

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年3月16日（14:00～16:16）

3月17日（9:00～11:59）

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（16日）
	菅原一秀	財務副大臣（17日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）（16日）
	西村康稔	内閣府副大臣（17日）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田眞一
企画局審議役	高口博英（17日 9:00～9:15）
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（17日 9:00～9:15）
企画局企画役	小牧義弘
企画局企画役	服部良太

## 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。今回の議事進行については、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、2月17、18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

まず初めに、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

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1はマネタリーベースとバランスシート項目であるが、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の国債買入れについては、平均残存期間は1月8.6年、2月は8.5年であった。3月に入ってからのおペの応札倍率は、概ね2倍台である。昨年10月の買入増額以降、買入れが増えているので当然のこととして応札倍率は全般に低下しているが、加えて3月中は、都銀が期末に向けて固めたポートフォリオをあまり動かしたくないということもあって、おペの応札姿勢が消極化していることも、低倍率に寄与している面があるように思う。この間、おペ先の中には、前回申し上げたように倍率を高くみせたいために高値の見せ札を入れているところも、引き続きあるようである。

図表3の国債補完供給は、1月は利用が15件とやや多めであった後、2月に一旦沈静化した。3月入り後また利用が増えている。銘柄別にみると、引き続きカレント物でない銘柄が多くなっているが、3月については、1つの特定のカレント銘柄、具体的には10年物337回債についてSLFが連日利用され、このことが利用件数を増やしている。こうした点を踏まえて、13日の買入おペでは、当該銘柄を買入対象から外している。引き続き情勢を見守りつつ、適切な対応を取っていきたいと考えている。

図表4(2)の短国レートは、引き続きゼロ近傍である。引き続き、ゼロを超えそうになると国内勢の買いが入り、金利がこの水準で蓋をされている中で、海外筋の中には若干のマイナスでも買ってくる先があるので、このような数字になっている。

続いて、内外市場である。前回会合以降の特徴としては、主に3点ある。すなわち、ECBのPSPP開始を受けた欧州の金利低下と為替マーケットでのユーロの急激な下落、各国通貨の対ドルでの下落、株式市場での日本と欧州の株高である。図表5(1)の米国の政策金利に対する市場の見方であるが、米国の先行きの利上げに関する市場の予想は、前回から大きくは変わってはいないが、細かくみると、利上げ予想が若干後ずれするかたちとなっている。なお、マーケットトークでは、6月のFOMCで利上げ、かつ「couple」を2回とすると、逆算してFedは今週水曜日のFOMCでステートメントから「patient」を取ってくるのではないかという

見方が語られることが多いが、(1)のフォワードレートが6月の利上げを必ずしも十分には織り込んでいる訳ではないようにみえることには、留意が必要だと思う。

次に、欧州である。図表6(1)をご覧頂くと、3月5日のECBの発表の中で1番大きな影響があったのが、P S P Pについて発行体の信用度にかかわらず、例えばドイツの国債もイタリアの国債も一律、 $-0.2\%$ を買入れの下限にすると発表したことであった。この結果、長期・短期別および国別に特徴的な動きが生じており、既に $-0.2\%$ を割り込む水準にあったドイツの2年債の流通利回りは、発表後にはむしろ $-0.2\%$ 近辺まで上昇している。一方で、利回りがプラス領域にあったイタリアの2年債金利は、逆に発表後に低下している。この間、10年債の金利はどの国でも低下する展開となっている。また、例えば(2)のイタリアのイールドカーブの変化をみると、どのゾーンも概ね一様に低下している。この間、ドイツのイールドカーブをみると、既に $-0.2\%$ 近くまで低下していた短めのゾーンについては、さらなる金利低下の余地が小さいためあまり低下していない。その一方、30年といった長いゾーンについては、ECBは各国の出資比率に沿って買入れを進めるということなので、ドイツ国債については長いゾーンのことを沢山買わなければならないのではないかというマーケットの見方を背景に、イタリア以上に大きく下がった。この結果、ドイツの金利のイールドカーブは一段と潰れるかたちになっている。

図表8の長期金利をご覧頂くと、前回会合以降、日米の長期金利はかなり似た動きであり、日米ともに一旦下がった後、また戻っている。そうした動きのマグニチュードは、米国の方がやや大きかった。この間、先程申し上げたように、ECBの政策対応などを受けてドイツの金利は軟調を続けている。この結果、米独の金利差は相当拡大しており、図表10(2)をご覧頂くと、米独の金利差は最近では $2\%$ に近づいており、これは1989年以来の水準である。

図表11は本邦の長期金利であるが、前回会合以降、一旦低下した後、再び上昇しており、結果的には前回会合とほぼ同じ水準となっている。

従って、(2) のイールドカーブも前回から結果的にあまり変わっていない。この間、(3) はこの3月から開始した金融市場局の債券市場サーベイからみた市場の先行きの金利予想であるが、長期金利は、全般的に当面低水準での推移を続けた後、先行きは上昇するが、上昇度合いはかなり緩やかといった予想になっている。

図表 12 は国債市場の流動性・機能度であるが、マーケットでは、本行の国債買入れの拡大に伴って市場の流動性が話題となるケースが増えているので、われわれも多面的な把握に努めている。(1) の値幅・出来高比率は、水準としては、QQEの導入直後に比べれば高くはない水準であったが、年末から1月、2月にかけて上昇する傾向がみられた。もっとも、前回会合以降は再び低下している。また、(2) はいわゆる国債マーケットの板の厚みであるが、こちらも昨年秋から年初にかけて低下した後、前回会合以降は若干戻る姿となっている。(3) も債券市場サーベイのアンケート調査であるが、ここからみると、債券市場の機能度や注文量を3か月前と比較するとどうかという質問では、「低下した」とか「減少した」といった回答が多くなっているが、現状の評価については、「さほど高くない」とか「さほど多くない」といった中庸の回答が多くなっている。ここからみる限りでは、市場参加者は、3か月前との比較では市場の機能度が低下したと感じている先が多いが、絶対的な機能度が低いと感じる先はまだ多い訳ではないと思う。また、市場参加者の目からみた3か月前対比での機能度低下については、(1) の値幅・出来高比率、(2) の板の厚さも踏まえて考えると、年初の長期金利の急変動が影響していた面もあったように思われる。引き続き、状況をよくみていきたいと考えている。

図表 13 は、ギリシャ関連の金融指標である。欧州レベルではギリシャ救済に関する一応の合意があったが、その後も(1) の国債金利は高止まっており、(2) の株価も銀行株などを中心に下落基調を続けている。ここからみると、市場は、引き続きギリシャの状況については警戒的にみていると思う。

図表 14 の株価が示すとおり、前回会合以降のもう1つの特徴は、日本

と欧州の株高である。日経平均株価は、先週 13 日、2000 年 4 月以来の 1 万 9,000 円台を回復している。こうした日欧の株価上昇の背景としては、日本については、例えば G P I F のポートフォリオ変更や本行の E T F 買いを材料視する向きもあるが、基本的には、日欧とも、既往の原油安のプラス効果、通貨安、緩和的金融環境の継続といった企業収益や実体経済面からみた好材料が重なっていることが背景ではないかと思う。この間、これまで堅調に推移してきた米国株価については、一部の業種についてドル高がマイナス方向に働く可能性が意識されていることなどが、株価の頭を抑える方向に働いているように思われる。この間、図表 14 (2) のエマージング諸国の株価は、これまでのロシアに加えて、大統領の中銀への介入がネガティブに評価されているトルコや、再び政治的な脆弱性が意識されているブラジルといった歴史的にも債務問題が注目を集めることが多かった国々の株価が、ここに来てまた売られている様子が目立っている。図表 15 (1) の各国株価の騰落率をみると、前回会合以降、ドイツや日本の株価上昇、ブラジル、ギリシャ、ロシア、トルコといった国の株価下落が目立っている。

図表 16 の為替レートについては、前回会合以降の特徴としては、(1) のユーロがかなり急激に下落したことや広範な通貨が対ドルで低下したことが挙げられる。図表 17 (1) が示すように、前回会合時との比較では、ほとんどの通貨が対ドルで下落している。その中でも、ユーロやブラジルレアル、トルコリラといった通貨の下落が目立っている。

図表 18 (1) をご覧頂くと、これまでよく語られてきた日経平均とドル／円の相関については、最近ではドル／円レートにかかわらず株高が大きく進む結果、株価とドル／円の相関も最近ではやや切れているようにも窺えるところである。最後に、図表 20 (1) の原油価格は、1 月に下げ止まりの動きを示し、一時反発の動きもあったが、最近では再びやや軟調に推移している。

以上、市場では、米国の経済や金融政策の見方が大きく変わらない中、原油価格の低位を背景とするグローバルなデイスインフレ環境のもとで、

米国以外の国々が金融緩和の継続や強化の姿勢を一段と鮮明にしている結果として、広範な通貨がドルに対して下落している面が強いように思われる。マーケットでは、「通貨安競争」といった刺激的な表現も使われているが、結局は、現在の世界経済の回復において米国依存の度合いが強いことの市場現象面での表れではないかと思う。為替レートの変化は相対価格の変化であるが、米国がドル高の影響を吸収しながらも回復を続けられるという見方が、例えば、米国経済は強いが利上げはゆっくり進められるという F e d の情報発信がマーケットに信じられていることとも相俟って、現在の世界的に favorable な金融市場環境の背景となっているように思われる。従って、市場の注目点は前回とほぼ同様かと思うが、取り敢えずは目先水曜日の F O M C で「patient」の表現がどうなるかが 1 つのポイントだと思う。この点は、例えば、少なくともフォワードカーブなどからみると、F e d の年央の利上げを完全に織り込んでいる訳でもないようにみられる中でどのように反応するかということもあり、逆に、米国がドル高の影響を吸収して回復を続けるほど強くないのではないかという見方が出てくるリスクも、一応留意しておく必要があるかと思う。また、対ドルで各国の通貨安が進んでいるが、その背景に自国経済の脆弱性や景気の弱さがある国々については、マーケットからみても通貨安が必ずしも良いことばかり続く訳ではない可能性にも留意が必要かと思う。また、ギリシャ問題に対する市場の警戒も続いている。これらの点も踏まえて、引き続き市場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

質問があればどうぞ。

白井委員

3点質問がある。1点目は、図表 20（1）の原油価格で、かつては W T I と北海ブレントの差が広がっていたがその後縮小し、2月頃からまた広がっている。これは、北海ブレントの方が投機筋のマネーが入りやすい

と聞いているので、そのような理由からか。それとも、ドルの全面高でドルと逆相関にある原油価格の下げがWT Iの方に強く出ているのか。最近のWT Iと北海ブレントの乖離の背景——WT Iがかなり低いと思う——について、分かれば教えて欲しい。

2点目は、ユーロ圏では、海外から株式やハイイールド債にかなりの資金が入ってきていると聞いているが、欧州の国債などの債券に対してはどのようなになっているのか。例えば、今回の資産買入れが始まる前は、海外の投機筋が、ECBに高値で売るといって投機目的もあって国債を相当買っていたらしいが、その動きは今はどうになっているのか。それと、ユーロ圏の経常収支黒字は拡大しているが、最終的には閉じるので流出があるはずである。そうだとすると、入ってきている資金を上回る流出は何なのか。分かれば教えて欲しい。

3つ目はわが国の国債市場についてである。説明にあったように、日中値幅・出来高比率などは落ち着いてきて、他の資料にもあったようにインプライドボラティリティは、一旦上がったが下がってきて、2013年のQQEを開始した時期やリーマン・ショック時に比べると低くなっている。一方、テールなどをみると20年、30年のところは結構開いている。説明のあった債券市場サーベイでは、3か月前対比では悪化しているが、意図した価格やロットで取引できているかどうかについては、3割程度が「できない」、3割程度が「できる」ということなので、互角のようにみえる。これらのことをどのようにみれば良いかという点で、例えば、米国ではインプライドボラティリティはずっと高く、わが国はずっと低いので、低いところから突然上がると金利リスク量が急に上がり自己資本が十分でないというようなことになり、そうしたことへの対応の問題だとすれば、米国のようにボラティリティが大きくなってくると、少しずつ慣れていくようなものなのか。その辺りについて、金融市場局としては、債券市場サーベイを含めてどのようなところに注目しているのか、説明をお願いする。

山岡金融市場局長

1点目の北海ブレントとWT Iの原油価格の乖離については、非常に難しい質問だが、両者の価格の関係は歴史的に相当変化しており、以前はWT Iの方が高かったが、最近はWT Iの方が安いという傾向が続いている。よく言われることは、原油は物理的な移送が簡単ではないので、WT Iに関しては米国内の事情を反映しやすく、一方で北海ブレントは、中東情勢などの地政学的リスクを反映しやすいとしばしば言われる。この中で、足もとのWT I価格については、米国内の原油在庫の多さや、米国のシェールの生産がなかなかとまらないといった事情がWT Iの頭を押さえているということが、よく言われている。その一方で、北海ブレントについては、中近東の地政学的リスクが強く意識される結果、WT Iと北海ブレントの格差がまた広がるかたちになっている面があるかと思う。勿論、長い目でみれば両者の価格はどこかで収斂するはずなので、こういった乖離が長く続くとは考えにくいですが、局所的にはそのようなマーケットトークで価格が動いている面があると思う。

2番目の質問についても、計数ではなかなか確認できないが、ユーロ圏ではP S P P拡大後も周縁国の国債金利の低下はとまっておらず続いている。周縁国のハイイールド債は、例えば周縁国の国債とのスプレッドが一定と考えると、P S P Pの導入により、クレジットが乗った債券の金利は低下し、価格は上昇するのではないかという見方があって、ECBのP S P P拡大前からハイイールド債が買われる傾向がみられたし、その傾向はまだ続いていると思う。これが、国際収支の資金フロー上どのように釣り合うかについては、計数上はなかなか確認できないが、一方で、今ユーロは低金利のもとでファンディング通貨として相当注目されており、ユーロに投資する一方でユーロで調達するという動きもこれから出てくることかと思う。これについても注意深くみていきたいと思う。

3点目の国債市場の流動性についても、大変難しい質問である。債券市場サーベイの結果については、マーケットの方々からは、大体実感どおりだったという声が圧倒的に多かったように思う。現状、取引に絶対的な支

障が出ている訳ではないが、3か月前に比べれば流動性は下がったという見方が多いと思う。そのうえで、われわれとしてみていかなければならないのは、白井委員がおっしゃった金利リスクの面である。日本の国債市場の参加者は、「日本の国債は、価格変動のボラティリティは小さい。米国に比べても小さい」ということを織り込んでおり、資本の割当やレポのマーゲンの計算などでも、それを前提にしている面があると思う。このように、歴史的な違いが投資家行動に織り込まれている面があるかもしれないので、いきなり米国と同じようなボラティリティになるとややびっくりすると思う。それから、注意深くみていく点としては、最近のマーケットの環境変化であり、こういったところを注意深くみていきたいと思う。例えば、板の厚さは相当大きく変動しているが、これは、板が沢山あるから大丈夫という訳ではないということを示唆しているように思う。例えば、最近では、マーケットの中で high frequency に近い市場参加者が多くなり、そのような人は、「板がある」とちらつかせながら、いざマーケットが変動すると板を大きく引くというような行動を取るようである。そうすると、目先板が沢山あるようにみえても、マーケットが変動した時にはその板が一瞬にして消えてしまうかもしれないということであり、そういったことまで含めて色々みていかなければならないと思う。このため、様々な指標を開発し、マーケット参加者の主観的な評価なども勘案しながら判断していきたいと考えている。

#### 木内委員

2点質問がある。1点目はオペに関してである。3月は長国オペの5年以下のところを2回に分けて減額オファーしているが、これは期末の需給逼迫への対応ということだと思う。間もなく期も明けるが、減額した結果、少なくとも簿価で見ると年間80兆円より若干下回っているという点と、期近なところを減額しているので買入れの平均年限が上がってしまっているということで、期が明けた時にこの2つをどのように正常化していくのか。正常化に向けたプランがあるのかどうか、教えて欲しい。これに関

連して、新年度になって国債の発行計画で年限が長期化するが、このことが、本行のオペのやり方、年限ごとの振り分け方などに影響を与える可能性——直接的にはないと思うが——はあるのか。

もう1点は、先程来何回もお話しされている債券市場のサーベイについてである。まだ1回だけでは評価は難しいと思うが、これは市場との対話のツールとして始めたということで、このサーベイをどのように使っていくのかについての具体的なプランがあるのかどうか、教えて欲しい。また、発表日が決定会合の5日前となっているが、類推するに、純粹に市場との対話ということだけではなく、政策へのインプットという意味合いもあるという気もするが、果たしてこのタイミングが1番良いのだろうか。今はそのようなことはないと思うが、調査結果で大きな動きが出た時に政策への憶測のようなものが生まれてしまう可能性があるので、果たして決定会合の前が良いのか、あるいは逆に後が良いのか。この点で、考えがあれば教えて欲しい。

#### 山岡金融市場局長

1点目の国債の買入れについては、基本的には、ディレクティブを極力イーブンペースで達成すべく、そして平均年限についても、7～10年ということなのでどう転んでも10年を超えないようにしながら真ん中辺りを目指して買っていくということが、基本だと思う。そのうえで、3月については、事前のヒアリングでも、銀行勢が期末に向けてポートフォリオを固めてしまい売るものがないといった先が多かったので、こうした期末の季節的な事情を勘案してこのようにしたが、あくまで、ディレクティブに整合的な範囲内で可能な調整を行ったものと考えている。基本的には、ディレクティブをなるべくイーブンペースで達成すべく、平均年限は7～10年の真ん中辺りを目指して買っていく。国債の発行計画の変更といったことについても、そういったことよりも、ディレクティブをイーブンペースで達成していくことを基本に考えていきたいと思う。

2点目の債券市場サーベイについては、市場との対話という意味では、

新たに、債券市場の参加者の方々と 20 人規模の会合を続けて 3 回行うことを年に 2 回、定例的に行っていこうと思っている。これは、諸外国の主要な中央銀行でも、そういった債券市場の参加者との会合を定例的に持っている例があり、マーケットの方々からも、なるべく定例的にかつフランクに話ができる人数での会合を持って欲しいという要望があったので、開催することにした。そこでは、われわれからサーベイの集計結果を示しながら、これをもとに対話を積み重ねていくことを考えている。それから、発表日については、世界的な潮流として、こうした統計は、情報漏洩リスクもあり、中銀が頂いた数字は「公共財」として、なるべく早く公表するという考え方が潮流となっていており、そのようにしたいと考えた次第である。公表のタイミングとしては、決定会合を跨ぐと、回答する方々が「決定会合の結果が分からないので回答できない」というようなことになるので、決定会合が終わった直後に調査票を発送し、なるべく早く回答を頂き、それをなるべく早く集計して、なるべく早くフィードバックするという考え方を反映し、このような日程になっているということである。

