

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年2月17日（14:00～16:18）

2月18日（9:00～11:44）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

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

政府からの出席者：

財務省	中川 真	大臣官房審議官（大臣官房担当）	（17日）
	宮下一郎	財務副大臣	（18日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）	（17日）
	西村康稔	内閣府副大臣	（18日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	飯島浩太

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、1月20、21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する。財務省からは中川真大臣官房審議官（大臣官房担当）、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

## II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

### 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する。

山岡金融市場局長

資料－1、2（参考計表）【追加】に基づいて説明させて頂く。図表1はマネタリーベースであるが、金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約80兆円増加させるというディレクティブに沿って調節を進めている。

図表2は国債買入れであるが、平均残存期間は12月8.4年の後、1月は8.6年であった。オペの応札倍率は、前回会合でもご説明したように、1月中はかなり低くなっており、例えば、1～5年ゾーンでは1月は1倍台の倍率が目立っていた。2月入り後は、1月に比べれば若干戻っている。この背景としては、1月は金利がかなり急激に低下し、4年辺りの金利は僅かにマイナスという状況であった。銀行勢は、行内的には、満期まで持つかもしれない国債をマイナス金利では買えないというところがほとんどであり、手持ちの国債を売ってキャッシュを手にしても再投資に困ってしまうことから、プラスの利回りが付いた国債を売りがらない傾向があった。もっとも、最近では短めのゾーンの国債金利も僅かにプラス領域に戻っており、このため銀行の売り渋り傾向も若干後退している。また、オペ先の中には、オペの倍率があまりに低くなってしまうと国債の入札金利が下がり過ぎてしまうので、絶対に落札されないような高値の「見せ札」を入れて倍率を少し高くみせたいという先も、一部にあるように思われる。

図表3の国債補完供給をご覧頂くと、前回会合でご説明したとおり、1月の利用は15件と、やや多めであった。ここには載せていないが、フェイルの件数も1月は多めであった。ヒアリングによると、S L F利用のきっかけは事務ミスが多いということであるが、1月中は先程申し上げたような国債の抱え込み傾向を反映して、流通市場で必要な銘柄を手当てすることが少し難しかったという事情は否定できないようにも思われる。2月入り後のS L Fの利用は、1月に比べれば落ち着いてきているように思われるが、引き続き状況をみていきたいと思う。

図表4(2)の短国レートは、昨年秋から本年初まではかなり目立ってマイナスであったが、最近ではゼロ近傍まで戻ってきている。これは、短国の主要な投資家である一部のメガバンクが、本年3月末に必要な短国は概ね手当てしたことから、これからはあまり無理して買ってこないというスタンスに転じており、こうしたことが背景となっている。

続いて内外市場であるが、図表5をご覧頂くと、前回会合以降の特徴的な動きとしては、原油価格が下げ止まりから若干反発する中、先進国の株

価が堅調であったこと、そしてその中で、日米で長期金利が反発に転じたことである。まず、米国では、前回会合時点では世界的に長期金利が低下していた中で、(1)のFF金先フォワードレートカーブは、例えばマーケットでは本年半ばにも利上げと言っていた訳であるが、そういったマーケットトークとは整合的でないようなカーブになっていた。これが、その後の雇用統計などの堅調な経済指標や原油価格の下げ止まり、持ち直しの動き、株価の堅調といったことを背景に、利上げ予想時期が再びやや前倒しとなって、利上げシナリオが再び意識されるようになってきていることが特徴だと思う。

図表6(1)をご覧頂きたい。前回会合以降の動きとしては、当然ECBの緩和拡大があるが、これに伴うユーロの下落圧力のもとで、ユーロを採用していない欧州のいわゆるスモール・オープン・エコノミー諸国が次々と追加緩和を余儀なくされたということも、もう1つの特徴かと思う。すなわち、米国が金融政策の正常化に向かう一方、他の先進国ではむしろ非伝統的な金融緩和政策が広範化しているという、いわば二極化傾向が強まっているということも、市場の注目点の1つかと思う。この間、(2)にあるように、BRICsといわれる主要な新興国の間でも対応にやや特色が出てきていると思う。ロシアは予めから報告のとおりであるが、インドは物価の落ち着き、中国は景気刺激という観点から、それぞれ利下げないし金融緩和の一方で、ブラジルは通貨下落などへの対応からむしろ利上げというように、対応が分かれてきている。

次に、図表7の長期金利をご覧頂くと、前回以降の特徴としては、(1)の日米の長期金利が反発に転じたことが挙げられると思う。とりわけ、米国長期金利の1月までの低下と2月以降の反発が目立っており、(2)の米国と他の国との金利差も一旦縮小した後、拡大する姿となっている。この間、ドイツの長期金利は、ECBの緩和拡大のもとで軟調に推移している。これをやや詳しくみたものが図表8である。(1)の米国の年限別利回りをみると、先行きの政策金利の見通しを反映しやすいとされる2年ゾーンの金利が、一旦低下していたところから再び上昇しており、再び利

上げのシナリオが市場参加者の視野に入りつつあるということかと思う。この間、ドイツの金利は軟調な推移を続けている。

図表 9 は本邦長期金利であるが、前回会合以降、反発に転じている。とりわけ、QQE 拡大以降、大きく下がっていた長めのゾーンほど反発も大きめになっているという特徴がある。こうした長期金利の反発について、報道等では流動性要因が強調されがちにも思えるが、米国の金利も今 2% 台まで反発してきているということを踏まえると、世界的なマーケットの動きを反映している面があるかと思う。すなわち、原油価格が下げ止まりからやや反発したこと、株価が堅調であること、米国の利上げシナリオが視野に入ってきたことが、日米に共通する長期金利の上昇の背景となっているように思う。この間、本邦については、前回会合時に一部で付利金利引き下げ観測が出ていたこともあり、長期金利がかなり急激に下がっていた。前回会合時には、「長期金利は一体どこまで下がるのか」といった市場のセンチメントも先進国で共通していたが、日本の場合、特にそうした警戒感が強まっていた中で、10 年債の入札不調といったことをきっかけに、金利が反転したということである。

図表 10 をご覧頂きたい。この間、欧州では、ドイツの金利は軟調である一方、その他の国々の金利は若干強含んでいる様子も窺われる。ドイツには幾つかの固有の要因があるように思う。1 つは、ギリシャ問題が周縁国の金利のリスクプレミアムを若干高める方向に働いている一方、質への逃避からドイツの国債が買われやすい地合いがあるように思う。また、ECB が出資比率ベースで各国の国債を買うとアナウンスしたことを受けて、先行き、とりわけドイツの国債の需給がタイト化しやすいのではないかといったマーケットの見方も、ドイツの金利の下押し圧力になっている面があるかと思う。

そこで、図表 11 のギリシャ関連金融指標をご覧頂くと、ギリシャの国債金利は、全般に上昇しているが、現段階ではまだ 2012 年の欧州危機といった状況ほどではない。この背景には、現段階で市場参加者は、ギリシャと EU の間で最終的には何らかの妥協が図られるだろうという見方が大

勢であることが挙げられると思う。もっとも、ギリシャの株価、とりわけ銀行株の下落が目立っており、ボラティリティも大きめとなっている。これは、例えば、預金の引き出しが続く可能性への懸念を反映していると思われるので、引き続き情報収集していきたいと思う。

図表 12 の株価をご覧頂くと、先進国の株価は、前回会合以降、総じて堅調であった。前回も報告したとおり、昨年末以降、原油安が先進国の株価についてもどちらかと言うと下押し方向に働きやすかった中で、最近では、原油価格が若干反発に転じていることや、比較的好調な経済指標、企業収益が株価の堅調に寄与しているように思われる。本邦株価も、昨日は終値ベースで 2007 年 7 月以来の 18,000 円台を一旦回復している。図表 13 をご覧頂くと、前回会合以降、日本と米国の株価は堅調であるが、それ以上にドイツの株価堅調が目立っている。これまでの原油安は消費にプラス、ユーロ安もドイツの輸出にはプラス、低金利もプラスということで、物価は別として実体経済面では、実はドイツにとってプラス材料が多いと思われることも、ドイツ株堅調の背景にあるように思う。

図表 14 の為替レートについては、ユーロ／ドルは、ECB の追加緩和の際に一段と水準を切り下げた後、その後は概ね横ばい圏内である。前回会合以降、主要な為替レートはあまり大きな動きをみせていないが、留意点としては、図表 15 (1) が示すように、ブラジルレアルの下落が目立っている。これは、元々マーケットの評価があまり芳しくなかったルセフ大統領が再任される中で、マーケットは新財務相の手腕などに期待をかけていたが、例えば、国営石油会社の汚職疑惑などを受けて構造改革はやはり難しいのではないかといった見方や、ブラジルのインフレの上昇傾向がレアル売りに結びついているということがある。トルコリラについても、中央銀行の政策への大統領の介入的な発言が通貨売りに結びついている。もう 1 つの為替レートの特徴的な動きとしては、図表 17 (2) の中国人民元は、このところドル／人民元の上限、すなわち元安に張りついた動きとなっている。この背景としては、人民元が事実上基準としているドルが他通貨に対して全般に強いことに加え、中国経済の減速懸念を指摘する向き

も一部にあるので、引き続き動向をよくみていきたいと思う。

図表 19 (1) の原油価格については、前回会合以降のマーケットの動きの基底にあったのが、原油価格が下げ止まり若干反発に転じたことではないかと思う。昨年末以降、原油価格の下落は、特に先進国の株価にもややマイナスに効く状況にあったので、原油価格の最近の反発は、堅調な企業収益や経済指標とも相俟って、先進国の株価堅調の背景となった面があるように思う。また、前回会合時は、内外マーケットで、原油価格も長期金利も一体どこまで下がるのか分からないといったセンチメントもあったが、原油価格の反発は、この点でもセンチメントの変化に結びついた面もあったように思う。なお、前回会合の際には、米国経済の回復や先行きの利上げシナリオと長期金利が、必ずしも整合的ではないようにみえたことで、どちらがどちらに鞅寄せされていくのかがマーケットの1つの注目点であると申し上げたが、その後の動向は、これまでのところは長期金利の方が修正される動きであったように思う。もともと、少なくともフォワードカーブからみると、マーケットが Fed の年央の利上げを完全に織り込んだとまでは言えないと思うし、また2年よりも先のイールドカーブのリスクプレミアムがまだ低い状況には変わらないので、先行き恐らく米国の利上げへの関心がますます高まっていくと思うので、ここの部分のリスクプレミアムの低い状況が続くのかどうかも、1つの注目点かと思う。勿論、一方で、中国の実体経済やギリシャ、ロシア情勢などによっては、市場が再び逆方向に調整する可能性も排除できないように思う。特に、ギリシャについては、2012年の時に比べてスペインやポルトガルといった他の周縁国との違いがマーケットに意識されており、これはギリシャの問題が直ちに欧州市場全体には結びつかないという意味ではプラスと思えるが、一方で、ギリシャの問題に他の欧州諸国が2012年に比べれば距離を置くのではないか、結局は問題が長引くのではないかという見方もあるので、こうした面も踏まえて、引き続きマーケットの動向を注意深くみていきたいと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

年明け後の国債買入オペについて質問する。短国は年度末に需給が逼迫して買いにくくなるので早めに買うということで、1月あるいは2月に入ってもかなりのオファー額を維持している。2月の長国買入方針では、1～5年のレンジを減らし、需給が逼迫して金利が下に振れた時には額を少し減らすようなのりしろを作っているということだが、これは、どちらかと言うとオペの需給が逼迫して金利が下がることへの対応を進めていくというような印象があった。ただ、実際は、前回会合以降は、どちらかと言うと逆に金利が上がった。逆に金利が上がってきたことに対して何らかの対応を取ったのか。あるいは今後何らかの対応を取る可能性はあるのか、教えて欲しい。

これに関連して、5年債が0.1%を回復する中、貸出支援基金等のオペの金利の0.1%が、導入した時は金利を下げる方向に働いたが、金利が上がってきた時には、オペがあるので0.1%以上には目線が上がらないというように上限を決めるような働き、そういう意味での安定化効果は、足もとでも多少はみられているのかどうか、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

1点目については、1月入り後足もとまでの動きは、われわれのオペというよりは、主な投資家である銀行のスタンスの影響が大きかったと思う。具体的には、前年秋以降の経験も踏まえ、大手の銀行が前倒しで調達してきた——この点、われわれと同様かもしれない——こと、また前回の経験も踏まえて、マイナス金利になりそうな時には無理して買わないという傾向も強めている。この背景となっているのが、例えば、平均デュレーションを短くみせたいということもあるが、この点には今はそこまでガチガチには拘らず、「平均デュレーションを絶対に3年未満にする」などといっ

たことに拘らなくなってきたという要因が大きいのではないかと思う。こうした情勢判断を踏まえて、私どものオペは、基本的にはディレクティブの範囲で淡々と打っていくという考えである。

2つ目の、長期金利の目線がどうかという点はなかなか難しい問題だが、木内委員がおっしゃるとおり、少なくとも4年までのところについては、0.1%が1つの目安になっているという声がマーケットから聞かれるところである。

#### 中曾副総裁

S L Fの説明で1月の件数が15件ということだが、国債市場の機能、市場流動性という観点で、銘柄的に何か特徴はあるのか。例えば、on-the-run 銘柄やカレント物までが対象になっていたのか。それとの関係で、今のところ市場機能や市場流動性に問題はないとは思いますが、他の指標、例えばS Cレポや板などをみても、まだ問題はないという判断で良いのか。

#### 山岡金融市場局長

大変難しい質問だが、まず最初に、国債補完供給はやはり off-the-run 銘柄が多いということと、流動性の問題なのか、銘柄がないのかということと、マーケットではそういうことではないということであった。国債補完供給が利用される場合には一応その背景を聞くが、利用の発端になっているのはやはり事務ミスや受渡しのミスである。その後、市場参加者がわれわれの国債補完供給の利用にまで来るかどうかについては、2つポイントがあると思う。1つは、われわれの方で国債補完供給を使いやすくして stigma もなくしているので、その分使いやすくなっているという面がある。もう1つは、受渡しミスがあった時に、当該銘柄を流通市場で調達してくることが難しくなっている面も多少はあるという気がする。従って、特に、1月の状況について、絶対に流動性に問題がないかと言われると、そういう状況でもないという気がする。ただ、そのことが足もと深刻な問題かと言

うと、資料－２（参考計表）図表８の国債の流動性関係で、足もと確かに値幅・出来高比率は上昇しているが、過去の水準と比べて非常に高くなっている訳ではない。勿論、マーケットには、ビッド・アスクや値幅・出来高比率ではみえないところで問題はあるという声が底流にはある。特に、板の薄さという問題は今に始まった訳ではなく、QQE導入以降一貫して指摘されていることなので、ここは注意してみたい。結論から申し上げますと、これが市場の取引を阻害するほど大きな問題になっているとはみていないが、かといって平時のマーケットと全く同じ状況という訳でもない、ということだと思う。

佐藤委員

２点質問したい。１点目は、国債買入オペに関してであるが、先程の説明では、２月に入って国債買入オペの応札倍率が戻ってきているが、その背景として銀行の売り渋りがなくなってきたということであった。元々銀行は、先程の説明にもあったようにマイナス金利では買えない主体なので、マイナス金利で買えない中では元々売ることもなかったと思うが、それでも「売り渋りがなくなった」というところの説明が良く分からないので、補足説明をお願いします。また、応札倍率が戻ってきていることの背景には、もしかすると証券会社の行動に変化があるのではないかと思っている。前回会合以降、金利のボラティリティがかなり上がってきているので、証券会社——特に、外証だと思う——のリスク許容度が大幅に低下してきている中で、彼らとしては発行入札で仕入れた玉をそれほど長くは持てないので、なるべく早く本行に転売しようといった傾向が強まっているのではないか。その辺りが応札倍率回復の１つの背景であると推論しているが、それに関して何か知見があれば、教えて欲しい。

２点目は、欧州についてである。ギリシャ情勢の周縁国への波及は限定的で、ギリシャの問題が欧州全体の問題には結びつかないが、その背景としては、２０１２年と違ってセーフティネット等が色々と整備されているという説明であったと思うが、それにしてもスペイン、イタリア、ポルトガ

ル辺りへの波及が全くないのが少し不気味で、マーケットが少し楽観的に振れ過ぎていないかという気がする。それとの関連で、東欧諸国——例えば、オーストリア、ハンガリー、ポーランド——でスイスフラン建ての住宅ローンのエクスポージャーが結構溜まっているはずだが、先般のスイスフランのペッグ停止に伴って、そういったところがやられていると思う。通貨の動きをみる限り、ハンガリーにしてもポーランドにしてもむしろ通貨は堅調である。スイスフランのペッグ停止のリパーカッションはこういった東欧諸国にはあまり出てきていないようにみえるが、この辺りの背景を教えて欲しい。

#### 山岡金融市場局長

銀行の売り渋りに関しては、銀行は、時にロールダウン効果を取りながら絞り切った銘柄を、リスク量をあまり変えない範囲で入れ替えることがある。例えば、5年債を4年間持って1年債になったところで、それを売り払って2年債や3年債を買い増すかたちで銘柄を入れ替えてくることがある。そのような調整をする時に、例えば、ロールダウン効果を取ってきて残存期間が1年近くになってきたところで、それを売ってしまった時に2年債あるいは3年債をプラスの金利で買えるかが問題になってくる。銀行の多くは、ストック商売だからということだと思うが、買う時にマイナス金利は駄目というルールを内部的に設けているところが多く、その結果として、そういった入替売買が難しくなってしまうという事情がある。

証券会社のリスク許容度については、確かに1月末から長期金利が上昇した局面では徐々に証券会社がこのリスクを意識しだしたというマーケットトークが、私どものヒアリングの時に聞かれた。これが、全般的な証券会社のビジネスビヘイビアの変化にまで結びついているとの証左は得られていないが、引き続きみていきたいと思う。ただ、今の段階では、1月末以降の証券会社の見方は、生保などの大口の投資家がどれ位の目線をもって買いに来るのかというところに主眼があったように思う。例えば、今日の20年債の入札は大変注目されており、これが相当強く決まったの

でマーケットは安堵しているような状況である。こういったイベントの後でも、証券会社のビヘイビアがリスクに対してよりセンシティブな方向に変わっていくのかどうかは、今後みていかなければならないと考えている。

次に、ギリシャ情勢については、後程長井国際局長から説明があると思うが、マーケットの動きは佐藤委員ご指摘のとおりで、スイスがペッグをやめた時にポーランドとハンガリーの通貨が大きく売られたが、足もとでは、売られ過ぎということで少し買い戻されているという状況である。ハンガリーでは、昨年の段階でスイスフラン建ての住宅ローンを強制的に現地通貨建てに転換する政策が功を奏していると説明しており、マーケットでも一部でそれが信じられていると思う。ただ、これについても、それだけのポートフォリオをスムーズに変換することができたのかどうか、潜在的なリスクはないのかどうかということは、引き続き注目点かと思うので、みていきたいと考えている。

#### 白井委員

生保に買入目線があるということであるが、GPIFなど公的年金が国債を結構売却している可能性もあるが、今年1年をみると、また需給がタイト化してくるのではないかという感じがする。今は、生保は様子見のスタンスのようであるが、需要はあると思う。先程、国債金利には4～5年のところで付利金利0.1%の下限があるかもしれないという説明だが、もし需給がタイト化してくると、また下がっていくとみているのか。今後の見通しを伺いたい。

2つ目は欧州についてである。日本の場合、先程の説明にあったように付利金利の0.1%が目安になっているが、付利金利がマイナスになっている欧州の場合、ユーロ圏コア国、北欧も国債金利がマイナスのものが多い。そういったところでの金融機関の取引の目線は下がっているのか。実態として、マイナス金利が大きくなっている市場では、どのような目線で取引が行われているのか。国債利回りがマイナスの場合、社債のクーポンレートもマイナスの可能性があり、事実、欧州のある民間主体がマイナスの

クーポン金利で債券を発行したと聞いているが、そのようなものに需要があるということは通常考えづらいと思う。例えば、ドルを持っている人がベシススワップで有利にユーロに転換してユーロ圏の債券を買うのであれば割に合うそうであるが、そういった主体だけが残っているのか。欧州の現状が分かれば教えて欲しい。

#### 山岡金融市場局長

1点目の国債金利の見通しであるが、例えば図表9のイールドカーブをみても、1年から4年位までのゾーンでは何となく0.1%より上には上がりにくい状況はあると思う。先行きの見通しはなかなか難しい問題で、恐らく、先行きの米国の金融政策、本邦の物価見通し、本行の金融政策など見通しによって大きく変わってくると思うが、基本的には、今の状況では、おっしゃったような大口投資家と証券会社との間の腹の探り合いという状況が続く可能性が高いのではないかと思う。質問の答えになっていないかもしれないが、ボラティリティが大きく残る可能性はあると思う。すなわち、具体的には、生保は高い利回りで買いたい訳であり、こういう状況では、「この利回りでは買わない」、「これだったら買う」というような口先介入のようなことをやり、それをどこまで信じるかでマーケットが動くことがある。今日の20年債の入札は典型的だが、入札前にマーケットは動いており、「このレートにならないと買わない」と言っていた先がどうも事前を買ってきたようである。また、それをみてレートが下がっている模様である。特に、今のような大規模な金融緩和のもとで、インフレ率や潜在成長率に基づく金利の目線がなかなかできにくい中、大口投資家の腹の探り合いでマーケットの振幅が作り出される可能性はあると思う。

2点目のマイナス金利に関しては、今調べているがなかなか難しい質問である。最近の傾向として、欧州のスモール・オープン・エコノミーの非ユーロ採用国が、自国のマーケットが小さいからということかもしれないが、非伝統的緩和策として、かなり深くマイナス金利を掘っていく傾向が顕著にみられている。スイスやデンマークでは-0.75%まで政策金利を下

