駆け込みが昨年度末に集中し、その影響が色々なかたちで尾を引いている面があるというのが、今回の特徴ではないかと思っている。その結果として、われわれの「反動減は一時的なもので、早期に終わる。夏頃には回復するだろう」という情報発信が、結局誤っていたことで、国民が「政府・日銀が言っていることは間違っているのではないか」と感じ、われわれの経済見通しが甘かったことが、10月に入って実際に回復が遅れている中で、人々のマインドの慎重化に繋がったのかもしれないと思う。その時に円安などもあったが、結局は景気回復がもたつく中で、「政府・日銀の見通しよりも反動減が長引いているのではないか」という見方が、人々のマイン

ド悪化に少なからず影響しているのではないかという印象を持っている。いずれにしても、今回は様々な駆け込みが同時に発生してしまったことが、反動減を長引かせていることの根底にあると思う。

森本委員

駆け込みの反動、消費税増税の消費に与える影響に関し様々な議論があったが、私自身は、駆け込みの反動については、夏前までは色々な経営者からも想定内の動きであるという声が聞かれたのも事実であり、そこに天候要因が相当冷水を浴びせたことも事実だと思う。住宅関係については、金額が大きいのので前倒しが相当大きかったと思うが、それに加えて、資材費や建築費の高騰が強く影響を与えたのではないかとも思う。定量的な分析は難しいとは思いますが、総合的な影響ではないかと思っている。

中曾副総裁

2回分の消費税率引き上げの駆け込みが出たという面もあるが、われわれには、1～3月に駆け込みがあって4～6月に反動が出るという思い込みがあったが、駆け込みの影響は実はかなり前から出ていたという面もあるかもしれないと思う。いずれにしても、十分分析してみる必要があると思う。

黒田議長

中曾副総裁が最後におっしゃった、十分な分析が必要だという点は、全く同意見である。それでは、10分程度、コーヒースタイルを取る。

(10時23分中断、10時32分再開)

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運営方

針等について1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思います。まず、中曾副総裁からお願いします。

中曾副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にあると思っている。すなわち、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向が続いている。資金調達の金利面をみると、新規の貸出金利やC P・社債の発行金利も低い水準で安定的に推移しているので、企業の資金調達コストは低水準となっている。また、量の面でも、銀行貸出は2%台半ばの伸びとなっており、大企業向けだけではなく、中小企業向けもプラスに推移している。このほか、C P・社債市場の発行環境も良好な状態が続いている。こうしたもとで、企業の資金繰りは良好となっていると判断している。

前回会合で量的・質的金融緩和を拡大した後の市場の動向をみると、まず国債市場では、株高などが金利上昇圧力となってはいるが、相対的に金利が高い長めのゾーンの金利が大きめに低下するなど、イールドカーブ全体に低下圧力をかけるという当初の狙いは、これまでのところ上手く達成できているように思う。また、株式市場やR E I T市場も上昇している。基本的には、堅調な企業決算、不動産市況の改善見通しなどがその背景であるとは思いますが、日本銀行によるE T FやJ-R E I Tの購入拡大も後押しとなっていると思う。政策決定のタイミングも、効果を高めた面があったと思う。このように市場のイニシャルリアクションとしては、政策の狙いに沿ったものとなっていると評価している。予想物価上昇率についてみると、政策決定後、B E Iは上昇してきているが、予想物価上昇率は、元々様々な指標をやや長い目で評価すべき類のものであるので、今後公表されてくるサーベイデータなどを含めて、丹念に点検していく必要があると思っている。

今回、情報発信面で非常に重要だったと思うのは、日銀の物価安定目標の実現に向けた揺るぎない姿勢、つまり本気度を海外を含め人々に改めて示したことではないかと思う。この点、長い間つきまとわれてきた「日銀

にはデフレバイアスがあるのではないか」という見方を払拭するうえでも有効であったと思うし、予想物価上昇率にも今後好影響を与えていくのではないかと期待している。

第1ラウンドでも若干言及があったが、為替市場では円安が進んでいるが、勿論、元々金融政策は為替相場を目的としたものではなく、円安がファンダメンタルズに沿っている限り、日本経済にとって全体としてマイナスにはならないと思う。ただし、円安の影響は、経済主体によって異なり得るものであり、特に、現下の経済情勢では、中小企業あるいは家計には先行的にマイナスの影響が出やすいと考えられる。QQE拡大後の円安の動きがやや急であっただけに、こうした痛みを訴える声がわれわれにも向けられてくると思っている。

この問題をもう少し大きく捉えると、最近の世論調査結果にも出ておりであるが、QQEの拡大に関して様々な見方があり、デフレ下の縮小均衡からデフレマインドを転換して拡大均衡に移行する過程においては、業種、企業規模、地域、そして所得環境によって、メリットやデメリットが異なった様々なかたちで現れることは避けられないと思う。しかし、拡大均衡への移行が実現すれば、そのメリットは幅広く行き亘ると考えている。そもそも、デフレから脱却すると、例えば、企業にとっては手許に現金を保有する機会費用が大きくなるので、それを人材投資、設備投資、あるいは取引先の維持などに有効に使うことで競争力を高めていくことが、その企業にとっても有益になるはずである。企業がそのように行動するようになれば、結果的に労働者や取引先企業にもその恩恵が広がっていくことになると思う。実際、これまでも物価情勢の改善が、ベア実施を含む賃金の増加や企業の価格設定スタンスの変化に繋がるといった動きがみられてきたところであるので、是非ともこうした流れを絶やさず続けていく必要があると思っている。われわれとして、QQE拡大の効果を確かなものとするためにも、こうした好転メカニズムについて丁寧かつ積極的に情報発信を行って、企業の背中を押していく必要があると思っている。

この点、特に、物価との直接的な関係で申し上げると、来年春の賃金交

渉は大きな山場であると思っている。つまり、今年のベアの実績は約0.4%であり、それを受けた最近の1人当たりの名目賃金はゼロ%台後半の上昇となっているが、来年度の物価上昇率見通しの1.7%や、われわれが最終的に目標としている2%の実現を考えると、この伸び方では不十分である。来年春の賃金交渉に当たっては、過去の傾向などを踏まえると、1人当たりの名目賃金が2%程度上昇するためには、1%台前半のベアの実現が必要といった試算もあり、今年よりも相当程度高いベアが必要になることは確実である。従って、今後の情報発信に当たっては、こうした水準を念頭に置くことが適当と思っている。

最後に、当面の金融政策運営であるが、前回会合でQQEを拡大し、現段階では、申し上げたとおりの狙いに沿った効果がみられていることから、現在の金融市場調節方針および資産買入方針を継続して、その効果を見守っていくことが適当だと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

はじめに、金融市場調節方針については、前回会合で決定したとおり、現状維持で良いと思う。また、本年7～9月の経済成長率が予想対比大きく下振れし、反動減からの回復が緩慢であることが明確になったことからみても、前回会合における追加緩和の決定タイミングは、極めて適切だったと考えている。本日は、予想物価上昇率に関して、その記述および短期、長期の区別について2点、並びに消費税率引き上げの物価基調判断に及ぼす影響について、私の見解を申し上げる。

