

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2014年12月18日（14:00～16:28）

12月19日（9:00～12:23）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ 〃 ）
宮尾龍蔵（審議委員）
森本宜久（ 〃 ）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官（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）
	西村康稔	内閣府副大臣（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	服部良太
企画局企画役	加藤 涼

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、11 月 18、19 日開催分の決定会合の議事要旨の承認、2015 年 1 月～12 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは中村昭裕大臣官房審議官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

まず金融調節、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】に基づいてご説明させて頂く。まず、図表 1 であるが、金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約 80 兆円

増加させるというディレクティブに沿って金融市場調節を進めている。年末のバランスシートの見通しについては、各項目とも何とか達成できると考えている。1点留意点を申し上げておきたい。ETFについては、QE導入時の公表文にある「資産価格のプレミアムに働きかける」という趣旨を踏まえ、なるべく下げ相場の時に買い入れる対応を行ってきたが、12月入り後、後程申し上げる海外株価下落の中で本邦株価もやや下げ局面が続き、買入ベースでは既に3.8兆円に到達している。金融市場局としては、ディレクティブに年間約3兆円というボードの指示があり、それからETF買入れがプライス・キープ・オペレーションと誤解されることは本意ではない一方で資産価格のプレミアムに働きかけるという趣旨の両方を踏まえ、あくまで年間約3兆円の枠内で弾力的な対応の余地も完全には排除しないという方針で、適宜対応していきたいと考えている。その場合、今後の相場次第では、四捨五入ベースで3.8兆円に着地しない可能性もあろうかと思うが、ここから大きく外れることがないよう着地させる予定である。

図表4の短期金利については、(2)の短国レートは、マネタリーベースで概ね275兆円の到達に目途がついたことで、(参考)にあるように短国買入れを減らしていることもあり、マイナス幅が足もとやや浅くなっている。それでも、マイナスでなければ短国を是非欲しいという先は邦銀でもMRFでも相当あり、ゼロ以上の利回りがつく瞬間蒸発のように売れてしまうという状況が続いている。従って、短国レートはなかなかプラスにはなりにくい状況である。

続いて内外市場である。図表6をご覧頂くと、12月入り後、海外市場では、先行き米国の利上げが意識される中で市場がリスクオフモードとなり、新興国通貨が再び売られるということで、昨年夏のいわゆる tapering tantrum にやや似た現象が、再び起こっているようにも感じられる。さらに、これに原油価格下落が追加的な要因として加わっている構図だと思う。すなわち、米欧の金利は、12月入り後、明確な下落傾向をたどってきた。図表7は米国の金利であるが、例えば、2年物の金利はむしろ若干

上昇している。一方、長期から超長期のゾーンが下落している。この結果、イールドカーブも明確にフラット化している。これは、米国経済の回復および先行きの利上げシナリオ自体は維持されているもとの、長期的にみた成長力や物価への慎重な見方と、リスクオフモードの中で国債に資金が流入していることが、長期ゾーンを中心とする金利低下の背景になっているように思われる。

こうした中で本邦の長期金利であるが、図表8をご覧頂くと、10月末のQQE拡大以降、まず最も下がったのは超長期ゾーンであった。これは、本行の巨額買入れが、流動性が薄いこのゾーンの需給に直接働きかけたことが大きく効いており、これは前回ご説明したとおりである。超長期ゾーンのオペは引き続き強めであり、オペが金利を引き下げる方向で入り続けているという構図は、基本的には変わっていない。こうした中で、さらに最近では、ただ今申し上げた海外金利全般の低下および本行の巨額の買入れを受けて、イールドカーブが短いゾーンも含め全般に低下したことが前回会合以降の特徴である。この結果、(2)のイールドカーブも、金利は3年から4年ゾーンまでほぼゼロまで低下するかたちとなっている。ヒアリングでも、本行が新規の発行額をはるかに上回る量の国債を買い入れている中であって、市場参加者の関心は専ら本行の買入れに向かっており、12月1日のMoody'sの格下げの影響も、国債自体の価格にはなかなか表れにくいという見方が大勢である。こうした中で、図表9(1)のソブリンCDSなどには、それなりに格下げの影響が出ているようにも見受けられる。市場では、少なくとも本行が巨額の買入れを続けている間は、格下げが国債の価格そのものに大きな影響を及ぼす可能性は低いだろうという見方が、今のところ大勢である。もっとも、今回の格下げに伴い、高格付けの銀行や企業——例えば、メガバンク2行、JR東日本やNTT——も格下げとなっている。さらに市場では、格下げによってバーゼルの標準的手法でゼロ%リスクウエイトから外れるJGBについて、海外の規制上の取扱いが厳しくなる可能性、具体的には、例えば、イギリスの流動性規制や銀行課税、大口与信規制などの影響について警戒する先もみら

れている。これらの点も踏まえて、引き続き格下げの影響をフォローしていきたいと考えている。

図表 12 のデット市場をご覧頂きたい。12 月入り後の海外市場は、昨日は若干戻したが、総じてリスクオフモードであった。すなわち、先行き米国の利上げが意識される中で、脆弱な新興国通貨が売られ、先進国でも金利低下と株安、さらに原油価格の続落が大きな要因として加わるという構図であった。(1) の欧州周縁国であるが、政治リスクが強く意識されているギリシャで国債金利が上昇している。この間、その他の周縁国、例えば、イタリアなどの金利は比較的安定しているように見えるが、これには、12 月の T L T R O の結果を踏まえて E C B は既存の方法ではバランスシートを 1 兆ユーロ積み増すことはなかなか難しいだろう、早晚国債の買入れを含む量的緩和に踏み切らざるを得ないだろうといった市場の見方が、こうしたところの利回りを抑えている面があると思う。(2) の米国のハイイールド債は、エネルギー関連セクターが発行するハイイールド債の利回り上昇が起こっており、こちらを主因に全般にスプレッドが上昇している。複数の米国の政策当局者は、原油価格の下落は全体として米国経済にプラスであるという発言を続けているが、局所的にはこのようなかたちの影響も出ていると思う。

図表 13 (1) の主要国の株価は、リスクオフモードの中で 12 月入り後、下落傾向をたどっている。(2) のエマージング諸国の株価も、12 月入り後は弱めの動きである。この間、中国の株価が、金融緩和への思惑を主因にボラティリティを伴いつつも上昇傾向をたどっているのが、特徴である。各国の当局者は、原油価格の下落は原油ネット輸入国である先進国にはプラスであるといった発言を、ほぼ一貫して行っている。また、これまでの先進国の株高と低金利の共存といういわゆるいいとこ取りの背景の 1 つに、原油安があったとも言えるのではないかと思う。もっとも、株価が示すように、極く最近のマーケットでは、原油安そのものに対する若干警戒的な見方も出ているように思われる。まず 1 つに、原油価格がこれだけ下落し続けると、なぜこんなに落ちるのかさすがに分からない、もしか

したら新興国をはじめとする世界の需要の弱さという要因が、思っていたより大きいのではないかといった不安感も一部にあるように思う。もう1つは、原油価格下落が一部新興国や資源国のリスクを高めることになり、これが先進国のマーケットに跳ね返ってくるというルートもあるかもしれないといった不安感もあるように思う。図表 14 (1) の各国比較をご覧頂いても、中国の株価上昇が突出しており、その他の株価が総じて弱いという前回会合以降の特徴が端的に示されている。

図表 15 の為替レートであるが、12月上旬までは円安・ドル高が進み、その後は若干円高・ドル安方向に戻す展開であった。この間特徴的なのは、(2)にあるように、前回会合以降、カナダ、オーストラリア、ノルウェーといった典型的な資源国の通貨が下落していることである。マーケットでは、為替に限らず、12月入り後、各マーケットで日中の価格変動のボラティリティがかなり大きいという声も聞かれている。市場では、年末要因による流動性の低下が主因だろうという声はなお大勢ではあるが、一部には、リーマン・ショック後の規制強化、すなわち市場参加者のリスクテイクを抑制し、価格発見機能の方にも制約を課すといった方向での規制強化も、若干影響しているのではないかという声も聞かれないではない。

図表 16 (1) の主要通貨の対ドル騰落率をご覧頂くと、前回会合以降下落しているのは、インド——動きは若干小さいが——、ブラジル、トルコ、南アフリカ、インドネシアという昨年夏の tapering tantrum の時を連想させるような脆弱5か国、それからオーストラリア、メキシコ、ノルウェー、ロシアといった典型的な資源国であり、そういった国の通貨が下落している。

次に、図表 19 のロシア関連の金融指標をご覧頂きたい。(1) のロシアルーブルは、前回会合以降も、原油価格の下落および西側諸国の経済制裁の影響への懸念などを背景に大幅に下落している。(2) の株価も下落し、ソブリンCDSは上昇している。市場は、今や1998年のロシア危機との比較モードになっているが、ロシア危機時には、株価はピーク時から実は7割以上下落している、外貨準備の水準も今よりもはるかに少なかったと

ということで、マグニチュードにはなおかなりの差があるように思う。もっとも、一昨日の深夜の中銀の6.5%もの利上げにもかかわらず、その時はルーブル安が止まらなかったということ、それから何よりも、現在の地政学的な状況のもとでロシアに手をさしのべるような国際的なイニシアチブをなかなかイメージしにくいことが、市場の不安感の背景にあるように思う。もっとも、昨日は、ロシア当局によるルーブルの防衛のスタンス表明などを受けて、ルーブルは若干戻している。

最後に、図表20のコモディティ市場をご覧頂きたいと思う。(1)の原油価格は、昨日は若干戻しているが、前回会合以降総じて下落傾向が続いている。(2)の鉄鉱石の下落傾向も引き続き目立っている。

以上のように、前回会合以降、とりわけ12月入り後は、内外市場はリスクオフモードになり、金利低下、株価軟調といった動きがみられた。また、原油価格下落についても、基本的には先進国経済にはプラスという見方が維持されてはいるが、一部には、マイナス面への意識も市場に生じていると思う。こうした中で、脆弱性を抱える新興国や資源国の通貨が売られるといった動きもみられている。今後については、米国の先行きの利上げが否応なく市場参加者の視野に入ってくることが予想される。また、原油安のプラス面だけでなくマイナス面、例えば、ロシアや資源国への影響などもマーケットで意識される中、例えば、本年春以降みられていたようないいとこ取り的な市場環境が続くシナリオは、多少ナローパスになっているようにも思う。現在各市場にみられているようなボラティリティの高まりが、年末の一時的なものか、それとも構造的な面も多少あるのかどうか、1つの注目点かと思う。こうした点も踏まえ、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

質問をどうぞ。

白井委員

3点質問したい。1点目は、最近、国債補完供給の利用が非常に増えていることの背景についてである。説明によると、ショートカバーをするのに玉が足りない投資家がS Cレポ市場で玉を調達するというくらい難しい状況があって、その中で国債補完供給へのアクセスが高まったというようにみれば良いのか。国債補完供給のコストは市場での調達に比べて結構高いと思うが、それでもアクセスが増えている背景としては、使い勝手が良くなったということもあると思うが、サーチコストなどを考えると日本銀行の国債補完供給を使った方が良い、というような考慮が働いたのか。このように非常に増えている状況は、一時的なシーズナリティによるものなのか。12月8日に意見交換会があったと聞いているが、その時に増額の要望も一部あったということであるが、永続的なものならば考慮が必要かもしれない。その辺りはどのようにみているのか。ショートカバーなどがしにくくなることによって、マーケットメイカーとしての機能がどの程度損なわれていると考えているのか、今後の見通しを伺いたい。

2点目であるが、図表20でコモディティ市場をみると、総じてみれば以前に比べて価格が下がっているのが、恐らく共通の要因として世界需要の減速もあると思うが、穀物やスズ、ニッケルなどは上昇に転じている。この背景がもし分かれば教えて欲しい。例えば、穀物の場合、小麦などでは、ロシアが12月入り後、事実上の輸出規制措置を導入したと言われていたが、10月以降トレンドとして上がってきているので、天候要因によるものなのか。コモディティの間で少しばらつきが出てきているので、その背景を教えて欲しい。

最後に、図表19のロシアについてである。かなり厳しい状況になってきて、1998年のロシア危機時に比べれば大丈夫だろうということであるが、外貨準備で使えるものが大体2,000億ドル程度、ここ1年位で返済が必要なのは1,000億ドル程度とされているので、どの位外貨準備があるのかという問題もあると思う。仮に、今報道されているように外貨預金の引出規制のようなある種の資本取引規制のようなものが導入される場合、

南米等の他の資源国や経済的にロシアと非常に近い中東欧といったところへのコンテージョンリスクについては、どのように考えているか。

山岡金融市場局長

1点目の国債補完供給であるが、そもそも国債補完供給を使うことに対するスティグマが減ったという指摘を聞くことがある。この間、フェイルはほとんど増えていない。勿論、国債補完供給を使うことでフェイルを防いでいる面もあると思うが、全般的に流動性が非常に低下した結果として受け渡しそのものが難しくなっているという状況でもないように思う。基本的には、日本銀行は本当に国債補完供給については制約なく貸しているということが、市場に理解されつつあるということが大きいと思う。確かに0.4%というフィーは大きいですが、そこはやはり日本の土壌というか、フェイルを非常に嫌がる先はある。マーケットの声を聞くと、特に投信などで、決まった銘柄がデリバリーできないことを大変嫌うので、後々のビジネスのリレーションシップを考えれば、0.4%のコストを払ってでも、やはりフェイルは避けたいという先が多いようである。そういう先がこれまでよりも積極的に日本銀行に来てきているということが、国債補完供給の利用が増えている底流にあると思う。今のところ、ショートカバーの難しさという問題がマーケット機能にまで響いているという声は大勢ではないように思うが、今後も注意してみたいと考えている。

2点目のコモディティについては、なかなか難しい。後程長井国際局長から説明があるかもしれないが、まず穀物については、この夏の価格下落は、そもそも悪天候を予想していたところ実際には好天であったため下がり過ぎていた、それが若干戻っているという声が多いように思う。この間、ニッケルやスズなどと鉄鉱石の違いはよく分からないところはあるが、ニッケルなどは、マーケットの薄さという問題もあり、テンポラリーな要因や振れも大きいように思う。

3番目のロシアについては、全然大丈夫という感じではなく、マーケットはそれなりに意識し始めていると思う。勿論、ロシア危機の時とはマグ

ニチュード——通貨の下落幅、金利の上昇幅、株価の下落幅——は違うが、外貨準備があるといっても使う時には一気に使ってしまうというのが、1997年のアジア危機の経験でもある。実際あると思っていたら半分位は使えないものであったという議論もよくあるので、警戒感はそれなりにあると思う。中東欧、南米へのコンテージョンは、懸念されている部分はあると思うが、現在のところ、マーケットは、コンテージョンの度合いをこれまでに比べて少し小さめにみているかもしれない。なぜなら、ロシアの場合、既に経済制裁で幾つかの点では海外経済とのリンクが少し薄くなっていたり、切れている部分もあるので、現在のところ、直ちにこれが南米なり中東欧なりの大きな問題に繋がり得るところまで連想している市場参加者は、現実には少ないのではないかと思う。

木内委員

図表8で少し触れられていた超長期債についてであるが、ボラティリティが大きくなっているという印象があり、プレイヤーが大分変わったのだらうと思う。1つは、QQE拡大後、本行の関与の度合いが大分強まったということがあるし、コスト面から、海外勢の影響力が短国辺りから長いゾーンに流れてきて、長国にもやや影響を及ぼしている。それから、従来は中期債中心であったメガバンクなどが、金利も下がってきたので長期運用というかたちで入ってきて、一方で生保が少し引くような感じでプレイヤーが大分変わってきたことも、ボラティリティが高まっている背景だと思うが、来年にかけてこの不安定性がもう少し強まる可能性はないだろうか、というのが質問である。1つは、大手行が、年末を越えて短国を減らしていく過程で、今までは長いものと両建てで増やしてきたと思うので、短国だけ減らすとデュレーションが大分長くなってしまい、今でも長くなっているデュレーションがもっと長くなってしまいうということ、それを抑えるために適宜良いタイミングで長国を売ってくる可能性があるのではないか。生保の話などを聞くと、セカンダリーマーケットの流動性はかなり厳しくなっており、大きな売りが出た時に結構値が動く可能性もあ

るという話もあるので、そのようなことが年明け後起こらないだろうか。もう1つは、生保が、金利が下がってきたので超長期の買入れを少し減らして外債にシフトしているということであるが、海外の金利も下がってきているので、どこかでもう一度超長期に入ってきた時に需給が結構逼迫するのではないか。そうすると、本行のオペは、逼迫すればオペの額も調整できると思うが、逼迫した結果、応札倍率が大幅下がり、場合によっては一部で言われている札割れが、利付債でも、特に超長期のところでは起こるのではないかというような見方もされている。来年のどこかで生保が戻ってきたタイミングで、そのようなことが果たして起こらないかどうかということに少し心配しているが、何か感触があれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

2つの力の綱引きということがあると思う。まず、プレイヤーの変化については、木内委員がおっしゃったような動きは観察されている。利回りの低下を受けて、これまでの投資家であった生保、年金筋が一時的に引いている部分があり、一方で、これまでより短いゾーンの主要なプレイヤーであった都銀などが、イールド確保の観点からより長いものにシフトしてきているという部分がある。長いものにシフトしてきている背景の1つとしては、やはり本行が新規発行分以上の国債を買っているため、長いものでまずイールドを取れば良く、いざとなれば本行に売れるだろうという見方があることは間違いないと思う。そうした意味では、木内委員ご指摘のとおり、これまでよりは、生保、年金ほど安定保有ではないようなタイプのプレイヤーが入ってきているという変化は、限界的にあらうかと思う。その一方で、もう1つは、本行オペへの慣れということもあると思う。例えば、図表2の超長期のオペの落札決定レートをみて頂いても、引き続き強めではあるが、その強さの度合いは、例えば、11月4日の -0.174% や11月14日の -0.088% といった水準に比べると、激しく強いという度合いは少し薄まってきているように思う。マーケット参加者の本行巨額オペへのある種の慣れというものは、むしろ多少は安定化の方向に働くかもし

れないと思う。来年のマーケットという意味では、木内委員ご指摘のような市場参加者の構成の変化と、一方で本行オペにどれだけ市場が順応してくるかというところの綱引きになってくると思う。それから、札割れの可能性については、木内委員ご指摘のような要因も踏まえて引き続き注意してみていきたいと思う。これだけ買っている状況なので、何らかのイベントによってそのような事態に直面する可能性がない訳ではないと思う。

中曾副総裁

図表9（2）のドル転コストであるが、リーマン・ショック後の2009年や2011～2012年辺りの欧州債務危機時は、ドル／円よりもユーロ／ドルのスプレッドの方が大きいですが、足もとの局面では、やや意外だが、ドル／円の方が上がってきてむしろ差が拡大してきているようにもみえる。この背景については、どのように考えておけば良いのか。

山岡金融市場局長

現在、生保などのように構造的に外債に投資したいという一定のプレイヤーがいて、そういった構造的、根雪的な需要が、ドル／円のスプレッドを若干押し上げている。一方で、ユーロ／ドルにはそうした需要がないということが、現在のところは大きいと思う。裏を返せば、今ユーロエリアの銀行に対する信用不安が非常に強い訳でもなく、ドルファンディングのニーズが強い訳でもないということも、勿論あろうかと思う。

佐藤委員

冒頭に説明のあったETFの買入れについてであるが、年間約3兆円ペースで規模を拡大していくことになることになると、1回の買入れで東証1部の1日の売買代金の中でもそれなりのシェアになるかと思うが、先程説明があったように、12月に入ってからの株式市場の下げ局面で、マーケットでは、本行の買入れの有無が1つのイベントトピックになっている状況であると思う。買入れの実施基準は執行部に任せているので細かいことに立

ち入るつもりはないが、年間3兆円買うとなると本行の買入れがどうしても目立ってしまうと思う。「目立つな」と言われても無理だと思うが、買入れの有無がリスクプレミアムに働きかける以上のメッセージを有するといったような誤解がないように、何らかの工夫が必要ではないかと思うが、その辺りはどうか。

山岡金融市場局長

それはなかなか難しい問題で、実際本行のETF買入れがそれなりに注目されてきていることは間違いないと思う。どのような買入れが良いかということに関しては、例えば、これまで同様、下げ局面を中心に買っていくというやり方もあるし、一方で、同じようなペースで買っていくという考えもない訳ではないと思う。いずれもそれぞれ一長一短があるかと思うので、引き続き市場参加者の声も聞きながら検討していきたいと考えている。

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「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。

先程の山岡金融市場局長に対する白井委員のご質問に関しては、私も、基本的に天候による下がり過ぎの調整という大きなトレンドについては同じ見方をしており、ただ足もとの動きだけ加えると、ロシアの農産物の輸出規制についての報道で、少しまた上がった面があると思っている。

図表2で米国からご説明する。全体のトーンとしては、「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」との判断は変えていない。ただ、米国では少し強めの指標が出ている。図表2－1

(1) の第3四半期のGDPは、前期比年率+3.9%に上方改訂された。第2四半期に引き続いて、個人消費と設備投資が成長を引っ張っており、個人消費の堅調さが企業部門に波及するというメカニズムがしっかりと働いている。その背景には、(2) の堅調な雇用の拡大であり、これに加えて(3) の急激ともいふべきガソリン安で、実質購買力の上昇という追い風が加わっているという構図があると思っている。これを受けて、(4) の消費者コンフィデンスも足もとまた一段と上昇している。こうした動きを受けて、企業部門も、例えば(6) のISMは、製造業も非製造業も高い水準にある。図表2-2(1)、(2) の設備投資であるが、民間非居住用建設支出も機械投資も、いずれも堅調に伸びている。こうした内需の増加が、(3) の実質輸入の着実な増加を通じて世界経済を引っ張っているという構図も変わっていない。こうした中、物価は、図表2-2(5) のCPIにあるように、総じて安定して推移している。昨日公表の11月分の総合が+1.3%、コアが+1.7%だが、既に少し兆候が出てきたように、今後はドル高や原油市況下落がヘッドラインを押し下げる一方で、労働需給の引締まり、家賃の上昇などを受けてコアが横ばいないし強含むというように、両者の乖離が目立つ展開になってくると思っている。(6) の予想インフレ率を示す指標の中にはじりじりと下がっているものもみられており、これからコアとヘッドラインのどちらを重視するのか、米国の金融政策運営も読みにくくなってくる可能性もあると思っている。

次に、欧州経済である。図表3(1) のGDPは、前期比年率+0.6%と6四半期連続のプラス成長となっている。個人消費が増加幅を拡大した一方で、総固定資本形成が前期に続き減少したのが少し気になるところである。製造業が、引き続きモメンタムの鈍化を示している一方、堅調なサービスが全体を支えるという構図が続いている。ただ、(4) の製造業PMIは、内訳で新規受注の低下、完成品在庫の若干の積み上がりがみられており、目先の生産の弱さを示唆していると思っている。(5) のPMIからも分かるように、貿易およびマインドチャンネルを介した景気回復のモメンタムの弱まりが、製造業から非製造業へ徐々に広がってきているのが、

少し要注意だと思っている。この間、(6)の物価であるが、11月のユーロ圏のH I C P総合は、確報で前年比+0.3%となった。E C Bは、12月にインフレ見通しを下方修正しつつも、来年以降ゆっくりながらもインフレ率が上昇していくという見通しは維持している。ただ、ドラギE C B総裁が記者会見でも、最近の原油安を織り込むと、目先数か月、一段の低下もあり得るとおっしゃっている点は、少し気になる点である。

図表4の中国経済であるが、(1)の製造業P M I、(2)の工業生産から分かるように、足もとは成長モメンタムという意味では製造業を中心に少し勢いを欠いているが、A P E Cの開催に伴う工場の減産といった操業調整がかなり影響している面もあるので、今のところわれわれも安定成長の範囲内とみているが、注意深く見守っていきたいと思っている。(3)の輸出は引き続き堅調な伸びを続けているし、(5)の不動産販売も大都市を中心に幾分動意がみられてきているのは、明るい材料だと思っている。これまで小出しに打ち出されてきた不動産市場の下支え策が、漸く効果を見せ始めたということだと思っている。先週、中央経済工作会議という重要な会議が開催されたが、ここでも金融政策に関して、より景気重視型の方針が示されたことも踏まえると、今後も必要に応じて利下げなどの下支えが期待できるのではないかとと思っている。

図表5で中国を除く新興国経済をみると、(1)にN I E s、A S E A N、ブラジル、ロシア、インドの合算で、輸出の仕向け先別の推移を示しているが、米国向けの輸出が牽引役となっていることが明らかになっている。一方、中国向けは伸び悩み、欧州向けは、ロシアの原油輸出が価格下落で低下していることもあり、減少しており、新興国の回復への向かい風となっている構図である。こうした米国向けの輸出増加の恩恵を最も受けているのがアジアの新興国経済であり、(2)のN I E s・A S E A Nの個人消費は、他の地域と比べて安定的に前年比プラスで推移している。こうした中で、原油価格の下落は(3)のようにインフレ率の低下といったかたちで多くの新興国経済の成長に追い風となっている。ただ、(4)のインドネシア、マレーシアの方では、長年の課題であった補助金削減をこの

機会に行うことで、そこで浮いた財政資金をインフラ投資に振り向ける動きがみられている。これは、短期的には需要にとってマイナス要因であるが、長期的なプラス効果に期待したいと思っている。(5)、(6)のブラジル、ロシアは非常にウエイトの大きい国なので大変頭が痛い、スタグフレーションが深刻化している姿がみられ、通貨の下落もあって足もとで利上げを繰り返している。少し嫌な循環に入っているという感じがする。