げている。これについて調べてみると、主な投資家は海外投資家であり、為替のスワップコストまで含めるとそのような投資家が出てき得るということである。そのような投資家を penalize するにはどのような金利が必要かという発想からマイナス金利としているが、そのような特別な中銀ファシリティ金利以外は、ゼロのまま据え置いているところが比較的多いように思う。従って、今の時点では、それが直ちに銀行間取引の金利の目線になっている訳ではないという気がしている。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

資料－3（参考計表）【追加】に沿って、海外経済・国際金融の現状評価についてご説明する。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」との判断は変えていない。

図表1のグローバルな生産PMIは、昨年央から次第に垂れてきていた先進国の持ち直しが明確になっているように窺われる。特に、国・地域別でユーロ圏あるいはドイツで水準を戻しているところが、今回の良いニュースではないかと思っている。

図表2の米国経済は、雇用の力強い伸びにガソリン価格の下落もあって、消費者コンフィデンスが目立って上昇してきている。そうした中で、図表2－1（2）の個人消費の強さが、特にサービスで目立っている。一方、企業部門に目を転じると、（6）のISM指数は、非製造業ISM指数が今申し上げた個人消費の堅調さを背景に高水準で推移している。一方、製造業ISM指数は、水準こそ53.5と50を優に上回る水準であるが、昨年4四半期頃から徐々に垂れてきており、非製造業とコントラストをなしている。このように、製造業のセンチメントが少し勢いを落としている背景としては、図表2－2（2）の輸出受注、あるいは実質輸出が足もと

少し垂れているところが影響しているように窺われる。その背景としては、海外需要の弱さやドル高が次第に影響してきているのではないかと判断している。この点、(3)の設備投資はまだしっかりと増加を続けているが、(4)の資本財受注は、産業用機械、建設用機械を中心に第4四半期は若干頭を下げており、この点は今後注意してみていきたいと思っている。

この間、(5)の賃金は、雇用の力強い回復にもかかわらず、相変わらず低い伸びにとどまっている。(6)のPCEデフレーターは、総合ベースで前年比+0.7%まで低下してきている。コアは+1.3%で踏みとどまっているが、今後どこまで総合ベースに追随していくのか、不確実性が残るところである。民間の物価見通しをCPI総合でみると、早晩、具体的には1月あるいは2月に、前年比でマイナスをつけるとの見方が大勢であり、ボトムは第2四半期頃という見通しが多いが、中には-0.5%を超えるマイナス幅を予測する先も出てきている。Fedは雇用の力強い回復に伴って年央にも利上げを実施するといった見方が、大勢になってきていると思うが、こうした弱いインフレ見通しのもとで本当に利上げに踏み切るのかについて、マーケットに疑念が残っているのも事実である。Fedのコミュニケーションは、これから難しくなっていくだろうとみている。

次に、欧州経済である。冒頭述べたように、製造業を含めてユーロ圏のPMIは水準を上げてきている。図表3(1)のPMIだけではなく、昨年第4四半期のGDPも前期比年率+1.4%と、緩やかな回復基調が続いていることを裏付けるものとなった。加えて、ドイツのGDPも前期比年率+2.8%と強めの数字となっている。ユーロ圏の足もとの持ち直しの1つの背景は、エネルギー安に伴う消費周りの改善である。(2)のコンフィデンス、(3)の小売売上数量などでこうした点は確認できている。(4)の輸出も、ユーロ安の効果もあってか、緩やかながらも増加基調にある。ギリシャ情勢自身は予断を許さないが、ユーロ圏の景気回復の足取りはしっかりしてきているように窺われる。

この間、(5)の物価については、1月のユーロ圏HICP総合の前年比は-0.6%とマイナス幅を拡大した。エネルギー価格の下落が主因であ

るが、一方でコアベースで財、サービスともにプラス幅を幾分縮小させてきている。民間の見通しでも、今年の第3四半期までは-0.5%前後で推移するとの見通しが多いようである。(6)の市場の中長期インフレ予想を示す指標は、ECBの追加緩和もあって戻した後、一進一退の動きとなっているが、取り敢えずは下げ止まっている。

図表4は中国経済である。(1)の製造業PMIは、昨年中央位から垂れてきており、足もとでは50を僅かながら下回っている。(2)の生産の伸びも鈍化してきており、(3)の製造業の売上在庫バランスも悪化を続けている。最大の要因は、(4)の固定資産投資の減速である。こうした景気の減速と同時に、(5)の物価も、1月にCPIの前年比伸び率が+0.8%まで低下している。これには、エネルギー安に加えて野菜価格の下落が効いているようである。春節の時期のずれといった要因もあるようだが、物価が低下基調にあるという姿に変わりはないと思っている。(6)は短期金利の推移だが、中国人民銀行は2月4日に予想外の預金準備率引き下げを実施した。最近の資本収支の赤字傾向、あるいは春節を控えた資金需要などを背景とする市場金利の上昇圧力抑制に主眼を置いており、加えて小型零細企業などの重点先への資金供給を促すための措置であったと理解している。

図表5は中国以外の新興国経済であるが、(1)のアジア諸国の実質GDPをみると、アジアでは昨年の第3四半期から第4四半期にかけてGDP伸び率が加速した国が多くみられるなど、全体としては緩やかに回復しているとみている。一方、(2)のブラジル、ロシアといった大国でスタグフレーション的な状況が一段と進んでいる。資源国を中心にこれまでの過剰投資の調整が続いていることが、世界経済全体の重石となっているという状況だと思っている。この間、原油安に伴うインフレ率の低下は、多くの新興国経済にも恩恵をもたらしている。(4)にあるように、台湾やタイのCPIは前年比でマイナスに突っ込んでいる。また、インドや韓国でも、かなりの水準まで下がってきている。こうした環境下で、(5)で幾つかの例を示したように、金融緩和の動きが広がってきており、ブラ

ジルのように引締めしか選択肢のない先と明暗を分けているように窺われる。

最後に図表6である。(1)の原油価格は、前回会合以降、下落に漸く歯止めがかかったかたちで、ボトムアウトのタイミングを探っている展開である。こうした動きに世界的に株式市場もポジティブに反応して、年初からの原油安と株安が相呼応して進むような嫌な流れが一服したようにみえる。景気が好調な米国における長期金利低下のconundrumも、少しは一服した感がある。そうした中で、(3)、(4)の米欧の株価と長期金利の動きに少しコントラストがついているのが、今回の特徴だと思っている。1つの要因として考えられるのは、ECBによるソブリンQEがアナウンスされたことだと思う。もう1つ考えられるのは、(6)の国外売上高比率別株価でお示ししているように、ドル高の進行に外需の伸び悩みも加わって、海外売上が5割を超えるような企業の業績が、米国株の全体の足を引っ張っている姿がみてとれる。先程、米国の説明で製造業PMIや輸出受注、あるいは資本財受注の減速についてご説明したが、こうした株価の動きとどのように関係していくのか、注意深くみていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

4点質問がある。1点目は、中国についてである。預金準備率の引き下げで、確か2,000~3,000億元位の資金供給になるらしいが、図表4(6)の短期金利をみると、金利はまだ上がっている。これは、春節関連で資金が逼迫していることによる一時的な要因なのか。

2点目は、欧州である。成長率は前期比+0.3%と予想より良かったが、中でもドイツが非常に良かったと思う。前期比+0.1%から+0.7%へと0.6%ポイント上がったが、これだけ上がったのはドイツだけである。前

期比の変化幅はスペインで 0.2%ポイント、フランスで-0.2%ポイントであり、要するにドイツだけが突出して良いという感じがする。確かに、ユーロ圏は堅調になってきているようにも見えるが、ドイツが突出してみえる。このドイツの強さについて、情報があれば願います。原油価格の低下による消費の拡大ということもあるかもしれない。輸出もあるが、投資はどうなっているのか。設備投資の対GDP比は 16%程度であったと思うが、ドイツの強さの背景をもう少し説明してもらいたい。

3点目はギリシャである。E L A（緊急流動性支援）は、確か2月4日に E C B が適格担保としてギリシャ国債の受入れを停止し、上限を 650 億ユーロに設定したと思う。私の理解では、そのうち既にある程度使っているのではないかと思う。一方で、ギリシャはMROを使っていたと思うが、ギリシャ国債がMROの適格担保として使えなくなったので、MROをE L Aに乗り換えないとならないと思う。ただ、MROが 470 億ユーロ位であるので、既に使った額次第かもしれないが今のE L Aの上限では直ぐに足りなくなってしまうと思うが、これはどうなるのか。E L Aも無制限にどんどん拡大はできないとすると、2013年のキプロスでの資本規制のようなものが必要になるのか、行き着く先がよく分からない。18日にE C Bが議論するのもかもしれないが、もし何か分かれば教えて欲しい。

最後に米国であるが、図表2-2(5)の時間当たり賃金は、今は大体2%前後の伸びである。データによっては2.2%だが、かつては3.5~4%程度あった。F R Bが金利引き上げの際に幅広くみている労働指標の1つに賃金の伸び率があるが、これについては様々な見方があると思う。1つは、よく言われる pent-up wage という考え方で、過去のプラクティスから暫くこの状態が続くが、上がっていくのは時間の問題でこれから上がっていくという考え方である。2つ目は、米国でも自然失業率が下がっており、まだスラックがあるから上がらない。ただ、これも、今の雇用の改善のペースからみると、賃金上昇は時間の問題であろう。3つ目は、もしかしたら、意外にこれは均衡かもしれない。なぜならば、以前にも指摘した

が、米国の労働生産性が1%で、CPIが1%前後となるとちょうど良い位であるので、余程生産性が上がらない限りはそれほど賃金が上がっていくとは考えられない。このように、どのようにみるかによってこれから賃金が上がりやすいのかどうかについての見方が違ってくるが、今後の賃金の動向についてはどのようにみているのか。

#### 長井国際局長

1点目の中国の短期金利の動きについては、白井委員ご指摘のとおり、これは季節性で春節の影響だと思っている。私も、準備率を引き下げたのになぜ短期金利が上がるのだろうと思い調べてみたが、過去2013年、2014年は春節の10日位前から上がり始めるというパターンで、2013年は60bp位、2014年は160bp位上がったが、今年は32bp位の上昇にとどまっております、季節性をよく抑え込んでいるという感じである。春節が終わるとまた下がってくるので、ここはあまり心配しなくて良いと思っている。

2つ目のドイツの強さという点であるが、確かに欧州でドイツが目立って強かったので他国は大丈夫かというところはあるが、他国をみても消費はかなり広く出ており、弱いというご指摘のあったフランスでも実質可処分所得の上昇はかなり幅広く効いている。今まで、ヨーロッパでは消費はなかなか底堅いと申し上げたが、そこに追い風が吹いているという感じがする。ユーロ安で、特に、フランスなどでも価格センシティブな輸出品が多いという指摘は多いので、ドイツに続いて輸出の持ち直しは効いてくるだろうと思っている。その中で、ドイツも含めて設備投資が目立って戻ってこない点は少し気掛かりだと思っている。投資財受注などの動きをみても設備投資が出てきていないが、ロシアやギリシャも含めて様々な不確実性から今まで投資を抑えてきたので pent-up demand はあるとは思っている。いつ出てくるかと思っているが、まだ出てくる雰囲気がないので、今後の回復の持続性という意味では少し心配している。この点、注意してみたいと思っている。

3番目のギリシャのELAについては、650億のうちどこまで使ったの

かは、恐らくデータでは確認できず、民間の見通しが色々と出ている。先程おっしゃったような普通のMROとELAをどのように使い分けているのか、MROからELAに乗り換えてきているのではないかというような色々な憶測はあるが、正直言ってよく分からない。多分、銀行の流動性は今後もっても数週間位なのだろうと思っており、それもELAを続けるという条件のもとである。予断は許さないが、現在の支援プログラムから看板を少し変えて、新規のプログラム締結という名目にしながら内容は今までのものと変わらない、というようなところで妥協を図るのが1番皆が狙っているところだと思う。それまでの過程で、ELAを上手くつなげるか、あるいは一瞬でも切れるとしたら、白井委員ご指摘のような資本規制を一時的に入れるのか——民間のレポートでは、キプロスの例との比較が最近出てきている——、そうすれば少しの間ならもつのではないかというような見方もある。そのような展開を図りつつ、先程申し上げたような看板の付け替えで妥協を図れば良いということだと思うが、いずれにせよIMFの返済の1番の山場が3月20日頃に来るので、それまでの間に決着をつけるにはあまり時間はないので、われわれも少し心配をしながらみている。

4点目の米国の賃金の伸び悩みについては、conundrumである。FRBのコミュニケーションの難しさと申し上げたが、ここのところがよく分からないのは非常に悩ましく、恐らくこれは英国にも共通する悩みだろうと思っている。英国と共通するという意味では、白井委員が3つ目にご指摘になった労働生産性の低下であるが、第4四半期にまた下がり、これだけ雇用が目立って良くなったにもかかわらず生産性はむしろ悪化するという点は、結構無視できないと思っている。

#### 宮尾委員

図表4(4)の中国の個人消費に関して、別の資料の小売売上高の新しいデータによれば、12月は多分上向いていたと思うし、加えて自動車販売なども12月は結構盛り上がっており、中国経済には全般的に減速感

あるが、個人消費はわりと堅調だというイメージがある。その辺りはどのようにみているのか。

長井国際局長

小売売上高の伸び率もじわじわと下がってきているような気はするが、それでも2桁の前年比を維持しているという意味では、そこそこ伸びていると思うので、足もとではあまり心配していない。自動車販売は、12月、1月でかなりの振れはあったが、工業会などでは今年も昨年並みの6～7%程度の伸びを期待しているようであり、その位出てくれば良いのだろうと思う。ただ、もう少し大きな流れとして、投資主導から消費主導へという点で、消費だけで安定成長を維持できるかということ、やはり力不足だろうという感じは持っている。その意味で、金融政策か財政政策か分からないが、どこかで梃子入れをしながら、7%前後であろう安定成長に持っていくことをしないと、消費だけでは少し苦しい展開だろうと思っている。加えて、足もとガソリン安、エネルギー安は意外と中国でも早く出ており、アネクドータルには、これが消費の下支えになっているということが聞かれているので、そこは少し安心材料だと思っている。

木内委員

前回会合で、ユーロ圏の労働市場について、失業率は非常に高水準にある一方、賃金、特に実質賃金は非常に高く、それが足もとの消費の強さにも繋がっているが、この2つが並立しているのはやや非整合的であるという説明であったと思う。それに対して、構造的失業率が上がっているのか、あるいは賃金の下方硬直性なのかについては、賃金の下方硬直性の問題の方が強いという話であったと思う。そうした時に、非常に高い失業率は循環的な要因が大きいとは思いますが、少し前に米国でも議論があったように、最初は循環的な要因ではあるが失業状態が長く続くと結局技能も陳腐化し、循環的失業が構造的失業になり、構造的失業率が上がってしまうというような兆候はないのか。ヨーロッパでは、既にこれだけ長い期間失業率

が高い水準にあるので、そのような兆候や、雇用の流動性が大分落ちていることの支障はないのか。その辺りについて、教えて頂きたい。

次に、米国の個人消費であるが、全体としては堅調だと思うが、足もとの数字にはばらつきがあり、12月、1月の小売販売が結構下振れている。ガソリン価格が下がっているので名目値が下がっているという部分もあるが、それを除いても結構下振れているのはなぜなのだろうか。また、ガソリン価格下落の影響がどの程度確認できるのかという点で、例えば、ガソリンの消費量は足もと結構増えているので、代替効果でガソリン消費が増えているという面はあると思うが、一方で、自動車販売は、水準は高いが12月、1月は落ちている。ガソリン価格下落が所得効果として本当に消費に全体的に効いているのかが判然としないが、どうか。

3番目は、図表2-1(2)の米国の個人消費で、最新の第4四半期のGDPでも、サービス消費が非常に強いという傾向が、年初からどんどん強まっているように思う。この個人消費の強さは、勿論雇用情勢、所得環境が良いということもあるが、それに加えて低金利、金融緩和の効果や原油価格下落の効果だとすると、どちらかと言うと耐久財の方が強くもおかしくないという感じがするが、実際は耐久財の寄与度は下がっておりサービスの方が増えてきている。この背景は何なのか、教えて欲しい。

長井国際局長

ユーロ圏の高い失業率と実質賃金の高止まりについては、前回会合でご説明したように、賃金の下方硬直性がかなり効いているのだろうと思っている。木内委員がおっしゃったように、循環的な失業が段々と構造的な失業になってしまうという点は、データで示すことは難しいが、政策の議論、特に一連の secular stagnation の議論の時に、この点が懸念材料として欧州の参加者から指摘されている。特に、若年層の失業率が非常に高い状況が、長い目でみて使えない労働者が一杯できてしまうのではないかという意味で、彼らの不安になっていることは事実だと思う。エビデンス、データで裏付けできないが、そのように思っている。

米国の個人消費のばらつきについて、図表 2-1 (2) の個人消費は、実質でサービスも含んでいるのでかなり強くなっていると思う。木内委員ご指摘のとおり、1月、2月の名目の小売売上はほぼ横ばうかたちで、少し弱いのではないかという議論があるのは承知している。この背景には、1つは、サービスがきちんと入っていないことがあると思う。もう1つは、12月、1月と横ばう前の10月、11月がかなり高い数字であったので、そこから横ばうのはそれほど悪くないと思っているということである。さらに、名目で物価が下がっている時はこのような乖離が大きくなるのだろうと思っている。ガソリン価格下落の影響としては、ご指摘のとおりガソリンの消費が増えているのでその効果は非常に出ている。ただ、自動車が思ったより出ていないというのは、ガソリン価格だけで説明できるものではなく、既存の需要がどの程度満たされているのかや、オートローンなどが制約になっているなど、様々な要因があるのではないかと考えている。そういった意味で、ガソリン価格が下落しているからもう少し自動車販売が伸びるべきだというようには、必ずしも思っていない。

原油安で実質購買力が上がったような時には耐久財の方が伸びやすいのではないかという最後のご質問については、アネクドタルな話としては、低所得や中所得の人が discretionary な消費、例えばレストランに行っているというような話はあるが、それが原油安の時にそれほど出やすいのかどうかは、理論的にこうだと認識したことがなく、ご指摘の問題点についてあまり問題意識を持ったことがなかったもので、また考えてみたい。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒープレイクを取りたいと思う。再開は15時06分をお願いします。

(15時01分中断、15時06分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

会合を再開する。国内経済情勢の説明をお願いします。

前田調査統計局長

最初に、本日お配りした資料－4（参考計表）【追加】で、GDPをご説明する。昨日公表された10～12月のGDP統計は、図表1にあるように前期比+0.6%、年率+2.2%となり、3四半期振りのプラスとなった。中身を寄与度でみると、まず目立つのが輸出であり、プラス寄与が+0.5と拡大しており、景気を支え始めたことが分かる。一方の内需は、公的固定資本形成の寄与度は0.0、すなわち前期からほぼ横這いとなったが、民間需要の寄与度は+0.3と、3期振りのプラスに転じている。消費、設備ともになお鈍さが残ると思うが、消費税率引き上げ後の落ち込みから次第に持ち直してきていると言えると思う。一方、名目GDPは、10～12月は前期比+1.1%、年率+4.5%と、高い伸びとなっている。これには、第1に、国内物価が緩やかに上昇していることに加え、第2に、原油安が輸入価格下落を通じて外需デフレーター、交易条件の改善に繋がり始めていることも寄与していると思う。

図表1（3）の景気動向指数は、12月まで数字が出ているが、一致指数は8月をボトムに持ち直しており、内閣府の基調判断もそれまでの下方への局面変化から改善へと修正している。一方、先行指数は、年央頃に下げ止まったが、足踏みが持続している。先行指数には商品市況が入っており、原油安による商品市況下落という今は経済にとってプラスに作用する現象が、先行指数には押し下げに寄与している面もあるが、それ以外では、消費者あるいは中小企業のマインドが鈍いことの影響も小さくないようである。過去の経験則をベースにすると、景気のリバウンドをやや鈍らせかねない可能性もある点には、注意が必要だと思う。

以下、事前にお配りしている資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。図表3の公共投資関連指標をみると、10～12月の公共投資はほぼ横這い

となった。今後については、公共工事請負金額が7～9月に前期比-16.8%とマイナスに転じた後、10～12月が-1.4%となり、1月も10～12月対比で-1.6%と小幅ながらマイナスが続いていることからみると、先般成立した補正予算が下支えに効いて高めの水準は維持されると思うが、1～3月以降緩やかな減少傾向に転じていくとみて良いと思う。

続いて、図表5の輸出入である。実質輸出は、12月に前月比+3.2%と再び増加に転じており、この結果、四半期では7～9月に+1.6%の後、10～12月は+4.8%と伸びを高めている。輸入の方も、7～9月+0.8%の後、10～12月+1.1%と増加しているが、輸出の伸びに比べれば低めである。ヒアリング情報も踏まえると、輸入の伸びの緩やかさについては、国内需要がまだそこまではっきり増加していないということもあるが、為替円安が家電や部品等の輸入抑制や一部国内品への切り替えに繋がり始めている可能性も考えられるところである。