第1に、金融経済月報案において、予想物価上昇率の記述について「やや長い目でみれば」という表現を挿入している点を評価する。私は、かなり前から、中長期予想物価上昇率について、全体としては上昇しているものの、横ばいを示す指標もあるとの見方を示してきた。加えて、夏場から

は下落または横ばいを示す指標も増えてきたことから、9月決定会合では対外公表文の「予想物価上昇率は、全体として上昇している」との評価に対して、事実とは異なるのではないかとの問題提起をした。10月初めの決定会合では、当該部分について反対票を投じ、「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」との表現が適切だと主張した。その後、10月末の展望レポートの基本的見解では、「やや長い目でみれば」という表現を挿入すべきとする私の主張が反映されたほか、金融経済月報案でも同じ記述がなされていることは高く評価する。また、最近の対外公表文や今回の展望レポートでは、従来よりも客観的な記述がなされるようになっており、適切な変化だと評価する。以前にも何度か指摘したことであるが、これまでの日本銀行による対外説明では、経済・物価の現状評価に弱みをみせると、市場から即座に新たな政策対応を要求されることに繋がるとの懸念から、プラスの面を強調するあまり、過度に強気な見通しと国民、市場に受け止められがちであった印象がある。今後も、対外情報発信に関しては、政策意図と効果を織り込むことと、可能な限り客観的な分析を示すことの間で、適切なバランスを図っていくことが必要だと思う。

第2に、対外公表文の予想物価上昇率に関する記述について、昨年4月のQQE導入当初から、日本銀行は、特に、中長期に注目していることを明らかにしておくべきではなかったかと思う。展望レポートの記述からは、中長期的な予想物価上昇率は物価上昇率を規定する主たる要因の1つであること、また、物価上昇率を「2%程度で安定的に持続する」とは、「中長期の予想物価上昇率が2%程度で収斂すること」と同義であることは明らかである。しかし、金融経済月報や展望レポートでは、予想物価上昇率と題する図表欄において、1年以内の短期のものから1年以上の中長期のものまで混在して示してきている。勿論、1年程度の短期の指標も、QQEの効果を図るうえで参考にはなるが、その一方で、最終的に日本銀行が注視している指標は中長期の予想物価上昇率であるので、そのことを国民、市場にしっかりと示すために、中長期の指標を短期の指標と分けて明示的

に掲載すべきだったと思う。賃金や企業の価格設定行動が物価動向と整合的かを確認していくことは言うまでもないが、「安定的」という表現についての判断は、複数ある中長期の予想物価上昇率の関連指標を総合的にみて判断することになるものと理解している。今さら対外公表文の表現に、突然「中長期の」という言葉を挿入することが却って混乱を招くと懸念されるのであれば、今後、徐々にこの点について丁寧な対外説明を増やしていく必要があると思っている。なお、私自身は以前からこの点を明確に意識し、中長期の予想物価上昇率の方に焦点を当てて、決定会合および対外講演において論じてきている。

第3に、これも何回か既に指摘している点であるが、消費税率引き上げは、物価の基調判断にそれなりの影響を及ぼす。例えば、消費税率が引き上げられる当該年は、物価上昇率を押し上げる。このため、日本銀行では、物価上昇率の評価に際して、消費税率引き上げの直接的な影響を機械的に取り除いた動きを重視している。さらに、消費税率引き上げ前の時期には、短期および中長期の予想物価上昇率の押し上げにも寄与するので、日本銀行は、同様に直接的な影響を機械的に取り除いた指標の動向も参考にしている。勿論、消費税率の引き上げは、实体经济を通じて、間接的にもこうした物価上昇率や予想物価上昇率に影響を与えているが、そうした影響を取り除くのは技術的に難しいため、あくまでも簡便的な方法として、直接的な影響を取り除いて評価していることを理解しておく必要がある。展望レポートに明記されているように、2%の物価上昇率を安定的に持続する成長経路へと移行していくと確実に見通せるためには、本来、消費税の影響に左右されずに中長期の予想物価上昇率が2%程度に向けて収斂していく状態なのかを確認する必要がある。

この点、仮に、法律どおりに2回目の消費税率引き上げが来年10月に実施されれば、2016年度は、引き上げ月から半年以上経過した時期に当たり、景気への影響が減衰している頃であることに加え、2016年10月には物価上昇率に対する直接的な影響も剥落する。このため、私は、確認すべき時期としては2016年度が適切であると、これまで何度も申し上げて

きた。他方、消費税率の引き上げが先延ばしされ、しかも2%程度の達成が引き上げより前になる場合、予想物価上昇率の上昇が2%程度に収斂しているのかを見極めるに当たり、その上昇が消費税率引き上げ期待を反映しているのか、あるいは金融緩和の効果なのかが分かりにくくなるという問題が生じる。こうした点を念頭に置いて、今後物価の基調判断をしていく必要がある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

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」との評価が良いと思う。また、国際金融資本市場については、米国の堅調な経済指標や良好な企業決算などを背景に、リスクセンチメントの改善が続いており、米国の株価は上昇、また米国の長期金利も幾分上昇しており、為替市場ではドル高の基調が続いている。

そのうえで、前回追加緩和を決定して以降のわが国の金融市況の状況をまとめると、まず第1に、国債の利回りは、超長期ゾーンが低下した一方、10年以下のゾーンはむしろ小幅上昇という状況がみられている。つまり、追加緩和によって金利体系は予想どおりフラット化はしたものの、どこかがつぶれ過ぎるとか、また急上昇するといったような動きはなく、総じて落ち着いて推移しているとみている。第2に、国債市場の流動性に関してであるが、ボラティリティは若干上昇したものの、値幅・出来高比率、あるいはビッド・アスク・スプレッドなどの指標は、ほぼ過去の変動の範囲内に収まっている状況かと思う。すなわち、内外の経済・金融情勢を反映するかたちで国債価格は変動しており、市場の価格発見機能は相応に維持されているように窺われる。第3に、株価と為替レートについてであるが、本行の追加緩和に加えて、この間、GPIFのポートフォリオの見直し、あるいは衆議院解散、消費税増税先送り観測なども加わり、株高・為替円

安が進行し、金融環境は一段と緩和的となった。この間の株価と為替レートの動きを若干俯瞰すると、企業収益や米国経済の改善などといったファンダメンタルズの改善を伴っており、そういう意味では、金融不均衡が蓄積するリスクは相応に抑制されているとみている。もっとも、本行の追加緩和は、海外のマーケットにも相応のインパクトを及ぼしたとみられており、海外投資家の日本株投資意欲やリスクセンチメント全般にも影響を及ぼしているとみられる。そういったところから、グローバル投資家のリスクテイク状況とファンダメンタルズ改善とのバランスに関しては、今後とも注意深くみていく必要があると考えている。

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申し上げたとおり、展望レポートの中心シナリオに沿ったかたちで緩やかな回復を続けている一方、弱めの内需や消費者マインドなど気になる動きも散見される状況にある。前回拡大した量的・質的金融緩和を着実に実行することで、企業収益や雇用・賃金の改善、ひいては景気・物価へどのように波及していくか、金融不均衡への目配りもしつつ、その効果を見極めていく段階にあると思う。