図表6の金融市場の動きは、先程の山岡金融市場局長の説明に尽きていると思うので、最後に図表7の原油価格、ロシア情勢について申し上げる。原油価格の下落がなかなか止まっていないが、(2) エネルギー関連企業株の下落、あるいはシェール関連が2割近くを占めると言われる(3)のハイイールド債のスプレッド上昇をみると、金融市場への影響も、単に1セクターの問題と片付けにくくなってきていると思っている。こうした原油価格の下落と密接に関連しているロシアであるが、先程の山岡金融市場局長の説明に一言だけ追加すると、(6)に本年1月末と11月末のロシアの外貨準備を示しているが、総額では11月末でも約4,000億ドルと高水準であるが、内訳をみると、用途が紐付けられているナショナル・ウェルスファンド、リザーブ・ファンドといったものが含まれていることを考えると、直ぐに使えるという意味での純粋な外貨準備はその約半分の2,000億ドル程度で、それを輸入カバーで計算すると約8か月程度である。短期債務をカバーする意味では十分な量であるが、制裁措置がいつまで続くかわからない中で、介入よりも利上げで通貨安を止めようとする当局の気持ちが分からないではない水準だと思っている。ただ、今回の利上げが景気の一層の冷え込みを招くことも事実であり、ロシア情勢からはなかなか目が離せないと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

中国について、11月の指数は少し弱めであったが、APEC要因もあるので見かけほどは悪くなっていないという説明であったが、例えば、12月の民間発表のPMIなどは思ったよりも弱かったので、不動産に若干プラスの要素がみえてきたといっても、APEC要因だけではなく、全体として減速しているのだろうと思っている。一方で、中央経済工作会議で議論されたと思うが、来年の成長率目標は、まだ明らかにされないが7.5%前後から7%程度となる可能性が高いと言われており、これは悪化や減速というよりはNew Normalを表しているということである。ここで技術的な質問だが、年明けだったと思うが、中国でGDPが改訂されるという話が出ており、そうすると、米国でもあったように新しく計上される品目が入ってくるので、3%程度GDPの水準が上がると言われている。それだけであれば良いが、新しく入ってくるものの成長率が他のものよりも高いので、成長率自体が上方修正されるのではないかと話——本当かどうか分からないが——も聞く。そうすると、例えば、今年はまだ分からないが例えば7.5%に近い成長とし、来年が7%だとすると、多少の微調整という感じだが、過去の水準ではなく成長率自体が上方修正された時に、そこから7%というところの落差ができてしまう可能性もあると思っている。今議論されているのは、そのようなGDP統計の改訂の影響も考慮しているのか、それとも今の時点では全く考慮していないのか。

長井国際局長

GDPの改訂については、具体的にどのような基準で改訂するか聞いていないが、基準が変わればそれに応じて議論されるのではないかと考えている。最初におっしゃられた少し弱いのではないかとこの点は、われわれも基本的に安定成長と申し上げたが、その他のリスクがないか、かなり注意している。ご指摘のHSBCも50を切ってしまうているが、輸出は結構良く、新規受注のところは少し落ちている。HSBCは、沿岸部の輸出

系企業のカバレッジが大きいようだが、内需の公共工事の増加を上手く捉えられていないところがあると思う。その意味で、不動産市場の悪化が少し効いていて、それを公共投資でカバーできないところが、これに少し出ているのではないかと思っている。次の国家統計局の方がもう少しましな数字であれば良いかと思っはいるが、ここはわれわれも注意してみたいと思っている。

白井委員

2点質問したい。前回会合で、私は、米国とユーロ圏を比べると、ガソリン価格やエネルギー価格の変化に対するCPIの感応度は、欧州の方が高いのではないかという質問をした。CPIの内訳をみても、エネルギー関連が前年の裏ということもあると思うが非常に落ちているので、そのような質問をしたが、その後の情報によると、そうではなく、ガソリン価格に対する税の占める割合が、欧州の場合は50~60%なのでそれほど反応せず、米国は僅か10%なので、米国の場合はガソリン価格下落の恩恵を庶民が直に享受できるということであった。また、CPIに占めるエネルギーのシェアも、米国が9%、ユーロ圏が10%と変わらないので、結論としては、ユーロ圏の方が感応度は低いということである。そこで質問したのは、そうは言うものの、先程の図表3(2)でユーロ圏の実質個人消費が段々上がってきているが、この背景として、税が50~60%あったとしても、特に、直近のところではガソリン価格は下がってきているので、その部分が個人消費に多少プラスになっているのではないかという感じもする。その辺りで何か情報があれば教えて頂きたい。

2点目は、ドイツについてである。ドイツでは潜在成長率が落ちてきているが、その背景には、設備投資が十分ではなく、資本ストックが増えていないということもあるようである。そうだとすれば、需給ギャップは改善しているはずであり、需給はわりと引締めの的になっていると思う。失業率ギャップなどをみてもかなりタイト化しているようであり、実際、名目賃金、雇用が凄く伸びている。労働市場や需給ギャップでみると結構タイ

ト化してみえるのに、コアインフレの方は、直近でも下がってきている。分かりにくいことに、設備投資がほとんど増えていない中で、緩やかながらも消費が増えている。稼働率が上がっても良さそうなものだが、稼働率はほとんど 84%程度で動いておらず、分かりにくい感じがする。労働市場はタイトになり、賃金も増えているので、ある程度消費の増加に向かっているにしても、財・サービスの需給ギャップを埋めているのか埋めていないのか分からない。つまり、需給ギャップとコアインフレの関係がみえづらくなっているようだが、そこほどのように整理しているのか、分かれば教えて頂きたい。

長井国際局長

なぜユーロ圏の消費が強いのかは最初のご質問だと思うが、図表3(2)の実質個人消費は、ユーロ圏らしからぬ強さを示しており、われわれもこれには違和感を持っており、少し出来過ぎではないかとみている。今まで消費者コンフィデンスと同じように動いてきているので、消費者コンフィデンスと比べても足もとは実質個人消費が妙に強いという感じを持っている。消費者コンフィデンスは、10~11月を4Qとしているので、もう少しこの動きが緩やかになってくる可能性もあるとは思っているが、その背景として、ガソリン安の影響があるということはおっしゃるとおりだと思う。図表2-1(3)にあるように、米国のガソリン価格とともに、ユーロ圏でのガソリン価格も下げている。ドラギ総裁あるいはECBの言うエネルギー安の物価に対する懸念の強さをみても、ガソリン価格はラグを伴ってさらに落ちてくると思っており、ここは消費にはプラスになると思っている。また、いつも申し上げていることであるが、名目賃金が意外と落ちていないので、雇用者所得はきちんと出ているといったところが、この消費の強さの背景にあると思っている。

2点目のドイツについては、確かに設備投資は、他の国よりは良いがそれほどは出ていない。最近では、ロシア等の不確実性もあって益々出てこない中で、方向としては潜在成長率が低下する方向にあると思っている。

その中で、なぜ物価がなかなか上がらないのかについては、1つは、ドイツ単独ではなかなか考えられないということだろうと思う。これだけユーロ圏で統合して動いているので、ユーロ全体のディスインフレ圧力のようなものに、ドイツも無縁ではいられないのだろうと思っている。確かに労働需給もタイトになってきているが、その中では非常に抑えた賃金交渉となっており、3%程度で収まっているので、その辺りがドイツの物価の落ち着きに関係していると思う。加えて、エネルギー安の影響が、ヘッドラインだけでなく、もしかしたらコアのところにもじわじわ効いてきているのではないかと思っている。

宮尾委員

原油価格下落のグローバル経済、世界経済全体の成長率——例えば、来年度の成長率——への影響を、IMFなどがどのようにみているのかについては、ラガルド氏などは、ネットでプラスではないかというようなことを言っておられると思うが、金融市場への影響等をどうみるのかも含めて、なかなか難しいと思う。結局、来年度の成長に向けてネットでどのようにみれば良いのか。米国、ヨーロッパ、中国、インドなど大きな輸入国にとってプラスだということだけを考えると、恐らくネットでプラスだという感じがするが、新興国・資源国の弱さがどのようなかたちで波及するのか、あるいは自己実現的に悪化していくリスクをどのようにみるのかというところが難しいと思う。最終的に来年度の3%台半ばの成長率が上向くのか下向くのか、あるいは変わらないのか。現時点の感触で結構なので、教えて頂きたい。

長井国際局長

宮尾委員ご指摘のとおり、原油価格の下落はネットではプラスというのがIMF等多くの国際機関が言っていることだと思う。個別にみると、例えば、米国では民間の見通しはあまり変わっておらず、物価だけ下がって成長見通しはあまり変わっていない。Fed等もそのような感じを持って

いるようである。よく言われるのは、米国単体では、原油価格下落のプラスの分がドル高で大体オフセットされてニュートラルというようなかたちになっている。その意味で、今ご説明したように、米国の内需が良くなって世界経済を引っ張るという構図の中で、米国もその程度であり伸びないとする、原油安で上に引っ張られるという単純な話でもないのではないかとは思いつつ、宮尾委員ご指摘のような金融市場等への影響など複雑なことを考えていくと、ネットでプラスと単純に言い切るほど強いともみられないと思っている。足もとのマーケットの調整も、契機はギリシャや中国の株価下落などであるが、やはり原油価格下落である。これが、単に原油輸出国の景気悪化だけを心配しているのかというと、もう少し広い影響をみている感じもしている。IMFなどでは、8割方供給要因で原油価格が下落しているという見解であるが、もしかしたら需要要因ももう少しあるのではないかということ市場が心配しているとも思っており、その意味では、単純に、原油安はネットで景気を押し上げると自信を持っては言い切れない感じを、私も持っている。

佐藤委員

図表1のグローバルPMIの中でのロシアの動きであるが、ロシアでは既にスタグフレーション的な景気後退に入っている状況だと思うが、この間、ロシアのPMI自体は一貫して50を超えており、しかも水準が段々切り上がっている。ロシアの経済情勢とこのビジネスコンフィデンスは、どのような関係になっているのか教えて頂きたい。

長井国際局長

この点は以前から説明が難しく、このPMIが公表された時も、この統計の関係者が、これは一時的でいずれは戻ると言っていたが、なかなか戻らない。1点考えられることとしては、輸入などが止まった分、代替生産などで国内で色々頑張っている面があり、そのような効果が現れている部分はあるのだろうと思っている。確かに、スタグフレーション的ではある

が、原油は結構出ており、個人消費もそれなりに出ているのでそういったものの生産はあるのだろうとは思っている。ただ、それにしてもイメージと合わないというのはご指摘のとおりであり、この統計自身、どの程度信頼できるのだろうかという気持ちでみている。

黒田議長

他にご質問がなければ、5分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。

(14時54分中断、14時58分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは、国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

席上お配りしている資料－4（参考計表）【追加】で昨日公表の通関統計についてご説明した後、事前にお配りした資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。最初に、資料－4（参考計表）【追加】の図表1をご覧頂きたい。11月の実質輸出入が出ている。輸出は、10月に前月比+3.8%と増えた後、11月は小幅の減少となっているが、四半期でみると7～9月に前期比+1.6%と再び増加に転じた後、10～11月は7～9月対比+4.0%とかなりしっかりした増加となった。この間、輸入についても、7～9月、10～11月とそれぞれ増加はしているが小幅である。その結果、実質貿易収支は増加が続くかたちになっている。国際収支は、10月までしか出ていないが、実質貿易収支が改善していることに加え、旅行などサービス収支も改善してきているので、10月の経常収支が0.95兆円の黒字、年間で10兆円程度の黒字になっている。図表3の実質輸出の地域別をご覧頂きたい。弱いところから申し上げますと、第4四半期——10～11月の7～9月対比——は、EU向けが-4.2%、ASEAN4は+0.6%だがまだまだ

弱めである。一方、米国向けは+5.9%、N I E s が第3四半期+3.8%の後+6.9%と増加している。この辺りは、米国景気の回復が、N I E s 向けをも通じてプラスの影響が出始めたと考えている。米国については、特に資本財が増えている。また、その他地域もここ数四半期増加が続いているが、これは、中近東向け等の自動車輸出が円安の押し上げ効果で増えているのではないかと考えている。ただ、その他地域は、中東、ロシアなどの資源国を含んでいる。ロシアについては、輸出全体の1.5%とかなり小さく、また既に春以降累積で3割程度減少しているということもあるので、これからの輸出全体を大きく左右するとは考えていないが、ロシア問題が資源国を含め他国にどのような影響を及ぼすかという点は重要なポイントであろうと思う。今後の輸出については、米国経済の回復あるいは円安の影響などから、全体として持ち直しの方向とみているが、欧州、中国に加えて資源国の不確実性も少し高まっているので、引き続き下方のリスクには十分な注意が必要と考えている。

次に、事前にお配りしている資料-4（参考計表）をご覧頂きたい。図表1で短観についてご説明する。製造業、非製造業、大企業、中小企業別の数字しか載っていないが、まず全規模全産業を申し上げると、12月は+5の「良い」超となり、9月の+4より若干ながら改善したので、全体としてみれば、良好な水準を維持していると言って良いと思う。ただ、図表1（2）の非製造業をご覧頂くと、中小非製造業が若干ながら再びマイナス領域に入ってきており、業種、規模によってややばらつきを伴っている。先行きについては、いずれのセクターも少し慎重な見方である。先行きの慎重さの背景については、短観でその他の需給指標あるいは事業計画からなかなか読み取れるものではないが、考えられる仮説としては、為替や原油の大幅変動などによって事業環境の不確実性が高まったことが影響したものと考えている。また、それとも関連するが、内外需要についての漠然とした不安感も、もしかしたら影響した可能性もあるかもしれない。いずれにせよ、今後企業マインドが慎重化し、企業行動に変化が生じることがないか注意してみていく必要があると考えている。

続いて、図表 2 GDP である。(2) の需要項目別の動向をご覧頂くと、前回会合以降 2 次 QE が出ているが、ご案内のとおり 7～9 月が年率 -1.9% と、1 次 QE の -1.6% から若干下方修正された。中身を見るとほとんど変わっていないが、寄与度で変化が表れたところは設備投資である。設備投資は、この時期過去の系列もかなり変わり、2012 年度、2013 年度ともにむしろ上方修正された。過去の系列が変わると季節調整等も変わるので変わったという面が大きいと思うので、1 次 QE とほぼ同じ位の動きであったとご理解頂いた方が良いと思う。ただ、法人季報が強かったため、上方修正されるのではないかという見方が多かったが、そうはならなかった理由としては、内閣府の方から、個人企業の推計基礎となる調査が弱めであった——これは四半期の振れがかなり大きいので、振れの影響だと思うが——というような説明がされている。いずれにせよ 4～6 月、7～9 月がほぼ固まってしまったので、10～12 月以降前期比 +1%、年率 +4% で成長したとしても、今年度は小幅のマイナスとなる計算である。GDP については、家計調査のサンプル要因等もあるので、経済の実勢がここに示されるほど弱いとはみていないが、定性的にみれば、消費税率引き上げ後の景気はややもたついていたという評価になると思う。一方で、図表 2 (3) の景気動向指数は、一致指数がほぼ下げ止まってきて、若干反発の兆しもあるので、循環的には底入れ感が窺われると思う。

次に、図表 14 は法人季報で経常利益率をセクター別にみたものであるが、中堅中小企業を含め 7～9 月も利益率は高水準であった。非製造業は、製造業に比べると 7～9 月は相対的に少し弱めのように思うが、消費税率引き上げ後の反動減、あるいは円安によるコスト高の影響がやや大きめに出現している可能性が考えられる。それでも高めの水準であるということはあると思う。図表 15 は短観の収益計画であるが、経常利益のレベルは、いずれのセクターをみても高水準が維持されている。ここには数字は書いていないが、9 月調査と比べていずれも若干上方修正されている。(4) の非製造業中小企業については、2014 年度は小反落しているが、これは消費税の反動減の影響だろうと思うが、水準としてはかなり高めである。

マクロ的な環境を考えると、今後は経済活動が次第にしっかりしていくことに加え、原油安、そして製造業大企業は円安の効果も出てくるので、増益傾向はしっかり続くとみて良いと思っている。

このもとでの設備投資であるが、図表 17 の設備投資関連の月次指標をご覧頂くと、一致指数である資本財総供給は、7～9月が前期比+1.8%の後、10月の7～9月対比は+4.2%とはっきり増加している。先行指標については、機械受注は10月は反動減となっているが、機械メーカーから聞いている限り、受注は堅調ということであり、基本的には振れの範囲内とみている。また、ここに数字はないが、10月の受注残は前年比+11%とかなり大きく積み上がっているため、仮に、一時的に受注が落ち込んでも出荷が然程落ちることはないと思っている。一方、建築着工床面積は、このところ若干弱めであったが、10月は7～9月対比で+27.4%と大幅な増加となっている。単月の振れの可能性は高いが、これまでは建設分野の供給制約が下押し要因になっていた可能性があると思うが、最近では住宅建設の減少などから供給制約面も若干緩和しつつあるという情報もあるので、その効果を今後期待したいと思っている。

図表 21 で短観の設備投資計画の足取りグラフをご覧頂くと、2014年度はいずれもしっかりしたものと言って良いと思う。(4)の非製造業中小企業は、過去2年間がかなり高い伸びであったため、伸び率自体は2014年度は低めであるが、これも上方修正されている。それ以外のセクターについては、過去の平均よりもいずれも強めである。今後も、収益が増えてくれば、設備投資については特段の心配はないと思っている。

個人消費について、図表 23 (3) の消費総合指数をご覧頂くと、7～9月が前期比+0.4%と増加した後、10月の数字も7～9月対比で+0.4%と増加が続いている。図表 24 で個別の指標をみると、(1)の小売業販売額は4～6月に大きく落ち込んだ後7～9月にリバウンドし、10月も更にリバウンドしている。家計調査については、サンプル要因もあり相対的に弱めであるが、どうやら底を打ってきたのではないかという感じはする。

(2)の耐久消費財は、反動減の影響を強く受けていたと言われているが、

乗用車、家電とも底入れしつつある。乗用車の水準をみると、昨年秋頃の水準にあるので、水準自体も決して低いという感じはない。図表 25 (1) の小売店販売をご覧頂くと、百貨店は、10 月は台風の影響から小反落しているが、業界から聞いているところでは、11 月以降は再び堅調のようである。このように各種統計をみると、時間の経過とともに反動減の影響がさらに薄れるにつれて、個人消費の底入れ感が出てきているように思うが、図表 26 の消費者コンフィデンス、消費者マインドは、このところ慎重化している。通常、この辺りの指標は、株が上がっている時は大体上がっているのですが、やや乖離が生じてしまっている。この背景については、第 1 に、消費税率引き上げも含めた物価上昇に伴う実質所得減少の影響が、年金生活者などを中心に引き続き重石となっているということがあると思う。第 2 に、マスコミ報道の影響もあって、急速な円安のマイナス面が強く意識されたと思う。というのも、物価については、われわれがみている限り少し下がってきたが、この調査の中で消費者は、物価はさらに上がると答えているので、そういった感じが出ているのではないかと思う。第 3 に、これも仮説に過ぎないが、消費税率再引き上げの延期は、これ自体は消費にはプラスに働きそうだが、先般公表された GDP の弱さとも相俟って、景気の悪さを認識させることに繋がった可能性も考えられるのではないかと思う。この辺りについて今後を占うと、冬季賞与の増加が確認されていくだろうと思うし、物価も、原油価格下落のプラス面が意識されていくだろうと思う。さらに経済活動の回復もはっきりしてくるということになれば、消費者マインドも次第に改善に向かうと考えているが、マインドの動向と実際の消費への影響については、引き続き注意深くみていきたいと思っている。

図表 27、住宅投資である。先行指標である住宅着工戸数は、10 月は 3 か月連続で前月比プラスとなり、90 万戸を回復した。90 万戸という水準は、昨年末から本年初の水準である。このため、工事ベースでも下げ止まりつつあり、若干持ち直していくのではないかと思っている。ただ、図表 28 (1) の新設住宅着工戸数にもあるとおり、持ち家についてはまだ低め

の水準である。関連業界では、依然引き合いに手応えを感じられないといった声も多いので、本当にしっかりと増加していくかどうかについては、なお不確性があると思っている。

図表 30 で生産についてご説明する。生産あるいは出荷は、8月を底にボトムアウト感が出てきており、在庫もピークアウトしつつある。出荷は比較的しっかり戻ってきているが、この背景には、第1に、輸出に持ち直しの動きが出てきていること、第2に、国内需要についても消費の底打ちなどに伴い持ち直してきていること、第3に、統計はないが流通段階での在庫調整も進みつつあるということがあると思う。企業ヒアリングでは、10～12月、1～3月とも前期比で小幅のプラスを予想している。ただ、内外需ともなお力強さを欠いており、自動車については、どの程度影響が出るか分からないがリコール問題もあるので、引き続き下振れ方向のリスクには注意が必要だと思う。

続いて雇用であるが、傾向的な動きについてご説明すると、図表 34 の労働需給で(1)は完全失業率と有効求人倍率である。4月以降経済活動が低下しているのでペースはやや鈍化しているが、改善傾向は維持されていると思う。図表 35 の短観でみた雇用の過不足感も、いずれでも「不足」超の方向に変化している。そのもとで、図表 37 (2) の名目賃金は、賞与等で振れはあるが緩やかな上昇傾向にあり、雇用の増加と相俟って(3)の雇用者所得が大体前年比2%程度の伸びとなっている。今後については、冬季賞与が増加すると見込まれるほか、来春の大企業のベアについても、今春対比で上積みの方向で議論が始まっているので、雇用者所得は増加が続く可能性が高いとみている。中小企業の賃上げについては、不確性は高いが、原油安による収益押し上げは、中小企業においても賃上げをサポートする方向に作用することが期待される。

最後に物価である。図表 39 の国内企業物価は、11月の前月比が-0.3%、3か月前比が-0.9%と、原油安を反映して低下が続いており、当面この傾向が続くとみている。消費者物価については、10月の全国(除く生鮮)が+0.9%と前年比が若干低下した。東京の11月の動きなどをみると、11

月は全国でもさらに若干低下し、+0.8%か+0.7%といったところだろうと思っている。

以上を簡単にまとめると、景気は、反動減が出ていた家計支出がどうやら底入れなのではないかという中で、流通段階を含めた在庫調整の進捗などから循環的には夏場を底にボトムアウトしつつあるとみられる。企業収益、雇用・所得環境もしっかりしており、堅調な企業の投資計画も踏まえると、前向きの循環メカニズムは維持されていると思っている。ただ、景気のもたつきはやや長引いており、そうした中で、中小企業や家計といった円安のマイナスの影響を受けやすいセクターにおいて、マインド面の慎重さがみられる点は、場合によっては前向きの支出行動にも影響し得るだけに、やや気になるところである。今後については、循環的なボトムアウトに加え、原油安や株高などのプラス面が出てくることもあって、景気の足取りは次第にしっかりしたものとなっていくとみているし、中小企業等のマインドも改善に向かっていくとみている。ただ、海外経済はロシア問題等もありなお不確実なので、景気下振れのリスクについては引き続き注意してみていきたいと思っている。消費者物価については、当面は1%を幾分下回って推移する可能性が高いと思うが、原油、為替がボラタイルなだけに、それ次第では上下双方向に振れやすいという点には注意が必要と考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

短観の企業物価調査について質問したい。前回の短観の時にも聞いたが、意外と数字が動かないという印象を持っており、今回、物価全体の見通しは、1年後の見通しは変わっておらず、3年後、5年後も、小数点第2位まで取れば少し下がっているが、あまり下がっていないので、非常に粘着性があるという印象がある。以前、企業は回答をあまり変えないのかとい

う質問をしたら、中身は結構動いているというような答えだったが、今回もそうなのか。構成比をみる限りはあまり動いていないが、その中で結構動いているのか。もし、粘着性があるとすると、技術的な要因があるのか。この調査は非常に緻密に作られており、答える方も非常に真面目に答えていると思うので、その意味では非常にレベルの高い調査だと思うが、そのために数字を動かすににくいというような要因はないのか。例えば、1年後は、足もと原油が下がっているので下がるということで良いのだが、3年後、5年後になると、きちんとしたロジックがなく変えると、日銀から電話がかかってきて「どうして変えるのか」と聞かれるので、うまく説明できないと思うと最初の3月の調査で置いた数字をそのまま維持しようするような、生真面目さが逆に数字の粘着性を高めているというようなことはないのか。そうではない調査の方が、簡単に雰囲気で答えられ、多分そういうロジカルではない雰囲気を捉えるのが本来の目的のような気がするが、真面目にやり過ぎているが故にそのような硬直性を招いているという面はないのか。あるいは他に何か回答を非常に安定的なものにするようなことがあるのか。ヒアリングなどで何かヒントのようなものがあれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

まず最初に、回答の数字が変わったとしても、いちいち電話をかけて聞いておらず、そのような誘導はないということは強く申し上げておきたい。そのうえで2点申し上げる。1点目は、今回も、業種やセクターによって結構変わっており、それぞれ変わっているが全体を足してみるとなぜかあまり変わらなかった。その意味では、これまでと同じだったのではないかと思う。2点目は、今回の調査では、販売価格も物価全般の見通しもそうだが、「分からない」や「イメージなし」という回答が若干増加した。これらが増加するという事は、「為替、原油価格も大きく動いているので、先の見通しと言われても分からない」というような答えだったのではないかと推察している。逆に言うと、そういうことなので、真面目にきちんと