図表7で実質輸出の地域別について申し上げたい。四半期では、2014年第4四半期は米国向けが前期比+8.8%と高い伸びとなった。米国向けは、資本財のほか、7～9月頃までは現地生産の拡大から減少していた自動車にも下げ止まり感が出てきている。米国景気の影響を受けやすいN I E sについても、第4四半期+6.3%と、第3四半期に続きしっかり増えている。中国向けは、景気は然程強くないわりには2四半期連続で増えているが、中身をみると、建設機械などが弱い一方、中国でのスマホ需要の堅調さなどを反映して情報関連部品、半導体製造装置辺りが増えている。その他向けも引き続き増えているが、資源国等の景気は冴えないが、これまでのところ円安の押し上げ効果が出てきているのではないかと思う。一方、EU向け、ASEAN向けは、引き続きもたついていると思う。今後の輸出については、米国経済の回復や、前回の会合でも申し上げたような円安による国内生産強化の動きも影響し、輸出は、振れを伴いつつも全体として緩やかに増加していくとみている。ただ、欧州、中国あるいは資源国の経済について不確実性があり、機械メーカー等一部からは鉱山関係の輸出に関連した受注が鈍っているといった声も聞かれているので、引

き続き下方のリスクにも注意してみていきたいと思っている。なお、先般石田委員からご質問があった米国西海岸の港湾ストについては、その影響はまだ続いており、一部メーカーからは、緊急を要する財の輸出は航空輸送に切り替えているというような声も聞かれている。輸出全体に大きく影響するとは今のところ考えていないが、今後とも情報収集は続けていきたいと思っている。

次に、図表 13 の企業マインドである。〈参考〉の景気ウォッチャー調査が、先月頃から下げ止まりから少し持ち直しの感じが出ていると申し上げていたが、(5) の帝国データバンク——これは比較的滑らかな動きをする——でも、下げ止まり感が少し出てきているようにもみえる。恐らく、原油安のプラス効果などが現れ始めたのではないかと思っている。ただ、特に中小企業のマインドをご覧頂くと、現時点ではなお慎重さが残っていると思う。資料には掲載していないが、1部上場企業の10～12月の連結決算がほぼ出揃い、われわれが集計しているところでは、10～12月は前年比で+8%程度と、上期の+10%程度並みの増益であった。資源価格下落は、石油や商社、鉱業などの収益減に繋がっているが、全体としては、円安の好影響を受けやすい製造業を中心に、しっかりとした増益傾向が維持されていると思う。

次に、図表 14 の設備投資をご覧頂きたい。機械投資の一致指数である資本財総供給は、7～9月前期比+1.8%の後、10～12月+2.4%と持ち直している。先行指標の機械受注については、11月が前月比+1.3%の後、12月が+8.3%と2か月連続の増加、四半期でも7～9月に続いて10～12月も小幅ではあるが2四半期連続の増加となっている。10～12月については、見通しが-0.3%であったので若干上振れということになる。1～3月の見通しについては、(注) 1. にあるように、民需(除く船舶・電力)で+1.5%と、3四半期連続でプラスとなる見通しである。機械受注は過去3四半期の達成率をベースに計算しているが、4～6月が相当下振れたので、1～3月の見通しを計算する際に結構弱い達成率が入っている。これを10～12月の達成率で計算すると、1～3月の前期比は+4.3%とな

るので、機械受注は、4～6月に大きく落ち込んだが、どうやらしっかりしてきているのではないかと思う。建築着工床面積は、月々かなり振れているが、10～12月は何とか前期比+5.5%と増加した。このように、設備投資の関連指標はいずれも増加方向にあり、今後も原油安にも支えられた企業収益の改善などを背景に増加基調が続くとみている。ただ、図表 15、16 は今数字で説明した設備投資関連のグラフであるが、傾向的に右上がりとはいえ、振れを伴って緩やかであり、勢いがついているという感じはまだない。また、図表 17 の設備投資の実施企業割合をみると、従業員 20 人以上の中小企業はかなりしっかりしているが、20 人未満の小企業は、このところもたついている。こうしたもたつきには、昨年後半の企業マインドの慎重化の影響も考えられるので、今後とも企業マインドの動向と併せて、引き続き注意深くみていきたいと思っている。

個人消費の個別の指標をみると、図表 20 (1) の小売業販売額は 2 四半期連続でプラスとなり、弱かった家計調査も何とか持ち直しの感じが出てきている。(2) の耐久消費財は、自動車は軽自動車のシェア争いによる振れでかなり大きくスイングしているが、それを除くと下げ止まりから少し持ち直しかどうかという感じだと思う。図表 21 (1) の小売店販売については、コンビニはかなりしっかりしており、百貨店も振れを伴いつつも 12 月まではしっかりしている一方、スーパーは、下がっている訳ではないが改善が鈍い。1 月について業界からは、コンビニは弁当等を中心に引き続き良いが、百貨店はコート等の重衣料で今年の駆け込みの反動がどうやら残ったということで、1 月は精彩をやや欠いたといった声が聞かれている。(2) のサービス消費は、全体としてあまり変わらず、底堅いということで良いと思う。旅行については、国内向けが非常に堅調である一方、海外旅行は円安による値上がりから弱いといった指摘が増えている。消費者コンフィデンスについては、図表 22 (1) の消費者態度指数も少し底を打ってきたのではないかと、＜参考＞景気ウォッチャー調査も少し底を打ってきたのではないかという感じである。これは、後述するように雇用・所得環境の改善が再びはっきりし始めたということのほか、物価も、

原油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のではないかとみている。ただ、一方で、物価についての回答は、先々上昇するといった回答が再び幾分増加しており、これが消費者側からみれば実質所得の抑制要因として、マインド改善の鈍さに繋がっている可能性も考えられるところである。

以上、個人消費についてまとめると、鈍さを残しつつも全体としては消費税率引き上げ後の落ち込みから緩やかに持ち直してきているということだろうと思うし、先行きについても、原油安の効果がはっきり現れ、所得の改善もさらに明確になれば、足取りは確かなものになっていくとみている。ただ、今のところ鈍さが残っているので、当面下方のリスクにも注意が必要と思っている。

続いて、図表 25 の生産等である。12 月の生産は、11 月が前月比 $-0.5\%$ の後、資料では $+1.0\%$ とあるが、確報で改訂され $+0.8\%$ と若干下方修正になったがはっきりとしたプラスとなった。この結果、10~12 月は、 $+1.8\%$ とあるところが $+1.7\%$ となり、これはあまり変わらずはっきりとしたプラスであった。在庫は、12 月前月比 $-0.4\%$ とあるところが $-0.7\%$ と改訂され、その結果、10~12 月で $-0.1\%$ と横ばいないし若干の低下となった。生産については、予測指数が 1 月、2 月と振れを伴いつつも増加していく。内需の反動減からの戻りと在庫調整の進捗に輸出の持ち直しが加わって、生産が増えてきたと思う。企業ヒアリングでは、1~3 月も 1% 台のプラス、4~6 月については、多少勢いは緩やかになる可能性があるが、緩やかな増加基調を維持するといった感触を得ている。

次に、雇用であるが、図表 30 (2) の新規求人数は、消費税率引き上げ頃から一旦もたついていたが、再び増え始めている。これを反映して、(1) の有効求人倍率も再び上昇している。完全失業率は、振れかもしれないが一旦もたついていたところが再び下がり始めたようにもみえ、労働需給は、全般に改善が再び明確になりつつあると思う。図表 29 の労働力調査の雇用者数は、12 月は前年比 $+1.1\%$ と少し高めの伸びとなり、10~12 月で $+0.7\%$ 、毎月勤労統計の常用労働者数は 12 月は前年比 $+1.7\%$ と

しっかりした伸びとなっている。賃金は、12月は冬季賞与の月で、冬季賞与が前年比で+2.6%となったので、1人当たり賃金は+1.6%と伸びを高め、12月の雇用者所得は前年比+3.3%と高めの伸びとなった。雇用者所得、賃金について、図表34の実質賃金・所得をご覧頂くと、消費税を調整した後の物価でみると、実質賃金はどうやら水面上に上りつつあり、実質雇用者所得も緩やかに伸び率を高めつつあるのではないかということである。今後は、恐らくは、どの程度かは分からないが賃金の上積みと、原油安の効果、さらに消費税率引き上げの影響の剥落から、前年比でみた実質賃金・所得は改善していくとみて良いと思うが、まずは、今春の賃金交渉の帰趨について注意深くみていきたい。

最後に物価だが、図表38(2)の国内企業物価の3か月前比は、マイナス幅が少し拡大してきており、これは原油価格の下落等による為替・海外市況連動型のマイナス幅拡大が主因である。ただ、原油価格も下げ止まり感が窺われるので、マイナス幅はこの辺りがピークではないかとも思っている。図表41の消費者物価は、総合除く生鮮食品の前年比で12月は+0.5%とプラス幅を縮小した。この最大の要因は、石油製品のマイナス寄与が-0.16と拡大したことである。1月、2月にかけて石油製品のマイナス寄与がさらにはっきりと拡大するということなので、恐らく2月には除く生鮮でみて前年比はほぼ0%に近づくとと思う。一方で、図表42をご覧頂くと、上昇品目比率-下落品目比率が+10%半ばで安定しており、色々なものが上がっているという状況である。ここに書いていないが、1月の東京で計算すると、上昇超幅は12月までの5%程度から10%程度まで拡大しており、多くの品目が値上がりしている状況である。

以上を簡単にまとめると、景気は、マインド面に慎重さが残り、消費の一部などになお鈍さがみられるが、民間需要全体としては相応に持ち直してきていると思う。また、輸出の好転や在庫調整の進捗にも支えられて、生産活動は持ち直してきており、労働市場の改善も再び明確になりつつあると思う。このため、景気全体で見れば、駆け込みの反動に起因する下押し圧力はかなり減衰してきており、景気の足取りも再びしっかりし始めて

いると判断できると思う。これは、第1に、反動減の一巡といった循環的な要因に加え、第2に、原油安、円安などのプラス面が現れてきていることが背景と考えられ、こうした動きは今後も続くと思われる。一方、消費者物価の前年比については、今後、原油価格によって上下双方向に振れ得るが、基本的には、今後さらに低下し、当面小幅のプラスないしは0%近傍にとどまるとみている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

宮尾委員

GDP統計の説明で、原油価格下落の交易条件改善効果が出始めているという説明があったと思うが、輸入デフレーターをみると、輸入価格はまだ下がっていない、むしろ上がっている感じで、GDPデフレーターに対する輸入デフレーターのマイナス寄与はむしろ上がっている。私の印象では、原油価格と輸入価格はほぼ同時相関だと思っていたが、原油価格は10～12月期だけでも3割強下落した一方で、輸入価格はあまり動いていない。何が起きているのか、分かれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

これは比較的クリアであり、図表35の輸入物価を円ベースで見ると、10～12月期は前年比でも前期比でも上昇しており、前期比では+1.8%である。ただ、一方で、契約通貨ベースでは前期比-4.9%と下がり始めている。円安が進んだので円ベースで見ると輸入物価は上がったかたちに見えるが、輸出物価は円ベースで見るとそれ以上に上がっているので、ネットでみれば交易条件は改善している。もう1つは、原油価格が下がり始めたが、通関輸入には1か月程度ラグがあるため、10月頃から急に下がり始めたのでフルに影響が出るのは1～3月だと思う。因みに、1月の円ベースの輸入物価は、10～12月対比で-6.2%である。先程、交易条件は

好転し始めたと申し上げたが、1～3月にはフルに出てくると考えて頂いて良いと思う。

#### 木内委員

図表 35 の国内企業物価は、1月に前月比-1.3%と大幅に低下した。これは、原油価格あるいは原油関連製品の下落による部分がほとんどかと思うが、ただ細かくみると様々な品目、例えば、はん用機械等機械類でも下がっている。記事で読んだところでは、円安分の価格転嫁の動きが弱まっているという説明が本行からあったとのことだが、年末にかけて円安が進んだが、ここにきて円安の価格転嫁の動きが弱まっているのかどうか、そのような証拠があるのかどうか、教えて欲しい。また、前回も消費者物価に関連して質問したが、原油価格あるいは関連製品の値段が下がることで、最終製品にマイナスの影響が及ぶというような効果が多少なりともみえているのかどうか、教えて欲しい。

もう1点は、図表 33 の冬季賞与に関する質問である。毎勤ベースでは、2014年度の冬季賞与が、暫定値かもしれないが前年比+2.5%と、2013年度の+1.3%よりは大幅に高いが、2014年度の夏季と比べると少し落ちてきている。賞与は企業収益との連関が強いので、勿論足もと増益基調ではあるが、2014年度は主要企業でも増益率が1桁台に落ちてきているなど、2013年度に比べると伸びが鈍化しているが、この流れがラグをもって賞与に効いてくるとすると、この先は賞与の増加ペースは、今年の夏辺りがピークで少し落ちてくるといようなイメージで良いのか。

#### 前田調査統計局長

最初の質問については、私自身、木内委員がおっしゃる報道はみておらず、私自身が記者レクで説明している訳ではないので何が真実かは分からないが、実は機械類はあまり下がっておらず、3か月前比では横ばいである。下がったのは、先程申し上げたように石油関係と、石油が下がると当然化学製品も下がるので、この2つが非常に大きい。もう1つは、今アジ

アで鉄鋼需給が非常に緩んでいるので、その影響を受けて鉄鋼関係が弱い。この3つではほぼ説明できると思うので、円安の価格転嫁の動きが弱まっているということは、国内企業物価に関しては、まだあまりないのではないかと思う。CPIに関する質問に関しては、現時点では、石油製品の価格下落がCPIの品目にマイナスの影響を及ぼしているというのは、まだみえていない。むしろ、1月の東京をみる限り、円安によるコスト増分を転嫁する動きが少し増えているように思う。前回も申し上げたように、今後恐らく2月頃には、サーチャージの影響が多少出てくる可能性があるのではないかとみているが、今のところまだはっきりと下押ししているようにはみえていない。

2点目の冬季賞与に関しては、木内委員おっしゃるとおりで、図表 33 をご覧頂くと、2014 年度夏季が前年比+4.3%、2014 年度冬季が+2.5%と、伸び率は少し下がっている。これは12月の速報なので、確報までみないと分からないということと、賞与の規模という点で、冬にはほとんどの企業が払っているようだが、夏は払っていない企業もあり、過去をみると、どうも夏の方が振れが大きいことが多かったようなので、そのような影響もあるのではないかと思っている。ただ、木内委員ご指摘のように、この上期は企業活動が伸び悩み、収益が伸び悩んだことの影響が、この冬の賞与の伸びの鈍化に繋がった可能性は十分あると思うので、そこはそういうものだろうと思っている。そのうえで、今後は景気と企業収益によるということだが、われわれとしては、景気は再びしっかりしてくる、企業収益は原油安もあって出てくるということなので、来年度には再びしっかりしたボーナスの伸びになるのではないかと、期待も込めて考えている。

#### 白井委員

1点目は、CPIに関してだが、耐久消費財の動きを東京の1月と全国の12月でみてみると、東京の1月は-0.2%と、12月の+1%からマイナスになっている。テレビに関しては、12月から前年比マイナスとなっており、12月の-2.7%が1月には-4%とマイナスが大きく拡大し、家

庭用耐久財も同様の動きである。全国の11月と12月をみると、伸び率は下がっているがまだプラスを維持している。東京の方がかなり下落しているように見えるが、ヒアリング情報によると、1年前は駆け込みもあって非常に需要が強かったのが、新製品でも売れ筋の単価の高いものが売れたそうだが、今は売れ行きが鈍っており、単価の高いものが売れなくなって、二番煎じか三番煎じのようなものを売っているというようなこともあると聞いている。このように、需要が少し鈍っているということを知っている。東京都区部では、既に12月から耐久消費財の価格が少し弱めに出ているが、これは東京だけの要因と考えられるのか、あるいは、今後の1月の全国でも出てくる可能性があるのかということを知りたい。

2点目は、雇用関係の質問である。全体的に雇用は好調だが、図表30(3)の所定外労働時間をみると、製造業は上がったたり下がったりしているが、全体では少し低下傾向のように見える。これについてどのような状況なのか、もう少し分かれば教えて欲しい。また、図表29の毎勤統計の雇用者所得、 $wage \times employment$  は好調に推移し、前年比は2%以上になっている。同じ指標ではないが、昨日発表されたGDPの名目雇用者報酬をみると、4~6月+1.7%、7~9月+2.4%、10~12月+2.2%と、若干弱めに出ている。この理由としては色々あると思うが、1つは、毎勤統計の方は常用の雇用者数なので、もっと広義のもの、例えば労働力調査の雇用者数でみると恐らくもっと低いので、常用の方が強く出ているということがあるかもしれない。また、現金給与総額なのでそれ以外のものが入っていないので、そのようなカバレッジの問題や公務員の給与が入っていないなどといったことがあると思うが、そのようなこともあって趨勢的に雇用者報酬の方が低く出るのか。その辺りがもし分かれば教えて欲しい。

最後に、図表13の景気ウォッチャー調査は原系列であるが、原系列でみると景気ウォッチャー調査は、現状判断DIは0.4と前月に比べて改善し、先行き判断DIも3.3と非常に良いが、季節調整値をみると、現状判断DIは横ばい、先行き判断DIも1程度しか上がっておらず、季節調整値はずっと悪くなっている。そこで質問だが、なぜ原系列にしているのか

を聞きたい。

前田調査統計局長

1点目の耐久財については、白井委員おっしゃるとおり、足もと弱い理由は、昨年の今頃は駆け込みが結構あったことと、それまでの円安分が転嫁される時期にあったことから結構高めに出たが、今年は多少売れ行きが鈍いこともあり、その反動が出てきているということである。東京と全国については、パソコンなどは共通品目なので同じであるが、月々では多少違う動きをすることもあるが、そうは言っても大体似たような動きになるので、1月の全国も、東京ほどかどうかは分からないが、恐らく少し弱いだろうとみている。

2点目の雇用関係であるが、まず所定外労働時間については、実は私も少し気になっている。答えがある訳ではないが一応の仮説が2つある。図表30(3)の所定外労働時間をご覧頂き、1つは、製造業は戻っているが、非製造業が鈍い。従って、消費等は改善しているが改善は鈍いということがあると思う。もう1つは、この間、非製造業を含めて人を増やしてきているので、人で充足されると所定外をそれほど増やさなくてもよいという面があって、その両面が効いているのではないかという仮説を持っている。図表29の雇用者所得については、毎月勤労統計では10~12月が前年比+2.5%となっている。GDPの雇用者所得は確か+2.2%だったと思うが、GDPの雇用者所得の計算方法は、毎月勤労統計の賃金に労働力調査の雇用者数をかけて、それにさらに公務員の給与を加えたり、われわれが入手できないような退職金などを加えたりしている。労働力調査でみれば雇用者数はそれほど伸びていないため、白井委員がおっしゃったようなことになっている。ただ、違うものをかけ合わせることが適切か、同じ統計でみた方が良いのかということについては、色々な議論があると思う。

3点目の図表13の景気ウォッチャー調査は、季調済でみた場合、横ばいしないしは若干改善位の感じである。なぜ原計数でみるのかと言われると、原計数で公表されているからである。

白井委員

原計数、季調済計数の両方で公表されている。

前田調査統計局長

両方公表されているが、一般的に、上がった下がったの判断が原計数でなされ報道されてきている。また、季調済の計数は初めからは発表されておらず、途中から発表されるようになったということもあり、原計数で載せている。もしかしたら白井委員がおっしゃるように季調済計数にした方が良いかもしれないと思いつつ、原計数を載せている。

石田委員

足もとのGDPデフレーターのうち、消費税率引き上げ分の寄与度はどの程度なのか。

前田調査統計局長

前年比では、内閣府では確か1.4%と言っていたと思う。従って、その分を差し引くと、前年比は確か0.6~0.7%上がっていたと思う。

佐藤委員

2点質問がある。1つ目は、GDP統計に関してであるが、資料-4（参考計表）【追加】の図表2（3）のGNIが、前期比年率で+6.7%だったと思うが、非常に良かった。これには海外からの要素所得の純受取が大きく寄与していると思うが、恐らく円安効果が出てきているのだろうと思う。このGNIの数字は円安で嵩上げされているとは思いますが、これをマクロの所得形成力の強まりと素直に評価して良いのかどうか。要素所得の受取の拡大をどのように評価するかが、1点目の質問である。

2点目は、資料-4（参考計表）図表34の実質賃金・所得に関してであるが、賃金でみるか雇用者所得でみるかで結果は大きく変わり、評価も

分かれるところである。以前、調査統計局の資料で、消費の弱さの背景として、年金受給者の年金支給額のカットが挙げられていたと思う。年給受給者は4,000万人位で、この2年間で年金支給額が実質で5%程度カットされていることが結構大きく効いているのではないかということであった。1点目の質問にも関係してくるが、雇用者所得をみるだけで果たして十分なのだろうか。常用雇用以外のところの寄与度が意外と大きく、そこが実は大きな消費の基調を決めている可能性もあるのではないかと思う。勿論、政府からの移転の数字が入ってくるので、リアルタイムで把握するのは難しく確報にならないと分からないという面はあるが、年金等政府からの移転も含めた所得形成を、なるべくリアルタイムに近いかたちでどのようにみていくかは、1つの大きな課題になると思う。この辺りに関して考えがあれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

2番目の質問に関しては、今や年金生活者が人口の1/3位になってきているので、この動向をみていくことは非常に必要だと思っている。佐藤委員もおっしゃったように、月次でなかなか把握できないところがあるが、われわれとしては、毎月チェックできないが四半期に1回位のペースで、年金も含めて可処分所得について——統計としては、SNA統計で1年以上遅れて出てくるが——、大体この程度ではないかということ、チェックし、ご説明してきており、これからもご説明していきたいと思っている。賃金でみるか所得でみるかは難しい問題だが、今申し上げたような面も含めて、少し時間を置きながらもご説明できればと思っている。

1点目のGNIに関しては、これもなかなか難しい。GNIは、GDPに交易利得の増減を加え、それに海外からのネットの所得を加えているが、実質のGNIを計算する際にちょっとしたからくりがあり、交易利得をデフレートする際は輸出入の加重平均でデフレートしているが、そうすると円安になると交易利得はあまり伸びないようにみえてしまう一方、海外からの所得の受取は、内需デフレーターでデフレートとするため、円安にな