以上を踏まえて、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れに関しても、大規模な国債買入れやリスク性資産買入れも含め、前回決定した方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営に関するガイダンスも、これまでどおりが適切と考える。

金融政策に関わる論点を2点ほど述べたい。1つは、改めてということであるが、本行の強力な金融緩和が効果を発揮し、デフレの早期脱却と持続的成長を実現していくためには、国全体で前向きな取組みが進んでいくことが必要であるという点である。本行は、前回会合で一段と緩和のアクセルを踏み込んだ訳であるが、その結果、仮に企業収益が高まっても、それが雇用・賃金、あるいは設備投資の増加、取引価格の上昇などに回っていかなければ、幅広くまた持続的な需要の増加へと繋がっていかない。折角ここまで進んできたデフレマインドの転換が、後戻りしてしまうことにも繋がりがかねない状況である。とりわけ大企業には、これまでのデフレ期

のようなキャッシュを保蔵するだけといったことには決して終わらないように、来春の賃金交渉やベアも含め前向きな取組みを進めて頂くよう、本行としても様々な機会を通じて、その重要性を周知していく必要があると思う。

もう1点は、昨晚の総理会見によって表明されたとおり、解散総選挙が実施され、消費税率10%への引き上げが1年半延期される可能性が出てきたという点である。勿論、正式な決定は今後の選挙結果を受けて、国会で新たな法案の成立を待たなければならないが、これは、本行の経済・物価見通し、政策判断に影響を及ぼし得る重要事項と認識している。これに関して2点指摘しておきたい。まず第1に、増税延期によって、政府による持続可能な財政構造を確立するための取組みに遅れが生じてはならないという点である。持続可能な財政構造の確立へ向けた取組みを進めることは、政府と日本銀行が政策連携を強化し、本行が2%の物価安定目標を掲げて強力な金融緩和を推進するための基本的な前提である。この点は、昨年1月の共同声明において明記されている。増税延期によってその取組みに疑念が持たれることのないよう、政府におかれては、2020年度の基礎的財政収支の黒字化といった中期的な財政計画を堅持され、具体的な取組みを着実に進めて頂くことを改めて強く期待する。第2は、増税が延期されれば、経済・物価見通しの前提に基本的な変化が生じ得るということである。仮に、2017年4月に消費税率が10%に引き上げられるとすると、景気・物価にはプラスとなり、2%目標の実現にとっては追い風となる。一方で、2017年度は景気循環上、既に景気の下降局面に入っていることが予想され、本行の金融緩和策も、具体的な出口のプロセスが始まっている可能性が相応にある。増税延期の結果、景気の振幅は拡大し、再増税を実施する際には景気をより強く減速させることとなる可能性については、予め十分認識しておかなければならないと考える。

以上の議論は、言うまでもなく総選挙の結果を経て、1月の中間評価で詳細に検討されるべきものであるが、本行の第2の柱の点検にも関わる重要な論点である。われわれ自身も前広な検討を進めるべきであると考えている。

以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

当面の金融政策運営については、前回会合において追加緩和に反対票を投じており、その理由については変わっていない。しかしながら、金融政策は、一旦実施された以上、短期間のうちにそれを取り消すことは本行の信認を損なうことになると思う。よって、現在の政策を否定することは適当ではないと考えており、当面の金融政策運営については、現状維持で結構と考える。

量的・質的金融緩和については、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であるが、足もとでは種々の事情があるとしても、第3四半期がマイナス成長となり、物価の上昇ペースも鈍化している。政策の導入から1年半が経過したところで改めてみると、マネタリーベースの積み上げが実体経済や物価に働きかける力は、それほどでもないのではないかと考えざるを得ない。現状の政策を暫くは維持するとしても、政策方針の転換について鋭意検討を続けていく必要があると考えている。

以下、現在気になっていることについて幾つか申し上げる。まず、1つ目は、トレンドをみるインフレ率について、消費税の影響を除くコアインフレ率で議論されているが、消費者が直面する物価上昇率は、あくまで帰属家賃を除く総合指数である。例えば、コアが2%の目標まで上昇するためには、帰属家賃が現状程度の-0.3%であれば、その他の一般財・サービスは、消費税の影響を除くベースでみても2.4%程度上昇しなければならない。この0.4%のギャップは大変大きいと思う。種々の物価指標を総合的にみていくことになっているが、本行からの物価動向についての情報発信に、除く帰属家賃ベースのものがみられないのは、かねがね疑問とす

るところである。

2つ目は長期金利の水準である。量的・質的金融緩和により、イールドカーブを押し下げ、それにより実質金利を引き下げること、設備投資や貸出を増加させ、景気・物価への刺激効果を期待するものであるが、1年半経過してみて、設備投資や貸出を増加させる効果はそれほどみられなかったのではないかと思う。一方で、大量の国債を購入し、長期金利を極端に押し下げるとは、市場メカニズムや出口に対する影響をさて置くとしても、金利による財政規律維持のメカニズムが大きく損なわれる点について、これまで以上に留意する必要があると思っている。

3つ目は株価についてである。量的・質的金融緩和には株価押し上げ効果があり、それによる資産効果やマインド改善効果を期待するものであるが、一方で、株価にはバリュエーションがあり、単に上がれば上がるほど良いというものではないと思う。あくまで株価の背後にある企業収益やファンダメンタルズの改善とのバランスを念頭に置いておく必要があると思う。

最後に、視点は変わるが、バーゼルⅢ規制についてである。自国通貨建てソブリン与信について、銀行勘定における金利リスク、信用リスクの取扱い、また自己資本比率規制上の取扱いについては、今後議論がなされるところであるが、いずれもわが国の国債市場はもとより、金融政策に対しても甚大な影響を与えるものであり、大きな懸念を持っているところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

前回会合で私は量的・質的金融緩和の拡大に反対票を投じた。改めて、理由を以下のとおり大きく3つに整理する。第1に、中央銀行は物価を自在に操ることはできないし、無理矢理操ろうとすると、却って信認低下の

リスクを招きやすいであろう。第2に、過大な資産買入れは財政従属の懸念を高めやすいと思う。政府から消費税率再引き上げ延期の表明がなされたことから、そのリスクを一層意識する必要があると思う。第3に、追加緩和の主たる理由である原油価格の下落は、他の主要国と同様、家計・企業の購買力の増大に資するものであり、緩和を強化する理由とはならないと思う。以下、敷衍したい。