答えて頂いていると認識している。いずれにせよ、まだ4回目の調査であるので、木内委員の問題意識も念頭に置きながら、今後どのようになるかしっかりみていきたい。

木内委員

販売価格見通しと物価全体の見通しのデータが4調査分あるが、例えば、自社の販売価格を高めて予想しているところは物価全体についても高めて予想しているといったような相関はあるのか。

前田調査統計局長

以前にもご説明したかもしれないが、大企業と中小企業とでは大分異なる。大企業については、自社の販売価格の見通しと物価全体の見通しはあまり関係はなく、物価全体の見通しが、あるところに収斂する傾向がある。中小企業は、自社の販売価格見通しと物価全体の見通しにそれなりに正の相関があり、自分の商売が好調だと物価が上がるというように、感覚で答えられているようである。ヒアリングしたところでは、大企業はマクロ的な環境等で、中小企業はミクロベースで回答されているというような感触を得ている。

白井委員

3点質問する。1点目は、実質輸出についてである。資料-4（参考計表）【追加】の図表2をみると、実質輸出は、レベル的には結構高いところまで来たという感じがする。リーマン・ショック前の水準までは行かないにしても、2012年5月位のレベルまで来たという気がする。国別、財別にみると、対米国はリーマン・ショック前の水準にほぼ戻りつつあり、対中国はもう超えている。対ASEANも超えている。対NIEsはほぼ並んでおり、唯一リーマン・ショック前から落ち込んだままなのはEUだけで、EU向けの輸出だけが落ち込んでいるという感じがする。財別にみると、資本財や中間財は危機前を超えて増えているが、リーマン・ショッ

ク前より落ちているもので1番大きいのは、自動車関連である。米国向けは、現地生産なども含めると増えているので、米国向けではなく、EU向けの自動車の輸出が出遅れている。もう1つは資本財で、EU向けの自動車と資本財の輸出が落ちこんでいるために、輸出がレベル的には足もとかなりの線まで来たが、今一つ戻りにくいような気がする。結論としては、今後の輸出はEUにかかっている気がする。EU経済がもう少し改善し、EU向けの輸出が増えるようになれば、日本の輸出も増えていくような気がしている。EU向けだけが極端に低いので、先行きの輸出の見通しも、EUからの需要にかなり左右されるような気がする。私はそのようにみているが、そのような考え方で良いのか。

2点目は、潜在成長率についてである。潜在成長率が何度か下方修正されてきたが、成長会計的には、設備投資が遅れているので資本ストックがあまり伸びずプラスに寄与しなかったということと、恐らく2012年、2013年は雇用が良くなっているので、TFPの伸び率が下がっていたと言えると思う。もう少し別の角度からみると、アメリカ的な発想で言ういわゆるヘッドウィンドがあるから一時的に落ちていると考えるか、それともSecular Stagnation 的にもう少し永続的なかたちでの下げとみているのか。その辺で、考えがあればお願いします。

3点目に、内閣府の需給ギャップは、4～6月が-2.2%、7～9月が-2.8%と大幅に悪化したが、今のところ労働需給はかなりタイト化し、超過労働時間の伸びは小さいがそれ以外はかなり良い。そうすると労働市場は結構タイトだったのではないかという感じもする。7～9月の需給ギャップが悪くなるだろうと言われていたが、そうだとすると、労働市場以外の要因、すなわち設備投資関連で遊休的な設備が増えているとみているのか。意見があれば教えてほしい。

前田調査統計局長

輸出については、委員がおっしゃったように、レベル的にはEUがリーマン・ショック前のピークと比べれば、1番低いということは事実かと思

う。ただ先々については、EU向けが戻らないと全体も戻らないとまで言えるのかどうかは分からない。EU向けは輸出全体の1割であり、米国が2割弱、アジアが5割である。米国についても、現地生産拡大の影響などもあって、リーマン・ショック前のピークまでには達していない。今後米国向けが増えてその関連でNIEs等アジア向けも増えていけば、EU向けが増えないとしても、輸出全体が増えないということにはならないのではないかと、増えていくのではないかと考えている。

白井委員

私は、増えないと言っている訳ではなく、リーマン・ショック前の水準を超えるかどうかである。

前田調査統計局長

水準については何とも言えない。ASEANもリーマン・ショック前を超えてはいるがここ2年位ずっと弱いので、この辺りがしっかりしてくれば、EUがリーマン・ショック前の水準を下回ったままだとしても、輸出全体でピークを超えなくはないと考えている。

潜在成長率については、リーマン・ショック後に大きく低下し、その後振れはあるが低い水準で横ばっているということである。その意味で、リーマン・ショック後、日本については労働供給が減るなど色々あるが、やはりリーマン・ショックによって投資が落ちた——白井委員がおっしゃるヘッドウィンド——と思う。

白井委員

私が言っているのは、潜在成長率のタイムシリーズでの低下のことではなく、われわれの潜在成長率の推計値が昨年4月から下方修正になっていることである。

前田調査統計局長

下方修正の話は簡単であって、GDPが下方修正されているからである。何が起きているかという点、実際のGDPがここ半年位弱かったが、需給指標はそこまで下方修正されていない。これは3点目の質問に繋がるが、需給指標が悪くない中で、われわれの計算では需給が正しいという前提で逆算で計算するので、その結果潜在成長率が低く出てしまうということが起きている。このこと自体は、GDPが正しければ本当に経済の実力が落ちているということではあるが、家計調査等の問題もあって実力以上にGDPが弱く出て、潜在成長率も低めに出ているという部分もあると思う。

3点目の需給ギャップについては、図表42(2)にわれわれが試算する需給ギャップがあるが、7～9月も若干低下している。これは白井委員のご指摘のとおりであり、労働面では然程変わっていない、むしろしっかりしているが、下がっているのは製造業の稼働率である。内閣府と計算方法が異なるので、内閣府は相当下がっているがわれわれの方はそこまで下がっていない。ただ、われわれの方でも、短観の加重平均DIなどに比べればまだ弱いというような感じになっている。

宮尾委員

2点質問したい。1点目は、原油価格下落の先々のプラスの影響についてである。原油価格は、夏頃から比べて4割以上、10月末にわれわれが政策判断を行った時から比べても3割近く下がっている。これは実質所得にプラスの影響があると思うが、最終的に支出へ波及してくるまでのラグはどの程度とみておけば良いのか。半年程度なのか、1年以上かかるのか。色々なシミュレーション等があると思うが、イメージとして、来年度の企業や家計の支出にしっかりと効果が出てくるタイミングまでのラグについては、どのように考えておけば良いのか。

2点目の個人消費のところだが、消費税増税の反動減の影響が和らいできているという感じもする一方で、家計の消費者マインドはまだ下振れている感じもある。反動減の影響は和らいできていると思うが、完全に収束

が展望できるところまでしっかりと改善しているかどうかについては、私自身は、もう少し慎重にみた方が良いのではないかという感じがする。駆け込み需要の反動減の影響と実質所得の減少によるマイナスの影響とを明確に切り分けるのは難しい面があると思う。消費の回復の現状評価については、どのようにみているのか。

前田調査統計局長

1点目の原油価格の影響については、どの程度時間が経つと影響が出てくるかというタイムラグは、その時々で異なると思うが、われわれのモデルでシミュレーションしてみると、例えば、10～12月に原油が大きく下がると、翌期の1～3月頃から影響が次第に出てきて、その翌期位にさらに明確になっていくので、半年位経てばそれなりに影響が出てくるというシミュレーション結果になっている。もし、これが正しいとすれば、原油価格は夏場から下がり始めたので、1～3月頃には、消費、設備投資ともに、実質所得の押し上げと企業収益の増加を通じてそれぞれ増えてくるというような感じになっている。ただ、これはあくまでも過去の平均の姿ではということであるが。

2つ目のご質問、ご指摘はなかなか悩ましいところがある。後程金融経済月報のところで説明があると思うが、今月の消費については、「駆け込み需要の反動の影響も全体として収束しつつある」と表現している。なぜこのように記述したかということ、消費は7～9月に増えた後10月も増え、10～12月もどうやら増えそうだとすることがそれなりに明らかになりつつあるからである。過去のケースの分析では、反動減は、大体2～3四半期で収束するという事なので、4月に始まりもう既に12月なので、時期的にも収束する時期に当たる。また、業界の方々にお聞きすると、「反動減自体は収束したが、それ以外のところが少し鈍い。それはまた別の要因だ」というような声が多い。従って、反動減については「収束しつつある」と記述しているが、宮尾委員がおっしゃるとおり、消費がぱっとしないのも事実で、多分実質所得効果等がまだ残っているということがあると

思う。それを明確に2つに分け「反動減が収束しつつある」と言うこと自体が、何となく消費が強いと受け止められるリスクもあると思う。この辺りは、議論、検討の余地があると感じている。

佐藤委員

1点目は設備投資についてである。12月短観では、企業は上期を下方修正する一方、下期を上方修正するのが通常の姿だが、先般の短観の設備投資計画の計数をみると、上期の下方修正が、過去——特に、直近2年位——との比較でわりと大きめに出てきている。その分下期の上方修正が大きめに出てきているので、全体としてみると、若干の上方修正となっているので問題ないようにもみえるが、GDPベースの設備投資もこのところ弱い動きが続いていることもあり、1つの仮説として、設備投資を先送りする動きが例年対比やや強めに出ている可能性が考えられないだろうか。その辺りの見解があればお願いしたい。

2点目は輸出についてである。先程の説明では、直近の動きとして、10月、11月と——11月は反動減があったが——漸く持ち直しの動きが出てきているということではあるが、自動車で依然として弱めの動きが続いているので、自動車以外のところで持ち直しているということかと思う。自動車、そして自動車部品については、今年は海外生産シフトの動きがずっとあったし、なお来年にかけても続くということなので、もはや自動車に輸出のドライバーとして多くを期待できないのかどうか。この辺りについて、見解があればお願いしたい。

最後にマインド面についてである。色々と説明があったが、特に、景気ウォッチャー調査の弱さがこのところ気になっている。前回会合でも質問したが、これだけ下がってくると、ハードデータに影響が出てこないかどうか少し気になっているが、どうか。

前田調査統計局長

1点目の短観の設備投資については、佐藤委員ご指摘のとおり、上期の

下方修正幅が、極めて大きいという訳ではないが、昨年、一昨年に比べて少し大きめであった。これについては、先送りの理由が、景気の不透明感から先送りしたのか、あるいは建設分野を中心とした供給のボトルネックから先送りしたのか、両方あるとは思いますがどちらか分からない。基本的に、景気の不透明感から先送りした場合には、年度計画全体も少し弱めに出るのではないかと考えているが、今回はそこまで弱くなかったもので、どちらかというところ、ボトルネックから先送りするような動きが少しあったのではないかと、今のところ思っている。ただ、ここは注意してみいく必要があると思う。

2点目の自動車輸出については、11月の減少は恐らく一時的なものだろうとみているが、同時に、自動車輸出が以前のようにどんどん増えるということでもないと思っている。世界的な自動車市場が拡大すれば、自動車輸出が減るということはないと思うが、地域によっては現地生産拡大での対応をメインに考えている企業も多いと思うので、増加するとしても極く緩やかな増加にとどまり、全体の輸出を大きく引っ張るほどでもないと思っている。となると、これから期待できるのは、資本財関係の輸出が世界の設備投資で伸びることだと思っている。

最後の景気ウォッチャー調査については、正直気になるところである。過去も平均してみると——毎四半期ごとに当たる訳ではないが——実体経済と似たような動きをすることが多いので、正直少し気になっている。10月、11月辺りは、先程も申し上げたように為替要因、あるいは色々なイベントがあつて、家計もそうだが中小企業もマインドが悪化したということもあると思うので、様々な不確実性が低下してくれば戻ってくると期待はしている。ただ、佐藤委員がおっしゃるとおり、ここは注意してみいく必要があると思う。

石田委員

アメリカの西海岸で港湾労働者のストライキ、サボタージュがあつてポテトが入ってこないという話がある。あるいは、トラックが非常に溜まっ

ているとか、港に入る船が沖合いに停泊しているといった話もあるが、これがわが国の輸出入に影響しているという話はポテト以外では聞いたことがないが、他に影響は出していないのか。

前田調査統計局長

正直そこはよく分からない。

石田委員

ポテトでは非常に大きな影響があるようだ。

黒田議長

テレビでもやっていた。

前田調査統計局長

次回に向けて調べてみたい。われわれは、どちらかというところだとタカタ問題の方に関心がある。

石田委員

自動車なども、西海岸に多い。

前田調査統計局長

影響が出ることは、十分にあり得る話だと思う。

中曽副総裁

先程の佐藤委員の消費者コンフィデンスの質問に関係するが、前田調査統計局長の説明の中で、コンフィデンスが低下している背景について幾つか考えられる仮説的な理由の1つとして、年金の話が指摘していたが、それは、要するに年金の引き下げの問題が響いているのではないかということなのか。そうだとすると、この影響は出尽くしたのか、今後どのように

みておいたら良いのだろうか。

前田調査統計局長

これは分かっていたことではあるが、年金については、特例措置で物価が下がっても下げなかった部分を、2年間で解消しようという動きがある。昨年10月から第1弾が下げられ、この4月からも下げられた。支給はそれぞれ12月と6月からであるが、合計で1.7%程度下がった。来年も0.5%下がることが決まっている。低下幅が1.7%とした場合、物価は消費税を含めて3%程度上がっているの、いわゆる実質年金受取りは5%程度下がることになる。これは元々分かっていたことであり、それなりのマイナスの影響が出るのではないかと思っていたが、年金がそこまで大きな額ではない——確か、可処分所得が300兆円程度に対し年金は50兆円程度だったと思う——ということや、年金生活者は貯金を持っている、あるいは人によっては株も結構持っているの、何がしか影響は和らげられるのではないかと、期待も込めてみていたが、消費者マインドでは、高齢者の方のマインド悪化が結構はっきりしており、心理的な面も含めて何がしか影響している可能性があるのではないかと思う。そうだとすると、この点については、来年度にかけても、消費をこれまでみていたよりも下押しし得るというリスクを、一応念頭に置いておく必要があるのではないかと思っている。

4. 金融環境等に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

次に、金融環境および「成長基盤強化を支援するための資金供給」等について説明をお願いします。

内田企画局長

資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。まず、インフレ予想関係は、全体観としては、前回会合以降、原油価格が20ドル/バレル程度下がって

いる中で、市場関係のB E I等は若干低下している。一方、アンケート調査では、足もとのところの調整はあるが長いところはあまり変わっておらず、先程木内委員からご指摘があったような感じだと思う。具体的には、図表1（2）の内閣府の消費動向調査がさらに上がっている。これは、消費税率引き上げ延期の正式表明以前の調査ではあるが、そういうムードが出てきている中でもさらに上がっている。実感等を反映しているためか、あるいはマスコミの報道等が影響しているためか、まだ上がっているという状況である。図表2の短観であるが、まず（1）の価格判断は、今回も仕入価格判断D I、販売価格判断D Iとも、ほぼ横ばいであった。（2）の物価全般の見通しについては、C P Iの見通しが1年後1.4%、3年後1.6%、5年後1.7%であり、足もとの1年後のところだけ、0.1%ポイント下がっている。業種的には、大企業、中小企業ともに非製造業のところでも0.1%ポイント下がっている。販売価格は、こちらは累積ということもあるが、全ての年限で0.1%ポイント下がっており、1年後1.0%、3年後1.7%、5年後2.0%となっている。比較的弱いのが中小非製造業であった。

図表3（2）のE S Pフォーキャストは、12月調査が出ている。これも同じような傾向である。消費税率引き上げの影響を除くベースで、足もとの2014年度のところは、11月調査の1.10%から1.05%へ下がっているが、2015年度は横ばい、2016年度はむしろ上がっている。それから今回、（4）のE S Pフォーキャスト長期予想が出ており、7年度後から11年度後の平均、2年度後から6年度後の平均とも変わらず、それぞれ1.5%と1.4%である。半年前との比較で変化なしと、長いところは意外に動いていない。図表4（1）のQ U I C K月次調査では、こちらは大きく動いたように見えるが、これは消費税増税見送りの影響が出ている11月25日から27日の時期の調査で、その影響を除くとほとんど横ばいという感じである。例えば、2年先から10年後までの8年間という長いところでは、消費税増税を除くベースで、1.39%から1.33%とほぼ横ばいであった。アンケート調査は全般にこのような感じである。

一方、市場関係では、実はインフレーション・スワップ・レートとBEIが上手く合っておらず、インフレーション・スワップ・レートが各年限ではほぼ前回対比横ばいで動いていない一方、BEIはわりと大きく下がっている。新物価連動国債で、前回会合時に1.23%であったのが昨日は0.87%と、-0.37%ポイントとわりと大きく下がっている。量的・質的金融緩和の拡大を決定する前の10月30日と比べても、0.2%ポイント程度下がっている。0.1強上がって、その後0.3程度下がって、結果0.2程度下がっているという感じである。米国、欧州と比べると、同じ時期の下がり方は小さいが、それは政策効果の分ではないかと思う。以上がインフレ予想関係である。

図表7の金利関係である。貸出約定平均金利であるが、報告元の銀行の過去のデータについての誤報告があり、遡及訂正されるまでデータが若干信用できない部分がある。ストックの方は正しいので、ストックで申し上げる。10月のストックは、短期、長期、総合とも既往ボトムである。今後、遡及訂正されたところで、もう1度レベル感を調べたいと思う。

図表11はボリュームであるが、少し増えており、民間部門総資金調達の11月は+1.1%と、10月から0.1%ポイント上がっている。上がった理由は貸出である。銀行計の貸出は、11月は+2.8%で10月の+2.4%から拡大している。このうち、半分弱程度が為替の換算に伴うものであるが、それ以外に、M&A、短期の決賞資金が出ているようである。決賞資金が出ている辺りは、CPの+10.7%という数字にも反映されているように思う。一方で、公募社債、エクイティファイナンスであるが、小さめの数字が並んでいる。ただ、12月のパイプラインにはわりと大きな数字が入っているので、一時的な現象ではないかと思っている。図表18の企業倒産であるが、11月は736件と1991年2月以来の低い水準となり、この局面のボトムを更新した。引き続き倒産は落ち着いている。

図表19のマネー関連指標であるが、マネーストックは、M2が10月の+3.2%から11月+3.6%と0.4%ポイント上がっている。これも為替換算関係が0.1%ポイント程度あるほか、先程の貸出を中心とする民間資金

調達要因が上がっていること、また株の売越し等があり、この程度の前年比上昇率のアップとなった。

次に、資料－7をご覧頂きたい。「成長基盤強化を支援するための資金供給」の方から申し上げる。本則以下4通りあるが、まず、本則は、第18回の貸付金額が1兆1,530億円であり、この制度を始めてから貸付額が初めて1兆円を超えることになった。今年2月に拡張する前の上限である1,500億円を超える先が今は8先になっており、うち1先は7,000億円を超えて、拡張後の個別行枠1兆円に近づいている。ABL特則、小口特則についてはあまり大きな変化はない。米ドル特則は、前回、全体としての上限120億ドルに近づいたと申し上げたが、今回は完全に120億ドルに到達し、按分が発生することとなった。

次に、「貸出増加を支援するための資金供給」であるが、こちらは貸付額が3.1兆円で、比較的大きな額となった。内訳は、大手行が1.9兆円、地域金融機関が1.2兆円、利用率は大手行が85.8%、地域金融機関が25.3%となった。大手行では、比較的小さいところで以前から資金は不要と言っているところがあり、そのような先が使わなかった。メガバンク等は引き続き100%利用しているようである。一方で、地域金融機関の方は、これまで3割程度の利用率と申し上げてきたが、前回、今回と25%になっており、2倍に拡張してから若干資金が余ったのもう要らない、というところが出始めているという感じかと思う。以上の結果として、残高としては、19兆円となった。元々この制度をお諮りした時の予想が、今年末で20兆円であったので、ほぼオントラックである。一方で、成長基盤強化の方が若干上振れているので、合計24兆円であるが、これは完全にオントラックであり、資金需給等は予定どおりである。

最後に、金利観との関係であるが、この申込みを受け付けた時の4年物の国債利回りが0.047%と0.1%を割っていたが——今もそうである——、取り敢えず、今回については、それほど額が大きくないから、あるいはまだ担保に若干の余裕があるので使おうという感じであるが、今後については、各種の規制、金利動向、担保のコスト、担保余裕等も考えながら利用

を検討していきたいと言っている先が多いということなので、金利面でのおいしさがほとんどない状況になってきている中で、100%利用のままいくという感じではなくなりつつあるのではないかと感じている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

BEIとインフレーション・スワップ・レートであるが、説明のあったとおり、BEIの10年物は10月末から現在まで-0.17%ポイントで、同時期のアメリカが-0.3、ドイツが-0.4であるから、日本の方が非常に小さく、これが政策効果であるということはそうだとは思いますが、ただピークの11月19日対比では-0.33なので、アメリカ、ドイツと同じである。私は、国際的な共通要因が働いて同時にほぼ同幅下落したとみている。日本の場合、追加緩和をして上がった分、ネットでは結果的にはそれほど下がらなかったという意味で、説明にあったとおり、追加緩和の政策効果とも言える。ただ、ピーク対比の下落幅でみると、アメリカ、ドイツと大差がなかったともみえ、一応そのように思っている。これについて何かあればお願いします。

次に、インフレーション・スワップ・レートについては、私は5年先5年に注目しているが、これは1.1%で横ばいである。流動性の問題とも言われているが、今回はずいぶん動きが違っていたという感じがする。日本の方が市場は小さく、欧米はどちらかと言うともう少し動いており、流動性の違いだけなのかもしれないが、その辺りの説明をもう少しお願いしたい。先程述べたように、ピークからの低下幅が欧米とそれほど変わらないとすれば、世界の共通要因が働いてBEIが下がったのではないかと思うが、そうだとすると、欧米で議論されているように、インフレリスクプレミアムが低下した、物価連動債の流動性が低下したということなのか。あ

るいはインフレ期待もあるが、説明のとおり各種サーベイをみてもインフレ期待は下がっている訳ではなく、また一時的に下がっていても、例えば、E S Pなどでは 2016 年度は上がっている。むしろ今まで上がっているの全体でみるとインフレ期待が下がっているということではないことは、はっきり言えると思う。FOMCでも、インフレリスクプレミアムや流動性の問題がよく言われているが、日本の場合はどうなのか、教えて欲しい。

内田企画局長

前者については全くおっしゃるとおりだと思う。当然であるが、日本については、追加緩和政策を実施した後に 0.1%ポイント強上がって、かつその前と比べた場合の差はその 0.1 位であるので、その差だけということが良いと思う。勿論レベル感等も若干違うので正確にそこまでぴったりという訳ではないが、大きなオブザベーションとしてはそういうことだろうと思う。

後者については、インフレーション・スワップ・レートは、きちんとした取引の結果このレートになっているかどうか、若干疑問があると思っている。先程の例で申し上げると、5年先5年は重要であるが、5年物と5年先5年ともに動いておらず、足すと10年物ができるので10年物のBEIと本来合わなければいけないものが、全く合っていない。例えば、2年物などはこのグラフをみて頂いても相当不規則な動きになっており、合わないことはあるのだが、それにしてもこの局面でインフレーション・スワップ・レートが長いところを含めてほとんど動いていない。前回対比で結果としてそこに落ち着いたというよりも、ほとんど動いていないので、やはり取引があまり行われていない可能性が高いのではないかと思う。一方で、BEIはそこそこ取引があるので、どちらを信用するかと言えばBEIだと思う。ただ、欧米に比べてBEIの市場も非常に小さく、国債市場におけるウェイト等を考えると、この数字だけをもってインフレ予想を評価していくのは、正直なところ、なかなか難しいという感じを持っている。

白井委員

変動の要因分解は難しいということか。

内田企画局長

そうである。技術的に分析することは不可能ではないが、そこまで分けをできるほどデータ自体がリライアブルかという問題があるような感じがする。

木内委員

2点質問がある。1点目は、図表16の企業金融関連指標の計数の整合性についてである。金融機関の貸出態度については、短観の貸出態度判断DIでは、企業側の判断としては、徐々に改善してきて緩くなっているということだが、一方、実際に銀行が答えている貸出運営スタンスでみると、どんどん下がっており、むしろ積極姿勢が後退している。聞き方が違うので数字も違うということなのかもしれないが、これらの数字が少し違っているのはそういった技術的な問題なのか。それとも、貸す側と借りる側で少し温度差があるということなのか。資金需要DIでみると、企業向けなどは足もと若干落ちてきている感じもある一方、11月の都銀の貸出は為替の影響を除いても結構増えており、若干喰い違っている。貸出需要、貸出態度の統計があまり整合的ではないような気がするが、これはどのように解釈できるのか。何かアイデアがあれば教えて欲しい。

2点目は、成長基盤強化支援オペと貸出増加支援オペについてである。ともに今回は思ったよりも多めで、これだけ金利が下がり、調達コスト面の魅力が下がっている中でやや意外にも増えたということだが、今回はそうだったがこの先は分からないということかもしれない。この点、ちょっと意外であったという感想を持っている。そこで、貸出増加支援について、利用率は大手行で変わらず、地銀については前回同様少し下がっているという説明であったが、この貸出支援の供給額は市場見通しよりも