ると急に伸びるということになる。ただ、これが間違いかと言われると、いずれにせよ円安であっても海外からの受取が増えた場合に、それが国内の支出活動に結びつくのであれば、所得形成として必ずしもおかしいとも言えないとも思う。ただ、全てが支出行動に結びつく訳ではないので少し過大に評価している面もあると思うので、全くの間違いとは言えないが全くの真実でもないといった感じで、所得形成にそれなりに影響しているという位にみておくのが良いと思う。現に今起きていることは、円安あるいは海外展開の増加もあって、連結ベースでの企業収益がかなり増えており、そのこと自体が賃金も含めて国内の支出活動の増加に結びついている面もあると思っている。

#### 4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

資料－5(参考計表)をご覧頂きたい。図表1の家計のインフレ予想については、(2)の消費動向調査は前月とほとんど同じである。加重平均および「上昇する」の割合とも同じで、家計のインフレ予想は比較的ガソリン価格の影響を受けやすいが、先程、前田調査統計局長からも説明があったとおり、それなりの品目で値上がりしているのも、その辺りが影響して、ガソリンが下がっているわりには持ちこたえたという感じだと思われる。

図表3はエコノミストのインフレ予想で、今回は2月調査が出ている。調査した時点が1月から2月初めにかけてで、ちょうどWTIのボトムの頃に当たり、2015年度が0.59%と、前回の0.84%からわりと大きく下がった。前月の会合で、2015年度のところは原油価格が落ちているわりに追いついていないと申し上げたが、漸く追いついてきたということだろうと思う。(3)のコンセンサス・フォーキャストは3か月に1度の調査で、

6～10年後の平均が1.6%から1.5%へ0.1%ポイントの低下、4～5年後の平均は1.6から1.4へ0.2の低下、1～3年後の平均は1.7から1.6へ0.1の低下と若干落ちているが、大きな流れとしては横ばい圏内の動きだと思う。

図表4は市場のインフレ予想である。(1)のQUICKの調査では、前月対比では今後1年間の平均値が多少落ちている。これは消費税の影響と、それから当然原油価格の影響だろうと思う。1年先から2年後まで、2年先から10年後までの平均は、あまり変わっていない。(3)のBEIは、漸く下げ止まった感じであり、前月辺りがボトムであった。数字を申し上げると、前回会合時の0.77%に対し、昨日時点は0.92%と15bp程度上がっている。10月からみると、30bp下がって15bp戻っており、下がった分の半分程度が戻ったかたちとなっている。

次に、図表7の長プラをみて頂くと、1月1.05%とあるが、これがボトムである。(注)にあるとおり、2月12日は1.15%とまた上がっている。12月の貸出約定平均金利は、新規分の長期が0.875%で、これは長期のボトムである。このように、金利は12月、あるいは1月にボトムをつけている。CPの発行レートは0.11%で変わらず、社債発行レートの方は、1月が0.28%と12月の0.44%から下がっているが、これはベースレートが下がっていることの影響と思われる。このようにこの辺りにボトムが来ているという感じである。

図表11はボリュームである。民間部門総資金調達は、12月の+1.2%から1月は+1.1%と0.1%ポイント下がっている。主因は、銀行・信金・外銀計が、12月の+1.6%から1月は+1.5%に下がっていることである。銀行貸出をみても12月の+2.8%から1月は+2.6%と0.2%ポイント下がっている。前年の裏ということもあるが、12月に出ていた決賞資金の返済があったということで、短期資金の返済だろうと思う。2.6%という数字は、それ以前の、例えば4～6月や7～9月の2%台前半から若干切り上がっている感じで、引き続き貸出は順調に伸びているということだと思う。国内公募社債の1月は7,280億円と大きな数字となっているが、こ

のうちB B B格が4,600億円でそのうち4,500億円が大手通信会社の個人向け劣後債券の発行である。一方、転換社債発行額と株式調達額のエクイティのところは少なくなっているが、これは12月に非常に大きな数字が出たので振れの範囲ではないかとみている。2月以降はまた戻ってくると思っている。

図表13は民間銀行貸出の内訳であるが、(2)の業種別の四半期をみると、製造業が前年比9月の+0.2%から12月は+1.2%と伸びを高めている。非製造業も同じく+2.8%から+3.4%と伸びを高めている。製造業については鉄鋼、電気機械、輸送機械等幅広い業種でプラスの寄与が立っている。先程の決賞資金や円安、それから反動減が若干和らいでいること等が影響していると思う。非製造業の方は、商社でM&A等があるということと、景気との関係ではリースが少し伸びており、これはリースを使った中小企業の設備投資などが反映されているのではないかとみられる。

次に、図表16のローンサーベイが出ており、7~9月から10~12月は季調値で5から5、原計数で5から6で、企業向けについてはあまり変わっていない。一方、個人向けは、6から8と少し戻ってきている。これまでの流れでみて頂くと、住宅ローンを中心に1~3月に駆け込みで20と大きくなった後、一度マイナスに落ち込んだが段々戻ってきている。レベル感から言うと、まだその前までは戻っていないと思う。

一方、「積極化」か「慎重化」かを聞いたローンサーベイの貸出態度は、「積極化」超幅が少し落ちており、大企業向けが7~9月の9から10~12月は3、中小企業向けが17から14である。これは、例えば利鞘の設定などで、さすがにこれ以上の「積極化」は難しくなっているということだろうと思う。当然、「慎重化」はゼロなので、中立と答えるところが増えているということだと思う。図表18の倒産は、1月721件と引き続き安定している。

最後に、図表19のマネーストック、M2は、12月の+3.6%から1月+3.4%と、先程申し上げた貸出の伸び率低下と、投信へのシフトアウトが若干あったようであるが、引き続き高い伸びが続いているという理解で

良いと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

図表4のBEIについて、日本でも漸く下げ止まり横ばいになり、米独日のBEIを比べると、米国のBEIの上昇幅が1番大きく、1月末頃から最近までで0.4%ポイント程度の上昇で、次が日本だと思う。ドイツやフランスをみると、1月中旬から2月の初めにかけて上がっていたが、その後また少し下がっている。インフレーション・スワップ・レートもそういう感じになっており、ちょっと違う動きが出てきたという感じがする。この理由の1つとして、金融市場局からの説明にもあったように長期金利の動きの違いも恐らくあると思うが、それ以外に、例えば、米国等で物価連動国債の市場で取引が変わってきたなど何か新しい情報で、違いを説明する要因があれば教えて欲しい。

内田企画局長

全体の数字感から言うと、ボトムが若干ずれているということはあるが、先程申し上げたこの3か月位でみると、大体0.1から0.2の間位のところでそれほど大きな違いはないと思う。そのうえで、欧州については、ECBのQEに伴って一度上がっているということが全体のレベル感の違いを作っていると思う。米国については、Fedでも色々議論されているように市場の問題があると言われていたが、数字をみると、結局は実は日米欧でそれほど大きく変わっていないというのが全体観ではないかと思う。そういう意味では、個別の違いについては今申し上げたような若干のテクニカルな要因はあるが、それほど大きな違いではないのではないかと評価している。

## 木内委員

図表8、図表9のCPについて質問したい。昨年末辺りにCPの発行がかなり増えた背景として、社債からのシフトといった報道もある。前回合で、社債の議論をした時には、0.1%を下回ると投資家は買わないのでなかなか発行ができなくなり、それにスプレッドを上乗せするとそれはそれでレピュテーションリスクの問題が出てくるために、結果的に3年物まではあまり発行されなくなっているという説明であった。一方で、CPにシフトしているといっても、本来CPの方が短いので社債レートよりもっと金利が低くても良さそうな気もしたが、図表8でも実際の金利はそうはなっておらず、違和感がある。なぜこのようになっているのか、どのように決まっているのか。0.11%位でずっと横ばっており、0.1を僅かに超える水準で平均値が決まっている。だから発行できている、ということだと思うが、図表9のCPの発行スプレッドでは、じりじりと上がっている。短国利回りは下がっているがCPの発行レート自体は横ばいで、これはスプレッドで決まっておらず絶対値で決まっているということである。社債の方はスプレッドで決まる慣行なのでベースのレートが下がってくると発行もできなくなる。CPと社債の金利の決まり方の大きな違いは、一体どういったところからきているのか。

## 内田企画局長

慣行ということではあるが、社債の場合は、基本的には、条件を決める日を決めておいて、その日の長期金利＋スプレッドで決めていくことが多いと思う。それが伝統になっているので、0.1を下回るとなかなか発行できないということで、極く最近では、絶対金利水準で出す例もみられるようになってきていると聞いている。CPについては元々そのような慣行がないので、絶対金利0.1なら0.1で決めている。0.1より低い銘柄がない訳ではないが、多くの銘柄が大体その辺りで決まっている。これは慣行以上のものではないと思う。その意味では、社債については、ある程度長いところを出す、条件の付け方を変える、あるいは極端な場合、劣後ローン

にするといった色々なやり方があるが、CPにそのようなものがある訳ではないので、工夫でそういうものを乗り越えていくということはありません。因みに、CPが昨年暮れに多く発行されたのは、1つは、決賞資金の関係で短期の資金が必要だったという面はあろうかと思う。

## 5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」で報告する。まず、景気の冒頭表現は、当月は「わが国の景気は、緩やかな回復基調を続けている」としている。前月は「わが国の景気は、基調的に緩やかな回復を続けており、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる」であったので、後段部分の駆け込みの反動などの影響に関する表現を取ったかたちである。先程、前田調査統計局長からも説明があったが、マインド面の慎重さ、あるいは家計支出の一部に鈍さが残るということはあるが、景気全体としては、在庫調整の進捗も含めて、駆け込みの反動に起因するような下押し圧力を強く意識する局面ではなくなってきたこと、そこに輸出の持ち直し効果も加わって、生産活動のリバウンドもしっかりと確認できているということなので、そうしたことを踏まえた変更である。ただし、「緩やかな回復基調」という言葉は変わっていないので、いわゆる基調判断に変更がある訳ではない。

内訳の変更点を申し上げる。まず、輸出については、10～12月の実質輸出がはっきりとしたプラスになったので、前月「持ち直しの動きがみられている」としていたところを、当月は「持ち直している」と幾分上方修正した。次に、個人消費だが、当月は「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」、その次のところは前月と同じだが、「雇用・所得環境の着実な改善を背景に」、そしてまた少し変わって「全体としては底堅く推移して

いる」としている。前月の後段部分の「駆け込み需要の反動の影響は全体として和らいでいる」という表現は取る一方、「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」を追加して、締め部分は、前月の「基調的に底堅く推移」から「基調的に」を取って、「全体としては底堅く推移している」としている。一部で鈍さは残るが全体としては底堅い、といった表現である。次に、鉱工業生産については、前月の「下げ止まっている」から、当月は「持ち直している」と上方修正している。

続いて、先行きパートは、基本的には今申し上げた現状パートの変更に伴うものがほとんどである。景気全体については、当月は「景気は緩やかな回復基調を続けていくとみられる」としており、前月の後段部分の「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」という部分を実質的に取った表現である。内訳では、個人消費も同様に、前月の後段部分の「駆け込み需要の反動の影響も次第に収束していくとみられる」を事実上取っている。鉱工業生産についても、足もとの表現を「持ち直している」としたので、前月の「緩やかな増加に復していく」から今月は「緩やかに増加していく」と微修正している。先行きパートについてはもう1点、公共投資の先行きも少しだけ変更している。前月「当面、高水準で横ばい圏内の動きを続けたあと」としていたところを、今月は「高めの水準を維持しつつも」としている。GDPでみた公共投資は、先程の前田調査統計局長の説明のとおりほぼ横ばいとなっているので、足もと1～3月期から、従来 of 想定どおり緩やかな減少局面に入っていくとみている。

最後に、物価パートである。消費者物価（除く生鮮食品）の現状の表現は、12月の前年比が+0.5%となったので、前月は「0%台後半となっている」としていたが、今月は「0%台半ばとなっている」としている。先行きの消費者物価の表現は、前月と同じく「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。以上である。

## 正木企画局政策企画課長

次に金融面である。総括判断は、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という表現を維持している。個別項目についても、判断の実質的な変更はなく、計数のアップデートである。順に申し上げると、マネタリーベースの前年比伸び率は、12月+38.2%の後、1月は+37.4%となったので、「3割台後半の伸び」という表現でそのままである。次に、銀行貸出であるが、底堅い伸びを維持しているが、前年比の伸び率は、12月の+2.8%から1月は+2.6%に鈍化している。従って、ここは「2%台後半のプラス」を「2%台半ばのプラス」に変更している。CP・社債については、引き続き「良好な発行環境が続いている」としているが、発行残高の前年比は引き続き小幅のマイナスで推移しており、こちらの表現も「前年比は、マイナス」で変えていない。マネースtockは、先程申し上げた銀行貸出の伸び率の鈍化などを受けて、前年比伸び率は12月の+3.6%から1月は+3.4%に幾分低下したが、表現としては「3%台半ばの伸び」で変えていない。

最後のパラグラフは市況である。まず、ターム物金利については、短国レートは0%近傍まで少し浮上してきた感じはあるが、需要は引き続き強く、なかなかそれ以上上がるような感じはなく、またTIBOR等は横ばいで推移しているので、総じてみれば「横ばい圏内の動き」ということで宜しいかと思う。その他の市況については、前回会合終了時点で、長期金利が0.22%、日経平均株価が17,300円程度、ドル/円レートが118円40銭程度であった。その後の動きをみると、長期金利は1月19日の0.20%をボトムに反転上昇している。一時0.45%位まで上がったあと、今日は20年債の入札を受けて少し下がっているようだが、前回対比では「上昇」で宜しいかと思う。株価は、振れを伴いつつも上昇しており、昨日は2007年7月以来の18,000円台をつけたところである。従って、株価も前回との対比では「上昇」ということである。為替レートは、米国金利の上昇などを背景に一時120円台をつける場面もあったが、前回以降の期間を通じてみると大体117円から118円台で概ね横ばい圏内の動きとみている。い

ずれについても、明日の会合終了時までの動きを踏まえて、適宜修正したいと思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

今月、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要云々というところを取るが、1997年の時はどのようなタイミングでこのようにしたのか。当時の基調判断は今回とは異なり景気後退だったと思うが、消費税関連の部分はどうのような感じだったのか、教えて欲しい。

亀田調査統計局経済調査課長

木内委員がおっしゃるとおり、1997年は消費税の駆け込み需要の影響に言及していた時から、その後景気全体が停滞色を強める格好になったので、その意味では、消費税の駆け込み需要に関する表現を取るとか取らないというのとは違ったかたちで、景気全体が弱くなっていったということ表現する格好になっていた。具体的には、冒頭表現で申し上げると、1997年10月には、「最近のわが国経済をみると、消費税率引き上げなどの影響から、引き続き4月以降の減速局面にあり」という文章から始まって、この時には既に「企業のマインドも慎重化している」という表現もあったので、全般的に少し弱さが目立ってきている時であった。翌月1997年11月には、「わが国経済をみると、企業収益や雇用・所得環境は緩やかながらも改善傾向を保っている。しかし、4月以降の家計支出低迷などの影響が生産面にも次第に及びつつあり、企業マインドも慎重化するなど、景気は減速傾向を強めている」と、消費税率云々という言葉はなくなっているが、むしろそこから家計支出の低迷、あるいは生産、企業マインドへの影響まで表現するようになっていった局面である。消費税についての表現自体はそのようなかたちでなくなっており、今回は当時とは状況が相当異なって

いる。

白井委員

消費税率引き上げの駆け込み需要の反動についてであるが、先程の説明でも、マインドの慎重さや家計消費の一部に鈍さがあるとされたとおり、駆け込み需要の反動を強く意識する局面ではなくなっている。その意味で、駆け込み需要の反動についての記述を削除することに同意する。影響はまだ残っているという点を、誤解のないように対外的に説明することが必要だと思う。

黒田議長

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

(16時18分中断、18日9時00分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、1月20、21日開催分の決定会合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財務副大臣、内閣府からは西村康稔内閣府副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、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、宜しく願います。

### Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

石田委員

まず、海外経済の動向については、前回会合以降の経済指標をみる限り、基調判断を変えるようなものはなく、これまでどおり「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」という判断を維持することで結構である。原油価格については、このところ下げ止まりの兆しもみられるが、引き続き相場動向や各国の実体経済、市場への影響について、注視していきたいと考えている。

次に、わが国の景気の現状判断については、「緩やかな回復基調を続けている」で結構である。今週発表された10～12月の実質GDP成長率は、3四半期振りにプラスに転じた。伸び率が市場予想の平均を下回るなど、これまでの景気回復は思ったほどしっかりしていた訳ではないが、少なくとも前期比プラスとなったことで、夏場以降続いていた踊り場的な局面を脱し、1～1.5四半期程度遅れながらも、回復軌道に復していく方向性がみえてきたと受け止めている。

また、足もとで輸出・生産面に明るさがみられ始めたこともポジティブな動きとみている。電子部品・デバイスや一般機械などの業種では先行きの生産増加の持続性をよくフォローしていく必要があると思うが、円安環境のもとで伝統的な景気回復の起点となる動きとして、今後の動向や波及効果に期待したいと思っている。

一方、家計部門については、いわゆるボリュームゾーンの消費に弱さがみられ、賃金、年金などの所得がそれほど高くない層でマイナスの実質所得が大きく影響していると考えている。先行き個人消費が底堅さを維持し、増加していくためには、年金については色々と難しいところがあるが、ま

ずは名目賃金が増加し、実質賃金がプラスになっていくことが不可欠だと考えている。この点、賃金を取り巻く環境としては、失業率が低下し、新規求人倍率の上昇が続くなど、労働需給のタイト化が続いている。一方、企業収益については、全体では増益基調が続いているものの、為替円安の恩恵を受ける輸出関連企業と逆風に晒される内需関連企業で、業績にやや違いがみられるようになってきている。今春の賃金交渉では、大企業・製造業でベースアップを含む賃上げが期待できる状況にあるが、中小企業や非製造業、非正規雇用も含めて全体的な改善、底上げを実現することが、消費の足腰をしっかりとさせ、家計部門における所得から支出に繋がるメカニズムを強化していくと思っている。

物価については、12月のコアCPIは、消費税の影響を除くベースで+0.5%とプラス幅が縮小した。当面はエネルギー関連のマイナス寄与が一段と拡大していくことから、コアCPIは低下を続けるとみている。しかしながら、企業の価格設定行動について、多くの企業のマインドセットは、このところデフレ的なものから着実に変化してきているとみている。各種手段を動員して如何に安く売れるようにするかというものから、どのようにすれば価格を上げていけるのかに転換してきているとみている。また、株式市場においても、値上げができ、収益が増加した会社が評価され、できない会社の評価は下がるということになっている。昨年4月以来、消費低迷によりやむを得ず価格を引き下げた先についても、消費が戻ってくれば価格を引き上げていくものと思う。景気の回復が見込みどおり実現すれば、エネルギー価格の下押し圧力が剥落していくにつれ、物価は展望レポートの見通しどおり、徐々に上昇していくものとみている。そのためにも名目賃金の改善が望まれるところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

## 佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、昨日の執行部見解どおりで概ね良いと思う。前回会合以降の主な変化点は、原油価格に下げ止まりの兆しがみられる中、国際金融市場が総じて安定しつつあることであろう。原油価格下落という相対価格の変化は、生産国と消費国の所得移転に影響し、消費国にプラスとみているが、前回会合までの価格下落ペースが急激であったため、生産国以外の新興国などでも市場が一時不安定化したほか、資源開発関連セクターの株価下落やハイイールド債のスプレッド拡大、世界的な資源開発投資の減速懸念など広範な影響がみられた。原油価格は、WTIで依然50ドル前後と現状明確に持ち直すには至らないが、この1か月間、急激な下落に一応の歯止めがかかったことで、以上のような広範な影響は取り敢えず一旦落ち着いたようにみえる。

また、先般の雇用統計に示されたように、米国経済は堅調な雇用拡大と個人消費の強さが一段と明確になったほか、欧州でも個人消費の回復の足取りが幾分持ち直してきており、いずれにおいても先進国には原油価格下落のメリットが生じてきているように見受けられる。また、新興国でも中国をはじめシンガポール、トルコなどで金融緩和の動きが広がっており、原油安が新興国の金融環境にも影響を及ぼしている。

一方、原油価格下落による物価の下振れから、どちらかと言えば後ずれ気味であった米国の利上げ見通しは、米雇用統計をきっかけに年央へと市場の期待が戻りつつあり、Fedもそのような期待を敢えて打ち消そうとしていないようにみえる。先行きの留意点は、新興国・地域からの資金流出や債券市場におけるボラティリティの拡大など、米利上げが国際金融市場に及ぼすであろう様々な摩擦的事象が世界経済の見通しにどのように影響するかであろう。その点、経済のファンダメンタルズに沿う政策展開であれば、そうした摩擦的事象は軽微なものにとどまると期待される。一方、これだけ利上げ期待が浸透している中でも長期金利が比較的低位安定していること自体、経済の先行きに対して何らかの示唆があるかもしれないが、先行きを手放しで楽観することもできないと思う。世界経済を取り巻くり

スク要因としては、以上のほか、ギリシャ情勢について、スペイン、イタリアなどユーロ圏諸国などへの波及が生じないかどうか、足もと市場は楽観し過ぎている可能性もあり、注意深く見守る必要があると思う。

国内経済については、このところの輸出の持ち直しを受け、1～3月期の生産の見通しが相応に高まっており、調査統計局のマイクロヒアリング結果も上方修正となっていることから、輸出・生産の判断は執行部案どおり上方修正ということで良いと思う。