まず第1の点について、昨年4月の量的・質的金融緩和開始時の対外公表文で、本行は「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に「物価安定の目標」を実現する」ことにコミットしたが、私の理解では、2年程度の期間は、あくまでも念頭に置く努力目標であり、特定の達成期限を示すものではない。むしろ、「できるだけ早期に」という現実的な目標を掲げたが故に、私は昨年4月に量的・質的金融緩和に賛成票を投じたのであって、2年での達成をコミットすることに同意した訳ではない。そもそも、物価は、経済活動の結果として間接的に示される体温であり、これを中央銀行が押し上げることには自ずから限界があると思う。今回の量的・質的金融緩和拡大による物価への波及経路については、主に、為替円安を通じた効果および資産効果が考えられるが、賃金の改善が極めて緩やかな中での単なる為替円安や資産価格上昇などによる物価上昇は、中長期的に持続可能ではない。例えば、円安により一時的に物価は押し上げられるかもしれないが、円安だけで中長期的に持続可能な物価上昇を実現するには、持続的な円安が必要となる。そうした考え方は現実的ではないし、そのように押し上げられた物価に、経済厚生上、果たしてどのような意味があるのかも疑問である。物価安定の目標が目指すのは、賃金等の改善が進み、物価がバランス良く安定的に上昇し、中長期的な予想物価上昇率がre-anchoringされる状態であり、その実現には生産性の上昇や潜在成長率の強化に向けた取組みが重要である。また、特定の期限を区切って中央銀行が物価押し上げを狙っても、効果は一時的にとどまる可能性が高く、さらに物価を押し上げようとするれば、一段の極端な金融緩和を繰り返すことになり、緩和効果は逡減していき、結局は長い目でみて、中央銀行の物

価安定に向けた信認が問われることになると思う。そもそも、本行の金融政策運営の枠組みは、物価安定のもとでの持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加えて、金融面での不均衡を含めた様々なリスクも点検しながら運営してきたはずである。既に市場金利は極端に低下し、金融機関のマージンは先行き一段と圧迫されると思う。こうした中で、短期的な物価の安定を優先し過ぎると、先行き金融システムは不安定化し、ひいては中長期的な物価の安定が損なわれる惧れがある。

第2の点について、国債の市中グロス発行額の9割を占める買入れは過大であり、たとえ本行が市中から間接的に買入れていると抗弁しても、仮に、市場が財政ファイナンスと判断すれば、条件次第でリスクプレミアムは拡大する可能性がある。この場合、本行がさらなる国債買入れで名目金利上昇の抑え込みを図ろうとしても、却って事態を悪化させる可能性があるであろう。政府が消費税率引き上げの延期を表明し、2020年度までのプライマリーバランスの黒字目標達成が厳しくなるとの声が政府からも聞かれる中、市場は政府の財政健全化へのコミットメントが本物かどうかを改めて注視している。本行の今回の国債買入拡大が政府の財政規律に影響したとすれば、遺憾である。出口の困難さも一層高まった。国債の買入年限延長に加えて、リスク性資産の年間買入額を一挙に3倍としたが、前回会合で議論を尽くしたかどうか、疑問が残る。既に本行は、プルーデンス政策の観点から2000年代前半に買入れを行った銀行保有株式の売却を進めようとしたが、リーマン・ショックによる株価下落で売却を中断し、今に至るといふ実績がある。このこと自体、満期のないリスク性資産の売却が如何に困難かを物語っている。しかも、本行のリスク性資産保有額は銀行保有株式買入時の比ではない。こうした買入れでリスク性資産の価格形成に影響を及ぼそうとしても、発行体のファンダメンタルズの改善が伴わなければ、そうした価格は長い目でみて、本来の企業価値に裁定されていくであろう。

第3の点について、そもそも足もとの状況が追加緩和を必要とするほど下方リスクが強いのかどうか、すなわちリスク認識の程度については前回

会合でも申し上げたとおりである。無論、7～9月期GDP 1次速報で2四半期連続のマイナス成長となったことで、事後的には緩和強化が正当化されたように見えるかもしれない。もっとも、GDPは過去の数字であり、先のセッションで述べたとおり、足もとの経済は既に最悪期を脱した公算が高いとみている。こうした中で、原油価格の下落は一段の緩和強化の理由としては疑問である。

以上、縷々申し上げたが、量的・質的金融緩和を拡大したことに対しては今も反対である。ただし、市場は拡大された量的・質的金融緩和を前提とした価格形成となっており、以前の量的・質的金融緩和に戻ることはもはや現実的でないし、政策運営の信認にも関わるであろう。従って、改めて以前の量的・質的金融緩和に戻すことを求める考えは、今回はない。次回以降の継続の是非については、経済・物価情勢を点検する中で、会合の都度判断していきたいと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

追加緩和後の国債買入れの持続可能性、情報発信のあり方、次回会合までの金融市場調節方針の3点について発言する。

第1の国債買入れの持続可能性については、追加緩和を受けて、大手銀行以外の金融機関は売却または再投資を控えるかたちで国債保有残高を減らす余地がまだかなりあるとみられる一方、大手銀行や証券会社では、新発国債を落札後に短期間で本行に売却するフローがさらに強まると予想される。しかし、こうしたフローが安定的に続くためには、金利が緩やかな低下傾向を続け、かつ市場のボラティリティが低位に維持されて、大手銀行、証券会社が短期間でも新発国債を保有する経済的メリットが確保される必要がある。逆に、今後金利の低下余地が狭まる、あるいは市場のボラティリティが高まるといった事態が生じれば、大手銀行、証券会社は

新発国債の落札に慎重になり、入札不調がさらに金利の上昇とボラティリティの上昇を促す事態に陥る可能性も考えられるところである。こうした点からも、先行きの安定的な国債購入の持続性には不確実性が小さくないと考えている。

第2の情報発信に関してである。前回会合では、追加緩和を賛成5名、反対4名の僅差で決定したが、委員会制度という合議体のもとの情報発信のあり方を改めて考えさせられる機会にもなったと思う。例えば、会合後の総裁記者会見では、賛成多数で可決された決定の背景を丁寧に説明することが第1に求められるが、局面によっては、議事要旨の公表までに相応の時間を要することなどを踏まえ、議長として会合で出された幅広い議論を要約し、一部紹介することも求められると思う。この点、先日の会見で、賛否が大きく分かれたことに関して、「基本的にこのようなリスクがある、あるいはあり得るという認識は広く共有されていたのではないかと思うが、それに対して、今、このようなことを行うのは適切かどうか、必要かどうかという点で意見が分かれたのではないかと思う」との要約がなされたが、私はやや違和感を持った。critical momentにあるとの認識は必ずしも広く共有されていなかったように思うし、委員間の意見の相違が、追加策の実施時期を巡る僅かなタイミングの問題であるかのように誤解される惧れもあると感じた。実際の会合では、追加策に伴う各種副作用について指摘が相次いだし、2%の物価安定目標の達成時期に関する方針、経済・物価環境の認識、家計の物価認識などの点で、委員間で相当の温度差があったと思う。こうした合議体の全体的な意見と総裁の情報発信とのギャップについては、最近ECBでも議論が高まっているように見受けられる。特に、前回会合のように、重要な決定で意見や票決が大きく分かれた時には、決定に至る過程で様々な議論が活発になされた経緯を丁寧に説明することが、政策の信頼性を高めるといった観点からも重要だと思う。この点、議事要旨については、今回配付されている議事要旨案については多様な議論の要点をかなり盛り込んでいると評価しているが、私自身、これまでの議事要旨が様々な議論を要約する機能を必ずしも十分に果たし