結構強かったと思うが、その理由は、全体の利用率ではなく、1行当たりの利用額が上振れたことによると考えて良いのか。

内田企画局長

最初の点については、おっしゃったとおりだと思う。聞き方が、ローンサーベイの方は「積極化」か「慎重化」かという聞き方なので、これ以上積極化していくのかどうかという判断だと思う。実際、「慎重化」と答えた人は最近ではゼロで、基本的には「積極化」か「やや積極化」かのウエイトの問題だろうと思う。そこは聞き方の問題だと思うが、そのことが恐らくその次の質問への答えになってくるような気がする。図表 17 でレベル感をみて頂くと、今の貸出態度、資金繰りは、2006～2007 年頃のピークの水準にある。その意味で、ここからさらに緩くなるか、積極化していくかということになってくると、リーマン・ショック前のピークに近い水準なので、良くなり方が少し落ちてきても不思議ではない程度のレベルにあり、その中でさらに「積極化」と答えるかどうかという問題だと思っている。金利観その他をみても、銀行側が貸出をしたいということは恐らく間違いのないと思うので、後は、需要がどれだけあるかによって貸出が決まってくる。今月、数字として貸出が前年比+2.8%増えたということは、恐らく短期の貸出も入っていた感じがするので、資金需要があればそういう数字になるということだろう。これが来月以降も続くのか、あるいは今月だけの現象なのかは、この後、資金需要、キャッシュフローの中で、どの程度貸出を受ける必要があるか、あるいはどの程度CPを発行する必要があるかという議論になっていきそうな気がする。そういう意味で、この+2.8%という数字が短期的かどうかということが、資金需要をみていく意味で重要なポイントではないか。例えば、決賞資金であるとする、儲かっているが取り敢えず法人税を払わなければならないので短期で借りているといったものも多いであろう。全体としての収益、キャッシュフローが増えていることは事実であり、その中でどれだけ長く資金需要に繋がっていくのかという判断のような気がする。

2点目については、実は利用率は下がっており、貸出の前年比も大体思っていたところとそれほど変わらないので、詳細に申し上げると、貸出増加支援の方は、以前申し上げた前提からは下振れている。一方で、成長基盤は横ばいで置いていたところ、思ったより使われており、そこで1兆円程度上振れ、結果として合計は合った、というのが実態に近い。

木内委員

最終着地は30兆円か。

内田企画局長

最終着地はそうである。

木内委員

残されているオペはあと1回だが……。

内田企画局長

その点については、正直言って、ここでそうなるとはそれほど強くは申し上げられないと思っている。まさにおっしゃったところであるが、昨年制度を拡張した時は0.1%よりも高い金利であったので、必要であれば当然使ってくると思っていた。今の状況では、それでもALM等を考えれば0.1%の金利で調達できることはあまりないのでそれなりに使い道はあるとは思う一方、銀行が0.1%であれば良いと考えるのは、ある種担保のコストがなければそうであるという意味である。つまり担保が多少余っていれば、0.1で取って0.1で積んで置けば損はないのでそのような割り切りもできるであろうが、担保をどこかから調達してこななければならないとなると、当然調達コストがかかる。具体的には、マチュリティーをちょうど合わせるのであれば0.047%で国債を買ってくるということになり、そこは必ずしもコストがかからないALM上の調達とも言えないので、そのようなことも含めて考えていかなければならないと思っている。そういう意

味で、今後もこのペースで伸びていくということは、メインシナリオには置きづらいとお答えする方が正しいのではないかと思う。

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をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、前月との比較表で変更点をご説明する。事前にお配りしている「金融経済月報「概要」の前月との比較」をご覧頂きたい。まず、景気の冒頭表現であるが、当月は「わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、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全体として和らいでいる」としている。前月と比較すると、景気が緩やかな回復を続けているという基調判断は変えていない。ただ、前月「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残っているが」としていた部分については、時間の経過とともに、駆け込みの反動の影響が引き続き和らいでおり、また、在庫調整の進捗もあって生産が弱めの局面は脱しつつあるというところを踏まえ、今回の表現に変更している。

内訳については、輸出は、先程の前田調査統計局長の説明どおりであるが、10月、11月の実質輸出の実績を踏まえ、前月の「横ばい圏内の動き」から当月は「持ち直しの動きがみられている」と変更している。個人消費は、後段の駆け込み需要の反動の影響については、前月は「全体として和らいでいる」であったが、当月は「全体として収束しつつある」としている。ただ、この点は、先程ご質問もあったが議論の余地があると考えているので、この説明の最後に改めて触れさせて頂きたい。続いて、住宅投資は、駆け込み需要の反動減について、これまで「続いているが」としていたのを「続いてきたが」としたうえで、足もとの表現については、前月の「下げ止まりに向けた動きもみられている」を、当月は「下げ止まりつつ

ある」と変更している。鉱工業生産についても、前月の「在庫調整が続くもとで、弱めの動きが残っている」から、当月は「以上の内外需要のもとで、在庫調整の進捗もあって、鉱工業生産は下げ止まりつつある」という判断をしている。現状パートの最後は企業の業況感であるが、12月短観の結果を踏まえて、「一部に慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている」としている。この部分は、前回9月短観を踏まえた10月月報の表現は、「企業の業況感は、消費税率引き上げの影響などから改善に一服感がみられるが、総じて良好な水準を維持している」であった。

先行きパートについては、幾つか修正しているが、基本的に今申し上げた現状パートの修正に合わせたものである。先行きのわが国経済全体については、駆け込み需要の反動などの影響について、前月は「次第に収束に向かっていくとみられる」としていたが、当月は「収束していくとみられる」としている。輸出に関しては、前月は「緩やかな増加に向かっていく」であったが、当月は「緩やかに増加していく」としている。消費と生産の先行きの表現についても、基本的には現状パートの変更に合わせるかたちで、前月の表現の一部を削除する格好である。

物価パートについては、今月は変更はない。

正木企画局政策企画課長

金融面については、総括判断は、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」としており、前月と同じである。

個別項目についても、特に判断の変更はなく、新たに公表された計数を踏まえたアップデートである。順次申し上げると、マネタリーベースについては、前年比の伸び率が、10月が36.9%、11月は36.7%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、前年比伸び率が10月の2.4%から11月には2.8%に高まったので、これを踏まえて前月の「2%台半ばのプラス」を当月は「2%台後半のプラス」と改めている。CP・社債については、良好な発行環境が続いている。ただ、発

行残高の前年比は小幅のマイナスとなっているため、「発行残高の前年比は、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、先程申し上げた銀行貸出の伸びの高まりなどを受けて、前年比の伸び率が、10月の3.2%が11月は3.6%になっている。これを踏まえて、前月の「3%台前半の伸び」を「3%台半ばの伸び」と変更している。

最後にマーケット関連であるが、ターム物金利は、短国レートが引き続き小幅のマイナスで推移しているので「横ばい圏内の動き」で宜しいかと思う。その他のマーケットについては、前回会合終了時、すなわち11月19日終了時点の市況を申し上げますと、10年債利回りが0.485%、日経平均株価が17,300円台、ドル/円は117円20銭台であった。その後の動きは、長期金利は趨勢的に低下し、足もとは0.35%と10bp以上の低下になっているので、こちらは「低下」ということかと思う。株と為替については、この間かなり大きく動いた。大体、株価で±500円程度、為替で±2円程度を判断の目安にしているので、今日の時点で言えば、いずれも概ね前月と同じ水準ということになると思う。改めて申し上げますと、株価は一時期、12月上旬には17,900円台にいったが、その後はグローバルな株価の調整などを背景に下落し、昨日辺りは相当下がっていたが、本日は大幅に反発している。為替相場は、こちらもとりわけ米国雇用統計発表の後は121円台まで一時円安が進む局面もあったが、その後大幅に円高に振れて、本日は118円台である。いずれにしても、明日の会合終了時までの動きを踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

亀田調査統計局経済調査課長

最後に、先程の個人消費の表現についてである。先程の前田調査統計局長の説明と多少重複するが、当局としては、駆け込みの反動の影響とその減衰に限れば、販売統計からみるとさらに幾分前に進んでいる感はあると考えている。ただ、実質所得低下の影響、あるいは急激な環境変化もあつてか消費者マインドがなお悪化している現状まで考えると、こうした表現

で良いかどうかについて、当局内でも相当悩んだ末の提案である。今回のような案にするのか、あるいは前月の表現を基本的に踏襲するのかについては、かなり際どい判断だと思っている。そのため、この場で改めてその点も含めて委員方からご意見があればお願いしたいと考えている。

黒田議長

ご意見があればどうぞ。

白井委員

2点ある。1点目は、やはりこの「収束しつつある」というのは、私にしてみれば物凄く強い表現であると思う。人によって受け取るニュアンスは違うと思うが、持ち直しつつあるのは事実だと思うものの、「収束」は非常に誤解を与えるという感じがする。確かに、9月はあらゆる消費指標が良くなって10月に悪くなったので、恐らく天候などの要因かもしれないが、消費者マインドが4か月も悪化しているので、私としては、「収束」は非常に強いという感じを受けるので、もう少し慎重さがあつた方が良いと感じている。

もう1つは、企業の業況感についてであるが、知っている人はこれは短観の説明だと思うだろうが、今回は色々な企業マインドの指標でむしろ悪化方向を示しているのが多かったと思う。例えば、法人企業景気予測調査、景気ウォッチャー調査もそうであるし、中小企業調査をみても現状は悪化している。短観の業況感は改善したが改善幅は+1程度であり、企業の業況感が「総じて良好な水準が維持されている」と言うことには少し違和感がある、というのが正直なところである。これは感想である。

中曾副総裁

皆さんの感じも聞かないと明日書きにくくなるということだと思うが、まず、個人消費の方は、先程宮尾委員もおっしゃったように、まだ見え切れていない部分があると思う。特に、販売統計などをみても、11月に入っ

てからの動きはややアネク的な話だと思う。10月までは、やはり台風の影響なども出ているので、元々峻別しにくいところもあるが、データの蓄積を待って判断したら良いのではないかという気もする。この点は、皆さんのご意見も聞いた方が良いと思う。企業の業況感の方については、短観に表れている数字を素直にみるとこういうことなので、私は、これで良いと思う。

木内委員

消費のところは、冒頭の基調判断の「和らいでいる」と揃えても良いのではないかと思う。

黒田議長

他にご意見はあるか。

亀田調査統計局経済調査課長

他にご意見がないようであれば、個人消費については、今のご意見も踏まえて、元々際どい判断と考えていたこともあるので、宜しければ、前月の表現のままとしたい。これは、現状判断と先行き判断のところがリンクしているので、現状については、前月の「雇用・所得環境が着実に改善するもとで、基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる」とし、先行きについても前月と同じように、「雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、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られる」とさせて頂きたいと考えているが宜しいか。

委員（全員）

異議なし。

亀田調査統計局経済調査課長

それではそのようにさせて頂く。

企業の業況感については、短観でも中小企業の一部に少し弱さがあり——先行きは、製造業大企業も少し悪かったが——、各種のサーベイで中小企業が多少弱い動きをしているのはそのとおりであるが、短観に関しては、前回9月短観、前々回6月短観も「総じて良好な水準が維持されている」という言葉で締めている。実際に、全規模全産業の業況判断DIは、今回僅か1ポイントの改善であるが、前回は3ポイント悪化しており、業況判断は極く小幅とはいえ前回よりは良くなっている中で、順番を入れ替えたり、慎重さをより強調してしまうと、前回や前々回との水準感から言って少し説明が苦しいのではないかと思っており、そういう意味で、私も、このままの方が適当だと考えている。因みに、3回前の3月短観で先行きが悪化した時は、駆け込みの反動が出る中で先行きの判断が弱く、その時は全産業全規模ベースで先行き11ポイントの悪化であった。今回は4ポイント程度の悪化であるので、その時ほどでもないと考え、これまでの流れから言うところのままにさせて頂きたい。ただ、おっしゃるように先行きを中心に慎重な動きがあることはしっかりメンションしておきたい。

白井委員

了解した。結構である。

黒田議長

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

(16時28分中断、19日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、11月18、19日開催分の決定会合の議事要旨の承認、2015年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

白井委員

まず、わが国の経済動向は緩やかな回復が続いている。実質消費については、10月は下落した指標も多くなっており、まだ駆け込み需要前の消費水準を大きく下回っている指標もみられる。特に、耐久消費財の需要の回復力は弱いほか、第3次産業活動指数は、消費税率引き上げ後の回復が緩慢なものにとどまっている。消費者態度指数も、本年8月から直近11月まで悪化し続けている。消費回復がもたつく背景には、実質所得が低下しているだけでなく将来の収入期待が改善していないこと、労働市場では、人手不足とはいえ正社員の求人倍率が1倍を大きく下回り、長期失業者や

非自発的な非正規雇用が15歳から64歳以下の男性に集中しミスマッチや雇用の質に改善余地があることも、寄与しているようである。一方、住宅投資、資本財総供給、実質輸出が9月前後から前月比で増加傾向に転じていることもあり、鉱工業生産も同じ頃から増加に転じており、出荷・在庫バランスや稼働率は徐々に改善している。もっとも、製造工業生産能力指数と稼働率指数の動向を業種別にみると——対象品目が160品目と、400品目以上を対象とする鉱工業生産指数より少ないため注意が必要だが——、ここ1年ほどの間に生産能力指数と稼働率指数がともに明確に改善し経済活動が活発化している業種は、はん用・生産用機械にとどまっております、それ以外の多くの業種では、稼働率の上昇がみられても、生産能力指数は低下ないしは僅かに上昇する程度にとどまっている。また、非製造業では、建設、宿泊・飲食、個人サービス、運輸・郵便等の業種で、人手不足が引き続き供給制約を生じさせていることも、足もとでの景気回復の遅れを助長しているようである。企業マインドについても、法人企業景気予測調査や景気ウォッチャー調査をはじめとする複数のサーベイ調査において現状判断が悪化しており、日銀短観でも中小企業が悪化傾向にあることを懸念しており、今後の動向を注視していきたい。

わが国経済の先行きについては、緩やかな回復が続いていくとみており、本年10～12月期以降はプラス成長に転じるものの、2014年度通年ではマイナス成長となり、潜在成長率を下回る可能性が高いと思われる。2015年度の経済成長率は、2014年度の落ち込みが大きい分だけ10月末時点より上方修正される可能性がある。とはいえ、国内需要の弱い回復力や世界経済の減速を反映してか、日銀短観をはじめとする複数の企業マインド調査で先行き判断の悪化が示されていることもあり、振れを均せば緩やかなペースで成長率を高めていくとみている。潜在成長率については、10月末時点では、2016年度までの見通し期間を通じて現在の0%台前半から0.7～0.8%程度へと上昇していくと予想しているが、資本ストックの増え方が限定的であれば、来年1月の中間評価時点では、見通しを幾分下方修正する必要があるかもしれない。

また、先行きも景気回復が続くとの見通しには、労働需給のタイト化が進展することが前提となっている。この点、足もとの動向でやや気になるのは、雇用人員判断が、日銀短観と法人企業景気予測調査とでは対照的な動きを示している点であり、労働市場の動向について幾分不確実性が高いことを指摘しておきたいと思う。すなわち、日銀短観では、足もと、先行きともに「不足」超幅が拡大しており、特に、中小企業については全業種で「不足」超が一段と拡大しているが、他方、法人企業景気予測調査では、逆に、全業種全規模において、雇用人員の「不足」超幅が先行き和らいでいく見通しとなっている。法人企業景気予測調査の方で労働需給が和らぐ見込みなのは、足もとの国内景況判断が、全業種全規模において大幅に悪化しているだけでなく、先行きも低調で推移する見通しを反映していると考えられる。両サーベイとも雇用人員判断は「不足」超であることに変わりはないが、この点を踏まえて労働需給の引締まり度合いなどを注意深くみていきたいと思う。

経済見通しのリスク評価については、依然、下方に傾いていると判断している。第1に、消費の回復ペースが、来年度の賃金交渉や将来所得の上昇期待の動向によっては、下振れる可能性がある。第2に、海外経済については、米国経済が上振れる可能性がある一方、欧州と中国を含む複数の新興国では経済が減速気味であることから、わが国の輸出が伸び悩むリスクがある。特に、ギリシャでは、12月17日の議会で新大統領を選出できず、今後、23日、29日の投票でも選出できなければ解散・総選挙となり、その場合には緊縮財政に反対している政党が政権をとる可能性がリスクとして懸念される。また、ロシア経済の混乱が、今後、他の資源国経済や中東欧に波及するリスクも、可能性は低いながらも懸念されるため、これらの情勢は国際金融市場にも影響し得るので、注意深くみていく必要がある。第3に、わが国の設備投資についても下振れるリスクを意識しているが、その理由は、2014年度設備投資計画が日銀短観では上方修正されたが、法人企業景気予測調査では逆に下方修正され、しかも2015年度に2014年度対比で一段と拡大すると回答した企業の割合は、大企業で2割程度、

中小企業で1割以下に過ぎないからである。物価については、時間の都合上、次のラウンドでお話する。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外の経済・物価情勢について全体観を申し上げる。米国は、景気回復の足取りがよりしっかりとってきており、アジア等の新興国にも対米輸出増をもたらしている。欧州は、回復のモメンタムが弱い状態が続いているが、それでも僅かながら成長を続けている。中国も安定した成長が続いている。NIEs・ASEANについては、ばらつきはあるが全体として改善方向の動きが続いているとの判断に変わりはない。こうしたことから、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」との評価で良い。

この間、国際金融資本市場並びに商品市場では、原油価格がOPECの減産見送りを受けて大幅に下落しているほか、一部の新興国・資源国で通貨が大きく減価するなど、やや神経質な動きもみられている。原油安は、日本、米国だけでなく欧州、中国、インドなど多くの資源輸入国を潤すものであり、世界経済の成長にとって、ネットでプラスであると考え。一方で、どこまで下落するか底がみえない不安感や、金融市場を通じたコンテージョン、新興国からの資本逃避といった懸念もあり、そういったリスク要因が顕現化しないか、相応の目配りが必要と考えている。

欧州、中国、NIEs・ASEANについては、これまでと情勢判断に基本的な変化はないので、米国についてのみ特徴点を述べる。米国経済は、しっかりした回復が一段と明確になっている。2014年第3四半期の実質GDPは、年率+3.9%と上方改訂された。内訳をみると、設備投資や個人消費が上振れており、近々公表予定の第3回推計値ではヘルスケア支出を中心にさらなる上方改訂も見込まれている。足もと、個人消費関連の指

標は、小売売上、自動車販売、消費者コンフィデンスなど、いずれも良好であり、こうした個人消費の力強さは、雇用情勢の一段の改善に加えて、ガソリン価格の大幅な低下が家計にとって減税となっていることが大きいと考えている。この間、設備投資も堅調を維持し、企業コンフィデンスも高水準にある。物価面では、原油安・ドル高の影響がヘッドラインの物価指数の頭を抑える格好だが、家賃など基調的なサービス価格はしっかりとした上昇が続いている。賃金は、総じて緩やかな伸びにとどまっているが、入職率、離職率がこのところ目立って上昇してきており、労働市場の流動化、活発化の動きが賃金の改善傾向を後押しするものと期待している。

続いて、わが国経済について申し上げる。前回会合以降、駆け込み需要の反動減などの影響も、全体として、引き続き和らいできており、緩やかな回復が続いているとの基調判断に変更はない。

まず、家計部門である。個人消費については、百貨店、スーパーの売上は天候要因に左右される面はあるが緩やかな増加が続いており、自動車、家電販売なども、下げ止まりから増加に転じつつある。全体として、駆け込みの反動減の影響は引き続き和らいできていると評価できる。前月も指摘したとおり、消費者コンフィデンスの慎重化が続いている点は気掛かりであるが、今後、冬季賞与の支給や賃金上昇へ向けた動き、またガソリン・灯油安の好影響が広がる中で、マインドの好転に繋がっていくものと期待している。

次に、企業部門についてである。2014年12月短観をみると、売上・収益計画はしっかりと上方修正されたほか、現在の想定為替レートを踏まえると、企業収益の今後一段の上振れも期待できる。一方で、業況判断は全体として高水準を維持しているものの、業種・規模によってばらつきもあり、先行きも一部に慎重な見方がみられる。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ことが肝要である。設備投資は、このところやや弱めだった資本財総供給が増加したほか、先行指標である建築着工も大型投資が全体を押し上げてき

ている。12月短観でも今年度の設備投資計画はしっかりと伸びる計画が維持されている。生産面では、自動車、電機、素材業種で在庫調整が進捗しており、下げ止まりから緩やかな増加に転じつつある。また、輸出は、自動車が下げ止まったほか、資本財、情報関連財を中心に持ち直しており、今後は緩やかな増加が期待できる状況である。

物価については、前回会合以降、原油価格が一段と下落し、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。今後、コアCPIの伸び率が1%を下回って推移していくと予想されるが、食料・エネルギーを除くコアコア指数が、たとえ緩やかであっても伸びを高めていくかどうか重要である。

最後に、中長期の予想インフレ率は、BEI等マーケットベースの指標は弱めであるが、これは欧米にも共通する動きである。一方、サーベイ調査の中長期の予想インフレ率をみると、ESPフォーキャストの長期予想、QUICK月次調査、日銀短観の企業物価見通しなどにおいて、ほぼ横ばいあるいは小幅上昇している。やや長い目でみれば、全体として上昇しているとの評価で良いと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

海外経済については、米国は、このところ発表された指標をみても、個人消費や設備投資など内需関連の指標が全般に亘って強めであり、景気回復の足取りはしっかりとってきている。株価はやや調整気味だが、先行きは、雇用改善とガソリン安を背景に個人消費の増加が続くもとで、民需中心のしっかりとした回復を続けていくとみている。欧州については、11月のサービス業PMIが市場予想を下回るなど、景気回復のモメンタムの弱まりが製造業から非製造業へと広がってきている点が懸念される。地政学的リスクや低インフレの長期化の影響を含め、今後の動向をよくみてい

く必要があると考えている。中国やその他新興国の動向については、今のところ実体経済の見方に変わりはない。

なお、このところの原油価格の急落を受けて、資源国通貨、特にルーブルが大きく下落し、非資源新興国の通貨についても売られるものが目立っている。原油価格の底値がみえない状況下、米国金融政策が転換する方向にあり、これら通貨の動揺が国際金融資本市場にショックを与え、実体経済に伝播し、さらにマーケットを悪化させるという負の循環に陥るリスクがあると思う。

次に、わが国の景気については、今週発表された12月短観では、先行きの見通しが総じて軟化しており、このところの急速な為替相場の変動や原油安が進むもとの、企業が先行きに対してやや慎重であることが窺われる結果となった。その一方で、高水準の収益が続くもとの設備投資計画や雇用スタンスはしっかりとしており、実質輸出や鉱工業生産が足もと改善していることから、企業部門における生産・所得・支出のメカニズムは引き続き維持されているとみている。

個人消費については、10月は2度の台風上陸による下押しの影響はあったが、販売統計は小幅ながらも総じて改善しており、全体的としては底堅く推移しているとみている。ただし、このところマインド指標が弱めの動きとなっており、先行きの消費への影響が懸念される所である。

この間、雇用・所得面をみると、全体としては労働需給関連の指標を中心に着実な改善を続けているとみているが、そうした労働需給の引締まりが本格的な賃金の上昇に繋がっていく姿は、必ずしもはっきりしないように思う。賃金の本格的な上昇までには相応のラグがあるのかもしれないが、今後、冬のボーナスや来春の賃上げの動向とともに、労働需給の影響を比較的受けやすい派遣スタッフやパート、アルバイトの時給動向なども、よくみていきたいと考えている。

最後に、物価であるが、10月のCPI（除く生鮮食品）は、消費税の影響を除くベースで+0.9%と、プラス幅が縮小した。原油価格は引き続き下落しており、新たな均衡点がみえない不透明な状況が続いている。当

面は、エネルギー関連の品目を中心に物価全体に下押し圧力が強まっていくことは避けられないとみている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、執行部見解どおりで概ね良いと思う。前回会合以降の主な変化点は、原油価格の大幅続落とともに、国際金融市場の変動が激しくなっていることである。原油価格という相対価格の変化は、生産国と消費国の間の所得配分に変化をもたらし、消費国には実質購買力の増大というメリットが生じる。もともと、このところの原油価格の下落ペースの速さから、足もとは、一部産油国の財政悪化や資源開発関連企業の信用力低下といったマイナス影響が懸念されている。リーマン・ショック以降の世界経済の回復過程において、産油国を含む新興国・地域の寄与度は先進国のそれを大きく上回ってきただけに、原油価格の下落によるグローバルな所得分配の変化が世界経済の先行きの成長モメンタムに及ぼす影響については、注意深くみていく必要がある。一部の資源国は通貨防衛的な金融引締めから既にスタグフレーション的な景気後退に見舞われている。とりわけ、ロシアの通貨下落は、1998年のロシア危機再来を思わせる状況である。また、ベネズエラのように財政懸念から国債利回り急騰に見舞われた産油国もある。さらに、市場の動揺は資源国以外に波及し、ギリシャでは政治リスクから国債利回りが上昇するなど、このところの国際金融市場の動向は、世界経済に下方リスクが残存していることを意識せざるを得ないものとなっている。

一方、足もとの米国経済は、雇用の増加ペースが加速する中、消費の足取りは堅調で、ドル高と原油価格下落による家計・企業の実質購買力の増大メリットが経済に幅広く浸透してきているとみられる。原油価格下落は、市場の予想物価上昇率を下押ししているほか、賃金の上昇ペースが緩やか