また、個人消費は、需要側・供給側データで引き続き齟齬があり、また需要側データの弱さは必ずしもサンプル要因だけとは言い切れない面があり、かつ供給側データも、財・サービスによって強弱混在という留保条件は付くが、「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、全体としては底堅く推移している」とまとめて良いと思う。さらに、昨年の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は概ね剥落したものとして、基調判断から消費税関連の記述を落とすことで良いと思う。

設備投資については、資本財総供給など供給側データは持ち直しているうえに、機械受注コアにもこのところ持ち直しの動きがみられる。ただし、GDPベースの設備投資は、これらの一致・先行指標対比で弱めであることから、設備投資の判断は現状のまま推移を見守ることで良いであろう。

以上のように、ハードデータが概ね緩やかな回復基調を示す中で、マインド指標の一部、とりわけ中小企業マインド指標の一部に弱さが残ることは若干気になっている。中小企業は、原油価格下落でも円安によるコスト増を依然意識しているということであろう。一方、1月の景気ウォッチャー調査の各DIは、季節調整後ではほぼ横ばいとなり、下げ止まりつつあるとみられる。同調査のDIは目先の景気動向に対する先行性があるだけに、この点は好材料とみて良いであろう。

最後に、消費者物価コアについては、目先は原油価格下落の影響から1、2月にかけて前年比プラス幅をさらに縮小するとみられ、2月は前年比ゼ

口近傍とみている。もともと、原油価格下落による物価下落は、企業・家計の実質購買力増大に資するため、本行としてはこうした状況を淡々と説明することで良いと思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済の下支え役を期待される米国経済は、良好な雇用環境や金利低下効果等を受けて個人消費が堅調である一方、海外景気の弱さやドル高の影響等から、輸出と設備投資にはやや弱さもみられている。設備投資の先行指標である航空機を除く非国防資本財受注は、昨年12月まで4か月連続の減少となり、その影響もあって製造業ISM、PMI両指数は昨年秋以降低下基調をたどっている。

中国の1月の経済指標は、国家統計局の製造業PMIが景気判断の節目となる50を2年4か月振りに下回り、輸出入ともに大きく下振れた。不動産販売は、足もとで再び悪化したと報じられており、不動産市場の調整はなお続いている。主要行政区では2015年の成長率目標が前年から大幅に引き下げられたが、足もとでの成長ペースの鈍化と中央政府の質を重視する政策姿勢を反映していると考えられる。日本も含めてアジア地域では、米国での需要増が輸出改善に繋がる兆候もみられ始めているが、一方で、中国の成長率低下傾向がそれを相殺する可能性がある。

ユーロ圏経済には、足もと多少安定化の兆しがみられるが、一方で、賃金の下方硬直性やそれを映した高い失業率の継続など、各種構造問題が景気回復の制約となっており、金融緩和措置やユーロ安だけで状況が一気に好転するとは考えにくいところである。また、ギリシャ問題の帰趨が当面の市場や実体経済にとって大きな不確定要素であることは言うまでもない。

世界全体としてみると、依然堅調な米国経済と弱さが目立つその他経済

との格差は、金融政策の方向性の違いも通じて米国への資金流入とドル高傾向を生じさせ、その資金流入が金利低下を後押しして米国の個人消費を支える構図になっているとも言える。原油価格下落の米国個人消費への追い風も加わり、当面はこの状況に変わりはないとみているが、年後半や来年まで視野に入れれば、外需の弱さから米国の成長率が鈍化する可能性も考えておくべきだと思う。その場合、世界的に景況感が悪化するとともに、米国の金融政策と為替の見通しが修正され、米国へ流入する資金の巻き戻しやドル高の修正が生じて、世界の金融市場が動揺する可能性があるので、注意しておく必要があると思う。

国内経済は、在庫投資の寄与にも助けられ、足もとではそこそこの成長ペースに戻っている。1～3月期の鉱工業生産も、従来見通しからやや上振れる可能性が高まっている。しかし、潜在成長率が依然低い中、それを大きく上回る成長ペースを実現させる強い牽引役が内外需ともに見当たらないため、4～6月期以降は成長ペースが鈍化しやすいと考えている。足もとでの輸出の持ち直しは明るい材料であるが、円安効果よりも米国の需要に依存している面が強いと考えられ、その持続性にはなお不確実性がある。また、先行きの物価上昇懸念をもたらす円安傾向の一服から、消費者心理の悪化にやや歯止めがかかってきたようにもみえるが、原油価格下落の追い風にもかかわらず、家計調査、小売業販売など主要指標は依然冴えない状況が続いている。賃上げについても、3月中旬に集中回答がある主要企業のベアがどの程度上昇するか、それがどの程度賃金全体のベンチマークとなるか、という2点において不確実性が残されている。

最後に、物価については、原油価格の大幅下落などにより、今年前半の消費者物価コアの前年比上昇率は0%前後の水準にとどまるとみている。先行きの物価の基調的な動きを考えるうえでは、原油価格下落の影響を受けにくい、食料・エネルギーを除くコアコア指数の動きが注目される。労働市場を中心に需給ギャップが1年程度に亘って概ね中立水準を維持し、また、円安進行や賃金上昇の追い風がある中でも、コアコア指数の上昇率は足もとでやや低下傾向を示しており、0%台前半の水準にとどまってい

る。先行指標となる東京都区部の1月のコアコア指数の前年比は、前月からさらに低下した。これらのことは、短期間のうちに物価が安定的に2%程度の水準に達するのが相当難しいことを裏付けていると思う。需給ギャップと消費者物価コアコア指数の前年比のデータを用いて、いわゆるフィリップス曲線を描くと、現状は1983年以来の傾向線に概ね沿った位置に戻っている。これは、中長期の予想物価上昇率が高まることでフィリップス曲線が上方に大きくシフトするといった構造変化が、現時点では明確には確認されていないことを示唆している。これを前提に計算すると、消費者物価コアコア指数で示される基調的な物価上昇率が2%に達するには、需給ギャップは+3%台半ば程度と1990年代初頭以来の水準まで改善する必要がある。こうした経済環境を短期間で達成するのは困難であるうえ、そのように需給が過度に逼迫した状態は持続的でないと考えられる。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気については、「緩やかな回復基調を続けている」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、ECBによる追加緩和策の公表や原油価格の下げ止まりの動きを受け、主要国の株価などは総じて上昇しているが、市場ではギリシャ情勢の展開がリスク要因として意識され、神経質な地合いは残っている。ギリシャ新政権の債務再編を巡る交渉は、期限が迫る中、現状折り合いが難しく、この間、ECBは緊急融資分は残すもののギリシャ国債を適格担保から除外する措置を公表する等、今後の展開に十分な注意が必要である。

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。まず、米国経済は、着実に回復している。引き続き

良好な雇用環境のもと、賃金上昇率に改善がみられつつあるほか、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、個人消費は堅調である。資本財受注の指標は幾分弱めであるが、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、10～12月期の実質GDP成長率がドイツを中心にプラス幅を幾分拡大するなど、緩やかながら回復基調を維持している。先行きについても、欧州委員会の見通しでも示されたように、原油安やECBの追加緩和策、ユーロ安等が経済活動の下支えとなり、緩やかな回復基調を続けるとみている。もっとも、ロシア・ウクライナ情勢の影響が下押し要因として残るほか、デフレーション基調は継続しており、今後の動向には留意が必要である。

中国経済は、幾分鈍化しつつも良好な雇用環境が維持されるもと、安定成長を続けている。先行きも、不動産市場や過剰設備対応をはじめとした構造改革の影響、さらには物価の動向には注意が必要だが、今月初めには中国人民銀行が、11月の金利引き下げに続き預金準備率の引き下げを決定するなど、金融面を含めて時宜に応じた景気対策が出されており、成長ペースをやや鈍化させながらも、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、10～12月期の実質GDP成長率は、市場予想比下振れたものの、輸出や家計消費支出の持ち直しもあって、前期比年率+2.2%の成長となった。先行きについても、景気の前向きな循環メカニズムが持続するもとで、緩やかな回復基調を続けるとみている。なお、引き続きマインド面には慎重さが残る点に留意が必要だが、燃料価格下落や賃金引き上げへの期待感などから、足もとは小幅ながら改善がみられている。

需要項目別にみると、個人消費は、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、全体としては底堅く推移している。この間、雇用環境は、有効求人倍率が約23年振りの水準になる等、良好に推移している。こうしたもとで、所得環境も堅調に推移している。足もとでは賃上げ交渉が本格化しつつある。連合の2%ベア要求には慎重姿勢

を示しつつも、好調な企業収益のもと、引き続き大企業の経営者を中心に、賃上げに前向きな声が聞かれている。また、直近の民間機関による調査では、人手不足感が強い中小企業でも賃上げがあるとする先が約半数を占め、昨年見込みを上回っているため、大企業からの波及度合いを含め、動向を注視したいと思う。先行きの個人消費は、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、緩やかな増加基調にある。先行きも、非製造業を含め機械受注が緩やかに回復しており、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、資本財等の米国向けや情報関連財などのN I E s 向けを中心に、全体として持ち直している。先行きは、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。また、消費地生産の基調に大きな変化はないものの、円安を背景として生産拠点の国内回帰を検討する動きもみられ始めており、国内経済に対する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ている。先行きも、輸出の緩やかな増加が見込まれる中、ヒアリング等による生産見通しも踏まえると、緩やかに増加していくとみている。

次に、物価である。消費行動の変化や円安など既往のコスト高を転嫁する動きが引き続きみられる中、幅広い品目で上昇がみられているが、昨秋以降の原油価格の大幅下落などを受けて、消費者物価指数の伸び率は0%台半ばまで縮小している。原油価格は、足もとやや反転傾向にあるが、昨年来の大幅下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、当面の間、さらに縮小するとみられる。先行きの物価は、電気やガス価格が実態的に約半年のラグを伴い影響を与えることもあり、当面の間、前年比プラス幅を縮小する方向とみられるが、その後は景気の前向きな循環メカニズムが持続し、物価上昇期待が維持されるもとで、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見込まれるほか、油価の下落については、前年比でみた影響はいずれ剥落する性質のものであり、中間評価で見通したとおり、次第にその上昇率を高めていくとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

まず、海外経済は、執行部見解のように、ロシアやブラジルなど一部に緩慢さが残っているが、先進国を中心に回復していると考えている。各国・地域別にみると、米国経済はガソリン価格の大幅下落により消費者マインドが大きく改善し、個人消費は、雇用需要の力強い拡大にも支えられて底堅く増加している。ドル高の影響により実質輸出は減少しているが、今後も、個人消費がその減少を相殺して増加するため、米国経済は堅調に推移すると予想する。

ユーロ経済は、今後実施される予定の量的緩和期待によるユーロ安が進んでおり、これが輸出の増加を支える一方で、原油安が消費を押し上げている。今後もこの傾向が続き、景気は、全体としては回復基調を続けると予想する。ユーロ圏の消費者物価前年比は、エネルギー価格の低下を主因にマイナスになっており、今後暫くの間一層の低下が見込まれるが、量的緩和が実施されるため、デフレリスクは低下したと考えている。

中国経済の成長は、当局が構造調整を継続するため、成長は鈍化するものの輸出の増加が見込まれ、当局の景気下支え効果もあり、安定した成長を維持できると考えている。

中国を除く新興国経済については、NIEsとインド経済が上向く一方で、ASEAN経済は成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。ブラジルとロシア経済は、停滞色を強めている。なお、ルーブルの大幅安が懸念されているが、原油輸出国であるロシアにとっては、ルーブル安はドル

建ての原油安の負の影響を相殺する要因であると考え。従って、中長期的には、ルーブル安はロシア経済の安定化に資する市場メカニズムが自然に働いていると考えている。昨年夏以降の原油安は、このところ一服しているが、暫くの間低水準が続くと予想している。原油安は、原油輸出国経済にとってはマイナスであるが、多くの原油輸入国の経済にとってはプラスである。従って、これまで弱めに推移してきたASEANを含めて、世界経済の回復テンポは次第に高まっていくと考えている。

日本経済は、2014年10～12月期に漸くマイナス成長から抜け出したが、消費と設備投資の回復にはなお弱さがみられ、成長を支えた主因は輸出の増加であると考えている。しかし、最近では、約2年間続いた円安の定着により、これまで海外生産比率を高めてきた製造業の国内生産復帰の動きがみられる。こうした動きからみて、今後は、円安の定着と世界経済の回復に支えられて、輸出と設備投資の増加が期待される。一方、消費者と中小企業のマインドの改善が遅れているのが気掛かりであるが、雇用・所得環境は改善が続いており、春闘ではベアを含めて賃金上昇が見込まれる状態である。こうした雇用・所得環境の改善に、原油安による家計の実質所得と企業収益の改善が寄与し、また量的・質的金融緩和の需要刺激効果も次第に現れることによって、今後は次第に消費者と中小企業のマインドも改善し、消費および中小企業の設備投資も増加基調に転ずると考えている。

以上から、日本経済は、現状緩やかな回復基調が続いているが、今後もこの傾向は続くと考えている。消費者物価前年比は低下しているが、物価については第2ラウンドの金融政策運営との関係で述べる。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

最初に国際金融資本市場であるが、下落してきた原油価格は、石油業界での設備投資抑制に向けた動きや米国における稼働リグの減少なども

あって、これまでの急速な下落にはひとまず歯止めがかかっていると思う。自分としては、暫く一進一退を繰り返した後上昇トレンドに復するU字型回復を展望している。国際金融市場に残存する当面の大きなリスク要因は、またもギリシャ債務問題である。追加支援を巡る新政権とユーログループの対立は、ここへきても溝が埋まっていない。ユーロ圏側が大きく譲歩すれば、スペインやポルトガル等への政治的スピルオーバーは不可避である一方、一切の妥協を拒めば Grexit から通貨同盟に亀裂が入るリスクがある。市場には楽観論があるだけに、国際金融市場への潜在的な影響を勘案すると、憂慮すべき状態にあると思っている。

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、米国経済だが、民間需要を中心にしっかりとした回復を続けている。特に、雇用面はしっかりと改善しており、非農業部門雇用者数の増加幅の3か月平均値は33.6万人と、1997年11月以来の高水準となっている。雇用改善に比べて出遅れ感のあった賃金も、1月は伸び率を再び高めた。雇用の改善に原油安の効果が加わるも、個人消費は堅調に増加しており、こうした家計部門の堅調さが企業部門にも波及している。

欧州経済については、ユーロ安や原油安の効果もあって、これまで続いできたモメンタムの鈍化に歯止めがかかっているようである。物価面では、H I C P総合は-0.6%とさらにマイナス幅を拡大し、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。先月、E C Bは資産買入プログラムの拡大を決定したところであるが、マイナス金利との親和性や市場規模に比べてドイツ国債買入れへの偏りが大きい等の問題を抱えながらも所期の政策効果を発揮していけるか注目したい。

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、総じて安定した成長を維持していると思う。先行きも、成長ペースは僅かに鈍化するものの、安定した成長を続けるとみ

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では景気が停滞し、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。先行きは、先進国の景気回復が波及してくるもとの、次第に成長率が高まっていくとみている。

次に、わが国経済についてであるが、基調としてわが国経済の足取りはしっかりしてきているとみている。すなわち、一昨日公表されたGDP統計をみると、輸出が持ち直しているほか、個人消費が底堅く推移するなど、前期比年率+2.2%とプラス成長に転じた。部門別の動向をみると、企業部門では、企業収益が改善を続けるもとの、一時もたついていた設備投資は緩やかながらも増加基調にある。また、実質輸出は、10~12月に前期比+4.8%と高めの伸びとなるなど、為替円安の後押しもあって、はっきりと持ち直している。家計部門をみると、個人消費は、一部に改善の動きに鈍さがみられるが、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとの、耐久消費財が改善傾向にあるなど、全体として底堅く推移しているとみている。ただし、消費者マインドになお慎重さが残っていることは気になるところであり、引き続き注意が必要であると思っている。

こうした最終需要の持ち直しや在庫調整の進捗を背景に、生産は持ち直している。このように、企業、家計両部門において、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。昨年来、景気の総括判断においては、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響について言及してきたが、こうした最近の状況を踏まえると、駆け込みの反動に起因する下押し圧力は収束しつつあり、景気全体の足取りも再びしっかりし始めている。従って、今月の現状判断では、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動の影響についての言及は外して、わが国の景気は「緩やかな回復基調を続けている」とするのが良いと思う。

先行きについては、円安や原油価格下落が全体として企業収益を押し上げるほか、家計部門でも春闘での所得増加など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の、景気は緩やか

な回復を続けていくとみている。

次に、物価面だが、12月のCPI（除く生鮮食品）前年比は+0.5%までプラス幅が縮小した。これまでの原油価格の下落を踏まえると、当面はプラス幅の縮小が続き、0%近傍まで低下する可能性もあると思う。しかし、その間も、物価の基調的な動きを決める需給ギャップや予想物価上昇率は改善が続くとみられることから、基調的な物価を押し上げる力は働き続けると思っている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の変化としては、2014年10～12月期の実質成長率が発表され、前期比年率で+2.2%とプラスに転じ、緩やかな景気回復を続けていることが確認されたことである。しかし、経済成長率はかなり緩慢である。

第1に、景気回復力が緩慢な背景には、やはり個人消費の回復の弱さがある。10～12月期の実質GDP統計の個人消費は前期比+0.3%増とプラスに転じたが、レベルはまだ2012年1～3月の水準程度にとどまっている。この結果は、既に公表済みの10～12月の家計調査、商業販売統計、百貨店売上高、スーパー売上高の緩慢な動きとも整合的であるので、予想の範囲内の動きと言える。それ以上に、やや懸念されるのが、本年1月入り後も消費の回復がもたつき気味とみられる点である。ヒアリング調査等によると1月の百貨店、スーパー、乗用車等の売上高や旅行取扱額が伸び悩んでいるほか、東京地区では高価格帯の耐久消費財が売れにくくなり、客購入単価が低下していると聞いている。消費回復が緩やかな原因は、消費税率引き上げ後の実質所得の低下が続いていることが大きいと思う。ガソリン価格が昨年夏場から低下しても、円安もあって食料品価格等が上昇していることから、家計の予算制約が厳しいとの認識が続いているとみら

れ、家計マインドの改善が捗々しくないことと整合的である。

この点を別の角度からみるために、2014年10～12月期の個人消費を名目ベースで1年前と比較してみると-0.5%となるが、これは名目値なので物価上昇分が含まれる。他方、実質ベースで前年比をみると、-2.5%となっており、ちょうど、コアCPIの消費税率引き上げ分の2%でデフレートしたイメージと合致する。駆け込みの反動の影響が収斂していく中でも、なおこれだけのギャップがみられることは、消費税率引き上げ以降の実質消費の回復の弱さは消費税率引き上げによる実質所得の減少が主因であり、従って、消費の本格回復には、名目所得の一段の上昇が必要と結論づけられる。

これに関連して、現在、春闘において2015年度の賃金交渉中であるが、昨年よりも大きなベアを実現することが重要なステップとして期待される。とはいえ、雇用の改善は非正規雇用の増加がまだ中心であるため、ベアによる賃金全体の押し上げ効果は限定されており、労働市場の Slack がほとんど解消しているわりには賃金上昇率が緩やかとなる一因となっている。人手不足感は今後益々強まっていく見込みであるので、雇用・所得環境の改善が継続し、それ以上に家計の恒常所得期待の上昇がみられるかを、注視していきたいと思う。

第2に、10～12月期の実質GDP統計の設備投資が前期比ほぼ横ばいと弱い結果となった点は、資本財総供給の動きと整合的ではないためややサプライズとなった。GDP 2次推計で上方改訂される可能性もあるが、計画どおり設備投資が拡大していくか、気掛かりではある。

第3に、消費と設備投資とは対照的に、輸出はしっかり回復を続けていることが確認できた。これもあって鉱工業生産も増加に転じ、電子部品・デバイスとはん用機械を中心に顕著な改善がみられる。輸出が比較的大きく伸びているのは、契約通貨ベースの輸出物価が低下傾向にあって国際価格競争力が高まっていることや米国経済が堅調であることが挙げられる。ただし、中国経済の減速懸念を主因にアジア地域では自国の景気回復に慎重な声も聞かれるし、世界貿易の回復自体が緩慢なことから、わが国の輸

出が今後も着実に上昇傾向を維持していくかについては、不確実性があるように思う。

以上より、2014年度の経済成長率は、1月中間評価時点の見通しより下振れる可能性があるが、景気の現状判断については執行部案で良いと思う。なお、今回の執行部案では、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響についての文言を削除している。削除には異論はないが、一言申し上げると、「駆け込み需要の反動」の定義が分かりにくいように思う。例えば、先程指摘したが、本年1月入り後も耐久消費財や衣類の販売が伸び悩んでいるとのヒアリング情報もあり、それが前年の駆け込み需要による需要の先喰いの結果であるならば、駆け込みの反動がまだ継続しているとも言える。また、実質所得の下落は駆け込みの反動ではないが、主に消費税率引き上げの結果であるのは事実である。対外説明の際には、これらの点も踏まえて楽観的な見方との誤解を与えないように、きちんと説明して頂ければ幸いである。

次に、物価の動向についてである。コアCPIは12月全国で+0.5%、1月東京都区部で+0.3%まで低下している。食料・エネルギーを除いたCPIでも12月全国で+0.4%と横ばい、1月東京都区部では+0.2%へと低下している。当面は、エネルギー価格を中心に物価上昇率は一段と低下していくと予想される。わが国ではスラックがほとんど解消している状況にあるが、それが物価上昇圧力を高めていくには景気回復の持続と企業・家計マインドの大幅な改善が必要であるので、時間がかかるとみている。物価の基調判断については、執行部案で良いと思う。