ていないと感じることもあった。委員会制度のもとで、如何にバランスの取れた情報発信を行っていくかは各中央銀行に共通の難しい課題であるが、情報発信の仕方に改善の余地がないか、今後さらに考えを深めてみたいと思っている。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、前回会合では現状維持が適切と判断し、追加緩和に反対した。私自身は、量的・質的金融緩和導入時には、2年程度といった一定期間であれば効果が副作用を上回るぎりぎりの規模感だと判断し、賛成した経緯がある。他方で、2年程度といった比較的短期間で2%の物価安定を目指すという、達成が容易でない方針を維持すると、緩和の拡大や長期化を招き、副作用が効果を上回るリスクが高まるといった認識のもと、政策方針の修正提案を続けてきた。先般の追加緩和は、まさに当初から懸念していた事態が現実のものになったという思いであるし、後世に大きな負担を残したのではないかと懸念している。さらに、消費税率引き上げ先送り観測などをきっかけに財政健全化の流れが弱まる可能性を懸念する向きも足もとで浮上している中で、財政ファイナンス観測が強まる、正常化過程で市場が不安定化する可能性が高まるなど、量的・質的金融緩和の副作用が増幅される可能性があると考えている。多数決で採決された政策を尊重し、その執行に責任を持つのは政策委員として当然の務めではあるが、こうした自身の考えに変わりはない。後に、背景となる考え方を改めて整理して申し上げたいと思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。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いている。こうした環境のもと、企業の資金繰りは良好な状態である。また、わが国の金融資本市場では、ドル/円は、本行の緩和拡大の決定により日米

の金融政策の方向性の違いが一層強く意識されたことなどから、円安方向の動きが急速に進んだ。わが国の株価は、本行の緩和拡大や円安進行、GPIFの運用方針変更の公表などを受けて、大幅に上昇した。この間、短国レートは、本行の長期国債買入変更により、短国の需給が幾分緩むとの見方から一旦やや上昇したが、再びいずれのタームもマイナス圏内となり、極めて低い水準で推移している。また、10年債金利は、株高や円安方向の動きを受けて幾分上昇した一方で、20年債や30年債等の超長期ゾーンの金利は、本行の買入増額や平均残存年限長期化の決定を受けて低下し、イールドカーブはフラット化している。

この間、国際金融資本市場は、各国の金融政策の方向性の違いが強く意識され、ドル高が一段と進んだ。米国の良好な経済指標や企業業績、本行の金融緩和拡大、ECBによる追加緩和期待もあり、投資家のリスク回避の動きは一服し、落ち着きを取り戻している。先行きは、米中の景気回復ペースやECBの政策対応とその波及効果、また原油価格を含めた国際商品市況の動向、中東・ウクライナ情勢等の地政学的リスクにも十分な目配りが必要である。

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方針については、私自身は、前回会合において追加措置に反対した立場であるが、政策委員会として機関決定した以上、そのもとで政策を適切に実行し、早期の物価安定目標の実現に繋げていくことが重要と考えているので、その方針を尊重し、従いたいと思う。勿論、前回会合でも申し上げた、追加措置によって生じ得る様々な副作用について懸念を持っていることに変わりはなく、そのリスクを最小限にとどめるよう努力すべきで、今後の動向をしっかりと注視していきたいと思っている。追加措置のうちETFの買入増額について、本行が、極めて多額のリスク性資産を非常に長期に亘り保有するリスクもしっかり認識しておく必要がある。さらに、今後資産買入れを継続するに当たっては、わが国の財政健全化に向けた取組みへの信認が確保されているか、また金融面の不均衡が蓄積されていないかについて、絶えず注意深く点検していく必要があると思っている。

副作用の詳細については改めて触れないが、例えば市場機能への様々な影響についても、市場と適切なコミュニケーションを図りながら、市場の状況に応じた弾力的な運用を行いつつ、政策を進めることが肝要だと思う。この点、オペ運営を行うに当たっては、今回の長国の買入増額に際し、平均残存期間に幅を持たせている点や、月次の買入金額を8～12兆円程度と従前より運用の幅を大きくしている点を最大限に活かしていくことが重要だと思う。また、副作用への目配りという観点では、先日、金融市場局から公表された「市場参加者との対話の強化に向けた取り組み」の中で挙げているサーベイ等の実施を通じて、金融市場の動向やその機能度、本行の資産買入れが市場に及ぼす影響などについて、多面的な分析やモニタリングを行い、丹念に点検していくことが適当である。

最後に、私自身の物価安定目標の考え方について、若干申し上げておきたいと思う。まず、物価安定目標の実現までの期間についてである。昨年4月の量的・質的金融緩和の導入時に、そのステートメントにおいて「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」としている。私としては、現時点では、先の展望レポートのとおり、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みているが、金融政策の効果波及にはそれなりの時間を要するほか、外生要因に起因する不可避的なリスク顕現化の影響も考えられるため、2年程度をあまり強く意識することは必ずしも適当でないと思っており、期間については、相応の幅を持って捉えることが望ましいと考えている。重要な点は、当然のことながら、幅広い主体の成長力強化に向けた取組みの進展を伴いながら経済の好循環が継続するもとの、できるだけ早期に、持続可能な物価の安定が実現されることに尽きると思っている。

次に、物価安定の目標の達成度合いの評価についてである。評価に当たっては、総合指数は勿論、コア指数やコアコア指数、さらには、石田委員からもコメントがあったが、持家の帰属家賃を除くベースの物価指数も重要指数と考えており、様々な物価指数を点検することが大事である。私が帰属家賃を除くベースの物価指数も重要と考えるのは、賃金等が、帰属

家賃を除く数値で実質化されるなど家計の生活実感により近いと考えられることや、物価指数全体の2割弱のウエイトを占める持家の帰属家賃が、空き家が増加し2013年には全国の空き家率が13%台に達する中で、長期に亘り前年比マイナスで推移しており、わが国特有の要因が存在するとみているためである。この点、例えば米国では9月のコアPCE前年比+1.5%のうち、住居関連は1/3程度の増加寄与となっており、状況は大きく異なる。いずれにしても、指数の動きを評価する際には、様々な物価指数の点検を行い、各指標の背後にある実体経済の動きと併せて、総合的な判断を行うことが適当と考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

量的・質的金融緩和の波及メカニズムのうち重要な要因の1つは、デフレ予想を中長期的に2%の緩やかなインフレ予想に転換することにあると考えている。そこで、量的・質的金融緩和拡大以降の予想インフレ率の動向をみってみる。10年物新物価連動国債のBEIは、4月の消費税増税の影響がなくなった7月以降、10月30日まで低下傾向にあった。それが、量的・質的金融緩和拡大が発表された10月31日に大きく上昇に転じ、11月12日までには、対10月30日比で約20bp上昇した。マイナス成長が発表された17日には比較的大きく低下したが、18日には再び上昇トレンドに戻っている。BEIでみた量的・質的金融緩和拡大以降の予想インフレ率の上昇は、量的・質的金融緩和拡大によって消費税増税の可能性が増大したため増税による物価上昇が織り込まれたためである、という考えがあった。しかしその後、増税延期、解散総選挙の可能性が高まった後も、BEIの上昇トレンドは維持されている。このことからみて、BEI上昇の主因は、量的・質的金融緩和の拡大にあると考えている。量的・質的金融緩和拡大以後に予想インフレ率が上昇に転じたことは、5年物や5年先