なことから、Fedは金融市場の安定性を損なわないよう、先行きの利上げの時期やペースについて、今般のFOMC声明文にみられるように慎重に情報発信している。金融規制強化から市場の流動性低下が意識される中、米国の利上げは、ECBによるソブリンQE実施の可能性と並び、来年の世界経済や国際金融市場における潜在的な波乱要因の1つではあるが、米国経済の足腰が強まる中、経済のファンダメンタルズに即した金融引締めとなることで、その影響がスムーズに市場に吸収されていくこと、そして米国経済が世界経済の牽引役として新興国・地域の減速リスクへのバッファーとなることを期待している。

国内経済については、7～9月期GDP 2次速報が下方修正となるなど、弱めの指標はあるものの、消費税率引き上げ後の最悪期はこの夏場で脱したとみている。実際、11月は反動減となったものの、このところの実質輸出には持ち直しの動きがみられるほか、鉱工業生産も、乗用車を中心とした在庫調整の進捗から、10～12月期は2四半期連続の減産の後、下げ止まる見通しである。また、個人消費は、堅調な雇用環境を映じて、供給側の統計をみる限りほぼ前年水準に復してきており、駆け込み需要の反動の影響も全体として和らいできているとみられる。さらに、短観にみる大企業の業況感は、先行きに慎重さを残しつつ、総じて良好な水準が維持されている。

懸念材料は以下の3点である。第1は、景気ウォッチャー調査における現状・先行き・現状水準判断DIが原系列でも季節調整値でも下げ続けていることである。ウォッチャーのコメントをみると、円安によるコスト上昇のわりに販売価格への転嫁が困難といった指摘が散見され、大企業とは異なり、中小・零細事業者は円安を否定的に受け止める姿が垣間みられる。こうしたDIは1人1票であり、数の多い中小・零細事業者の声を反映しやすいという統計上のクセはあるかもしれないが、同調査は短期的な経済動向に先行性を有してきただけに、各DIの動向について、先行きのハードデータに影響が表れてこないかどうか、憂慮している。

第2は、設備投資の足取りの鈍さである。7～9月期GDP 2次速報で

は、設備投資が小幅ながら下方修正となり、短観などにみる企業の意欲的な計画のわりに設備投資は進捗していないように見受けられる。実際、12月短観における大企業の設備投資計画の修正状況をみると、上期は下方修正、下期は上方修正という姿は12月短観では通常ながら、この時期の短観としては、上期の下方修正が過去2年程度との比較で若干大きめであり、計画先送りの傾向が強まっていないかどうか懸念している。

第3は、新興国・資源国の動向である。原油価格の下落は日本経済にとって追い風だが、足もとは、急激な原油安が、資源国のみならず新興市場全般に影響している。それらが先進国を含めた世界経済に及ぼす影響、ひいては日本の輸出などに及ぼす影響を注意深くみていく必要がある。

最後に、消費者物価コアの前年比は、原油安の影響がラグを伴って現れることで、1月分以降、伸び率を一段と鈍化させると見込まれる。執行部案の「当面」は、時間的概念としては比較的短いとの説明を以前から受けているが、「当面現状程度のプラス幅で推移」という表現が適切かどうかは、若干問題意識を持ってみている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国経済については、各種調査によれば、家計の所得期待が高まる一方、先行きのインフレ期待は低下気味である。インフレ期待の低下は、金融当局にとってはやや懸念材料だが、個人消費を支える構図になっていると思う。他方、設備投資の先行きの基調的な動きを示す航空機を除く非国防資本財受注は、10月に2か月連続で下落しており、海外需要の弱さ、原油価格下落等を背景に設備投資が先行きやや勢いを落とす可能性を示唆している。米国経済は、従来以上に個人消費主導色を強めており、この点から、株価、金利、原油価格といった市況に、より左右されやすい体質になっていると考えられる。

中国では、最近の経済指標は景気の下振れリスクが高まっていることを示していると思われる。先般、中小企業の資金調達難、コスト高への対応を意識して、基準貸出金利が引き下げられた。ただし、この措置は銀行の収益を悪化させる面があるため、不良債権増加を背景とした銀行の貸出慎重化を助長する可能性もある。また、来年の成長率目標が7.5%から7.0%程度に引き下げられた場合、政府は、足もとでの成長率低下を容認することとなり、当面の世界経済にとってやや逆風である。

次に、原油価格下落の影響についてである。産油国から消費国、生産者から消費者への所得移転をもたらす原油価格の下落は、需要の価格弾性値の違いなどから、世界経済全体にはプラスと考えられる。さらに、原油価格下落が金融緩和を促すとの観測が株価を押し上げているという副次的効果も加わっている。しかし、足もとでの金融市場の不安定な動きに現れているように、原油価格の下落あるいは低迷の長期化が、経済・金融市場全体の安定を損なうリスクにも配慮が必要な局面に入ってきたと考えている。第1は、エネルギー関連企業のデフォルトリスクが、米国ハイイールド債市場全体の調整の引き金になる可能性である。米国ハイイールド債市場で相応の比率を占めるエネルギー関連企業の社債価格の下落は既に際立っている。第2は、産油国ロシアでの通貨ルーブル急落の影響である。これは、大幅金融引締め効果と相俟ってロシア経済の不振を助長することで欧州経済をさらに下押しすることに加え、資金逃避を促し、またGDPの10%にも及ぶ外貨建て資産を保有するロシア民間銀行の経営危機に発展するリスクを孕んでいると思う。第3は、産油国財政への影響である。ベネズエラ、ナイジェリア、アンゴラなどでは財政危機と外貨資金調達の問題が生じている。また、中東地域で財政支出の抑制策がとられれば、社会不安やテロ対策の弱体化等を通じて同地域の地政学的リスクの上昇に繋がる可能性も考えられる。

次に、国内経済についてである。足もとで発表された各指標は、国内経済が、引き続き勢いを欠きながらも、緩やかに持ち直すパスにあることを示している。ただし、円安等による先行きの価格上昇懸念が、家計や一部

企業の景況感を悪化させている。円安効果にも一部支えられ輸出が緩やかに持ち直すとしても、個人消費や中小企業、内需型企業の設備投資の弱さが、今後の景気持ち直しのペースを想定以上に緩やかにする可能性があると思う。

他方、物価は、当面は厳しい環境が続くとみられる。10月全国CPIコアの前年比上昇率は1%割れとなった。11月については、先行指標とされる東京都区部CPIで、コアコア指数が増税の影響を除いて前年比+0.3%と前月の+0.6%から予想以上に低下した点が注目される。これは、振れの大きいエネルギー関連を除いたベースでみても、冷蔵庫、衣料品、家賃等幅広い分野で足もとは価格上昇率が鈍っており、円安の追い風があるにもかかわらず物価上昇率が鈍化している可能性を示している。この点を踏まえると、11月の全国CPIはコア、コアコアともに前年比でかなり下振れ、市場の先行きの物価見通しにも大きな影響を与える可能性がある。その結果、市場で早期の追加緩和観測が強まることを懸念している。さらに、当面は、原油価格の下落基調を背景に物価上昇率に対する下押し圧力が強まるとみられ、今年前半にエネルギー価格が上昇した影響が出ることも考慮すると、年明け後も、コア前年比は1%割れの状態が続くと見込まれるほか、「1%程度」との表現が妥当でなくなる水準にまで、比較的早期に陥る可能性もあると思っている。ただし、やや長い目でみた物価上昇率のトレンドはプラスの領域で比較的安定した状態にあるとの私自身の基本観は、変わっていない。緩やかなペースとはいえ、景気は10～12月期以降プラス成長に復する中、需給ギャップも緩やかに改善していく可能性が高く、基調的な物価上昇率が大きく下振れ続けるリスクも、現時点では高くないと考えている。しかし、仮に、そのようなリスクが生じるとすれば、労働需給が緩和に向かう場合だと考えている。労働市場の遅行性を考えると、需給ギャップを構成する労働ギャップが今後緩み、基調的な物価上昇率を押し下げる可能性も考えられるため、リスクシナリオとしては念頭に置いておきたいと思う。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、「基調的に緩やかな回復を続けている」との執行部判断に違和感はない。

まず、海外経済であるが、新興国経済の回復にばらつきはみられるが、全体として緩やかに回復している。米国経済は、着実に回復している。雇用者数がしっかりと増加を続けるもとの、賃金にも上昇の兆しがみられる。こうした良好な雇用・所得環境に加えて、大幅なガソリン価格の低下もあり、個人消費は堅調に推移している。また、家計部門の好影響が企業にも波及しており、ISM指数も60近くの高水準を示すなど、企業活動のモメンタムはしっかりとしている。財政面の重石も取れ、景気の前向きな循環が維持されるもとの、先行きも回復が続くとみられる。

次に、欧州経済は、個人消費が比較的堅調であるほか、PMIも50超の水準にあり、極く緩やかながら回復基調にある。もっとも、ロシア・ウクライナ情勢の影響が、引き続き実体経済やマインドを下押ししているほか、デスインフレ基調は続いている。12月のユーロシステムのスタッフ経済見通しでは、成長率、インフレ率の見通しが2015年度を中心に下方修正され、弱い成長モメンタムのもと、ECBは「2015年初にこれまでの政策効果等を点検する」としており、今後の政策対応やその効果を含め、動向を注視したいと思う。

中国経済は、投資や生産面に減速感がみられるが、政府による小刻みな景気刺激策もあり、幾分鈍化しつつも安定成長を続けている。先月には中国人民銀行が利下げを実施し、企業の調達コストの低下を促している。先行きは、不動産市場の調整が長引く可能性や政府が構造調整を優先する姿勢にあることから、内需減速には留意が必要だが、New Normalへの移行を見据え、金融面を含めて時宜に応じた景気対策により、成長ペースをやや鈍化させながらの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、12月短観における業況判断D Iは、円安や原油安の影響の受け方の違いから業種や規模により区々となったが、全体としては良好な水準を維持している。先行きは、急速な円安進行や原油安を受けて不透明感が増す中、企業マインドが幾分慎重化している点に留意が必要だが、収益や設備投資などの事業計画はしっかりとしており、緩やかな回復基調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、家計支出も少しずつ持ち直しの動きにあり、11月の小売販売は、前月比で緩やかに改善しているとする先が多くなっている。自動車等の耐久財も持ち直しの動きにあり、基調的に底堅く推移しているとみている。もっとも、消費者マインドがやや悪化傾向にある点は気掛かりである。足もと急速な円安もあり食料品等の値上げが目立つほか、原油価格下落の恩恵が家計に及ぶまでに相応の時間を要することから、負担感がより強く意識されているとみられ、注意が必要である。

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、雇用・所得環境は、国家公務員を含めた冬季賞与の増加がみられる中、従業員4人以下の小規模事業所を含め、引き続き改善している。先行きも、先日の政労使会議において、来春の賃上げに向けた合意文書が取りまとめられるなど、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、設備投資は、企業の前向きな設備投資スタンスが実際の投資に未だ明確には結びついていない状況にあるが、この点、12月短観からは、上半期の経済活動のもたつきもあって企業の投資判断が下期以降に先送りされたように窺われる。足もと資本財総供給は持ち直しつつあり、短観では、年度の設備投資計画がさらに上方修正される中、機械受注が緩やかな回復傾向にあるほか、建築着工床面積も増加に転ずるなど、先行きは、更新投資や省力化・省エネ投資を中心に緩やかながら増加基調をたどるとみている。輸出は、EU、ASEAN向けなどは弱めの動きとなっているが、資本財等の米国向けやNIEs向けを中心に全体として持ち直してい

る。先行きは、海外生産移転の影響が、引き続き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などから、緩やかな増加が見込まれる。

以上の内外需要のもとでの生産については、在庫調整が進捗する中、鉱工業生産指数は9月に前月比+2.9%としっかりと増加した後、10月も+0.4%の増加となった。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も、緩やかに増加する姿が想定されているほか、製造業PMIも堅調であり、緩やかな増加に復していくとみている。

次に、物価である。消費行動の変化や円安など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、足もとの消費者物価(除く生鮮)の前年比は、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。先行する東京都区部では、コアコア指数の11月前年比伸び率が、家賃やサービス価格を主因として大きめに縮小するなど、今後の動向には注意が必要だが、当面の間、原油価格の下落による下押し影響が大きい一方、円安による物価上昇圧力もあり、消費者物価の前年比は、現状程度から幾分弱含みで推移するとみられる。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

海外経済については、概ね執行部の見解と同じである。しかし、高い蓋然性をもって堅調な回復が見込まれるのは米国だけであり、それ以外の国・地域の経済は、かなりの程度米国への輸出頼みという点には、危うさを感じる。

まず、ユーロ圏の景気回復の持続性は、ECBが、インフレ率がマイナスになる前にどれだけの規模の量的緩和を実施できるかに大きく依存していると考えるが、too little, too late にならないか懸念している。

今後の中国の経済成長の低下が新興国経済に及ぼすマイナスの影響も要注意である。

次に、原油価格の大幅下落については、基本的には、原油輸出国の経済にとってはマイナスであるが、その他の国の経済にとってはプラスである。従って、基本的には、世界経済全体にとってはプラスと言える。しかし、原油価格の下落が行き過ぎると、原油輸出国通貨だけでなく新興国通貨なども大幅に下落するため、それらの国は外貨建て債務の返済が困難になる。その結果、国際金融市場が不安定化し、それに伴って、世界経済に下押し圧力が加わるリスクは存在する。従って、今後、原油価格がどこまで下がるかが重要になる。今後の原油価格の動向は、純粋な経済的な要因だけでなく、政治経済学的な要因にも依存するため、予測が困難であるが、暫くは急落が続くのではないかと考えている。しかし、やや長い目でみれば、原油価格下落の恩恵を受ける国の成長が高まるにつれて原油需要が増加する一方で、原油価格がさらに下がるにつれて、採算が取れない原油輸出国が増加するため、供給は減少すると考えられる。従って、やや長い目でみれば、原油価格はやがて下げ止まり上昇に転ずると予想する。

次に、日本経済についてである。まず、消費については、消費税増税による反動減の影響はほぼ収束したと思われるが、依然として、消費税増税による実質所得低下の影響を受けており、回復に弱さがみられる。設備投資については、2014年度当初の設備投資計画は強かったにもかかわらず、4～6月期と7～9月期の設備投資はもたついた。しかし、12月短観では、2014年度下期の設備投資計画はしっかりしている。このしっかりした計画からみて、これまで設備投資は消費税増税後の消費の低迷のために、先送りされたのではないかと考える。今後は、雇用・所得の増加を反映して消費税増税のマイナスの影響が和らぐにつれて、設備投資は、予想実質利子率の低下、為替円安による海外直接投資から国内投資への転換、人手不足などの要因に支えられて、緩やかに増加すると考える。輸出も、米国経済の回復に支えられるとともに、資本財を中心として為替円安の輸出増加効果が漸く出始めており、今後は緩やかに増加すると考えている。消費

税増税後の消費の停滞にもかかわらず、企業収益と雇用環境は良好であり、ボーナスと来年春の賃金改定などにおいて賃金上昇が期待できると思う。

物価については、原油価格下落により、消費者物価は暫くの間1%割れの状況が続くと思われるが、生産、消費、企業収益、雇用、所得などの実体経済は改善すると思われる。従って、暫くの間は、低インフレのもとで実体経済が改善する状況が続くと予想している。今後は、雇用需給のタイト化と好調な企業収益からみて、賃金上昇が見込まれる。さらに、原油価格下落による実質所得増が消費を押し上げる効果も、次第に現れてくる。その結果、エネルギー以外の財・サービス価格の上昇が、次第にエネルギー価格の低下を相殺するようになると考える。

経済・物価の下振れリスクとしては、消費者、景気ウォッチャー、あるいは中小企業などのマインドの悪化が数か月続いていることが挙げられる。これらのマインド悪化の主たる原因は、消費税増税による実質所得の減少、急速な円安による輸入原材料や輸入食料品価格の上昇にあると考える。両者のマインドの悪化に歯止めがかかり、改善に転ずるかどうかは、物価動向同様、今後の賃金上昇の程度に依存すると考える。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

最初に国際金融資本市場であるが、このところの原油価格の大幅下落を受け、リスクオフの流れになることもあり、振れの大きい状況になっている。すなわち、先進国では、原油価格の下落でインフレ率が抑制され、緩和的な金融環境が維持されるとの期待から、株高・債券高が進むリスクオフの動きもみられていたが、その後は、原油価格の下落テンポへの警戒感が高まり、株価が大幅に下落する局面もあり、神経質な動きが続いている。新興国市場でも、通貨や株価が下落している。特に、ロシアではルーブルが大幅に売り込まれている。財政収支悪化に加え、キャピタルフライト懸

念が事態を悪化させていると思われる。ただ、新興国諸国の通貨が、ほぼおしなべて売られているのはやや不可解である。原油価格急落による資源国への影響と Fed の利上げ観測による非資源国への影響とがオーバーラップして現れている可能性もあるので、市場動向をよく分析していく必要があると思う。

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、緩やかな回復が続く」という評価を維持することで良いと思う。

地域別には、まず、米国経済は、民間需要を中心に、このところ回復ペースが高まっている。先行きも、しっかりとした回復を続けるとみている。欧州経済については、回復のモメンタムの弱まりが、製造業から非製造業へと広がっており、先行きも、暫くもたつくとみている。物価面では低インフレが続いており、原油価格の動向を踏まえると、のりしろが乏しくなっているとみている。また、ギリシャの政局についても要注意である。

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、外需改善や景気下支え策もあって、安定した成長を維持している。新興諸国については、米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はいるが、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。特に、ロシア経済は、スタグフレーションが進行している状況にあると思う。通貨防衛のために行った大幅な利上げは、却って景気を締めつけ、通貨の下落と相俟って民間企業の対外債務返済能力を毀損するという悪循環に陥りつつあるようにもみえる。確かに、1998 年当時と比べると、外貨準備は当面凌げる水準にあるようにもみえるが、経済が窮地にある場合には、外準の取り崩し自体がレピュテーションリスクを高めてしまう面があることにも留意すべきであると思う。

次に、わが国経済である。7～9月の2次QEこそマイナス幅が拡大したが、最近のハードデータは経済の緩やかな回復を示している。すなわち、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は底堅く推移しており、大型小売店の売上が持ち直し傾向にあるなど、駆け込み需要の反動は

全体として和らいでいる。住宅投資も下げ止まってきたように思う。また、企業部門でも、12月短観において堅調な売上収益や設備投資計画が維持されていることが確認できたと思う。このように、家計、企業両部門において、所得から支出へという前向きな循環メカニズムは着実に働いている。この間、輸出にも漸く持ち直しの動きがみられている。最終需要が持ち直す中で、耐久消費財や建設財などの在庫調整が徐々に進捗していることから、生産は下げ止まりつつある。先行きも、予測指数や企業からのヒアリング情報によると、緩やかな増加に復していくとみている。この間、確かに、消費者マインドが今ひとつなのが気にはなるが、実体経済面はしっかりしてきており、冬季賞与の増加も期待できるので、改善に向かうとみておきたい。

12月短観の評価を一言で言えば、足もとの緩やかな景気回復を裏づける良好な結果だったと言えると思う。業況判断は、全産業全規模ベースで1ポイント改善の+5と、一部に慎重な動きもみられるが、総じて良好な水準を維持している。先行きは幾分悪化するが、プラスを維持するとの見通しである。企業収益、設備投資、雇用人員判断からみて、今回の短観では企業部門における利益から支出へという前向きな循環を改めて確認できたように思う。

以上をまとめると、景気の現状は、「基調的に緩やかな回復を続けており、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全体として和らいでいる」、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収束していく」との判断が適当だと思う。

最後に、物価面だが、10月のCPIの前年比は+0.9%までプラス幅が縮小した。原油価格の下落傾向が続いていることを踏まえると、来年度前半は低めの前年比にとどまる可能性がある。しかしその先は、需給バランスの改善等を背景に物価の基調的な上昇率が高まるもとの、原油価格下落のbase effectが剥落していくことから、再びプラス幅を拡大し2%に向けて上昇していくとみている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、意見が一致していたと思うが、米国については、民需を中心に着実な回復を続けている。雇用も拡大テンポが増すもとで、個人消費が堅調に推移しており、そのため企業マインド、あるいは生産活動のモメンタムに弾みがついて設備投資も回復を続けている。

欧州については、多くの委員が指摘されたように、このところ回復のモメンタムがやや弱まっているように見える。企業マインドの慎重化も広がっており、設備投資の持ち直しに向けた動きも一服している状況で、そうしたもとで物価面をみると、低インフレが続いているということである。

中国については、ややニュアンスの違いはあったとはいえ、概ね安定した成長を維持するという見方であった。勿論構造調整に伴う下押し圧力もあるし、様々なリスクはあり得るが、一方で外需の改善、あるいは景気下支え策もあるので、全体として安定した成長を維持しているという見方であったと思う。

一方、新興国については、ややばらつきがみられるようであり、堅調な米国経済の影響を受けてアジアを中心に持ち直している国が増えている一方で、資源価格の下落の影響を受けやすい国などで景気停滞が続いており、全体としてはやや成長に勢いを欠く状態が続いているということではないかと思う。なお、ロシアについては、多くの委員が指摘されたように、原油価格の下落などから資本流出があり、大幅な通貨安になっていることから金融も引締められ、内需を中心に景気が停滞しているので、ロシアの動向には今後とも注意が必要であると思う。

前回会合以降の大きな変化として原油価格の大幅な下落があったが、これも何人かの委員が指摘されていたように、消費国、先進国を中心にプラスであり、世界経済全体としても恐らくプラスであろうが、こういった資源国——ロシアその他であるが——を中心とした国々の通貨、あるいは

様々な金融資本市場の指標の下落が、世界経済全体に対して持ち得るリスクにも注意する必要があるということであったと思う。全体を踏まえて言うと、海外経済については、なお緩慢さを残しつつも先進国を中心に回復しているという見方で、概ね一致していたのではないかと思う。

次に、わが国経済であるが、個人消費については、基調的には底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響も全体として和らいでいるということで、概ね意見が一致していたと思う。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の、個人消費は引き続き底堅く推移すると考えられる。何人かの委員が指摘されていた消費者マインドの低下は、確かに1つの懸念材料であるので、この点は注視していく必要があると思うが、後程申し上げるように、全体として前向きの循環が続いているもとの、今後個人消費は底堅く推移するという見方には変わりはないと思う。

企業部門では、生産は在庫調整の進捗もあって下げ止まりつつある。12月短観をみると、業況感は、若干ばらつきはあるものの、総じて良好な水準が維持されたほか、事業計画をみても好調な企業収益を背景に設備投資計画はしっかりとしている。また、弱めの動きが続いた輸出にも持ち直しの動きがみられており、先行きは海外経済の緩やかな回復などを背景に緩やかに増加していくとみられる。

このように、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はしっかりと作用し続けていると思われるので、総括判断としては、「緩やかな回復を続けている」との評価を維持することが適当との見方が共有されたと思う。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収束していく」との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おり、足もと+0.9%まで縮小したが、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いう見方で良いと思う。ただ、何人かの委員は、来年度前半は比較的低めの物価上昇率で推移する可能性を指摘されていた。

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できると思う。なお、多くの委員が、原油価格の動向によって今後の消費者物価の動きが大きく影響される面があるので、やや不透明であるということ指摘されていた。

以上が私なりのまとめであるが、さらに委員からご意見があれば議論をしたいと思います。議論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思います。まず海外経済からお願いします。

中曾副総裁

多くの委員が米国経済の強さに言及されていた。私自身も、米国経済のアップサイドも視野に入れておくべきではないかと思っている。具体的には、雇用環境の改善が急ピッチだと思っている。幾つかの前提を置いて若干のシミュレーションもしてみた。具体的には、米国経済が2014年度第4四半期以降も3%程度の成長を続ける、労働生産性の伸びが現状の1%程度の低い水準にとどまる、労働時間は1%程度は伸びる、労働参加率は現状程度の水準で横ばう、という必ずしも非現実的ではない前提に基づいて試算——単純なシミュレーションだが——してみると、現在5.8%の米国の失業率が2015年末には4%台に低下するという試算結果、すなわちSEPの見通しよりはかなり速いペースで失業率が下がるという試算結果が得られる。つまり、未活用の労働資源が考えていたよりも少ないとすると、先行きわりと早めに失業率が下がっていく可能性があり、これが賃金面からコアインフレ率を引き上げていくことになる可能性もあると思っている。

政策面へのインプリケーションとしては、市場は今のところ、最初の利上げは6月以降とみているようであるが、もし今言ったようなことになると、予想よりも早めの利上げの可能性も排除せずに考えておいた方が良いということになる。実際に、米国のイールドカーブの最近1か月位の変化をみると、中期ゾーンから先の方は、BEIなど予想インフレ率の低下の影響だと思うが、かなり落ちているが、短い方は逆に上がっている。この

辺にも、利上げ警戒感のようなものを既に先行的に市場が織り込んでいることが表れているのではないかと思う。先程申し上げた非資源国の通貨下落は、この辺りを先取りして早めに織り込んでいるためではないかと思う。

