

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年1月20日（14:00～15:57）

1月21日（9:00～12:24）

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（20日）
	宮下一郎	財務副大臣（21日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英（21日）
企画局政策企画課長	正木一博
金融市場局長	山岡浩巳
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	亀田制作
国際局長	長井滋人

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画調整課長	上口洋司（21日）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	渡辺真吾

I．開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行であるが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、貸出支援基金等の制度の概要および利用状況に関する執行部説明、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、12 月 18、19 日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II．金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

1．金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

最初に金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日席上にお配りした「金融調節の運営実績」および「最近の金融・為替市場の動向」参考計表【追加】に基づいて説明させて頂く。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

円増加させるとのディレクティブに沿って調節を進めている。昨年末のバランスシートの各項目は、ほぼ見通しどおりとなっている。

図表2は国債買入れである。12月の平均残存期間は8.4年であった。なお、本行が買入額を拡大させているもとで、全体として応札倍率が低下している。例えば、1～5年のゾーンでは応札倍率が1倍台のケースが散見されており、12月30日は1.80倍、1月9日は1.69倍である。従来、1～5年のゾーンは、銀行の益出しの売りを拾っていくことで比較的買いやすいゾーンであったが、昨今金利の低下で本日5年債も流通市場でマイナスとなっている。こうした金利低下のもとで、銀行ではマイナス金利の国債は内部ルール上買えない先が多い。仮に、こうしたゾーンの国債を日本銀行に売ってしまっただけでキャッシュを手にしても、新たにマイナス金利の国債は買えず困ってしまうので、以前に買ったプラスの金利が付いている1～5年ゾーンの国債は取り敢えず持っておきたいという先が増えている。こうした中で倍率が低下していることも踏まえ、先行きのオペ動向を注意深くみていきたいと思う。

図表4の国債補完供給については、1月は7日以降ほぼ連日利用されており、回数も現段階で1月は既に9件の利用があり、若干増えている傾向にある。ヒアリング情報によると、利用のきっかけは事務ミスであり、S L Fの拡大がそのまま市場の玉不足という訳ではないように思うが、1つには、S L Fの利用に関する stigma がなくなっているということもある。もっとも、仮にきっかけが事務ミスであっても、その後流通市場で必要な玉を買ってくるのが難しくなっているという面も、幾ばくか寄与しているように思う。こうした面も踏まえて、引き続き状況をよくみていきたいと思う。

図表5に国庫短期証券買入額があるが、金融市場局としては、現在のディレクティブのもとで、必要な短国残高をなるべく平準的に維持する方針で買入れを続けている。この中で(2)の短国レートは、先程も申し上げたように、銀行勢はマイナス金利では債券を買えないので、発行入札では金利ゼロで銀行勢が大量の入札を入れておき、流通市場でもゼロ以上で

あれば買うというような状況で、現在、短国金利については事実上上限がゼロというようなかたちとなっている。この中で、本行オペの売却や海外勢の売却を展望した業者勢がマイナス金利でも買ってくるという展開が続いており、短国レートはマイナス圏内での推移を続けている。

続いて内外市場である。図表 7 をご覧頂きたい。前回会合以降、内外マーケットで最も特徴的な動きは、世界的に長期金利が一段と低下したことだと思う。この背景としては、例えば、原油価格の下落や、日本の場合は Q QE の拡大、欧州の場合は物価がマイナスになって Q E 予想が強まったことを指摘することが可能であるが、一方で、経済指標は総じて堅調でかつ先行き利上げが予想されている米国において、なぜこれほど大きく長期金利が低下しているのかが注目されている。とりわけ、先々週辺りまでは米国の 2 年債などの短めの金利は、先行きの利上げをそれなりに織り込んでいるように見える水準であったが、こうした中で、イールドカーブの長めのところは大幅に低下する姿となっていた。この点に関しては、例えば、原油価格が今の C P I を押し下げるのは分かるが、長期のインフレ予想を押し下げることまでは考えにくいといったような議論とも相俟って、関連する国際会議などでもかなり話題となったところである。もっとも、とりわけ先週以降については、2 年物といった短めの米国金利も下落しており、例えば、図表 6 (1) の先行きの F e d の利上げ予想も、ここにきて若干後ろ倒しになっている。このような動きを示しているのが図表 8 であるが、米国の年限別の利回りをみても、長期ゾーンの金利は前回会合以降、かなり急速に低下している。こうした中で、これまでじわじわ上昇してきた 2 年ゾーンの金利が、足もとここにきて反落に転じる姿となっている。

この間、図表 9 の本邦長期金利は、Q QE の拡大以降、引き続き超長期ゾーンの金利低下が目立っており、イールドカーブもフラット化している。これについては、超長期ゾーンは、生保、年金、地銀といった長期安定保有志向が強い投資家が多いが、本行がこうした流動性の薄いゾーンの中で巨額の買入れを行っている結果として、「あまり売りたいくはないがこの値段なら売っても良い」というような札を拾っていくかたちで国債を集めて

いる結果として、オペの度に金利が下がる傾向にあることは、前回もご説明したとおりである。ただ、先程申し上げたような米欧の長期金利動向と照らし合わせると、日米欧とも結果的には似たようなことが起こっているようにもみえるところである。

図表 12 の株価をご覧頂きたい。主要国の株価の特徴としては、12 月以降、原油価格の下落が主要国の株価にむしろマイナスに効くようになっていたことが挙げられる。振り返ってみると、昨年後半の先進国における株高と低金利の共存の 1 つの背景としては、原油安が基本的には先進国経済にはプラスで、インフレ圧力も低下させる好材料と捉えられたということがあろうかと思う。もっとも、最近の原油安の一段の進行を眺めて、前回会合でもご説明したように、原油安のネガティブな面にも目を向ける人が増えてきているように思う。まず、原油安が輸入国の経済にプラスに働くことは頭では十分分かっているが、さすがにここまでの価格下落をみると若干の気持ち悪さもあると思う。すなわち、原油安はこれまで思っていた以上に、例えば、新興国の回復の弱さや先行きの世界経済の中長期的な成長力の弱さを示唆しているのではないかといった見方もあるように思う。もう 1 つは、原油安が、例えばロシアやベネズエラといった資源国の問題、米国ハイイールド債の価格下落といったルート、あるいは産油国から先進国株式への資金流入の減少といった金融面のルートを通じて、先進国のマーケットに跳ね返ってくる面もあるのではないかといった懸念も、一部にあるように思う。この間、欧州株については、極く足もとでは ECB の QE 導入を織り込むかたちで上昇している。この間、(2) の新興国の株価をご覧頂くと、特徴的なのは中国の上海株で、中国の実体経済指標がそれほど冴えない中でも、緩和策の期待から他の新興国の株価とは少しかけ離れた上昇を示していた。やや金融相場の様相であったが、この中で昨日は中国の証券会社の行政処分をきっかけに 1 日で 8 % 近い下落となるなど、かなりボラティリティの大きい展開となっている。本日は、中国の上海株は下げ止まって若干反発している。

図表 14 の為替レートをご覧頂きたい。前回会合以降の特徴としては、

E C BのQ E導入予想からユーロ安が大幅に進んだこと、それから1月15日のスイス中銀によるスイスフランの対ユーロでの上限撤廃が挙げられると思う。(1)をみると、E C BのQ E導入予想からユーロは大幅に下落している。マーケットでは、25日にギリシャの総選挙を控えているので細目の決定は先延ばしになるのではないかとみる先も含めて、22日のE C B理事会でQ E導入を少なくとも宣言することまではほぼ織り込んでいる展開であり、マーケットの現在の注目点は、Q Eの規模に移っている。この間、(2)のスイスフランが示すように、スイス中銀が1月15日に1ユーロ=1.2スイスフランという上限を撤廃したことはサプライズをもって受け止められた。マイクロ情報によると、スイス中銀がスイスフランの上限をこれまで維持していた中、マーケットでは、スイスフランが上昇する場合にはスイス中銀が介入でとめてくれるという読みで、これに乗る one-way bet としてユーロ買い・スイスフラン売りのポジションを積み上げる先が多かった模様である。15日のスイス中銀の声明を受けてこうしたポジションを一気に巻き戻すという逆方向の動きが起こり、一時スイスフランが対ユーロで30%以上の上昇をみた。その後は若干戻しており、現在は1ユーロ=1スイスフランに近い水準で推移している。

図表 15 (1) をご覧頂くと、前回会合以降、最も通貨の下落が目立っているのはユーロに加えてポーランド、ハンガリーである。これらの国々では、住宅ローンなどについて、低金利とスイスフランの対ユーロの上限維持を当て込んだスイスフラン建てのものが多く、スイスフランの上昇がこれらの国々の金融面の問題に繋がるのではないかといった見方が、通貨安に繋がっているという姿である。

図表 19 をご覧頂きたい。(1)の原油価格であるが、こちらは前回会合以降、一段と低下した後、極く最近では下げ止まる動きとなっている。この間、(2)の銅や(3)の穀物についても、前回会合以降は低下傾向をたどっている。これについては、原油価格の下落が、例えば、燃料費や採掘コストの削減に繋がっている効果を指摘する向きもあるが、一方で、潜在的な需要の弱さを警戒的にみる向きもあるといった状況である。

以上のように、前回以降の特徴としては、世界的な長期金利の一段の低下が挙げられる。この長期金利の低下については、米国経済が堅調な回復を続けておりいずれ利上げがあるという見方や、原油価格低下は先進国経済にはプラスで、物価面でも足もとの物価は引き下げるが先行きの物価には決してマイナスではないはずであるという見方と整合的かどうか、今後長期金利と経済の回復見通しのどちらがどちらに鞘寄せされていくのかが、1つの注目点だと思う。現在の長期金利低下が、フライト・トゥ・クオリティによる行き過ぎの面があるのかどうか、あるいは世界経済の中長期的な成長力に対する慎重な見方が、例えば、F e d の利上げ予想を修正する方向に向かうのかといった点、あるいは、これに対してF e d がどのように情報発信するのかといった点が、マーケットの注目点となっているように思う。さらに、最近のマーケットでは、昨年前半のような状況とは打って変わって、足もとボラティリティが大きくなる傾向がみられている。こうした中で、時には、一国の政策などに起因する調整圧力を、他国が単独で政策的に抑え込むことが難しくなっているケースがみられるように思う。これが、スイスの例にみられるように、調整圧力が一気に表面化するというような可能性も念頭に置いておく必要があるかと思う。これらの点も踏まえ、今後とも市場動向を注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

スイス中銀のスイスフランの上限撤廃でユーロ下落が大きかったという説明であったが、スイスフランは当初10分位で40%程度、最終的には20%前後の増価であった。凄い増価だが、自国通貨の減価でペッグを放棄する国と増価圧力でペッグを放棄する国とでは、ずいぶん非対称的な気がする。普通、減価圧力がある時は外貨準備が減っているので市場参加者か

らはみやすく、そろそろ固定相場制が持たないということが分かるが、スイスの場合は逆に増価圧力なので、外貨準備はどんどん増えていき技術的には無制限に介入できる。技術的には無制限の介入が不可能ではないことを考えると、今回の対応は予測しづらかったのではないかと思う。増価圧力があつたので、投機筋の大半は、どちらかと言うとスイス中銀が介入する前提でショートポジションが多かったので、そのことが10分位で30～40%位まで増価させるような動きを引き起こしたような気がする。もう1つは、ユーロが基軸通貨であることの影響もあると思う。ただ、やはり30～40%というのは凄かったと思っているが、これをどのように考えるかという点で、結果的にクレディビリティを低下させたという見方もあるが、その辺はどのように考えているか。

次に、図表6（2）のユーロ圏の短期金利に関し、9月から付利金利と預金ファシリティでマイナス金利を導入して以来、銀行間市場がどのようなになっているのかを伺いたい。聞くところでは、市場機能は失われておらず、取引量も変わっていないという指摘があるが、EONIAの市場は若干減っている気もするし、レポ市場では、ドイツ、フランスで少し減っている気もする。それが減っていないということであれば、その背景を教えてください。また、今市場金利がかなりマイナスになってきている中で、ECBのMROへの需要もあり、残高も増えているようであるが、まだ市場の分断化があつてMROへの需要があるという状況が続いているのか。ご存知であれば教えてください。

山岡金融市場局長

1点目については、白井委員ご指摘のような売りか買いかという方向の違いと、如何なる政策であってもペッグに類似する政策に伴う本質的な問題の両方があるかと思う。まず、一国の通貨を支えようとする場合、例えば、1997年のアジア危機のようなケースでは外準が減っていくので、「もうこれは限界である」ということは外からみても分かり、どこで音を上げるかということになってくるので、ある程度のところでは周りも分か

と思う。他方、スイス中銀の場合は、ユーロがどんどん積み上がっていくが、それ自体が sustainable かどうか分かりにくく、問題はないという考え方もあり得るので、退出のタイミングが外からみえにくいということはあるかと思う。そのうえで、IMFなどは昔からペッグ的な政策をあまり好まず、フリーフロートを懲憑する理由としては、結局は調整圧力を溜め込み、むしろ増幅してしまい、その調整圧力が一気に噴出することがあるという問題があるからであり、これはペッグ的な政策に共通する部分ではないかと思う。つまり、中銀などの公的当局が売りにしても買いにしても、ある一定方向にあるプライスを維持しようとする、民間は、それを当て込んで一方向のポジションを取る、逆になった時にはその巻き戻しによって、逆の動きが増幅されやすい。今回は、スイス当局は1ユーロ=1.20 スイスフランを絶対を守るということなのでスイスフラン売り・ユーロ買いのポジションを積み上げて、一方で少しでも1.20を割り込んだら——例えば、1.19になったら——トリガーを引くような予約を沢山入れていたために、アナウンスの直後に一気にトリガーが引かれて0.8まで落ちたということである。こうした2つの要素があるかと思う。

次に、ユーロ圏の短期市場であるが、MROについては後程数字をチェックしてご報告する。EONIAについては、元々それほど取引が旺盛という訳ではなく、あまり大きく変わっていない。というのは、元々色々な国の銀行が参加しているマーケットなので、構造的に流動性が集まりやすいコア国と、構造的に流動性が不足しやすい周縁国との間の半ば根雪的な取引があり、その部分が変わっていないということではないかと思う。個人的な印象でも、白井委員がおっしゃるとおり、最近のユーロの付利金利の引き下げに対してEONIA金利が追随していることはなく、むしろそこに敏感に反応しているのは少し長めのドイツの短国金利であったりEURIBORであったりするので、これは、市場金利が下落していないというよりは、根雪的、構造的な取引が一定量あるという姿が現れていると思う。

木内委員

国内の金融調節について質問したい。先程長国のオペで応札倍率1倍台がちらほらみられ始め、需給が逼迫しているという話であるが、マイナス金利がつく中で再投資の良い機会がなくなってきているので売りたいがなくなってきていることが、その背景にあるという説明だった。しかし、他にも、例えば、メガが益出しをしなくなっていることも背景にあるのではないか。今期の前半で利益が大分出たので益出しは来年に持ち越すということで、12月の円債の評価益などは歴史的な高水準まで来ている。その辺りも、需給逼迫の背景としてあると思う。そうであるとすると、それは3月末までは変わらない。さらに、期末は季節的に需給が逼迫しやすい。こういった様々な要因で需給が逼迫し、応札倍率が落ちているということであるが、今の時点で既に1倍台が出始めていることを考えると、3月末の期末辺りは、需給がもっと逼迫し、オペがもっと不安定になるような心配——私は心配しているが——はないのか。

もう1点は、社債のオペであるが、金利が下がってくる中で短めの社債の発行が見送られているという報道が先週あった。われわれが買っているのは3年までの社債で、その部分の玉が足りなくなってきた安定的な社債の買入れが難しくなるような局面が、将来的にやってくる心配はないのだろうか。

山岡金融市場局長

1点目の益出しについては、木内委員ご指摘のとおりだと思う。銀行勢は、年度の初めの方で、益出しでなるべく利益を固めてしまいたいという傾向を持っているので、この時期は益出しが出にくいということがある。逆に言うと、4月に入れば益出し売りの動きがある程度あるかもしれないが、ご指摘のように3月頃までは金利はなかなか上がりにくい状況が続くと思う。また、テクニカルな要因としては、短国は毎週新規の入札発行があるのに対して、利付債の発行は多くて1か月に1回なので、例えば、先行き日銀オペは何回かあるが入札はないという時には、銀行が先行きの金

利低下を予想すると、「今売らなくても良い。2回、3回後の日銀オペで売れば良い」と思うところもあり、そういう時には、いつも応札に来ていた先が抜けてしまい、応札倍率が下がることが起こりがちである。先行き3月まで物理的に買えなくなるといった事態までは想定していないが、マイナス金利が継続し、応札倍率が振れやすい状況は続くのではないかと思う。

社債についても、木内委員ご指摘のとおり、3年債については発行そのものを若干回避する動きが一部にみられている。これは、投資家目線としては、社債を買う時にはある程度のプラスの利回りが必要だが、一方でベースレートがこれだけ下がってきているので、社債を発行する企業側からすると、投資家目線に乗る金利で発行しようとする引き算で出るスプレッドが大きくみえてしまう。こうした場合、スプレッドの大きい企業とみられるのは嫌だということで、発行するのであれば長めのもの、そうでなければスプレッドが大きく乗るような計算になるものは発行したくないということになり、若干そこを忌避しているようなところがある。ただ、足もとの社債オペでは、比較的倍率も確保できており、現時点で直ちに買えなくなるといった事態は想定していない。

岩田副総裁

図表12の株価について、12月以前は原油安のポジティブな面を材料に株価が上がったが、12月以降は原油安のネガティブな面で主要国を中心に株価が下がっているという説明であった。原油安のネガティブな面としては、新興国経済や世界経済の下振れということだが、(2)のエマージング諸国の株価は、全体として原油安で上がっている。ブラジルは下がっているかもしれないが、それほど下がっていない。新興国経済が悪いと言いながら、株価は横ばいないし上昇しており、どうしても説明がつかないように思う。世界経済が悪いといっても、米国経済が良いのになぜ米国の株価が下がるかも、説明がつかないように思う。私は、原油高やシェールガスのこれからの高収益に賭けた投資家たちが大きな損失を出し、益出し

のために、株価が上昇していた日米の株式などを売って利益を確定しているのではないかと思う。むしろ、そちらの要因の方が大きいのではないか。そうでないと説明ができない。ユーロにしても量的緩和を期待しても上昇に転じているので、主要国で株価を下げたことの説明についてはちょっと納得しがたかった。

山岡金融市場局長

整合的な説明は難しいが、世界経済の需要や新興国の需要という時に出てくるのは中国であり、中国経済が減速するのではないかという見方が底流にあると思う。ただ、中国の場合、為替は元安になっているが、株価は実体経済とは少しかけ離れた動きをしているので、ここから中国経済の減速のような兆しは全くみえないということが、まず1つある。米国でシェールガスに資金を投資してしまった人が損失を被っているという話もあり、岩田副総裁がおっしゃるようなこともあるかもしれないし、資金の還流ということもあるかもしれない。ただ、現状シェールガスの開発業者は、規模的にはそれほど大きくないところが多く、シェールガスの開発業者でデフォルトした例がない訳ではないが非常に少ないので、これが直ちに金融面に影響があるというような話が現実的にある訳でもないと思う。ただ、岩田副総裁がおっしゃるようなルートも当然あり得ると思うので、新興国経済の不安感と本当に整合的かという部分もあるので、引き続きよくみていきたいと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。結論から先に申し上げますと、前回

会合以降、「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」という判断は変えていない。

図表1は製造業PMIである。判断は変えていないが、世界的な需要の内訳をみると、原油安の進行もあって各地で消費の強さが目立ったのが1つの特徴である。一方、欧州や中国をはじめとする新興国経済を中心に、設備投資関連で停滞ないし伸び悩みを示す指標も多かったとの印象を持っている。こうした点を映じて、グローバルな生産PMIは、引き続き50を超える水準で拡大基調は維持しているが、米国を含めて昨年半ば頃と比べるとやや水準を下げきており、原油安のプラス効果にもかかわらず、世界経済の成長になかなか勢いがつかない状況となっている。本日正午に公表されたIMFの世界経済見通しでも、世界の成長率を今年、来年とそれぞれ0.3%ポイントほど下方修正している。

次に、米国経済をみると、図表2-1(1)の第3四半期のGDPは前期比年率+5.0%と上方改訂された。第2四半期に続いて、個人消費と設備投資が成長を引っ張っており、雇用回復を背景とした個人消費の堅調さが企業部門に波及するメカニズムがしっかりと働いている。その背景には、(3)のガソリン安に伴う実質購買力の上昇という追い風、それからそれも映じて(4)の消費者コンフィデンスの急上昇があると思っている。(5)にあるように、雇用者数は回復し、失業率は低下しているが、賃金は相変わらず低い伸びにとどまっている。12月の時間当たり賃金の伸び率が急低下したが、この点については、小売業などを中心に労働時間が延びたことに伴う一時的な低下であったとみている。実際、(6)の雇用者報酬をご覧頂くと、時間当たり賃金の寄与の低下はあるが、労働時間の増加でオフセットされており、全体として雇用者報酬の伸び率は高まってきている。この間、気になるのは物価であるが、図表2-2(4)にあるように、原油価格の下落、ドル高の影響を主因にヘッドラインのCPIが前年比+0.8%と目立って低下した。コアについては、取り敢えずのところ、+1.6%と横ばいで安定的に推移している。当面はこうしたヘッドラインとコアとの乖離が目立ってくるのではないかとと思われるが、コアがヘッドラ

インに追随する可能性も否定できないと思う。(5)にあるように、金融市場の予想インフレ率を示す指標はかなり低下ペースを速めているし、(6)のFedの利上げ時期に関する市場の見方も後ずれしているが、いずれにしても金融政策運営の先行きが読みにくくなってきていると感じている。

欧州経済については、図表3(1)でお示したように、PMI生産指数は製造業から次第に悪化を始め、サービス業にも徐々に影響を及ぼしてきたが、このところ50を上回る水準で踏みとどまっている。この背景としては、(3)の輸出が、米国、中国向けが堅調な一方、ロシアを含む新興国向けが下落しているために、引き続き少し伸び悩んでいることがある。一方、(4)の個人消費は、雇用者報酬の改善基調やエネルギー価格下落の追い風もあって、緩やかな回復が続いているとみている。この間、(5)の物価は、12月のユーロ圏のHICP総合が前年比-0.2%と、遂にマイナスをつけた。これは、エネルギー価格の下落が主因であり、コアでは+0.7%で安定的に推移している点は安心材料であるが、(6)の中長期のインフレ予想を示す指標も下げ止まらず、最近の原油安を織り込むと、目先数か月はヘッドラインのマイナス幅が拡大する公算が大きいのではないかとみている。