5年のインフレ・スワップ・レートでも観察される。一方、量的・質的金融緩和拡大以降の国債の名目金利は、足もとでは、10年未満がやや上昇する一方、10年超は低下している。しかし、名目金利が0.5%台まで上昇した10年物でも——今日はまた0.5%を割っているが——、予想インフレ率の上昇の方が大きいため、予想実質金利は低下している。量的・質的金融緩和拡大以降の予想インフレ率の上昇と長めの名目金利を中心とする低下を受けて、株価とドル/円レートは大きく上昇した。こうした金融資本市場の変化は、中長期的にみると、消費税増税によって鈍化した需要増大ペースおよび消費税増税と原油価格急落によって鈍化した消費税増税の効果を除いたインフレ率上昇のペースを、再び取り戻す効果を発揮すると期待している。

なお、量的・質的金融緩和拡大は円安を伴う。円安は輸出産業にとってメリットであるが、輸入原材料などの価格が上昇するため、短期的には非製造業にデメリットをもたらす可能性がある。しかし、量的・質的金融緩和拡大の需要拡大効果が浸透するにつれて、非製造業は、輸入物価上昇分を価格に転嫁できる環境が形成されると考えられる。その結果、中長期的にみると、コストプッシュ型インフレで生産が縮小するという組み合わせではなく、ディマンドプル型インフレで生産も増加するという組み合わせが実現されると考えている。

以上から、2%の物価安定目標を2年程度を念頭にできるだけ早期に達成するためには、現在の量的・質的金融緩和拡大を維持することが適切であると考えている。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、「マネタリーベースが、年間約80兆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」という前回決定した方針を維持することが適当との意見が多かったと思う。また、資産買入方針についても、これまでの方針を維持することが適当との意見が多かったと思う。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の意見で、概ね一致——木内委員は違った意見を持っていると思うが——していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

量的・質的金融緩和の効果については、前回会合で拡大を決定した後も引き続き所期の効果を発揮していると思われる。日本銀行による巨額の国債買入れもあって、わが国の長期金利は低位安定しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って、実質金利は低下方向にあると考えられる。

企業・家計の支出行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、貸出金利は既往最低水準にあるなど緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関してさらにご意見があればお願いします。

木内委員

財政健全化への取組みと金融政策について、先程も簡単に触れたが、何人かの委員からこのテーマについて言及があったので、追加でコメントしたい。本行が量的・質的金融緩和を強化する決定をした直後に消費税増税先送りの議論が高まるなど、財政健全化への取組みが弱まる可能性が生じていることを懸念している。私自身は、2013年1月の政府と日銀の共同声明で謳われた財政健全化へ取り組む方針は、量的・質的金融緩和策といわば一体のものと理解してきた。すなわち、財政健全化へのしっかりとした取組みが、量的・質的金融緩和の副作用を抑制しており、この前提が揺らぐと大量の国債を購入する量的・質的金融緩和策が、事実上の財政ファイナンスであるとの観測が強まる可能性がある。それ自体、日本銀行の存立意義を揺るがすものであることに加え、仮に、財政・金融危機の直接の引き金になるほどではないにしても、金利上昇のリスクを高め、それが量的・質的金融緩和策の効果を減じてしまう恐れがあると思う。また、こう

した金利上昇のリスクは、直ぐには表面化しなくても、量的・質的金融緩和策が正常化する際、あるいは人口動態の変化等を背景に財政赤字が国内貯蓄で十分に賄えなくなる局面で、将来表面化することも考えられるので、中長期の視点からそういったリスクを考えておくことが重要だと思う。消費税増税の先送り議論は、現在、国債市場に多少動揺をもたらしているとはいえ、今のところそれほど深刻なものではないようにみられる。しかし、それ自体むしろ警戒すべきことであるとも思う。なぜなら、量的・質的金融緩和の強い影響のもと、国債市場が機能不全に陥り、価格発見機能が大きく低下していることの現れの可能性であることも考えられるからである。このように、国債市場が財政環境の変化を映す機能を大きく低下させている場合、本行が国債を大量に購入している限り、財政健全化の手を緩めても金利の安定は揺るがないといった誤ったシグナル、メッセージを送ってしまうことも、大いに警戒しているところである。

岩田副総裁

消費税増税の先送りを財政再建の後退と受け取る向きもあるが、税収が本当に増えるかどうかは、消費税の税率に依存する訳ではない。基本的に、名目成長率が上昇しないと税収が伸びないことは、経験的にも実証的にもはっきりしている。従って、これだけ消費が弱まっているところに再増税し、景気が悪化すれば消費も落ち込むので、消費税率を引き上げたほどは税収が上がらず、法人税や所得税は完全に減収となると思う。今回の消費税増税の先送りは期限を切っているのだから、むしろ成長に寄与することによって財政を再建するために先送りしたと、私は考えている。この点、木内委員の意見とは真っ向から対立する。

中曾副総裁

ほとんど全ての委員が財政規律とQQEの拡大について言及されたが、この点は大変重要な論点だと思う。確かに、消費税率の引き上げが先行き延期される方向となったことに伴い、QQEについて、「財政ファイナン

ス、マネタイゼーションではないか」、「2013年1月の共同声明が反故にされるのではないか」といった批判が、われわれに向けられることにもなると思うが、これについては、「QQEは、あくまでも物価安定目標を達成するために実施しているものである。日本銀行としては、政府が中期財政計画に沿って引き続き持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に進めていくことが重要であると考えている」ということを、継続的に主張していくことになると思っている。本日も議論があったが、国債をこれだけ大量に買い始めるので、市場機能への副作用をより意識していく必要があると思う。昨日の執行部の説明からも、今のところ市場の流動性等に悪い影響は出ていないと思うが、市場との対話やフォーラムなどを通じて、しっかり情報交換、意見交換していく必要があると、私も思っている。

森本委員

消費税増税先送りと財政健全化への取組みについて相反する意見が出たが、私は、財政ファイナンスかどうかといった問題については、海外投資家をはじめとした市場がどのようにみるかが大事な点だと思う。様々な考え方があろうかと思うが、今後の財政健全化に向けた取組みをしっかりとやっていくことについての説明責任は本当に重要であり、この点は、政府も十分認識されていると思う。その点、期待したいと思う。

佐藤委員

森本委員のご意見に深く同意する。昨年1月22日に政府と結んだ共同声明において、「政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進する」と謳われている。今般の消費税率引き上げの延期の表明については、延期の表明が「持続可能な財政構造を確立するための取組み」に対して障害になるかどうかは、人によって見方が異なるかもしれない。岩田副総裁がおっしゃったように、政府は「持続可能な財政構造を確立す

るため」に延期するというような意見もあり得ると思う。ただ、問題は、当事者がどのように言っても、結局はマーケットがどのように判断するかが重要であって、マーケットに、財政規律が緩んでいる、あるいは失われているとみられてしまうと、潜在的なリスクプレミアムの拡大余地が生まれてしまうので、非常に注意しておかなければならないと思う。その点、今回の政府の延期表明については、勿論、われわれ自身が「これは財政ファイナンスではない」と言い続けることは重要だが、むしろマーケットにどのように評価されるかが重要だと思うので、コミュニケーションの観点からも注意していかねばならないと思う。