白井委員

中曾副総裁の話と関係するが、若干違う角度から申し上げたい。12月17日のFOMC後の記者会見で、イエレンFRB議長と記者の面白いやり取りがあった。記者から、「FOMCメンバーのみる長期失業率は5.2%~5.5%であるが、2015年度、2016年度はそれを超えて下がっている。これを容認するのはどういうことか」との質問があり、それに対してイエレン議長は、「実際の失業率が、自然失業率を多少オーバーシュートして下がっても良い。それによって、インフレ率が目標の2%に達するプロセスを早める」と答えていた。これは、面白い考え方の転換であったと思う。昨年までは——副議長であったが——、失業率がそれほど下がらない時で、「失業率を早く下げるために、インフレ率が目標の2%よりもオーバーシュートしても良い」という話をしていたので、インフレ率と失業率の関係においてフォーカスが完全に変わっている。今は、インフレ率がオーバーシュートするどころか、なかなか上昇してこないとみているので、昨年状況から様変わりしたと思う。

この背景としては、次のようなことがあると思う。失業率に関しては、11月が5.8%で、長期失業率を5.5%とすればそれに相当近づいてきている。テイラー・ルールではFF金利はプラスになっているはずである。従って、FOMCの一部のメンバーが「早く利上げをせよ」と言っている。ところが、潜在GDPを使った需給ギャップをテイラー・ルールに当てはめると、FF金利はまだマイナスであるべきということで、相当なずれがある。恐らく、経済のスラックを示す指標についての判断が過去よりも難しくなっているために、フォワードガイダンスに様々な労働指標を使うことにした訳である。それが、需給ギャップとの差が大きく、どちらをみるかで政策インプリケーションが異なるので、相当難しくなっていると思う。

その1つのシンボルとして、賃金があまり上がっていないことに注目している。スラックの測定が非常に難しくなっているが、最近、フォワードガイダンスや資産買入れの効果等を全て入れた連銀のマクロモデルでは、金融危機の影響で、今まで米国で考えられていたほどはインフレ率が上昇しにくくなっている。上昇しにくいというよりも、オーバーシュートする可能性が減ったと言っている。彼等は金融緩和を否定している訳ではなく、金融緩和は、本来ならインフレ率がもっと下落するところを2%からそれほど乖離させないという効果があった、ただ、オーバーシュートするリスクがなくなったのであまり心配しなくても良い、と言っている。イエレン議長もこのような意見に影響を受けていると思うが、アンカーしているかどうかだけではなくオーバーシュートすることをあまり心配しなくても良い、ということを行っている。ずいぶんとインフレに対する見方が変わったと思う。

日本へのインプリケーションとしては、スラックの推計の難しさである。日本では、失業率は完全失業率に近くなっているが、世界共通の問題として先進国全体で失業率を含むより広義のスラックの測定が難しくなっているということ、スラックと賃金・物価との関係についての判断が難しくなっているということ、インフレ率の上昇ペースの予想が非常に難しくなっていることなどが挙げられる。このため、米国では2004年の時のような単純な同じペースでの金利の上げ方は難しくなっているかもしれない。ということは、米国の金融政策の正常化もチャレンジングだと思う。

木内委員

中曾副総裁がおっしゃる米国経済の強さはそのとおりだと思うが、私は、金融面でのサポートも大きな要素としてあると思う。ご指摘のとおり、雇用が強く、一方でスラックが言われているよりは小さいかもしれないため、今後も労働需給の逼迫が続き、賃金が上がってくる中で、金融政策についてもやや引締めバイアスがかかる可能性があるということだが、そうだとすると、1つは、景気の局面としてはかなり成熟局面にある結果、需給が

逼迫し賃金は上がるが物価は上がってこないという、一時的には個人消費にとっては好ましい状況ではあるが、景気の成熟局面での過熱の特徴ともみられる。一方で、景気をかなり強くサポートしているのが金融環境だとすると、それが来年にかけて正常化してくることを勘案すると、今は非常に強いと思うが、供給側の成長ののりしろが小さくなっていく中で金融環境が変わってくることを考えれば、どこかで減速の方向に振れるリスクがあると思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、追加的なご意見があればお願いする。

木内委員

景気は持ち直してきていると思うが、潜在成長率を大きく上回るほどの牽引役がないと思っているので、かなり緩やかな回復が暫く続くと思っている。その中で、不確実性が出てきたのは輸出だと思う。昨日、金融経済月報の報告があり、今月、輸出の現状について、「持ち直しの動きがみられている」と判断を引き上げるということだが、実質輸出は既に7～9月はかなり伸びており、10～12月もかなり強いペースであることを考えると、判断の引き上げは妥当だと思う。また、「持ち直しの動きがみられている」というのは、それなりに慎重な表現にとどまっているので、妥当だと思っている。輸出の評価を引き下げる前は「持ち直し傾向にある」という表現であったが、今後輸出の評価を、そこまで引き上げていくためには、数字を見極めなくてはならないと思っている。端的に言うと、輸出に持ち直しの動きがみられているのは良いが、まだ不安はあると思っている。

この背景を整理すると、5点ある。1点目は、足もと為替が非常に大きく変動しているので、実質値の信頼性が落ちている可能性があると思う。因みに、財務省の輸出数量指標でみると、7～9月に持ち直し10～12月も持ち直す方向にある点では同じだが、本行の実質値と比べると、ペース

がかなり緩やかである。ということを見ると、実質輸出だけをみていると、若干過大評価になる可能性もあると思う。2点目は、契約通貨ベースの輸出価格は、2011年以降緩やかに低下を続けており、特に足もとで低下ペースが速まっているということではないので、円安の効果が足もとで急に現れ始めたということには若干違和感がある。さらに、価格競争力という点でみると、エネルギー価格が急落しているということは、日本の輸出の主力製品である自動車にとっては、エネルギー効率の良い日本車にとっては若干逆風という面もあると思う。3点目は、従来、輸出の回復を阻んできた自動車の海外生産移転などの構造変化が、足もとで変わっているということはないだろう。4点目は、先行指標である製造業PMIの輸出受注指数は、11月、12月と2か月連続で低下している。資本財の先行指標の機械受注の外需は、7～9月期に前期比マイナス、10～12月期も現時点ではマイナス基調にある。最後の5点目であるが、国別では、今年後半はNIEs向けの輸出がかなり強く伸びたが、一方で、NIEsの中で輸出型の韓国、台湾についてみると、足もとでは輸出の増加ペースが落ちてきている兆しがあり、これが内需にもマイナスに波及してくる可能性がある。さらに足もとでは、韓国、台湾の輸入が、価格の影響が大きいとはいえ、名目値で下振れてきていることからすると、足もとでの日本の輸出の回復にかなり寄与しているNIEsについては、今後の下振れリスクもあり、あまり楽観はできないと思う。このため、今後、輸出の判断をもう一段引き上げていくには、相当慎重にした方が良いと思っている。

森本委員

輸出については、米国を中心にした海外経済の堅調な動きや現実の米国向けの資本財等の輸出の動きをみても、「持ち直しの動きがみられている」という判断で、全く違和感はない。ただ一点だけ、当面の自動車輸出については、注意が必要ではないかと思っている。生産の海外移転という構造的な問題がベースにあるのは否定できないし、日本から米国向けの自動車輸出は、従来燃費の良いハイブリッド等の環境車が中心であったと思

うが、このところガソリン価格が急落し省エネ意識がやや薄いと思われるところもあって大型車に乗り換えるといったようなことから、日本の環境車あまり売れなくなっている状況もあり車種の切り換えはしているようだが、日本車がこれまでに比べ少し苦戦しているという話も聞いている。暫くガソリン価格の低下が続くと思われるので、この辺は注視する必要があると思っている。ただ、輸出が「持ち直しの動きがみられている」という判断については、これで良いと思っている。

石田委員

感想を述べたい。本日の経済情勢についての様々な話を聞いていると、基本的には色々な面からみて景気は底堅い、これからも良くなっていく方向である、物価は原油価格下落によってかなり下がっていくだろうが、景気自体の方向は上向きだから、来年度からは物価についても回復に向かうだろう、というトーンであったと思う。思うに、このところずっとそのようなトーンであり、もし、10月31日に追加金融緩和を実施していなくても本日の議論はほとんど同じような議論になったのではないかと思う。そうすると、全くの感想であるが、今更ながら「あの金融緩和は何だったのか」という思いを禁じ得ない。議論を聞いていてそのように思った。

白井委員

今後はコミュニケーションが非常に大事になってくると思う。10月末の展望レポートで、予想物価上昇率について、「長い目でみれば」という文言を入れ、それ以降の公表文にも入れていることは、非常に賢明であったと思う。また、展望レポートで、物価の見通しについて下方リスクが高いことを初めて認めたのも非常に良かったと思う。原油については、今相当下落しており、当然のことながら、われわれの予測以上にインフレ率も下がっていくと思う。それにはプラスの効果もあるかもしれないが、色々な形でのマイナスもあるので、これにはベネフィットとコストがあり分かりづらいということは、率直に認めた方が良い。先日のFOMCでは、原

油の影響は transitory とされており、イエレン議長は記者会見で tax cut と同じだとおっしゃって、非常に一時的であるという言い方をされていた。本当にそうなのかもしれないし、もう少し persistent なのかもしれないので、ここはあまり慌てずに、供給要因だけでなく需要要因もあり、またロシア情勢もあるので、今はしっかりと分析していくと言っていく必要があると思う。また、金融緩和の効果は下支えしていると思うが、今は世界の共通要因が相当大きいので、そのような影響が大きく出ていると思うが、そこはしっかり言っていくべきだと思う。重要な点は、昨日も議論したように、中長期の予想物価上昇率は、今のところ、上がっているものもあるし、下がっているものもある。世界共通要因もあり、概ね横ばいだが、仮に、これから一部で下がる指標があったとしても、グローバル要因は大きいと思うので、やや時間をかければ、公表文にあるように、需給ギャップにプラスに効いてくる。このため、需要側からの本格的な物価上昇圧力は高まっていくだろうし、予想物価上昇率がそこから上がっていくという見通しを立てているということ、明確に伝えていくべきだと思う。その意味で、需要要因により予想物価上昇率が上がっていくかどうか、重要になってくると思う。

宮尾委員

輸出についてであるが、今後緩やかに増加していくという大きな方向性をしっかり実現していくためには、価格効果、円安の効果も然ることながら、海外需要、海外景気、とりわけ米国や、日本と関係の深いアジア新興国——非資源国も含めてであるが——の景気がしっかりと回復していくという所得効果がより重要ではないかと、私自身は思っている。その意味でも、米国の景気が、今後、木内委員がおっしゃったように、金融面のサポートを全く無視することはできないと思うが、少なくともゆっくりとした利上げになっていき、いずれにしても金融面のサポートも伴いながら、しっかりと回復基調を続けていくということがベースにあり、そこから波及を受けて新興国の非資源国も含めて N I E s ・ A S E A N 等がしっかりと

回復していく、その際、F e dの金融緩和の正常化が極めてゆっくり慎重に進められていくことが鍵だと思っている。利上げは来年のどこかで実施されると思うが、利上げのペースはかなり慎重にされるのではないかと
思っている。その意味では、金融面のサポートを必要以上に続けることになるのかもしれないが、いずれにしても、新興国からのキャピタルフライトのようなことを避ける意味でも、金融緩和の正常化をしっかりと、かつ慎重に進めていくことが重要であろう。そうすることで、米国やN I E s・A S E A Nの非資源国の新興国経済の回復をサポートし、それが日本の輸出の堅調な回復に繋がっていくということ、メインシナリオとすることができるのではないかと
思っている。私は、それほど悲観はしていない。

佐藤委員

物価の先行きについての基調判断だが、執行部案では「消費者物価の前年比は、当面現状程度のプラス幅で推移するとみられる」ということであるが、昨日執行部からは、足もとの原油価格、為替相場を前提に試算すると、11月、12月の全国コアの前年比は+0.7~+0.8%になるとの説明があった。さは然りながら、多くの委員から指摘があったように、1月以降は、伸び率としてはさらに減速の可能性が高く、私も手許で試算したところ、現状の原油価格等を前提とすると、1~3月期は前年比で大体+0.5%程度まで下がっていく、あるいはそれ以上に下がる可能性もあると思う。先行き判断の表現だが、「当面現状程度のプラス幅」の「当面」については、以前からこの場でも質問しているが、時間的にはわりと短いという説明である。この場合の「当面」は、目先2か月程度ということになると思うが、その先の状況がはっきりとみえてきているだけに、マーケットとのコミュニケーションを考えた場合に、このように表現することで、市場参加者から、「日銀は強気過ぎるのではないか」というような違和感を持たれる可能性があるのではないかと
思う。勿論、「当面」という点は総裁会見などで丁寧に説明されるとは思いますが、本行が物価の見通しについてあま

りにも楽観視し過ぎているかのような誤解を避けることも重要だと思う。特に、この表現に反対するという訳ではないが、留意点として補足しておきたい。

木内委員

先程石田委員が指摘された点に関係するが、今年度については、景気はぱっとせず、物価も下振れリスクがある、しかし来年度に入ると状況が良くなるというニュアンスの話が聞かれたが、その際に期待されているのは、春闘での賃上げだと思う。勿論、期待はしたいが、そこにあまりに過度に依存するシナリオは、リスクが高いと思っている。

その理由の1つ目は、今年の春闘では歴史的なベアがあり、一時金もかなり伸びたが、消費、物価に果たしてどれだけのインパクトがあったのかということである。消費税率引き上げがあったのでその影響が分かりにくくなったという面もあるとは思いますが、あまり明確な押し上げにはならなかったと思う。特に、物価については、賃金の上昇はサービス価格に影響を与えやすいが、サービスの物価に目立った動きはなかった、という経験が1つある。

2つ目は、所定内賃金が足もと結構下がってきてしまい、10月の確報が確か0.1%だったと思うが、夏場には一時金の支払いがあり現金給与総額自体の伸び率が高かったが、これも足もと大分落ちてきてしまっている。労働需給緩和などで賃金上昇にマイナスの影響を及ぼしているのではないかと思う。

3つ目は、来年の春闘の環境については、労働需給はやや緩む、企業収益の増加率は、今年の2～3月辺りと比べればかなり落ちている。景気のパラダイムも、今年の春闘のタイミングでは、増税前の駆け込みもあってかなり強かったが、来年の1～3月辺りはそうではないという逆風がある。

4つ目は、確かに労組からの賃上げ要求は非常に高いが、今年のように中小企業が足並みを揃えるのは難しく、相当ばらつきが出てくるので、一部の大企業が賃上げになったとしても、相応の影響力を持つ中小企業

が追随しない場合、平均値としてはあまり高い賃上げにならない可能性があると思う。

最後に、今年は1%超え、来年は2%超えと、賃上げ要求自体はかなりトーンアップされてきているとはいえ、2%超えの中には、インプリシットには今年の増税の影響がある。つまり、過去の労組側の要求には、前年の物価を翌年の賃上げに繋げるという発想があつて——明確にはそのような説明はしていないが——、2%超えになっている。ただ、基調的な物価が2%とかなり高くなつた時の賃上げと、増税が要因の時とは違つたろう。例えば、今年は1%超えの賃上げ要求があつて実際は0.4%弱と、4掛け程度で落ち着いたので、来年は2%超えの要求なのでその倍で1%近く上がるかということ、増税の上乗せがインプリシットにあると、過去の要求と妥結点の関係が崩れる可能性もあると思う。勿論、ベアが多少なりとも景気・物価を押し上げるとは思うが、このようなことを考えると、あまりそれに強く依存したシナリオをわれわれが持っていること自体にリスクがあると思う。

森本委員

今後のマインドに与える影響という点で、賃金が非常に重要であるということに全く異論はない。そのうえで、今年の春闘については、当初は大企業中心で中小企業は難しいだろうという話があつたが、結局は、統計的にも中小企業もベースアップを含めてそれなりに賃上げをしてきた。先般発表された従業員4人以下の事業所について、所定内が+0.9%、特別給与が+3%強ということで、私は驚いた。非正規の問題など色々あるが、今の日本の人手不足の状況を背景に、短観では、来年も中小企業は高めの新規採用計画となっている。元々横並び思想があり、物価も若干上がっているとすると、中小企業も人員確保の観点から、ある程度の対応をしていくのではないかとみている。ベアまでどの程度いくかは難しいが、企業は、特別給与等処遇面で従業員に報いたいという基本思想を持っていると思うので、私はその辺りに期待している。

黒田議長

私から追加的に2点、申し上げたい。1点目は、原油価格の下落についてである。原油価格の下落は、世界経済にとっては、全体としてはプラスだろうというのはそのとおりだと思う。日本経済にとって大きなプラスになることは、間違いないと思う。来年の成長にとって相当大きなプラスになるだろうと思っている。10月31日の量的・質的金融緩和の拡大の決定までにも原油価格はかなり下落していたが、それ以後もさらに大きく下落し、現在では、夏と比べると恐らく45%かそれ以上下落していると思うので、原油をほぼ100%輸入している日本にとっては、相当大きなプラスになるだろうと思っている。円安については、全体としては恐らくプラスになってきたと思うが、業種や業態によってかなり違いがあり、先程の議論でも指摘された委員がいらっしゃったように、中小企業や消費者にとってマイナスの面もあったとは思っている。しかし、原油価格の下落については、日本経済にとって相当大きなプラスになるだろうと思っている。

2点目は、予想物価上昇率についてである。昨日の執行部からの報告にあったように、BEIなどのマーケット指標は、このところ若干低下しているが、サーベイ調査では、中長期的な予想物価上昇率は総じて維持されている。これも報告にあったとおり、最近のBEIの下落幅は米欧に比べると若干小さめになっているということである。広い意味の予想物価上昇率という観点で、賃金と物価の関係は、物価だけずっと上がって賃金が上がらないとか、賃金だけ上がって物価が上がらないということはあまりなく、基本的に、物価上昇率が持続的に上がっていくためには賃金が上がっていく必要があると思う。2015年の春闘を経て労使双方がどの程度の物価上昇率を織り込んで賃上げを決めるかについては、われわれとしても注目していく必要があると思う。報道によれば、連合は2%以上のベアを要求することを決めたようであり、政労使会議で、経済界は賃金の引き上げに向けた最大限の努力を図るという文言が合意文書に盛り込まれたようである。われわれとしても、冬のボーナス、来年の賃上げの動向を十分注

視していく必要があると思っている。

それでは、今から 10 分程度、コーヒーストップを取る。

(10 時 26 分中断、10 時 36 分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

白井委員

先程時間の都合で割愛したので、初めに物価の現状について私の見解を申し上げる。10 月のコア C P I 上昇率は、予想どおり前年比 1 % 割れし、11 月国内企業物価指数も前年割れしており、物価上昇圧力は弱まっている。この原因として、エネルギー価格の下落のほか、食料・エネルギーを除いた C P I 上昇率が +0.5% 程度で低迷していることから明らかなように、需給ギャップの改善の遅れや中長期の予想物価上昇率に明確な上昇傾向がみられないことなどがあると思う。

物価の先行きであるが、当面コア C P I の伸び率は 1 % を大きく下回って推移すると見込まれる。その後、低い水準から伸び率を高め上昇傾向が定着するタイミングは、エネルギー価格が暫く低水準で推移する可能性が高まっていることから、10 月末評価時点よりも後ずれする可能性が高いように思われる。このため、2015 年度を中心とする期間に 2 % 程度に達するという基本シナリオの蓋然性も弱まっており、達成時期が後ずれする可能性があると考えている。

また、最近では C P I 上昇率の見通しに関して不確実性が高まっているとみられ、その一因は、企業の予想物価上昇率の予測が難しいことにもあると考えている。この点に関して、気になっていることを 2 点指摘する。

1つは、日銀短観と法人企業景気予測調査の間で、販売価格判断指標が対照的な動きを示していることが挙げられる。まず、製造業に関しては、短観では大企業、中小企業ともに現在は「下落」超となっており、この「下落」超幅が先行きもほぼ横ばいの見通しであるが、他方、法人企業景気予測調査では、「下落」超幅が先行き一段と拡大していく見通しになっている。非製造業に関しては、短観では、大企業は現在の「上昇」超が先行き「上昇」超幅を拡大し、中小企業は現在の「下落」超が先行き「上昇」超に転じるなど、短期予想物価上昇率が高まる方向を示しているのと対照的に、法人企業景気予測調査では、大企業、中小企業ともに「上昇」超幅が逆に縮小していく見通しとなっている。これらの違いには、法人企業景気予測調査の方が、エネルギー価格の下落を意識してか、仕入価格判断の「上昇」超幅が先行き大きく縮小していく見通しの一方で、日銀短観では仕入価格判断の「上昇」超幅がむしろ拡大していく見通しとなっており、仕入価格の見通しの違いが販売価格判断にも影響している可能性がある。つまり、コモディティ価格や為替などの不確実性の高まりが、企業の予想物価上昇率のばらつきに影響していると思われる。

もう1つ、企業の予想物価上昇率について気になっている点を申し上げると、日銀短観における短期の販売価格判断と中長期の販売価格見通しの間にずれがあることである。すなわち、短期の価格判断では長期間に亘って「下落」超の状態が続いているにもかかわらず、中長期の販売価格見通しは現在と比べて上昇していく見通しである。見通し期間の違いがあるとはいえ、整合的な動きとはいえない。この乖離について、「上昇」超を見込む仕入価格判断が、中長期の販売価格見通しに反映されて高めに出やすいためとの説明も耳にするが、3か月先の短期については、製造業では仕入価格判断が大幅な「上昇」超でも常に販売価格判断は「下落」超となっており、それ以外の要因も影響していると思われる。例えば、中長期の場合、大幅な国内需要回復を見込んでいるのか、人手不足による賃金コストなどの影響を織り込んでいるのか、それ以外の要因があるのかなど、執行部においては、可能であればこの点のミクロ分析を進めて頂きたい。

CPI 上昇率の見通しの不確実性を高めているもう1つの要因として、需給ギャップおよび需給ギャップに対する物価の感応度を推計するのが難しくなっていることがあると思う。ここには潜在成長率の推計の難しさ、為替やコモディティ価格の変動が拡大していることなどが影響しているように思う。また、需給ギャップは、総需要の増加によって改善していくと予想しているが、部分的にでも潜在成長率が下押しされて改善している場合には、CPI を押し上げる力が異なってくる可能性があるともみている。

次に、最近のコモディティ価格の急速な低下について、見解を申し上げる。第1に、原油価格については、シェールガスなどの供給拡大見通しの影響の方が、需要減速見通しの影響よりも大きく、世界経済にはプラスとの見方が大勢である。確かにガソリン価格は低下しており、ガソリン価格に占める税額が1割と低い米国では、消費者物価のガソリン価格への反応度が高く、既に消費者マインドや個人消費の改善に寄与しており、ISM 指数に基づく企業マインドも高水準にある。しかし、わが国では、実質所得が低下しているもとで、ガソリン価格に占める税額が4割を占めていることや、円安によって米国ほど価格が下落していないこともあってか、先行き判断についての消費者マインドも悪化し続けており、企業マインドも、原油価格の低下見通しをより織り込んでいるように思われる法人企業景気予測調査においても現状判断は悪化しており、先行き判断もほとんど改善しない見通しである。この点について、今後の動向を注視したいと思う。

第2に、複数のコモディティ価格の低下をもたらしている共通要因として、世界需要の弱さがあるが、それが景気循環的、すなわち一時的な要因だけなのか、世界的な潜在成長率の趨勢的な低下といった構造的、すなわち中長期的な要因も反映しているのかなどの判断が難しいことが指摘できる。一時的な低下の場合は然程懸念する必要はないが、中長期的な要因が大きい場合には、わが国の景気回復にも影響するので注視する必要がある。

第3に、実際の物価上昇率の低下が長引くと、予想物価上昇率への影響とそれによる実際のコアCPI 上昇率への2次的影響が懸念される。今の

ところ、予想物価上昇率は、B E Iなどが原油の大幅下落など世界共通要因によって欧米と同様に低下しているが、それ以外の大半の指標は横ばい、あるいは足もとでは物価上昇率が下方修正されても2016年は上方修正されている指標もあり、概ね横ばい圏内の動きとなっている。NY連銀のダドレー総裁が指摘しているように、ゼロ金利制約があるため予想物価上昇率が下がる時は上がる時よりも懸念すべきであるので、今後の動向をしっかりと見ていきたいと思う。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、わが国の金融環境について申し上げる。引き続き、わが国金融環境は緩和した状態にあるとの評価で良いと思う。12月短観で示された金融機関の貸出態度や企業の資金繰り、社債の発行環境など、いずれも良好な水準が続いている。

わが国の金融市場動向であるが、長期金利は、本行の買入れとともに海外金利の低下もあって、足もとではゼロ%台半ばの水準で推移している。株価、為替レート、特にドル/円レートは、前回会合以降、上昇、下落、そしてまた上昇というアップダウンを経て、足もとは前回会合よりも同水準かやや強含んだ水準で推移していると思われる。

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、消費者マインドなど気になる動きも散見されるものの、基調的には緩やかな回復を続けていると判断される。先般拡大された量的・質的金融緩和を着実に継続することで、企業、家計がデフレ期の行動様式に後戻りすることを防ぎ、企業収益や雇用・賃金の改善、ひいては景気回復や基調的な物価上昇のモメンタムをどのようにしっかりサポートしていくのか、引き続きその効果を見極めていく段階にある。

以上を踏まえて、次回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の買入れも含め、これまでの方針を継続することが適切と考える。また、先行きの政策運営についても、従来どおりのガイダンスを維持することが適切と考える。