図表4は中国である。(1)の第4四半期のGDPは、本日11時に前年比7.3%という数字が発表になり、2014年暦年では7.4%の仕上がりになった。こうした中で気になるのは、(1)の製造業PMI、あるいは(2)の新規受注PMIが、まだ辛うじて50は上回りながらも足もと垂れてきているところである。この背景としては、(3)にあるように、輸出自身は米国やアジア向けを中心に増加を続けている一方で、固定資産投資が足を引っ張っている姿がみてとれると思う。素材を中心とする過剰設備問題に加えて、懸案の不動産市場も(4)にあるように持ち直しに向けた動きは着実に進んでいるが、新たな住宅の着工などに繋がる時期はまだ先のようになっている。この間、(5)にあるように中国でもインフレ率の低下の動きが進んでおり、(6)の個人消費は安定した伸びを示している。12

月の実質小売売上高は、本日の午前中に 11.5%という数字が発表されている。

図表 5 は中国を除く新興国経済であるが、これも（１）の PMI から分かるように、全体として浮揚感に欠く展開となってきた。その大きな理由は、（２）のブラジル、ロシアといった大国で相変わらず厳しい状況が続いていることである。一方、相対的に良好で新興国経済全体を引っ張っているのがアジア諸国である。（３）にそれらの生産状況を示しているが、これもどんどん勢いがつく感じではない。新興国経済の回復の原動力となっている輸出を、（４）の N I E s、A S E A N、ブラジル、ロシア、インドの合算ベースでみると、素材関連で市況悪化の影響が出ていることに加えて、中国や欧州向けが足を引っ張っている構図になっている。この間、アジア諸国を中心に、原油安は多くの新興国経済にも恩恵をもたらしており、（５）にあるように、補助金の削減に踏み切ったインドネシアやマレーシアといった国は別にして、多くの国でインフレ率がかなりの水準にまで低下してきており、実質購買力の上昇とともに、（６）にあるような消費者コンフィデンスの改善にも繋がっている。また、インドではインフレ率の低下を受けて利下げの動きもみられたところである。

最後に、図表 6 で原油価格の動向を色々示しているが、下落はまだとまっていない。下落の背景には、先程議論になった需要要因もあるとは思いますが、やはり（２）の原油在庫でお示したような供給要因が働いていることは間違いない。（４）で米国におけるシェールオイルのリグ数も足もとで幾分減ってきており、主要企業の設備投資計画も 2 桁のマイナスになってきている。既に稼働しているリグを直ぐにとめる訳にもいかないようなので、供給の調整には相応の時間がかかるのではないかとみている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

米国の賃金の伸び率がなかなか上がってこない一方——12月の伸び率低下は異常値だとしても——、雇用者数は結構伸びている。雇用者報酬が比較的良いのは、賃金というよりは雇用者数が増えていることによるが、従来米国では、国際比較でみると、消費への感応度は、雇用よりも賃金の方が強かったような印象がある。労働市場は流動的であり景気が良くなれば仕事がみつかる——景気循環によって凄く振れるが——が、賃金はトレンドとして下がっている。これは先行きの所得見通しの低下に繋がるので、国際比較でみると、米国の個人消費は、雇用よりも賃金の方に感応的であったという印象がある。仮にそうだとすると、足もとそれが変わってきている可能性はあるのか。つまり、米国でも雇用不安のようなことが言われたり、賃金を犠牲にしてでも雇用の方を重視する傾向が強まったとも言われているが、そうすると過去の関係が振れてきて、雇用情勢が改善してくると個人消費がそれなりにプラスに反応するという傾向が強まっている可能性はあるのか。この辺りをどのようにみているのか、教えて頂きたい。

もう1点は、ユーロ圏に関してである。資料－3（参考計表）の図表3－8（2）の労働コストをみると、比較的高い伸びが続いており、物価が下がっているので実質賃金は結構改善してきている。これは、個人消費が比較的堅調であることの背景である一方、企業にとっては、採算が悪くなっているので、設備投資が弱いことの説明にもなる。ただ、失業率がこれだけ高い中で賃金がなぜこれだけ安定しているのかはやや不可解である。例えば、失業率は高いがミスマッチが非常に広がっており、いわゆる構造失業率がかなり高水準にあるという解釈か、あるいは賃金自体にかなり強い下方硬直性があるのか。いずれにしても、構造調整が進んでいないことの表れで、例えばスペインなどがそうだが、労働市場の調整や構造改革が進んできたと言われながらも、ユーロ圏全体としても依然として構造調整が進んでいないことの表れとして読めるのかどうか、教えて頂きたい。

長井国際局長

米国における個人消費の雇用や賃金への感応度に関する分析については十分承知していない。足もとについては、以前からご説明しているように、賃金でばらつきがかなり出てきており、低賃金やトップ数%の雇用は増えているが、真ん中の層は増えないという中抜きのようなことが起きてきている。その意味で、数は増えているが低賃金のところで増えており、その人たちがなかなか消費を積極化しないので、消費に厚みがないというような状況である。そういった状況が、消費は良くなってきていても今一つ勢いがつかないことの背景にあるのではないかと、われわれも考えている。一方、ガソリン安には、低所得者も含めて広く補助金を撒いているのと同じ効果があり、そうしたことが足もとの消費の加速に少し貢献しているようである。これまで弱いと言われていた外食やレジャーなどの discretionary spending も、足もとの個人消費をみると出てきており、まだ十分な勢いはないが、そういった意味での厚みや広がりが出てきたのは、賃金格差がガソリン安で少し埋められて消費に厚みが出てきている動きなのだろうと思っている。個人消費の雇用や賃金の感応度についてのご質問からは少し離れるが、関連してそのような印象を持った。

ユーロ圏で、失業率がこれほど高いのに賃金はなぜそれほど下落しないのかについては、私自身は一種の制度的な下方硬直性があることが大きいのだろうと理解している。実際、欧州に駐在していた者からみると、それがディスインフレをとめている面もあり、そういった傾向が強いのだろうと思っている。そのようなことが崩れたところ——典型的にはスペイン——は賃金の動きは弱いとは思いますが、一方で、かなり以前からミニジョブのようなものを入れて労働市場の改革を進めていたドイツなどでは、逆に景気が良いので賃金下落圧力があまりない。このように、国によって背景は違うと思うが、総じて言えば、賃金の制度的な下方硬直性がまだ社会的な風習、制度として効いているように思っている。

木内委員

雇用情勢はなかなか改善しにくいということか。

長井国際局長

そういうことも言えるかもしれない。

中曽副総裁

図表 2－2（5）の米国の中長期インフレ率についてであるが、本来 1 番景気が良い米国で、2014 年以降のピークからの下げ幅が結構大きい。欧州で下落するのは分かるが、米国でもそれに匹敵するほど予想インフレ率が落ちている。何回も聞かれている質問かもしれないが、米国の成長率が 5 % 位だとすると、なぜこれほど下がるのか。米国関係者自身がパズルだと言っているのではなかなか分かりにくいとは思いますが、どのように理解しようとしているのか、聞かせて欲しい。

長井国際局長

パズル以上のものではないが、海外から流入してくる資金も含めて、日欧などの長期金利の低下がある意味繋がって連鎖しているというようなことをおっしゃる方がいるが、そうした見方には少し共感を覚える面はある。先程、ヘッドラインは落ちているがコアは安定的と申し上げたが、表面的にはそれが 1 番のコンセンサスだとは思いますが、本当にコアが追随しないのかということについては、不確実性があると思っている。足もとの C P I をみていると、例えば、財のコアでも衣料品が結構落ちていたりする。米国の年末商戦は、色々フットノートを付けたうえで堅調であったという感じだが、その中でも衣料品はインターネットの普及などの背景があるにせよ、価格がかなり下がる中で売り込まれているところもある。コアも含めてインフレ期待は全く盤石で、ヘッドラインだけがエネルギーで一時的に落ちているというのが、本当にマーケットでのコンセンサスなのかというと、こうした見方に少し疑いを持っている人もいると思っている。ただ、

この見方だけではこの急激な落ち方は説明できないと思うが、そういう面もあるのではないかと考えている。

白井委員

2014 年の中国の輸出と輸入をみると、輸出は前年比＋6 %とそこそこの伸びで、2013 年が＋8 %なのでそれほど変わらないが、輸入は＋0.4 %とほとんど伸びなかった。2013 年が＋7 %であるので、輸入が相当弱かったという感じがする。この理由として考えられるのは、1 つ目は、コモディティ価格が下がって輸入価格が下がったこと、2 つ目は、国内生産が増えてきて輸入が減ったこと、そして 3 つ目に——ここを質問したいが——、内需の弱さもあるのかもしれない。図表 4 (6) の実質小売売上高でみると、それほど悪くない気もする。自動車の販売台数も、伸び率は 7 %で低くみえるが 2,300 万台は過去最高である。そこからみると消費はそれほど悪くないようにもみえるが、一方で C P I などを見ると、伸び率が凄く低迷しており、12 月のデータでは食品が 3 %近くの伸びで、食品を除くと 0.8 %程度の伸びとなり、物価面からみると内需が弱い気がする。自動車などでみると結構堅調にみえるが、輸入、C P I、小売売上高からみて内需はどの程度の強さなのか、考えを伺いたい。

次に、ロシアとウクライナについて伺いたい。ウクライナは、IMF が支援しているが外準が全然足りずファイナンスギャップが非常に大きいので、デフォルトがかなり近いだろうと言われている。ロシアは、外準は 2,000 億ドル弱あるが、一方、格下げによってジャンク債になった時にコベナンツにある早期返済条項が発動され債務返済を迫られるという問題がある。また、エネルギー関連がロシアの歳入の 5 割を占めているということなので、そのような状況で財政が厳しくなると、天然ガスなどの価格を引き上げることがあるのではないかと、そうすると欧州経済に影響してくるような気もする。ウクライナのデフォルトの可能性や先程のコベナンツの問題なども含めロシアの財政問題などがあるが、ロシアとウクライナのこうした問題が一緒に起きてしまった時に、欧州への影響は相当大き

い気もする。そのようなリスクがあるので欧州の投資が伸びていないのではないかという気もする。その辺りはどのようにみているか。仮に、この2つの問題が同時に起きた時には、どのような影響が起こり得ると考えられるのか。

長井国際局長

中国の輸入が構造的に落ちてきているのはご指摘のとおりで、数年間に亘ってGDP比でみても非常に落ちてきている。足もとさらに伸び悩んでいることの背景に、白井委員ご指摘の3つの要因があることについては、私も同意見である。3つ目の、内需が aggregate で弱いということも然ることながら、内訳項目で設備投資から消費に比重を移そうとしていることもあると思う。以前中国の産業連関をみていた時は、少なくともその時は消費よりも設備投資の方が輸入誘発係数が少し高かったので、設備投資から消費に移っていけばいくほど、輸入が増えにくくなるということはあると思う。一方、CPIの弱さから分かるように、aggregate でみて少し内需が弱いというのはおっしゃるとおりだと思う。全体として設備投資の下落を消費で埋め切れていないところがあるので、中国の物価についても、もう少し弱い感じで続くのではないかという見方は、私も共有している。

ウクライナとロシアで危機が同時に起きたらどうなるかというご質問だが、ウクライナは、白井委員がおっしゃるとおり、今IMFがプログラムを考えており、それにEUがある程度資金を付ければどうにかなるのではないかという交渉をしているところだが、ここは予断を許さないところだと思っている。一方、ロシアについては、われわれも、直ぐに金融危機というようなことになるリスクは非常に小さいと思っている。ご指摘のように、財政の天然ガスや原油への依存度は高いが、ルーブル安でかなりオフセットされているところもあり、対外収支も経常黒字が続いているのでもう少しもつ感じがあり、ここから大きく崩れていくことはないと思っている。問題は、様々な大企業の国外への債務返済であり、これについて、先程おっしゃったような見かけより意外と少ない外準でどれだけ賄うこと

ができるかが勝負になってくる。昨年来、当局の介入でルーブル安をとめようとしているが、ルーブル安がとまらない中で、こういった企業が外貨の調達をどんどん前倒しにしてさらにルーブル安を招くという悪循環が働いていたと思う。ところが、11月に為替介入をやめて変動制に移行したが、昨年末から今年初にかけて、介入でドルを供給できない分を銀行に対する外貨オペなどで出すように変更している。銀行を通じて多くの企業に外貨を出すことで、国全体として外貨の資金繰りを一種コーディネートするようなことを、当局が行っているようである。そういった意味で、外準の節約や上手く秩序立てて外貨資金を返済するような仕組みを作っていると思うので、返済という意味ではもう少し時間を稼ぐことができるのだらうと思っている。いずれにせよ、そうしたことで何年ももつ訳ではないので、ロシア当局は最近制裁解除に向けて色々交渉していると思うが、この辺りは外準の減り方に関する危機感を反映しているのではないかと考えている。

黒田議長

他に質問がなければ、ここで5分間のコーヒブレイクを取る。

(14時54分中断、15時00分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

決定会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

本日お配りした資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。最初に、図表4の公共投資である。（1）の公共工事出来高は、高水準で横ばい圏内の動きになっており、先行きについては、（2）の先行指標の公共工事請負金額が反落しているので、これから減少に向かうかと思うが、

今般決定された緊急経済対策には公共事業も含まれているので、その効果から減少ペースは緩やかなものにとどまると考えている。

次に、図表 5 の輸出入であるが、通関については前回ご説明したところから新しい数字は出ていない。新たな統計としては、国際収支が出ており、11 月の経常収支は 0.91 兆円で、10 月は年間ベースで 10 兆円程度の黒字を維持し、黒字が定着してきたのではないかと思う。貿易収支の赤字幅縮小に加え、サービス収支についても、このところ旅行収支が黒字に転化するなど、改善が明確になっている。当面原油安の影響もあるので、経常収支の改善傾向は続くと考えて良いと思う。今後の輸出入に関連して、最近の企業行動の変化を 1 点申し上げておきたい。このところ、企業では国内生産を強化する方針を示す先が増えてきている感じがする。この動きは昨年前半位からみられていたが、秋以降の一段の円安で背中を押されて決定されたものも少なくないとみている。現時点で分かっている特徴点として 3 点申し上げると、1 点目は、日本国内市場向けの製品を中国などからシフトバックするもので、例えば、エアコンなどの家電、PC、携帯などである。2 点目は、内外市場を対象とする新製品、あるいは高付加価値製品について、国内での生産を優先するというもので、例えばロボットのようなものがある。3 点目は、米国市場で需要が増加しているもので、これをどこで生産するかということだが、国内で余裕のある設備を利用して対応しようとするもので、典型的には自動車である。企業は、基本的に地産地消であり、国内も人手不足のため大規模な増産は容易ではないので、抜本的なシフトバックになるとは考えにくい。円安に方向転換してから 2 年程度が経過し、その効果が輸出入や生産にじわじわ出つつあるとみて良いのではないかと考えている。今後の輸出については、今申し上げたような円安の効果、そして米国経済の回復があるので、持ち直し方向とみて良いと思っているが、当然ながら欧州、新興国を中心に下方リスクにも注意していきたいと思っている。

図表 13 の企業マインドについては、月次指標をみると、一言でいえば中小企業を中心になお慎重さがみられていると思う。本日、大企業が対象

のロイター短観の1月調査分が公表されたが、もう少し改善するかと思っていたが若干の低下、横ばい圏内にとどまっている。中身をみると、商社や石油、化学といったところのマインドが少し低下しており、原油安がこの辺りには却ってマイナスに働くと思うし、12月末から1月初めにかけては、原油安が起点となってロシア問題等不安定な動きがあったことも意識されたのかもしれない。さらに、中小企業などでもよくみられることであるが、企業の中には、前年比の数字をベースに判断しているところもあり、去年は駆け込みの動きが出始めているので前年比でみるとマイナスが拡大しており、この辺りも影響している可能性もあるのではないかと思う。一方、図表13の景気ウォッチャー調査をご覧頂くと、少し改善しており、下げ止まりを示唆する動きかもしれないと思っている。この点は、原油安のプラス効果が出始めた可能性もあるが、今後の展開を注意深くみていきたいと思っている。

そのもとでの設備投資動向は、図表15(1)の一致指数である資本財の総供給は、ボトムアウトしたとみて良いと思っている。一方、図表16(1)の機械受注は、11月まで数字が出ているが、若干鈍く、秋以降の企業マインド慎重化の影響も考えられるかもしれない点は、やや気になっている。ただ、われわれとしては、基本的には振れによるものではないかとみている。理由としては、1つ目は、受注残高が相当高止まっている、つまり過去にかなり受注してそれが残高として残っている。2つ目に、設備メーカーからも、基本的に国内需要は堅調であると聞いている。3つ目に、今後原油安にも支えられて企業収益が改善していくとみている。この辺りを合わせて考えると、設備投資の増加基調は今後も続くとみて良いと思っている。

続いて個人消費である。図表18(3)の消費総合指数——GDPの作成方法に準じて内閣府が作っている数字——をご覧頂くと、11月まで出ているが、7～9月に小幅増加となった後、10～11月を均してみると引き続き増加となっている。個別の指標をご覧頂くと、図表19(1)の家計調査も相対的に弱めではあるがどうやらボトムアウト、小売業販売額は

比較的はっきりボトムアウトしている。(2)の耐久消費財は、反動減の影響を強く受けてきたが、乗用車、家電ともに概ね底入れしたとみて良いと思っている。軽を含むベースの乗用車販売は、大手2社が軽自動車大手のシェア確保を目指した販売促進でかなり競合しており、このため強めに出過ぎている面はあるが、軽を除くベースでもどうやらボトムアウトではないかと思っている。若干鈍いと思うのが図表 20 (1) の全国スーパー売上高である。11 月までの数字をみる限り、スーパーが地方を中心にまだ鈍いところは気になるが、12 月あるいは1 月、年末年始の売上は、スーパーを含めまずまずだったという声が多い模様である。特に、年始については、家電量販店や百貨店で、外国人向けの売上増もあって小売の売上げが堅調——外国人への売上げはGDPベースの個人消費という訳ではないが——という声が聞かれている。

図表 21 の消費者マインドについては、昨年秋以降、急速な円安等で慎重化していたが、極く足もとの12 月の調査をみると幾分改善しており、景気ウォッチャー調査も家計関連で幾分改善している。単月の動きで評価することは難しいが、冬季賞与の増加が確認され、物価も原油価格下落のプラス面が意識されるようになってきたことが影響している可能性もあると思っている。今後、マインドの改善が明確になっていくかどうか、引き続き注意深くみていきたいと思っている。

次に、図表 25 の鉱工業生産をご覧頂くと、(1)の生産は、11 月は反落したが小幅にとどまっており、予測指数の動きなども併せてみると下げ止まっているとみて良いと思う。企業ヒアリングでは、10～12 月、1～3 月とも前期比で1 %台のプラスを予想しており、前月のヒアリング時点との比較でも、電子部品・デバイス、あるいは資本財を中心に幾分上振れており、緩やかな増加に転じる可能性が高まりつつあると感じている。

雇用については、図表 29、図表 30 辺りで傾向的な動きをみると、指標は11 月まで入っているが、図表 29 の労働需給では、4 月以降の経済活動低下の影響からややペースは鈍化しているが、失業率は低水準、有効求人倍率は高めの水準で改善傾向は維持されている。そのもとで図表 30 の賃

金は、11 月は速報から確報に毎勤統計が上方修正され、全体として賃金の増加傾向に変化はないという感じがする。(3) の所定内給与は、若干伸び率が低下している感じはあるが、一般労働者の伸びは変わっていないが、パートの賃金が若干マイナスに転じている。ただし、これは(2) の一般・パート別をご覧頂いて分かるとおりの、時間当たり賃金が落ちているというよりは、労働時間が昨年の高い伸びの反動もあって落ちていることの影響であり、今のところ賃金に大きな変化が生じているようには思わない。その結果として、図表 31 (3) の雇用者所得、 $L \times W$ については、給与の有無で振れはあるが、前年比で大体 2 %前後の伸びが続いていると思う。今後については、12 月の冬季給与で確認したいと思うが、今春の大企業のベアについては、昨年対比で上積みの方向で議論されており、企業収益面でも原油安が収益押し上げに寄与するということがあるので、賃金はさらに改善していくのではないかと考えている。

物価については、図表 33 で消費者物価をご説明する。全国の消費者物価(除く生鮮食品)の 11 月の前年比は+0.7%と、10 月の+0.9%から幾分低下している。12 月については、東京が 11 月の+0.5%から+0.4%に若干低下しており、原油価格の低下等から若干弱めになっている。さらに 1 月、2 月、3 月辺りを展望しても、このところの原油安を踏まえるとさらに幾分低下していくと思う。その程度については、ボラタイルな原油価格の動向などに依存するが、当面前年比はゼロ%に近づいていくとみておいた方が良いと思う。一方、このところエネルギー以外の財などにおいて、円安等を受けて値上げ方針の表明が増えていることも事実である。また、原油安によるインフレ率の低下は、先程申し上げた名目賃金の増加と相俟って実質所得の増加に繋がり、個人消費、ひいてはやや長い目でみた基調的な物価形成にもポジティブに作用していくのではないかとと思う。

以上を簡単にまとめると、まず景気は、循環的には夏場を底にボトムアウトしつつあるとみて良いと思う。一方、企業や家計のマインドはなお慎重さが残っており、今後も注視が必要かと思うが、足もと下げ止まりの兆しを窺わせる指標も出てきており、消費税率引き上げの反動減が和らぐも

とで、原油安のプラス効果が出始めている可能性も考えられると思う。今後の景気展開については、循環的なモメンタムに加え、原油安あるいは株高のプラス面が現れてくるとみている。また、円安についても、コスト高やマインドへの影響には注意が必要かと思うが、国内生産強化の動きなどを通じて下支えに作用すると考えられる。このため景気の足取りは次第にしっかりしていくとみて良いと思う。ただ、海外経済の動向等には不確実性があるので、引き続きダウンサイドリスクにも注意が必要かと思う。消費者物価については、原油がボラタイルなだけに不確実性が高いが、先程申し上げたとおり、基本的には、除く生鮮でみて暫く弱めの状態が続くとみている。そうした中で、エネルギー以外の動向、言い換えると基調的な物価上昇のメカニズムがしっかり働いていくかどうか、今後はより重要な点と考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

佐藤委員

個人消費、設備投資、物価について質問する。1点目は個人消費に関して、少しテクニカルな話であるが、図表18の消費総合指数と消費包括指数(CCI)の動きが足もとのところで、消費総合指数の方は持ち直しているが、調査統計局で試算している消費包括指数は動きが少し鈍い。この2つの指数は、推計方法などの違いでこのようになっているのだろうが、もし消費包括指数の方が弱いということであれば、GDPベースの10～12月期の個人消費にも影響してくると思う。この2つの指数の動きで違いが生じているのはなぜか。そして、10～12月期のGDPベースの個人消費へのインプリケーションがあれば教えて欲しい。

2点目は設備投資についてである。先程の説明では、機械受注の動きが若干鈍いということであり、確かに、私も、ここもとの機械受注は動きが鈍いと思うが、そのわりに設備投資の一致指標はしっかりとした動きに