白井委員

消費税率引き上げの先送りに関し、昨年1月の政府との共同声明では、財政再建と成長の両方に一生懸命に取り組むとしている。両方同時に実現できればベストだが、それは難しいという判断から、政府は成長の方を優先することにしたのだと思う。私自身は、2回目の消費税率引き上げによって2%の物価目標の達成が若干遅れると思っていたが、2%達成の時期が若干遅れても財政再建をきっちりやって頂きたいというのが本音である。私としては、先送りを決めた以上は、昨日安倍首相がおっしゃっていたように、来年にでも今まで以上にしっかりした中期計画を出して頂きたい。そして、そこをしっかりと見たい。また、予定どおり2017年4月に消費税率が引き上げられるかどうかを見たいと思う。成長を重視するというのであれば、成長戦略、構造改革をより速いペースでしっかり進めてもらいたいと思っている。

次に、中曽副総裁もおっしゃっていた賃金だが、われわれの来年度のインフレ見通しが1.7%とすれば、それに見合うだけの賃金の伸びということであれば、今年よりも賃金の伸びが高くなければならない。そうなることを望むが、現実には難しいとみている。名目賃金、 $W \times L$ （賃金×雇用）を全体としてみると、2014年度の企業の収益率は2013年度よりも低いので、名目賃金をさらに上げていくのは難しいと思う。また、新規でパート

の人達が採用されているが、パートの人達はより短時間の労働時間を望んでいる。現状、完全雇用でミスマッチ以外はほとんど失業者がいない状況なので、今までのペースで雇用が増えていくことは難しいということを考えて、 $W \times L$ は若干減るが、消費税率の2回目の引き上げが延期されると実質所得は確実に良くなるので、そのことは消費にプラスだとみている。財政再建の遅れが消費マインドにマイナスに働く可能性はあるが、色々なアンケート調査でみる限り、短期的な視点の人が多い——このような言い方が良いかどうか分からないが——ので、消費税率引き上げの延期はプラスに出る可能性があると思っている。

最後に、QQEの拡大についてである。前回会合でも申し上げたとおり、QQEの拡大には当然様々な副作用があり、色々な躊躇がある中で賛成票を投じたが、日本経済に必要とされているのは、人口減によるマイナスを上回る相当な生産性引き上げであり、生産性が上がれば賃金が上がっていくと思う。ただ、それだけでは物価は上がらない。やはり物価を上げていくのは金融政策であって、それはインフレ目標の設定とそれへのコミットメントであり、そこが問われているので、私は前回会合で賛成票を投じた。QQEを拡大したのは、石油価格が数か月下がっているからという程度の話ではなく、欧州や米国でも議論されているように、インフレ期待がアンカーされていないところでは、どのような理由であれ物価上昇率が落ちてくると、インフレ期待に及ぼす影響があるので先手を打ったという見方が正しく、こういった議論は日本だけの議論ではない。その意味からも、内容はともかく、今回は追加緩和が必要であったと思う。

黒田議長

私からも3点コメントしたい。1点目は、決定会合後の記者会見についてであるが、これは基本的に対外公表文に沿って説明し、質問に応じて適宜簡潔に答えるかたちとしており、私としては、その範囲内で適切に対応したと思っている。詳しくは議事要旨が次回の決定会合後に公表されるので、十分な透明性が確保されていると思っている。ただ、木内委員のこ

ントも十分考慮に入れて、今後とも適切な会見を行っていきたいと考えている。

2点目は、物価安定目標について、物価目標自体は消費者物価の総合指数であるが、多くの委員が指摘されたように、われわれがトレンドをみる場合には、生鮮食品を除くコア指数を中心として予測などを行っており、また、コアコア指数、帰属家賃を除いたベースの指数も参考にし、賃金の動向、さらには極めて重要な予想物価上昇率も総合的に勘案して、2%の目標が安定的に達成されたかどうかを判断することになると思う。

3点目は財政規律の問題だが、多くの委員がご指摘のとおり、私も財政規律の問題は極めて重要であると思っている。昨年1月の共同声明でも、政府側の責務として、財政の持続可能性を確保していくことが明確に謳われているので、当面、政府が決定している中期財政計画——プライマリーバランスの赤字を2015年度に半減、2020年度に解消——をきちっと守って頂くことが、何よりも重要だと思う。このことは、必要に応じて今後とも政府に要請していくつもりである。

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、宮下一郎財務副大臣からお願いします。

宮下財務副大臣

一昨日、11月17日に公表された本年7～9月期のGDP（1次速報値）においては、実質で前期比-0.4%となっている。一方、4月の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減を均すために1～9月期の平均をみると、前期比+0.5%となっている。総じて言うと、これは反動減からの回復過程での在庫調整が大きく影響したものと考えているが、個人消費については、消費者マインドの低下や夏の天候不順により足踏みがみられているということだと思う。他方、雇用および所得環境が着実に改善している中、9月の様々な経済指標は持ち直しの動きをみせており、経済の好循環は続いていると考えている。

こうした中、昨日、11月18日、総理より消費税率の引き上げの延期の

表明および経済対策の策定の指示があったところである。政府としては、消費税率引き上げに向けた環境を整え、2017年4月には、景気判断条項を付すことなく確実に引き上げを実施するとともに、2020年度の財政健全化目標をしっかりと堅持し、来年の夏までにその達成に向けた具体的な計画を策定することとしており、今後とも経済再生と財政再建、この2つを同時に実現していく。

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。以上である。

黒田議長

前川守内閣府政策統括官お願いする。

前川内閣府政策統括官（経済財政運営担当）

11月17日に内閣府が公表した7～9月期GDP（1次速報値）では、実質成長率は前期比年率-1.6%となり、2四半期連続のマイナスとなった。その理由としては、4月からの消費税率の引き上げや制度変更に伴う駆け込み需要の反動減などが、消費だけではなく在庫投資をはじめ設備投資、住宅投資にも影響したと思われる。こうした状況のもと、経済の好循環を確かなものとし、地方にアベノミクスの成果が広く行き渡るようにするため、昨日の経済財政諮問会議の後に、総理から経済対策の取りまとめについての指示があった。総理からは、以下の3点、すなわち、①地域の消費喚起など景気の脆弱な部分に的を絞った対応、②地方の活性化、③災害復旧・復興の加速化に、経済対策の重点を置くとの方針が示されたところである。今後、年内を目途に速やかに取りまとめられるよう、準備を進めていく。

また、11月4日から18日までの間、黒田総裁にもご出席頂き、計5回に亘り「今後の経済財政動向等についての点検会合」を開催した。全体を通じて、バランス良く各方面の意見を伺うことができたと思う。TPPに

については、先日、北京において閣僚会合および首脳会合が開催され、交渉の早期妥結に向けた大きなモメンタムができた。11月4日の経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。

10月31日の金融政策決定会合において、量的・質的金融緩和の拡大が決定されたところであり、日本銀行においては、引き続き2%の物価安定目標実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。