政策に関わる論点として、皆さんも言及されている原油価格の動向と経済・物価見通し、並びに政策判断やコミュニケーションといったやや広い論点について申し上げたいと思う。原油価格については、WTI でみると昨日もさらに低下して 50 ドル台前半になるなど、どの水準で下げ止まるかまだ見通し難い状況である。直近でも、サウジアラビアが減産に後ろ向きであることを改めて示すなど、OPEC の主要国は価格下落を容認する姿勢を明確にしてきている。従って、目先大きく値を戻す可能性は低いと考えられる。これは、わが国の景気にとっては、企業収益、家計所得の両面からしっかりとした追い風になる動きである。一方で、国際金融資本市場におけるコンテージョンなどリスク要因の動向にも注意が必要だが、それも含めて次回の中間評価でその全体的な影響について詳細に検討したいと思う。

そのうえで、原油価格の動向と金融政策判断との関係についても改めて整理しておきたいと思う。10 月末に追加緩和を決定した際、原油価格の下落、あるいは市場の予想インフレ率の弱めの動きだけをみてわれわれが政策判断した、あるいは反応したということではないということは、改めて確認しておきたいと思う。その時の政策委員会の判断、あるいは私自身の判断としては、物価見通しの下振れに加えて、需要の回復の遅れという景気の下振れリスクの高まりにも対応したものと考えている。つまり、需要の回復の遅れと原油価格の下落が重なることで、基調的な物価上昇のモメンタムが弱まり、人々の行動様式がデフレ期に逆戻りすることを未然に防ぐことを意図したものであった。

追加緩和決定後に集計された日銀短観をみる限り、企業の事業計画、あるいは中長期の物価見通しは下振れておらず、また、来年度の賃上げ交渉へ向けた各種の動きも相応に後押ししているという様子が窺われる。繰り

返しになるが、追加緩和は、企業収益や雇用・賃金を改善し経済全体のパイを拡大するもので、ラグを伴いつつも中小企業や家計、地方経済に波及していく筋合いのものであると考える。家計マインドの慎重化は続けているが、新年度になれば名目賃金の増加基調がさらに明確になるとともに、消費税増税分の物価上昇への影響は剥落するし、さらには原油安によるヘッドラインCPIの弱めの動きと重なって、実質賃金の前年比ははつきりとプラスに転じてくることが見込まれる。また、年明け頃からは、この間の原油価格下落による交易条件改善の効果、すなわち企業収益や家計所得へのプラスの影響が支出の増加に現れ始めることも期待される。これらの結果、経済の前向きな循環、並びに基調的な物価上昇のモメンタムはしっかりと支えられ、さらに強まることが見込まれる。

こういった点は、次回の間中評価での詳細な点検の結果を待たなければならぬが、もし仮に、当面現状レベルの低水準の原油価格動向が続くと想定すると、来年度のコアCPIに基づく物価見通しは下振れて、またマーケットベースの予想インフレ率も高まらない可能性が高いと思う。しかし、同時に来年度以降は、今申し上げたとおり実質賃金も明確に改善していく中で、経済の前向きな循環メカニズムや基調的な物価上昇のモメンタムが高まり、デフレ心理からの転換がしっかりと進んでいく可能性が相応に高いとみている。こういった経済全体の状況やメカニズムを今後丁寧に説明していくことが大切であるし、また、同時に、コアCPIや市場ベースの予想インフレ率の低下だけに単純に紐付けたような追加緩和の憶測を高めることのないよう、丁寧かつ細心の情報発信が必要と考える。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

今後の金融政策運営にかかる物価指標の取扱いについて申し上げます。本

行は、2%の物価安定の目標が達成された場合には、賃金もそれを基準に調整されるべきものであるとのコミュニケーションをしており、また、世間でもそれが当然のこととして受け止められている。しかしながら、将来2%が達成される際には、物価安定目標と実質賃金でみている物価指数が異なることで、コミュニケーション上、大きな問題が生じるものと考えている。公的統計では、実質賃金を算出する際に、CPI総合から実際の支出を伴わない帰属家賃を除いた指数が使われている。なお、私もこの指数を使うことは正当なものと考えている。一方、本行の物価安定目標では、帰属家賃を含む指数を中心にみていくこととしている。元々、各種インフレ指標については、長期的にみれば同一水準に収斂するはずであり、殊に、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングのもとでは、各種物価指標を総合的に判断していくことから、指標間の相違は克服できるものという理解であった。しかしながら、2%目標の達成について、本行からも種々のコミュニケーションがなされており、市場、メディア、あるいは一般においては、物価安定目標の達成について、CPI総合で2%をリジッドに達成するものとして広く受け止められているのではないかと考えている。

CPI総合に含まれる帰属家賃は全体の15.58%のウェイトがあり、前年比はこれまで73か月連続のマイナスとなっている。先行きについても、少子高齢化のもとで人口が減少し、高齢者世帯の比率が上昇しているもとで世帯数についても2020年から減少に転ずると予想され、トレンド的に上昇していく可能性は小さいと考えられる。たとえ、この帰属家賃が前年比ゼロ%まで上昇したとしても、CPI総合およびコアが2%の場合、帰属家賃を除く指数の前年比は+2.4%となる。総合で2%の物価上昇を安定的に達成し、これに対応して賃金を2%上げたとしても、公表される実質賃金は-0.4%となる筋合いにある。2%目標を達成した場合に、2.4%の賃上げがないと実質賃金は現状維持とならない、というようなことにならないようにする必要があると思う。

現状、幸か不幸か、物価の伸びが低下していることから、消費税要因を

除くCPI総合、コアと、帰属家賃を除いたものとの差は0.2%まで縮小している。今後、2%目標の達成がなされることを前提とすれば、将来の混乱を排除するために、このタイミングで、物価安定目標は擬制的な支出である帰属家賃を除くベースの指数を中心にみていく、ということを確認すべきと考えている。英国あるいはユーロ圏において、インフレ目標の指標の中に帰属家賃は入っていないと聞いている。

最後に、日本の政府債務格付けの引き下げについて、国債市場では本行が大規模な買入れているため影響はみられないことから、大したことはないというような見方があるが、わが国を代表する企業や金融機関の格付けも同時に引き下げられており、彼等の外貨調達について量、コスト両面でマイナス影響が出てくることは避けられないと思う。また、バーゼルⅢ規制との関連でも、今後の自国通貨建てソブリンリスクの取扱いに関し、今回の格下げがわが国の主張の説得力、あるいは交渉におけるわが国のスタンディングに何か影響を及ぼさないか、懸念するところである。

なお、当面の金融政策運営方針については、現状の方針を継続することで結構である。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針および資産買入方針については、前回会合で申し述べたものと同様の理由から、現状維持が良いと考える。そのうえで、当面の金融政策運営について3点申し上げる。

第1は、ここもとの原油価格下落の評価と政策運営上の留意点についてである。国際金融市場は、急激な原油価格の下落から変動が高まっている。しかし、原油価格下落は、日本経済にとって追い風で、需給ギャップにプラスに作用し、やや長い目でみて物価の安定に好影響をもたらすということを再確認しておきたいと思う。そのうえで、10月末の量的・質的金融

緩和拡大の理由についてであるが、対外公表文では、消費税率引き上げ後の需要面での弱さの動きと並び、原油価格の大幅な下落による物価の下押し圧力が短期的とはいえ残存することで、デフレマインドの転換が遅延するリスクに備える、との説明であった。しかるに、原油価格は10月末以降も大幅続落し、昨日の執行部説明にもあったように、この間進行した円安にもかかわらず、先行きの消費者物価前年比上昇率はさらに幾分縮小する見通しである。一方、市場参加者は原油価格を政策反応関数の主要な外生変数として着目する、といった市場とのコミュニケーション上好ましからざる反応もみられる。私は、予てから申し上げているように、重要なのはやや長い目でみた物価の趨勢であり、月々の消費者物価コアの前年比上昇率に焦点を当てるかのような情報発信は好ましくないと思っている。もとより、原油価格は見通しがたく、10月末の時点でこれほど急激な変化は想定されていなかったと思う。しかし、原油価格下落による短期的な物価下押し圧力を追加緩和の理由の1つに挙げたからには、市況の急激な変化を受けて、市場参加者が追加緩和を期待するのは、ある意味自然である。執行部は、市場との対話の中で、原油価格と金融政策の関係について、改めて丁寧に説明を尽くされることを期待している。

第2は、第1の点と関連するが、量的・質的金融緩和の政策評価のあり方についてである。本年末のマネタリーベースの目途は275兆円と、量的・質的金融緩和実施前の2012年末との比較でほぼ2倍となる。もっとも、この間の消費者物価コアの前年比上昇率は、消費税率引き上げの影響を除くと本年4月の+1.5%でピークアウトするかたちとなっている。私自身は、量的・質的金融緩和の成果として重要なのは、月々の消費者物価コアの前年比上昇率ではなく、人々の中長期的な予想物価上昇率に変化が生じているかどうか、すなわち、企業や家計の経済行動がある程度の物価上昇を前提としたものに移行するかどうかであると考えている。そのうえで、私は、量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮しているとみており、以前から申し述べているとおり、アウトカムとして消費者物価の前年比上昇率が2%をつける必要は必ずしもないと考えている。一方、執行部は、

消費者物価の前年比上昇率でアウトカムとして2%を安定的に実現することを目指しているが、その蓋然性は、このところの急激な原油価格下落を前提とすると、低下してきているように思われる。消費者物価の前年比上昇率が原油価格のような外部要因に影響されるからには、量的・質的金融緩和の政策効果の評価については、以上私が申し述べた点を踏まえ、単純なアウトカムベースではないという方向に情報発信のあり方を工夫していくことが望ましいと思う。

第3は、現行規模のオペレーションの持続可能性との関連で、金融システムや決済システムへの影響についてである。本行は、新規国債発行額の2倍近い年間80兆円のネットでの長期国債の増額にコミットし、市中でのグロス発行額の9割程度を買い入れているが、私は、こうした買入れの持続可能性について、量的・質的金融緩和の拡大以前から懸念してきたところである。確かに、本行がマイナス金利を深めつつ買入れを続けることは理論的には可能かもしれない。しかし、足もと4年ゾーン近くまでの金利がマイナスとなるなど、本行の買入れによるイールドカーブへの影響は私の予想を超えるペースで出ており、買入れの進捗とともにこの傾向は一段と強まるであろう。

達観すれば、これは政策効果であるが、一方で金融システムや決済システムへの影響も懸念される。もとより、本行の金融政策は、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、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する枠組みとなっている。こうした中で、イールドカーブの全体の押し下げを通じて、短期的な物価の安定を優先すると、金融機関や運用会社のマージンの縮小からやや長い目でみてシステムが不安定化し、ひいては中長期的な物価の安定も損なわれる惧れがある。量的・質的金融緩和拡大後はカーブへの影響が一段と強まっているとみられるだけに、金融面での不均衡蓄積や金融機関経営、広義の決済システムへの影響などについては、これまで以上に注視していく必要があると思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

10 月末の量的・質的金融緩和の拡大に反対する私自身の考えは変わっていない。本日は、第 1 に追加緩和観測と今後の政策姿勢について、第 2 に財政ファイナンス観測について、私自身の考え方を改めて申し上げたいと思う。

第 1 に、追加緩和実施から間もない今の段階で、原油価格の一段の下落と物価上昇率の下振れ予想を背景に、さらなる追加緩和観測が市場で浮上していることを大変懸念している。先般の追加緩和では、原油価格下落などの一時的な要因にせよ、現実の物価上昇率が下振れれば追加措置をとるという行動パターンを、市場には印象づけたように思う。こうした中、来年の 1 月の中間評価で、早くも消費者物価上昇率が 2015 年度を中心とする期間に 2%程度に達することが困難との見通しが示されるとの見方が市場に広がっている。達成が難しい目標に強くコミットする結果、市場の追加緩和期待が高まり、そうした期待にも影響されて実際に追加緩和が繰り返され、効果を上回る副作用が累積していけば、今までの Q QE の成果を損ねてしまうのみならず、中長期的に経済・金融市場の安定を取り返しがつかないほど損ねてしまうリスクがあると考えている。こうした事態に陥らないためにも、今まで私自身が提案をしてきたように、物価安定目標の達成時期を見直すとともに、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いったことが妥当だと、引き続き考えている。経済に基本的にはプラスである原油価格の下落を理由の 1 つに追加緩和を実施し、結果的に円安が進んだことから、本行は経済の安定に必ずしも十分に配慮せず、物価の押し上げだけを目指しているとの見方が広まった可能性もあると思う。本行が物価安定に責務を負っているのは、それを通じて国民経済の健全な発展に資するため、国民の生活を守るためである、という原点を再確認する必要があると思う。また、追加緩和後に急速に進んだ

円安・株高は、国債市場と同様に経済環境に見合った価格から乖離した動きであったとの印象を強めている。国内経済に慎重な見方が強まる中での株高は、政策効果への期待と実体経済の改善に支えられていた昨年までの株高とは異なる性格のもので、行き過ぎ感があったと思っており、足もとでの株価下落などは、それに対する自律的調整という側面もあったと考えている。他方、各種サーベイ調査をみても、追加緩和が企業や家計の景況感に与えた好影響は今のところ限られており、量的・質的金融緩和の導入時とは対照的である。円安は一時的に物価を押し上げるが、企業・家計の実質所得を減少させ、経済を不安定化させるリスクもある。追加緩和以降、円安の進行のもとでも、市場および企業の中長期の予想物価上昇率に目立った動きがみられない背景には、こうした市場の認識もあると考えている。

第2に、財政ファイナンス観測についてであるが、先般の追加措置で潜在的なリスクは高まったと考えている。将来、市中金利の上昇リスクが意識される段階になると、物価安定の実現という当初の目的が、金利上昇抑制を通じた財政危機の回避や、インフレ加速容認を通じた財政再建支援へと次第に変化を余儀なくされ、いずれ金融抑圧、財政従属の状態に至るといった見方が、市場では従来から多く聞かれてきたところである。本行に量的・質的金融緩和を財政ファイナンスの目的で運用する意図がないことは、改めて言うまでもない。しかし、仮に、金利上昇で金融システムの安定が脅かされれば、本行が、物価安定と並ぶマנדートである信用秩序の維持のために、金利の安定確保を通じた金融システムの安定に政策の重点をシフトせざるを得なくなり、意図せざるかたちで金融抑圧や財政従属的な状況に陥る可能性も排除できない。

この点を踏まえると、本行が財政ファイナンスの意図がないと現時点で繰り返し説明しても、その観測を抑えるのには十分ではないと考えている。財政ファイナンス観測の浮上を抑えつつ、金融システムの安定維持を将来に亘って実現するためには、現在の政策が、国債市場の機能を過度に低下させ金利を実体経済環境から過度に乖離させないように、十分に配慮して

慎重に政策運営を進めていくことがとりわけ重要だと思う。将来の潜在的な金利の上昇幅を大きくしたり、金融機関の収益基盤を長期間損なうことで、将来の金融システムが不安定化するリスクを極力高めないようにする必要があると思う。そのためには、金融政策の基本的な枠組みである2つの柱による点検を中核に据え、潜在成長力の高まり具合を考慮に入れつつ、第1の柱である成長率、物価上昇率の見通しを点検し、さらに、第2の柱で金融面の不均衡について十分に点検したうえ、金利政策など量的・質的金融緩和策以外の政策との複合で柔軟な政策運営を心掛けるのが適切だと考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は緩和した状態が続いている。執行部の見方に違和感はないので詳細は省略するが、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、CP・社債市場も良好な発行環境が続くとともに、金融機関の貸出態度判断DIも良好な水準にある。こうした環境のもとで、企業の資金繰りは、中小企業を含めて良好である。

わが国の金融資本市場では、ドル/円は、日米の金融政策の方向性の違いが引き続き意識され、前回からはやや円安方向の動きとなっている。株価には変動がみられたが、期間を通じてみれば概ね同水準となっている。この間、短国レートは、本行の買入残高が高水準にある中、大手行の短国需要の強さなどから、いずれのタームも引き続きマイナス圏内で推移している。長期金利は、本行の買入増額の影響や米欧長期金利の低下を受けて緩やかに低下し、足もとは0.4%を割り込み、歴史的な低水準で推移している。

この間、国際金融資本市場は、米国の良好な経済指標や本行の金融緩和効果、ECBへの追加緩和期待などを背景に、12月上旬にかけて株価上

昇がみられた。もっとも、その後は、中国経済の減速傾向やギリシャ問題再燃への懸念を契機に調整がみられ、足もとはロシアを中心とする産油国通貨の下落等を背景に、市場は神経質な地合いにある。先行き、米中経済の回復ペースやF R B、E C Bの政策対応と波及効果、ギリシャ問題の帰趨、原油価格の動向とロシア等の産油国経済への影響、ウクライナ、中東情勢等の地政学的リスクなど、幅広い点に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については、現在の方針を維持することが適切と考えている。現在の方針を維持するうえでは、先日の追加措置によって生じ得る様々な副作用について十分な配慮を行い、そのリスクを最小限にとどめるよう、引き続き努力すべきと思う。そのうえで、先行きの金融政策運営についても、海外経済の動向等のリスク要因を肌理細かく点検しつつ、量的・質的金融緩和を実行し、早期の物価安定目標の実現に繋げることが重要である。

なお、現在の金融緩和政策を円滑に遂行するうえでは、財政健全化に向けた取組みが重要である。先月の消費税率引き上げの延期決定以降、日本国債の格下げが行われ、本邦の金融機関の格下げにも波及している。こうした動きは、外貨調達コストの上昇や調達期間の短期化のほか、英国における金融規制対応の制約などに一部繋がっており、現時点ではその影響は限定的とみているが、今後の影響の広がりには注意が必要である。今後、政府の財政健全化へのコミットが薄れたと市場から判断された場合には、金融緩和の効果も減殺されるほか、将来の出口に向けた対応が困難になる可能性も懸念される。こうした観点から、政府におかれては引き続き財政健全化に向けた不断の努力を期待したいと思う。

最後に、先行きの物価動向について付言する。現在の原油価格の急落は、為替水準により減殺される面はあるが、当面の間は物価に相応の下押し圧力となると見込まれる。もっとも、原油価格の下落は、やや長い目でみれば、経済活動への好影響を通じて物価を押し上げる方向に寄与していくと考えている。景気の前向きな循環メカニズムが維持されるもとの、短観加重平均D Iも上昇しており、先行きも需給バランスの改善が見込まれる。

また、予想物価上昇率については、弱含みとなっていることを示す指標もあり、今後とも幅広い指標を注視していく必要はあるが、12月短観の企業の物価見通しでは、先行き物価が上昇する姿が概ね維持されているほか、消費動向調査における家計のインフレ予想も上昇方向となっている。こうした中、企業の価格設定行動についてみると、仕入価格の上昇もあるが、付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きは継続しており、12月短観の販売価格判断DIは、足もとややばらつきもみられるが、先行きは非製造業を中心に総じて上昇方向となっている。こうした状況を踏まえると、先行きの物価は、円安による物価上昇圧力が見込まれるものの、原油価格の動向次第ではあるが暫くの間低下傾向で推移し、その後は原油安の景気へのポジティブな影響も含めてマクロ的な需給バランスの改善が見込まれることや、予想物価上昇率の高まり、さらには前年の物価低下の裏要因もあり、次第にその上昇率を高めていくとみている。なお、暫くの間の消費者物価指数の伸び率の縮小について、あまり強く意識することは必ずしも適当ではないと考えており、市場とのコミュニケーションを十分に取っていくことが重要だと思っている。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

まず、物価については、既に第1ラウンドで述べたが、消費税増税後の低調な消費と原油価格の大幅な低下により、暫くの間は低インフレが続くが、中長期的には、次第にエネルギー以外の財・サービスの価格の上昇がエネルギー価格の低下を相殺するようになるため、消費者物価上昇率の低下幅は次第に縮小し、やがて拡大に転ずると考えている。この物価に関するメインシナリオにとってのリスクは、足もとのインフレ率の低下が、中長期的な予想インフレ率の低下と、同じくそれによる中長期的な予想実質金利の上昇をもたらし、その影響を受けて実体経済が悪化し、需給ギャツ

プが拡大し、実際のインフレ率がさらに低下し、その低下が中長期的な予想インフレ率の低下を通してさらに需給ギャップを拡大させるといった悪循環に陥るリスクである。

従って、金融政策の運営上は、中長期的に物価と景気の動向を左右する中長期的な予想インフレ率の動向に注意を払う必要があると思う。足もとのインフレ率は低下しているが、中長期的な予想インフレ率については、次に述べるように経済主体間で違いがみられると思う。すなわち、マーケットの中長期的予想インフレ率の一部には低下傾向がみられる。その傾向は、10年物の新物価連動国債のBEIに比較的強く出ていると思われる。その一方で、消費動向調査や12月短観などのアンケート調査では、予想インフレ率の上昇傾向は崩れていないと思う。マーケットの予想インフレ率の低下は株安・円高要因であるが、12月に入ってから昨日位まで続いた株安・円高の主たる要因は、このようなマーケットの予想インフレ率の低下ではなく、原油価格下落の速度が速すぎるために、投資家達がリスク回避になったためであると考えている。このように考えると、金融政策運営上の中長期の予想インフレ率の指標としては、マーケットの指標だけではなく、家計や企業などに対するアンケート調査なども重視すべきだと思う。さらに、賃金動向や企業の価格設定行動からも、働く人々や経営者の予想インフレ率の動向を推し量ることができると思う。

量的・質的金融緩和の拡大の効果については、これが株価や企業収益の上振れ要因になり、アンケート調査で見られるように、中長期的な家計や経営者の予想インフレ率の低下を防止しているという効果があったのではないかと思う。そのようにして、働く人々や経営者の予想インフレ率が中長期的には低下していないということが、今後の賃金形成にプラスの影響を与えている。来年の春闘では、果たして消費税増税分の物価上昇分を相殺するほどに賃金が上昇するかどうかということは、その時点での経営者の将来見通し、将来の経済環境、あるいは将来の物価動向にも依存しており、もし仮に、それが将来悪化するとか低下するといったようなことが予想されるならば、増税分を取り戻すほどの賃金を経営者が呑む

訳はないと考える。従って、量的・質的金融緩和によって良好な経済環境を作り、予想インフレ率の低下を防ぐことが、来年の春闘に向けて賃金が消費税増税分の物価上昇分を相殺するほど上がるかどうか、大きく影響すると考えている。

そのような観点から、現在の量的・質的金融緩和を続けることが適切であると考えている。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

金融環境の評価については、引き続き緩和した状態にあると思う。すなわち、12月短観で企業からみた金融機関の貸出態度をみると、全体として改善傾向が続いている。また、企業の資金繰りも、大企業が大幅な「楽である」超、中小企業も小幅であるが「楽である」超となっている。資金調達の金利面をみると、企業の資金調達コストは低水準で推移している。量の面をみると、銀行貸出は、足もとは大企業向けを中心に2%台後半へと伸び率が高まっている。このほか、CP・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評価している。

次に、金融政策運営に関して、前セッション、今セッションでも論点になっている追加緩和のロジックについて述べておきたいと思う。10月末の量的・質的金融緩和拡大以降、一段と原油価格の下落が進んでいることから、これが実際の物価や予想物価上昇率を下押しして、2%の実現時期が遅れるのではないかと、また、そうした物価見通しへの対応として追加緩和を行うのではないかとといった見方が増えているようである。しかし、一般のQQEの拡大は、原油価格の下落そのものに対応して行ったものではない。その目的は、わが国経済がデフレマインド転換の途上にあることを踏まえて、需要面での弱めの動き、あるいは原油価格の大幅な下落による

短期的な物価上昇率の伸び悩みが、デフレマインドの転換を遅延させるといったリスクの顕現化を未然に防ぎ、期待形成のモメンタムを維持することであった。言い換えると、緩やかな物価上昇が、企業の売上・収益増に繋がり、その結果引き上げられた賃金が消費を刺激するといった好循環が遮られることのないようにするために実施したものであると理解している。

従って、この先の金融政策運営を考えていく際に重要なのは、あくまでも物価の基調的な動きであり、それに影響する諸要因であると思う。特に、日本経済がデフレマインド転換の途上にあることを踏まえると、広い意味での予想物価上昇率の動向が重要になってくると思う。ここで言う広い意味というのは、BEIといった市場指標や企業、家計、エコノミストなどのサーベイ調査といった数字に表れるものだけではなく、企業や家計の物価観、あるいはそのもとの経済活動の変化も含める、という意味である。具体的には、企業あるいは家計が緩やかな物価上昇を given として投資、消費を決定し、賃金を設定するようになっているかといった点も、チェックポイントに含めるということである。デフレマインドの転換の進捗を測定するためには、市場指標やサーベイ結果をバランス良く評価していくことも勿論であるが、結果として現れる経済主体の実際の経済活動も含めて総合的に判断していくことが重要だと思っている。

こうした点を踏まえて、QQE拡大後のわが国の経済の動きをみると、金融市場は大きく反応しており、2%の物価安定目標の早期実現に向けた日本銀行の決意はしっかりと伝わっていると言って良いと思う。勿論、「日銀やりすぎ」批判も出ている訳であるが、それはむしろ、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」といったパーセプションが漸く壊れつつある証左であるとも、私自身は受け止めているところである。

企業や家計の行動変化という点では、今日議論になったが、企業の設備投資姿勢は下振れすることなく維持されていると思うし、賃金の面では、来春の賃金交渉に向けて、連合は2015春季生活闘争方針において、過年