なっているので、両者の動きがどうもしっくりこないと思う。前回会合でも質問したが、短観ベースの企業の設備投資計画をみると、12月短観では上期が下方修正、下期がその分上方修正で、全体としては上方修正というかたちだが、上期の下方修正幅が若干大きいので、先送りの動きが少し強まっているようにみえはしまいかと申し上げた。足もとの機械受注の動きは、もしかしてそういった先送りの動きが強まっていることの1つの表れではないかということが、少し気になっている。もう1つは、機械受注統計の外需、海外受注である。振れが非常に大きいのでなかなか基調は読みにくい、均してみると海外受注の動きがどうもピークアウトしているように見える。その辺りで、先行きの資本財等の輸出に影響してくるようなことはないだろうか。海外受注はプラントや船舶など大口の受注で振れることは重々承知しているが、その辺りの見通しについて、輸出への影響等を含めて教えて欲しい。

最後に、消費者物価に関してである。除く生鮮のコアの前年比がゼロ%に近づいていくことについて、当面は鈍い動きという説明だが、コアコアの見通しがあれば教えて欲しい。消費税率引き上げが需要面に影響を及ぼしたことで、コアコアも足もと若干鈍い動きになっているが、10～12月期以降の消費は、供給側統計でみると持ち直し気味の動きになっており、需給ギャップ面からもコアコアへの影響はタイムラグを置いて出てくると思うので、コアコアはそれほど下がらないのではないかと、希望的観測も含めてみているが、その辺りの感触を教えて欲しい。

前田調査統計局長

最初の図表18の消費包括指数と消費総合指数の違いについては、足もと10～11月の前期比を申し上げると、総合指数は+0.7%、包括指数は-0.2%でほぼ横ばいである。われわれが消費包括指数を作成しているのは、消費の中でどのような財・サービスがどのように動いているかを知るためだが、消費総合指数については、中身がよく分からないので何が違うか分からない。作り方の違いとしては、概念的に言うと、われわれは生

産動態統計などを使いながら作っているが、流通在庫はデータが十分ないので織り込めていない。消費総合指数の方は、聞いているところでは、例えば、自動車では登録台数を使っているようである。われわれの消費包括指数は生産から作っているのもので、その意味で、生産と最終消費とみられる登録台数で当然動きが少し違う。より消費に近いという意味では消費総合指数の方が近いのではないかということである。ただ、GDPの予測という点で、過去どちらの方の成績が良かったかは何とも言えない。大体その中間位とお考え頂いておいた方が良いかと思う。中間としても少し増えていることと、色々なものをみても12月の消費は恐らく11月よりもしっかりしているので、10～12月では消費は何とかプラスになるのではないかと、今のところ期待も込めて考えているところである。

2つ目の機械受注であるが、これも悩ましいところである。図表16の民需が昨年1～3月にピークを打った後、少し弱い動きになっている。ただ、これを製造業、非製造業に分けると、製造業は振れはあるが上昇トレンドは続いているので、弱いのは非製造業ということになる。中身をみていくと金融業と通信業が弱くなっている。通信業については、基地局関連が一巡した感じがあって、実態として少し頭を打っているかもしれない。金融業については、様々なシステム投資の発注が昨年1～3月頃までにかなり集中し、発注ベースではその反動が出ているのではないかと思っている。これは振れではないかと思っている。いずれにせよ、機械受注の金融業と通信業の2つを足すと、製造業まで全て含めた民需ベースの2割程度あり、機械受注ベースではこの2つが結構大きな影響を及ぼすので、設備投資全体はここまで鈍い訳ではないと思っている。外需についてもご質問があったが、最近上がって下がっているものの中身をみると、1つは船舶、もう1つは産業機械——素材関係のプラント関係——なので、基本的には、一時期に受注が集中してその反動が今出ているという振れではないかと思っている。逆に、半導体製造装置や工作機械では改善傾向が続いていると思う。

3つ目のコアコアについてのご質問だが、大きくみれば、基本的には、

当面、現状とあまり変わらないのではないかとみている。細かくみれば12月は11月に比べ若干下がると思うが、円安等を受けて値上げを表明する先も増えているので、1月以降そのようなところの値上げもあるのではないかと、ここからもう一段下がるというよりは横ばい圏内を当面は維持できるのではないかと、考えている。

白井委員

2点質問する。1つは、機械受注に関してである。図表16の機械受注で、レベルで見ると製造業は均せば上昇トレンドで、低下しているのは非製造業で、業種的には通信業と金融業という説明であった。受注残が残っており、設備メーカーからは、国内需要は堅調で今後伸びていくということだが、これから非製造業は伸びていくのか。そうだとすると、今の業種を除くと、どのような業種で伸びると考えているのか。例えば、卸や小売なのか、運輸、郵便なのか。どのような業種で伸びていくと考えているのか、教えて欲しい。

もう1つはCPIについてである。少し気になっているのだが、図表38の耐久消費財の価格の伸び率が11月は低下しており、東京の12月のデータではマイナスになっている。これは、1つには、夏にエアコンが売れずに残った在庫でディスカウント販売のようなことが起きているということだが、全体的にみても耐久財の価格が下がってきている気がする。このように大型小売店が少し安売りをしているのは一時的とみているのか。その辺りを教えて欲しい。

前田調査統計局長

機械受注の非製造業でどの業種が伸びるのかという点は、具体的なイメージを持っている訳ではない。メカニズムとしてみれば、今後国内景気が良くなれば、非製造業についても収益が増えていくので、何がしかの設備投資がそれなりに幅広く行われていくのではないかとみているが、現時点で、具体的な業種について、特段のイメージを持っている訳ではない。

CPIの耐久財については恐らく2つあって、1つは、白井委員もおっしゃったように、夏場にかけて消費が鈍かったことの影響が、先程佐藤委員のご質問にもあったように、ラグを持って物価に少し影響している面がある。景気から物価にはラグがあるので、今それが出ている部分があると思う。もう1つは、2013年以降の円安の影響で上がっていた部分もあると思うが、それが一服している面もあると思う。ただ、消費は段々底が固まっていくと思うし、昨年秋以降一段の円安もあり、両面とも、今年春以降、あるいは年央以降、どちらかと言うとポジティブに効いてくると考えている。

木内委員

今の物価の話に関連するが、コア指数は原油次第でいかようにもなると思うが、コアコア指数が前年比で10月、11月と落ちてきており、12月も落ちる可能性がある。今の説明では、景気情勢と円安効果の一巡が背景で、ともに反転しつつあるということだが、米国で今議論されている、原油価格がコアコアの方にスピルオーバーするような側面——例えば、日本では航空運賃など——はないのだろうかという点が気になっているので、教えて欲しい。

また、円安を受けて値上げが相次いでいるということで、特に、食料品では1月から値上げされると思っていたが、日次指数や月次指数などでみると値上げがあまり現れていないので、本当に値上げされているのか。値上げされているとすればどの位のインパクトなのか。CPIベースでは、1月からある程度は出てくるのか。

最後に、日次指数、週次指数をみると、年末に急激に改善して、年明け後にまた落ちてくるというような激しい動きになっている。本行で統計を作っている訳ではないので分からないかもしれないが、歳末セールや値引きなどの関係で1年前とは少し違ったことが起こったので、そのような数字になっているのではないかとみている。1年前の数字をみると、年末年始に大きく振れることはあまりなかったが、今年は結構大きく振れており、

やや意外感を持っている。ヒアリングなどで、歳末セールでの値引きなどで昨年とは異なる特徴的な動きがあったというような話はあるのか。激しい価格の動きを説明するような出来事を聞いていれば、教えて欲しい。

前田調査統計局長

日次指数、週次指数については、われわれが統計を作っている訳ではないのでよく分からないとしか申し上げられない。日次指数は曜日構成などでも動くので、いずれにせよ均してみていく必要があり、均してみる限り、特に弱くなっている訳ではないが、特に強くなっている訳でもないと思う。

それとの関連で、打ち出されている値上げの動きが1月から本当に数字としてきっちり出てくるかどうかについては、過去の例では、例えば、1月から値上げすると言ってその月から上がるものもあるが、消費者段階までには少しラグがあるので、じわじわ効いていくということだろうと思っている。

最初の原油価格のコアコアへのスピルオーバーについては、そういうことはあると思う。典型的には、燃油のサーチャージであるが、これがどの程度効くか分からないが、既に大手の航空会社では2月位からサーチャージを引き下げるという話があるので、これもコアコアに影響すると思う。それ以外にも、原油が下がることで色々なコストが下がり、そのことを価格設定にどのように反映させるかは、それぞれの企業の戦略次第だと思う。その程度は消費の強さなどにも依存するので何とも言えないが、全く効かない訳ではなく、若干効くと思っておいた方が良いかもしれない。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

事前にお配りしている資料－5（参考計表）に沿ってご説明する。図表

1 は家計のインフレ予想であるが、生活意識に関するアンケート調査の 12 月分が出ている。量的質問、すなわち数字で聞いたものは前回と同じで、現在の実感インフレ率が 5 %、今後 1 年間の予想インフレ率が 3 %、今後 5 年間の予想インフレ率が 2 %で変わっていない。一方、「上がる」、「下がる」の回答シェアで作った質的質問からの推計値は、緩やかであるが前回よりは若干上がっている。(2) の消費動向調査は、資料を配った後に 12 月分が出ているが、若干下がって 10 月と同じ位である。10 月、11 月と上がった分が 10 月位まで戻っており、加重平均で申し上げると、11 月の 3.1%から 12 月は 3.0%に下がっている。

図表 3 のエコノミストのインフレ予想は、0.1~0.2%ポイント程度下がっている。2015 年 1 月調査では、2014 年度の消費税率引き上げの影響を除くベースで 2014 年 12 月調査の 1.05%から 0.95%に下がっている。2015 年度も 1.09%から 0.84%と下がっており、2016 年度も 1.36%から 1.27%と、大体 0.1~0.2%ポイント下がっている。ただ、2015 年度をみると、意外と下がっておらず、例えば、8 月は原油価格が下がり始めた頃で 1.16%であったが、これが 2015 年 1 月は 0.84%と 0.3%ポイント程度下がっているだけなので、原油価格の下がり方に比べるとそこまでは下がっていないという感想を持っている。

図表 4 は Q U I C K の調査である。今後 1 年間の平均値が大きく下がっているように見えるが、実際は、下がってはいるがこれほど大きく下がっていない。これは、消費税の先送りに伴うものである。1 年先から 2 年後まで、2 年先から 10 年後までも若干その影響を受けているが、イメージとしてはこの 2 つの平均値の動きに近く、前月よりは若干下がっている程度の動きである。(3) の B E I も、前回対比ちょうど 0.1%ポイント程度下がっている。数字で申し上げると、前回会合の 12 月 19 日時点の 0.838%が、昨日時点で 0.736%と、ちょうど 0.1 下がっている。われわれの量的・質的金融緩和拡大の前日である 10 月 30 日対比では 0.34%ポイント下がっており、他国をみてもほぼ同じ程度の下げ幅である。(2) のインフレーション・スワップ・レートは、前月対比で結構大きく下がっ

ており、0.3～0.4%ポイント下がっている。B E I と同様に追加緩和の前と比べてみると、前回会合まではむしろ上がっており、漸くここで下がって——これでも下がり方は若干少ないが——、B E I と見合ってきたということで、インフレーション・スワップ・レートの方は、引き続き使いづらいという感じがある。

図表6のテイラー・ルールについては、C P I が下がっているので、第3四半期は総合除く生鮮食品ベースで0.9%であったが、第4四半期は0.3%と、ゼロ近傍になっている。

図表7は金利である。こちらは当然であるが下がっており、長期プライムレートは12月の1.10%から1月にさらに0.05%ポイント下がって1.05%となっている。これは既往ボトムである。貸出約定平均金利は、統計の誤報告があったためレベルはあまり当てにならないが、前月対比では、短期（除く交付税特会向け）、長期ともに下がっており、貸出金利は低下傾向ということで良いと思う。C P 発行レートは、発行コスト等でこれ以上下がらないというところで、0.11%という数字が続いている。

図表11はボリューム関連である。民間部門総資金調達は、11月の1.2%から12月は1.1%となっている。実際は1.16%から1.14%で四捨五入の関係でこのようになっているが、横ばいであり内訳項目をみてもほぼ変わっていない。銀行貸出は、10月の2.4%から11月に2.8%と伸び率を高めた後、12月は若干伸び率を低め2.7%となったが、これは昨年大口があったためであり、比較的強い内容だと思う。11月にかけては為替円安の要因もあるので、全部が実力ということではないが、銀行貸出が2%半ばから後半にかけての伸び率で伸びているという状況には変わりはなく、貸出としては引き続き強い内容だと思う。12月は公募社債、エクイティが比較的出しており、国内公募社債は7,145億円と、例年の5,000億円程度に比べかなり多めである。ただ、これは1社要因で、B B B 格で4,100億円とあるが、このうち4,000億円が大手通信会社の個人向けの劣後債発行に伴うものである。一方、転換社債発行額が3,295億円、株式調達額2,472億円と大きな数字となっているが、これは大口があったからではなく件数

がかなり多めであった。例月に比べても、特に株式調達の件数が多めになっており、株式市場の状況を反映したものだろうと思われる。図表 18 の倒産は、12 月は 686 件で、2014 年計で 9,731 件となり、1990 年以來の 10,000 件割れとなった。倒産は引き続き極めて低水準である。

最後に、図表 19 のマネースtockであるが、M2 は 11 月 3.6%、12 月 3.6%と、貸出その他が大きく動いていないので、3%台半ばで推移している。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

12 月は社債の発行がかなり増えたが 1 社要因ということであり、四半期単位で均してみると発行額は落ちてきており、残高ベースでは前年比で減少傾向が続いている。金融市場局の説明の時に質問したが、社債の発行は、やや短めのところは滞っていると報道されており、その影響が、社債の発行が落ちていることだけではなく、銀行貸出が、11 月、12 月は若干下がったとはいえ 10 月と比べると増えていることに表れているのではないかという気がしている。つまり、社債の発行にやや支障がある結果、企業の資金調達で社債から銀行借入にシフトしているというようなことはないのか。昨年からそのような流れではあるが、足もと金利が下がることによりそういった動きがやや加速しているということが、銀行貸出の増勢が足もとやや強まっている背景にあるのではないかという気がしているが、どうか。

もう 1 点は、企業倒産が 1990 年以來の低水準、24 年振りの低水準ということだが、これだけみると景気が非常に良いようにも思えるが、24 年振りということには若干違和感がある。例えば、需給ギャップなどでみても、そこまで景気が良いのだろうかと思う。企業倒産がこれだけ低い背景に、各種の政策の効果があって、その結果として本来退出すべき企業が退

出していないというやや後ろ向きの要素はないのだろうかとも思う。政策の効果というのは、例えば金融円滑化法や低金利などであるが、詳細に分析されている訳ではないと思うが、やや後ろ向きの要素もあってこれだけ低い水準になっているというような面はないだろうか。何か考えがあれば教えて欲しい。

内田企画局長

最初の社債については、社債の発行残高のマイナスは今回金利が下がる前からで、図表 11 の社債の発行残高をみて頂くと四半期ベースですと－1%位の数字が並んでいる。このこと自体は、5年前に社債の発行が多くその償還時期が来ていることが1番大きな要因である。社債のボリュームという意味では、木内委員がおっしゃったことよりは、社債市場の5年前との関係の方が大きいのではないかと思う。ボリューム感で言うと、図表 11 にあるように、社債の残高は76兆円でそれが1%程度——10～12月では1.3%——減っているので、1兆円程度減っていることになるが、貸出の方は400兆円に対して2.7%、3%弱の増加であるから10兆円のオーダーで増えている。従って、そこはオーダーが大分違うのではないかという感じがする。そのうえで、アネクドタル、マージナルな動きとしては、木内委員がおっしゃるようなことは起こり得ると思う。実際、例えば、短いところの3年物というようなものになると、発行は個人向けが多く、社債やCPが典型的であるが表面金利をある程度つけなければ売れないということがあり、その結果として、同じ企業でも国債とのスプレッドがむしろ膨らんでいるケースがない訳ではない。それを嫌がれば、当然銀行の方は貸したいと思っているので、銀行貸出の方に流れるということは、マージナルにはあると思う。ただ、ボリュームが減っていることの大きな要因かどうかといえ、今のところそこまで大きな要因ではないのではないかと思う。

倒産については、図表 18 にあるとおり、ここに来て景気が良くなったから倒産が減っているという訳ではなく、リーマン・ショック以降、ずっ

と倒産件数は落ちてきている。その背景には、木内委員がおっしゃるように、金融円滑化法その他の政策効果が効いているということはあると思う。その意味で、その部分をよくみていかなければならない——これはどちらかと言うとプルーデンスの課題ではあるが——ということは、引き続き変わらない状況だと思っている。そのうえで、ここへ来てさらに倒産件数が落ちた理由は、そうは言っても例えば2年前と比べれば景気は良いので、さらに倒産が増えるということにはなっていないという面はあろうかと思う。レベルが落ちた理由は、どちらかと言うとそのような政策効果を含めたものであろうと思う。

白井委員

BEIについて伺いたい。先程、BEIの落ち方が、日本も他の国も大体同じということで、私もそのように思っていたが、英国は少し違うような気がする。英国は、米国と比べると長期金利は低く、足もとの物価も低い、BEIだけは高い。昨年の夏から比べると少し下がっているが、下げ幅も他の主要国に比べると小さく、英国のBEIは今10年物が2.5%位である。米国が1.5～1.6%であるから1%程度の差があり、これをインフレリスクプレミアムだけで説明するのは難しい気もする。主要国のBEIの動きは、大体同じようなものと言えるのか、あるいは英国には特有の要因があるのか。もし今情報がなければ、後でまた教えて欲しい。

内田企画局長

おっしゃるとおり英国のBEIは元々高く、レベル感自体は色々な要素が入るのでそういうことだと思う。そのうえで、例えば、われわれの10月末の追加緩和前と比べると、欧州や米国、日本が0.3%位下がっているのに対し、英国では0.2%しか下がっていない。ただ、これはかなり誤差に近い範囲で、実際その位のずれは何度もあった。レベル感の違いについては、調べて後でお答えする。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」でご説明する。当月は、景気の冒頭表現は変わっていない。景気の現状の内訳についても、変更は1か所だけである。鉱工業生産について、前月「下げ止まりつつある」としていたが、当月は「下げ止まっている」としている。先程の前田調査統計局長の説明どおり、11月の生産の前月比は小幅の減少であったが、10～11月平均ではしっかりとした増加になっており、10～12月トータルでも恐らく1%台のしっかりとした増加になる蓋然性が高まっているので、下げ止まりということは堅いと考えている。

先行きパートでも、変更は1か所だけである。公共投資の先行き部分で、前月「次第に減少傾向に転じていく」としていたところを、当月は「緩やかな減少傾向に転じていく」としている。こちらも先程の説明のとおりだが、政府の緊急経済対策の下支え効果を勘案すると、公共投資の減少ペースはこれまでの想定よりも緩やかになると予想されるので、そのことを反映している。

物価パートについては、消費者物価（除く生鮮食品）の現状の表現について、11月の前年比が+0.7%になったので、前月「1%程度となっている」としていたところを、当月は「0%台後半となっている」としている。先行きについても、前月は「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」としていたが、今月は「消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落を反映して、当面プラス幅を縮小するとみられる」としている。

正木企画局政策企画課長

次に金融面である。総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和

した状態にある」という判断を維持している。個別項目についても判断に特段の変更はなく、新たに公表された計数を踏まえて適宜アップデートしている。まず、マネタリーベースについては、前年比の伸び率が 11 月の 36.7%から 12 月は 38.2%に高まったので、「3 割台半ばの伸び」を「3 割台後半の伸び」に改めている。次のパラグラフは結果的には全く変えていないが、数字を確認すると、銀行貸出は、前年比の伸び率が 11 月に高まった後、12 月も高めの伸びを続けている。10 月 2.4%、11 月 2.8%、12 月 2.7%と高めの伸びを続けており、「2 %台後半のプラス」という表現にしている。C P・社債についても、良好な発行環境が続いているが、前年比は小幅のマイナスである。なお、マネースtockもほぼ銀行貸出と平行に動いており、11 月に 3.6%に伸びを高めた後、12 月も同じく 3.6%の伸びであったので、「3 %台半ばの伸び」という表現を維持している。

金融市況については、ターム物金利は、短国レートは残存期間にもよるが、全体として「横ばい圏内」で良いと思っている。それ以外の市況では、前回会合、12 月 19 日の終了時点は、10 年債利回りで 0.35%、日経平均株価が 17,500 円台、ドル／円レートは 119 円程度であった。その後 1 か月の動きをみると、長期金利は一段と低下が進み、足もとは 0.2%程度である。株価は、この間少し動きがあって、12 月下旬には 17,800 円台位まで上昇する局面もあったが、年明け後は総じて軟調に推移している。ここ一兩日は反発しており、今の水準であれば同じ水準——大体±500 円位で同じ水準ということにしている——ということになると思う。為替相場も、年末年始は 120 円 40 銭程度まで円安が進む局面もあったが、その後は、米国の利上げペースが緩やかになるのではないかという見方から、どちらかというとドル安・円高気味で推移している。為替については±2 円程度で判断しているが、今の水準であれば、こちらも概ね同じ水準の範囲だと思う。いずれにせよ、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。

黒田議長

ご質問はあるか。

木内委員

景気の先行きの表現に関して、景気対策を考慮して、公共投資の部分が、「次第に減少傾向に転じていく」から「緩やかな減少傾向に転じていく」と表現を変えるということだが、イメージしている先行きの公共投資のパスはどのようなものか。景気対策がなければ高い水準から落ちてくるところが、落ちるペースが緩やかになるということだろうが、可能性としては、目先景気対策でやや持ち上がる可能性と、落ちてくるタイミングがもう少し後ずれされるという可能性があると思う。ややボトルネックの状況だとすると、山はできないかもしれないが、落ちてくるタイミングが先送りされるというような面はないのか。

亀田調査統計局経済調査課長

減少傾向に転じていくタイミングについては、元々、緊急経済対策前から既往の対策の効果が次第にピークアウトしていく中で、足もとに近い当面のところからそろそろ落ちていくとみていたが、それが今期なのか次の四半期なのかという細かいタイミングは見定める必要があるという感じであった。元々わりと期近なところから落ちていくであろうと考えていたが、これまで「次第に」という言葉で、そろそろだと考えつつもタイミングを計っていた位なので、タイミングはあまり変わらず、そろそろ落ちていくのは変わらないが、その落ち方が以前に比べ緩やかになるという感じだと思う。次回が横ばい圏内になるのか、若干上昇になるのか、若干低下になるのかまでは読みにくいですが、いずれにしても、極く足もと近辺でピークアウト感を迎えてくるだろうという見方は、経済対策前後であまり変わっていない。

黒田議長

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

(15時57分中断、21日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は中間評価を含めた金融経済情勢に関する討議、貸出支援基金等の制度の概要および利用状況に関する執行部説明、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、12月18、19日開催分の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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

最初に金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

[事務局から資料を配付]

それでは見通し計数と分布について、執行部から説明をお願いします。

内田企画局長

見通し計数を政策委員見通しの中央値で申し上げる。実質GDPは、2014年度が -0.5% で、前回10月の $+0.5\%$ から下振れている。2015年度は $+2.1\%$ で、前回 $+1.5\%$ だったので上振れている。2016年度は $+1.6\%$ と、10月の $+1.2\%$ から上振れている。これまで概ね 0.5% ポイント位の幅を超える場合には、「概ね」等を付けずに「上振れ」、「下振れ」と言っているので、2014年度は下振れ、2015年度、2016年度は上振れ——2016年度は若干微妙だが、区別するほどの違いとは思わないので——という評価になると思われる。