なお、物価の予測をする際に、日本銀行では生鮮食品を除くCPIに注目している一方で、欧米では食料・エネルギーを除いた指標を用いていることから、わが国もそうした指標に転換すべきとの見解も耳にするので、私の見解を申し上げる。第1に、日本銀行では、食料・エネルギーを除くCPIを含む幅広い指標を既にモニターしており、また、わが国において、生鮮食品を除くCPIに基づく物価予測の精度が高い限り、欧米のような指標に転換すべきとの見解は当たらないと考えている。第2に、米国

でも、食料・エネルギーを除いた物価指数よりも、わが国のように、「食料工業品やエネルギー価格を含めた物価指数の方が、むしろ物価予測の精度が高まる」との学術研究も幾つかあり、必ずしも食料・エネルギーを除いた物価指数がベストとは言えない。第3に、最近の研究では、原油価格のような変動の大きい品目でも、その動きに粘着性がある場合は、物価予測における情報価値が高いので除くべきではないと指摘する実証研究もある。この点、私は、前回会合で、「参考までに生鮮食品とエネルギー関連品目を除いたCPIを参考指標として予測対象にすることを検討しても良い」との発言をしたが、従来のやり方自体を変えることを提唱している訳ではないことを、念のため申し添える。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

海外経済からポイントを絞って述べたい。米国経済は、家計部門中心にしっかりとした回復が続いている。雇用の拡大とガソリン価格下落が、個人消費と消費者コンフィデンスを支える構図に変わりはない。一方、企業部門は、輸出や機械投資などがやや減速気味で、製造業の景況感に頭打ち感がみられるが、それでも全体として水準は高いとみている。そうした中、注目点は、名目賃金の伸びが依然として緩やかであるという点であり、これが今後物価の上昇基調にどのような影響を及ぼすのか、注意してみたい。

欧州経済は、ユーロ安と原油安を背景に、輸出、生産、個人消費、消費者コンフィデンスなどが改善し、とりわけドイツが回復を牽引している。ユーロ圏の第4四半期のGDPも堅調であった。一方、物価は低落基調が続いており、ECBは、先般、大規模な長期国債買入政策に踏み切り、また、その継続期間についても政策目標にリンクさせたオープンエンド性を持たせた。導入済みのマイナス金利と併せて、金融環境は相当緩和的に

なっているとみている。

中国経済は安定成長を続けており、消費など底堅い動きが続いているとみている。NIEs・ASEANも国ごとにばらつきはあるものの、全体として改善基調に変化はない。

この間、国際金融市場では、原油価格の下げ止まり傾向がより明確になってきており、グローバルなリスクオン、株高基調を支えてきている。一方、長期金利は各国の景気回復のペースや金融政策の方向性などを反映して、米国は上昇、欧州は横ばい基調となっている。

続いて、わが国経済についてである。第4四半期の成長率は前期比年率+2.2%と3四半期振りにプラスに転じた。輸出・生産が持ち直し、資本財総供給など設備投資も増加してきている。個人消費は、一部に鈍さは残るものの、耐久財消費など駆け込みの反動減の影響はほぼ収束していると思われる。雇用・所得環境は改善が続いており、消費者コンフィデンスも漸く改善に転じてきたのは良い兆しだとみている。全体として緩やかな回復を続けていると思う。

物価については、これまでの原油価格下落の影響から、コアCPIの伸び率は徐々に低下している。もっとも、今後は内需が増加ペースを徐々に高めていく中で、基調的な物価上昇率も今後高まっていき、2%目標に向けて、近づいていくとみている。この点、過去2年程度を振り返り経済のファンダメンタルズ、すなわち経済の供給面・所得面の改善状況を改めてみると、企業収益、労働参加率、雇用者所得、雇用の質——一般の労働者数の伸び率をパートの伸び率と比較したもの——などで、着実な改善が確認できる。グローバルに稼ぐ力についても、経常黒字の継続によって、対外純資産の蓄積は着実に進み、海外からの純所得は基調的に高まっている。また、今般の原油価格下落により、交易利得の大幅な改善も見込まれる。

いずれも、日本全体でみた恒常所得が持続的に高まってきていることを示しており、これは国内の支出活動の回復を支える重要な源泉である。このように、内需の地合いは引き続きしっかりしており、賃金と物価が循環

的に上昇する素地も整っている。実体経済の持続的な回復を伴いながら物価上昇率が基調的に高まっていくポテンシャルとメカニズムは、十分に備わっており、引き続き2%目標は十分に達成可能であるとみている。以上である。

#### 黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、海外経済については、米国は民需を中心にしっかりとした回復を続けており、特に、雇用の拡大、あるいは原油安の効果を背景に個人消費が極めて堅調に増加しているということである。他方、設備投資は、一部にやや弱めの状況もあるが、全体としては回復を続けているということであると思う。欧州については、ユーロ安、原油安の効果もあって回復モメンタムの鈍化に歯止めがかかっている状況だと思う。ただし、物価面では、インフレ率がエネルギー価格下落の影響からマイナス幅を拡大している状況にある。中国については、構造調整に伴う下押し圧力を背景に、成長モメンタムを若干鈍化させているようであるが、外需の改善、あるいは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。新興国経済は、アジアを中心に持ち直している一方、ブラジル、ロシアなどで景気停滞が続いているという状況かと思う。こうした各国・地域の動向を踏まえ、海外経済については、一部になお緩慢さを残しつつも先進国を中心に回復しているとの見方で、概ね一致していたと思う。

次に、わが国経済であるが、企業部門、家計部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムが作用し続けていると思う。まず、企業部門をみると、輸出が持ち直し、耐久消費財などの在庫調整が進捗する中で、生産も持ち直している。そうしたもとの、企業収益は改善が続いており、設備投資も緩やかな増加基調にあるようである。夏頃までもたついていた資本財総供給も、10～12月にははっきりと増加しているようである。駆け込み需要の反動の影響については、反動が長引いていた耐久消費財でも改善傾向にあるなど、雇用・所得環境の着実な改善を背景に、個人消費が全

体としては底堅く推移しているようである。こうした需要動向を受けて在庫調整が進捗しており、生産は持ち直しているということかと思う。従って、駆け込み需要の反動に起因する下押し圧力については、収束しつつあると判断して良いと思う。景気全体の足取りは再びしっかりし始めており、これは、10～12月のGDPがプラスに転じたことやその他の各種の指標からみてそのように思われるので、総括判断としては、緩やかな回復基調を続けているということが適当という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ていくという見方で概ね一致していたと思う。

一方、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直近で+0.5%と0%台半ばとなっている。先行きについては、多くの委員が指摘されていたように、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。一方、予想物価上昇率については、やや長い目でみて、全体として上昇していると判断して良いのではないかと思う。物価の背景にある賃金や企業の価格設定行動等についても、多くの委員が発言をされた。

以上、私なりのまとめであるが、さらに委員からご意見があれば議論したい。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。まず、海外情勢についてご意見を願います。

#### 中曾副総裁

佐藤委員と森本委員から、ギリシャ情勢を注視すべしといった議論があったが、私も全く同感である。ギリシャとユーロ圏の債権・債務関係から潜在的な損失リスクという観点からみると、交渉決裂のコストはあまりにも大きいというところまで事態は既に進んでしまっているのではないかと思う。この観点から幾つか計数を紹介する。第1は、既にFT紙で言及されていたが、ECBの決済システムであるTARGET 2に対する Bundesbankの債権が、1月中に550億ユーロも急拡大している。拡大幅としては、前回のギリシャ危機の2012年頃のピークの拡大幅に匹敵する。

この結果、TARGET 2 への債権の残高も 5,150 億ユーロと、前回危機時の水準には及ばないが足もと急速に拡大している。この逆側にある TARGET 2 への債務は恐らく主としてギリシャ中銀であり、その背景には、ギリシャの銀行からドイツ所在の銀行への預金の急速な流出、そして流出の加速があるのではないかと類推される。仮に、ブンデスバンクの TARGET 2 への債権の回収が不能となった場合、ECB への出資割合に応じて加盟国が損失を分担することになるため、一種のユーロ共同債に等しいものが既に溜まりつつあるということだと思う。もう 1 点は、ギリシャ中銀に認められた E L A の緊急融資の総額は、拡大されて 650 億ユーロだが、担保の質が相当悪いのではないかと思う。ギリシャ中銀のバランスシートを調べてみると、貸倒損失が生じた場合に充当できるのは、ギリシャ中銀保有の優良資産・証券が 380 億ユーロ、広義の自己資本が 39 億ユーロ、合計で 419 億ユーロである。従って、650 億ユーロのうち 419 億ユーロを差し引いた 230 億ユーロが、未保全で損失となる可能性がある部分となる。これをどうするかについては明示的には決められていないが、回収不能になるとギリシャ中銀は債務超過になるので、これもまた、加盟国が資本拠出する必要が出てくるかもしれない。このように、事態は、足もと急速に悪化しており、無秩序にギリシャをデフォルトに追い込むと、ユーロ圏加盟国は返り血を浴びることになる。つまり、巨額の損失が生じるという意味で、既に抜き差しならない事態に立ち至っているというのが現実ではないかと思う。こうした点を当事者が認識していれば何らかの妥協案が図られることになると思うが、もしそうでなければ、国際経済、国際金融資本市場に大きな影響が出てしまうリスクがあると、改めて思っているところである。

白井委員

私も、ギリシャの状況はかなり深刻だと思っている。ギリシャの民間銀行 4 行については、E L A が 650 億ユーロで昨年末の利用分はほとんどないため、まだ枠は残っている。一方、優良担保を受け入れている方の M R O

は470億ユーロであるが、ギリシャ国債が適格担保から外れたため、それが全てE L Aに移転していくと思うが、そうすると残りは200億ユーロ弱となる。12月、1月と急激にギリシャの銀行の預金流出があるので、相当資金が足りない状況の中で、中曽副総裁がおっしゃったような自己資本不足というようなことになってくると、民間銀行4行は相当大変な状況になってくると思う。そうすると、2013年のキプロスのように資本流出規制を一時的に実施するようなことも考えられるが、キプロス以上に影響が大きい可能性がある。本日2月18日、E C Bの理事会でE L Aが議論されるそうだが、上限を無制限にはできないとはいえ、厳しく上限を設定してしまうと、大きな問題になると思う。ユーログループとの議論がまだ終わっていないところで、E C Bにとっても大変なプレッシャーとなるのではないかと思っている。

#### 木内委員

今の議論には全く同感だが、金融市場はギリシャのリスクをあまり評価していないような気がする。金融支援の延長など何らかのかたちで合意できるだろうとか、E L Aが延長されないと短期的に事態を悪化させるが、果たしてE C Bがそんなことをするだろうかという見方で、市場のメインシナリオは、E L Aが延長される、あるいは上限が引き上げられるということだと思う。例えば、2012年は1,200億ユーロまでであったと報じられているので、現状の倍程度まで認められていたということもあって、そのような措置が取られるであろうということがメインシナリオになっていると思う。ただ、問題は、E L Aの資金が流動性確保に使われているのであれば良いが、それだけではなく短国の購入に充てられている、つまりギリシャ政府の財政ファイナンスに使われているということであれば、E C Bとしては、E L Aの延長や増額を簡単には認められないということになる。それによってある意味延命させられる結果として、ギリシャ政府に金融支援などで交渉力を与えることにもなってしまうということを見ると、市場が暗に想定しているような楽観的なシナリオで良いのだ

ろうかと思っている。

#### 岩田副総裁

色々とギリシャのことを心配されているようだが、私はあまり心配していない。というのは、最適通貨圏の理論からすると、元々EUに入るのは無理なギリシャを敢えて入れたのは、EU加盟国としては責任を取るといふスタンスであり、それは世界経済に対しても責任があると思う。従って、安易にギリシャを破綻させ世界の金融資本市場を混乱に陥れるようなことは、ぎりぎりのところでは避けられると思う。そのようなことになると相当な責任問題になり、「そもそもEUとは何だったのか」というところまで問われることになると思う。中長期的には、どのようにギリシャを扱っていくのかという問題は残るが、当面は、ぎりぎりの判断で、EUを作った時の最初の方針に立ち返って物事が処理されるだろうと——希望的観測かもしれないが——思っている。

#### 黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関してご意見があればお願いします。

#### 森本委員

米国向け資本財やスマホ関連が好調なことから、輸出は回復してきていると思うが、昨日説明があった米国西海岸の港湾ストがかなり長引いている。報道などでは、自動車部品を空輸に切り替えているといったような制約も出てきている。先行き回復の見通しがなかなか立たないので、この辺りの影響は少し注視していく必要があるのではないかと思う。輸出は回復し、景気を牽引し始めていることもあるので、この点もしっかりみていく必要があると思っている。

#### 木内委員

実質輸出をみると、10～12月期は相当強く、恐らく1～3月期も増加

するので7～9月期から3四半期連続でプラスとなるので、基調判断を引き上げること自体は妥当だと思う。ただ、10～12月期は出来過ぎで、相当部分は米国の需要に支えられていると思う。米国の10～12月期のGDPをみると、輸出が弱い一方、輸入が相当増えて在庫も増えている。その引き金となっているのは第3四半期の内需がかなり強かったことで、第4四半期の内需が落ちてきていることからすると、米国向けの輸出のペースは、先程の港湾ストがなかったとしても、落ちていくと思う。1～3月期の実質輸出はプラスだとは思いますが、ペースとしては落ちてくると思うし、4～6月期にかけてはもう少し鈍化してくると思う。

もう1点は、米国の需要増を中国がやや打ち消すことになると思う。中国の1月の指標は総じて弱かったが、一方で、預金準備率の引き下げといった積極策も出てきている。11月に金利の引き下げ、1月に預金準備率の引き下げと積極策がかなり出てきているという印象もあるので、安定成長の期待は揺るがないと思っている。ただ、預金準備率の引き下げについては、もう少し受身的な要素が強いのではないかと思う。つまり、11月の基準貸出金利、預金金利引き下げの効果に対する評価を受けた措置という面があると思う。1つは、金利引き下げが景気に対してあまり効果がなかったために追加措置が必要であったという面があるが、それだけではなく、金利引き下げが株価の急騰を招いてしまったというマイナス面と、恐らく資金流出を加速させた——資金流出が加速すると、国内の資金需給は逼迫し、むしろ国内の金利は高くなってしまう——ことに対して、金利を下げてでも上手くいかないということで、預金準備率を引き下げることによって国内の流動性供給を行ったという意味では、積極策というよりもむしろ金利引き下げのマイナスの効果を打ち消すようなパッシブな対応という面もあると思うので、政策効果で中国经济が持ち直していくかどうかは、やや疑問である。

白井委員

確かに、実質輸出は、7～9月に前期比+1.6%、10～12月に+4.8%

と非常に好調である。輸出数量で見ると、7～9月+0.5%、10～12月+2.0%であり、実質輸出のほうが輸出数量よりも伸びが高い。これは、わが国の輸出が、数量を多く売るよりも品質の高いものを売るようになっており、品質調整の結果、実質輸出の方が大きく出ているのだと思う。そのように考えると、数量的にどんどん増えていくというよりは、良いものを売っていくということなので、その意味では、実質輸出が大きく伸びるかということとはそういう感じではないと思っている。

木内委員から中国経済についての話があったが、中国人民銀行は、今回の預金準備率引き下げは過度な金融緩和ではないと言っている。この背景は、景気減速があって国内の投資家が海外に資金を相当流出させている——インボイスの様々な操作を通じた流出もあるようだが——ようである。昨年末位から、国内投資家を中心に色々なソースを通じた急激な資本流出があるようであり、それによってマネタリーベースが落ちている。それを補うために今までのように外準を積み上げるということはできなくなってきたので、預金準備率を引き下げて資金供給したというのが背景なので、その意味でニュートラルであるという言い方である。恐らくそういうことが背景にあったと思っている。

最後に、国内の価格設定についてであるが、確かに前向きの価格設定が続いていると思うが、中堅企業と中小企業では大きな違いがあって、中堅企業の方は、ガソリン価格低下で仕入価格は下がっているのに仕入価格判断D Iは下がっているが、販売価格判断D Iの方は下がっていない。従って、中堅企業ではマージンは改善している。大企業も恐らくそうだと思うが、中小企業は違っており、仕入価格判断D Iは下がっているが、それにほぼ平行して販売価格判断D Iも下がっている。やはり中小企業は価格を上げにくく、マージンも改善していない。今の前向きの販売価格の設定は、大企業や中堅企業が中心で、中小企業ではやや厳しい状況が続いていると思う。

## 佐藤委員

基調判断で、「消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動などの影響も全体として和らいでいる」という記述を落とすことには、特に異論はない。消費税率引き上げからそろそろ1年になろうとしているところであり、いつまでも「反動」と言い続けるのは如何なものかと思う。ただ、気になっているのは、需要側データの家計調査の中の消費水準指数をみると、消費税率引き上げ以降、反動減で水準そのものが下方シフトし、その後の回復のペース、角度が非常に緩やかなものにとどまっており、依然として消費税率引き上げ前の水準に戻っていない。これにはテクニカルな統計の問題があるかもしれないが、家計調査よりサンプル数が多くサンプルバイアスが少ないと言われている家計消費状況調査でさえ、そのような傾向がより顕著に表れている。水準そのものが下方にシフトし顕著には戻って来ないということは、駆け込みの反動というよりは実質所得の減少がポディンブロー的にじわりと効いてきているということかと思う。

先行きについては、4月以降は、表面的には消費税率引き上げの影響は剥落するので、前年比でみると消費の実質値は回復するという議論をしばしば耳にするが、前年比で実質値が回復するという話は、所詮はテクニカルな話に過ぎないと思う。実質値の前年比が回復したところで、水準として顕著に戻っていくかどうか重要であり、これは、何人かの委員が指摘されていたとおり、名目所得、あるいは実質所得がどの程度のペースで戻っていくかにかかっている。その意味で、単純に、前年比で回復するからそれで良いというような話をしないよう気をつけたいと、個人的には自戒を込めて思っている。

## 宮尾委員

消費の緩慢な回復に関して、今後の鍵を握っているのは、皆さんご指摘のように名目賃金の動向だと思う。言わずもがなかもしれないが、1番気になるのは、デフレ期に顕著にみられたいわゆる合成の誤謬、つまり個々の企業は競争相手との競合から賃金の引き上げを先送りし、個々の企業レ

ベルでは、できるだけ賃上げをせずにコストを削減し体力を温存するのが合理的かもしれないが、それが多数になると、全体では売上げが減少し個々の企業にとっても結局マイナスになってしまうということである。マクロ的な地合いは極めて良好だと思っているが、あとはそれをどのように経済の中で回していくかという一点に尽きる状況だと思う。当然、大企業・中小企業、製造業・非製造業でばらつきはあるが、可能なところは、合成の誤謬が広がるリスクを常に意識しながら、賃金・所得にしっかりと反映させお金を回していくことが、ひいては自分のためになるという意識が、国民的に広がることが重要なのではないかと、改めて思う。

黒田議長

それでは今から 10 分程度コーヒーブレイクを取る。再開は 10 時 18 分である。

(10 時 08 分中断、10 時 18 分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

石田委員

主要先進国が大規模な金融緩和政策を行っていることで、1 年前に比べ長期金利はさらに水準を下げている。そうしたもとで、search for yield の動きがさらに強まってきている。一方で、規制強化が進展するもとで、国際的に活動する大手銀行はマーケット部門の人員や配賦資本などを削減してきており、保有証券ポジションも大きく減少してきている。彼等のマーケットメーカーとしての力は大きく低下してきている。他方、マチュ

リテリ変換機能を通じてシステミックリスクの増大に寄与し得る各種のミューチュアルファンドやETFが小口も含め投資家の資金を集め、その市場シェアを拡大している。米国の金利引き上げや欧州でのトラブルなどにより、今後マーケットに強いストレスがかかった場合、search for yieldの大規模な巻き戻しが起こり、新興国を含め各種アセットクラスの価格の大幅なコレクションが発生することを視野に入れておく必要があると考えている。また、その場合、海外からの、特に米国からのショックに反応しやすいわが国のマーケットについて、株価や円相場に大きなストレスがかかりやすい点については、留意を要するところであると思う。

次に、わが国自体についてみると、現状、株式市場や外為市場に特に大きなインバランスが存在しているとはみていない。しかし、国債市場については、大手銀行、年金、保険会社などこれまでのコア投資家の参加が大きく低下してきているもとの、将来本行の緩和姿勢が変化する方向となれば、非常に大きな調整を生ずることとなるはずである。これまでの大きな金利変動として、VaRショックや資金運用部ショックなどが参照されることがあるが、これらはいずれも何らかのきっかけにより、市場自体がコレクションを起こしたケースである。非常に強力な緩和政策の変更に際し、今後予想されるコレクションのマグニチュード、期間は、より大きくより長いものとなることは避けられない。もちろん、近々金融政策の変更を要するとか、コレクションが起こるとかということを行っているものでは全くない。

ただし、物価の中心の見通しが、2015年度1.0%、2016年度2.2%ということだが、原油価格の要因により物価が当面0%近辺へ向けて低下していくことが見込まれるので、年度後半にはかなりのスピードで上昇していくことが予想されるものになっている。この夏場以降、現実には物価が上昇スピードを増していけば、市場はどこかでそれを織り込み、ボラティリティが上昇していく可能性が強いと思う。また、金融政策がかなりのタイムラグを伴うことを勘案すれば、物価の基調的な上昇率が2%に向かってオンコースであることが判断できるようになれば、力一杯踏み込んでい

るQQEのアクセルを徐々に緩めていく必要もある。そのようなタイミングと、マーケットが物価上昇を織り込むタイミングが重なってしまうと、マーケットの反応はより激しくなるおそれがある。