#### 中曾副総裁

欧州の量的緩和政策の日本へのスピルオーバーの可能性についてであるが、10 年物ではドイツ国債と日本国債では利回りが逆転しており、ブズを持っているような海外の投資家が、ユーロシステムに売って、あるいは償還を受けて、果たして同じブズに再投資をしようと思うだろうか。日独の利回りがもう少し開いてからということになるのかもしれないが、その場合、今までブズを持っていたような海外の人達にとって、日本国債や英国のギルトなどが投資対象として考えられるようになるのかどうか。その辺りは、どのようにみているのか。

#### 山岡金融市場局長

注目してみているが、今までのところ、あまり大きな影響があるようにはみえない。非常に興味深い現象であるのだが、ブズは特別な財とみら

れているようで、相当長めのイールドまで利回りが低下してきているので、例えば、日本の投資家から聞くような低金利批判、マイナス金利批判がないか気にしてみていたが、あまり聞かれない。これは、ブンズそのものが海外投資家の保有比率が高いということと、ブンズを持っている投資家は、非常に高品質の資産を持つと言われて規制をクリアするために持っている面が強い、すなわち、ある種のコストと割り切って持っている部分があるように思う。従って、ブンズを売ってダイレクトに日本国債に乗り換えるということは、格付面からなかなか簡単にはいかない面があると思う。逆に言うと、ECBの方でもブンズの特に短いところは買いにくいということになるのかもしれない。今までのところはあまり大きな資金フローがみられている訳ではないが、引き続き注意深くみていきたいと思う。

#### 佐藤委員

1点目は、国債市場の流動性・機能度に関して、債券市場サーベイの説明があったが、この中で長国先物の板の厚さということで、ベストアスクの枚数は今まであまりみたことがなかったので目新しかった。そこで少し気になるのは、このところ流動性が若干回復しているという話だが、これだけをみると昨年後半に大幅に流動性が悪化している。この背景には、一体何があったのか。それから、QQE以前まで遡っていくと、長期的にはどのような推移になっているか。

もう1点は、ECBの資産買入れについてである。ECBでは、本行のようなオペレーション方式を採らずに、いわばOTCで買入れを行っている。ある種為替介入に近いようなやり方だと思うが、受ける側にとっては、タイミングに意外感があり、意表を突かれる、唐突感があるという意味で、効果は確かに絶大であると思う。確かに、為替市場ではユーロ安が進んでおり、買入れが始まってからもなお一段と金利低下が進んでいるので、今のところ非常に上手くいっているように見える。ただ、OTC方式は為替介入と同じでそのうち慣れが出てくると思う。このやり方は、果たしてどこまで効果的なのか。それから、買入れの量が果たして持続可能なのかど

うかというところもある。買入れが始まった直後に、ECBのクーレ理事から買入金額について大体この程度ということと、買入れの年限についても口頭で情報開示があったが、それ以外の情報開示があまりないので今一つ透明性がなく、どの程度買えているのか正確なところがよく分からない。果たしてこのやり方がどこまで持続可能なのかについて、考えがあれば教えて欲しい。

### 山岡金融市場局長

まず、板の厚さについては、実はあまり長い時系列の数字がない。最近取り始めたもので、これ以上あまり遡れないのが実情である。そのうえで、図表12(2)の板の厚さについては、2014年4月頃から10月までの盛り上がり、若干ブロックだった面があるのではないかと思っている。つまり、この間、金利はべた風状態であり、この時に high frequency と言われる人々が、金利観が収斂していたのでその前後に見せかけの札を沢山入れていた可能性があり、それを拾っていた可能性が高いのではないかと思う。佐藤委員がおっしゃるとおり、厚かったはずの板が急激にこれだけ消失したことの方が、実はインプリケーションが大きいという気がする。佐藤委員ご指摘のように、板の厚さが必ずしも絶対的な指標ではないと思うので、他の指標と併せてみていく必要があると思う。

次に、オペレーションであるが、本質的で難しい質問である。ECBは、OTC方式で買っていることの背景を説明しておらず、私も内部情報を持っている訳ではないので推測になるが、やはりECBが多くの中中央銀行を抱えていることによる実務的な難しさもあるのではないかと思う。ECBは各国の中央銀行に買入れの実務を委ねているが、国によって、国債マーケットの特徴も違えば国債発行日も違っているはずであり、投資家の質も違っているので、一律のやり方はなかなか難しいという実務的な配慮もあったのではないかと推察する。そのうえでのプロコンとしては、経済学の教科書的なことを言ってしまうと、「オークションの方が良い」ということになってしまう。これは、価格の透明性の問題になり、OTC方式

では中央銀行がいくらで買ったのかという価格情報が市場参加者に共有されないので、ドグマとしては、それに比べればオークションの方が価格情報が共有されて良いはずであるという結論になる。一方、ECBからすると、複数の中央銀行を束ねてとにかく量を達成したいということを考えると、こういう方法もあり得ると思う。先行きについてはよく分からないが、ECBが買い入れている債券の価格情報がマーケットに必ずしも共有されていないことが、今後買入れを進めていく時にどのような帰結をもたらすかが、1つの注目点ではないかと考えている。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

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。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のPMIをご覧頂くと、こうした中での前回からの唯一の大きな変化点としては、ユーロ圏の景気の回復の足取りがしっかりしてきたことが挙げられると思う。（1）のグローバルな生産PMIをご覧頂いても、ユーロ圏を筆頭に先進国が持ち直したことで、いわばソフトパッチ的な局面を抜け出たかたちになっている。

米国経済は、雇用の力強さ、個人消費の堅調さは相変わらずである。図表2-1（2）の実質個人消費は、直近第1四半期は1月の数字であるが、昨年第4四半期と比べ、前期比伸び率が低下している。この間、家計の貯蓄率も幾分上昇していることから、（3）、（4）でお示ししているような雇用・所得環境の良さ、あるいはガソリン価格の下落に伴う消費者コンフィデンスの上昇ペースと比べると、最近の消費の勢いは少し期待外れという議論も聞かれるところである。この点はわれわれも注意してみたい

つもりであるが、昨年第4四半期まで高い伸びであったこと、それに続いてそれなりにしっかり伸びていること、それから1～2月寒波などの天候要因もかなり消費に影響を与えているということなので、基調として個人消費の堅調さは続いていると判断している。企業部門に目を転じると、(6)のISM指数は、製造業が引き続き52.9と50を優に上回る水準であるが、昨年第4四半期から徐々に下がり続けている。この背景としては、図表2-2(1)の実質設備投資が昨年第4四半期に幾分伸び率を鈍化させ、あるいは(2)の資本財受注も最近は横ばいとなってきているようなことを映じているのではないかと思っている。また、(3)の輸出受注、あるいは実質輸出も若干頭を垂れてきており、海外需要の弱さ、あるいはドル高の影響が次第に顕現化してきている姿がみてとれる。

この間、物価であるが、図表2-2(4)の1月のCPIは総合ベースでついに前年比-0.1%と僅かながらマイナスに突っ込んだ。一方、コアベースでは、+1.6%と安定して推移している。民間の見通しでは、総合ベースの前年比は大体ゼロ近傍で当面推移するという見通しが多いが、これについてはガソリン価格次第という面が大きいと思っている。金融政策運営の点でより重要なのはコアベースの見通しであるが、(6)のとおり2月の雇用統計は力強い雇用の拡大、あるいは失業率の低下はあったが、それに比べて時間当たり賃金の伸びは低位にとどまっている。まさに今後の経済データ次第で両方向に不確実性は大きいという意味で、Fedのコミュニケーションが一段と注目されているところである。

欧州経済については、図表3(1)の実質GDPは7四半期連続のプラス成長を続けており、昨年第4四半期に幾分伸び率が高まったが、これにはこれまでの個人消費に加えて輸出も押し上げに寄与している。(2)のECBスタッフによる2015年の成長見通しは、3月に+1.0%から+1.5%へと大きく上方修正されている。こうしたユーロ圏の持ち直しの主役は、(3)、(4)の個人消費であり、これまで雇用者所得が底堅く伸びてきた中で、ガソリン安あるいは株高の効果が加わって弾みがついた姿となっている。このような消費に加えて、(5)の輸出あるいは生産周り

で、ユーロ安の効果もあって極めて緩やかではあるが増加基調にある。この間、物価については、図表3(6)の2月のユーロ圏のHICP総合が、前年比-0.3%と前月からマイナス幅が縮小している。これは、エネルギー価格の下落幅の縮小を映じたものである。また、民間の見通しでは、総合のマイナス幅が今後徐々に縮小し、年央頃にゼロ近傍に達し次第にプラスに転じていくとの見方が中心となってきている。

次に、図表4の中国経済である。(1)のとおり先般の全人代では予想どおり今年の成長率目標が7%前後とされた。固定資産投資の伸び率が控えめに抑えられた一方、財政赤字の達成目標が対GDP比2.3%と幾分緩和され、当局が積極的な財政政策で安定成長を確保する姿勢が示されたところである。一方、最近の景気指標は、(3)、(4)でお示したように、固定資産投資の減速、過剰生産業種の調整を映じて製造業を中心に勢いを欠いている。一方、(5)の輸出は、少なくとも1~2月までは増加を続けている。輸出受注PMIが昨年秋から緩やかな低下を続けていることと実際の輸出のデータとの整合性が気になるが、中国では春節のずれの影響なども大きいので、輸出が増加基調にあるとの判断は3月以降のデータを待ちたいと思っている。(6)にあるように、人民銀行は預金準備率引き下げに続いて、2月28日に25bpの利下げを実施した。実質金利の中立的な水準の維持を狙ったものとされているが、短期金融市場の金利は、春節前の季節性で上昇した後も低下してきていない。この背景としては、大型のIPOに関連した一時的な流動性凍結の影響がある、あるいは最近の資本収支の赤字傾向を映じて対ドルでの人民元安が進んでいることへの配慮など、色々な理由が取り沙汰されているが、まだ確たる理由ははっきりしていない。人民銀行の金融政策の運営方針についても、今後一層注意深くみていきたいと思っている。

図表5は中国を除く新興国経済であるが、アジアを中心に緩やかな回復を続ける国が多い。一方で、これも変わらない構図であるが、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。この間、原油安に伴うインフレ率の低下に伴って、多くの新興国経済で利

下げの動きがみられたことも、前回会合以降の大きな特徴の1つだと思っている。

図表6の欧州の金融市場についてであるが、先程の山岡金融市場局長からの説明と重複するので割愛する。前回会合以降、株価について米国と欧州でコントラストが目立ったが、もう1つコントラストが目立ったのが長期金利である。図表7(1)の原油価格で最近のボトムを示しているが、これと軌を一にするかたちで、(3)の米国長期金利が上昇基調にある。特に、5年債や10年債といった長めのゾーンの上昇が短いところよりも目立つことから、目先の利上げ観測の変化というよりも、長い目でみた成長懸念あるいはデフレ懸念が原油価格の底入れと同時に後退していることを映じているようにもみえる。こうした中でも、先程からの議論にもあったが、米国の金利に関する市場のコメントをみていると、欧州の長期金利低下に伴って押し下げ圧力がみられたというコメントもみられている。かなりの貯蓄がユーロ圏には溜まっているというのは先程白井委員からご指摘のあったとおりで、このようなものが、QEの開始で少し長い目でみてどの程度グローバルな search for yield に向かっていくのかが、1つの注目点だと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

アメリカについて2つ、ヨーロッパについて1つ、計3点質問がある。1点目は、図表1でグローバルの製造業PMIをみると、世界経済がソフトパッチから抜けた感じがあるという説明であるが、かなりの部分がアメリカの製造業PMIの影響ではないか。一方で、その後の資料でも出てくるがISMは相当下がってきている。この違いはどこから来るのか。もし、ISMの方が信頼性が高いとすると、グローバルPMIの結果もやや割引く必要があるのではないかとも思うが、どうか。

2点目もアメリカについてであるが、個人消費はやや弱く、期待はずれという指摘があるということだが、実際のところ、少し弱いという印象がある。原油価格が下落する中での2月の小売販売の弱さの背景は説明が難しいと思うし、個人消費統計の貯蓄率は12月、1月と僅か2か月の間に1%ポイントも上がっているということからすると、ガソリン価格の下落が貯蓄率で調整されてしまい、実質の消費にはあまり繋がっていないような印象がある。前回会合でも質問したが、ガソリン価格の下落や金融緩和の効果は、どちらかと言うと耐久消費財に出やすいにもかかわらず、耐久消費財が比較的弱く、自動車販売もずっとマイナスが続いている。一方で、サービス消費の方が比較的しっかりしており、これはオバマケア導入の影響も一部はあると思うが、このような強い追い風の中で従来と違って耐久財がそれほど強く出てこないのはなぜか。逆に言うと、足もとで非常に追い風となっているのは雇用情勢であるが、これが耐久財よりもサービス消費の方に出やすいような何かがあるのか、教えて欲しい。

最後に、欧州についてである。M3の伸び率は前年比+4%程度まで回復してきているが、一方で貸出の伸び率は依然としてマイナスで、両者のギャップが大きい——足もとだけではないが——という感じがある。これはどのような経済環境から来ているのか。例えば、企業の投資は依然として弱いので、その意味では貸出需要は依然として弱い一方、個人の所得環境は比較的良いので、個人の貯蓄が積み上がるかたちになっているというマクロの環境変化を映じているのか。また、銀行について言うと、負債サイドはマネーであるので結構増えてきている一方、資産サイドは貸出が増えていないが、それでは資産として何が aumentandoしているのか。準備預金でかなりの程度説明できるのか。あるいはそれ以外の資産で結構増えてきているものがバランスシートの資産サイドにあるのか。

長井国際局長

第1点目のPMIとISMの製造業の動きの方向が少し違うというところは確かに意識しており、今のところ、われわれの判断では、エネルギー、

シェール等の鉱工業関係の下落、あるいはドル高の影響で輸出や資本財受注が弱まっているといったことから、ISMの方がよりわれわれのイメージしているアメリカ経済の実態に近いと思っている。長い目でISMとPMIを比較してみたが、両者が乖離することは結構多く、どちらかがどちらかに先行しているという明確な関係はない。そういった意味では、冒頭でお話ししたグローバルの製造業PMIのソフトパッチを抜けた感じは、アメリカの実態が製造業PMIよりもISMに近いとすると、これほど明らかではない、もう少し緩やかな上向きの動きだと思っている。その意味ではご指摘のとおりであると思っている。

個人消費の1、2月の弱さについては、われわれも内部で議論している。名目の小売売上だけであれば物価下落という面があると思うが、実質でもこのように伸び悩んでおり、加えて、ご指摘のとおり2か月連続で貯蓄率が上がっているという事実もある。ミシガン大学指数のガソリン価格の予想のような統計をみていると、実際にガソリン価格が底入れし上昇に転じる前から、ガソリン価格が結構上がるのではないかという懸念が、サーベイの中で非常に上がってきており、その意味では、消費者も、ガソリン価格が下落した分を能天気全部使うというよりも、「一過性なのではないか」というような慎重な消費姿勢もあったのではないかと思っている。もしそれが正しければ、ガソリン価格が安定してきたところで、貯蓄率が上がって少し資金が出てきている分を使ってくる可能性もあるのだろうと思っているが、そこは注意深くみていきたいと思う。それから、貯まったお金をサービス——例えば、レストランなどの裁量的なところ——に使って、耐久財が伸びないのはなぜかということだが、1つは、金額面で耐久財という大きな金額の買い物をするほどお金が浮いているのかということ、先程申し上げたような先行きに対する慎重な姿勢も踏まえると、レストランなどのサービスの方が少額で使いやすいという面があると思う。内部で消費の推計をしてみると、マインド的なものが良くなると、低所得層の個人消費については、レストランなどの裁量的なところの支出の方を増やしがちな傾向もみてとれる。所得格差があり消費の分厚さがないと申し上げ

てきたが、その中でガソリン安というのは広く薄く配られた補助金のようなものである。低所得層のところも消費が少し動き始めたと申し上げたが、そのようなところは大きな金額の車などを買うよりも、取り敢えずレストランといったようなところに使うという行動パターンがみられているように思っている。

3点目の欧州の民間貸出についてであるが、木内委員ご指摘のとおり民間貸出の伸び率がマイナスの一方、M3が伸びている。これが全て中央銀行への積み上げかというのと、それ以前からM3も結構伸び始めているような気がする。国内の民間貸出プラス金融機関が持っている対外エクスポージャーがある程度伸びているということも背景にあると思うが、手許に数字がないので、データを確認してからご説明したい。

#### 白井委員

3点質問がある。1点目は図表2-1の米国の個人消費についてであるが、米国の家計債務の可処分所得比率は趨勢的に低下の方向で、上がっていく状況ではないと思う。従って、比率で見るとデレバレッジが進んでいるようにみえるが、もしかすると、家計は、グローバル危機前のようにどんどん借金をして消費するような体質ではなくなっている可能性があり、そういうことも消費の動きに影響している気がする。住宅価格は、対前年比で伸び率が下がってきているもののまだ結構高いが、世界金融危機前によく話題になったホームエクイティなどは今どうなっているのか。消費のパターンが変わってきている可能性があるので、何か考えがあれば教えて欲しい。

2点目は米国と英国の雇用に関してである。私は両国を注目しており、どちらも雇用の改善が目覚しく、成長率も急速に高まっている。両国の共通点は、雇用は拡大しているがそのわりに賃金の伸び率が低いという点であるが、大きく異なる1つの点は、英国の場合、ここ3~4年位労働参加率が急速に伸びているが、米国では上がっていない点である。ここはパズリングで、  
を訪問した際にある幹部と議論したが、その方の個人的

な見解によると、英国では10年、20年と海外移民を受け入れてきて、その時の被扶養者が成長し、どちらかと言うと低スキル労働者として労働市場に相当入ってきているという説明であった。このように、英米の違いは労働参加率であるが、英国では、労働参加率が伸びている中で、雇用が増え、失業率も下がっているので、労働需要が相当強いのだと思う。米国では、労働参加率が一定の中で雇用が拡大している。こうした中で賃金の伸び率の低さをどのように説明するかということに関し、今回欧州に出張して感じたところでは、英国では低スキル労働者の供給が相当増えているということと、理由ははっきりしないがどうもミスマッチが減っているということで、NAIRUを下げたようである。インフレーションレポートの2月号に出ているが、それによってスラックが大きくなったために、賃金の伸び率が緩やかになったと説明しているように見える。米国の場合、例えばサンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁は、ペントアップ賃金カットで説明しているが、しっくりこない。英国と米国でなぜこのようになっているのか。米国の労働参加率はなぜ改善しないのか、需要ドリブンの部分もかなりあると言われていたのに、改善の傾向がみられないところが不思議なので、もし何か分かればお願いします。

3点目は中国についてである。人民元は元安の方向で推移し、レンジの上限を少し超える位のところまで来ている。この背景として色々なことが言われているが、本来中国は対ドルでペッグする傾向があったが、その政策がどうも少し揺らいできている感じがする。インフレ率が下がっており景気も良くないので金融緩和をしたいということと、対ドルでペッグし資本流出を抑えたいという2つの動機の間で揺れており、市場がそこを読めず、最近では、居住者だけでなく非居住者も元高期待を持っていないらしいが、市場が当局のスタンス——金融政策の曖昧さ——をよく読み取れていないというようなことがあるのか。人民元安について、人民銀行はどのように考えているのか。人民元の自由化・国際化や金融の自由化を目指しているのに、それと逆行するような政策——人民元安を誘導するようなこと——を採ることはないと思うが、最近の政策は読みづらいので、もし何