先程宮下財務副大臣も言及されたが、本日の決定会合において、昨日総理が表明された消費税率引き上げの延期と財政健全化の関係について話題になったので申し上げる。既にご存知だと思うが、昨日の総理の記者会見において、総理は、「財政再建の旗を降ろすことは決してない。国際社会において、わが国への信頼を確保しなければならない」と述べられている。そのために、2020年度の財政健全化目標についてもしっかりと堅持すること、具体的には、来年の夏までにその達成に向けた具体的な計画を策定することを明言されている。そのうえで、本日の決定会合において、黒田総裁をはじめ多くの委員の方からご指摘があったことは重く受け止め、政府部内でも努力していきたいと考えている。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、資産買入方針の議案、対外公表文の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針について、議長案に反対する。量的・質的金融緩和導入当初のかたちが最適だと考えている。今、考え方を述べさせて頂いて良いか。

黒田議長

簡潔に願います。

木内委員

背景となる主な考え方について、前回と重複するが3点述べさせて頂く。第1に、当初導入された量的・質的金融緩和策は、2年程度といった一定期間であれば、効果が副作用を上回るぎりぎりの規模と判断し、私は賛成したが、これを強化すれば副作用が効果を上回る可能性が高まると考えている。期待に働きかける経路を通じた追加措置の効果は、導入時と比べてかなり限定されるとみている。その理由は、①名目金利が一段と低水準にある一方、世界的に予想物価上昇率が高まりにくい環境のもと、実質金利の低下余地は小さいと考えられること、②供給制約がある中で、金融緩和などによる需要刺激策がもたらし得る負の側面も意識されるようになったことである。他方、追加措置のコスト面では、金融市場の機能低下、正常化過程の困難化、金融不均衡のリスク、財政ファイナンス観測、金融機関の収益低下などの副作用が高まることが懸念される。デフレマインドの転換遅延を懸念し、原油価格の下落に緩和拡大で対応したことが起点になり、今後も追加措置が繰り返され、副作用が累積的に高まっていく事態に陥らないかどうかという点も、非常に憂慮している。

第2に、当初の量的・質的金融緩和は相応の効果を発揮しており、既に経済・物価情勢は比較的安定した状態にあると考えている。需要不足の解消を通じて、潜在成長力に見合った経済・物価の安定を確保することが求められる金融政策の役割は、既に相当達成されつつあり、この点からも前回決めた追加措置は必要ではないのではないかと考えている。経済環境の

改善には、各種経済政策のバランスが重要だと考えている。昨年1月の政府と日銀の共同声明で示した2%の物価安定目標も、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。金融政策が突出した状態が続くと、それは財政健全化を含む痛みを伴う構造改革の必要性に関する人々の意識を低下させ、長い目でみれば、成長力強化など日本経済の改善をむしろ妨げてしまう可能性がある。

第3に、私自身は、2年程度といった短期間で2%の物価安定目標の達成を目指すことは難しいばかりではなく、望ましくないとの考え方から、2%の実現を中長期の目標とすること、量的・質的金融緩和の継続期間を物価目標と結びつけないこと、ひいては「必要な調整を行う」という文章を削除することの3点を提案してきた。従って、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」のトリガーとする考えには元々賛成していない。

なお、私の従来からの提案で、「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」としているように、いずれは導入当初の目標額からの減額も念頭には置いているが、今回の議案は、導入当初のかたちに戻すことを提案するものである。以上である。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案配付]

執行部は木内委員提出の議案および議長提出の3つの議案について説明をお願いします。その後、討議を行いたいと思う。

内田企画局長

それでは金融市場調節方針に関する議長案から申し上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、資産買入れ方針の決定に関する件である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、対外公表文の議長案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

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

まず、公表文については、1. および2. は先程申し上げた金融市場調節方針および資産買入れ方針についての記述をそのまま書いており、賛否を記述することになっている。3.～5. については、昨日申し上げた金融経済月報の記述をそのまま取り込んでいる。6. は前々回までの記述と全く同じである。なお、木内委員の提案については、6. は今までどおり提案として書いており、金融市場調節方針および資産買入れ方針については、前回同様、1.、2. に対する反対意見として書かせて頂きたい。以上である。

黒田議長

ご意見があればどうぞ。

佐藤委員

先程のセッションで私の意見は申し上げたが、1つだけ付け加えておきたい。前回、私は、量的・質的金融緩和の拡大に反対票を投じたが、先程申し上げたように、以前の量的・質的金融緩和に戻す考えは、今回はない。理由としては、一旦政策が変更された以上、短期間で元に戻すのはあまり現実的ではなく、そのような頻繁な政策変更は、本行の政策の信認にも関わるであろうということである。ただ、この信認というのはあくまでも短期的な信認であり、長い目で見た時に、特に、政府の財政規律に対して市場が若干なりとも疑念を持ち始めているかもしれない状況においては、信認の低下のリスクに十分留意しておく必要があると思う。もう1つは、究極的に長い目で見た物価安定目標の考え方、すなわち物価安定をどのようにみるかについて、日本銀行は、金融システムの安定と物価の安定の両方ともに責務が同等にある。その中で、短期的な物価の安定を優先し過ぎると、先行きマージンの圧迫等から金融システムが不安定化していき、ひいては中長期的な物価安定が損なわれるリスクがあるということは、十分留意しておく必要があると思う。本行としては、今は金融システムの安定は十分に達成されていることを金融システムレポートでも謳っており、その観点から、どちらかというところ、現状は、物価の安定に力点を置いた政策運営を行っていると理解している。ただ、本当にそれで良いのかどうか。中長期的な物価安定を実現するためには、私としては、バランスの取れた政策運営が重要であると考えている。

黒田議長

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

[11時54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

反対：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8、反対1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

続いて、資産買入れ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

反対：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 8、反対 1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた両方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示をする。事務局は公表準備を開始して頂きたい。本日の決定に関する賛否については、後程記者会見において問われた場合には、会合における議論を踏まえて、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

次に、木内委員提出の議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

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

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、執行部は金融市場調節方針、資産買入れ方針、木内委員案に関する記述、以上について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。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

注について申し上げるが、1. の金融市場調節方針の賛否が賛成 8、反対 1、2. の資産買入れ方針が同じく賛成 8、反対 1 となっている。それぞれに注 1、注 2 を付し、注 1 については賛成の 8 人の委員の名前、それから反対として木内委員と書いたうえで、「反対した委員は、『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014 年 10 月 31 日決定）前の金融市場調節方針が適当であるとした」、注 2 については、「反対した委員は、『量的・質的金融緩和』の拡大」（2014 年 10 月 31 日決定）前の資産買入れ方針が適当であるとした」としている。注 3 は、「木内委員より、2%の「物価安定

の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を２年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。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

対外公表文の採決の結果である。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。

[12時09分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針と資産買入れ方針はともに賛成多数で可決された。木内委員案は反対多数で否決された。

VII. 議事要旨（10月31日開催分）の承認

黒田議長

最後に、10月31日開催分の決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付した議事要旨案について、ご異議はないか。それでは議事要旨の採決をお願いします。

[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、25 日火曜日 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、12 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します。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 24 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 24 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 19 分閉会)

以 上