元々これだけの緩和をしている以上、政策調整に当たって市場が大きく動揺することは不可避だが、それをできるだけコントロールしていくためには、足もとの物価が下向きの間に、あるいはマーケットが金融政策の変更は当面あり得ないとみているうちに、出口への考え方などについて、コミュニケーション手段を最大限活用して、徐々にガス抜きや地均しを図っていくことが望ましいと考えている。そしてそのタイミングが近づいてきているものと思う。

なお、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等については、現状維持で良いと思う。そのうえで、最近の経済・物価情勢と金融市場動向を踏まえ、金融政策運営について、思うところを3点申し上げる。

第1は、このところの消費者物価前年比上昇率の低下を受けた市場との対話のあり方についてである。前のセッションで述べたように、消費者物価の前年比上昇率は、先行きさらに低下する可能性が高いが、われわれとしては、これを主に原油価格下落によるものとして、淡々と説明すれば良いと思う。今回事前に配付された1月会合の議事要旨の執行部案では、「金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について」、および「原油価格下落と金融政策運営の関係について」というパラグラフが設けられ、それぞれについて丁寧な記述がなされているが、私がこれまで会合等の場で申し上げてきたこととの関連で違和感のないものであるので、こうした

執行部の考え方を支持したいと思う。

第2は、国債市場におけるこのところのボラティリティ上昇についてである。ボラティリティ上昇の直接的な原因としては、前回会合前にみられた補完当座預金金利、いわゆる付利金利の引き下げや貸出増加支援基金の貸出期間延長といったことに対する期待の後退、また前回会合における展望レポートの中間評価で本行が物価見通しを引き下げたにもかかわらず緩和に動かなかったことによる追加緩和期待の後退、さらに過度の金利低下による相場の割高感から最終投資家の需要不在の中で業者のリスク許容度も低下したことなどが挙げられると思う。先行きについては、業者のリスク許容度が短期的に顕著に回復することが見込みがたい中、付利金利がアンカーとなる中短期ゾーンはともかく、超長期ゾーンはなおしばらく不安定な地合いが続く可能性があるだろう。

もっとも、本行としては、量的・質的金融緩和の効果は資産買入れの進捗とともに累積的に強まることを念頭に、淡々とこれを説明していくほかはないと思う。市場の調整局面では、例えば、昨日の20年債入札後の展開にみられたように、最終投資家の需要がみられる水準まで調整するということであろうが、人々の中長期的な予想物価上昇率が明確に上向くまでの間は、本行の大規模な買入れがイールドカーブ全体へのアンカーとなるはずである。逆に、仮に、前回会合以降の金利上昇が人々の中長期的な予想物価上昇率の何らかの変化、あるいは変化の兆しを示すものであるならば、量的・質的金融緩和が所期の効果を発揮しつつあるものとして、むしろ肯定的に受け止めて良いであろう。

第3は、第2の点とも関連するが、やや長い目でみた本行の買入れの持続性という観点から、買入れについて何らかのソフトランディングの方策を探ることはできないかという点である。このところのボラティリティ上昇もあり、本行の国債買入れにおける応札倍率は幾分戻ってきているが、本行が買い入れる銘柄はカレント物に集中する傾向が強まっているように見受けられる。言い換えれば、業者が財務省の発行入札で仕入れた玉を、然程期間を置かずに本行に転売する構図がより顕著になっているという

ことであろう。この間、最終投資家は相場の割高感から国債の保有を増やさず、むしろ償還期日の到来とともに淡々と減らしているのが現実である。このような大枠の中で、私としては、たとえ本行が国債買入れを金融政策目的で行っていると説明しても、そうした説明が次第に説得力を持ちにくくなることを懸念している。また、量的・質的金融緩和継続の結果として、最終投資家の国債保有残高がネットの新規国債発行額と本行の買入額の差額分だけ減少していくと、どこかの時点で最終投資家がこれ以上国債を減らせないというある種の臨界点に達し、本行の買入れは持続可能でなくなると思われる。そうした critical point がどこにあるのか、そこまでまだ余裕があるのかどうか、明確なことは分からないが、私としては、そうした状況になるかなり前の段階で、ソフトランディングのための方策を探る必要があると考える。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針については、昨年 10 月末の追加緩和実施以前の方針が妥当と引き続き考えている。今後の金融政策方針についても、従来提案してきた考えに変わりはない。今回は、足もとの国債市場と買いオペを巡る問題について述べた後、今後の政策運営方針について申し上げたいと思う。

前回会合以降、国債市場のボラティリティが俄かに高まった。国債市場の動揺が、株式市場など他の市場に影響を及ぼしているのも特徴的である。大量の国債買入れが流動性の低下を招く中、市場が金融政策に過度に依存している状況を改めて浮き彫りにしている。足もとの利回り上昇は、長国買いオペの応札倍率を高めるなど、オペの執行という観点からみると、極く短期的にはプラスの側面もあるかもしれない。しかし、政策効果の観点からみると、大量の国債買入れに伴う市場機能や流動性の低下が制約と

なって、実質金利を安定的に押し下げることが難しくなっている可能性も示唆しているように思う。実際に、足もとでは、10年国債利回りが追加緩和前の水準近くまで戻す中、各種指標からみた中長期の予想物価上昇率は、原油価格下落などを受けてかなり低下しており、実質金利の水準は追加緩和前より上昇している。こうした観点から、オペの安定的な執行と政策効果は、極く短期的にはトレードオフの関係にあると思う。ただし、より長い目で見た場合、今の国債買入ペースを前提とすれば、オペの執行は技術的に次第に困難になっていくと考えられる。本行がオペで大量の国債を購入するには、証券会社などプライマリーディーラーが新発債を落札し、短期間保有した後に本行に売却するというフローが円滑に進むことが必要である。そのためには、国債市場のボラティリティが低いことと、国債利回りが低下基調にあることが前提条件となる。今回のようにこうした前提が崩れると、証券会社のリスクテイク余力が大きく低下するため国債保有が抑制され、流通市場でのマーケットメイキング機能が低下するとともに、本行に国債を売却するフローに支障が生じやすくなる。他方、多くの国内金融機関では、安定的に利子所得を得る目的で長期国債を保有しているが、利回りがあまりに低下してしまうと、国債の新規購入を抑制する傾向が強まるとともに、既に保有する国債に代わる安定した再投資機会も見出しにくくなり、国債を売却するインセンティブもさらに低下する。つまり、相応の水準まで利回り低下が進めば、今のペースで国債買入れを続けると市場の流動性低下が一段と進行するとともに、利回りが上昇しても低下してもオペに支障が生じやすい構図が形成される恐れがあると考えている。

こうした点を踏まえると、国債市場への過度の圧力を軽減するため、国債買入規模を減額するような政策の調整も検討すべき局面に来ているのではないかと思う。前半で述べたように、近い将来に持続的に2%の物価上昇率を達成できる目途が立たない中、従来から申し上げているように、2%の物価安定目標を中長期の目標と位置付け直すなどの方針修正を、こうした政策の調整と併せて実施することで、政策の信認を維持できると考

えている。

次に、量的・質的金融緩和導入から2年が近づく中、その評価と今後の政策姿勢について申し上げる。経済の需要面に働きかけることを通じて、潜在成長力に見合った経済および物価の安定を確保するというのが金融政策の基本的な役割と私自身は考えており、これに照らせば、量的・質的金融緩和は既に相応の成果を挙げたと言えると思う。導入前には大幅なマイナス状態にあった需給ギャップは、2014年初にはマイナス状態を脱し、その後も概ねゼロ近傍の中立的水準が安定的に維持されている。それを背景に、長らく下落傾向にあった物価は上昇に転じ、その後も基調的な動きに変化はない。その結果、中長期の予想物価上昇率と実際の物価上昇率との大幅な乖離も縮小して、家計、企業の経済活動にとってより良好な物価環境が回復されつつあると考えている。さらに、金融政策面では、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ているものと考えられる。こうした点を踏まえると、今後の金融政策運営は、ファインチューニング的なアプローチがより必要とされる局面に入ってきたと感じている。従って、伝統的な金利政策、支援オペなどその他政策も含めた政策ポートフォリオの中で、ファインチューニング的なアプローチには適さない量的・質的金融緩和の比重を、次第に低下させていくような調整に着手することも検討すべきと感じている。

今後、構造改革の進展につれて潜在成長力が上昇するとともに、持続的な物価上昇率の水準、ひいては目指すべき物価安定の状態もそれに併せて徐々に高まっていくと考えられる。金融政策運営の基本的枠組みである2つの柱の第1の柱に基づき、各時点での潜在成長力を確認したうえで、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をその都度点検し、望ましい政策の組み合わせを模索しつつ、物価安定の実現に向けた金融政策面での不断の努力を続けていく姿勢が重要だと考える。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。執行部の見方に違和感はないので、詳細は省略するが、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、CP・社債市場も良好な発行環境が続いている。こうした環境のもとで、企業の資金繰りは良好である。また、わが国の金融資本市場では、ドル／円は、米国の好調な雇用統計等を反映し、円安方向の動きとなっていたが、その後の小売売上高等のやや緩慢な経済指標もあり、前回会合時と概ね同水準となっている。株価は、円安や原油安にも支えられた好調な企業収益の見通しや欧米株価の動きも受けて上昇している。この間、短国レートは、大手行の短国保有ニーズに加え、高水準の海外投資家需要等からタイトな状況が続き、概ねゼロ近傍で推移している。長期金利は、10年物金利で一時0.2%を下回る水準となったが、その後は高値警戒感が広がる中、軟調な入札結果や米国長期金利の動き等を受けて変動を伴いつつ上昇し、足もと0.4%程度で推移している。

この間、国際金融資本市場における金利動向をみると、米国の長期金利は、原油価格に反転の動きがみられる中、市場予想を上回る雇用統計の結果などを受けて、なお低水準ながらも上昇傾向にある。一方、欧州では、ECBの追加緩和策の公表を受けて、ドイツの10年物金利は0.3%台後半まで低下している。欧州では、ユーロ圏以外にも各国の金融緩和強化の影響もあり、主要国の金利について中期ゾーンにかけてマイナス金利となる動きが拡大している。また、新興国においても、原油安等を受けて多くの国で金融緩和傾向がみられる。こうしたもとで「投資家が新興国市場を含めて search for yield の動きを強めている」と警戒する指摘が聞かれている。今後、米国の金融政策が正常化に向かう蓋然性が高まる中で、資金フローが急激に変化し、市場の混乱に繋がるリスクには十分な警戒が必要である。先行き、国際金融資本市場を巡っては、ギリシャ情勢を巡る

今後の展開に加え、原油価格の動向とその影響、米欧経済の回復ペース、ECBの追加緩和策の波及効果、ウクライナ・中東情勢等の地政学リスクなど、多岐に亘る視点から十分な注意が必要である。

なお、ECBが従来からの緩和措置に加え、1月の政策理事会で各国国債等を購入する資産買入プログラムの拡大を決定しているが、特に、その効果の波及を注視したいと思う。買入れの規模や対象年限が市場予想を上回っていたほか、実質的にオープンエンドである点が評価され、株高、金利低下、ユーロ安に繋がっている。もっとも、大量の流動性供給により、既存のTLTROの利用に影響が及ぶことが考えられるほか、当面、資金需要が大幅に増加することは期待しがたい中、ECBの預金ファシリティ金利はマイナスとなっていることから、銀行貸出への刺激効果やポートフォリオリバランス効果がどの程度みられるか、見守りたいと思う。

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が、政策を遂行するに当たっては、引き続き懸念されるリスクに十分な配慮を行うべきと考えている。この点、例えば、昨年末頃から、国債補完供給の実施件数が増加しているように窺われる。この背景としては、取引先の事務ミスのほか、実施条件の緩和による効果もあるとみられるが、このところの値幅の拡大傾向もあり、国債市場の流動性低下を示唆している可能性もある。とりわけ重要な問題が発生している訳ではないが、ボラティリティがやや大き目に上昇しているほか、海外主体によるわが国国債の保有も増加しており、今後の動向には留意が必要である。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

金融政策と物価の関係を考えてみたい。消費者物価（総合、除く生鮮食品）の前年比は、消費税率引き上げ後の消費の弱さに加えて原油価格が大

幅に低下したため、昨年 12 月には、消費税率引き上げの影響を除くと前年比は+0.5%まで低下した。今後は、雇用需給のタイト化からみて、これまで続いてきた名目賃金の上昇が継続すると予想されるため、消費増税によって引き下げられた実質所得も次第に回復に向かうと思っている。従って、消費者物価の前年比の動向は、今後は原油価格の動向に大きく左右されると考えている。原油価格が現状から極く緩やかに上昇するという前提のもとでは、暫くの間は、消費者物価前年比は一層低下すると予想している。しかし、原油価格の低下は、中長期的には家計の実質所得と企業収益の改善に資するため、需給ギャップの縮小を通じて、消費者物価を押し上げる要因になると思う。従って、原油価格が現状から極く緩やかに上昇するという前提のもとでは、今後予想インフレ率が低下しないという条件付きではあるが、原油価格低下の効果が剥落する 2015 年後半から消費者物価前年比は上昇率を高め、2015 年度を中心とする期間に 2%に達する可能性が高いと考えている。

そこで、予想インフレ率についてであるが、各種のサーベイデータから推測すると、実際のインフレ率の低下を反映して、短期の予想インフレ率については幾つか低下する指標がみられるが、中長期の予想インフレ率は低下していない状況である。一方、昨年 11 月頃から低下し続けてきた 10 年物物価連動国債の B E I も、本年 1 月末からは上昇傾向に転じている。以上から、原油価格の大幅下落により、消費者物価前年比は低下しているが、デフレからの脱却に向けた基調には変化はないと考えている。従って、金融政策運営は現状維持が妥当と考える。

なお、原油価格の低下により実際の消費者物価前年比が低下し、それがデフレマインドの改善を阻害し、中長期の予想インフレ率を引き下げるといふリスクには、今後も注意が必要である。中長期の予想インフレ率の動向を判断するためには、B E I のようなマーケットの指標だけでなく、各種のサーベイデータや、賃金設定とインフレ率の関係、企業の価格設定行動など幅広いデータを丁寧にみていく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いします。

中曾副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にあるとみている。企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている。資金調達面では、長期貸出の新規約定平均金利が既往最低水準で推移するなど、企業の資金調達コストは低水準で推移している。また、量の面でも、銀行貸出は、中小企業向けも含め増加しており、2%台半ばのプラスとなっている。こうしたもとで、企業の資金繰りは良好となっていると判断している。

前回会合以降、国債市場では、ボラティリティの高まりを伴いつつ金利が上昇している。10年債金利で0.2%を切るところから0.4%台まで上昇しているが、これは、基本的には、金利低下方向へのやや行き過ぎたポジションテイクの巻き戻しを反映した調整とみている。実際、イールドカーブは引き続き低水準に維持されており、QQEの効果は引き続きしっかりと発揮されていると思う。従って、現時点で、金融市場調節運営を含め何らかの対応が必要な状況ではないと思うが、今後QQEのもとで巨額の国債買入れを継続していくうえでは、各種の市場流動性指標をモニタリング、分析しながら、市場の機能度を時々刻々点検していく必要があると思っている。

次に、物価の動きと金融政策運営の考え方について、申し上げたい。前回会合で展望レポートの中間評価を公表し、2015年度の物価見通しを下方修正した。そのうえで、物価動向の評価に当たっては、その基調的な動きが重要であること、そしてその評価をベースに金融政策を運営するという考え方について、繰り返し説明してきたところであるが、マスコミの反応などをみると、こうした金融政策運営の基本的な考え方への理解のさらなる浸透を図る必要がある、という印象を持っている。

われわれが目指す2%の物価安定の目標を安定的に持続するためには、

物価の基調的な動きを見極めていくことが重要である。この点、われわれの見通し計数をコアCPIで示していることもあって、2%の達成時期もコアCPIとの関係だけで議論されがちである。「コアCPIが2%に達する時期が2016年度にずれ込み得るのか」という質問が、先の総裁会見で繰り返されていたのもその現れと言えるだろう。しかし、現在のように原油価格が大幅に下落している局面では、その影響を受けやすいコアCPIのみで物価の基調や2%の実現時期について判断することは適当ではないと思っている。現実には、先行きの原油価格の動向によっては、コアCPIが2%に達する時期が2016年度に入ってしまうこともあり得ると思うが、大事なことは、その場合でも、概念的には、基調的な物価が2015年度を中心とする期間に2%程度に達していることだと考えている。難しいのは、基調的な物価を表す唯一無二の指標がある訳ではないことである。従って、これまでも言ってきたところではあるが、基調的な物価を判断する際には総合的に判断していく必要がある。すなわち、様々な物価指標とともに、需給ギャップや予想物価上昇率の動きをしっかりと点検し、判断するということである。特に、予想物価上昇率の動向をみていく際には、BEIのような市場指標やサーベイ調査といった数字だけでなく、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、すなわち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、価格や賃金を設定したりするようになってきているかを点検していくことが必要である。

この先、これまでの原油価格の下落に伴って、消費者物価の伸びが、仮にマイナス圏まで低下したとしても、デフレマインドの転換が続き、今述べたような意味での基調的な物価が上昇していく動きが維持されれば、原油下落の影響が一巡したところで、CPIは再び2%の物価安定目標へと向かっていくと考えられる。従って、このような状況であれば政策を調整する必要はないということになると思っている。

最後に、当面の金融政策運営だが、先行き需給ギャップや予想物価上昇率の改善が見込まれ、基調的な物価上昇率は徐々に高まっていくと考えて

いるので、現在の金融市場調節方針および資産買入方針を継続し、その効果を見守っていくことが適当だと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

前回会合以降の経済・金融市場を巡る変化として3点指摘する。第1に、多くの中央銀行により金融政策の変更が相次いだこと、第2に、新政権が誕生したギリシャでユーログループとの経済支援プログラムの交渉が予想どおり難航しており、他国への波及リスクは限定的であるものの、不透明なウクライナ・ロシア情勢とも相俟って、ユーロ圏にとって当面の景気の下振れリスクとなり得ること、第3に、一時的かもしれないが、投資家によるショートポジションの巻き戻しやシェールガスのリグ数の減少もあってか原油価格が下げ止まっており、市場ベースの中長期インフレ期待も低下傾向に歯止めがかかっていることである。

本日は、このうちの最初に指摘した金融政策について、私の見解を3点申し上げる。まず、第1に、本年1月から2月にかけて、金利を引き上げたブラジルを除き、多くの中銀による金融緩和の決定があった。景気刺激を目的としている点で共通しているが、その背景にある要因をもとに3つのグループに大別できると思う。1つ目のグループは、インフレ率の低下またはデフレリスクに直面しており、事実上タイト化した金融環境の改善も目的として金融緩和を実施した国・地域であり、ECB、シンガポール、中国、インド、インドネシア等がこれに相当する。2つ目のグループは、ECBの追加緩和を受けた自国通貨への大幅な増価圧力を抑える目的もあって金融緩和を実施したデンマーク、スウェーデン等の欧州の小国である。なお、スイスについても、ECBの追加緩和前に自国通貨の対ユーロ相場の上限を撤廃したが、その後も介入を継続しているとみられることから、このグループに属すると考えられる。3つ目のグループは、資源価

格の下落が経済成長に及ぼす負の影響を緩和するために金融緩和を実施したロシア、豪州、カナダ等の資源国である。

以上の3つのグループの金融緩和は、自国通貨安方向への誘導を意図しているかに思われ、一部では世界的な通貨安競争懸念が高まったようである。これに関連して、G20 財務相・中銀総裁会議の声明文では、「いくつかの国では、中央銀行のマンデートと整合的に、現在の経済状況が緩和的な金融政策を必要としていることに合意する」と明記され、あくまでも物価安定や景気拡大策であって為替介入と異なることを示唆している。この点、管理フロート制を採用し、外為市場への介入を頻繁に実施する中国において、最近、金融政策運営で変化がみられる点に注目している。これまでの中国は、経常収支と資本収支の黒字に基づく人民元の増価圧力を背景に、外為市場介入による流動性供給が中心であったが、中国人民銀行は多様な資金供給オペ手段を整えて公開市場操作による資金供給への依存度を高め、2014 年には為替介入による外貨準備の蓄積は減らしている。この変化が、外貨準備の累積による中国人民銀行のバランスシートへの弊害を意識したものなのか、通貨安競争批判を意識したものなのかは明確ではないが、より市場経済化に沿った動きではないかと思う。もっとも、預金準備率や基準金利への依存度も引き続き大きいというえに、昨年末からの資本流出を主因に人民元の減価がみられていることも、こうした政策運営の変化の背景にあると思われるので、そうした変化が持続するのか今後の動向を注目していきたいと思う。

第2に、スイス、シンガポール、カナダ、豪州、中国、ロシアの金融緩和の決定は、その直前までの中央銀行の金融政策スタンスからは予想がつかず、市場にとってサプライズとなり、程度の差こそあれ世界の金融市場に影響を及ぼした。日本銀行も昨年10月末に追加緩和を実施したが、市場にとってはサプライズとなり株価、為替が大きく動き、金融緩和効果が大きく出るかたちで概ねプラスの結果となったと思う。とはいえ、こうしたサプライズが相次ぐと、フォワードガイダンスの趣旨と相容れない面もあり、中銀の金融政策に対する予見可能性が低下し、中銀の発信するメッ

セージにとらわれずにデータを基に投資判断するといった見解も増えていくかと思う。市場参加者がデータをみて金融政策の先行きを予想すること自体は望ましいと言えるが、中央銀行と市場とのコミュニケーションにより政策効果を高めていくことが、これまでよりもチャレンジングになってくる可能性もある。