か分かれば教えて欲しい。

長井国際局長

1点目の米国の個人消費であるが、債務は、マクロでみた場合もそうだが、低所得の人とか高所得の人、あるいは資産を沢山持っている人と持っていない人で、バランスシート調整の進捗の程度は違っていると思う。特に、金融資産を持っている高所得の人のバランスシートはかなりの程度改善しているが、そうでない家計はQEの恩恵が及びにくいところもある。一方、資産にまだ住宅が残っている低所得者の家計にとっても、白井委員ご指摘のとおり住宅価格が前年比ではゆるゆると上がってきているが、水準は危機前の水準からまだかなり下にあるので、その意味ではバランスシート調整の重石はまだ働いているのだろう。そのような中で、借入をしてまで消費をするということはなかなか難しく、それが、ガソリン安にもかかわらず消費にあと一歩勢いが出ない背景にあるのだろうと思っている。加えて、住宅市場も非常に弱い、人によっては、所得が伸び悩む中で債務を負う気がないという意味で、借金して耐久財を購入する気がないのと同じようなことが、住宅市場の弱さの背景にあるのではないかと考えている。その意味で、ご指摘のようなデレバレッジというか、レバレッジする気がない雰囲気というものが、米国経済の今後の勢いを考えるうえでの1つのポイントだろうと思っている。

2点目の英国と米国の労働市場に関し、労働参加率の違いがある中でなぜ賃金が上がってこないのかということであるが、今白井委員が列挙された論点もわれわれも見聞きしているが、決定的要因についてのコンセンサスはまだ得られていないと思っている。英国について白井委員が指摘されたものに1つ加えると、労働参加率が増えている中にself-employedの人が増えている。つまり、例えば、今までシティの銀行で働いていて失業したが、もう50代で一応コンサルタントと名乗って失業はしていないと言っているが仕事はない、というような人が就業者としてカウントされている。サービス化がかなり進んでいる英国で、ロンドンのシェアが大きい

ので、そういったことも労働参加率が結構高く、上昇している背景として追加できるのだらうと思う。海外移住者の子供が労働市場に入ってきたので労働参加率が上昇しているという点については、関連のデータをみたことがないので改めて確認させて頂きたい。米国については、白井委員がおっしゃったようなペントアップ賃金の話は、候補としては聞いているが、決定的な要因がないのが悩ましいところだらうと思っている。

最後に、人民元については、個人的にはジレンマに悩んでいるのだらうと思っている。バンドの上限に達してくると外貨準備が減っているようなことがみられており、これが純粹に逆介入によるものなのかどうなのか分からないが、明らかに為替の影響を受けているとみている。一方、金利を下げても本当に資金需要のあるところにお金が届かず生産性の低い国有企業ばかりに行ってしまうとか、あるいは副作用で株だけ上がってしまうなど、金利を下げることの刺激効果がみえにくい中で、結構効きやすいのは為替レートだと思っている。実効レートでみると、今までドルにペッグされてきたので歴史的にはかなり高い水準にあり、これをある程度減価させるのは、理屈上は説明できないことはないと思う。ただ、ご指摘のように、自由化の時に資金が流出してとまらなくなったらどうするのかというような懸念はいつも持っている。また、米国議会でも為替問題が意識される中で、一気に元安にするようなことはできないということで、金利を動かして元安の方に持っていく、あるいはレンジを広げるなど様々なことが議論されているが、その辺りは人民銀行と対話を重ねて、彼等の政策運営の考え方をもう少し探っていきたいと思っている。

#### 森本委員

中国では、基本的には構造調整と成長の両立を目指して7%前後を目標に色々手を打っていくと思うが、この1、2月の指標をみていると、工業生産などは図表4（4）にあるように、1、2月とも前年比+6.8%で少し落ちてきている。前から言われている李克強指数では、電力消費量は1～2月で+2.5%位の伸びであり、鉄道貨物も含めた物流はマイナスに

入ったままで、これから環境改善にも本格的に取り組み生産等にも影響が及んでいくというような状況である。このように、実態が少し弱いような気がするが、国際局としてその辺をどのような感じで見ているのか。

長井国際局長

言い訳がましく聞こえるかもしれないが、1、2月はどうしても春節の影響で実態がみえにくく、例えば、輸出1つを取ってみても、先程申し上げたように、本当にこの1、2月に出たのかよく分からないところがあり、PMIと合わないとか色々悩ましいところがある。それはさておき、森本委員ご指摘の李克強指数のような数字との関係では、中国の経済構造自身がサービス化というか、エネルギー的にもより効率的な方向に変わってきており、より低い電力の伸びや生産の伸びのもとでもある程度の雇用を創出できるような構造が徐々にできてきているために、GDPの伸び率が段々下がってきても、例の都市の雇用者数1,000万人以上を一応維持できているというような傾向があるのではないかと考えている。ただ、これは中期的な話であるが、そうは言っても足もとは弱過ぎるのではないかというのは森本委員ご指摘のとおりである。CPIこそまだプラスであるがPPIは3年連続でマイナスとなっており、過剰在庫の調整が急激に進んでいると思っている。この辺りが、7%の成長、あるいは1,000万人の雇用を脅かし、このペースでは危ないということになってくると、先程少し説明したような金融政策、あるいはより優先的には多分財政政策が出てきて下支えをすることになると思う。ただ、過去数年間を比べると、年初は非常に弱いスタートで何かがあって最後は数字を作るというパターンを繰り返してきているので、今回もそれであればそれで良いと思っているが、かなり心配する声もエコノミストの間では出ているので、この辺りは注意してみていきたいと思っている。

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11分でお願ひする。

(15時06分中断、15時11分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告(資料-4)

黒田議長

それでは、国内経済情勢の説明をお願ひする。

前田調査統計局長

資料-4(参考計表)に沿ってご説明する。2次QEが公表され、図表1(2)のとおり、10~12月は前期比+0.4%、年率+1.5%となり、1次QEの年率+2.2%から若干下振れたが3期振りのプラスとなった。下振れの背景は、寄与度をご覧頂いて分かるのとおり、民間在庫品増加、すなわち在庫投資が流通在庫あるいは仕掛品在庫を中心に下振れたことであり、最終需要が大きく下振れたということではないので、それほど悪い姿ではない。その中で、設備投資は、法人季報などを反映して若干ながら下振れた——寄与度で+0.0%から-0.0%へ下振れ——ところは、やや気になる。この点については、第1に、色々な駆け込み——建設機械の排ガス規制前の駆け込みやパソコンのOSのサポート切れ、あるいは消費税率引き上げ前の非課税業者の投資など——の反動が長引いたこともあると思うが、第2に、実勢として設備投資の回復がややもたつた可能性も考えられるところである。ただ、ここ数年のことだが、QE段階での設備投資の推計はどうやら過小に出やすい。これは、公共投資の推計との関係から出てくるからであり、後述のように、このところ月次指標がしっかりしてきており、投資環境も良好であることなども踏まえると、設備投資の緩やかな増加基調に特段の変調はないとみている。

続いて、図表5の輸出入である。1月の実質輸出は、10~12月対比+6.8%と大幅に増加している。輸入についても+3.3%と内需の持ち直しを反映して増加しているが、輸出の伸びに比べ低めである。このため、実

質貿易収支ははっきりと改善しており、名目についても、1月の貿易収支は若干の黒字となっている。黒字となったのは、単月では2011年9月以来である。この動きを反映して、1月の経常収支は1.06兆円、四半期換算で3.17兆円の黒字となっているが、1月の1.06兆円は震災があった2011年3月以来の黒字水準となっている。ただ、この背景は1月の輸出の大幅増であるが、今年の春節の時期が2月後半となったために、その前倒し出荷が影響しているとみられるのでやや出来過ぎで、2月の輸出は上・中旬の数字をみてもかなりの反動減になるとみておいた方が良いでしょう。

図表7の地域別の輸出をみると、四半期あるいは1月も同様の傾向だが、中国や韓国、台湾、香港、シンガポールといったNIEsは春節の影響を受けやすいということで、極めて高い伸びとなっている。ただし、春節の影響を受けない米国もしっかりしており、これまでどちらかと言うと弱かったEU、ASEAN辺りも、どうやら景気が少し上向いてきたのではないかと思うが、持ち直しの動きがみられ始めているということである。このため、輸出は、春節要因を除いても持ち直しが次第に明確になりつつあると考えられるし、今後も、当然振れはあると思うが、緩やかな増加傾向をたどるとみて良いと思っている。

続いて、国内需要である。図表12の法人季報の売上高経常利益率をみると、10～12月は全産業・全規模で5.25%と一段と上昇しており、既往ピークであった昨年1～3月を更新した。セクター別には、円安の恩恵を受ける製造業・大企業が8.89%と大幅に上昇している。一方、図表13(3)、(4)の非製造業は、中堅中小は振れていて読みづらいが均してみると、そして非製造業・大企業もご覧頂くと分かる通り、消費税率引き上げ後は経常利益の増加が少しもたついていると思う。これは、消費のもたつきなどを反映したものと思う。

次に、秋以降少し緩んでいた企業マインドは、図表14(5)の帝国データバンクの景気動向調査——比較的企業数が多く、1万社を超える——にみられるように、どうやら一頃慎重化していた中小企業も含めて、持ち直

しつつあると思う。＜参考＞の景気ウォッチャー調査は、当月は季節調整値も載せているが、現状、先行きとも持ち直しが明確になっている。景気ウォッチャー調査のコメント等を見ると、ガソリン安、訪日外国人の増加、あるいは賃上げ期待などをプラス材料として指摘する声が増えているようである。

そのもとでの設備投資は、図表 16 の法人季報の設備投資をみると、製造業では大企業を中心に設備投資の増加傾向が維持されていることが分かると思う一方、非製造業については、10～12 月までのところ、先程の利益のところでもそうであったが、若干もたついている感じが出ていると思う。この辺りは、消費税率引き上げ後の消費の鈍さ、あるいは夏場以降のマインドの慎重化などが影響している可能性が窺われるところである。一方、月次指標をみると、図表 17（1）の資本財出荷あるいは資本財総供給は、10～12 月辺りからしっかりしているが、1 月の数字はより一段と持ち直しが明確になってきている。図表 18（2）の先行指標の建築着工床面積については、ボトルネックの影響もあってか横ばい圏内の動きにとどまっているが、（1）の機械受注は、当然単月の振れはあるが持ち直し傾向が続いている。今後、景気全体の足取りがしっかりして企業収益もかなり良いということでもあり、さらにマインドについても持ち直しの動きがみられることなどを踏まえると、設備投資が緩やかな増加基調を続けるという蓋然性は、少しずつ高まりつつあるのではないかと考えているところである。

これとも関連するが、年に 1 度行われる企業の中長期の成長期待等を示した図表 19 の企業行動に関するアンケート調査では、（1）、（2）で実質、名目の日本経済の成長率の見通しは、今年度上期が成長率としてはかなりマイナスとなったにもかかわらず昨年とあまり変わっておらず、それなりにしっかりした成長期待が維持されており、（3）の設備投資、（4）の雇用についても同様の傾向が窺われる。企業の成長期待については、変調はみられないということかと思う。

次に、図表 20 の個人消費だが、結論からいうと、色々な統計をみても

1月はあまり冴えなかった。家計調査の消費水準指数（実質・除く住居等）は、1月の10～12月対比は-0.5%、商業動態統計の小売業販売額は-1.5%となっている。恐らくは、昨年秋以降の消費者マインドの慎重化、あるいは1月はコート等重衣料が売れる月ではあるが、前年の駆け込みの反動が影響している可能性が考えられる。図表21（3）のGDPの作成方法に沿った消費総合指数やわれわれが推計している消費包括指数も、1月は消費包括指数が若干のプラス、消費総合指数はその後出ているが若干のマイナスと横ばい圏内であり、1月は冴えなかったということだと思ふ。

2月の消費者コンフィデンス関連指数をみると、まず、図表24<参考>の景気ウォッチャー調査の家計動向関連では、1月までは家計動向関連の数字は比較的鈍かったが、2月はかなりはっきりと改善している。（1）の消費者態度指数等については、2月分の数字が出ている。本日2時に発表された生活不安度指数は若干悪化した。消費者心理には、まだ慎重さが残っているということではあるが、より回答者数の多い消費者態度指数は、2月ははっきりと改善している。数字を申し上げると、1月の39.1から2月は40.7となり、8月が41.5で直近のピークで、それにかかなり近い水準に持ち直してきている。消費関連企業に聞いたところでは、2月は百貨店では売上がかなりはっきり増えたということである。これは、春節関連で中国人向けなど訪日外国人向けの売上が増えただけでなく、日本人の消費も持ち直した模様であるということである。また、スーパーからも多少良くなったといった声が聞かれており、これまで鈍かった地方でも、恐らくはガソリン安の影響からか郊外店の客足に動意がみられるといった指摘が聞かれている。今後の消費については、なお不確実性はあるが、ベアはどうやら昨年より上積みされる方向だと思うし、原油安に伴う物価の落ち着きと相俟って実質所得は明確にプラスになるとみられるほか、株高の下支えも期待できるところである。このため、個人消費が底堅く推移する蓋然性も次第に高まりつつあるのではないかと感じている。

次に、図表27の鉱工業生産は、1月の確報が出て、生産の前月比で

+4.0%とあるところが+3.7%、出荷の+5.8%が+5.6%、在庫の-0.6%が-0.4%と若干修正されているが、生産、出荷はかなり高い伸び、在庫は2か月連続で減少という姿に変わりはない。ただ、先程輸出のところで申し上げたとおり、生産、出荷の増加には中国等での春節前の前倒しが影響しているということもあり、2月、3月の予測指数がどんどん増えていくことにもなっていないので、生産は、先月の「持ち直している」という判断を変える必要はないと考えている。第3次産業活動指数の数字を申し上げておくと、7～9月の前期比+0.4%の後、10～12月は+0.6%が+0.7%に変わっており、さらに1月の10～12月対比は+1.4%と伸びが高まっている。中身は、卸売、運輸、企業向けサービスといったところであり、企業活動の持ち直しが明確になりつつあるように窺われる。

続いて雇用である。図表31をご覧頂くと、基本的に着実な改善傾向に変化はないと思う。毎月勤労統計の名目賃金が1月に前年比+1.3%と結構強い数字、特に所定内給与が+0.8%と強めの数字であるが、まだ速報段階で、今回30人以上のサンプル替えが3年振りに行われるので、確報をみてからでないといけないと思う。ただ、所定外給与が前年比+2.6%となっており、一頃鈍化していたが再び増加の兆しがみられている。これは、経済活動の持ち直しを示唆している可能性があると思う。賃金という点では、現在春闘に関する様々な報道があり、報道されているところからどのように感じているかを申し上げますと、自動車、電機のベアについては、期待していたより若干慎重な感じもしないではないが、昨年よりもベアが上積みされる方向性は確かなものになりつつあると考えて良いと思う。また、私自身、大手製造業の経営者の方々と話すと、今年は人手不足に悩む系列会社、下請け等に対して購入価格の設定を通じて還元して、その賃上げに貢献したいといった、去年は聞かれなかったような声が聞かれるところである。さらに、連合の集計に反映されるものではないが、大手行のベアは高めと報道されている。いずれにせよ、まずは来週18日の集中回答や、その数日後に出るとみられる連合の集計値をみる必要があると思うが、最終的には中小を含めた賃金はどうなるか、マクロの統計を待つ必要がある

るので、多少時間をかけて丁寧にみていきたいと考えている。

次に、物価動向である。図表 37 の国内企業物価の3か月前対比は、2月が-1.9%と1月と同程度のマイナスとなっている。ただ、前月比は0.0%と横ばいで、原油価格の下げ止まりを反映したかたちとなっている。こうした傾向は当面続くため、3月以降、3か月前比でもマイナス幅は縮小するとみている。図表 43 の消費者物価をご覧頂くと、総合除く生鮮は1月+0.2%と、12月の+0.5%からプラス幅を縮小している。内訳をみると、石油製品のマイナス寄与が-0.5%ポイントと拡大したことが主因である。2月はこのマイナス寄与がさらに拡大するので、総合除く生鮮は恐らくは+0.1%ないしは0.0%まで縮小するとみている。一方、図表 44 (2) の上昇・下落品目比率をみると、1月は上昇超幅が幾分拡大しており、多くの品目が値上がりしている模様である。今後、春以降こうした傾向が次第にはっきりしていくとみているので、年央にかけてはエネルギー価格の低下とそれ以外の上昇が概ね相殺し合って、0%程度、どちらかといえば若干のプラスで推移すると、現時点では予想している。

以上を簡単にまとめると、景気は緩やかな回復基調を続けており、秋口以降慎重化していた企業や家計のマインドにも持ち直しの動きがみられるところである。需要別にみると、足もとでは、輸出が引っ張る外需主導にみえなくはないが、むしろ弱めの動きが長引いた輸出が漸くしっかりしてきたということだろうと思う。一方で、内需は、秋口以降やや鈍かった個人消費も2月には明るい動きが出ているという声が多いと申し上げたが、設備投資についても、多少もたついていた可能性はあるが、良好な企業収益や企業のリスクテイクの動きなどから、緩やかな増加基調は崩れていないとみている。従って、基本的には、内外需のバランスが取れたかたちでの景気回復の姿とみて良いと思う。こうした経済動向は、反動減の一巡といった循環的な要因に加え、原油安、円安、株高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る。ベアについても、昨年対比で上積みの方角性が確かなものになりつつあることを踏まえると、今後景気の足取りがさらにしっかりしていく蓋然性は高まりつつあるとみている。消費

者物価の前年比については、当面0%程度、どちらかといえば若干のプラスで推移するとみているが、原油価格によって上下双方向に振れ得るほか、サービス関連を中心とした新年度入り後の価格設定についてもなお不確実性があるので、その展開について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。

宮尾委員

輸出・生産周りの1月のハードデータについては、春節の要因も若干あるので割り引かなければならないという説明であった。それに関連して、製造業の稼働率も1月のハードデータはわりと良く、季節調整済で105.5と非常に上がっていたが、これも同じように割り引いて考えるべきなのか。それとも、これは素直に設備投資へのプラス材料と考えて良いのか。

前田調査統計局長

稼働率が上がったのは主に生産が上がったことによるが、生産を多少割り引いて考える必要があるので、当然稼働率についても割り引いて考える必要があるということになると思う。また、確か、生産については、リーマン・ショック後の落ち込みの季節調整についてダミー処理を実施しているが、稼働率についてはまだ行われていなかったように思うので、足もと少し高めに出る傾向があるのではないかと思う。そのように申し上げたうえで、稼働率が高くなっている理由は、生産が傾向的に上がってきたこと、電機中心に生産能力が少し下がってきたことの両面があるが、逆に言うと、これまで設備投資を抑制して生産能力を抑制してきたので、ここまで稼働率が上がってくると、当然ながら今後の設備投資にとっては、傾向的には前向きな力になっていくということも言えると思う。