消費者物価は、消費税率引き上げの影響を除くケースで、2014年度が $+0.9\%$ で、前回は $+1.2\%$ であったので下振れである。2015年度は $+1.0\%$ 、前回 $+1.7\%$ であったので、これも下振れ、2016年度は $+2.2\%$ 、前回 $+2.1\%$ であったので、これは 0.1 だけなので概ね不変ということだと思う。消費者物価については、 $0.2\sim 0.3\%$ ポイント位を超えてくると、「概ね」を付けずに「上振れ」、「下振れ」と言っているので、2014年度、2015年度は下振れということになると思う。

今回は前提として、2つの注を変更、追加しているので申し上げたい。まず、(注3)だが、今回原油価格が大幅に変動したことを踏まえて、事前をお願いしたとおり、原油価格について1バレル55ドルを出発点に、年間7～8ドルずつ上昇し、見通し期間の終盤に70ドル程度に緩やかに上昇していくことを前提に見通しを作った。その場合、CPIにおけるエネルギー価格——CPIの項目としてのエネルギー価格なので、石油製品、電気代、都市ガス代ということになる——の寄与度は、2015年度で $-0.7\sim -0.8\%$ ポイント、2016年度で $+0.1\sim +0.2\%$ ポイント程度と試算される。次に(注4)では、消費税率について、今回の見通しでは既に実施済みの 8% への引き上げに加えて、2017年4月に 10% に引き上げることを前提に作っている。以上である。

黒田議長

何か今の点について、技術的なご質問があればどうぞ。それでは、最近の金融経済情勢および中間評価について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず、宮尾委員からお願いします。

宮尾委員

海外経済の現状認識については、昨日の執行部の説明に違和感はない。米国経済は、内需中心に引き続きしっかりとした回復を続けており、とりわけ個人消費は力強さを増してきている。欧州経済は、弱めの動きが続いているが、それでも全体としては横ばい圏内で踏みとどまっている。中国経済は、安定成長が続いており、2014年の成長率は目標を若干下回る7.4%で着地した。N I E s ・ A S E A Nは、米国向けの輸出の増加が改善方向の動きを支えている。以上をまとめて全体としては、前月と同じく、「一部になお緩慢さを残しつつ、先進国を中心に回復している」との評価で良い。

国際金融資本市場では、E C Bの追加緩和期待がポジティブに市場で受け止められている一方、原油価格が年明け以降に一段と下落し、また、一般のスイスフランショックなども加わり、市場のボラティリティは総じて拡大してきている。また、欧州発の国債利回りの低下圧力がグローバルに波及してきており、米国の長期金利ですら2%を割る水準まで低下してきている。もっとも、原油価格については、極く足もとの動きをみると、下げ止まりの兆しも窺われる。I E A（国際エネルギー機関）の見通しによれば、需要面では、これまで続いていた世界需要の下振れが収束しつつある一方で、供給面では非O P E C国、とりわけ米州の生産見通しが引き下げられた。こういったことも反映しているかと思うが、今後の価格見通しは当然予断を許さないが、米州の供給見通しが多少なりとも下方修正されたのは、新たな均衡点へ向けた調整の一步であると認識している。

次に、国内経済であるが、駆け込み需要の反動減などの影響も引き続き

和らいできており、緩やかな回復が続いている。まず、輸出・輸入面では、経常収支の改善傾向が確認され、また、一部製造業では国内生産回帰へ向けた動きもみられ始めている。企業マインドや設備投資の面では、引き続き非製造業などで慎重さが窺われる一方、個人消費は、家計調査や小売販売、耐久消費財などで漸く下げ止まってきており、消費者マインドも、景気ウォッチャー調査、消費者態度指数ともに、12月データで改善が確認された。有効求人倍率や賃金など雇用・所得環境は引き続き堅調であり、消費回復を支える地合いにある。生産も下げ止まってきている。

物価については、原油価格の下落が続いていることから、企業物価、消費者物価への下押し圧力が強まっている。コアCPIは11月に前年比+0.7%となったが、当面前年比の伸び率は縮小が続くとみられる。ただし、重要なのは、エネルギーを除く基調的な物価上昇率が今後景気の回復とともにしっかり伸びていくかどうかである。

以上を申し上げたうえで、展望レポートの中間評価を申し上げる。今回の中間評価では、この間の原油価格が大幅に下落していることを踏まえ、見通し期間の原油価格をどのように想定し、その影響をどのように捉えるかが重要な論点となる。まず、原油価格の前提については、過去約1か月の平均である50ドル半ばの水準を出発点として、その後緩やかに上昇していくと想定した。そのうえで、原油価格下落の実体経済への影響については、交易利得の改善を通じた効果をしっかり織り込んだ。すなわち、原油価格と交易利得との相関関係が、過去のデータからみる限り-0.98と、ほぼ完全な負の相関関係があることも踏まえ、この間の原油価格下落に相当する交易利得の改善幅を出尽くしで約10兆円、GDP比で約2%程度と見積もった。それが実体経済へ及ぼす影響としては、企業収益の増加と株価上昇による設備投資の増加、並びに実質雇用者報酬の増加と株価上昇を通じた個人消費の増加といった効果が考えられるが、それぞれの効果について当然不確実性はあるものの、十分に効果を織り込んだ。

それ以外に、緊急経済対策や消費税増税の先送りなども考慮した結果、実質GDPの見通しは、2015年度、2016年度と明確に上方修正した。一

方、コアCPIの見通しに関しては、エネルギー価格の大幅下落の影響が今後1年を超えて続くと思込まれることから、2015年度の見通しを大きく引き下げた。ただし、エネルギーを除く基調的な物価上昇率は、需給ギャップが上振れする分、上昇圧力が強まると思込まれるため、2016年度の物価見通しはほぼ前回見通しを維持した。

以上の結果、コアCPIでみた場合の2%目標の達成時期は、2016年度の初め、もしくは前半にかけての時期になるとみている。もっとも、この見通し自体、今後の原油価格動向によって上下両方向に変わり得るものであるということは十分注意が必要である。重要なのは、景気改善を伴って基調的な物価上昇率が2%に向けてしっかりと近づいていくかどうかであり、例えば、食料・エネルギーを除いたコアコア指数は、実体経済のしっかりとした回復を反映して、2015年度の終盤にかけて2%にほぼ近づいていくという見通しである。以上の動きを総合すると、コアCPIでみた2%達成が、仮に2016年度前半にかけての時期であっても、10月展望レポートで示したメインシナリオのメカニズムないし表現は、維持できるとみている。

最後に、リスクバランスについては、景気、物価とも、上下に概ねバランスしていると判断している。とりわけ物価については、原油価格動向次第で大きく変動し得るものであり、上下両方向に不確実性が高い。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

わが国の景気の現状判断としては、「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」、海外経済は、「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」、また、わが国経済の先行きについては、「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みられる」という執行部の報告で基本的に結構である。

このような景気動向について、展望レポートとの関係では、今年度の成長率は、夏場以降の景気のもたつきなどから、年度全体ではシナリオ対比で大幅に下振れており、マイナス成長となることは避けられないとみているが、2015 年度からは、原油価格の下落による実体経済の押し上げに加え、消費税率引き上げの延期や政府による緊急経済対策などから、シナリオ対比で強めの成長率となるとみている。

物価については、原油価格の下落により 2015 年度見通しを中心に大幅な下方修正を要するとみている。また、「持家の帰属家賃」の上昇が望めないと想定しており、その結果、2 %程度に達する時期は 2016 年度になるとみている。

景気動向については基本的に以上のようにみているが、昨年来、国際機関が発表する世界経済の成長見通しが時を追うにつれ下方修正されてきているが、この背景には、回復の方向の中にも脆弱な部分が存在していることがあるのではないかと、懸念されるところである。また、今後の景気・物価判断のベースには、原油価格の大幅な下落は、産油国と輸入国との間での所得移転を通じて世界経済にはネットでプラスの効果をもたらすものであり、わが国もその恩恵を大きく受けるという認識がある。私も、基本的にその考えに同調しているが、S & Pによる全世界の主要 2,000 社を対象とした GLOBAL CORPORATE CAPEX SURVEY によると、2013 年における非金融企業の資本投資支出の 42%をエネルギーとマテリアルのセクターが占めているとのことである。今後、資源価格の低下がこれらセクターの投資を減少させることになれば、グローバルでみた設備投資を大きく下振れさせる可能性がある。その場合、世界経済の成長にも大きなインパクトを与えかねない。また、わが国の輸出に対しても、特に、開発投資関連財を中心に悪影響が考えられる点、留意を要するものとみている。原油価格の大幅下落については、こうしたルートからの負の影響について、注意していく必要を感じている。

また、夏場以降、家計のマインドが悪化しており、中小企業のマインドも悪化してきた。4月から夏前までの推移と比べてその変化は顕著である。良好な家計マインドのもとで消費が底堅く推移することは、景気面はもとより、企業の価格設定スタンスにも大きく影響することから、この間のマインド変化の要因については、円安など種々言われているが、しっかりと分析することで、今後の家計動向の把握に活用していくことが大切であると考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状・先行き判断は、執行部見解どおりで良いと思う。前回会合以降も、原油価格は大幅に続落し、資源開発投資や関連企業の信用力への懸念などから、国際金融市場はややリスクオフに傾き、質への逃避などから主要国で長期金利低下が進んでいる。原油価格下落による資源国と消費国間の所得移転の影響は、世界経済全体ではプラスと認識している。もっとも、短期間かつ大幅な相対価格の変化だけに、資源国経済やそれを取り巻く国際資本フロー、ひいては世界の資源開発投資への影響を注意深く点検していく必要性を感じている。米国経済についても、足もとは雇用の堅調な伸びが続く中、消費の足取りは概ね堅調で、基本的には本年は順当な拡大を予想している。ただし、設備投資に占める資源開発投資の割合は1割弱あるだけに、これらの減少が経済に及ぼす影響、資源開発セクターの株価やハイイールド債の価格下落による企業の資金調達への影響、あるいは個人消費などに逆資産効果が出る可能性がないかどうか、慎重にみていきたい。

また、原油価格下落から世界的に物価の伸び悩まないし下落が見込まれる中、Fedは年央の利上げ実施という市場コンセンサスを敢えて打ち消さず、さりとて利上げ期待が前倒しとならないよう注意深く情報発信して

いるが、物価が伸び悩む中での利上げ実施には先行きコミュニケーション上、様々な困難があると思う。経済ファンダメンタルズに沿う利上げであれば、一時的に市場のボラティリティが高まっても、時間の経過とともに落ち着くであろうが、仮に、市場がそうでないとみれば、国際資本市場における資金の流れの変化など、様々な摩擦的事象が生じる可能性がある。その点、最近の米長期金利の低下は、2004 年以降の利上げ局面で当時のグリーンズパン議長が「conundrum」と呼んだ局面に似ており、カーブがフラット化する中、さらなるフラット化をもたらす可能性のある利上げの、やや長い目でみた成否について注視している。

欧州では、物価上昇率がマイナスに転じる中、E C Bは早ければ明日の政策理事会で金融政策の量的拡大に向け、何らかの指針を出す可能性がある。付利金利がマイナスのもとでの中銀のバランスシート拡大のフィージビリティについて、個人的には疑念がない訳ではないが、目先の政策対応とその効果を見守りたい。なお、スイス中銀の先週の対応については、本行の金融政策への示唆を含むと思うので、次のセッションで簡単に触れたい。

国内経済については、輸出・生産にこのところ持ち直しの動きがみられ、調査統計局のミクロヒアリング結果でも、生産の見通しは、足もと1～3月期にかけ前期比増加幅が上方修正となっている。また、供給側の各種消費関連統計もほぼ前年水準に復するなど、消費税率引き上げの影響は和らいできている。懸念材料であったマインド指標の低下についても、景気ウォッチャー調査の現状判断D Iが歳末商戦の好調やガソリン価格低下などを受け、5か月振りに下げ止まるなど、低下傾向に歯止めがかかりつつある。私自身は、昨年の7～9月期で税率引き上げ後のミニリセッションは終わり、10～12月期以降は潜在成長率を上回る緩やかな成長軌道に復するとみているが、最近のデータはそうした見方を補強するものである。

10月展望レポートの中間評価について、2014年度は7～9月期までの実績からすると、10～12月期以降、相応の成長となっても年度の見通しがマイナス成長となることはやむを得ない。一方、2015年度については、

原油価格低下の効果と先般の経済対策の効果、さらに消費税率再引き上げの延期によるマイナスの所得効果剥落などを映じて、比較的高めの成長率を見込んでいる。2016年度もその影響が残ること、また2017年4月の消費税率再引き上げ前の駆け込み需要も年度後半に見込まれることから、相応の成長率を見込んだ。この結果、2015年度、2016年度の実質成長率は2年連続で潜在成長率を明確に上回り、需給ギャップに好影響を及ぼすことが見込まれる。

消費者物価コアの前年比は、原油価格下落の影響から、暫くの間、伸び率は縮小し、春先にかけゼロ%からマイナスに転じ、その後も低空飛行となる可能性がある。もっとも、2015年央以降は、この10～12月期からの需給ギャップ改善効果が見込まれるうえ、原油価格の影響も、今回の執行部が示した前提であれば、2016年入り後は前年の裏が出るため、2016年度の物価は前年比で比較的是っきりとした上昇傾向をたどるとみている。こうした物価の予想されるパスは原油価格に大きく依存するため、執行部においては、展望レポートの参考計数であるコア指数の表面的な動向よりも、経済・物価の基調が想定するシナリオに沿うパスにあることを、市場に丁寧に説明していけば良いと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

昨年来続いている原油価格の大幅下落は、金融市場の不安定化要因ともなっており、先行きの世界経済や金融市場の不確実性を高めている。産油国から非産油国への所得移転を促す原油価格の下落は、両者の需要の価格弾性値の違いなどから、全体としては世界経済にプラスになりやすいとの基本認識は変わらない。しかし、足もとで金融市場がしばしばリスクオフモードに振れる背景には、原油価格の下落が産油国の通貨下落やデフォルトリスク、地政学的リスクの高まりなどに繋がるという負の側面が相応に

意識されているだけではなく、原油価格下落のプラス効果が実際どの程度顕在化するか、市場がなお測りかねている面があると思う。この点からは、米国の個人消費が原油価格下落からどの程度恩恵を受けるかが最も重要だが、株価下落や産油国を含む海外景気の弱さによって、期待されたほどにはプラス効果が生じない可能性もあると考える。また、米国での原油生産拡大やエネルギー消費効率の高まりなどの構造変化が、従来と比べて原油価格下落のプラス効果を抑制している可能性も考えられる。また、多少長い目で見た場合、原油価格の下落にいずれ歯止めがかかれば、消費刺激効果が次第に減衰していく一方で、原油価格が低水準で安定すれば、米国内での原油生産削減に伴う投資や雇用へのマイナス効果がプラス効果を次第に凌駕していく可能性にも注意したいと思う。

足もとの金融市場を不安定化させているもう1つの大きな要因は、ギリシャ情勢である。総選挙後も新政権下での財政政策や債務リストラを巡る不確実性が高い状況が続く可能性がある。ユーロ離脱の可能性は低いと考えるが、例えば、新政権による財政緊縮緩和への働きかけがイタリア、スペインなどに波及する場合などには、金利上昇が周縁国全体に広がりをもたせる可能性もあるかもしれない。

今年1年を展望する際には、米国での金融政策変更が世界経済や金融市場に与える影響が重要である。従来であれば、米国が利上げできるような経済の良い時期には、他国の経済も米国経済回復の恩恵を十分に受ける中で、市場の環境変化にそれほど脆弱ではない状況を想定することもできた。しかし、世界経済の中での米国の牽引力が大きく低下している現状では、利上げに伴う金融市場の環境変化に対して、新興諸国などを中心に耐性が従来よりも低くなっている可能性も考えておくべきである。

中国では、不動産市場にやや安定化の兆候がみられてはいるが、成長率の緩やかな低下傾向には歯止めがかかっていないように見受けられる。構造的な設備過剰などを背景に財価格の大幅下落が続いており、こうしたデフレ的傾向が企業債務問題をより深刻にする可能性や、輸出ドライブや対ドルでの通貨安と結びついて世界的なデフレーション傾向を助長する可

能性などにも留意したいと思う。

国内経済は、暫くの間は持ち直し傾向がより明らかになっていく方向とみている。成長率は昨年 10～12 月期、今年 1～3 月期と相応の加速感をみせる可能性が考えられる。しかし、その後は景気の強い牽引役を欠く中、依然として低い潜在成長率を大きく上回る成長ペースは持続しないのではないかと考える。春闘での賃上げは、物価上昇率の低下と相俟って実質賃金の改善に繋がり、個人消費が安定を取り戻す契機の 1 つとなることが期待される。しかし、前回も強調したように、景気・物価情勢の顕著な改善のきっかけになるとまでは期待すべきではないと考えている。性急な賃上げ要請が、中小企業の足もとの収益見通しや景況感にマイナスの影響を与えている可能性もあると思う。また、個人消費全体に相応の影響を与える年金生活世帯は、賃金上昇の恩恵に直接浴することがない一方、年金給付削減や先行きの物価上昇観測によって消費活動が抑制されている面もある。

最後に、国内物価についてであるが、原油価格の下落で全国消費者物価コア指数は、前年比で下落傾向をたどっている。しかし、それ以上に注目したいのが、コアコア指数の前年比上昇率が、10 月、11 月と 2 か月連続で低下し、12 月にも一段と低下する可能性がある点である。原油価格下落が航空運賃などを通じてコアコア指数にも一部影響を及ぼしている可能性もあるが、実際にはテレビなどの幅広い品目で価格上昇率の鈍化傾向がみられる。先行き、コアコア指数の前年比上昇率が再びマイナスの領域に陥るところまではいかないとみているが、労働市場を中心に需給ギャップが概ね中立水準を過去 1 年程度維持し、かつ円安の追い風があるにもかかわらず、基調的な物価の動きを示すコアコア指数の上昇率が、足もとで低下しゼロ%台前半にあることは、消費者物価上昇率を持続的に 2%程度水準で安定させることの難しさを改めて強く認識させるものである。

なお、展望レポート中間評価については、先程申し上げた理由などから、2016 年度までの成長率、物価上昇率ともに、私自身の見通しは中央値を大きく下回っている。前回の展望レポートでは、消費者物価の前年比は、

「2015 年度を中心とする期間に 2 %程度に達する可能性が高い」との記述に反対したが、その考えは今も変わらない。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が続けている」との執行部判断に違和感はない。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場では、急激な原油安が進む中、ロシア等の産油国経済への悪影響が意識されたほか、ギリシャ政局の不透明感の高まりなどから投資家のリスク回避姿勢が強まった。また、スイス中銀によるユーロ／フランの下限撤廃もあり、神経質な展開が続いている。先行きも、原油価格の動向と先進国経済や産油国経済への影響およびその波及、ギリシャ政局の展開などに留意が必要である。この間、海外経済は、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。良好な雇用環境のもと、ガソリン価格の低下もあり、消費者マインドは好調に推移し、個人消費は堅調に推移している。企業活動のモメンタムはしっかりとしており、先行きも着実な回復が続くとみられる。

次に、欧州経済は、緩やかな回復基調にあるが、そのモメンタムは弱まっている。ロシア・ウクライナ情勢の影響が下押し要因としてあるほか、デイスインフレ基調は継続している。こうした情勢を踏まえ、ECBの政策対応とその効果を見極めていきたいと思う。

中国経済は、幾分鈍化しつつも安定成長が続けている。先行きも、不動産市場や構造改革の影響に留意が必要であるが、金融面やインフラ投資の加速等を含め、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も、7 %程度の安定成長を維持するとみている。

こうしたもとでのわが国の経済であるが、基調的に緩やかな回復を続け、先行きも消費税率引き上げに伴う影響が収束に向かうもとで、緩やかな回復基調を続けるとみられる。引き続き、マインド面に慎重さが残る点には留意が必要であるが、政府の経済対策への期待や、エネルギー価格低下への期待などから改善の兆しも窺われる。

需要項目別にやや詳しくみると、個人消費については、家計消費支出、商業販売ともに緩やかながら持ち直しの動きを示しており、基調的に底堅く推移しているとみている。この間、雇用環境は、総じて良好に推移している。こうしたもとで、所得環境は、大企業の経営者から今春の賃上げに前向きな声が聞かれているほか、さくらレポートの報告にあるように、中小企業でも業況堅調先を中心に人手不足への対応の観点を含め、処遇改善を進めるとの声が聞かれている。先行きの個人消費は、円安等により好調な企業収益のもと、雇用・所得環境の改善期待が続く中で、底堅く推移するとみている。

また、設備投資は、企業の前向きの投資スタンスが維持される中、資本財総供給は持ち直しており、緩やかな改善基調にある。先行きは、非製造業の機械受注が弱めとなっている点はやや気掛かりであるが、建築着工床面積も増加に転じており、更新投資や省力化・省エネ投資を中心に緩やかな増加基調をたどるとみている。

次に、輸出は、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等から、緩やかな増加が見込まれる。最近では、円安を背景に生産拠点の国内回帰を検討する動きも一部にみられ始めており、今後、国内経済へのプラス寄与も期待される。

以上の内外需要のもとでの生産である。在庫調整が進捗する中、鉱工業生産指数は持ち直しつつある。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を踏まえると、緩やかな増加に復していくとみている。

次に、物価である。個人消費のもたつきの影響が残るもとで、やや弱めとなっているものの、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、原油価格の下落などを受けて、伸び率が縮小している。当面の間、円安による物価上昇圧力がある一方で、原油価格の急落による下押し影響が大きいことから、消費者物価の前年比プラス幅はさらに縮小するとみられる。

最後に中間評価である。今回、10月以降の変化として、原油価格の大幅下落、円安進行、消費税増税の延期、経済対策の実施等の影響を織り込んでいる。特に原油価格は、発射台を大幅に引き下げたが、I E Aや米エネルギー情報局等多くの機関が見通すように、非O P E C諸国の供給増に次第にブレーキがかかることなど、徐々に需給が改善していくことを想定し、その後は緩やかに上昇する姿を前提としている。この結果、成長率の見通しは、2014年度は実績を反映し下振れる一方、2015年度と2016年度は、原油価格の好影響等から上振れとなる。また、物価の見通しは、2015年度にかけて逆に大きく下振れるが、基調的な動きに変化はないと考えている。すなわち、物価上昇期待が概ね維持されるもとで、原油安の経済活動への好影響を通じたマクロ的な需給バランス改善が明確になるほか、前年の物価低下の裏要因もあり、2015年度下期には、次第に物価上昇率を高め、年度終盤には2%程度に近づく姿を想定している。こうした想定のもと、2016年度は前回比ほぼ不変である。なお、経済情勢と物価情勢に関するリスクは、下方に若干厚いものの、概ねバランスしていると考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