度のCPI上昇分などを踏まえて2%以上のベースアップ、定昇相当分も加えると4%以上の賃上げを要求する方針を掲げている。また、16日に公表された政労使の取組みにおいては、経済界は賃金の引き上げに向けた最大限の努力を図る方針が明記されている。これらは、人々の物価観の変化を反映したものであるという点で、QQE拡大の狙いに沿った成果が展開しているというようにも思っている。

賃上げの見通しについて、さらに3点ほど申し上げたい。第1に、前のラウンドで森本委員がおっしゃった点であるが、賃金については、中小を含めて企業の横並び意識が1つのドライバーになるのではないかと思っている。第2に、足もとの原油価格の下落は、企業業績にプラスに寄与するので、収益面からも賃上げ環境を整える追い風になっていると思う。第3に、われわれとしても、政策面でpreemptiveにQQE拡大という対応をした立場から、マクロ的な視点からということになるが、日本経済の持続的成長にとって賃金上昇が極めて重要であることを、主張しやすくなっていると実感していることも付言しておきたいと思う。

この間の予想物価上昇率の指標についてであるが、多くの委員がおっしゃったように、BEIは欧米に比べると小幅であるが幾分低下している。一方、企業、家計、エコノミストのサーベイ調査では、原油価格が大幅に下落する中であっても、中長期的な予想物価上昇率は総じて横ばいとなっており、やや長い目でみれば、全体として上昇していると言って良いと思う。

いずれにしても、このように原油価格の大幅下落がデフレマインドの転換を遅延させていないとすれば、今後はそのプラス面が期待できると思う。すなわち、原油価格の下落は、日本経済全体の実質購買力を増加させ、それによる経済活動の高まりは、やがて物価の基調的な上昇圧力として働いてくるはずである。一方で、原油価格下落が短期的に物価を押し下げる効果はいずれ剥落してくる訳であるので、それに伴って、実際の物価上昇率は高まっていくだろうとみている。

従って、今後ともデフレマインドの転換が着実に進んでいけば、2015

年度を中心とする期間に2%の物価安定の目標を実現することは可能ではないかと思っている。以上申し上げたことから、当面の金融政策運営については、現在の金融市場調節方針および資産買入方針を継続し、その効果を見守っていくことが適当だと思っている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については、現在の「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は、木内委員を除けば、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、10月末の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。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緩やかに低下しており、予想物価上昇率の高まりとも相俟って実質金利は低下方向にあると考えられる。企業や家計の支出活動を支える金融環境については、多くの委員が言われたように緩和した状態にあるということで一致していたと思う。

金融政策運営、金融環境に関してさらにご意見があればお願いします。

白井委員

確認しておきたいことがある。10月末の追加緩和は原油価格下落に反応したもの、とよく誤解されるが、全く違う。そこはきちっと説明していくべきだと思う。私なりに説明すると、インフレ率は5月から下がり始め

ていたが——これは予想されていた——、予想を上回ったのは需要面の回復の遅れである。これは、消費税増税のマイナスの効果が予想以上に大きかったということもあるが、天候要因や、海外経済がなかなか回復せず弱いということ、それから、コモディティ価格が急落してきたことがあったというのが、まず stylized fact である。2つ目の事実としては、インフレ期待は長い目でみれば総じて上昇しているということで良かったと思うが、横ばいや下がっている指標もあり、そういうものもある中で、どうしても足もとの物価の動向にインフレ期待が振られやすいので、そこはしっかりみていく必要があるということと、物価の見通しが大きく下振れたので、そこについてはきちっと対応しておく必要があったと思っている。今のところは、私はきちっと対応したと思っている。先程申し上げたように、原油価格の影響が需要面、供給面で色々あり、持続性も含め不透明なので、今は暫くはしっかりみていく時であるということ伝えるべきである。追加緩和の効果がなかったように一見みえるかもしれないが、われわれは counterfactual に考えるので、追加緩和をしなければどうなっていたかという、もっと酷かったと思う。そういう見方をすれば、内容はともかくとして、あのタイミングでの追加緩和は間違いなく必要であったと判断している。われわれは、フレキシブルなインフレーション・ターゲティングを実施しているのであって、遮二無二、インフレ目標を達成しようとは全く思っていない。当然のことながら、賃金や雇用、経済成長などあらゆるものを幅広くみて判断しているので、何か間違っ、インフレだけに執着しているような印象があるのであれば、もっとコミュニケーションをしていくべきである。誤解があるからといって何か枠組みを変えるような印象を与えることは決してすべきではない。それに対する理解が足りないのであれば、理解して頂くようにもっと努力していくべきだと思う。

次に、帰属家賃についてであるが、私も非常によく理解できるし、昨年から言ってきたことである。ただ、昨年1月に総合CPIと決めて、物価目標を導入しており、私としては、それを今急に変えることのリスクの方が心配である。気持ちは分かるが、今は掲げたことの実現に努力し、最善

を尽くしたいと思っている。

最後に、財政ファイナンスについては、色々な見方があるのは事実で、それを否定するつもりはないが、私自身は、金融政策を実施しているのであって財政ファイナンスは全くしていないと思っている。そもそも財政ファイナンスというのは、誰も国債を買ってくれないところに無理矢理中央銀行に買わせるようなことである。われわれは、皆が買いたいと言っている国債を、「JGBにばかり投資していないで、もう少し健全なリスクテイクをして、リバランスをしてはどうか。この国にはもう少し健全なリスクマネーが必要なので、そのようにしてはどうか」と言って買っている。これは、あくまでも金融政策であると思っているし、そのように伝えていくべきであると思っている。

岩田副総裁

今、白井委員が最後におっしゃったことと関連するが、マイナス金利になっている国債があるという問題が金融市場での不均衡を表すのかどうかという問題である。日本経済全体にとっても、財政再建にとっても、何が一番重要かという、最終的に富を満たすのは企業であるということである。これは経営者だけでなく労働者などの関係者も含めてである。結局、企業が元気になり、生産を拡大し、設備投資やイノベーション活動をしなければ、財政再建もできないし、人々の生活も良くなる。そこでの金融仲介機関の役割はいったい何なのかというと、それは、どこに発展する企業があるかを見出す目利き、いわゆる信用仲介機能にある。ところが、この15年位の間一体何をしてきたかという、デフレの中で企業の借入需要はどんどん減っていき、本来は投資主体でなければおかしい企業までもが貯蓄主体になってしまっている。金融仲介機関は一体何をしているかという、信用仲介機能というよりも国債投資信託のような会社になってしまっている。実はこのようなところに問題がある。信用仲介機能をきちっと発揮して、企業活動を支援するような立場に変わって欲しいということが、ポートフォリオリバランスの意味である。なぜか国債が非常に人

気があって、いつまでもこのような低金利で消化されるという経済は、非常に不健全な経済である。なぜならば、国家というものの機能は、基本的に生産性を上げるのではなく所得再分配である。福祉国家はまさにそれである。単に、誰かからお金を取ってきて誰かに再分配しているに過ぎない。公共投資の場合は生産性に若干寄与することもあるが、それ以外はない。従って、所得再分配機能である国家に専ら資金が集中してしまうことから脱しないと、デフレ脱却はできないし、経済自体も良ならず、財政再建もできない。こうした立場から考えると、マイナス金利になってまでまだ国債にしがみついているという金融仲介機関の行動は今後変わる、しかし、自らの能力に対してリスクテイクし過ぎるのも困る。これに対しては、金融システムへのモニタリングを強化し十分注視するということになると思うが、相応のリスクテイクもできない、国債への投資しかできないというのであれば、金融は再編成の時期に来ているということである。同じことが中小企業、あるいは非製造業に対しても言える。賃金が上がってくる時に、世間相場に見合った賃金を払えないほど生産性が低いというような中小企業から新陳代謝が起こって、生産性の高い中小企業などに資源が移動するということが、今後促進される。労働市場がタイトになればそのようなならざるを得ない。そのように、資源が生産性の高いところへ移動するということは、金融機関も同じであり、今はそのような過程を促していると考えた方が良いと思う。

森本委員

石田委員が指摘された帰属家賃の問題であるが、どのようなかたちで、どのようなタイミングで打ち出していくかは、大変難しい問題であるということは、私も十分認識している。ただ、これをこのままずっと放置しておくことは、問題ではないかと思っている。特に、生活実感に近いところの賃金を実質化するところで、持ち家を除く帰属家賃を除外していることは、プロは認識しているが一般には意外と知られていないのも事実である。また、日本の家賃の置かれている状況は、世界的に相当異なるのも事実だ

と思っている。11月の東京都の家賃はまた下がったが、東証住宅価格指数などがずっと上がっている一極集中の東京でさえ、家賃がさらに下がっている。いわんや空家率が10数%の地方において家賃が上がるのは非常に難しい。その意味で、除く帰属家賃一本でいくと言っている訳ではないが、これも並行してみていくということを何らかの格好で打ち出していくことは、内閣府とともに考えていかななくてはならない問題ではないかと思っている。

石田委員

私の意見に対してのコメントであったので、申し上げる。昨年あるいは今年になってからも、国会などでも聞かれて消費者物価指数の総合と言っているが、私の信念は、長年の経験から「改めるべきものは早く改めた方が被害が少ない」というものなので、敢えて申し上げた。

佐藤委員

2点ある。帰属家賃を除くベースのCPIでみるべきであるという石田委員の問題提起に関しては、私自身はシンパシーを感じている。森本委員ご指摘のように、日本の帰属家賃の推計方法には色々な問題点があり、以前から様々な点で指摘があることは事実である。その点で、この帰属家賃を除くことには一理あると思う。ただ、それでは帰属家賃を除くベースだけに着目していくのか、例えば、物価安定の目標を総合ではなく帰属家賃を除くベースと定義し直すのかとなると、私としては、除く帰属家賃ベースも含めた幅広い物価指標を点検していくということで良いのではないかと思う。

その意味で、先程中曽副総裁からご指摘があった点についてコメントしたい。中曽副総裁からは、物価の基調的な動きが重要であるというご指摘があった。すなわち、広い意味での予想物価上昇率について、市場あるいはサーベイベースで観察されるもの以外のものもみていく必要があるということで、人々の物価観あるいは行動様式をみたうえで、総合判断して

いくことが重要であるということをおっしゃった。この発言は、私が従来から申し上げていること、すなわち月々の消費者物価コアの前年比の上昇率だけでなく、人々の中長期的な予想物価上昇率に変化が生じているかどうか、ただし、この中長期的な予想物価上昇率は、マーケットベースでもサーベイベースでも捉えどころのないものなので、企業や家計の経済行動あるいは賃金決定のプロセスが、ある程度の物価上昇を前提としたものに変化していつているかどうかをわれわれが判断していくという、優れて judgemental なものであると考えている。その点、私が申し上げてきたことと実は全く同じではないかとの感想を持った。量的・質的金融緩和を始めてもう1年半になるが、この間、今年の春闘も含めて人々の行動様式が変化してきたのではないかと、概ね肯定的に評価している。そのように申し上げたうえで、10月末になぜ量的・質的金融緩和の強化が必要だったのかは、改めて疑問に思う。執行部の情報発信の方法も、中曽副総裁が発言された方向性で、消費者物価の月々の動きにいちいちコメントするのではなく、そのような総合判断の重要性に重きを置いていく方向にシフトしていくことを期待している。

白井委員

帰属家賃を除くという考え方も分からなくもない。私も、帰属家賃については昨年から指摘していた。ただ、帰属家賃を除くかどうかの問題というより、品質調整していないことの方が問題である。米国は品質調整しているから上がるのである。品質調整している民間のデータでは家賃は上がっている。そちらの問題もあるので、帰属家賃を除くかどうかは結構難しい問題である。ユーロ圏とイギリスについては、私の知っている限り、ユーロ圏は色々な理由で帰属家賃を除いているが、イギリスは含めている。世界では、インフレターゲットは総合CPIのところが多い。ただ、家賃については、品質調整をすべきところをしていないので、低く出過ぎているという問題があるので、あくまでも参考指標としてみているということは何言っても良いと思う。それ以上のこととなると、品質調整の問題も関

わってくる。日本銀行もそれを分かったうえでそのような判断をしたと思うので、除く、除かないだけの問題ではないと思う。

森本委員

先程、思わず「内閣府とともに」と言ってしまったが、直接的には総務省であるのはご承知のとおりで、「内閣府の力も借りて」というつもりである。日本のコアコアは、除く食料・エネルギーではなく、エネルギーと家賃を除く位でも良いのではないかと思っており、そこは何とかならないかという気持ちが強い。

中曾副総裁

帰属家賃の問題については、色々なベースで様々な角度から物価をみていく必要があると思うので、帰属家賃の取り扱いについて、私自身も考えてみたいと思う。

10月末のQQE拡大については、放置すると企業行動、つまり設備投資や賃金の設定行動で手戻りが生ずるのか生じないのかについての判断の差で、その判断が分かれたのではないかと思う。

このセッションで出た幾つかの論点の中に、金融不均衡、市場機能への副作用も十分みていく必要があるということがあったが、全くそのとおりだと思う。市場機能という点では、現在われわれは相当なことを実施しているので、ある程度副作用が出てきている部分もある。私自身がよくみていった方が良く思うのは、市場流動性の面である。値幅・出来高比率などをみるとあまり影響が生じていないが、出来高をみると、先物はまあまあだが現物の取引は結構落ちてきている気がする。また、必ずしも市場流動性の問題ではないが、市場参加者の金利形成が、どちらかという日本銀行ばかりみて行われるようになってきてしまっているということもあると思う。

次に、石田委員と森本委員がおっしゃっていた日本国債の格下げの影響については、よくみていく必要があると思う。昨日の執行部説明の際に質

問したが、ドル調達コストが日本の方がユーロ圏よりも既に高くなってきている。この背景には、リーマン・ショック後、邦銀が欧米銀行に肩代わるかたちで外貨建ての資産を積み増しているという面もあり、昨日の執行部の説明にあったように、本邦の機関投資家の中には、円投ベースでの外債運用が高まっているという要因もある。つまり、今のところは需要要因が中心であるが、国債が格下げされ銀行も格下げされるとなると、ジャンププレミアムの上昇を通じてドル転コストが上昇するメカニズムも内包されているという点は、留意しておく必要があると思う。恐らく、今のところは、日本の銀行は格下げされても、なお欧米の主要行に比べて同等ないしそれ以上の格付けを維持できているので影響が出てきていないと思うが、日本国債がさらに格下げ、あるいはネガティブウォッチになれば、相対的な日本の銀行の格付けは落ちてくるので、ドル調達コストがその分上昇しやすくなると思う。その面でも、この問題は、最終的には財政再建に帰着するので、財政再建は非常に重要だと思っている。目先については、年末は恐らく海外金融機関のドル放出姿勢が非常に慎重化すると思われるので、特に、ドル調達コストの帰趨については、注意すべき状況だと思っている。

宮尾委員

2点補足したい。1点目は、財政再建の重要性についてであるが、これは各委員方がおっしゃるとおりであり、私も前回会合でも申し上げたが、共同声明に沿って政府の財政再建への取組みをしっかりと進めて頂きたい。それが、日銀と政府の政策連携の重要な前提であるということを改めて申し上げておきたいと思う。

2点目は、デフレマインドからの脱却あるいは転換をどのように判断するか——総合判断——については、10月末の政策決定も、結局はデフレ心理からの転換を促す、あるいは後戻り、後ずれすることを未然に防ぐということなので、重要なのは総合的な判断で、人々の行動様式も含めた判断だと、私自身も認識している。従って、経済指標に定量的に表れるもの

と同時に、人々の行動様式、賃金・価格設定等を総合的に判断するという
ことを、どこかのタイミングで丁寧に説明して、「ここまで行ったので、
かなり良いところまで来た」というような判断を、今後どこかのタイミン
グでしていくことになると思う。そのための準備を徐々に進めていかな
くではならないのではないか。それは展望レポート、中間評価などでの見通
しの説明になってくると思うが、そのようなことを考えている。

木内委員

3点申し上げる。1点目は、財政ファイナンスについてである。先程述
べたので繰り返しはしないが、非常に重要な問題で、中央銀行の存在意義
にかかるテーマなので、慎重に扱うテーマだと思っている。

2点目は、帰属家賃について、これは物価指標を非常に歪めている問題
だと思っているが、物価指数自体のバイアスは色々なところにあるので、
それを全て取り除いた指数は元々存在しない。2%の物価安定目標を定め
た時には、物価安定という概念を、敢えて非常に歪んだ問題の多い物価指
数で表現すれば2%というような決め方をした経緯もあるので、基調的な
物価を判断するうえでは非常に重要な指標だと思っているが、そのような
経緯も考えるべきだと思う。日本は家賃の部分が非常に歪んでいるので、
他国ではCPIは上方バイアスの可能性があるが、日本については、その
点、何とも言えないというのが重要な論点だと思う。

最後に、格下げについてであるが、私も、慎重にみるべきだと思ってい
る。格下げ後金利に目立った反応はないが、これは、その後世界的なリス
クオフモードになり金利が下がってしまい、よく分からなくなったという
面もある。また、本行が大量に買っている結果、国債市場の機能が低下し
ているという面もあると思う。しかし、CDSはかなり上昇してきており、
海外では、英国で規制・課税の問題がよく分からないので影響は今後も出
てくる、あるいは既に出ている可能性があると思う。金利が上がらない要
因としてあり得るのが、国債の格下げと金融機関の格下げがあったので、
ドル転コストを上昇させている。これだけではなく、季節的な要因やドル

需要が強いということもあるが、それに加えて邦銀の格下げの影響が、何がしかのプレミアムとして、円投・ドル転コストに乗っているのではないかと思う。そうすると、その裏側では円転コストが下がっているということであり、円転コストが下がると海外からは日本の国債に資金が流れ込んで金利を下げているという面もある。そこで相殺されて問題がよく見えなくなっているという面もあると思うので、引き続きウォッチしていく必要があると思っている。

白井委員

誤解のないように言っておきたいが、マネタイゼーションはしていないが、財政再建は当然必要で、政府との共同声明に、機動的な財政政策、構造改革、財政再建をされるとあるので、現に取り組まれていると思っている。従って、その中で政府が消費税率引き上げを先送りされたことについては、何も申し上げるつもりはない。政府も来年中長期計画をきちっと出すということで、お互いの共同声明は生きていると思っているので、財政再建は当たり前のことである。

2点目は、総合的にみていくことは大事だと思うが、ここはバランスが大事だと思っている。森本委員がおっしゃっていることも分かるが、ただ気をつけなければならないのは、掲げた目標を緩めると、「2%はやらないんだな」ということになり、インフレ期待が上がるどころも上がらなくなってくる。ここは白か黒かという問題ではなく、本当に微妙なところだと思う。そこは、インフレ期待が全然アンカーもされておらずこれからインフレ期待を上げなければならない時にやることのリスクもあるので、総合的にCPIをみていくことは言うまでもないが、ここは微妙なバランスでこれから検討していく必要があると思う。最後に、東大物価指数の20%近くを占めるスーパーでは圧倒的な上方バイアスがあり、非常に強い。17%程度の帰属家賃のところは下方バイアスがある。それ以外に代替効果もあるので、ネットで見ると上方バイアスがあると思う。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。
まず、宮下一郎財務副大臣お願いします。

宮下財務副大臣

12月8日に公表された本年7～9月期の実質GDP成長率（2次QE）は、前期比年率で-1.9%となり、1次QEから下方改訂された。他方、景気の現状については、雇用者数が増加し、雇用者報酬が増加しており、また、12月15日に公表された日銀短観において企業の設備投資計画が上方修正されるなど、前向きな動きが続いていることから、緩やかな回復基調が続いているものと認識している。

政府としては、賃金上昇を含む経済の好循環を継続する観点から、12月16日に政労使会議を開催し、昨年同様、政労使3者で共通認識を取りまとめた。この共通認識を踏まえ、デフレ脱却に向け引き続き協調して取り組みを進めていく。

また、財政健全化については、2015年度のプライマリーバランス赤字半減の目標達成に向け、予算編成過程において最大限努力していく。さらに、2020年度のプライマリーバランス黒字化達成の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

西村康稔内閣府副大臣お願いします。

西村内閣府副大臣

12月8日公表の本年7～9月期のGDP（2次速報値）では、実質成

長率は前期比年率-1.9%となり、2四半期連続のマイナスとなった。もっとも、景気の現状については、企業収益が高水準にある中で、雇用者報酬が増加するなど前向きな動きが続いており、緩やかな回復基調に変わりはないと認識している。今後の景気動向については、引き続き注視していく。

消費者物価は、緩やかに上昇してきたが、原油価格の低下もあり、前月比でこのところ横ばいとなっている。一方で、原油価格の低下は、わが国の貿易収支の改善、交易条件の改善や、GDPデフレーターへのプラス寄与にも繋がり、日本経済全体としてはプラスに作用することが期待される。こうした点も含めて、今後の物価の動向について注視していく必要がある。

消費税率の10%への引き上げを1年半延期するとの判断がなされたが、2017年4月に確実に引き上げる。財政健全化の旗を降ろすことは決してない。来年度予算の編成過程において、社会保障支出も含め聖域なく歳出抑制にしっかりと取り組むなど、国と地方のプライマリーバランスの2015年度赤字半減目標を着実に達成するよう最大限努力するとともに、2020年度の黒字化目標をしっかりと堅持する。この目標の達成に向けた具体的な計画を来年の夏までに策定することで、経済再生と財政健全化の両立を実現する道筋を明らかにしていく。

政府は、引き続き経済最優先で成長戦略を中心に経済政策をさらに強く大胆に実施していく。12月16日の「経済の好循環実現に向けた政労使会議」において、好循環の継続に向けた取組みについて政労使間の合意が得られた。今回の取りまとめでは、経済界が賃金引き上げに最大限努力するとともに、取引企業の仕入価格の上昇を踏まえて価格転嫁などに総合的に取り組むこととしている。また、賃金体系については、与えられた仕事内容、貢献度を重視し、子育て世代への配分を高めるよう見直す案を提示した。休み方・働き方改革については、個々の従業員の創造性を発揮するためには様々な働き方があってしかるべきであるとし、また、ワークライフバランスの実現についても盛り込んでいる。政労使一丸となって本合意を実行し、好循環を力強く回し続けることで、全国津々浦々に至るまで景気回復が実感できるようにしていく。

また、個人消費の梘子入れと地方経済の底上げ等のための経済対策の取りまとめについて、11月18日に総理からのご指示を受け、現在政府内で鋭意検討しているところであり、年内に取りまとめる。

前の臨時国会において、地方創生の理念等を定めた「まち・ひと・しごと創生法案」と、活性化に取り組む地方自治体を国が一体的に支援する「地域再生法の一部を改正する法律案」の地方創生関連2法案が成立した。法案の成立は、人口急減、超高齢化という課題の打開に向けて大きな一歩を踏み出すものである。政府としては、50年後に1億人程度の人口維持を目指す長期ビジョンと、人口減少を克服し将来に亘って活力ある日本社会を実現するための5か年の計画を示す総合戦略について、年内に取りまとめを目指して全力を尽くしていく。

日本銀行においては、引き続き2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組むことを期待している。以上である。

黒田議長

先程は申し上げなかったが、日本銀行は、昨年1月の政策委員会において、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するということを決定し、政府との共同声明にもそれが盛り込まれている。もとより、2%の物価安定目標を達成して、それが安定的に持続するようになっているかどうかの判断の際に、総合判断が必要だというのは全くそのとおりであり、帰属家賃の問題や賃金その他について十分な議論が必要であることはそのとおりであるが、目標自体はCPIの総合ということである。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、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、資産買入方針については、前回と同様、10月31日の金融緩和拡大以前の方針が妥当と考え、議長案に反対する。また、対外公表文の政策運営方針についても、従来と同様の修正を提案する。考え方は従来どおり、あるいは先程申し上げたとおりである。

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を配付]

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。

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、資産買入方針の決定に関する議長案である。

[「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。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。

対外公表文の議長案についての前回からの変更点であるが、3. について、全体の評価を「基調的に緩やかな回復を続けており、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全体として和らいでいる」と一歩進めている。その他、昨日申し上げたとおり、輸出、住宅投資、生産について表現を改めている。また、今回は短観月であるので、業況感についての記述を入れている。なお、個人消費については、昨日の議論も踏まえ、前回と同様の表現にしている。4. については、「駆け込み需要の反動などの影響」の部分は「収束していくとみられる」と、前月まで「次第に収束に向かっていくとみられる」としていたところを変更している。いずれも昨日金融経済月報の概要に関する説明の際に報告したとおりである。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった4つの議案について、ご意見があればご発言頂きたい。ないようであれば、最初に金融市場調節方針、続いて資産買入方針、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。

[12時05分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

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、資産買入方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

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。

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

注は3つあって、1. と 2. に反対に関する注を入れている。2頁の脚注に、注1として、賛成・反対の委員の名前を書いた後、「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として「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。最後の6. に注を打ち、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。以上である。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

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

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

[12時15分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針と資産買入方針は、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。

VI. 議事要旨（11月18、19日開催分）および2015年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

黒田議長

最後に、11月18、19日に開催された決定会合の議事要旨および2015年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮

りする。お手許に配付されている議事要旨案および日程案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[金融政策決定会合議事要旨（11月18、19日開催分）の議案について
事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2015年1月～12月の金融政策決定会合の開催予定日の議案に
ついて、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げます。議事要旨および開催予定日について、いずれも賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨および日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨は25日木曜日8時50分に対外公表する予定である。また、日程は本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、来年1月20、21日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げます。解禁時刻は12時28分である。

黒田議長

解禁時刻が12時28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 23 分閉会)

以 上