木内委員

GDPの設備投資については、説明のとおり、2次速報で小幅だがマイナスとなり、依然としてマイナスが続いている点には若干違和感もある。特に、GDPの2次速報では、設備投資は供給サイドの統計と需要サイドの統計の双方から推計されるが、その推計値は供給サイドの統計と比べると著しく弱く、需要サイドの統計と比べても弱いというところに、やや違和感がある。これについては、恐らく建設投資やソフトウェアなどが原因で、加えてGDP統計自体の問題点というか、精度の問題もあるという説明で、それはそのように了解したが、一方、月次指標でも、機械受注のコアと資本財総供給の乖離は依然として大きい感じがする。1月の機械受注は、表面的には事前予想よりもマイナス幅は小さかったが、石油・石炭業での大型案件の影響もあり、これを除くと1～3月にかけてはまだ横ばい程度でしかなく、資本財総供給の動きと比べるとかなり乖離が大きい感じがする。この資本財総供給の数字については、生産、出荷の統計と輸出の統計を合わせて内需向けと外需向けに振り分けているが、ここの振り分けは本当に正確なのか若干疑問がある。資本財総供給統計について、精度面で何か問題がないのかどうか教えて欲しい。

2点目の質問はベアについてである。ベアの振れは物価にどの程度の影響があるのか。例えば、春闘のベアが想定よりも0.5%ポイント程度低いとすると、今年度のCPIコアにはどの程度の下方のぶれが起り得るのか、教えて欲しい。

前田調査統計局長

1点目は、資本財総供給と機械受注にずれがあり、資本財総供給統計にも問題があるのではないかという質問だと思うが、当然資本財総供給にも若干の問題はあるとは思いますが、ただ、コンセプトとしては作り方は間違っていないと思う。輸出を引いて輸入を足すが、必ずしも設備投資に使われる財かどうか分からない部分があり、確か、資本財総供給の季節調整についてリーマン・ショックの調整が十分に行われていなかったと思うので、足

もと若干強めに過ぎている可能性がある。ただ、機械受注との乖離があるとはいえ、図表 17、18 をご覧頂くと両者は似たような動きともみえなくもない。また、機械受注については、以前から申しあげているとおり、受注残がかなり積み上がっているのので、受注がそれほど増えなくても販売、出荷は増えているという面があると思う。そして、今日は詳しく説明しなかったが、輸入をみても資本財の輸入が結構増えているので、設備投資は増えているということで良いと思う。また、資本財総供給、資本財出荷には、公共事業等に用いられるものも当然入っているが、その部分が押しあげている面もあると思う。

2 点目のベアの振れと物価の関係については、ベアが 0.5%ポイント違った場合——下振れているかどうかは別にして——、物価がそれと同じだけ下振れるというようなものではないと思う。長い目でみると、ベアの動向と時間当たり賃金にそれなりに正の関係があり、時間当たり賃金と消費者物価の動向にそれなりの関係があるので、1対1でどうなるという話ではないと思う。いずれにせよ、まずベアがどうなるかとともに、先程申しあげたように、賃金全体がどうなるか、そして4月以降の消費者物価の基調的な動きはどうなるかといった辺りを、全体的にみていく必要があると思っている。

石田委員

大企業製造業だと思うが、下請けにある程度の賃上げ余力が出るように価格を調整しているという話があったが、報道によると、そのような先でも、従来毎年カットしていたところをカットしないというような話である。その場合、インプットのコストは上がっているのので、ある程度原資が出るためにはどの程度手加減をすればよいのだろうか。やらないところも沢山あるので、難しいとは思いますがどうか。

前田調査統計局長

私もこれについては話は聞いているが正確な情報は掴めていないが、例

えば、大手自動車会社で言われているのは、工賃についてである。いわばインプットのコストのところは除外して考えており、純粹の工賃について、当然生産性が上がるから毎年その分を削れと言っていたところを言わないようにするようである。

石田委員

生産性が上がれば、苦労はないのだが。

前田調査統計局長

生産性が上がるという前提で値下げするという傾向が、リーマン・ショック後続いてきたようであるが、そこは生産性が上がっても値下げしなくても良いということのようである。別の自動車会社から聞いたところでは、通常は、当初の計画どおり売れなかった時に設備投資などをした場合、「それは自己責任である」と言っていた部分を、「少し面倒みようか」といったかたちで、少し緩んできている感じである。ただし、全然緩んでいない自動車会社もあるようである。一方、自動車会社以外からは、協力会社、下請けの事業が成り立たないと自分達にも跳ね返ってくるので、自分達の将来の事業を考えても、ある程度面倒をみていかないと回らないという部分もあるので、多少は上げていくというような話も、別途聞いている。

白井委員

3点ある。1点目は、企業マインドについてであるが、先程、企業のマインドが中小企業も含めて良くなっているという説明であった。そうだと思うが、法人企業景気予測調査をみると、企業の景況感を示すBSIは、全規模全業種で10～12月から現状の1～3月にかけて全体的に下がっている。中身をみると、大企業の場合は素材メーカーが悪いようだが、中小企業もかなり悪く、その後上がっていくようになっている。そこは、足もとの生産の強さや交易条件の改善と合わない気がするが、その点どのよう

にみているのか。それから、同じ調査で国内景況に関しては、10～12月から1～3月にかけて全体的に上がっているが、そことも合わない。企業の景況感だけが落ちているのが少し不思議に思うので、何か事情が分かれば教えて欲しい。

2点目は、GDPの1次推計、2次推計では、民間の設備投資は低く出やすく、最終集計値では恐らく大きく出るだろうという説明だったと思うが、その背景には、公共投資の推計の問題があって、1次推計、2次推計では出来高のデータを使っており、そのデータが正しくない場合があると聞いている。要するに、執行しないものも入っているらしいが、どうしてそのようになるのか、分かれば教えて欲しい。2013年度以降に建設業界で人手不足が大きくなり、なかなか執行ができないという状況が増えたと思うが、そのような問題は2013年度以降の問題と考えて良いのか。

3点目は輸出についてである。輸出が非常に良くなっているのは良かったと思っているが、主要国と世界の輸出ボリュームと輸入ボリュームを出しているオランダのシンクタンクのデータをみると、わが国の輸出ボリュームは12月辺りまでが非常に伸びている。日本だけが突出して伸びている。世界の輸出の伸び率に比べても、新興諸国の輸出の伸び率に比べても、突出して高い。そのこと自体は非常に良いことだと思うが、この資料の輸出ボリュームのデータとは、理由はよく分からないが、若干違うと思う。1月は恐らく春節で強く出過ぎているところがあると思うが、12月もそのような問題があるのか。あるいは、円安の効果もあって日本の輸出が非常に伸びているという状況なのか。同じデータで世界の輸入ボリュームをみると、アメリカだけ突出して大きい。10%程度増加しているので、アメリカの輸入増がわが国の輸出を牽引しているようにも思える。その持続性については、私自身、これから考えたいと思うが、このシンクタンクのデータで12月辺り、年末にかけて急激に伸びていることの原因が分かれば教えて欲しい。

## 前田調査統計局長

1 番目のご指摘については、正直われわれもなぜ景気予測調査が弱いのかは今一つよく分からない。ただ、月次調査でここに来て少し持ち直しの感じが出ていると申し上げたが、12 月辺りがボトムで1月、2月が良いということである。景気予測調査は3か月ごとの調査で、3か月前と比べてどうかということであるが、調査時点が2年半ばとなっているので、3か月前と比べてそこまで良くないということで、調査時点の違いに起因するものではないかと思っている。

2 点目については、GDPの速報段階での公共投資の推計については白井委員がおっしゃったとおり出来高を使っているが、受注があつて——受注でも色々な公共事業の内容があるが——、機械的に、この公共事業は何か月で終わる、あるいは1年かかるということで進捗展開をし、それによって推計していくことになっている。これは、実際に工事が進んでいようと進んでなかろうと機械的に計算するので、2012、2013 年頃からだと思うが、機械的な計算では進んだことになるが、決算をベースにした確報ベースでは公共事業が下方修正されている。そして、その分設備投資が上がるということが起きてきているので、恐らく足もともそのようなことが起きていないかと推測している。

3 点目の輸出については、ご案内のとおり、日本の貿易シェアはリーマン・ショック後かなり低下してきた。円高の影響、あるいは震災の影響もあったかもしれないが、これが昨年半ば頃から底を打ち始めている。まだ半年程度の回復なので、その確たる背景が分かっている訳ではないが、1 つは、日本が得意とするのは資本財で、どうやらアメリカ等で設備投資の回復がみられ始め日本の資本財輸出が増えているということがあると思う。2 つ目に、資本財も含めてであるが、円安により価格競争力が回復しているということも、1 つの背景になっているのではないかと考えている。後者については、情報関連の企業からも、「ここまで円安になると、韓国メーカー等とも競合していける」といったような声が聞かれているので、こうした面も何がしかのシェアの回復に寄与している可能性があると考え

えている。

#### 佐藤委員

鋁工業生産について伺いたい。調査統計局のヒアリング結果をみると、1～3月期は前期比+2%程度の伸び、4～6月期は減速して+0.4%、0%前半の伸びになっている。前回のヒアリング調査結果と比べると、1～3月期は上方修正、4～6月期は下方修正となっているが、これが何を意味するのか少し気になっている。単に、1～3月期の春節前の駆け込み増産の反動とみて良いのかどうか、あるいはちょっとした在庫サイクルで調整のタイミングに当たっているのかというところである。なぜこのようなことを質問するかというと、景気ウォッチャー調査のウォッチャーのコメント——北関東の某ウォッチャーのコメントだが——をみていると、例えば、電気機械器具で、製品が売れずに在庫を積み増しているのが年度末から4、5月にかけて生産調整しているという話がちらほら出ており、生産量が落ちるのではないかという懸念をしている。こういう話と調査統計局のサーベイの結果が妙に符合するのでちょっと気になっているのだが、その辺りの感触を教えて欲しい。

#### 前田調査統計局長

私どもの生産ヒアリングでは、1～3月が少し上振れて、4～6月は、水準は変わらずに前期比で少し下振れているが、これは1～3月が思ったよりも少し強いことの反動と考えている。ただ、電子部品・デバイスなどでは、足もと思っていたよりもかなり強いが、中国系のスマホ向けの一部で増勢が若干鈍化しているというような話もなくもないので、そこは気にしてみたいと思う。また、まだ十分に織り込めている訳ではないが、軽自動車今年度後半かなり強かったが、4月に軽自動車の税金が上がることでどの程度の反動減になるか分からないが、この辺りも注意してみたいと思っている。ただし、先程も申し上げたように、輸出はどうかやから増えていきそうだ、設備投資も大丈夫だろうということからすると、四

半期の振れはあるかもしれないし、ここから生産がまた在庫調整局面に入ってしまうというような話は、極く限定的にはあるかもしれないが、傾向としてみれば、生産の増加基調が大きく崩れるとみなくても良いと、現時点では思っている。

#### 4. 金融環境等に関する報告(資料-5、7)

黒田議長

それでは金融環境に移りたい。

内田企画局長

資料-5(参考計表)に沿ってご説明する。まず、図表1のインフレ予想であるが、(2)消費動向調査が資料作成後に2月が公表となり、「上昇する」はほとんど変わらず、一方、加重平均は3.01%から2.85%と若干低下している。先程、消費者マインドに関して前田調査統計局長から説明があったが、ガソリン価格の下落がこのようなところの物価観にも多少影響しているのではないかと思われる。図表3のESPフォーキャストでは、2015年度がまた0.2%ポイント程度下がり0.43%となっている。一方で、2016年度はほとんど変わらずであった。2015年度は原油価格下落の織り込みがなかなか進んでいなかったが、これで大体織り込まれたのではないかという水準である。2014年10月調査時点で1.18%であったものが2015年3月調査では0.43%と、0.7~0.8%ポイント下落しており、われわれの10月からの見通しの変化と大体似たり寄ったりで、これでほぼ織り込まれたのではないかという感じを持っている。図表4は市場のインフレ予想であるが、(1)のQUICKのサーベイでは、消費税の影響を除くと各年限ともほぼ横ばいで、動きなしとご理解頂ければと思う。一方、(3)のBEIは少しピックアップして、先週金曜日の段階で1.01%と1%を若干超える水準になっている。10月31日の追加緩和の前日が1.07%であったので、行って来いで漸く元に戻ったという感じである。因みに、前回会合以降の流れとしては、日本が0.1%ポイント程度、欧州が0.2%ポ

イント程度上昇しており、米英はほぼ横ばいであった。

図表7の金利については、貸出約定平均金利の大きな傾向は変わっていない。例えば、長期の新規実行分は、2014年12月の0.875%が2015年1月に0.972%と少し戻っているが、これは12月が既往ボトムであったので引き続き低下傾向の中で若干行ったり来たりしているという程度だと思う。CPの発行レートは、0.11%で変わっていない。一方、社債の方はベースレートを反映して、12月0.44%、1月は下がって0.28%、2月にはまた少し上がって0.36%と、基本的にはベースレートの動きが影響していると思われる。図表10は、法人季報のROAと平均支払金利の差でみた金融緩和度合いであるが、ROAが若干上がり、支払金利が若干下がっているため、その差はさらに広がっている。4期前の駆け込みがあったところの方が差が大きいので今はボトムということではないが、実勢としてはほぼボトムと考えて頂いて良いと思う。企業の直面する金融環境は極めて緩いということだと思われる。

図表11のボリュームについては、民間部門総資金調達は1月の+1.1%から2月も+1.1%と変わらなかった。民間銀行貸出の銀行計も+2.6%から+2.6%と変わらずであった。細かく申し上げると、都銀が+1.4%から+1.3%に下がる一方、地銀が2014年12月+3.7%、2015年1月+3.8%、2月+3.9%とわりとしっかりしているところが特徴である。CPと併せてみて頂いても、都銀の振れは、年末にかけて決賞資金が出てそれが落ちているということだろうと思われる。一方、地方銀行は比較的しっかりしていると思う。公募社債はあまり変わらないが、転換社債と株式調達額で小さい数字となっているが、3月はパイプラインにかなりの金額が入っているので、これは一時的な現象で、問題があるとは思っていない。図表18の倒産件数は、引き続き低く、2月は600件台となった。図表19のマネーストックは、M2が+3.5%と3%台半ばの伸びで、これまでと変わっていない。この資料は以上である。

次に、資料-7をご覧頂きたい。成長基盤強化支援のための資金供給の方は、本則で6,463億円の貸付実行となった。この結果、残高は4兆5,000

億円強となっている。悪い条件が幾つかあったわりには出たという感じである。悪い条件の1つとしては、この申込みを受け付けた時点が金利のほぼボトムであり、4年物がほぼゼロ、若干のマイナスであった。もう1つは、この時点ではわれわれの制度の拡充がまだ適用になっていない、具体的には、10~12月をベースに貸出が行われているので、1兆円の上限に近づいていた先がやや慎重に対応したようである。

3頁は貸出増加支援のための資金供給であるが、こちらは4.4兆円と比較的出ている。申込み日が2月20日であったが、その時は4年物の金利が0.08%と戻っていたので比較的順調に出ている。2015年3月実施分は、大手行で3.6兆円、地域金融機関等で7,000億円であった。大手行の利用率は、ここでは88%程度であるが、うち1行が、担保の制約から利用額と同額の旧制度分の期落ちをさせている。残高を増やさなかったということである。このことを勘案すると利用率はもう少し低くなる。地域金融機関の利用率は大分下がっており、13%である。さすがに資金余剰感が強いということかと思う。この結果、(参考)にあるように、残高は22.3兆円となった。今回延長を決める前の最終回は次回となるが、昨年延長を決めた段階で試算として30兆円程度という見出しを出しているが、あと8兆円も出る感じはないので、恐らく未達になる可能性が高い。何が起きているかという、先程の資料でご説明したとおり貸出の伸び自体はほぼ想定どおりに来ているので、専ら利用率の要因であり、元々大手行は100%と考えていたが、先程申し上げたようなことも含めると80%程度にとどまっている。地銀は30%で計算していたが、20%強にとどまっている。全体として資金余剰感がある中で、担保制約や金利観、さらにはこの後レバレッジ規制をどのように考えるかなど、個別行の問題ではあるがそういったことが今後の利用に影響してくると思う。もっとも、元々この制度で資金を供給したいというよりは、これによって貸出を伸ばしてもらいたいと始めた制度であるので、その意味では目的は達成しているのではないかと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

金融環境のところで3点質問がある。1つ目は、図表4のインフレ予想であるが、従来、新物価連動国債のBEIとインフレーション・スワップ・レートとの5年物や5年先5年は、水準も動きも比較的かなり近かったとの印象があるが、年末年始辺りから結構ずれてきた感じがある。特に、足もとでは、新物価連動国債は結構上がっているが、インフレーション・スワップ・レートはそれほど上がっていない。従来かなり一致していた動きが足もとで結構ずれてきていること背景としては、どのようなことが考えられるのか、教えて欲しい。

2点目は、図表11の社債の発行についてである。年明け後も長期の社債の発行が落ちずに増えており、昨年と同じ時期よりも年限がやや長めと言われている。1月、2月は国債市場が結構動揺したが、この国債市場の動揺は社債の発行にどのように効いたのだろうか。数字上あまり悪い方向には効いていないはずであるが、それは比較的短期間で終わったからなのか。それとも、国債の金利が上がったことによって、長期の社債の金利もやや高めに出るようになり、逆にむしろ発行しやすくなったというような面もあったのか。

3点目は、中小企業の資金繰りについてである。図表16、図表17の日本公庫と商工中金の中小企業の数字で——以前にも質問したことがあるかもしれないが——、ちょっと動きがずれている感じがある。日本公庫の方は緩やかに持ち直してきているが、商工中金の中小企業の資金繰り判断は緩やかに落ちてきており、逆の方向を向いている。(注)には、サンプルとなる中小企業については概ね同じような規模だとあるので、そうだとするとサンプルの問題はあまりないように思うが、その中で方向がずれているというのは、質問の仕方の違いなのか。日本公庫の方は「余裕」－「窮屈」と水準で聞き、商工中金の方は「好転」－「悪化」と変化で聞いてい

ることの影響がこのような違いとして出ているのか、あるいはもっと違う要因なのか、教えて欲しい。

内田企画局長

1点目については、インフレーション・スワップ・レートはある種集計値であるので、実際に取引があったかどうかという問題がある。インフレーション・スワップは、取引されているであろう個社のデータとこの資料のデータで結構ずれることがあるので、報告はしているが実際には取引を行っていないということがあり、こうしたことが影響している可能性が高いと思う。B E Iは取引があるので動くが、インフレーション・スワップ・レートは取引がないものもそのまま報告されており、そういうものが集計に入っている可能性が若干あるのではないかと思っている。それが極端に出ていたのが実は2年物であり、あまりにも使えないので今回1年物にしているが、多少そういった面があるかと思う。

2点目の社債については、木内委員がおっしゃったようなことだと思う。この間、金利のベースレートは1月に下がって2月に上がったが、極く一部に、ボラティリティが高いので条件あるいはタイミングを見極めたいという動きがあるという話も聞かれなくはないが、大勢ではないと思う。レートは極めて低いので、出来上がりのレートとしてはそこそこ満足しているところが多いと聞いている。因みに、ご存知のとおり大手の電機会社が起債しているということもあるので、社債に関しては特に状況が変わっているということではないと思う。