世界経済については、概ね執行部の見解と同じであるので、原油価格の

大幅下落と世界経済の関係について、私見を述べておきたい。

昨年 12 月以降、最近まで、原油価格の下げが止まらない中、主要国中心に株価が大きく下落するなど、国際金融市場が不安定化している。この主因の 1 つは、原油価格の急落により大きな損失を被った投資家が日米などの株式を売って損失を相殺したためではないかと考える。そうであれば、そうしたポートフォリオ調整が終了するにつれて、原油価格下落のポジティブな面が再確認され、国際金融市場も安定化に向かうのではないかと期待している。

これまでの原油価格と世界経済の関係をみると、世界経済が回復していく過程で、原油価格が上昇し続け、その上昇が行き過ぎると、原油供給量が増加する一方で、世界経済が悪化するため、原油価格は大幅な低下に転じ、原油価格がそのような大幅低下に転ずると、原油価格高騰で悪化した世界経済はやがて回復に向かうというようなパターンが、原油価格と世界経済との間には観察される。

原油価格は、リーマン・ショック以前のピークである 2008 年 7 月中旬頃から、リーマン・ショックを経て約 4 か月半で 35 ドルまで 73% も低下した。その後急速に上昇に転じ、2 年強で 214% も上昇した後、2011 年頃から 1 バレル 100 ドル前後で推移してきた。しかし、この高価格は原油供給量の増大を招く一方で、世界経済の成長を抑制し、原油需要量を減少させてきたと思われる。そのため、この原油価格の水準は、リーマン・ショックで大きなダメージを負った世界経済にとっては持続不可能な水準で、早晩低下への調整を必要としていたと考えている。今回の原油価格の下落率は、昨年 6 月のピークから約 7 か月で 54% の低下で、リーマン・ショックの時ほど急速な低下ではない。このように、原油は供給も需要もともに価格弾力性が非常に小さいため、一旦調整が起きると、その価格は、急騰や急落といったように大きく変化しやすいという特徴がある。以上のように考えると、今回の原油価格の下落は急速かつ大きかったために、先行きに不透明感があり、ダウンサイドリスクはあるが、基本的にはこれまでと同じように世界経済の回復に資するものと考ええる。なお、ユーロ圏経済に

については、前回述べたように、E C Bの量的緩和が too little, too late にならないように願っている。

次に、日本経済についてである。まず、消費は消費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。しかし、これまで消費を下押ししてきた大きな要因の1つであった耐久消費財の不振も、最近、自動車や家電製品の消費にボトムアウトの兆しがみられるように、下げ止まったと考えられる。また、消費増税後、悪化が続いていた消費者コンフィデンスと景気ウォッチャー調査の景気判断も、最近漸く改善に転じた。今後は、タイト化した雇用需給と高水準を維持している企業収益に支えられて、賃金が上昇すること、および原油安によって実質所得が増加することが予想されるため、消費の回復は次第に力強さを増すと予想している。

一方、設備投資は、非製造業が比較的高水準で横ばいになっている一方、これまで横ばい圏内にあった製造業の設備投資が、2014 年7～9月期に前期比+9.3%と大きく増加した。量的・質的金融緩和後の設備投資の動きをみると、非製造業では売上高や経常利益との間に高い相関がみられる。他方、製造業では売上高との間には緩やかな正の相関がみられるが、経常利益との間にはほとんど相関がみられない。これは、製造業が、為替レートがどの程度の水準で安定するのかについて判断を留保してきたためではないかと考えている。今後は、製造業も円安傾向が定着したと判断し、国内生産を強化するために、国内の設備投資比率を引き上げる方向に転換すると予想される。実際、シャープやパナソニックなどの電機メーカーやTDK、キヤノン、一部の自動車メーカーなどにおいて、生産の国内回帰の動きが始まっている。

製造業、非製造業ともに、売上高と企業収益は2013 年1～3月期を底に大きく増加傾向にある。消費増税の影響で、2014 年4～6月期の売上高は製造業、非製造業ともに減少したが、7～9月期には増加に転じている。今後、設備投資は売上高の増加、予想実質金利の低下、株高によるトービンの q の上昇、為替円安の定着、原油安、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出始めており、今後は、緩やかに増加すると予想する。円安や海外ビザ発給要件の緩和などの効果により、海外からの旅行者が急増し、彼等の日本における消費も拡大しているが、この傾向は今後益々強くなると考えている。

以上を踏まえ実体経済の中間評価を申し上げますと、実質成長率は、2014年度は消費増税の影響で下振れするが、2015年度と2016年度は、量的・質的金融緩和拡大の実体経済に対する効果が次第に現れるとともに、原油安による生産コストの低下と実質所得の増加により、それぞれ2.1%と1.6%へと上振れすると考えている。

消費者物価については、原油価格の大幅な下落により、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という状況が続くと考えている。今後は、既に述べたように、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の増加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ている。以上のことから、消費者物価は、基調的な動きに変化はないが、原油価格の大幅下落の影響を受けて、2015年度にかけて下振れすると考えている。原油価格が1バレル55ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて70ドル程度に緩やかに上昇するという前提のもとで消費者物価の中間評価を申し上げますと、生鮮食品を除く消費者物価前年比は、2015年度は+1.3%へと下振れし、2016年度は+2.2%へと上振れするが、2015年度後半から次第に2%に向けて上昇すると予想している。なお、以上の消費者物価の見通しは、今後の原油価格の動向に大きく依存することを付け加えておきたい。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

最初に、国際金融資本市場について気になる点を4点挙げる。第1に、原油を含む資源価格がブレイクイーブン価格を突き抜けて下落し、プロジェクトファイナンスなどの領域で信用リスクが顕現化しないか、第2に、経済が相対的に堅調な米国においてさえも、中長期期待インフレ率を示すマーケット指標が大きく下落していることが何を意味しているのか、第3に、F e dの利上げ接近に伴い、国際資金フローが変化し、特に新興国から急激な資金流出を招くことがないか、そして第4に、スイスフランの急騰が中東欧におけるスイスフラン建て債務者に及ぼす影響である。これらの点については、注視していきたいと思う。

海外経済については、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」、先行きについても、「緩やかに回復していく」という評価を維持することで良いと思う。

地域別には、まず米国経済は、雇用者数の改善にもかかわらず賃金の伸びが高まっていないが、民間需要を中心に着実な回復を続けている。先行きも、しっかりとした回復が続けるとみている。欧州経済については、企業部門を中心に回復のモメンタムが弱まっている。物価面では、H I C Pがマイナス圏まで低下する中、中長期の予想物価上昇率に関するマーケット指標も低下している。E C Bは、近く、何らかのかたちでQ Eに踏み切る公算が高いが、規模が不十分であったり、追い込まれて対応したイメージが強くなったりすると効果を減殺してしまうので、打ち出し方にも注目したい。

中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がみられているが、外需の改善や景気下支え策もあって、安定した成長を維持していると思う。このところの不動産市場の持ち直しの動きが継続するか、注目している。新興国経済については、アジアを中心に持ち直している国がみられる一方、資源価

格の下落などを背景に、ロシアやブラジルといった国では景気が後退しており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。

次に、わが国経済である。足もとの状況をみると、消費税率引き上げなどの影響が減衰する中で家計支出の底入れが明確となっており、生産も在庫調整の進捗に伴って下げ止まるなど、景気の足取りはしっかりしたものとなってきているとみている。すなわち、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、耐久消費財も含め、駆け込み需要の反動は収束に向かっていると思う。企業部門でも、企業収益が改善を続けるもとで、設備投資は緩やかな増加基調にある。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が着実に働いていると思う。また、輸出にも持ち直しの動きがみられていると思う。最終需要が持ち直す中で、在庫調整が進捗していることから、生産は下げ止まっている。昨日の前田調査統計局長の説明や先の支店長会議での報告にもあったように、円安の流れを受けた生産の国内回帰の動きが、生産を何がしか後押ししていくのではないかと思う。

先行きの景気も、円安や原油価格下落が企業収益の追い風となるほか、家計部門でも春闘でのベア実施を含む所得増加が期待できることから、所得から支出へという前向きな循環メカニズムが働くもとで、緩やかな回復基調を続けるとみている。以上から、景気判断は執行部説明のとおりで良いと思う。

中間評価との関係では、まず、今回、原油価格の前提を揃える（注3）が付け加えられることになったが、原油価格が大幅に変動していることを踏まえれば、これは適当だと思う。また、示されている寄与度についても、機械的に計算すれば、この程度のオーダーが妥当なところかと思う。これを前提にすると、成長率については、2014年度は下振れるが、2015年度、2016年度は、円安、原油安、政府の経済対策、消費税率引き上げの延期などを背景に上振れるとみていることから、評価としては「潜在成長率を上回る成長を続ける」という展望レポートで示した見方を踏襲することで良いと考えている。

次に物価面だが、11月のCPI（除く生鮮食品）前年比は、+0.7%までプラス幅が縮小した。原油価格の下落を踏まえると、来年度前半は低めの前年比にとどまる可能性が高い。このため、中間評価では、2015年度のCPI（除く生鮮食品）前年比は下方修正することになるだろう。ただ、そうだとした場合、この下方修正は年度前半の下振れが主因であり、需給ギャップの縮小や賃金上昇を通じた基調的な物価上昇が続き、そして原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、原油価格下落の影響が減衰する年度後半以降には、物価安定目標に向けて前年比上昇率が高まっていくパスを想定できると考えている。従って、原油価格次第で多少前後する可能性はあるが、「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」という見通しを変える必要は、取り敢えずはないと思う。なお、2016年度は、成長率上振れに伴う需給ギャップの改善効果が出てくることから、若干の上振れか、概ね前回見通しと同じ2%強の上昇になるとみている。いずれにせよ、今後の物価動向をみていくうえで重要なことは、需給ギャップの改善やデフレイマインドの転換が継続し、物価の基調的な上昇が続くことだと考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

経済・物価見通しの中間評価を行うに当たり、まず初めに私の経済見通しの全体像をお示しすると、2014年度を下方修正、2015年度と2016年度を上方修正した結果、2014年度は潜在成長率を大きく下回る経済成長率、逆に2015年度以降は潜在成長率を大きく上回る経済成長を実現するとみている。

まず、2014年度の成長率については、10月時点のゼロ%台前半の見通しから-0.5%へと大きく下方修正した。主因は個人消費で、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動が大きく、しかもその反動からの回復力

が弱いことにある。この背景には、天候要因や統計のサンプル要因だけでなく、雇用・所得環境の改善ペースが下振れるリスクが顕在化したことに尽きると思う。消費税率引き上げによる実質所得の低下が内需を下押しした背景には、以前にも何度か述べたが、1997 年と比べた環境の違いが挙げられる。1 つは、年金受給世帯数が増加しており、しかも年金給付額が特例水準の解消によって 2013 年度下期から減額されていることである。もう 1 つは、非正規雇用者数の増加と正社員の給与抑制によって 1 人当たり平均賃金が長い間低水準で推移しており、昨年 4 月の賃金引き上げ以降、平均賃金は改善しているもののまだ低い水準にとどまっていることである。家計調査によると、年金受給世帯よりも若い勤労世帯において消費支出の前年に比べた減少率が大きくなっている。こうしたもとで、3 %以上の物価上昇率が、いわば「負の需要ショック」となり、収入が低い高齢者世帯と若い世帯に大きく影響したと考えられる。言い換えれば、家計のデフレ的消費行動が残るもとで、実質所得の減少によって総需要が減少するケインズ効果の方が、財政・社会保障制度の持続性への信頼が高まることで消費が拡大する非ケインズ効果を大きく上回った結果だと言える。

2014 年度の経済見通しを下方修正した 2 つ目の要因は、大幅な円安になっても輸出浮揚効果は限定的で、消費税の負の影響を相殺できなかったことにある。また、3 つ目の要因は、潜在成長力自体が趨勢的に低下してきたため、足もとでは少し上昇に転じたものの、国民や中小企業の多くが景気回復を実感できず、家計、中小企業のマインドが然程改善していないことにある。特に、人手不足は、財・サービスの需要増加要因によってだけでなく、労働供給不足要因によっても強まっているため、雇用・賃金の改善に寄与する一方で、人口流出に直面する地方を中心に企業の事業機会を失わせ潜在成長力を弱める面もあるようである。また、住宅投資の潜在的需要自体が伸び悩む状態における実質金利の低下は、住宅ローンの潜在的需要を喚起する効果はあるものの、建設現場の技術労働者不足や資材高騰による販売価格の上昇が、却って需要を抑制する面もあり、住宅投資が下方修正される一因となったとみている。公共投資の前倒しも、人手不

足と資材の高騰で単価は上昇したが、投資量自体はあまり増えず、景気の下支え効果が限定的になったと思われる。とはいえ、金融緩和政策が実施されていなければ、現状ほどの企業収益、雇用、名目所得の改善は実現せず、経済成長率は一段と下押しされたと考えられる。従って、経済見通しの下方修正は、金融政策の効果を否定するものではないことを、対外的にしっかり説明していく必要があると思う。

対照的に、2015年度と2016年度の私の経済見通しについては、2015年度は1%台前半から1%台後半へ、2016年度は1%程度から1.5%強へと、それぞれ上方修正している。2015年度については、①原油安と円安による企業収益改善がもたらす設備投資の上振れ、②原油安によって海外経済が次第に回復へ向かうことがもたらす輸出の上振れ、③消費税率引き上げの先送りと原油安による物価上昇率の低下と、それに伴う実質雇用者所得の改善に基づく消費の上振れを反映している。2016年度については、①消費税率引き上げが2017年4月に先送りされたことで駆け込み需要の発生時期が2015年度から2016年度へと後ずれしたこと、②実質所得水準の改善による消費の上振れを反映している。

経済見通しに関するリスク評価に関しては、私はQQE導入後一貫して「下方に傾いている」と判断してきたが、今回は、上下双方向に振れるリスクが高いことから、「上下にバランスしている」と判断している。私が重視するリスク要因は、海外要因と国内要因それぞれあり、海外要因については、世界の為替、株価、債券価格、コモディティ価格の動向が不安定化しているため、海外経済の回復ペースに対する不確実性が高まっていることである。中でも、原油価格の下落が欧州経済にもたらす影響は不透明で、経済にはプラスである一方で、ロシア・ウクライナ経済の弱体化や、ユーロ圏の物価上昇率の低下による debt overhang や実質賃金の上昇によって企業マインドと企業収益が下押しされることで、設備投資や雇用の回復が遅れるリスクを意識している。また、景気回復が明確な米国でも、原油価格下落によって総合インフレ率が大きく低下し、コアインフレ率も徐々に低下しているので、FRBによる金融政策の正常化プロセスが見通

しづらくなっており、それが新興諸国の資本フローや世界の金融市場を不安定化させ経済成長を下押しするリスクがあるとみている。無論、米国経済の回復がしっかりと継続し、F R Bの金融政策の正常化がスムーズに実施され、原油価格も極く緩やかな上昇に転じていけば、世界経済が上振れる可能性も相応にあると思われる。

次に、国内要因に関するリスクについてであるが、わが国の経済成長力や恒常所得に対する上昇期待が高まらない場合に、設備投資や消費の見通しが下振れるリスクを意識している。この点、金融緩和政策や政府による成長力を高める各種政策に呼応して、企業の基礎体力や地方経済の底上げを図ろうとする意欲の高い地方自治体、企業、地域金融機関が増えていくことを期待している。現時点ではそうした主体はまだ少ないようにみえるが、今後、企業の新陳代謝や地域経済の潜在成長力が高まっていくかについては、上下双方向のリスク要因として注視している。

物価の見通しについては、次のラウンドで申し上げる。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢と中間評価について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず、海外経済については、米国は、雇用が堅調に拡大しているもとで、原油価格下落の効果が加わり、民間需要を中心に着実な回復を続けている。消費も増加ペースを速めており、設備投資も回復を続けていると思う。欧州については、多くの委員が、このところ回復のモメンタムが弱まっていること、物価面ではインフレ率がエネルギー価格の下落の影響からマイナスにも転化したことからディスインフレ傾向がさらに強まっていることを指摘された。中国については、引き続き成長減速の動きはあるが、外需の改善や景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持している。不動産市況もやや持ち直しの兆しもみられると思う。一方、新興国経済は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方、ブラジルやロシアなどでは、構造問題などを抱え景気停滞が続いていると思う。従って、海外経済については、「一部になお緩慢さを残しつ

つも、先進国を中心に回復している」というような見方で、概ね一致していたと思う。

次に、わが国の景気であるが、家計部門については、個人消費は基調的に底堅く推移しており、駆け込み需要の反動の影響も全体として和らいでいる。また、企業部門をみると、輸出に持ち直しの動きがみられる、あるいは在庫調整も進捗するということから、生産は下げ止まっている。こうしたもとで、企業収益は改善しており、設備投資も緩やかな増加基調にあると思う。以上のように、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が作用しているとみて良いと思う。従って、総括判断としては、緩やかな回復を続けているという評価を維持することが適当との見方が、概ね共有されたと思う。

先行きについても、緩やかな回復基調を続け、駆け込み需要の反動などの影響も収束していくということで良いのではないかと思う。また、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ゼロ%台後半になっている。

中間評価については、10月の展望レポートとの比較では、成長率は、2014年度は下振れる一方、2015年度、2016年度は、原油価格の大幅下落と政府の経済対策の効果もあって上振れるとの見方が、概ね共有されていたと思う。物価面では、需給ギャップや中長期的な予想物価上昇率に規定される基調的な動きについての見通しに変化はないとの見方が、概ね共有されたと思う。こうしたもとで、消費者物価の前年比は、当面エネルギー価格の下落を反映してプラス幅を縮小するとみられるが、今回のように、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、原油価格下落の影響が剥落するに伴って伸び率を高め、2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高いというのが、多くの委員のご意見であったと思う。ただ、2%に達する時期は、原油価格の動向によって多少前後すると思う。また、佐藤委員、木内委員は物価の見通しについて、より慎重な見方を示された。物価の見通しに委員間で幅があることについては、記者会見等では留意して発言したいと思う。

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

白井委員

原油価格が話題になっているので、アカデミックなリサーチを紹介しそのインプリケーションをお話ししたい。3点ある。1点目は、物価の見通しにおいて、原油価格は予測誤差の最大の要因といわれている。多くの主要中央銀行のリサーチペーパーで出ているが、物価見通しを出す時に、原油価格の予測は非常に困難なので、物価の上振れ・下振れの主因であるということである。2点目は、原油価格が上昇する時と下落する時では、経済成長に及ぼす影響が非対称的であるということである。一般的には、原油価格上昇が成長に及ぼすマイナスの影響の方が、原油価格下落が成長を押し上げるプラスの影響よりも大きいということである。この理由については、個人的に考えるところでは、例えば、原油価格が下がったからといっても、企業は、マージンを維持するために販売価格を必ずしも下げない、あるいは原油価格が下落する時は世界需要が低下していることもあると思うが、非対称的であるということを考えるべきであるということが2点目である。3点目は、原油価格が変化する時に、それが成長に及ぼす効果の大きさは、経済・市場環境がボラタイルな時には小さくなるということである。現在、原油価格は下落してきているが、為替、株式、債券、コモディティ全般が非常に不安定でボラタイルなので、このような時は、原油価格が下落しても、必ずしも成長に大きなプラスにならない——プラスはプラスだが——かもしれない。IMFや世界銀行の2015年の経済成長見通しが下方修正になった背景には、そのような理解があるからだと思う。

インプリケーションとしては、1点目の原油価格の予測が非常に困難なため、それが中銀の物価見通しの予測誤差の大きな要因となるということ、議論の余地はあるが、原油価格がこれだけ下がってくると、食料・エネルギーを除いてコアコアという言い方をするが、今問題になっているの

は原油価格の暴落なので、原油価格を除いたC P Iをみせていくことも大事ではないかと思っており、そのような要求も高まってくると思う。いわゆるコアコアよりも、原油価格を除いたわが国の物価がどのようになっているかを示す指標をみせていくことも、1つの考えではないかと思う。

木内委員

原油価格の変化が世界経済、特に米国経済に与える影響に関しては、先程も少し申し上げたが、変化率と水準の両方があると思う。例えば、「原油価格が下落して消費にプラス」というのは、どちらかというに変化率の問題で、原油価格が下がっている間はプラスの効果が出て、原油価格下落が一巡するとプラスの効果が徐々に減衰していくと思う。一方、原油価格下落が原油の生産や関連する投資にマイナスの影響を与え、その結果として雇用にもマイナスの影響を与えるかどうかは、水準で決まると思う。そうすると、原油価格がどんどん下がっている間は、プラスの効果が出やすいが、どこかの時点で水準が非常に低いことによるマイナスの効果が出てくる。原油価格はどこかで下げ止まるので、トータルではプラスだとは思いますが、時間軸で考えると、原油価格が下がっていて下げ止まる過程では、最初はプラスの影響が出やすく、後にマイナスの影響が凌駕していくかたちになりやすいので、変化率と水準の両方を考慮してその影響を考える必要があると思う。

佐藤委員

足もとの原油価格の下落については、供給ショックと言われているが、需要ショックの面もあるかもしれない。原油価格下落と経済との因果関係は、まだ解明し尽くされていないと思う。一般論としては、原油価格下落は、世界経済にとって全体としてはプラスの影響の方が勝り、原油価格上昇はその逆ということだが、今起こっていることは、原油価格下落が先にありきかどうかということである。昨日のIMFの世界経済見通しの下方修正に示されているように、実際には世界経済の先行きの見通しの変化

が原油価格に影響を及ぼしているのかもしれない。その辺りはなかなか難しいところだと思うが、私自身は、世界的な長期金利低下、原油価格下落が、先行きの世界経済の何らかの基調の変化、見方の変化を暗示している可能性もあると思うので、原油価格下落の影響、波及効果を注意深くみていきたいと思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、さらにご意見等があれば願います。

木内委員

今回の展望レポートの中間評価において、原油価格の前提とその場合のC P Iにおけるエネルギー価格の寄与度の試算値を（注3）で示すことに関連して、考えているところを申し上げたい。一部は情報発信に関する議論なので後半のラウンドで議論すべきことかもしれないが、ここでまとめて4点申し上げたい。

1点目は、足もとC P I コアが原油価格の変動によって非常に大きく振れていることから、原油価格の前提を揃えて示さなければ、見通しの数字の解釈が難しくなり、情報価値が下がるという面があると思う。この点から、今回、原油価格の前提を揃えて示すことには賛成している。ただ、本来このような外的要因を含めて各委員の判断に任せるルールであったが、状況次第では裁量的にこのルールがなし崩し的に変わってしまうという見方に繋がると、展望レポートへの信認を損ねる可能性もあると思う。この点から、今回の措置はあくまでも例外的であるということを明確に説明すべきであると思っている。

2点目は、エネルギー価格の寄与度の試算値を示すことについては、私自身、正直言って、まだためらうところがある。この試算値は、消費税率引き上げ時の試算値のように純粋に機械的な計算の結果とは言えず、主観が入った予測値に近いものを統一見解として示すようなかたちになる。例