第3に、FRBの政策金利の第1回目の引き上げ時期とその後の上昇ペースは、今後、世界経済、金融市場に大きな影響を及ぼし得ると思う。FOMCメンバーによる見通しの中央値と市場の見方には、1回目の引き上げ後の上昇ペースについて大きな乖離があり、市場はかなり緩慢な引き上げを予想している。今後、FOMCは金利引き上げに関するフォワードガイダンスの表現を修正し、より詳しいガイダンスを示すのではないかと思うが、仮に、市場の見方とのずれが埋まらないまま金利引き上げが続くと、負の影響を伴うサプライズとなるリスクがある。とりわけ、新興諸国では、急速な資本流出、通貨安、債券安、株安が進むリスクがあるため、この点を懸念しているようである。この背景には、世界金融危機後に新興諸国において民間債務が急増し、一部の国ではドル建て債務や国債に占める外国人保有比率が急速に上昇していることがある。また、先程指摘したように、幾つかの新興諸国では、インフレ率の低下と景気減速への懸念もあって金融緩和を実施しているほか、タイ、フィリピン、韓国のように、インフレ率が目標を下回るか下回りつつあるため金融緩和の実施が予想される国もある。こうした新興諸国の多くは、金融緩和政策を選択するのか、FRBの金融引締めに合わせて金融引締めを実施するかの間で難しい選択を迫られる可能性がある。原油価格の低下と世界経済の緩慢な回復のもとでの米国の金利正常化の動きは、過去のFRBによる金利引き上げ局面よりも難しい状況を新興諸国に迫っている可能性がある。今後も、世界の中央銀行の金融政策と経済動向をしっかりと注視していきたいと思う。

金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

わが国の金融環境について、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」との評価で良いと思う。わが国の金融市場動向については、長期金利は前回会合時点からやや大きく上昇しており、0.4%程度になった。この背景としては、本行の付利金利引き下げに関する市場の思惑の後退や需給要因なども指摘されるが、基本的には、このところの米国金利上昇や原油価格下げ止まりが主だった要因ではないかとみている。この間、株価は、リスクオンの基調や堅調な企業決算見通しなどを反映して、前回会合時から上昇している。為替相場は、足もとでは119円台と、ほぼ前回会合時並みの水準で推移している。これら金融市場面からも、極めて緩和的な金融環境が維持されているという評価で良いと思う。

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、1月中旬評価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、現状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、従来のガイダンスを維持することが適切と考える。

政策に関わる論点として1点、大規模な国債買入れのオープンエンドアプローチとその効果について述べたいと思う。先般のECBの緩和措置の結果、米国、日本、欧州のいずれも先進国の3つの中央銀行は、全て大規模な国債買入れを実施することとなり、その際、買入れの継続期間については、それぞれの政策目標にリンクしたオープンエンド性を持たせている点が重要な共通点だと思う。このオープンエンド性は、予め期限を区切った資産買入れと比べて、より長期かつ大規模になり得るため、非常に強い緩和措置である。長めの金利や資産価格への働きかけ、ポートフォリオリバランスといった伝統的な波及経路を通じた効果をより強めることが期

待される。それに加えて、本措置に固有の効果、つまり、流通市場から長期国債を買い入れて、負債サイドであるマネタリーベース、とりわけ準備預金が長期的に拡大することの効果については、どのように考えれば良いのかという点について、従来から伝統的に議論される貨幣数量説的な予想インフレ率に及ぼすロジック以外に効果が考えられないかどうかについて、自分自身、この間、考えを巡らせてきた。

最近学界において、フォーマルな議論が進んできており、ご承知の方も多いと思うが本日はご紹介したい。少なくとも、今申し上げた理論的なメカニズムとしては、以下のような効果が考えられる。すなわち、政府の長期負債つまり長期国債が、中央銀行の短期負債つまり準備預金に置き換わる結果、政府と中央銀行からなる政策部門全体でみると、利払い費用が減少し、シニョリッジ——貨幣発行益——が発生する。ここで、政府の将来に亘る財政支出計画を一定不変とすると、シニョリッジが発生した分、政府の予算制約式において追加的な財政余地、いわゆる fiscal space が生み出される。その生み出された財政余地が、現在若しくは先々の財政支出の増加、若しくは減税に回れば、あるいはそのように民間部門が予想すれば、景気を刺激するメカニズムがあるということである。今申し上げた長期国債と準備預金の交換に基づく潜在的な景気刺激効果は、もう1つの非伝統的政策であるゼロ金利政策のフォワードガイダンスには含まれない効果であり、大規模かつ長期の資産買入れ、バランスシート政策に固有の効果であると思う。

勿論、これはあくまでも理論的、定性的な議論であり、理論分析の重要な前提としては、政府の予算制約が満たされる、すなわち財政収支は最終的に均衡するという事なので、政府の財政規律は必ず維持されていることが重要な前提である。一方、現実の政策の実践においては、生み出された財政余地の利用をきっかけに、政府の財政健全化努力が後退したと市場に疑念を持たれるリスクも排除できないので、実際の運用という点、あるいはコミュニケーションという点でも、十分な注意が必要であると思う。いずれにしても、実際の実践では様々な議論があるが、理論的、定性的な

ロジックとしては、十分検討を深めるべき見方ではないかと思っている。

こう申し上げたうえで、この潜在的な景気刺激効果を今後さらに追求していくべきだというスタンスで申し上げている訳ではなく、これまでのマネタリーベース拡大、大規模な国債買入れの潜在的な効果のロジックとして十分あり得る、その一方で、実践においては様々な問題があり、理論では考慮されないようなメカニズムは現実には当然あり得るので、その両者を明確に区別する、そのうえで、いずれにしてもそういった定性的なロジックについては十分検討を深める余地があるのではないかと思い、本日紹介した。引き続き自分としても検討を深めていきたい。以上である。

#### 黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見であったと思う。先行きの金融政策運営についても、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いう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。

企業や家計の支出活動を支える金融環境については、銀行貸出は緩やかな増加を続けており、貸出金利は既往最低水準にあるということで、多くの委員が指摘していたように、緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

#### 木内委員

F e d が正常化の方向に動いているのは妥当だと思うが、その中で、白井委員ご指摘のように、多くの国で金融緩和ラッシュが起こっているのは、非常に特徴的で過去にこのようなことがあったのだろうかという位、例外

的な動きではないかと思っている。これには様々な要因があると思うが、1つには、米国経済の影響力の低下があると思う。従来であれば、米国経済が非常に堅調で米国の金融政策が正常化に動くような局面であれば、米国経済が世界経済を引っ張っていくので、他国の金融政策もやや遅れて米国の金融政策の方向に収斂していくというのが普通であった。これに対し、米国経済の影響力が大分落ちてしまったことによって、経済のアンバランスが均衡したようなかたちで続いていることが、金融政策の方向性の違いにも繋がってきていると思う。一方、金融市場における米国の影響力は依然として絶大だとすると、米国の金融政策の中立化によって資金フローに大きな影響が及び資金の巻き戻しのようなことが起こる時に、米国経済の強さの恩恵に十分浴していない他国の資金フロー面で逆風が吹いてきた時に、耐性が従来よりも弱くなっているのではないか。従来であれば、米国の金融政策の正常化によって資金フローに変化が起ころうとしても、米国経済の恩恵に浴する結果、他国の経済もそれに対して耐性があつたのに対し、今回はそれが弱い可能性がある。この点では、米国の金融政策の正常化自体は自然な流れだとは思いますが、他国の耐性は弱まっている可能性があるのではないか——この点は前回会合でも申し上げた——と思う。ただ、一方で、経済のバランスが崩れて米国経済の方が他国の弱さに足を引っ張られていくということが、先程申し上げた点である。こうしたことも、米国の金融政策の先行きの見通しが変わる、もしかすると為替政策も変わるかもしれないという期待が出た時に、資金の巻き戻しが起こりかねないという意味で、どっちに転んでも問題があるというところがあるので、引き続き米国の政策には大きな不確実性があるのではないかと思う。

岩田副総裁

今の点に関して、参考になるのは、1930年代の大不況からの脱出過程における金融政策の役割だと思う。当時、金本位制を採用している国が多かったが、採用していなかったオーストラリアは全く影響を受けなかった。金本位制から離脱するのが早いところ——日本は比較的早かった——は、

自由に金融政策を実施できるようになり、自由に景気に対応できるようになった国からデフレを解消していったという経緯があった。米国では、1933年3月にやっと金本位制から離脱して、大規模な量的緩和を実施した。日本は、高橋是清の政策で昭和恐慌を脱した。このように、金融政策の自由度を物価安定と景気対策に向けられるようになった国から自然に回復していき、フランスのように最後まで金本位制に拘った国は回復が遅れた。こうした歴史的な背景と今回を比較してみると、大きな資産デフレが発生したという点では、今回の金融危機も1930年代のそれと同じである。それが物価に対してデフレ圧力を持ってくるという点も同じである。これに対して、最初に大幅な量的緩和にしっかりと踏み切ったのは米国と英国であり、この両国が、先に出口に向かっているということが象徴的である。日本は遅れて始め、やっとこれからというところである。ECBは、一旦大規模に実施したが、直ぐにマネタリーベースを減らし金融を引締めてしまったが、これから量的緩和を実施するということである。結局は、資産デフレは世界経済に非常に大きな下押し圧力を持つが、それにきちっと金融政策で対応した国から立ち直っていき、出口に向かいつつあるという点が象徴的であり、遅れた国がこれからやり直す状況だと、私は考えている。

#### 白井委員

木内委員、岩田副総裁のコメントに追加したい。1か月半でこれだけ金融緩和が実施されており、今回の金融緩和ラッシュは確かに異例のことだと思う。これは、米国経済の影響力の低下ということもあるかもしれないが、インフレ率の低下が世界各国で起きているということがあると思う。2008年のリーマン・ショック以降、世界経済は大幅に減速したが、これだけのインフレ率の下げは珍しい。比較的景気が良いはずのアジアでも、タイやシンガポールなどマイナスのインフレ率の国がある。また、インフレ目標をずっと下回っている国もある。こうしたことは世界的に起きており、ユーロ圏だけではない。もう1つは、今まではユーロ圏でも崩れなかつ

た長期の予想インフレ率が崩れてきたという異例の事態が起きている。そうしたことが、今までとは違うことの背景にあると思う。原油安でインフレ率が低下しているのはそのとおりだが、実はそれだけではないということは、みんな分かっている。これは、英国のインフレーションレポートではっきり言っていたが、原油価格だけではないことは明らかである。サービス価格の伸び率も相当弱まっているので、全体的に景気が弱いということと世界経済の回復が緩やかであるということが背景にあって、こうした金融緩和ラッシュがあったと思っている。

次に、資産デフレに関してであるが、岩田副総裁のような見方もそのとおりだと思うが、その一方で、今回の局面で複雑だと思うのは、資産価格が上昇しているところもあるという点である。例えば、今回金利を引き下げたスウェーデンにしてもオーストラリアにしても、通貨の増価ペースを下げたシンガポールにしても、資産価格は相当上がっており、資産価格が上がっているのにインフレ率が落ちてきているという状況である。今回は、資産デフレがある国と、既に資産価格が上がり過ぎて金融緩和によってむしろ不均衡が拡大する懸念があるところもあるので、世界経済を一括りには扱えない難しさがあるように思う。

#### 中曾副総裁

米国は、非常に難しい判断を迫られるのではないかと思う。国際会議などでの議論を聞いていると、各国が競って量的緩和を実施しているような状況になると、米国の長期金利が低いことの理由の1つとして、海外の金融緩和の影響がスピルオーバーしてきているのではないかという見方がある。そうだとすると、政策面では複雑なインプリケーションを持つことになる。米国の実体経済が良い時に、スピルオーバーで長期金利が下がっている、すなわちプレミアムが圧縮されているとすると、米国の立場からすると、本来よりも早いタイミング、速いペースで利上げをしなくてはならないということも示唆するので、いずれにしてもこれをどのように読むかは非常に難しいと思う。

物価については、先程申し上げたように、基調としては上昇が続いていると思うが、何人かの委員が指摘されたように、当面のCPIに大きな影響を及ぼすのは原油価格だと思っている。そこで原油価格について考えてみた。当たるも八卦、当たらずも八卦というところはあるが、OPECの増産がないとすると、当面の原油価格の動向を規定するのはシェール、すなわちシェールの生産者の投資採算である。シェールの投資はサイクルが非常に短い——1年と言われている——、つまり採掘を開始して生産量が1年目に集中して出てくる特性があると言われている。そうすると、シェールの生産者からすると、目先1年程度の産出分についてはヘッジしているので、投資を決定するのはスポットではなく1年後の1年物の先物価格で、これが限界コストとの関係で十分に低い状態まで低下すれば、シェールの投資が抑制されてある程度ラグを持って産出量も低下するので、その時点で原油価格は本格的に反転上昇に向かうと考えられる。ただ、それまでの間は生産は続いてしまう。特に、米国では備蓄能力がかつてなく大きくなっているので、増産分を吸収できる余力が生じてしまっている。つまり、生産者からすると、備蓄余力がある限りは生産を続けて先物でヘッジしておけば良いということになり、これが合理的な行動となる。こういうことからすると、私自身は、先程申し上げたとおり、原油価格は暫く低い状態が続いた後に反転上昇に転じるU字型の回復になるのではないかとみている。上昇基調に復するタイミングを正確に予見することは困難だが、シェールのリグ数がこのところ明確に減少していることからみて、投資が抑制される調整過程に入りつつあるのではないかと思う。一般的には、リグ数減少が続く場合、半年程度のラグを持って生産減が始まるということなので、そういったことからすると、市場では、原油価格が上昇トレンドに復していくタイミングは2015年の中頃との見方があるようである。

もう1点は、金融面である。ドッド＝フランク法の影響で、商品先物市場での金融機関のマーケットメイク機能がずいぶん落ちているので、市場流動性が落ちて価格変動を大きくしている可能性があると思う。実際、原

油の先物市場のボラティリティ上昇に伴い、このところディーラーのショートポジションがかなり削減されているということにも表れていると思っている。いずれにしても、原油価格がU字型の回復ということになると、コアCPIは2015年度後半以降、割合速いペースで2%に向けて上昇していく可能性も展望できていると思っている。つまり、基調的な物価は好調で、CPIがそれにキャッチアップするかたちで、2015年度後半以降は上昇していくことになるのではないかと判断しているが、この根拠は今申し上げたようなことである。

#### 木内委員

米国でのリグ数と原油生産の関係は、もう少しルーズであったと思う。正確には覚えていないが、リグ数が増えて生産が増えた何年か前の例で見ると、両者の間のラグは、確か1年以上あった気がする。中曽副総裁は半年程度とおっしゃったが、過去はもう少し関係がルーズなので、そこまでは特定しにくいのではないかという印象を持っている。

#### 中曽副総裁

半年に拘るつもりはなく、ある程度のラグがある、ということである。確かに、生産技術も変わってきているので、ラグは必ずしも安定的ではないとは思いますが、ある程度の時差を持って、ということである。

#### 白井委員

ある研究論文では、石油価格急落——今は下落がとまってきたが——には、ハイイールド債の動きやドル高が影響しているようである。例えば、シェール関係の生産者は、債務をかなり増やしてきてハイイールド債での調達も相当多いが、そうした中で原油価格が下がると、キャッシュが少ないので支払いが困難になり、資金調達が厳しくなるので、余計に生産に拍車をかけ、生産がむしろ増えてしまうということである。また、新興諸国でオイルを産出しているところも、ドル建ての債務が多いので、ドル高が

進むともっと生産に拍車をかけるところがあり、生産動向は非常に読みづらと思う。

昨年10月と今を比較すると、昨年10月末の追加緩和の背景は、原油価格の下げというよりも、需要が非常に弱く「どうしたのだろうか」というほどであった。需給ギャップも2四半期連続で悪化し、需給ギャップが改善するかと思っていたら――今は改善していると思うが――落ちてしまった。そのように需要が非常に弱くなっているところに、原油価格の下げもあり、それがインフレ期待を含めたマインドに影響があると考え、追加緩和した。追加緩和の効果が下支えとなった面もあり、需要については、GDP統計で緩やかながらも回復が確認されたということで、昨年10月の追加緩和時の需要回復に対する大きな懸念は減ったが、その意味では追加緩和は適切であり、ベストのタイミングであったと思っている。今はその時の懸念はなくなっており、原油価格の下げにより物価上昇率が下がっているので、私としては、原油価格の下落は一時的なもので、下げはとまってきてインフレ率は反転していくので、今は、10月末の追加緩和以上に追加緩和していく理由はないと思っている。今後の追加緩和を否定するつもりはないが、10月末に手を打ったと思っている。

黒田議長

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

宮下財務副大臣

一昨日2月16日に公表された平成26年10～12月期の実質GDP成長率（1次QE）は、前期比年率で+2.2%と3四半期振りのプラスとなり、わが国経済が引き続き緩やかな回復基調にあることが確認された。先般2月3日に平成26年度補正予算が成立した。本補正予算を迅速かつ着実に実行し、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早く行き渡らせていく。

また、2月12日には平成27年度予算を国会に提出した。先般、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と申し上げたが、2月12日に公表された内閣府試算においても、2015年度の国・地方の基礎的財政収支が対GDP比で-3.3%程度となっており、赤字半減目標を達成する姿が示されている。一方、2020年度の国・地方の基礎的財政収支については、同試算において名目3%以上・実質2%以上の成長率を想定した経済再生ケースにおいてさえ、-9.4兆円、対GDP比-1.6%の赤字となる姿が示されている。政府としては、国と地方を合わせた基礎的財政収支を2020年度までに黒字化するという目標をしっかりと堅持し、その達成に向けた具体的な計画を本年夏までに策定することとしている。その策定に当たっては、安倍内閣のこれまでの取組みをさらに強化し、デフレ脱却・経済再生、歳出改革、歳入改革の3つの柱を軸に検討を進めていく。さらに、2月9、10日にトルコ・イスタンブールにて開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から日本の経済状況と財政健全化に向けた取組みを説明し、各国の理解を得たところである。引き続き、経済再生と財政健全化の両立を実現していく。

日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待している。以上である。

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣願います。

西村内閣府副大臣

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。2月16日に公表した2014年10～12月期のGDP速報では、実質成長率は前期比年率+2.2%と3四半期振りにプラスとなった。また、GDPデフレーターは前年比で2.3%上昇し、前期よりもプラス幅が拡大しており、デフレ脱却に向けて好ましい状況となっている。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。

なお、先日公表した「短期日本経済マクロ計量モデル（2015年版）」を基に機械的に概算すると、原油価格が50%下落した場合、日本経済全体で見れば、名目GDPが6～8兆円程度押し上げられると考えられる。

2月12日の閣議で配付した「中長期の経済財政に関する試算」では、2015年度の国・地方の基礎的財政収支の対GDP比は、予算政府案や政府経済見通し等のもとで、3.3%程度の赤字となり、2010年度に比べて半減するという目標を達成する見込みとなった。2020年度の国・地方の基礎的財政収支の対GDP比は、経済再生ケースにおいては、成長に伴う税収増によって-1.6%程度まで改善することが見込まれる。2020年度の財政健全化目標を堅持し、経済再生と財政健全化の両立を実現すべく、経済財政諮問会議において検討を進め、具体的な計画を本年夏までに策定していく。

2月3日に平成26年度補正予算が成立したことを受けて、安倍総理から、地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策および補正予算の早期執行と進捗管理についてご指示があった。これを受け、国の各府省庁は勿論のこと、総務省からは地方自治体に対しても、早期執行が要請された。内閣府としては、対策の進捗状況の取りまとめを行っていく。

2月10日に成長戦略の実行・実現に向けた改革内容を定めた「産業競争力強化に関する実行計画」の改訂を閣議決定したところであり、成長戦略の各施策の確実な実行に取り組んでいく。また、「成長戦略進化のための今後の検討方針」を1月29日の産業競争力会議において決定した。成長戦略のさらなる進化のため、本年年央における成長戦略の改訂に向けてさらに検討を進めていく。

国家戦略特区については、1月27日に兵庫県養父市の区域計画について2回目の認定を行った。養父市の農業特区では、民間企業9社の農業への参入が行われるが、これに続くような、やる気と志に満ち溢れた自治体を地方創生特区として3月を目途に指定したいと考えている。

1月30日の経済財政諮問会議の金融政策、物価等に関する集中審議においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。

日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定の目標の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針については、追加緩和以前の方針が妥当と考えるので、反対する。今後の金融政策運営方針については、従来どおりの修正を提案したいと思う。

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]

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

内田企画局長

それでは金融市場調節方針に関する議長案から読み上げさせて頂く。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、資産買入方針の決定に関する件である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、対外公表文の議長案である。

[「当面の金融政策運営について」を読み上げ]

最後に、木内委員案であるが、今申し上げた議長案の6.について、「6. 「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」。以上である。

対外公表文の議長案の前回からの変更点であるが、3. および4. について、いずれも全体判断から消費税率引き上げの反動の記述を落としている。3. について、輸出、個人消費、生産、CPIについて、昨日ご説明したとおりの変更を行っている。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった4つの議案について、ご意見があれば発言をお願いします。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ましては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いします。

[11時30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ます。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

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

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

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

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた両方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始して頂きたい。次に木内委員提出の議案の採決をお願いする。

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、執行部は採決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

2 頁目の欄外の注で、(注 1) で「反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014 年 10 月 31 日決定) 前の金融市場調節方針が適当であるとした」、(注 2) で「反対した委員は、「『量的・質的金融緩和』の拡大」(2014 年 10 月 31 日決定) 前の資産買入れ方針が適当であるとした」、(注 3) で「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、「量的・質的金融緩和」を 2 年間程度の集中対応措置と位置付けるとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

### 議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとする。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。

[11時39分 政府からの出席者入室]

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

## VI. 議事要旨（1月20、21日開催分）の承認

黒田議長

最後に、1月20、21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

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は23日月曜日8時50分に对外公表する予定である。

## VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、3月16、17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11時49分である。

黒田議長

解禁時刻が11時49分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11時44分閉会)

以 上