最後の点は、おっしゃったようなことが若干効いているかもしれないが、正直申し上げて、われわれは図表17の足もとのところの動きはどちらもほぼ横ばい程度とみている。以前をみて頂いても結構ずれることがあるので、意味のある乖離かどうかについては、今のところはそれほど意味のある乖離ではないのではないかと判断している。恐らくおっしゃったようなことが若干効いている可能性が高いのだろうと思う。

## 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」に沿ってご説明する。今回は、実体経済については、現状、先行きともに変更はない。物価については、まず現状パートで国内企業物価のところ、「国際商品市況の大幅な下落を反映して」の前に「これまでの」を付けている。形式的な変更には過ぎないが、足もとの商品市況は下げ止まりないし反発しているので、このようにした。また、消費者物価（除く生鮮食品）の現状の表現については、1月のコア前年比が+0.2%になったので、今は「0%台前半となっている」と、前月の「0%台半ばとなっている」から変更している。物価の先行きパートでは、国内企業物価の先行きの表現を「当面下落幅を縮小していくとみられる」としている。前月は「当面下落を続けるとみられる」であった。これは、国内企業物価の3か月前比でみたマイナス幅が、商品市況の下げ止まりを反映して翌月以降縮小していくことを見込んだ変更である。消費者物価の先行きについては、先程の前田調査統計局長の説明どおり2月の前年比は0%または0.1%程度と見込まれるので、前月の「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」から、今は「エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移するとみられる」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」という判断を据え置いている。個別項目についても、判断の実質的な変更はない。

マネタリーベースについては、前年比の伸び率がたまたま計算上縮小しているので、前月の「3割台後半の伸び」を今は「3割台半ばの伸び」

としている。次のパラグラフは主として企業金融に関するものだが、変更はない。ポイントをまとめると、銀行貸出は「2%台半ば」の緩やかな増加を続けており、CP・社債は「良好な発行環境」が続くもとで、発行残高は小幅ながら、「前年比は、マイナスとなっている」としている。そうしたもとで、マネーストックの前年比は、「3%台半ばの伸び」を続けていているとしている。

最後に、市況面であるが、ターム物金利は、ターム物、とりわけ短国レートは引き続きゼロないし小幅のマイナスで推移しており、「横ばい圏内の動き」ということである。その他については、2月18日の前回会合終了時点は、10年債利回りで0.41%、日経平均株価が18,100円台、ドル/円レートが119円10銭台であった。その後の動きをみると、長期金利は大体0.33%~0.46%位の比較的広いレンジで推移したが、足もとの0.42%という水準は前回対比ほぼ同水準である。株価は、前回対比ではかなり大幅に上昇している。3月12日以降は2000年4月以来となる19,000円台で推移しているところである。為替相場も、米国の利上げ観測が意識されるもとでドル高基調で推移しており、前回対比2円を上回る円安になっているので、「円の対ドル相場は下落」としている。いずれの項目についても、明日の会合終了時点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

ご質問があればどうぞ。

木内委員

物価の記述に関して1点、質問というか感想がある。物価のパートでは、国内企業物価と消費者物価を並列して記述しており、国内企業物価については「国際商品市況の動きを反映して」、消費者物価については「エネルギー価格下落の影響から」としている。国際商品市況もエネルギー価格もそれほど違った動きをしている訳ではないので、概ね同じものだと思うが、

一方で先行きについては、国内企業物価は「国際商品市況の動きを反映して、当面下落幅を縮小していく」と、国際商品市況が主に原油を中心にやや下げ止まって上がってきていることで、下落幅が小さくなってきていると説明している一方、消費者物価については、「エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する」と、現状が0%台前半なので、むしろ少し上昇幅が小さくなると言っている。同じような国際商品市況のエネルギー価格を理由にしながら、方向が少し違うような印象があり、少し違和感がある。勿論、国内企業物価と消費者物価では、エネルギー価格の影響が表れてくるまでのずれや、3か月前比でみているのと前年比でみているのとで違いがあるので、このようなかたちになるのだろうが、消費者物価について国内企業物価の表現に合わせ、例えば、「これまでのエネルギー価格下落の影響から」などと、少し工夫する余地があるのではないか。

亀田調査統計局経済調査課長

消費者物価の説明で言うエネルギー価格は、原油市況のような国際商品市況そのものというよりは、C P Iの中のエネルギー価格をイメージしており、C P Iの中のガソリン、電気代辺りを考えてエネルギー価格としている。国際商品市況とエネルギー価格の動きの背景は同じであるが、エネルギー価格と言った場合にはC P Iの項目としてのエネルギー価格を考えているので、その意味では、足もとの商品市況が若干反発してきても、消費者物価の方は燃料費調整制度のラグも含めてエネルギー価格はまだ下押しに働くということであり、ここでは、商品市況という言葉とエネルギー価格という言葉、価格変動を把握するステージによって使い分けているということである。

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する。

(16時16分中断、17日9時00分再開)

黒田議長

会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。本日は、「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、2月17、18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。財務省からは菅原一秀副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

### Ⅲ. 「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決（資料－8）

黒田議長

最初の議題である「貸出支援基金運営基本要領」の一部改正等に関する件に入る。資料－8について執行部から説明してもらい、質疑応答の後、採決を行いたい。

高口企画局審議役

資料－8をご覧頂きたい。1頁目にあるとおり、1月の決定会合では、貸出増加支援、成長基盤強化支援、被災地金融機関支援について、①期限を1年間延長する、②成長基盤強化支援の枠を引き上げる、③貸出増加支援と成長基盤強化支援について非取引先である系統金融機関が利用し得る枠組みを導入する旨の決定を頂いた。今回は、このうち①と②について

基本要領等の技術的な改正を行うとともに、③について具体的な枠組みに関する特則を制定して頂きたいと考えている。

以下、③を中心にご説明する。その枠組みについては、制度の適切な運営と本行の債権保全を確保する観点から、制度を利用する非取引先金融機関に対して、系統中央機関を通じ既存の貸付先と同様のチェック体制を確保することとする。具体的には、第1に、本行の貸付先は系統中央機関とし、系統中央機関が本行から借り入れた資金を使って制度利用先に対する貸付を行うこととする。少し敷衍すると、本行の債権保全の観点から、系統中央機関は、本行から借り入れる場合に適格担保を本行に差し入れ、また、制度利用先からの返済の有無にかかわらず、本行に対する返済義務を負うこととする。また、チェック体制、あるいはガバナンスの観点から、制度利用先の選定・管理は系統中央機関が行うが、系統中央機関には与信管理の適切性確保のほか、制度の適切な運営の確保のために必要な措置を講ずることを義務付ける。こうした措置の一環として、本行または系統中央機関が必要と認めた場合に、系統中央機関が制度利用先に対して資料徴求や立入調査を行い得ること、制度趣旨に著しく背馳する取扱いがあった先は除外すること等を盛り込む。制度利用先ごとの貸付限度額などは、イコールフットィングの観点から既存の取引先金融機関と同一の定めを適用する。そして、これらの点は、本行と系統中央機関との間の約定に明記し実効性を確保する。

第2に、成長基盤強化支援については、既存の利用先と同様に各制度利用先が取組み方針を作成する。そのうえで、系統中央機関は本行に代わって、これに関わる内容などの確認を行う。系統中央機関は、こうした確認事務を適切に行うように制度の運営方針を策定し、本行の確認を受ける。なお、農林系統では一部の都道府県におけるいわゆる信連の中間取りまとめ機能を踏まえて、農中－信連－農協の3層構造で事務を行い得る扱いとする。

第3に、貸出増加支援については、系統中央機関が本行に代わって制度利用先の貸出増加額を確認する。

第4に、系統中央機関から制度利用先への貸付の条件は、本行から系統中央機関への貸付と同等の条件、すなわち4年固定0.1%とする。なお、与信管理については、一義的には系統中央機関の判断で行うが、本行としても系統中央機関との約定において適切な与信管理を求める。実際には、制度利用先が系統中央機関に預けている預け金を担保として貸付が行われる見込みであり、与信管理上は問題ないとみている。

続いて、各系統の準備状況であるが、現在、各系統中央機関で総じて順調に準備作業を進めており、信用組合と労働金庫には次回6月実行分から貸付が行われる見通しである。信用金庫については、非取引先信用金庫は9先のみでいずれも小規模であり、現時点で利用ニーズはない状況である。信用組合については、6月実行の貸出増加支援、成長基盤強化支援の利用に向けて準備中で、現時点では、貸出増加支援は20先、成長基盤強化支援は14先が、6月実行分からの利用を希望している。労働金庫については、6月実行の貸出増加支援の利用に向けて準備中である。労働金庫は、住宅ローンを中心に貸出が増加しており、3月中の貸出動向次第であるが、13の労働金庫のうち、少なくとも数先の利用を見込んでいる。また、成長基盤強化支援の利用も展望しているが、事業性融資が少なくこちらは直ぐには出なさそうな状況である。農協等については、会員金融機関が多数に上る中、準備作業を丁寧に進める必要があることから6月には間に合わず、9月実行の成長基盤強化支援からの利用を目標としている。

以上を踏まえて、所要の規程制定・改正をお諮りしたい。実施日についてはいずれも即日とし、貸出増加支援および成長基盤強化支援についてはそれぞれ次回6月実行分から新たな規定が適用されるようにしたいと考えている。政策委員会付議文は6頁以降にある。特に今ご説明した系統関連の特則は9頁、10頁にあるが、内容はただ今ご説明したとおりであるので説明は省略させて頂く。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

中曾副総裁

準備状況について説明をしてもらったが、信用組合は結構数が多いという印象もある。職域や地域などで特徴があれば教えて欲しい。

高口企画局審議役

元々、信用組合では医師会系の組合から、制度、特に成長支援の方の利用の要望が来ている。それから、貸出が増加している一部の組合からも要望が来ており、今のところその辺りを中心に利用されるような状況である。詳しくは今、系統中央機関が取りまとめているので、まとまったところで報告をしたいと思う。

白井委員

2点質問がある。1点目は、貸出増加支援の期限が1年間延長され、来年6月までとなるが、今後1年間で本行が系統中央機関に審査に入る予定はあるのか。

もう1つは、労働金庫は住宅ローン中心ということだが、住宅ローンの貸出残高の伸び率をみると、地銀は高い伸びで推移し、大手銀行は減っている。労働金庫の住宅ローンは会員向けだと思うが、住宅ローン市場で労働金庫というのはどのような存在で、どのような役割を担っているのか、教えて欲しい。

高口企画局審議役

1点目の審査については、直近の審査の立入状況については、全信組連が2010年、労金連が2012年、農林中金が2013年に審査に入っている。審査は概ね3年前後の周期で入っているので、今後いずれかのタイミングで入っていくと理解している。

2点目の労金連、実際には労働金庫の貸出残高は、メガなどに比べれば勿論大きくないが、労働金庫としては地域に密着するかたちで住宅ローン

に力を入れてきており、その意味では、規模は非常に大きい訳ではないが、地域経済においてはそれなりに住宅ローンを支えていると、理解している。

#### 木内委員

3点質問がある。1点目は、この制度は、制度利用先にとってはメリットがあるが、系統中央機関にとってのメリットが今一つみえない感じがする。つまり、中央機関にとっては、利益を生む訳ではない一方で、担保差入義務や返済義務を負い、事務負担も大きい。下部組織を助けるという役割に沿ったものなのか、あるいはこの制度をきっかけに下部組織の監督を強化するというような思惑があるのか。

2つ目は、中央機関はバランスシートを両建てで増やすだけで利益は生まないということであるが、レバレッジ規制などの観点から、バランスシートを増やしていくことに対して、どこかで制約やデメリットは出てこないのか。そこまでの規模ではないということなのかもしれないが、系統中央機関がバランスシートを拡大させていくことに対する制約は出てこないのか。

3点目は、農林系統では3層構造という説明だったが、信連も日銀から借り入れて貸出をするのか、それとも単に監督するだけなのか。

#### 高口企画局審議役

系統中央機関の今回の取組みについてのメリットは何かというご質問だが、木内委員からご指摘があったとおり、基本的には上位団体として下位の会員金融機関の運営を助けていくというところにメリットがあり、そこに意義を見出していると考えている。日本銀行から中央機関に対して貸し出すのと同等の条件で会員金融機関に貸すのでそこで利鞘が抜ける訳ではないため、基本的には系統全体の利益を図るという取組みだと理解している。

2点目のレバレッジ規制等との関係であるが、今の時点では、金額としては非常に大きな額が出ていく訳ではないとみている。今まさに系統中央

機関が取りまとめているところで、全体としてどの程度の金額が出ていくか見定めている最中であるが、いずれにしても非常に大きな金額ということにはならない可能性があり、その意味ではレバレッジ規制等との関係で制約になることはないだろうと、今の時点では評価している。現に系統中央機関からもこの点について気になるような意見は聞いていない。

3点目の3層構造についてであるが、資金としては、農中、信連、そして農協と順次資金が貸されていくかたちになるが、全体のガバナンスについては、農中が信連と共同で農協に接していくことを想定している。その意味で、例えば立入調査などについても、信連と農中と一緒に農協に対して立入調査を行うことを想定しているので、資金の流れとしては信連も絡むが、ガバナンスという意味では、信連はいわば農中の代行機関のような位置付けで制度運用していく予定である。

黒田議長

それでは本件に関する採決を行う。

[「「系統中央機関の会員である金融機関による成長基盤強化を支援するための資金供給および貸出増加を支援するための資金供給の利用に関する特則」の制定等に関する件」について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

#### 議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、執行部見解どおりで概ね良いと思う。前回会合以降の海外経済・市場の主な情勢変化を挙げると、第1に、米国では製造業関連指標にドル高の影響がみられるものの、堅調な雇用拡大から市場の利上げ予想は年央に収斂していること、第2に、欧州ではギリシャ問題が一旦先送りとなったものの財政破綻懸念が燻り続ける一方、ECBによるQE始動で大幅な長期金利低下とユーロ安が進み、取り敢えずECBの政策意図が実現していること、第3に、中国では春節の影響から基調を読み取りにくいものの、景気減速が続いている可能性が窺われることである。

それぞれ敷衍すると、米国については、市場の利上げ予想が6月ないし9月に収斂しつつある中、Fedも敢えてそれを否定しにかからないこと

から、債券市場は金利の下値を探る動きが一服し、株価にもやや天井感が出ていた。市場は利上げを概ね織り込み済みとはいえ、先行き実際に利上げのタイミングが近づけば米国内のみならず新興市場等を巻き込み、一時的にせよ世界的にリスクオフとなる可能性があると思う。様々な金融規制の結果、主要なマーケットメーカーのリスクテイクが制約され、米国債市場といえども流動性が以前よりも低下しているとみられるだけに、来たる利上げが国際金融市場に及ぼす影響を注視していく必要がある。

欧州については、ギリシャ問題は4か月先送りされたとはいえ、ギリシャ政府や銀行の資金繰り逼迫からいつ何時不測の事態に直面してもおかしくない状況と思われ、最大限の注意を払う必要がある。9日に始動したECBのQE（PSPP）は情報開示に乏しく、また下限金利や1銘柄当たりの買入上限の設定状況からすると、やや長い目でみてECBのバランスシート目標に沿う買入れが実現できるかどうか疑問はあるが、ECBが公開オペ方式ではなく、市場介入に近い方法で買入れを進めていることから、市場はECBの意図に逆らえない状況となっている。先行きは、ユーロ安による輸出環境の改善や物価の持ち直しなど実体経済への影響を見極める必要がある。もっとも、物価については、このところ中長期的な予想物価上昇率が下げ止まったとはいえ低水準にあるだけに、ユーロ圏がデフレに陥るリスクは引き続き相応にあると考える。

中国については、春節の影響でこのところの経済指標は基調を読み取りにくくなっているが、仮に、足もとの製造業関連指標にみられる景気減速の兆候が本物であれば、当局は7%の成長目標達成に向け金融緩和を含む景気刺激策を引き続き小刻みに打つことで、景気のファインチューニングを試みると見込まれる。中国経済は下振れリスクを孕みつつも、景気刺激策の効果から失速には至らず、概ね7%前後の安定成長軌道をたどるとみている。

以上の海外経済情勢のもとで、国内経済については、輸出、生産に比較的是っきりと持ち直しの動きがみられるなか、消費関連指標の足取りは引き続き重いと思う。また、輸出、生産も春節の影響が混在しているとみら

れ、判断引き上げには慎重さを要する。もっとも、2～3か月先の景気動向を敏感に反映するとされる景気ウォッチャー調査は、現状、先行き、現状水準判断DIともに直近は明確な改善傾向を示しており、昨年の消費税率引き上げの影響が概ね一巡する中、エネルギー価格下落や株高の好影響が漸く経済に幅広く均霑し始めた可能性を示している。

10～12月期GDP2次速報は、在庫と設備投資の下方修正を主因に前期比年率+1.5%と市場予想未満であったが、個人消費が恐らく流通在庫からの振り替わりなどで上方修正となった結果、民間内需および民間最終需要は上方修正となり、内容的に悪くないと思う。足もと1～3月期も、こうした流れの中で、2%程度の成長を実現できるものと期待感をもって見守っている。4～6月期以降も同様に、しっかりとした成長を見通せるようであれば、「緩やかな回復基調」からの判断引き上げが視野に入るのであろう。リスクとしては、調査統計局のマイクロヒアリングで4～6月期の生産計画に減速感が出ていることが若干気になっている。景気ウォッチャー調査でも、電気機械、電子部品・デバイス関連でミニ在庫調整の可能性を示唆するコメントがみられる。

一方、雇用・所得関連では、春闘の一斉回答日を目前に控え、本年のベースアップの出来上がりが昨年実績の+0.4%程度を有意に上回るものとなるかどうか、ベースアップは人々の中長期的な予想物価上昇率の形成に及ぼす影響も大きいと思われるだけに注目している。報道ベースでは、自動車大手のベア回答見通しは、概ね前年実績を上回るようである。自動車大手の回答状況は後続の企業の1つの目線になるであろう。

最後に、消費者物価については、エネルギー価格下落の影響から当面0%程度で推移するとの執行部見解に違和感はない。私としては、これまでどおり、月々の消費者物価の前年比だけでなく、物価の基調的な動きに加え、需給ギャップや人々の中長期的な予想物価上昇率など、その背後にあるメカニズムを丹念に点検していけば良いと思う。その点、需給ギャップは、昨年10～12月期以降一段と改善に向かっているとみられる。また、エネルギー価格下落のもとでも人々の中長期的な予想物価上昇率も概ね

安定しているとみられる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

米国経済の僅かな状況変化が、米国の金融政策とドル相場の先行きに対する見方の修正を通じて、世界の金融市場に大きな影響を与え得る状況が続いている。米国の雇用は明らかに強い一方で、ISM製造業指数が2月まで4か月連続で低下しているのは、海外経済の弱さやドル高の影響を、堅調な内需でも十分に補い切れていない証左と考えられる。雇用増加や良好な金融情勢に原油価格下落のプラスの効果が加わる中、そのようなかなり強い追い風の中でも、12月、1月と2か月連続で消費性向が大きく低下した点にも注目している。