例えば、原油価格の変動に対してガソリン価格がどの程度追随していくかについての想定次第で予測値は変わる。また、今後の為替動向によって数値は大きく変わってくるが、他方で、各委員の為替レートの想定は区々のはずなので、そのもとでエネルギー価格の寄与度の予測値がほぼピンポイントで決まってくるのは、やや不自然な感じがする。この数字の位置付けが曖昧であるという点と、こうした数字を示すことで各委員の自由な判断の余地が狭められているという点をやや懸念している。

3点目は、この数字がどのように受け止められるかということである。エネルギー価格の寄与度の試算が、物価の大きな攪乱要因である原油価格変動のみを抽出していると誤解される可能性が相応にあると思っている。しかし、既に述べたように、ここには為替変動も大きく影響し、また、電力料金などのように原油価格変動以外の要因で決まる部分もある。さらに、原油価格下落が成長率を押し上げることを通じて物価に与えるプラスの効果はここには含まれない点も、本来は十分に認識されるべきだと思う。

最後に、展望レポートでのC P I コアのわれわれの見通しにこのエネルギー価格の寄与度の試算値を単純に加えたものが、従来のC P I コアに代わる新たな基調的な物価見通しのベンチマークであると誤解されてしまう惧れが、相応にあると思っている。こうしたミスリードを黙認するのではなく、物価の基調は様々な指標で判断するというのを、より明確に説明していく必要があると考えている。

中曽副総裁

(注3)に関し、木内委員から4点示されたが、改めて自分なりの理解を整理したい。今回のことは、物価安定目標はC P I の総合、予測に当たっては基調的な動きを比較的よく表すC P I のコアを用いるという基本的な枠組みを、もとより変えるものではないと理解している。今回の中間評価ではその枠組みは変えずに、昨日今日の議論にあったように、足もとでは原油価格が大幅に変動しているので、政策委員のC P I の見通しが原油価格の置き方に大きく影響を受けてしまうという状況を踏まえて、ボード

の見通し作成のために原油価格の前提を揃えて、エネルギー価格の寄与度の試算値を注記として示すことにしたと理解している。

中間評価での今回の対応は、物価の基調判断においては、特定の指標に依存するのではなく様々な物価指標を点検し、需給ギャップや予想インフレ率など背後の経済の動きと併せて総合的に判断し、評価するという従来の対応の一環であると思っている。従って、コアコアを新しいベンチマークとする方向に向けての変化ではないと思っている。今回の注記が一時的、例外的なものかどうかについては、今回は原油価格が大幅に変動しているので、現下の状況を踏まえた対応であると理解している。同様の対応を続けるかどうかは、今後の原油価格動向次第で、どのように適切に情報発信していくかという観点から考えていけば良いと思う。

寄与度の試算に恣意性があるかどうかについては、企画局の説明や私自身の理解でも、2次的な影響を勘案せずに一定のルールに従ってメカニカルに試算するとこのような数字になると理解しており、出てきている数字もそれほど違和感がある数字とは受け止めていない。

白井委員

木内委員と中曽副総裁の議論については、どちらもそれぞれそのとおりでと思うところがある。木内委員がおっしゃっていることも非常によく分かるが、今回に関しては、原油価格の状況は現在も刻々と変化しており、先行きの見方も委員によって全く違うので、想定を揃えずに見通しを出すと、原油価格の判断による違いなのか、それ以外の基調のところの違いなのか全く読めなくなる。それでは、市場参加者にとっても日銀の見通しをみる時に非常に分かりづらくなるので、今回は原油価格の現状と見通し——大雑把な方法であり、これが適切かどうかという問題はあるが——を出した方が良いと思う。2次的効果が入っていないという点はそのとおりで、それは消費税も同じである。機械的にフル転嫁で2%という仮定で、2次的効果が入っていない——私はこの点を常々言っているが——ので不完全だと言っているのと同じなので、今回に関しては、この

ような扱いをした方が良いと思っている。

物価の基調についての議論があったので、それについて意見を申し上げたい。物価の基調という時、2%の物価安定を実現するメカニズムが毀損していないかどうかを判断することになるが、GDPギャップは別にして、物価だけでみる場合に3つ条件があると思う。つまり、2%の物価安定を実現するメカニズムが毀損していないと判断する根拠としては、物価面から3点必要だと思う。1つ目は、幅広い品目で物価の上昇が続いているかどうか、2つ目は、物価の上昇が持続しているかどうか、3つ目は、予想物価上昇率が低下していない、上昇あるいは横ばいかどうか、ということである。この3つの条件はどこの中央銀行も同じで、基本的な見方だと思う。

1点目の幅広い品目で物価が上昇しているかどうかは、われわれも公表しているCPIでどの位の品目が上昇しているかをみると、今は上昇品目比率は6割弱で、上昇品目比率から下落品目比率を引いた物価上昇DIでも2割程度なので、今のところは幅広い品目で物価が上昇しているという条件は満たしている。2つ目の、それらの品目の上昇が持続しているかどうかという点では、このところ横ばいになっており、持続しているので、2つ目の条件も満たしている。とはいえ、食料・エネルギーを除いたもの、あるいは10%刈込平均値でみると伸び率は低下しているので、そこは注視していく必要があると思う。3点目の予想物価上昇率については、全体としては、市場ベースの中長期予想物価上昇率は低下しているが、米国と同様、サーベイベースでは横ばいの動きであると思うので、今のところ、物価の基調としては、これまでと大きく変わっていないと判断できると思う。

木内委員

中曽副総裁と白井委員のコメントに関してだが、私は、原油価格の前提を揃えて発表することについては賛成と申し上げている。物価目標はCPIの総合、予測を示すのはCPIのコアという点は全く変わっておらず、

新しいベンチマークを提示している訳ではないという点は、私もそのとおりだと思っている。私が申し上げたのは、そのように誤解されてしまうリスクがあるということと、そうならないように十分な情報発信が必要であるということである。また、寄与度の試算値は為替レート的前提で相当影響を受けるが、ここでは「為替レートは足もと横ばい」といったことは書いておらず、依然として為替レートの見通しは揃えずに各自がばらばらのはずなので、その中で、これだけピンポイントで揃えることの不自然さは、正直言っていると思う。

佐藤委員

私としては、原油価格が短期間でこれだけ大幅に変動していることを踏まえると、原油価格の前提を委員間で揃えることは、木内委員が指摘されたように、見通し計数の情報価値ということを考えるとやむを得ないと思う。ただ、原油価格の前提だけを揃えるということであって、もう1つの大きな変数である為替レートについては、何の情報発信もせず、実際に委員間でも揃えていない。当然、為替レートについてはどうなのか、その他の前提についてはどうなのか、と色々聞かれることになると思う。そうしたことを想定したうえで、このような脚注をつけると理解している。今回このような脚注をつけて委員間の想定を揃えるということだが、次回以降、すなわち4月の展望レポート以降これをどうするかについては、4月まで時間があるので、じっくり考えていく必要があると思う。その時々原油価格次第で臨機応変に対応するということだと思うが、言い方は悪いかもしれないが、その時々原油価格によって振られてしまうことにならないか、若干懸念している。

黒田議長

他にご意見がなければ、今から10分程度コーヒブレイクを取りたい。

(10 時 18 分中断、10 時 28 分再開)

IV. 貸出支援基金等の制度の概要および利用状況に関する執行部説明 (資料－ 7)

黒田議長

議論を再開する。このラウンドでは、当面の金融政策運営について討議するが、貸出支援基金等の期限が近く到来することを踏まえ、これらの取扱いも含めて議論したいと思う。そこで、まず執行部から現行の貸出支援基金等の制度の概要およびその利用状況について報告をお願いする。

内田企画局長

資料－ 7 に沿ってご説明する。3 月および 4 月に期限が到来する貸出支援基金等の制度についてご説明するが、延長するかどうかをご議論頂ければと思う。因みに、昨年は 2 月に決定し 1 年間延長している。制度の概要は、大きく言って論点が 2 つあり、1 つ目は、総枠および個別行枠をどのように考えるかだろうと思う。

1. 制度の概要の(1) 成長基盤強化を支援するための資金供給をみて頂くと、本則の総枠が 7 兆円、個別行の枠が 1 兆円で、前回個別行の枠を 1,500 億円から 1 兆円に増加させているが、既に一部大手行でこの上限に迫っている。従って、仮に延長ということであれば、この上限を引き上げるかどうかは 1 つの議論になると思う。因みに、1,500 億円から引き上げたところで 1 年間で 1 兆円に迫っているということであるので、叩き台としては、例えば 2 兆円が 1 つの基準になると思う。そのうえで、2. 利用状況をみて頂くと、本則の総枠は昨年倍増し今 7 兆円だが、貸付残高は 4 兆 3,000 億円であるので、まだ余裕がある。ただ、個別行枠を引き上げるということであれば、もう少し引き上げることが考えられると思う。これについては決め手がある訳ではないが、本則を 2 兆円に引き上げた場合に、現実問題として使える可能性があるのはメガバンクだと思う。メガ 3 行が使ってきたとしても枠の使い方は合計で 3 兆円の増加が限界であるので、

例えば、3兆円増やして10兆円というのが1つの叩き台になると思っている。ドル特則は、120億ドルの総枠を既に使い切っている。ただ、これは保有外貨の制約があり、そのうえで国際金融協力であるとか、邦銀の外貨資金繰り等別の目的のために留保する必要があるので、私どものある種の懷事情としてこれ以上増やすことは難しいと思っている。

貸出増加支援については、元々総枠は無制限であり、今は18.9兆円の利用がある。因みに、利用については、利用率が大手行で8割以上、地域金融機関で2～3割で大体変わっていない。金利が低下しているので今後ニーズが減少すると思われるが、前回も金利は0.1%以下であったにもかかわらず相応の利用があったので、延長することへのニーズはあると思っている。被災地オペは引き続き3割程度の利用となっている。

以上が1つ目であり、2つ目の論点が対象先である。2.(2)をご覧頂くと、成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給については、対象先を本行取引先としている。その中で本行非取引先金融機関より、資金調達環境の公平性確保、つまり、「隣の信用金庫は使えるのに、信用組合は使えない」といったことに対する不満があり、制度を利用させて欲しいという要望が来ている。信用組合業界からは正式の要望書を頂いている。これについては、直接貸出をすることはできないが、系統中央機関を通じて傘下の金融機関に利用を認めるという枠組みを導入するかどうか、もう1つの焦点になろうかと思う。その場合には、系統中央機関に、制度が適切に利用されることをチェックする機能を担ってもらうことが必要になろうかと思う。以上である。

黒田議長

今の執行部からの説明に関してご質問があればどうぞ。ご意見については次のラウンドでまとめてお願いしたいと思う。

白井委員

成長基盤強化の方は大手行がほとんど個別枠を使い切ったという説明

であるが、それとの対比で、貸出増加支援の方では、大手行はどのような状況なのか。

内田企画局長

メガバンクによってどちらを優先して使うかは少し分かれている。ただ、いずれも大手行については、貸出増加支援は満額に近い使い方をしていてと考えて頂いて結構である。正確に申し上げますと、メガバンクはフルに使っているが、メガバンクではない大手行で一部使っていないところがある。一方で、地域金融機関は2～3割の利用にとどまっているというのが現状である。

木内委員

3点質問する。1点目は成長基盤強化支援資金供給の総枠を7兆円から10兆円に引き上げるという話だが、1行当たりの上限を1兆円から2兆円に引き上げ、その分メガが増え3兆円上乗せされるという計算だという説明であるが、一方で7兆円という今の上限には、まだかなり余裕がある。これを10兆円まで増やすのは、最後に説明のあった対象先を増やすところもある程度考慮してこのような数字になってくるのか。

2点目は、系統中央機関、あるいはその会員金融機関から制度の利用を求める要請があったということであるが、これは成長基盤強化支援、貸出増加支援ともに同様のニーズがあったのか、それとも成長基盤強化支援にだけなのか。

3点目は、成長基盤強化支援の審査は今まで厳格にやってきたと思うが、これについて、系統中央機関の会員金融機関が制度を利用する時には、どのような審査を行うのか、従来同様本行による審査なのか、あるいはそうではないのか。

内田企画局長

1点目はおっしゃるとおりである。対象金融機関を広げることに伴い

ロットとしてどの程度増えるのかは、正直よく分からないが、よく分からないだけに多少枠の余裕を持っておきたいという面が、考慮の1つとして入っている。最初に申し上げたことであるが、元々メガバンクが全部2兆円使うとまで思っている訳ではないので、おっしゃるとおり対象先を広げることも1つの要因だと思う。

2点目については、特に、成長基盤強化支援資金供給と貸出増加支援資金供給のどちらかだけを利用したいと正式に言われている訳ではないが、業態により、成長基盤を使いやすいところ、貸出増加の方が使いやすいところは出てくる可能性があると思っている。成長基盤については、例えば、医療系の信用組合のように、病院への貸出——他の金融機関でも成長基盤融資がほとんどである——があるような先では成長基盤を使ってくる可能性が高いし、一方で、例えば、労働金庫ではそのようなものはほとんどなく、住宅ローンが中心だと思うので、貸出増加の方を使ってくると思う。このようにニーズはそれぞれ分かれてくると思うが、それは業態としてのニーズだということだろうと思う。この業態はこちらだけと考えるよりは、両方セットで考えておいた方が良いと思う。

3点目については、同様の適正性の担保は当然必要だと思っている。私どもでは直接審査をできないし、資金を送ることもできないので、資金は、われわれが系統中央機関に貸し出し、系統中央機関が同条件で貸し出すことになる。チェックの仕方は、具体的には、まず成長基盤については、取組方針を策定してもらいその確認をすることになるが、これは系統中央機関にやってもらおうと思っている。個別投融资がその方針に従っているかどうかのチェックは、今は金融機構局で行っているが、これも系統中央機関にやってもらおうと思っている。貸出増加の方はマクロで貸しているので、貸付限度額のチェックがわれわれの行っているチェックであるが、この点を系統中央機関に担ってもらおうということである。当然のことながら、まだ系統中央機関に話していないので、彼等がそれをやってくれるということが条件になるということだと思う。

木内委員

個別の案件について、それが成長基盤強化に資するかどうかをわれわれの手で厳格にチェックするということではなくなるということか。

内田企画局長

そうである。直接的には系統中央機関で評価し、チェックしてもらい、きちんとチェックしているかどうかはわれわれがチェックできる体制になろうかと思う。

木内委員

われわれは系統中央機関がチェックしているかどうかはチェックするが、われわれで個別の案件をチェックする訳ではないのか。

内田企画局長

系統中央機関に審査に入った時に、ちゃんとチェックしているかどうかはチェックできる。

宮尾委員

成長基盤強化の個別行の枠の利用状況について、どの程度メガバンク、あるいは大手行でほぼ一杯になっているのか。その辺りを確認させて欲しい。

内田企画局長

個別行の名前は伏せるが、1番大きいところで約8,000億円、そのほか3,000億円程度のところがメガバンク以外も含めて2先程度、2,000億円に近いところが地銀や信託銀行で3行程度ある。

宮尾委員

相応に利用されているということか。

内田企画局長

そうである。

V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

他に質問がなければ、当面の金融政策運営に関する討議に移る。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。まず、宮尾委員から願います。

宮尾委員

わが国の金融環境については、企業の資金調達、貸出金利、アベイラビリティとも、引き続き「緩和した状態にある」との評価で良い。金融市場動向については、わが国の長期金利は、本行による国債買入れとともに海外金利の一段の低下もあり、現在0.2%程度にまで低下している。株価は、米国株価や為替レートの動きなども反映して上下に変動したが、足もとでは前回会合時並みの水準、為替レートもほぼ前回会合時並みの水準で推移している。これら金融市場の面からも、極めて緩和的な金融環境が維持されていると理解している。

次に、金融政策運営に関する意見を申し上げる。わが国経済は、前半で申し上げたとおり、基調的には10月展望レポートで示したメインシナリオに沿って緩やかな回復を続けており、次回決定会合までの金融市場調節方針は現状維持、また資産買入れについても、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、すなわち物価安定目標を安定的に持続するために必要な時点まで量的・質的金融緩和を継続するというガイダンスを維持することが適切と考える。

続いて、貸出増加支援並びに成長基盤強化支援の資金供給について申し

上げる。3月末で期限を迎える「貸出増加を支援するための資金供給」並びに「成長基盤強化を支援するための資金供給」であるが、両スキームとも、金融機関の貸出増加や民間部門の成長力強化を促すという狙いのもと、本行の強力な金融緩和の効果波及を強める措置としてこれまで重要な役割を果たしてきており、先程執行部から報告があったように、昨年2月に制度を拡充して以降も、順調に利用されている。従って、両資金供給の枠組みについて、さらに1年間延長することが適切と考える。そのうえで、特に成長基盤強化支援資金供給については、本制度を利用したファンドなどを組成するといった金融機関独自の取組みが相応に広がっており、また、一部のメガバンク等では利用残高がかなり上限に迫っていることから、本則の資金供給枠を拡充し、個別金融機関ごとの利用上限も引き上げることが適当と考える。さらに、両資金供給について、信用組合など本行の取引先でない系統中央機関傘下の金融機関からも、制度利用のニーズや要望があることを踏まえ、公平性確保の観点から、それら系統傘下の金融機関の利用を可能にする枠組みを導入することを併せて検討していくことで良い。また、被災地金融機関支援のための資金供給オペについても、現行のスキームで1年間延長することが適当であると考えます。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、貸出支援基金については、量的・質的金融緩和により供給している大量のマネタリーベースが、金融機関等の貸出を通じて企業活動の活発化、円滑化や、成長力強化の取組みに利用されることは重要であり、来年度以降も制度を継続することが適当と考えている。また、総枠や個別先ごとの貸付枠を拡充することや、系統中央機関を通じて本行と取引のない金融機関にも資金供給できるように制度を拡充することについても、必要に応じ円滑に実行できるよう対応すべきものと考えます。

次に、期待インフレ率について申し上げる。本行からの情報発信は、これまでB E I を重視してきたという印象がある。私は、物価連動債のように発行残高が小さく、参加者や取引量が極めて限られ、価格形成にも歪みがあるようなものを利付債と比べてB E I を算出して使用することには、従来より適当でないと考えてきた。ましてや現在のように大量の利付債を本行が買い入れ、その需給を極めてタイトにしている状況ではなおさらのことである。ここに来て、期待インフレ率については、市場の指標をみるだけでなく、企業・家計の物価観も総合的にみていくことを明確にしたことは、大変結構なことだと思う。

ただし、その場合、企業や家計の物価観を現実にどのようにみていくのが問題となる。これら経済主体の中期的なインフレ予想に関するしっかりしたサーベイとしては、今のところ本行の短観と生活意識に関するアンケート調査しかない。短観の5年後のインフレ予想の平均は、昨年3月の調査開始以来、1.7%から変わらない。また、生活意識に関するアンケート調査における5年後のインフレ予想の中央値も、2%で安定している。短観の場合、企業規模別にみると、大企業が1.2%、中小企業が1.9%とやや開きがあるが、大企業の数値については、元々業務計画策定などで機関決定していない先が多く、各種調査機関の数字に倣う傾向が大きいためとみられる。一方、中小企業は、経営者本人の見方を回答するケースが多いと思われるため、個々の企業の予想をより反映しているものとみている。

要は、このところ企業・家計の中期的なインフレ予想は、2%程度にあるとみることができるのではないかと考える次第である。勿論、こうしたサーベイにもある程度のバイアスが含まれており、100%の信頼度がある訳ではないが、他に明確な材料や根拠がない限り、こうした結果をベースに判断していくことが適当であると考えている。B E I やエコノミストを対象とした調査のみに依存せず、広く企業や家計のインフレ率をみていくということとなれば、「わが国は長い間デフレが続き、インフレ期待は低位にアンカーされている」とか、「インフレ期待を2%へ上げてこれをアンカーし、実際のインフレ率を2%に収束させていく」という言い方には、

なかなか難しいものがあるのではないかと思うところである。今後の金融政策については、このような認識もベースに考えていきたいと思っている。

なお、先程展望レポートの中間評価において、物価が2%程度に達する時期は2016年度になるとの見方を申し上げたが、下振れの主因である原油価格の下落は、基本的には実体経済の改善を通じて将来の物価押し上げ要因となるとみている。このため、政策運営との関係では、多少時期の後ずれはあっても、2%に向けて再び上昇していく道筋がみえていることから、特に問題があるとは考えていない。

最後に、当面の金融政策運営については、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、前々回会合で述べたのと同様の理由から、現状維持で良いと思う。また、先程執行部から説明のあった成長基盤強化支援資金供給および貸出増加支援資金供給の延長・拡充についても、執行部案どおりで良いと思う。同制度について、系統中央機関の会員である金融機関の利用を可能にする件については、本委員会で決定がなされれば、事務方で実務面の調整をしっかり行って頂きたい。

そのうえで、金融政策運営に関し、思うところを3点申し上げる。第1は、原油価格下落により伸び率低下が予想される消費者物価上昇率のもとの市場との対話のあり方についてである。昨日の執行部報告にもあったとおり、消費者物価コアの前年比は当面プラス幅を縮小すると見込まれる。もともと、原油価格の変動が短期間で大幅であることから、これに大きく影響されるコア指数で基調的な物価の動きをみることは、必ずしも適切ではない。その点、展望レポートおよびその中間評価における見通し計数は

これまでコア指数を示してきており、またその数字が市場などで独り歩きしている印象がある。日本銀行としては、この際、特定の物価指標に政策が紐づけられているとの市場にありがちな誤解を解き、賃金を含む幅広い物価指標の基調を丹念に点検していくことを改めて丁寧に説明していけば良いと思う。その点、今春の賃金交渉を巡る状況は、消費税率引き上げもあり、労使双方が昨年の物価上昇率を意識して基本給改定に臨んでいる。人々の行動様式がある程度の物価上昇を前提としたものに変化してきていることの1つの現れであり、好ましい動きである。日本銀行としては、そうした人々の行動様式の変化を丹念に観察していく中で、物価および人々の中長期的な予想物価上昇率の基調を判断していけば良いと思う。

第2は、足もとのイールドカーブの形状と量的・質的金融緩和拡大後の政策の持続性についてである。量的・質的金融緩和拡大の際に予想されたことではあるが、このところ、海外要因もあって金利低下ペースに弾みがつき、5年物金利も昨日マイナスとなった。中期ゾーンがマイナス化しても、長期や超長期ゾーンには金利低下余地があるし、本行はマイナス金利での買入れが可能なので、買入れを続けることは技術的には恐らく当分の間は可能であろう。もっとも、国内投資家がマイナス金利の国債を買うことは想定しがたいので、償還が進むにつれ国内投資家の保有残高は減少していくであろう。この場合、どこかの段階で投資家がオペに応じなくなり、本行の買入れが持続可能でなくなるといった事態も考えられる。どの段階でそうなるか現時点では予見しがたいが、手遅れになる前にソフトランディングの方策を考えておく必要があるだろう。先週のスイス中銀によるスイスフランの対ユーロ上限撤廃は、自由な資本移動のもとでは、自国通貨売り介入といえども為替相場の制御に限界があることを示した。スイス中銀は為替相場、本行は長期金利とそれぞれ政策の目的や手段は異なり、またECBによる緩和強化の流れとそれに伴うユーロ安進展の中で外貨準備を中銀のバランスシート内に持つことなどスイス固有の事情はあるにせよ、今回の件は本行の政策に一定の示唆があるように思われる。

第3は、第2の点と関連するが、買入継続の副作用についてである。先

に述べたように、足もと金利低下ペースに弾みがついており、現状ペースで買入れを続けると、やや長い目でみて金融システムや広義の決済システムの安定性への影響が想起される。また、買入れの実態をみると、財務省の発行入札で業者が国債を仕入れ、本行に直ちに転売するといった取引が多くみられ、たとえ本行がセカンダリー市場から買い入れていると言っても、実態はプライマリー市場からの買入れに近いとの見方もあり得よう。本行は、これを財政ファイナンスでないと言い続けてきているが、これだけ大規模な買入れを行っているだけに、市場が財政規律に懸念を持てば、リスクプレミアムの拡大から量的・質的金融緩和の効果は著しく削がれる可能性がある。これに対し、「日本銀行がグロス発行量の約9割を買い入れているから国債の金利は急上昇しない」との意見もあろうが、リスクプレミアムの拡大は国債市場以外でも起こり得る。その点、量的・質的金融緩和が財政ファイナンスではないとの本行の主張が説得力を持つには、これまで再三述べてきたように、政府の財政健全化努力が何よりも重要であるし、本行としても、先に述べたように政策のソフトランディングに向けた道筋を、市場との対話の中でそろそろ示していく必要性を感じている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融政策運営を柔軟化することの重要性と、国債市場とオペを巡る問題について、考えを申し上げたいと思う。私自身は、中長期的な経済・物価の安定に資するという観点から、できるだけ早期に現在の金融政策運営スタンスを3つの点で柔軟化していくことが望ましいと考えている。

第1は、2%の物価安定目標について、既に現実味が相当低下している短期間での達成を目指す姿勢を頑なに維持することで、金融緩和が過度に強化あるいは長期化する状況に追い込まれ、後々大きな負の遺産として残

るような副作用が累積していくことを、引き続き懸念している。この点から、2%の物価安定目標は、政府や民間の取組みと相俟って日本経済の改善に向けて粘り強く努力を続けていく中で、中長期的に達成を目指すものと位置付け直すのが良いと、引き続き考えている。先般の生活意識に関するアンケート調査でも表れていたように、物価上昇観測が消費者心理を悪化させている傾向が昨年からみられている。本行が短期間での物価上昇率の押し上げを優先する姿勢を強調することで、実質所得の低下による国民生活の悪化が懸念されている面もあるように思う。こうした中で、物価目標を柔軟化することは、国民の支持を得て、むしろ政策への信認を高める側面もあるように思う。物価安定の目標の柔軟化が、仮に政策の信認を一時的に低下させる可能性があるとしても、過度な緩和策が中長期的な経済・物価の安定を損なうことで政策信認を失うことの方がより深刻だと考える。

第2は、第1の点とも関係するが、金融政策運営の枠組みである2つの柱を従来以上に意識して、柔軟な政策運営を進めることである。具体的には、第1の柱については、各時点での日本経済の実力、潜在成長力などを確認したうえで、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかどうかを、その都度点検していくことが重要である。この点、2年程度先に目指すべき物価上昇率は、潜在成長力の上昇とともに次第に切り上がっていき、いずれは2%程度に達することも考えられるが、足もとの適正水準はより低めであると考ええる。第2の柱では、短期的な経済・物価情勢のみに目を奪われることなく、金融面の不均衡形成に十分に注意を払い、中長期の経済・物価の安定確保を最優先する政策姿勢が重要である。現状を振り返ってみると、金融市場では、展望レポートでの物価見通しの中央値を追加緩和措置と強く結びつける観測が根強くあり、それが実際の政策運営にも強く影響する可能性がある。しかし、これは政策運営の透明性確保と並んで、柔軟な政策運営を重視している2つの柱という金融政策運営の枠組みや展望レポートの本来の考え方と相容れないものであることを、改めて確認しておきたいと思う。

第3に、量的・質的金融緩和は正常化に相当の時間を要することなどを踏まえると、なお長期間継続することは必至だと思うが、様々な政策の組み合わせの中でその比重を次第に低下させていくような調整に着手する時期に、そろそろ来ていると感じている。現在の金融政策は、量的・質的金融緩和のみで運営されているようにも見えるが、実際には、需給ギャップの改善と物価上昇率の高まりを受けて、実質ゼロ金利の景気刺激効果も既に発揮されつつあると考えている。これに加えて、貸出支援オペなどその他の金融政策ツールも念頭に置きながら、望ましい政策の組み合わせを常に模索していく姿勢が重要だと考える。

次に、国内債券市場とオペを巡る問題について述べる。足もとでは5年債利回りがマイナスになるなど、歴史的な金利低下に歯止めがかからない様相を呈しているが、一方で市場に織り込まれている中長期の予想物価上昇率が足もと下振れていることから、名目金利の低下は実質金利の低下には繋がらず、景気・物価への追加的なプラス効果は期待しにくい状況である。他方で、国債利回り低下の副作用については、金利が経済ファンダメンタルズに見合った水準から過度に乖離することによって、不均衡の累積、将来的な金利上昇リスクの蓄積、金融機関の収益への悪化などを通じた金融システムの不安定化、財政健全化の取り組みへの悪影響などをもたらす懸念が多く指摘できる。

さらに、今後の長期国債買入れについては、技術面からの持続性にも不安を感じている。金利の低下は、本行がプライマリーディーラーを通じて新発国債を買い入れる資金フローの円滑化に資する一方、インカムゲイン狙いで国債を保有する金融機関にとっては、売却資金の再投資先をみつけるのが一層難しくなるため、保有国債の売却意欲を削いでしまい、国債需給を一層逼迫させている面がある。このため、今後、公的年金の国債残高削減の一巡などの要因が加わってくると、場合によっては年内にも長期国債買入オペで札割れが生じるといった不安定化が生じる可能性も考えられる。他方で、こうした事態が直ぐには生じず、現在の政策が技術的にはなお持続可能だとしても、効果と副作用のバランスを踏まえて継続するこ

とが妥当かどうかは別問題であることも改めて確認しておきたいと思う。

なお、先程説明のあった貸出支援基金などの延長・拡充については賛成であるが、対象を拡大することが制度の信頼性を低下させることがないよう、十分な配慮が必要と考えている。

金融市場調節方針については、前回までと同様に、昨年 10 月の量的・質的金融緩和の拡大以前の方針が妥当と引き続き考えている。また、今後の金融政策運営方針についても、従来提案してきたような考え方に変わりはない。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、CP・社債市場も良好な発行環境が続いている。こうした環境のもとで、企業の資金繰りは良好である。

この間、国際金融市場は神経質な展開となっており、わが国の債券、株式、為替市場にも影響を及ぼしている。今後、前段で述べたように、原油価格の動向とロシア等の産油国経済への影響、ギリシャ政局の展開のほか、引き続き米中経済の回復ペース、FRBやECBの政策対応と波及効果、ウクライナ、中東情勢等の地政学的リスクなど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、懸念される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だと思う。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、今回の中間評価の公表に当たり、2015 年度の物価見通しが昨年 10 月時点の見通しから大きめに下方修正となっていることから、物価目標の達成時期との関係で、市場に様々な憶測を生ずる惧れがある。この点、対外的な情報発信を行う際には、世界的な外生要因である油価下落の定量的な影響、さらには需給バランスや予想物価上昇率の動向と年度内の物価の推移等について、より丁寧な説明を行っていくことが必要と考えている。

次に、最近の長期金利の低下について付言したい。前回会合以降、長期金利は、中期ゾーンまでマイナスからゼロ近傍で推移しているほか、10 年物では過去最低となる 0.2%程度まで一段と低下している。この背景には、本行の巨額の国債買入れに加え、E C Bによる追加緩和期待の高まり、急速な原油安や世界経済の減速懸念、ギリシャ政局の不透明感など様々な要因があるとみられる。イーールドカーブに一段と低下圧力が加わることは、本行の政策効果の発現であり、実体経済改善へのさらなる後押し効果等が期待されるが、一方で金融面の不均衡が蓄積するリスクや、金融仲介機能の低下に繋がるリスクを潜在的に高める可能性もある。こうした観点から、引き続き多面的な分析やモニタリングを行い、丹念に点検していく必要があると考えている。

最後に、貸出支援基金についてである。成長基盤強化支援と貸出増加支援は、いずれも近く新規貸出受付の期限を迎えるが、これを 1 年程度延長することが適当だと思う。両制度は、制度見直し後、地域金融機関を含めて広く利用が浸透し、両資金とも残高は順調に増加している。政府が成長力の強化を目指し「日本再興戦略」の具体的な展開に取り組む中、本行としても民間の成長力強化に向けた取組みへの支援を継続することが適切であると思う。さらに、昨年 2 月の制度見直し後の利用状況などを踏まえ、制度を一部拡充する方向で検討することが適当と考えている。成長基盤強化支援については、本則の利用残高が 1 先当たりの上限に迫る先がみられており、より積極的な行動を促す観点から利用上限を十分に引き上げ、これに応じて総枠を引き上げておくことが適当である。また、本行の取引先でない系統金融機関傘下の会員金融機関から両制度の利用を求める声も

聞かれている。この点、執行部説明にもあったように、系統金融機関に返済義務や方針策定などのチェック機能を担わせることを前提としたうえで、資金調達環境の公平性確保の観点から、会員金融機関の利用が可能となる方向で見直しを検討してはどうかと考えている。なお、本年4月に期限が到来する被災地金融機関支援オペについても、引き続き制度利用の要望が寄せられていることを踏まえ、1年程度延長することが適当であると思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融政策運営を考えるうえでは、消費者物価の基調と予想インフレ率の動向に注意する必要があると思う。そこで、消費者物価の基調を判断するために、原油価格の大幅な下落によるエネルギー価格の低下を除いた消費者物価をみると、消費税率引き上げ後の消費の弱さからその上昇率は少し鈍化している。しかし、今後、Q QE拡大と原油安の効果によって消費回復のスピードは上がり、需給ギャップも縮小すると考えられるので、次第にその上昇率を高めると予想される。その意味で、エネルギー価格の影響を除いた消費者物価の基調には大きな変化はないと考えている。いずれにしても、消費者物価の先行きは原油価格の動向に大きく依存するが、第1ラウンドで述べた原油価格の今後の見通しを前提とすると、消費者物価の前年比は、2015年度前半は下振れするが、2015年度後半からは2%に向けて上昇すると考えている。繰り返しになるが、今後の消費者物価は原油価格の動向に依存するため、下振れ、上振れ双方のリスクがあり、2%に達する時期も原油価格の動向によっては多少変化することには、注意が必要である。

以上の消費者物価の基調に関するメインシナリオにとっての、原油価格動向以外のリスクとしては、足もとのインフレ率の低下が予想インフレ率

の低下をもたらし、その結果として予想実質金利の上昇をもたらし、その影響を受けて需給ギャップが拡大し、実際のインフレ率がさらに低下し、その低下がインフレ率の低下を促す、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、予想インフレ率の動向に注意を払う必要があると思うが、消費税率引き上げ後の消費の弱さと最近の原油価格の急落を受けて、足もとのインフレ率はコアだけでなくコアコアも低下しているという状況だと思う。

一方、予想インフレ率については次のような特徴がみられる。すなわち、マーケットの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、新物価連動国債のB E I に比較的強く出ている。その一方で、生活意識に関するアンケート調査や消費動向調査、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。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 月に入ってから最近までの株安・円高傾向の主たる原因は、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過ぎたため、原油価格の大幅下落で大きな損失を被った投資家達を中心に、市場がリスク回避的になったためであると考えている。

以上から、金融政策運営上の予想インフレ率の指標としては、B E I のようなマーケットの指標だけでなく、家計や企業などに対するアンケート調査も重視すべきだと考える。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。確かに、予想インフレ率のうちのB E I の低下には注意が必要ではあるが、今述べたように、予想インフレ率を総合的に判断すると、金融政策の変更を必要とするような変化は起きていないと考えている。以上のように、消費者物価の基調には変化がなく、予想インフレ率に対しても大きな変化はないと考えるので、量的・質的金融緩和の拡大という政策を維持することが適切だと考えている。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

まず、貸出支援基金などについてであるが、貸出増加支援、成長基盤強化支援の両資金供給は積極的な利用がみられており、貸出増加や成長基盤強化の取組みを促すという観点から、その意義は大きいと思う。従って、両制度を1年間延長することが適当であると思う。

そのうえで、内田企画局長からサジェスションがあったように、従来は利用対象外だった非取引先である系統金融機関についても、制度利用ニーズや競争条件のイコールフットィングの観点から、その利用を可能とすることに賛成する。資金ニーズは業態によって異なるかもしれないが、例えば、信用組合については、成長分野では職域信組などには相応の借入需要があるのではないかと思う。また、スキームとしては、系統中央機関が制度の適切な利用のチェックを行うという取扱いが良いと思う。

成長基盤強化支援資金供給については、一部銀行が貸出上限に達しつつあることから、これもサジェスションにあったように、金融機関ごとの上限を2兆円に引き上げるとともに、利用対象が系統金融機関にも広がることも踏まえ、本則の総枠を10兆円に拡充することが適当だと思う。系統金融機関への対象拡大も含めて、貸出支援基金を延長・拡充することは、政府が取り組んでいる地方創生に寄与する面もあると考えている。なお、被災地金融機関支援オペについても、復興に向けた取組みを引き続き支援する観点から、現行の枠組みを1年間延長することが適当であると思う。

次に、物価の基調的な動きについては、何人かの委員から言及もあったので、私からもこのところの原油価格の大幅下落と金融政策面での対応について、基本的な考え方を改めて整理しておきたい。われわれが目指している2%の物価安定の目標を達成するうえでは、物価の基調的な動きを見極めていくことが重要である。その際、まずは物価の基調を決める需給ギャップや予想物価上昇率の動向をしっかりと点検していくことが重要である。ここで言う予想物価上昇率とは、BEIといった市場指標やサーベイ調査の数字だけでなく、企業や家計の物価観、さらにはそれを踏まえた

経済活動の変化をも含めたものである。具体的には、企業や家計が緩やかな物価上昇を前提に投資や消費を決定したり、価格設定や賃金交渉を行ったりするようになってきているかどうかといった点が重要だと思う。さらに、物価指数をみていく際には、局面によって一時的な変動要因が異なるので、状況に応じて様々な指数をみていく必要がある。例えば、現在のように原油価格下落が物価を下押す局面では、総合やコア指数から物価の基調を読み取るのが難しくなるため、よりその影響を受けにくいいわゆるコアコアなどの指数も並行して併せてみていくということだと思う。いずれにしても、特定の指標に依存することなく、様々な角度から物価の基調的な動きを総合的に把握する努力が必要だと思う。

そのうえで、最近の原油価格の大幅下落と金融政策運営について整理しておきたい。言うまでもないが、原油価格の下落は目先の物価を押し下げる一方、交易条件の改善から実体経済に好影響を与えることから、長い目でみれば物価の上昇要因となる。従って、原油価格下落の影響がいわゆる first-round effect にとどまっている限り、金融政策での追加的対応は必要ないというのがオーソドックスな考え方だと思う。一方、原油価格下落が、幅広い意味での予想物価上昇率に悪影響を与える場合、つまり家計や企業の物価観や、そのもとでの投資・消費行動が萎縮して物価の基調を下振れさせ、原油価格低下の影響が first-round effect にとどまらないと判断される場合には、政策的な対応が必要となる。10 月末の追加緩和はこうした考え方に沿ったものと整理できると思う。

現在、原油価格の一段の下落の影響で、C P I 総合やコアの前年比伸び率は低下してきている。こうした中で物価の基調をどのように読むかだが、まず第 1 に、中長期的な予想物価上昇率という点からみると、Q Q E 拡大の効果もあって基本的に維持されていると評価して良いと思う。特に、注目してきた賃金動向について、労働組合が 2 % 以上のベア要求方針を決定し、経営者側もベアも含めた賃上げに前向きな姿勢を示している点を、私としては前向きに受け止めている。また、企業の価格設定行動も、全体として弱気化する動きはみられていないと思うので、広い意味での予想物価

上昇率という観点からみると、デフレインドの転換は着実に進んでいると思う。

第2に、需給ギャップという点からみると、円安、原油安、政府の経済対策などから先行きの成長率は上振れており、需給ギャップは改善していくとみている。これらを踏まえると、物価の基調的な動きは2%の物価安定の目標に着実に向かっていると判断している。従って、現時点では金融政策面での対応は必要ないと考えている。

対外的には、佐藤委員も先程述べられていたが、物価の見方や政策決定について、こうした考え方に沿って丁寧に説明していく必要があると思う。加えて、年度平均の前年比の数字と実際の物価上昇率のパスとの関係、つまり2015年度の消費者物価前年比の中央値が下振れたとしても、原油価格による下振れが原因であれば、その影響が一巡した後は、物価安定目標に向けた物価上昇率のパスを描くことができることについても、よく説明を尽くしていく必要があると思う。

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することが適当だと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、金融市場調節方針については、現状維持で良いと思う。

次に、先程割愛した物価見通しについて、私の見解を申し上げる。最初に全体像を示すと、2016年度までの見通し期間を通じて、私自身の見通しを下方修正し、さらに「見通し期間の終盤にかけて2%程度に達する」との従来の見通しから「見通し期間中に2%程度に近づく」との判断に変更している。ただし、この判断は、原油価格の出発点を55ドル程度とし、先行きは緩やかに上昇していくこと、並びに為替相場は現状程度を維持す

ることを前提としているため、これらの前提が変われば私の見通しも修正され得ることを強調しておく。

まず、2014 年度については、10 月時点の 1 %強から、今回は 1 %弱へと下方修正している。これは、元々物価上昇率は大きく伸びた前年の裏の影響や 4 月の消費税率引き上げ後の需給ギャップの悪化もあって暫くは低下することを予想していたが、それに加えて昨年夏場からの原油価格の下落を一段と織り込んだことによるものである。

2015 年度の物価見通しについては、10 月時点の 1.5%弱から、今回は 1 %弱へと大きく下方修正している。この理由だが、2015 年度は経済成長率が上振れることで需給ギャップの改善ペースが高まって物価の押し上げに寄与するものの、その一方で、原油価格の下落は、ガソリン価格や電気料金の低下を通じてわが国の物価を直接的に下押しするだけではなく、世界的なディスインフレによってわが国の契約通貨ベースの輸入価格が、幅広い品目で下押しされることを通じた間接的なチャネルによっても、わが国の物価を下押しすると考えたからである。

また、2015 年度下期辺りから、原油価格の下落が物価を下押しする効果が次第に弱まるのに対して、2014 年末からの大幅な円安がラグを伴って物価を押し上げる効果が強まることで、物価上昇率は上昇に転じ、幾分加速していくとみている。とはいえ、物価上昇率がジャンプするような勢いで急速な上昇傾向をもたらすとはみていない。この点をもう少し説明すると、確かに、2015 年度の賃金上昇率は名目および実質ともに上昇することで家計マインドが改善し、企業が販売価格を上げやすい環境になると思われる。しかし、その一方で、2014 年度に実質雇用者所得が減少した直後の時期であること、および企業を取り巻く内外経済の不確実性が高く恒常的に賃金上昇が期待できる状況ではないため、家計消費が強く拡大していく状況にはなりにくいということもある。こうした中で、厳しいシェア争いに直面する企業の中には、販売価格を抑制して、販売量を確保するデフレ的な行動に逆戻りする先が一部出てくることが見込まれる。特に、2015 年度は中長期の予想物価上昇率が横ばい圏内の動き、一部の指標で

は下落が続く可能性があり、期待が不安定化しやすい状況である。こうした状況では、企業や家計の予想物価上昇率は足もとの物価やガソリン等の特定製品の価格動向によって影響を受けやすくなる。また、先行指標とみなせる1年後の短期予想物価上昇率も低下することで、実際の物価上昇率の押し下げに寄与する可能性があるため、価格が全般的に上昇しにくくなるとみている。

2016年度の物価見通しについては、昨年10月時点の2%弱から一段と下方修正した。理由は、確かに需給ギャップの改善と円安のラグ効果が次第に顕在化して物価を押し上げる力が高まると見込まれるが、他方で、中長期の予想物価上昇率の上昇モメンタムが前年に弱まった後の局面であることを勘案すれば、物価上昇率の上昇ペースは緩やかになると考えるのが妥当だからである。この点、2%の物価安定目標への理解が国民の間で既に浸透しているのであれば、原油価格の低下がとまった後に物価上昇率が力強く上昇していく状況は想定し得る。しかし、残念ながら、日本銀行によるコミュニケーション戦略が十分効果を上げているとは思えず、さらに、3%以上の物価上昇は、消費税率引き上げ分も加味された一時的なものといった認識が不十分な中で、物価上昇により実質雇用者所得が減少し家計の負担感が高まった結果、家計が物価上昇を容認する姿勢は、直近の12月の生活意識に関するアンケート調査によれば、むしろ後退しているようである。

物価上昇率の引き上げには、当然、賃金の継続的な改善を伴う必要があるが、企業の恒常的な生産性や収益性の改善が伴わない人件費の上昇は、企業の負担感を強める。政府の成長戦略が追い風となって企業の新陳代謝が進む機会となることを願っているが、新陳代謝が進まない場合は、特に、企業の数と人口が既に減少を続けている地方経済では、賃金と物価の上昇が極く緩やかに高まっていくとみた方が良いように思う。ある研究調査によると、大企業でも製造業、非製造業ともに、30歳台半ば以降は賃金が労働生産性に見合わず、従業員の高齢化によって人件費に対する企業負担が重く、賃金を上げにくいことが示されている。こうした点を考慮すると、

2016 年度の政策委員見通しの中央値である 2.2%に向けて物価上昇率が大きく高まっていく状況を現時点で想定するのは、かなり無理があるように思う。

物価の見通しのリスク要因としては、今後の原油価格が上昇も下落も双方に起こり得ることから、物価上昇率が上昇に転じるタイミングが予想しづらく、2014 年度と 2015 年度は上下にバランスしていると判断した。2016 年度については、中長期の予想物価上昇率が上昇していかないリスクと需給ギャップが下振れるリスクを考慮して、下方に傾いているとの従来の見通しを維持している。特に、実際の物価上昇率と 2 %物価安定目標の乖離の拡大が長期化し、「物価安定目標の達成が難しい」との見方が一段と広まると、中長期の予想物価上昇率の低下が一部の指標だけにとどまらないリスクがある。この場合、インフレ期待の形成においてフォワードルッキングのウエイトが低下して、バックワードルッキングのウエイトが一段と大きくなり、中長期の予想物価上昇率を 2 %程度へ向けてアンカーさせるのが難しくなる可能性がある。こうした点を踏まえると、われわれの物価見通しに関するリスクの点検が、今まで以上に重要になってきている。