1～2月の中国の経済指標は総じて弱さが目立った。その中で、輸出は大幅に増加する一方、輸入は大きく減少した。両者の乖離は、内需が弱い中で輸出ドライブの影響を感じさせる。また、今年の成長率目標が引き下げられたこと自体は、潜在成長率の低下に合わせた現実路線として、経済の安定確保の観点から評価できる。しかし、過剰設備の削減など構造調整がなお道半ばである中、成長率がどこまで低下するか分からない不安が金融市場や企業、家計の間に広まれば、中長期の期待成長率が低下し、設備投資のさらなる抑制などに繋がる可能性もある。また、長らく中国の高い成長率に依存してきたアジア周辺国の経済、企業活動にも相応の影響が及んでいく可能性がある。

国内経済については、鉱工業生産が足もとで予想以上の強い回復を示す一方、個人消費関連指標は総じて弱めであるというコントラストが際立っている。家計調査の実質消費支出は、昨年9月をピークに季節調整済み前月比で減速傾向が続き、1月には5か月振りに下落、1月の実質小売業販売額も2か月連続で前月比下落するなど、インバウンド消費を除けば消費

の弱さが足もとで目立つ。良好な雇用環境のもと、原油価格下落の影響や賃金上昇への期待などから、消費者心理には持ち直しの傾向もみられているが、それが消費行動には十分に反映されていないのが現状である。個人消費の弱さの原因は、消費増税による一時的な実質所得悪化だけでなく、円安などを通じて経済の実力から乖離した物価上昇が将来も続くことで、実質所得がなかなか改善しない可能性を懸念する消費者の先行きの不安感も影響している可能性が考えられる。また、10～12月期のGDP統計2次速報で設備投資の回復力の弱さが改めて確認された点も重要である。実質金利の低下というチャネルを通じて量的・質的金融緩和の直接的な効果が最も現れやすい個人消費と設備投資が、共に依然力強さを欠いている点は見逃せない。鉱工業生産の予測調査からは、1～3月期までの急速な回復から一転して、4～6月期の生産が増加ペースを大きく落とす可能性が読み取れる。在庫復元の動きが一巡することや、輸出の持ち直しペースが鈍化する見通し等が背景にあると推察される。その結果、成長率も4～6月期以降は明確に鈍化することが予想される。昨年来の原油価格下落と春闘での賃金上昇が、春以降の景気情勢を一段と好転させるとの見方も多くなされているが、少なくとも成長率については、逆の動きになりやすいと考えている。

最後に、物価動向だが、消費者物価コア指数の前年比は、年央にかけて一時的にマイナスとなる可能性が視野に入ってきたほか、コアコア指数の前年比も、プラス幅が拡大に転じる兆しはまだみられていない。年明け後は食料品を中心に値上げの動きが広まったが、物価全体への影響は限定的である。また、テレビ、パソコン、冷蔵庫など足もとで価格が下振れている耐久財は、家計調査で実質消費が弱い品目とも重なっており、需要の弱さが物価上昇率を抑えている姿が窺える。1月の全国コアコア指数の季節調整値が前月比-0.2%と大きく低下した点に注目すると、前年比での緩やかな低下傾向になお歯止めがかかっていない可能性も考えられる。こうした点も踏まえると、展望レポートの中間評価で示された2015年度+1.0%という消費者物価コアの見通し中央値は、下方のリスクがかなり

高いと、個人的には考えている。こうした委員会の平均的な見通しには、賃金上昇や需給ギャップ改善の効果がやや過大に反映されている感がある。既に述べたように、成長ペースは4～6月期から鈍化し、需給ギャップの改善ペースも鈍化が予想される。また、原油価格下落は、需給ギャップの改善を通じて先行き物価押し上げに寄与することは確かだが、その効果を過大評価してはならないと考えている。調査統計局のモデル計算によると、原油価格が50%下落した際に消費者物価コアは2年目まではベースライン比で0.8%程度押し下げられる一方、その後は下落幅が縮小するが、5年目で-0.4%程度と縮小幅はほぼ半分にとどまる。さらに、主要企業のベアが期待したほどには高まらない可能性や、非正規社員や中小企業も含めた所定内賃金全体の上昇率は、主要企業のベアを下回り、物価への影響も限られる可能性も考慮しておく必要があると、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気について「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。国際金融資本市場は、原油価格が足もと、米国の在庫増加等を反映しやや低下しているが、一応底入れ基調ともみられ、ギリシャに対しては4か月間の支援延長が決定されたこと等から、一頃よりも落ち着きを取り戻している。また、ECBによる資産買入れの拡大が開始され、マイナス金利まで買入対象とされた点も好感されている。もっとも、ギリシャ問題は、今後重要となる再建策の具体化に向けた展開次第で、国際金融資本市場や世界経済に影響を与える可能性があるほか、原油価格の動向にも引き続き留意が必要である。

こうしたもとの、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、引き続き着実に回復している。個人消費は、天候要因による影響もみられるが、良好な雇用環境や消費者マインドのもとで堅調に推移しているほか、企業活動のモメンタムもしっかりしている。先行きは、ドル高などが輸出や企業収益等に及ぼす影響に注意が必要だが、着実な回復が続くとみられる。

次に、欧州経済は、原油安やユーロ安等が経済活動の下支えとなり、ドイツを中心に緩やかながら回復基調が明確になっている。ECBのスタッフによる成長率見通しが上方修正されたように、先行きも緩やかな回復基調が続くとみている。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、デフインフレ基調は続いており、ECBの政策効果を含めて今後の動向に留意が必要である。

中国経済は、鉱工業生産や固定資産投資の伸び率鈍化、輸入の減少など内需面の減速感が強まっているが、良好な雇用環境が維持されるもと、減速傾向ながらも安定成長を続けている。先行きは、不動産市場や過剰設備対応をはじめとした構造改革が内需に及ぼす影響のほか、物価の動向にも注意が必要である。もっとも、利下げ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、全人代で示された7%前後の成長率を目標として安定成長を維持するとみている。

こうしたもとのわが国の経済については、10~12月期の実質GDP成長率は年率+1.5%に下方修正されたが、在庫減少が主因で前向きな動きとみられるほか、個人消費がやや上方修正されており、景気は回復基調を続けている。この間、これまで弱めの動きとなっていたマインド面も、賃上げへの期待感や燃料価格下落などから持ち直している。先行きも、景気の前向きな循環メカニズムが持続するもとで、緩やかな回復基調が続くとみている。

需要項目別にやや詳しくみると、個人消費は、1月の家計消費支出や商業販売の指標は、総じて改善の鈍さを示すものとなったが、消費マインドが持ち直す中、企業へのヒアリングからは、2月の売上げは実勢として増加しているとの指摘が多く聞かれており、全体としては底堅く推移してい

るとみている。この間、雇用環境は、引き続き改善傾向で推移している。こうしたもとで、所得環境は、現金給与総額が所定内給与を中心に増加しており、着実に改善している。現在、賃上げの労使交渉が進んでいるが、企業収益は、原油安等を背景に中堅・中小企業を含めて好調に推移しており、しっかりと賃上げの動きが期待される。このうち中小企業についても、厚生労働省の調査が示すとおり正社員を中心に人手不足感が一段と強まる中、一定の賃上げ対応がなされる地合いにあるとみている。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、マインド面も改善傾向にあり底堅く推移するとみている。

次に、設備投資は、10～12月期のGDPベースで引き続きマイナス寄与となるなどやや気掛かりだが、資本財総供給は持ち直しており、機械受注も引き続き緩やかな回復基調にある。今回のBSI調査でも2014年度は+5.1%増の見込みとなる等、企業収益が改善するもとで緩やかな増加基調をたどるとみている。この間、輸出は、資本財等の米国向けや情報関連財等のNIEs向けに加えて、足もと、中国・ASEAN向けも増加している。春節などの季節要因を割り引く必要はあるが、先行きも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。

以上の内外需要のもとでの生産については、在庫調整が進捗する中、持ち直しており、先行きも、輸出の持ち直しが明確になる中、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、物価については、消費税の影響を除く消費者物価の伸び率は0%台前半まで縮小している。原油価格には下げ止まりの動きもみられるが、昨年来の大幅下落による下押し影響が続くとみられるほか、電気やガス価格が実態的に半年強のラグを伴い影響を与えることもあり、消費者物価の前年比プラス幅は、当面の間、0%程度で推移するとみられる。もっとも、その後は、企業の価格設定行動や消費行動が変化する中で幅広い品目に価格上昇がみられることや、実質賃金に改善が期待される等、景気の前向きな循環メカニズムが持続するもとで、マクロ的な需給バランス改善が見込

まれること、さらには原油価格の下落による影響も年後半にかけて剥落していくことから、次第にその上昇率を高めていくとみている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

海外経済は、執行部見解のとおり、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ます。前回会合以降、米国については若干弱い指標があるが、回復基調には変わりはないと考えています。

次に、ユーロ圏経済であるが、ECBの量的緩和の決定を受けて、株高とユーロ安が大きく進んだ。ユーロ安による純輸出の増加が、ユーロ圏の成長に大きく寄与し始めている。また、ガソリン安と株高により、消費者マインドの改善が続き、消費も堅調である。中長期の予想インフレ率も下げ止まり、緩やかな上昇傾向にある。以上から、ユーロ圏経済のデフレリスクは量的緩和実施前よりもかなり低下したと考える。ただし、ギリシャ問題の帰趨には不透明感があり、ユーロ経済のみならず、世界経済にとっても要注意であると思う。

中国経済については、当局は構造改革を進めつつ、成長率を7%前後まで引き下げようとしている。足もと輸出は好調であるが、輸出PMIは大きく低下しており、先行きに不安がある。しかし、当局は7%成長が困難になれば何らかの経済対策を打つため、7%成長は達成できるのではないかと考えている。

新興国経済のうち、アジア経済については、全体としては先進国向け輸出の増加と原油安の効果から、景気は持ち直しているとみている。今後は、各国が実施し始めた金融緩和政策が景気を支えると考えている。ただし、ロシアとブラジルは、政情不安や構造問題を抱えているため、なお停滞は長引くと予想している。

そうしたもとで、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、GDP統計でみる限り、消費と設備投資の回復は弱く、成長を支えた主因は輸出の増加であったと思う。しかし、資本財総供給や機械受注の増加などから判断すると、設備投資は、非製造業はやや弱めであるが、全体としては増加基調に入ったと思っている。企業収益については、資本金1,000万円未満の小企業の収益の改善が捗々しくない点が気掛かりであるが、全体としては増加基調にあり、2014年10～12月期の法人企業統計では過去最高水準に達した。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にも国内生産回帰の動きがみられる。以上のような、全体としての企業収益の大幅な改善、円安の定着、人手不足、米国を中心とする世界経済の回復、およびQQEによる予想実質金利の大幅な低下などの要因に支えられて、今後は輸出と設備投資の回復が期待される。

これまで、消費者と中小企業のマインドの改善が遅れていたことが懸念材料であったが、ここに来て漸く景気ウォッチャー調査における家計動向関連の景況感が持ち直しており、消費者態度指数も3か月連続して改善している。この春の賃金改定では、ベアを含めて昨年度以上の賃金上昇が見込まれる。こうした雇用・所得環境の改善と原油安による家計の実質所得と企業収益の改善により、今後は、消費者と中小企業のマインドも一層改善し、QQEの持続的な需要刺激効果も加わって、消費税増税で一旦停滞した消費と設備投資も次第に増加基調に転ずると予想している。

以上から、日本経済は緩やかな回復基調にあり、今後もこの基調は続くと予想する。消費者物価前年比は原油価格などのエネルギー価格の低下の影響を受けて足もと低下しているが、詳しくは第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、総じて良い地合いにあったと思うが、F e d と E C B の金融政策の方向性の違いが意識される中で、欧米を中心に摩擦的な動きがあったと思う。すなわち、米国では、長期金利が上昇、ドルは独歩高となっており、これを嫌気して株価は日欧対比アンダーパフォーマンスしている。一方、欧州では、一段と金利低下が進み、ユーロが対ドルで 12 年振りの安値まで下落する中で株価が上昇するという構図となっている。

そうした中で先行きのリスクを 2 点挙げておきたい。1 点目は、F e d の利上げに対する市場の反応である。利上げ自体は実体経済が良好であることを示すものだが、実際に利上げとなると、ある程度ポジションが巻き戻されることは不可避であろう。その動きが急速なものとなった場合、構造問題を抱える新興国を中心とした国際金融資本市場への影響は、国際金融規制によりマーケットメイク機能など衝撃吸収力が低下していると考えられるだけに、注意を要すると思う。

2 点目はギリシャ情勢である。現行支援プログラムの 4 か月延長が決まったが、これは時間稼ぎに過ぎないと思う。4 月末期限の経済再建策の具体化や新たな支援プログラムを巡る交渉の成否、その間の政府や銀行の資金繰りなど懸案事項は数多い。実際、T A R G E T 2 に現れた数値をみると、2 月中も 1 月ほどではないがギリシャからの預金流出が続いた模様である。万が一、Grexit という事態になれば、それは通貨同盟にとっての致命的な綻びとなる。楽観は禁物だと思う。

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、緩やかな回復が続くという評価で良いと思う。

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。力強い雇用の改善が続くもとで、原油安の効果もあって、個人消費は堅調であり、それが企業部門にも波及している。先行きもしっかりとした回復を続けるとみているが、ドル高が輸出や企業収益に与える

影響には留意しておきたい。

欧州経済については、ユーロ安や原油安の効果もあって、輸出が持ち直し、個人消費の回復ペースが高まるなど、景気は緩やかな回復を続けている。物価面では、中長期の予想物価上昇率に関するマーケット指標は下げ止まっているが、H I C P総合がマイナス圏にあるので低インフレの定着には引き続き注意が必要である。

中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がみられているが、外需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。先行きは、2015年度の成長目標が7%に引き下げられるなど、成長ペースは僅かに鈍化するが、政策当局による景気下支えも続くともみられるので、安定した成長を続けるとみて良いと思っている。

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、政情不安や構造問題を抱える国もあって、全体としては成長に勢いを欠く状態が続いているとみている。

次に、わが国経済である。このところの指標をみると、企業部門を中心に、わが国経済の足取りがしっかりしてきているように思う。2次QEの下方修正は、在庫投資のマイナス寄与が主因であり、最終需要は下振れていないことから、むしろこの先の成長にとっては追い風だと思う。

部門別にみると、企業部門では、円安・原油安に支えられ、企業収益は改善を続けており、企業マインドにも持ち直しの動きがみられている。そのもとでの設備投資は、QEや法人季報では横ばいだったが、資本財出荷や機械受注など各種月次統計では緩やかな増加基調にある。また、実質輸出は、10～12月に続き1月も高い伸びとなった。春節の影響は割り引く必要はあるが、為替円安の数量効果が漸く出てきたとみている。

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で、全体として底堅く推移している。1月の小売業販売額は弱めであったが、ミクロ情報によると、2月の百貨店や家電量販店などの売上は好調との声が聞かれている。気掛かりだった消費者マインドについても、2月は持ち直しの動きがみられている。

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、生産は持ち直しが明確となっている。

以上を踏まえると、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おり、わが国の景気は「緩やかな回復基調を続けている」という評価で良いと思う。

先行きについては、春闘で賃上げの方向性が労使双方から示されており、直近の情報ではベアを含む相応の賃上げが見込まれている。人々の働き方が多様化していることもあって、賃上げはベアや賞与、各種手当など様々な形態を取ることが考えられるが、いずれにせよ家計所得の増加が期待できる。また、企業部門でも円安・原油安が全体として収益を押し上げることから、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基調を続けていくと思う。

次に、物価面については、1月のCPI(除く生鮮食品)前年比は+0.2%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0%程度で推移し、場合によっては小幅のマイナスになる可能性もあると思っている。しかし、その間も、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う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国経済は、2014年10～12月期の実質GDP成長率が下方修正されたが、緩やかな回復が続いていることが確認された。以下、国内経済の現状と先行きについて私の見解を申し上げる。

まず、個人消費だが、緩慢な回復が続いている。10～12月期GDP統計の民間消費支出の前期比伸び率は上方修正されたが、本年1月入り後の消費関連指標は前月比で悪化を示すものが多く、実質消費水準自体も、ま

だ 2006 年以降最も低い状態で推移している。これは、所得環境の改善が進んでいないことが原因と思われる。例えば、消費者態度指数は 2 か月連続で改善が続いており、ここには雇用の改善、原油価格の下落、株価上昇による高額品販売や外国人観光客による消費の増加が寄与している。しかし、その一方で消費者態度指数を構成する「収入の増え方」の改善幅は限定的で、年金生活者や低い所得者層を中心に強い生活防衛意識が維持されている。また、住宅投資についても、回復はさらに緩慢で、新設住宅着工戸数は年率換算で 86 万戸と少なく、消費増税前の駆け込み需要で需要が先喰いされた影響が残っている。2015 年度以降の賃金上昇率が大きくなれば給与所得者を中心に消費者マインドが一段と改善し、個人支出の回復力が強まる契機となる可能性はある。

家計部門とは対照的に、企業部門の回復は、鉱工業生産や輸出を中心に明確になりつつある。鉱工業生産や出荷・在庫バランスは幅広い業種で改善しており、稼働率も上昇が続き、生産能力指数も漸く下げ止まっている。交易条件も、昨年末からの一段の円安と原油価格の低下で改善しており、企業収益の改善に寄与している。この結果、中小企業でも一部のマインド指標は改善している。ただし、気になるのは設備投資の動向である。10～12 月期 GDP 統計の設備投資は前期比ほぼ横ばいで、資本財総供給や建築着工床面積の改善ペースとは整合的ではないため、過小評価されている可能性はあるが、他方で、法人企業統計によると、4～12 月期を合計した設備投資実績が弱く、2014 年度通年の設備投資計画が未達成になる可能性を懸念している。

経済の先行きについては、当面は現状程度の回復が続くが、企業収益の改善、および来年度以降は雇用・所得環境の改善によって、次第に景気回復力が強まるとみている。景気の現状、先行きの判断について、執行部案で異論ない。鉱工業生産や輸出が大きく伸びた背景には、中国の春節要因もあった可能性があり、判断の上方修正を急がずにさらなるデータで確認することにした点は適切だと考えている。

次に、物価の動向である。現状は、原油価格や世界的なディスインフレ

傾向によって物価の下押し圧力が強い一方で、円安や建設業界等での人件費高騰等による物価上昇圧力が高まっており、これら相反する力の強弱によって相対価格が変化しやすい状況が続いている。まず、1月のコアCPIについては、前年比伸び率が+0.2%へと低下しており、ガソリン、衣服、耐久消費財等の価格の下落が、宿泊料、食料工業品、外食サービス等の価格上昇の影響を上回っている。他方、2月データが得られる企業物価指数については、前年比伸び率の下落幅がやや縮小しており、原油価格の下落よりも円安の影響が強まっているようである。なお、耐久消費財価格だが、企業物価指数では円安を主因に上昇率を高めているにもかかわらず、CPIでは下落している。このことは、実質所得の低下が続く中、輸入物価の上昇を小売価格に転嫁しにくく、流通段階のマーヅンの縮小によって吸収されている可能性がある。このことから、物価が持続的に上昇していくには、実質所得の継続的な上昇が不可欠なことが示唆される。

これに関連して、私は今月初めに欧州で4回講演を行い活発な議論をしてきたが、その際に、企業の価格設定について、①大企業の販売価格や物価全般の見通しが中小企業よりも慎重で低めなのは最終財市場の厳しい競争に晒されていることが一因である可能性、②取引関係を通じて大企業の低めの物価見通しが中小企業に影響することで、中小企業の実際の販売価格は予想される価格よりも低くなりマーヅンが抑制され得る可能性、③大企業の慎重な物価見通しは、家計が物価上昇を容認しない姿勢を反映している可能性等を指摘した。なお、大企業が価格引上げに慎重な傾向があることは欧州でも指摘されている。例えば、ユーロ圏では付加価値税率の引き上げ時に、差別化が可能なブランド業界では市場占有力をもちかつ収益力が高い大企業は、マーケットシェアを維持するためにマーヅンを抑制して増税のフル転嫁を控える行動が指摘されている。英国でも、企業の物価見通しは家計よりもかなり低いことが報告されている。また、最近の海外の研究でも、大企業は中小企業よりも生産性が高くかつ輸出する傾向があり、生産費用の上昇をマーヅンで吸収してマーケットシェアを維持する傾向があること、そうした大企業が増えてグローバル化が進む国のフィ

リップス曲線がフラット化する可能性を指摘する論文も見受けられる。

次に、賃金と物価の関係についてであるが、賃金上昇が物価を押し上げる効果を期待している点は、わが国も欧米の中央銀行も同じである。因みに、わが国では、新規求職申込件数が既に低水準にあり、女性の就業者数も伸び悩みつつあり新規雇用は上限に達しつつあるように見える。こうした中、女性を中心に正社員化が進んでいるが、短時間労働を好む女性や高齢者も多いことから、次第に正社員でも短時間労働等を選択できる労働構造に変化していくとみている。この結果、人手不足が深刻化することで、大企業を中心に生産性の改善で労働コストを吸収する企業もさらに多くなると思われ、名目賃金の上昇率ほどには物価上昇率が高まらない可能性を想定している。今後も、インフレ予想、賃金、物価の動向をしっかりとみていきたいと思う。以上である。

黒田議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

まず、海外経済について、前回会合以降の特徴点を述べる。米国経済は、堅調な回復基調が続いているとみている。企業部門は、急速なドル高の進行や輸出の鈍化などから景況感に頭打ち感がみられているが、家計部門では、雇用は力強く拡大し、個人消費も堅調に増加している。そうした中、名目賃金は、雇用の拡大、失業率の低下にもかかわらず、なお緩やかな上昇にとどまっている。ここ最近、労働生産性が伸び悩んできていることは、賃金の伸びが緩やかであることと整合的ではあるが、こうした動きがどこまでトレンドとして持続的かは、見方が分かれるところである。この点、私としては、慎重ながら楽観的な見方をしており、企業部門の高い効率性やダイナミズムといった米国経済の底力は決して衰えておらず、賃金・物価の基調も徐々に高まっていくとみているが、この点、特にその回復のペースは今後の金融政策運営上の最大の論点ともみられており、注目して

いる。

欧州経済は、E C Bの量的緩和政策の実施とともに急速にユーロ安が進行し、株価も上昇している。経済のファンダメンタルズが最も良好なドイツを中心に、ユーロ安を起点とした金融緩和の効果が現れ始めており、輸出、生産が持ち直してきているほか、個人消費がかなり明確に改善してきている。もっとも、引き続き周縁国経済の問題が改善している訳ではないので、留意が必要な状態に変わりはない。

中国経済は、構造調整を進める中で改善の勢いに欠けている面もあるが、個人消費を中心に総じて安定成長を続けているとみている。N I E s・A S E A N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。

そうしたもとで、わが国経済について申し上げる。まず、企業部門では、輸出、生産、企業収益など、改善傾向がより明確になってきている。1月の輸出の増加に関しては、中国の春節の影響を強く受けているが、米国、欧州、A S E A Nなど多くの地域向けの輸出も改善してきており、海外景気の回復と円安の効果が現れてきているとみている。また、生産は、昨年夏からの在庫調整がほぼ完了したと評価できるので、今後も堅調な増加が期待できる。こうした中で企業収益も改善を続け、製造業の稼働率も高まってきており、設備投資は緩やかな増加基調にある。一方、家計部門では、労働市場のタイト化と雇用・所得環境の着実な改善が続いている。個人消費はまだ勢いに欠けるが、このところのガソリン安や冬季賞与の増加、さらには株高などを背景に、消費者コンフィデンスは回復してきている。賃金交渉の動向が気になるところであるが、大手自動車メーカーのベースアップ報道などシンボリックな動きもみられてきており、少なくとも昨年を上回る賃金全体の増加が、個人消費をサポートしていくと強く期待される。

最後に物価である。コアC P I前年比は、当面ゼロ%程度で推移する見通しである。今後、2%目標に向けて着実に近づいていくためには、基調的な物価上昇率が高まっていくことが必要であるが、とりわけ、改定頻度

が少なく粘着的なサービス価格が、この4月にしっかりと上昇していくことが重要であるとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、海外経済の動向については、「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」という判断を維持することで結構である。

前回会合以降、米国では、ドルの名目実効レートが上昇するもとの輸出やマルチナショナル企業の収益に対する下押し圧力が強まっているほか、中国でも、消費や生産関連の指標などで減速感がみられる。今のところ米国の回復ペースや中国の減速ペースに大きな変化はないとみているが、世界の2大消費国の動向は、直接的にも間接的にも、わが国経済に大きな影響を及ぼすだけに、引き続き細部の変化も注意深くみていきたいと考えている。

米国については、市場では低いインフレ率や賃金など労働の質の面が弱いことから、Fedは早期には金利を上げられない、あるいは引き上げをためらうのではないかとみている向きも多いようである。しかし、このところ石油リファイナリーや西海岸の港湾の争議が大幅な賃金引き上げで決着したことや、ウォルマートなどの賃金引き上げをみて、労働者のバーゲニングパワーが回復しつつあるとみる意見がある。こうした点には、十分留意する必要があるとみている。

中国については、今年の成長率目標が7%とされた。1～2月のスタートは低調だが、昨年同様、通年では辻褄が合ってくるものとみている。ただし、不動産市場では、住宅価格の低下や住宅在庫の異常な増加、シャドーバンキングの縮小など調整が続いているが、そうした中でも、1～2月の不動産投資が前年比+10.4%も伸びているというのはなかなか理解しがたいものがある。また、他の主要国と異なり、ガソリン価格が税率の引き

上げにより上昇しているもとでもCPIが極めて低位にあることは、経済の実際の体温の低下を表しているものではないかとみている。

次に、わが国の景気だが、現状については「緩やかな回復基調を続けている」、先行きについては「緩やかな回復基調を続けていく」との判断を維持することで結構である。このところ、マインド関係のデータは改善傾向にあるが、これが今後ハードデータで裏付けられていくのか、よくみていきたいと考えている。

最後に、物価については、CPI（除く生鮮）は、既往の原油価格の下落を映じて低下を続けている。足もと原油価格は下げ止まりの様相だが、既往の下落がラグをもって影響する面もあり、当面は、その低下圧力と為替円安による上昇圧力の綱引きが続くとみている。その後、物価が基調的に上昇していくためには、昨年夏場以降の消費回復の弱さを起因に弱気化している企業の価格設定行動が再び積極化していくことがポイントになるとみている。鍵となるのは消費動向であり、実質賃金のプラス転化等により先行き消費が持ち直していけば、パイプラインの中に存在する値上げ圧力は再び顕現化してくるものとみている。また、賃金との関係では、ベアについては、未だ継続的物価上昇を前提とせず、依然として固定費の増加による収益圧迫に繋がるとの判断から、実施に二の足を踏む企業がみられる。企業のマインドセットは、価格設定行動においてはデフレ的なものから着実に脱してきていると思うが、賃金との関係において、デフレ的な意識がまだまだ根強く残っていると思っている。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、民間需要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、個人消費は堅調に増加している。企業マインドや生産活動のモメンタムもしっかりしており、設備投資も回復を続けている。ただ、一部の委員が指摘されたように、このところのドル高がどのような影響を与えるかについ

ては、注視する必要があると思う。

欧州は、緩やかな回復を続けている。ユーロ安を背景に輸出が持ち直しているほか、多くの委員が指摘されたように、原油安や株高の効果から個人消費の回復ペースにかなり弾みがついてきている。この間、物価面をみると、インフレ率はエネルギー価格下落の影響からマイナスになっているので、この辺りは今後ともよくみていく必要があると思う。

中国については、これも多くの委員が指摘したように、一方で構造改革、構造調整に伴う下押し圧力を背景にやや減速気味ではあるが、他方で外需の改善、それから景気下支え策もあって、総じて安定した成長を維持しており、こういったことが当面続くのではないかというご意見が多かったと思う。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、これもまた多くの委員が指摘されたように、ブラジルやロシアなど構造問題や政情面で不安を抱える国では、やや停滞気味である。全体としては、やはり成長に勢いを欠く状態が続いていると思う。

こうした状況を踏まえると、海外経済については、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復しているという見方で、概ね一致していたと思う。

次に、わが国の景気であるが、これも多くの委員が指摘されていたように、企業部門をみると、輸出、そして生産も持ち直しているもとで企業収益は過去最高の水準にあって、企業マインドにも持ち直しの動きがみられている。設備投資は、GDPや法人季報では横ばいであったが、これも何人かの委員が指摘されたように、各種の月次統計では緩やかな増加基調にあるようにみられる。個人消費については、一部に改善の動きに鈍さがみられるものの、全体としては底堅く推移してきている。これも何人かの委員が指摘されたように、これまで慎重さが残っていたマインド関連指標にも持ち直しの動きがみられている。賃金改定交渉においては、今年も賃上げの方向が労使双方から示されており、先行きも、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで、個人消費は引き続き底堅く推移すると考えられる。

以上のように、企業・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おり、景気回復の足取りも徐々にしっかりしてきているように見える。従って、「緩やかな回復基調を続けている」という総括判断を維持することが適当という見方が共有されたと思う。先行きについても、緩やかな回復基調を続けていくという見方で概ね一致していたと思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでみて0%台前半となっている。直近では+0.2%になっているが、先行きについては、エネルギー価格下落の影響から当面0%程度で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば、全体として上昇していると判断される。

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

#### 佐藤委員

昨日のQ&Aセッションでも申し上げたが、ECBのオペレーションに関し所感を述べたい。PSPPは、公開市場オペレーションのかたちを取らずに、OTC方式、すなわち相対で取引を実施している。その点、昨日の山岡金融市場局長の説明でも、国ごとに国債発行のスケジュール等が違うのでやむを得ない面もあるということ、それはそうかもしれないが、一方で、OTC方式を採用することにより買いオペの持続性という点で、将来若干問題が発生する可能性があるのではないかと思っている。確かに、今回のオペでは、昨日開示された先週の実績によれば、97.5億ユーロを買い入れたということだが、その効果としては、ユーロ安が急激に進み、金利、特に長期の金利の低下幅が大きく大幅なフラットニングが進んでいるので、当初の効果は絶大であったということになるかと思う。しかも、マーケットは予めこうした金利低下を織り込んでいたはずであろうが、買入れを進めていった先週も引き続き金利低下が進んでいるので、恐らくタイミングなどで意外感——あるいは唐突感——があったために効果が大

きく出たのではないかと思う。ただ、買入れを受ける側、すなわち売却する側からすると、本行が実施しているように、予め買入期日、買入明細といったものが分かっている公開市場オペのかたちの方が、予め玉を仕込んでおくことで準備はしやすいと思う。今回のECBのオペはOTC方式なので、いつ来るか分からず怖くてショートは振れず、逆にいつ来るか分からないので売る側としても玉の仕込みが間に合わない可能性もあると思う。そうなってくると、未達——そもそも買入額を明示していないのでこれを「未達」と呼ぶかどうかという問題はあがるが——も起こりやすいだろう。開示方法にしても、結局のところ合計額がホームページに出ているだけなので、透明性にやや欠ける。このオペレーションは、取り敢えず出だしは順調に進んでいるようにみえるが、どこの国の国債を、いくら、どのようなレートで買ったのか全く分からないような状況で、果してどの程度の持続性があるのか、個人的にはやや疑問がある。

#### 中曾副総裁

佐藤委員が指摘された問題意識は、私も共有している。OTCすなわち、相対方式でしか実施のしようがないということは分かるが、例えば、レンジや応札倍率といった価格情報自体は政策当局だけでなく市場参加者の金利観の形成に大いに貢献しているが、日本のように公開市場方式で実施しないとそのような情報が得られないので、なかなか難しいと思う。これを補うためには、一定期間を経過してからでも良いので、ある程度の情報開示がないと、なかなか難しいと思う。そのような観点からすると、SLF、債券貸出の仕組みを作ると言っているが、これについても、NCBやECBの政策当局がどのような銘柄の国債を保有しているかという情報が開示されないと、設計のしようがないと思う。PSPについては、私自身も、色々な課題を抱えながらの船出であったとみている。

#### 木内委員

今の話の続きだが、ECBは1月22日に資産買入れを発表し、実際に

買入れを開始して以降、確かに金利に対する影響は絶大であると感じている。一方、5年先5年といったBEI、期待インフレ率に与える影響はかなり小さいと思う。その点では、市場では金利への影響についてはかなり評価している一方、実体経済への影響については、まだ不信感というか、分からない部分があり、その1つの理由が枠組みの持続性にあるのではないかと思う。持続性の問題を考える時に、例えば1銘柄当たりの上限も買入れの制約になってくるのではないかという気もするが、それに加えて預金ファシリティ金利である-0.2%を下限にするという判断が良かったのだろうかと思う。特に、ドイツでは3年目辺りまでこの金利水準を下回っているのだから、3年目までは買えないことになっている。もちろん、買入れの平均年限に制約はないので、もっと長いものを買っていくということであろうし、特にヘッジファンドでは、中銀に売るために仕込むという動きがあったようなので、当面はそのようなところから買えるが、一方で、日本と同様、生保や銀行はキャピタルゲインが稼げても売りにたくないという意向が非常に強いと言われている。そうすると、ドイツなどでは下限の預金ファシリティ金利-0.2%がどこかで制約になってくるのではないかと思う。市場では、そうなれば預金ファシリティの金利を下げるという観測が出ているが、ECBが昨年9月にこれ以上下げないと言っていたこととの整合性や、そのような観測が出てくると預金ファシリティ金利のフロアとしての機能が落ちてしまうので、この辺りは、資産買入れと金利のどちらかをターゲットにしているのかが不透明であることの問題が出てくる中で、買入れの持続性についても問題が出てくると思う。結果的には、様々な工夫で乗り切っていくのだろうとは思いますが、その過程で政策に対する信認も落ちてしまうかもしれないので、前途多難だと思ふ。

#### 白井委員

今回の出張でECBを訪問し相当議論してきた。OTCのことはともかくとして、私が感じたことは、次のラウンドでも申し上げるが、EU条約という大変な条件の中でよくここまで来たということである。それに対す

る評価は相当高く、ドラギ総裁の手腕に対する評価は高い。ECBは単独の国の中央銀行とは全く異なり、19 か国の中でECBに課された大変厳しい条件の中で、ここまで漕ぎつけたことは凄いと思う。従って、曖昧にせざるを得ないところがあり、どうしても説明が必要なところは情報を提示することがあったとしても、情報は相当ミニマムにすると思う。詳細は出張報告書に書くが、買入れの方法はともかく、いずれにしてもドイツ国債を中心に買入れを持続することは難しいという見方は圧倒的である。当面数か月は、海外のヘッジファンドがECBに高値で売るために相当買っているの、買入れはそれほど難しくはないが、来年9月まで、あるいはそれ以上続けることは、かなり難しいと思う。因みに、私も、金利か量かをはっきりした方がよいというような議論——かつて日本銀行であったような議論——を申し上げたが、先程申し上げたような条件のもとでは、それは難しいということであった。私が懸念しているのは、色々な条件緩和のヘッジがついているので来年9月までは何とかもつ可能性があると聞いているが、来年9月以降に実施する場合には、若干修正してもこれだけの条件を満たしながら実施していくのは相当難しいようである。要すれば、2%近傍でかつそれ未満という目標の実現可能性がみえるかどうかにかかってくるが、それはひとえにドイツにかかっている。ドイツのインフレ率が2%を超えるかどうかにかかっているが、そこはなかなか難しいところがあって、経常収支黒字が大きい、つまり投資が少ないことの裏表でもあるが、来年9月以降どうするのかを、懸念しながらみているところである。

石田委員

最近、欧州の生保の経営について色々言われることが多いが、かつて日本でバブル崩壊後、長期金利が非常に低下した時期に、他の要因もあるが主として利差損の問題から生保が経営難に陥り、一部は潰れリグルーピングして今立ち直ってきている。そのような事態が、欧州でも現実のものとして、今後ある程度の期間低金利が続くと、金利低下のマグニチュードは

非常に大きいので案外プルーデンスの問題にはねてくるという点は、頭の中に入れておく必要があると思う。

#### 宮尾委員

私もECBの政策についてコメントしたい。基本的には、私もECBの政策については前向きに評価しており、技術的な不透明性という問題は残っているとは思いますが、2つの意味で評価している。1つは、オープンエンド性をしっかりと導入したということだと思う。1年半という期間を設ける部分に加え、物価目標へのパスにしっかりと乗るまで続けるという、目標にリンクしたかたちでのオープンエンド性にコミットしこれを明確にした点は、金融緩和の本気度、長期的に持続することも辞さない姿勢を示し、金融環境を極めて緩和的にするという意味で絶大な効果を発揮していると思う。オープンエンド性については、日本銀行のQQEもそうだし、米国のQE3も同じで、オープンエンド性の金融環境にもたらす効果は非常に大きいとみている。

もう1点は、リスクシェアについてであるが、基本的に各国の中央銀行、NCBが自分たちの責任で買うということで、リスクシェアの部分は2割程度と少なかったと思うが、これだけの統合された中央銀行が各国の国債を買って、部分的であれリスクシェアの枠組みが入っているということは、財政統合に向けた長い道のりの第一歩とも言えると思う。勿論、財政統合への道のりは非常に時間がかかるプロセスだと思うが、白井委員がおっしゃったようにEU条約という非常に強い制約の中であれだけ大きな枠組みを取り敢えずスタートさせ、しかも財政のトランスファーの部分も今後拡張し得る可能性がしっかり入ったということは、長い目でみて、「財政統合なき通貨統合」という今のユーロの最大の障害の根幹部分を解決する糸口、あるいは第1ステップとなるという意味で、非常に重要な意味合いを持つのではないかと思う。もしそうだとすると、マーケットは、そのような長い目でみた効果も評価している可能性があるのではないかという意味で、非常に期待している。