最後に、先程の貸出増加支援と成長基盤強化支援に関し、非取引先金融機関が系統中央機関を通じて制度利用できる枠組みの導入については、制度の公平性を確保するという観点から、今回の見直しには賛成する。ただし、本行の与信先のリスク管理を外出しすることは、極めて大きな政策判断と受け止めているので、今後具体的な事務フローを含め、基本要領等の改正に際しては、同資金の利用実態やリスク管理体制面のチェックなど、本行審査契約締結先と同等のモニタリングをしっかりと確保する実効的な手法を工夫して頂きたいと思う。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針については、「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」という現状の方針を維持することが適当という意見が多かつ

たと思う。また、資産買入方針についても、これまでの方針を継続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。

多くの委員が触れられた点であるが、今回の中間評価では、2015年度の消費者物価の上昇率が大きく下振れることとなるが、一方で、金融市場調節方針を変えないという点をどのように説明するか、特に、10月の緩和拡大との関係でどのように整理するかが問題となると思う。この点については、まず第1に、原油価格の下落はやや長い目で物価押し上げに寄与するものであり、また前年比のマイナス効果、いわゆるベース効果はいずれ剥落する。従って、第2に、短期的なマイナス効果が予想物価上昇率を通じて物価の基調に影響を与えるのでなければ、ベース効果の剥落に伴って物価上昇率が高まるというメカニズムを説明していくということだと思う。そのうえで、多くの方が指摘されていた点であるが、金融政策運営上は、予想物価上昇率や需給ギャップ、さらにはより幅広い指標、状況等を踏まえて、物価の基調に変化がないかどうかを見極めながら、総合的な判断をしていくということだと思う。こうした考え方はオーソドックスなものであるが、10月の緩和拡大との関係ではもう少し説明が必要であると思う。すなわち、10月の緩和拡大も、基本的にはこうしたロジックに立ったうえで、原油価格そのものではなく予想物価上昇率への影響を懸念して行ったという点は、より丁寧な説明が必要になってくると思っている。

次に、貸出支援基金等の延長・拡充については、適当であるとの見方で一致していたと思う。すなわち、第1に、期限を1年間延長すること、第2に、成長基盤強化支援（本則）の対象金融機関ごとの上限を1兆円から2兆円へ、総枠を7兆円から10兆円にそれぞれ引き上げること、そして

第3に、貸出増加支援および成長基盤強化支援について、日本銀行の非取引先金融機関がそれぞれの系統中央機関を通じて制度を利用し得る枠組みを導入することの3点である。まず、この点について何か追加的なご意見があればお願いします。

木内委員

貸出支援基金等の延長・拡充には賛成である。ただ、気になるのは、成長基盤強化支援の対象金融機関が拡大することである。成長基盤強化支援は、従来の金融政策の役割を超える、異例ではあるがこうした政策によって資金の流れの方向性に影響を与え供給面から成長強化に寄与するといった高い理念に基づいた重要な制度だと思ってきた。時間をかけて今まで大事に育ててきて、既に高いレピュテーションを確立していると思う。適用対象金融機関が広がることで、追加的な事務負担の軽減や効率化の観点から系統中央機関に多くの役割を期待するということであるが、それによって、本当に成長に寄与するような貸出にこの制度が適用されているかどうかのチェックが甘くなってしまうという不安はあるので、そのようなことにならないように、十分な配慮、制度設計をこれから工夫する必要があると思う。

黒田議長

その点は、先程執行部からの説明にもあったように、今回の決定を受けて、それぞれの系統中央機関と具体的にチェック方法やモニタリングについてしっかりした枠組みを作り、そのうえで政策委員会で決定することになる。それでは、以上の内容に関し政策委員が全員一致で合意した旨を公表文に盛り込むことにしたいと思う。執行部は準備を進めて頂きたい。

その他金融政策運営や金融環境について、さらにご意見があればお願いします。

白井委員

昨年 10 月の追加緩和について、十分理解が浸透しておらず誤解もあると思う。原油価格が下落していくことは分かっていたし、それにより物価上昇率が下がることは分かっている。重要な点は、いずれ原油価格下落がとまれば物価上昇率は上昇に転じていくということである。むしろ、そうした反転を確実にするために追加緩和を実施したということを、明確に説明していくべきだと思う。

次に、2%程度の達成時期について、意見を申し上げたい。今まで執行部は、QQE導入後に、2年で2%を強力なコミットメントと呼び、同時に2015年度に2%程度を達成できると説明——私自身はその両方に反対してきたが——してきた。そういう経緯もあってのことだと思うが、展望レポートの基本的見解では、2%程度に達する可能性の高い時期として、「見通し期間の中盤頃、すなわち2015年度を中心とする期間」という表現を維持しながら、2%程度を達成できる時期を少しずつ後ずれさせてきた。しかし、2015年度に2%を達成するのは元々難しい面もあり、原油価格の大幅下落を受けた今となっては、余程原油価格の上昇圧力が生じれば別だが、かなり難しくなっていると思う。この点については、できるだけ早期に説明していった方が良いのではないかと、個人的には思っている。昨年10月に追加緩和を実施したが、本来であれば、その際に、2015年度の達成が困難になっていることを率直に認め、2016年度、あるいは少なくとも2015年度から2016年度にかけて、といった表現に転換する良い機会だったと思う。しかし、そのような判断はせずに、2015年度を中心とする期間に2%程度に達成する可能性が高いという表現を用いることで、2016年度の初め頃までを含めたことを示唆した訳だが、2016年度という表現が明示されていないことから、対外的にそのような意図が十分理解されているとは思わない。2015年度に拘りつつも少しずつ2%達成時期を後ずれさせるような従来のやり方は、私自身はそろそろ限界が来ているように思う。むしろ、潔く、明確に後ずれさせた方が良いように思う。今回は、原油価格の急落によって世界各国で軒並みインフレ率が低下している。

また、2%程度のインフレ目標を採用する主要中銀の中にも、今後目標達成時期を後ずれさせる先が増えてくると思うので、日本銀行が後ずれさせても自然なことであり、むしろ、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングの枠組みと整合的であることを説明する良い機会だと思う。重要な点は、①物価上昇率の低下が原油価格の急落という世界共通の不可避的な要因によって起きていること、②その状態はいずれとまり、仮に原油価格が低い水準で横ばい状態になったとしても、物価上昇率は2%程度を目指し上昇傾向へと反転していく見通しは維持されていること、③原油価格の上昇傾向によって反転の勢いはむしろ幾分強まっていくことの3点について、丁寧に説明していくことだと思っている。個人的には、原油価格が低下し2015年度の見通しを明確に引き下げた今回会合後の総裁記者会見で、そのような説明を対外的に示すのがベストだと思っている。もしそうでないなら、できるだけ早く、例えば、4月の展望レポートの基本的見解において、2%程度の達成が見込まれる時期を明確に後ずれさせる機会として検討を始めた方が良いと思う。原油価格が上昇に転じてから2%程度の達成が見込まれる時期を後ずれさせるのは、金融政策の失敗と誤解され、よりハードルが高くなる可能性があると思う。

なお、金融緩和策の内容だが、今の規模で続けていくと持続性の問題も出てくる可能性があると思う。仮に、そのようになった場合、例えば、2016年度あるいは2017年度に2%がみえてくるような状況では、私としては2～3年のパッケージで持続可能な方法で提示することも考えられると思う。taperingのようにやめていくと取られないかたちでの金融緩和のパッケージを打ち出すことも検討した方が良いのではないかとと思っている。

石田委員

今の白井委員の話に関連するが、私の理解では、10月31日の追加緩和は2%に達する時期が後ずれしないように実施するというような議論だったと思う。その意味で、今になってそのような話を聞いても、「ちょっと違うのではないか」という感じがする。

白井委員

それは私個人の見解であって日銀の見解とは違うかもしれない。

中曾副総裁

見解の違いがある点を踏まえて、何点か申し上げたい。白井委員とは見解の相違があると思う。私自身は、先程申し上げたとおり、需給ギャップや賃金上昇を含めた物価の基調的な上昇が続くことと、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくという前提を置けば、原油価格下落の影響が減衰していく 2015 年度の後半以降は、物価安定目標に向けて消費者物価の前年比上昇率が高まっていくメカニズムは維持されており、そのようなパスも想定し得ると思っている。勿論、原油価格次第では前後にずれることがあるというのは先程申し上げたとおりであるが、QQE 拡大の効果もあり、2015 年度を中心とする期間に 2 % に達する可能性があるということは、変える必要はないと思っているので、この点は見解の違いだと思っている。

また、何人かの委員がおっしゃったようにQQEの中で生じてきている副作用に目配りする必要があるというのはそのとおりだと思っている。特に、金融面の不均衡の蓄積や市場流動性の評価は丹念に——より丹念に、と言った方が良いが——みていく必要があると思っている。

佐藤委員がおっしゃったスイスフランを巡る動きについて、日本へのインプリケーションも含めて感想を述べたい。元々、1 ユーロ=1.2 フランを死守するということはサステイナブルではなかったと思う。スイス中銀のバランスシートが対GDPで8割近くにまで膨らんでしまっているのでサステイナブルではなく、これに止めを刺したのが、ECBの追加緩和観測やルーブルの危機的下落の中で safe haven currency としてのスイスフランに再度注目が集まり、one-way bet の様相を呈したと思う。これをみると、crawling peg なども含めてペッグ制は、相場の流れに抗うことは困難だということを改めて認識した次第である。スイス中銀は、輸出製

造業や観光業から怨嗟の的になっており、大きなバランスシートから出てくる為替の評価損をどうするのかという面でも、クレディビリティを問われるかなり苦しい立場に立たされていると思う。

また、相場が大きく動いたので、もし、損切りを余儀なくされた欧州の民間金融機関があるとすれば、損失規模にもよるが、気になるのは、彼等のドル調達圧力が高まっていくのではないかと、つまりギリシャ危機時と同じような構図が残っているのではないかとということである。具体的には、米国当局の利上げ観測も強まっているので、こうした中でドルのプレミアムが上昇していくようなことがあると、ドル調達コストという点で欧州だけではなく国際金融市場にも影響が出てきてしまう。この辺もよくみていく必要があるというのが、スイスの動きをみたうえでの私の感想である。

森本委員

2%の目標達成時期について、ここで変更してはどうかという意見があったが……。

白井委員

今日変更するということではなく、その準備をしてはどうかということである。

森本委員

原油価格の動向には様々な要素が絡み誰も予測できない状況になっていると思う。そのような中で、足もとの状況からドバイ原油価格で1バレル55ドル——全日本通関ベースで60ドル弱程度——を発射台と置いて、年後半にかけて様々な機関の予測をみても需給両面から少しずつ色々な動きが出てきて、状況が徐々に変わっていくにつれて上昇していくというのが、大方の見方だと思う。そのような前提で、今回の中間評価では、特例的に前提条件を一致させてこのような見通しを出した訳だが、2015年度の見通しが中央値で+1.0%であれば、まさに2015年度の終盤から2016

年度にかけて、需給ギャップや予想物価上昇率などが景気回復とともに改善する状況の中で2%程度に近づいていくとの予測だと思う。従って、「2015年度を中心とする期間」という表現を、今のような不透明な状況の中で変えなければならないとは判断しておらず、もう少し状況が見通せる段階まで待つべきではないかと考えている。

木内委員

目標達成時期については、2015年度を中心とする時期に2%に達するというのは、CPIの予測の話であって、物価安定目標2%の達成時期を言っている訳ではないと思う。そのうえで、「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」という表現については、私自身は従来から修正を提案しており、その実現はかなり難しいのではないかと引き続き思っている。ただし、この表現自体は、展望レポートの中で、各委員の見通しを踏まえたうえでのある程度客観的な記述であり、今回については、2016年度の中央値がこのような水準であることも考えると、「2015年度を中心とする期間」という表現が今の時点で妥当でなくなったということではないと思う。ただ一方で、4月の展望レポートのタイミングで、例えば、2016年度の見通しが下方修正されて「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」という記述が妥当でなくなれば、その時点で修正されるべきだと思う。その意味で、今の時点というよりも4月の展望レポートのタイミングでイシューになってくると思う。

佐藤委員

展望レポートおよび中間評価では、見通しの中央値を年度平均で示しているが、実際の物価のパスや物価安定目標達成の時期について曖昧さが残っている。ここは戦略的に曖昧さを残しているのかもしれないが、その辺りで、私も含め委員間で認識の違いがあるのではないかとと思う。私の理解では、これまで政策委員見通しの中央値が年度平均で2%に近づいていくというような見方——私自身の見通しの数値が低いこともあり、その

見方に必ずしも賛同する訳ではないが——を取ってきたと思う。原油価格の大幅な変動を受けて、2015 年度見通しの中央値が今回の中間評価では 1%まで下がるが、年度平均で 1%であれば、これまで対外的にしてきた説明がなかなか難しくなってきたという理解ではないかと思う。この際、見通し中央値の年度平均の数字に力点をおくことが市場での誤解を招きやすいということだと思うので、実際のパスが 2%の道筋にあることを示すことができれば、私としては、これまで展望レポートの修文案などでもそのように示してきたし、それはそれで良いのではないかと思う。すなわち、見通し中央値の年度平均が 2015 年度 1.0%、2016 年度 2.2%ということだが、昨日の執行部報告でもあったように、生鮮食品を除くコアベースの消費者物価上昇率はこの 1～3 月期にかけてゼロ、2 月はひょっとすると若干のマイナスもあり得ると思う。2015 年度の発射台となる 3 月、4 月辺りは非常に低い消費者物価上昇率でスタートし、年度平均が 1%になるということなので、年度後半に物凄いペースで駆け上がることを暗に示している訳である。それが 2016 年度はさらに 2.2%に駆け上がる。繰り返しになるが、私自身この見通しに賛同している訳ではないが、中央値がこのようになっていくということは、少なくともパスとしては、かなりのペースで 2%に近づいていくことを示していることになるのではないか。その点では、年度平均を強調するのか、あるいはパスを強調するのかという打ち出し方の違いではないかと思う。私としては、パスを強調していけば良いと思う。

宮尾委員

私も佐藤委員と同様の感想を持っている。昨年の方での講演でも、年度平均は若干下振れるが、私個人の見通しとしては、年度後半にぐっと上がっていくという見通しを出した。年度平均よりも実際のパスに乗っているかどうかをより強調したいという思いは、かねがね持っていた。どのようなかたちで打ち出すかは別にして、今後 4 月の展望レポートに向けて、何らかのかたちでもう少しパスのイメージが分かる記述——半年ごとに

示すのかどうか分からないが——に向けて、工夫、改善の余地が十分にあると思う。

白井委員

誤解があるかもしれないので申し上げるが、私は、見通しのためにそのように言っているというよりも、原油価格の下落もあり目標達成が 2015 年度は難しいという見方が一段と強まっており、これはどの中央銀行も同じなので、後ずれさせるところが大半で自然なことである。その中で見通しを維持することの帰結について、多少懸念しているので申し上げている。つまり、「やはり、2015 年度は無理だった」と言うことが、遅くなれば遅くなるほど、原油価格が戻っていく可能性が高くなり、その時に後ずれさせることは金融政策の失敗と思われることを懸念している。私は、どちらかと言うと、2%の達成時期は 2016 年度ということを早く明示した方が良いのではないかと申し上げている。見通しがどうのということではない。追加緩和の期待が高まってきて、今も実施している金融緩和に上乘せすることになってくるので、そのようなことを考えて、4月の展望レポートで 2016 年度という時期を明示した方が良いのではないかと——今回の総裁記者会見で、原油価格の動向によっては変化し得るとおっしゃるということなので、そういうことなのだが——と思う。見通しがどうのというよりも、追加緩和の期待に対する対応として申し上げた。仮に、今年半ば頃になって、明らかに凄く時間がかかることが分かった時に、それでは今の規模で 2～3 年続けるのかという話になるので、それについては、先程申し上げたように、ある程度そういうことが分かってくるのであれば、パッケージとしてより持続的な方法を考えた方が良いのではないかと申し上げただけであり、今の金融政策で 2%達成に時間がかかることがはっきりしてきた場合について、考えることを申し上げたところである。

黒田議長

この点については、様々な意見があった。今回の展望レポートの中間評

価で物価上昇率についての見通しの中央値が出るが、何人かの委員がおっしゃっていたように、これが年度平均の数字であるということはそのとおりである。他方、2%に達する可能性が高い時期については、年度平均ではここの数字ではっきりしているが、年度の平均値ではなく、具体的に2%に達する時期について一定の見通しを展望レポートで示し、それをリファアーしてきたと思う。2013年4月の展望レポートから、「見通し期間の後半」ないし「中盤」、あるいは具体的に「2015年度を中心とする期間」と言ってきたおり、元々ある程度の幅をもって言ってきたので、今の時点でこれを変える必要はないということが、大方の意見だと思う。従って、物価の見通しについて委員間で若干の意見の違いがあるということは、記者会見でもはっきりと申し上げたいと思う。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂きたいと思う。最初に宮下一郎財務副大臣願います。

宮下財務副大臣

先日、1月12日閣議了解した政府経済見通しにおいて、平成26年度の実質GDP成長率は-0.5%、平成27年度の実質GDP成長率は+1.5%とされており、来年度については、雇用・所得環境が引き続き改善し、好循環がさらに進展する中で、堅調な民需に支えられた景気回復を見込んでいる。政府としては、昨年末、12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」を閣議決定した。この経済対策は、経済再生と財政再建の両立を図る中で、経済の好循環を確かなものとするとともに、地方にアベノミクスの効果を広く行き渡らせることを目指すものである。

この経済対策をもとに、約3.1兆円規模の平成26年度補正予算案を先般、1月9日閣議決定した。また、1月14日には平成27年度予算案および平成27年度税制改正大綱を閣議決定したところである。平成27年度予算案については、地方の創生、子育て支援などの社会保障の充実、公共事業の事前防災・減災対策や老朽化対策への重点化など、日本の諸課題への対応を強力に推進するとともに、社会保障の自然増を含め、歳出の徹底的

な重点化・効率化を図っている。総額は 96 兆 3,420 億円となっており、公債発行額は 36 兆 8,630 億円と前年度当初予算から 4 兆 3,870 億円の減額を行っている。この予算を前提にすれば、基礎的財政収支赤字の対 GDP 比の半減目標の達成を見込むことができるようにしている。

平成 27 年度税制改正においては、成長志向に重点を置いた法人税改革などデフレ脱却・経済再生に向けた税制上の措置や、地方創生に向けた税制上の措置、経済再生と財政健全化の両立に向けた消費税率の引き上げ時期の変更等のための税制上の措置等を行うこととしている。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。

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

黒田議長

前川守政策統括官お願いします。

前川政策統括官（経済財政運営担当）

わが国の景気は、個人消費などに弱さがみられるが、緩やかな回復基調が続いている。1 月 12 日に閣議了解した政府経済見通しでは、平成 27 年度のわが国経済は、各種政策の推進や政労使の取組み等により、雇用・所得情勢が引き続き改善し、好循環がさらに進展するとともに、交易条件も改善する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる。この結果、平成 27 年度の実質 GDP 成長率は 1.5% 程度、名目 GDP 成長率は 2.7% 程度と見込まれる。

物価については、原油価格低下の影響はあるものの、量的・質的金融緩和の効果等もあり、平成 27 年度の消費者物価上昇率は 1.4% 程度となり、GDP デフレーターも交易条件の改善もあり上昇が見込まれるなど、デフレ脱却に向け着実な進展が見込まれる。なお、原油価格の大幅な低下は消費者物価の総合、コアコア、および GDP デフレーターに異なった影響を

もたらすことから、本日多くの委員から指摘もあったが、物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要と考えられる。

政府は、昨年12月27日に「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」、1月9日にはこれを具体化する平成26年度補正予算案を閣議決定した。本対策は、個人消費の弱さや地方ごとの景気のばらつきなどを踏まえ、経済の脆弱な部分に的を絞りかつスピード感を持って対応を行うことで、経済の好循環を確かなものとするとともに、地方にアベノミクスの成果を広く行き渡らせることを目的としている。本対策については、策定の趣旨に鑑み、スピード感を持って具体化を図っていく。

さらに、日本の人口の現状と将来の姿を示し、今後目指すべき将来の方向を提示する「まち・ひと・しごと創生長期ビジョン」、およびこれを実現するため、今後5か年の目標や施策の基本的な方向、具体的な施策を提示する「まち・ひと・しごと創生総合戦略」を昨年12月27日に閣議決定した。また、昨年12月16日の政労使の合意を踏まえ、昨日、経団連から今期の春闘に臨む経営側の基本方針を示す経営労働政策委員会報告（「経労委報告」）が公表された。この報告では、経済の好循環の2巡目を回していくために求められることは、収益が拡大している企業のより積極的な対応であるとし、具体的には賃金の引き上げを前向きに検討することが強く期待されるなどとしている。こうした方針を踏まえ、労使間の議論の結果、今年も賃上げがしっかりと実現することを強く期待している。

日本銀行におかれては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標の実現に向けて着実に取り組まれることを期待する。以上である。

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、議案の取りまとめを行いたいと思う。まず、委員方には、成長率と物価の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付け

て、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通しおよび分布を回収]

内田企画局長

変更なしである。

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、貸出支援基金等の延長・拡充と見通し計数も含めた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

金融市場調節方針および資産買入方針については、従来どおりの提案をしたいと思う。また、対外公表文の 8. の今後の金融政策運営方針についても、従来どおりの提案をしたい。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より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

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〕

続いて、資産買入方針の決定に関する件である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

次に、議長案の対外公表文案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

最後に、木内委員案であるが、議長案の対外公表文の８．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」である。

対外公表文案について３点申し上げる。１点目は、注１であるが、議長の総括にあったとおり、基本要領等の改正は次回以降ご検討頂くことにしたいと思う。実際には、系統中央機関との話し合いがあるので、次回会合は若干難しく、次々回になる可能性もあると思うが、この制度を６月貸出から実行しようとする、次々回位までにはやる必要があると思うので、できるだけ３月までにはご提示したいと考えている。２点目は、４．と５．の変更点は昨日月報で申し上げたとおり３点あり、生産について下げ止まっている、消費者物価について現状０％台後半、先行きをエネルギー価格の下落を反映して当面プラス幅を縮小するというように変えている。最後に、注２であるが、先程もご議論頂いたとおり、今回の中間評価では原油価格が大幅に変動していることを踏まえ、前提を揃えたという記述を最

初の一文で入れ、「すなわち」以下は、先程申し上げた参考１の（注３）と同じ文章としている。参考１およびリスク・バランス・チャートについては変更なかったので、今朝ご説明したものと同一である。

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、ご意見があればどうぞ。なければ、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、一時退席をお願いします。

[12 時 07 分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 8、反対 1、賛成多数である。反対は木内委員である。

黒田議長

続いて、資産買入方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

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

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

3 頁目に注が 3 つ入っており、いつものとおりだが、注 1 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」、注 3 として「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する。

〔議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[12 時 17 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。

VII. 議事要旨（12 月 18、19 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、昨年 12 月 18、19 日に開催された決定会合の議事要旨について、お諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 26 日月曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、2 月 17、18 日に開催する予定
である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席
者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する
取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者
の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお
願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 29 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 29 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願います。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 24 分閉会)

以 上