## 白井委員

オープンエンド性についての見方はECBの中でも違っていた。具体的なことは挙げないが、は「買うことはできる」と言っていたが、はかなり懐疑的であったと思う。最初は500億ユーロ×22か月で実施するつもりであったところを、1月の理事会である人物の提案により、金額はほぼ同じだが600億ユーロ×19か月にした。それによって大きくみえるので市場にとってプラスという面もあるが、買入れがチャレンジングになったという見方——ECB共通の見方ではなく、一部の部署の見方かもしれないが——であった。先程申し上げたように、これだけの条件のもとで買い続けることには大変な難しさがあるので、当面は続けられるが、その後オープンエンドに続けることについては、市場は相当懐疑的である。そのような中でどの程度金融緩和効果があるのだろうかという点には、多少疑問はある。

## 木内委員

リスクシェアに関してはむしろ後退しているのではないかと思う。ECBの通常のオペでは、出資比率でリスクをシェアするが、それではドイツが嫌だと言うので、リスクシェアの部分を小さくして各国のリスクを大きくしたという点では、財政統合という観点からすると、むしろ逆方向を向いているのではないか。また、今回の国債の買入れ、公的資産の買入れについても、クレジットリスクについてはリスク配分は決まっているが、購入時の簿価と時価の違いである市場リスクをどのようにシェアしていくかについては、まだ決まっていないということなので、その意味ではかなり曖昧なままスタートしたという印象がある。

## 宮尾委員

白井委員、木内委員のコメントに関し、リスクシェアが完全には明確になっていないという点はそのとおりであるが、私が申し上げたかったこと

は、どこかで損失が出た時に何らかのトランスファーなり損失補填を国を跨いで行うということは——出資比率で考えていたリスクシェアよりは低いかもしれないが——、これがない場合と比べて大きな意味での第一歩であるということである。

オープンエンド性に関しては、基本的なメカニズムをどのように捉えるかということだと思う。本当に可能なのかという意味で現実の持続可能性について懸念や不確実性があるという面がある一方で、オープンエンドにコミットしたからこそ効果がより強く出る、従って早く終了することもできるという面も、当然ある。そこは両面あると思う。実際にできるのかという不確実性の面と、そこにコミットしたことでより強い効果を発揮し早期に終了できるという面があり、これはわれわれが葛藤したのと同じ問題意識だと思う。このようなことで、ドラギ総裁のECBはオープンエンド性を導入したのではないかと想像している。

#### 白井委員

マーケットリスクかどうかは分からないが、中央銀行が買い入れる時はバランスシートに額面で載せるが、各国のシェア——例えば、ドイツでは、スープレ債を除いたものの約 25%——に関しては時価である。ドイツは沢山買わなければならないが、ドイツ国債の時価は高くなるので額面上のシェアよりは買入負担は低くなるようになっているので、マーケットリスクのところを完全に無視している訳でなく、ECBの条文をよく読むとそのように書いてあるので、そこの工夫は若干あるような気がする。

#### 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どうぞ。

#### 木内委員

前回会合以降、原油価格が特徴的な動きをしている。WTIでは1月につけたボトムをまた割り込んできている。どの原油をみるかでイメージが

違うが、WT I ではまた底割れに向かっている感じになっている。この点で、数日前の I E A のレポートは興味深かった。それによると、原油価格は、これまでは米国のシェールの掘削リグの数に反応して反転してきたが、今回は掘削リグは減っているが生産は全く減っていない。それでは、どのようなタイミングで生産が落ちてきて実際に需給面でプラスの影響が出てくるかについて、I E A のマンスリーレポートが指摘しているのは、在庫の部分である。つまり、値上りを期待して洋上のタンカーなどに在庫として相当持っていると言われているが、それが実際に市場に出てこないで需給はそれほど緩んでいない。これがそろそろキャパシティーの限界に近づいていると指摘されており、そのタイミングは、明確には書かれていないが、文脈からするとこの4～6月かそれ以降だという感じであった。この限界に来ると放出せざるを得なくなり、そうすると原油価格はもう一段下落し、その後、備蓄分の放出が一巡する一方、漸く生産が落ちてくるということになると、これが原油価格反転のきっかけになるのではないかとということである。こういうことからすると、もう1回下がる局面が向こう数か月間にある可能性があると思っている。これはわが国の物価をみるうえでも重要な点だと思う。

もう1点は、国内の設備投資についてである。どの指標をみるかでイメージが違ってしまいが、注目したいのは、国内企業の中長期の設備投資意欲をみる際に恐らく唯一の指標として注目される内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」である。これで見ると、向こう3年間の設備投資の増加率はむしろ落ちてきている。一方で、雇用については向こう3年間でかなり増やし、物価はGDPデフレーターで見るとやや上がるという見通しとなっている。この調査結果から考えると、人手不足なので設備投資を増やしていくというよりは、むしろ、資本装備率を低下させる方向とも読める。また、物価見通しが高まってきていることが設備投資意欲に繋がっていないような感じもする。一方で、向こう3～5年の中長期の成長期待については、過去5年間ほぼ横ばいで最新の調査でも横ばいということからすると、人手不足、金融環境、収益といった追い風よりも、中長期

の成長期待が高まってないことが、足もとの設備投資が持ち直しつつも勢いを欠いていることの背景にあるのではないかと思う。

#### 中曽副総裁

木内委員ご指摘の前段の原油価格についてであるが、前回会合でもお話ししたが、シェールの特性を考えるべきだと思っている。シェールの投資サイクルは1年なので、彼等の行動からすると、1年先の先物価格が十分に下がってくれば投資を抑制し、逆にそれまでの間は先物で売却しておけば増産してもペイするので、そこで制約になるのは備蓄キャパシティだと思う。そういうことからすると、暫くは一進一退だと思う。この制約に到達するのがいつになるかは明確には分からないが、今年の中頃ではないかと思っている。その辺りまでは今のような観点から、シェールを中心に一進一退の状態が続くのではないかとみている。

わが国の物価については、一時的に前年比でマイナスに陥ることは排除できないが、日本経済について言えば、需給ギャップの縮小と中長期的なインフレ期待の改善傾向が維持されるのであれば、原油安によるインフレの落ち着きは、ベアを含めた賃金上昇と相俟って実質所得の増加をもたらす。実質所得がプラスになってくるということであれば、これはQQE導入後初めてのことなので、これが消費のモメンタムを支えてさらなる基調的物価上昇に繋がっていくと思うので、私としては、こうした追い風が続いていけば、景気に対する国内要因からの死角はむしろ減っていくのではないかと思っている。

#### 佐藤委員

原油価格については、前回会合で中曽副総裁からU字型の経路をたどるのではないかと指摘があったが、その論拠として、ブレイクイーブン次第でシェールの生産水準が決まってきて、スポット価格がブレイクイーブンを下回ってくると生産水準が抑制され、それが将来の価格の上昇要因になっていくという説明だったと思う。ただ、個人的には疑問なしとしない

ところがある。というのは、単純にブレイクイーブンを上回るか下回るかで生産水準が決まるというよりは、サックコスト、埋没コストがあるので、仮に、スポット市場の価格がブレイクイーブンを下回っているとしても、生産者側がサックコストを回収するために無理やり生産を続け、サバイバルゲームのような様相を呈していくと思う。そうすると、サックコストを回収するためにさらに増産し、それがさらなる価格下落を呼び、最終的に、業者が淘汰されたところで生産が減っていき、それで価格が回復するという経路をたどるのではないかと思う。その点では、U字型という指摘があったが、私も長い目でみれば回復していくとは思いますが、先々bumpyな展開をたどる可能性もあると思っている。

#### 木内委員

多くの委員が指摘された春節の影響について述べたい。足もとの生産、輸出が強いのは春節の影響なので、この影響を見極めたうえで、必要であれば景気判断を進めるというような指摘があった。その意味で、2月の貿易統計は非常に重要であるが、上中旬までの数字からの推計では実質輸出が相当落ちる可能性がある。落ちること自体はみんな覚悟しているが、もしかしたら想定よりも大分下振れる可能性がある。1～2月の輸出の平均をトレンドとみてもかなり下振れる可能性があると思う。1月までの輸出が強いことについては、春節の影響もあるが、もう1つは、米国の昨年第4四半期の輸入が非常に強かった一方、1～3月の米国の輸入——まだ1月までしか出ていないが——が落ちる可能性があるといった要因も多分加わってくるので、2月は統計の振れも含めてかなり弱く出ることを覚悟しておく必要があると思う。そうすると、昨年後半からの持ち直し傾向が崩れることにはならないが、持ち直しのペースに対するイメージが大分変わる可能性もあるので、間もなく発表される2月の貿易統計は重要だと思う。

## 宮尾委員

海外経済に戻ってしまうが、米国の賃金回復ペースについて、先程申し上げたことに1点追加したい。基本的には、慎重ながら楽観しており、雇用の改善、景気の回復とともに賃金上昇率は上がっていくとみている一方、米国の強みである企業の効率性という観点からすると、何度かの海外出張で経験した印象では、企業の雇用のコストに対する意識は非常に強く、例えばM&Aの時には、単に賃金だけではなく相手先企業のFRINGE BENEFITが隠れていないかを非常にシビアにチェックして企業合併を行うというように、コスト意識、特に雇用のコスト意識が徹底しており、それが米国の企業部門の高収益をもたらす企業部門の強みでもある。逆に、雇用や賃金面ではマイナスになる面がある。基本的には賃金には上昇圧力がある一方で、今申し上げた米国の企業部門の強さに起因する下方圧力も同時にあるという印象を持っている。そのような点も含めて、賃金上昇の今後の回復ペースは両面あると思っている。

## 白井委員

米国では、一時的かもしれないが12月、1月、2月と小売売上高が前月比マイナス、個人消費も12月、1月とマイナスとなっている。名目所得は伸びているが、今までであれば、名目所得が伸びている時は、たとえガソリン価格が下がっていたとしても実質消費が増えていた。しかし、今回は、実質消費はそれほど伸びておらず、12月、1月、2月の消費の動きが一時的であれば良いが、多少懸念される場所である。Fedが、6月かもしれないが金利引き上げを実施し、クレジットカードや住宅ローンの金利が上がっていく時に、それが消費にもたらす影響を懸念している。最近の研究では、米国の家計債務の対可処分所得比は確かに減少し、デレバレッジは進んでいるが、金利が下がったわりには債務が拡大していくという感じではないが、クレジットカードの金利が低下したことで消費者の債務返済負担が減少し、自動車を購入する傾向があった。自動車の買入れとクレジットカードの金利が関連しているという研究があるが、住宅ロー

ン金利が低下したことで、返済余力ができリファイナンスや消費に影響したという研究もある。今まで米国の消費が堅調でそれが米国の景気を支えてきたが、今後について直近の動向とともに注視したいと思う。

原油価格については、前回も申し上げたがB I Sの研究が興味深い。先程、サンクコストという話があったが、原油生産者のレバレッジが高いので、原油価格が下がれば下がるほどキャッシュフローが減り、むしろ生産を増やして返済をすることになり、生産が増えてその結果価格がさらに下がるという悪循環が指摘されている。このような面もあるので、原油価格の先行きは本当に分かりにくいと思う。

黒田議長

それでは、今から 10 分程度コーヒープレイクを取りたい。10 時 45 分に再開する。

(10 時 35 分中断、10 時 45 分再開)

## V. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針等は現状維持で結構である。そのうえで当面の金融政策運営に関して思うところを申し上げる。

第 1 は、国債市場の動向に関連して、量的・質的金融緩和の効果と副作用についてである。国債市場は、原油価格や米長期金利の下げ止まりと本邦株式市場の堅調などを映じて、本行の強力な買入れのもとでも 1 月中旬までみられたような一方的な金利低下局面ではなくなっている。そも

そも、量的・質的金融緩和の効果は資産買入れの進捗とともに強まるため、本行の買入れはイールドカーブ全体のアンカーになると考えられる。それでも、例えば、10年金利が量的・質的金融緩和拡大前の水準にほぼ戻っているという現状をどのように評価するかが、今後の政策運営の方向性を考えるうえで重要であろう。

1つの考え方として、経済情勢の好転に応じて人々の予想短期金利や中長期的な予想物価上昇率が幾分上方に変化し、これが名目金利水準を幾分押し上げているとの見方があり得ると思う。この場合、量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮しており、足もとの長期金利の下げ渋りはむしろ歓迎すべき変化ということになるであろう。ただし、予想短期金利はもとより、予想物価上昇率も市場ベース、サーベイベースともに特段有意な変化がみられない中、この仮説について十分説得的な議論を展開することは難しいように思われる。

もう1つの考え方として、インフレ等のプレミアムではなく、財政や流動性リスクプレミアムが上乘せされているとの見方もあり得ると思う。例えば、需給的には、1月下旬の長期金利上昇により証券会社のリスクテイク姿勢が慎重化し、これが、財務省の発行入札で玉を仕入れ本行に転売するという、いわゆる日銀トレードの慎重化に繋がったように見受けられる。結局、証券会社はリスクテイクを抑制し、最終投資家の需要に応じて発行入札の札を入れるということで、最終投資家の需要がみえる水準で金利の目線が定まることになる。足もとの長期金利水準は、こうした微妙な均衡上にあるとみられるが、最終投資家が要求するプレミアムが動いているとしても、それがインフレのプレミアム等によるのか、あるいは財政や流動性リスクプレミアムによるのか、現時点では切り分けは難しいと思う。ただし、金融市場局の第1回債券市場サーベイで、国債市場の流動性・機能度について、どちらかと言えば否定的な評価が比較的多くみられたことからすると、市場参加者は、財政はともかく流動性リスクプレミアムを相応に意識しているようにも見受けられる。こうした国債市場の流動性・機能度の低下という副作用は、2年前の量的・質的金融緩和の開始当初から指

摘されてきたことではあるが、昨年 10 月の量的・質的金融緩和拡大後は一段と目立ってきた印象がある。平たく言えば、相場に割高感が出て最終投資家が国債購入を見合わせると、市場参加者が本行と日銀トレードで利鞘稼ぎを狙う証券会社に限定される結果、ボラティリティが高まりやすくなり、量的・質的金融緩和による名目金利の低下効果が阻害されるということである。本行としては、先行き買入れを進めていく中でも、国債市場の価格形成の背後にあるメカニズムを丹念に探り、仮に、副作用が効果を上回るという判断となれば、現状の資産買入れの枠組みを柔軟に再考していく必要があると思われる。

第 2 は、第 1 の点と関連するが、現状規模の買入れの持続性についてである。前回会合でも申し上げたように、政府のネット新規発行額の約 2 倍の国債をネットで買入れるという現行政策の枠組みは、最終投資家の国債保有残高がある一定限度まで減少すると機能しなくなる可能性がある。そうしたクリティカルポイントはまだかなり先なのか、あるいは意外に近いのか、現時点で確たることは申し上げられない。ただし、主要な売り手であったメガバンクの国債ポートが既に圧縮され、一段の圧縮余地が乏しい中で、G P I F や年金のリバランスに伴う売りが一巡すれば、主要な売り手がなくなり、本行の買入オペが未達になるといった事態は起こり得ると思う。すなわち、本行がイールドカーブを深掘りするかたちで高値を追って国債を買い上げていくことで、供給は自ずから出てくるという見方がある一方、価格が上がっても供給が出てこない、すなわち供給曲線が垂直になるポイントがどこかにはあるはずである。本行の金融政策運営は、一義的には物価安定の目標の達成状況を念頭に置きつつも、現状規模の買入れの持続性に配慮し、オペレーション上のクリティカルポイントも念頭に置く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

量的・質的金融緩和の導入から間もなく2年になるが、このタイミングで緩和の効果と副作用を再度冷静にレビューしたうえで、政策効果を高めるよりも、潜在的な副作用の抑制により重きを置いた政策姿勢へと、軌道修正していくのが良いと個人的には考えている。量的・質的金融緩和は、資産の買入れを進める中で、緩和が累積的に強化されていく枠組みであるが、政策効果の発現で重要な役割を果たす実質金利の低下傾向に歯止めがかかる中、政策効果は逆に逡減しているようにもみえる。他方、副作用については、潜在的な要素が強いため必ずしも明確になっている訳ではないが、国債市場を過度に歪めることから派生する様々な問題を中心に、むしろ累積的に高まっている可能性がある。最新の債券市場サーベイで、債券市場の機能が低下したとの見方が多かった点も謙虚に受け止める必要があると思う。

金融政策は、政策効果のみに焦点を当てて運営されるものではなく、効果と副作用の期待値のバランスの最大化を目指すことが求められる。私自身は、量的・質的金融緩和の導入時に、一定期間であれば効果が副作用を上回るぎりぎりの規模感と判断して賛成したが、時間の経過とともにいずれ副作用が効果を上回ると考え、2年程度の集中対応措置と位置付けるとの提案も併せて行った。2%の物価安定目標を短期間で達成するのは難しい中、量的・質的金融緩和をその目標達成に強く結びつけて運営すると、導入時の政策が長期化あるいは強化され、副作用が累積的に高まるといったことを心配したためである。過去2年間を振り返ってみると、自身が心配したとおりの展開になっているとの思いがある。昨年10月の緩和拡大時には、副作用が効果を上回る時点が前倒しになると考えて、私自身はその措置に反対し、その後も導入当初の方針が妥当と主張して追加措置に反対を続けてきた。しかし、その後さらに時間が経過したため、導入当初の方針であっても副作用が効果を上回るクリティカルなポイントに達した可能性も考えられる。

ところで、量的・質的金融緩和を2年間の集中対応措置と位置付け、そ

の後柔軟に見直すという提案で私自身が念頭に置いてきたのは、2年程度で量的・質的金融緩和をやめるということではない。金融市場への悪影響などを考慮すれば、購入した資産を大量に売却して超過準備を一気に解消するといった措置は、現実的な対応とは思えない。2年間の集中対応措置とは、その間は資産買入規模並びにマネタリーベースの増加規模を最大限に維持することをイメージしており、その期間が過ぎれば規模を段階的に減額していくことが選択肢になると考えている。仮に、減額措置を開始したとしても、買入れを続ける限りは、なお緩和は累積的に強化される性質であるほか、残高の中立化に相当の時間を要することから、量的・質的金融緩和が長期化することは必至だと思う。また、金利や支援オペなどその他の政策ツールを必要に応じて柔軟に活用していくことで、政策選択の余地が狭まることはないと考えている。

次に、量的・質的金融緩和の効果と副作用に関する情報発信について申し上げたいと思う。先程も述べたように、金融政策は効果と副作用の期待値のバランスを最大化することを目指し、副作用に十分に注意を払って慎重に運用されるべきものと考えている。また、考えられる副作用については、一般の人々にも丁寧に説明することが求められると思う。他の経済政策と比較して、金融政策の副作用、コストは一般の人々にはみえにくいため、あたかもコストがないかのように考える向きもあると思う。その一方で、現在の政策が、円安などを通じて賃金上昇を上回る物価上昇率を長期化させる可能性や、金融市場に行き過ぎを生じさせ、将来、金融市場や経済の安定を脅かす可能性などを漠然と心配する向きもあると思う。こうした点を踏まえると、副作用について丁寧に説明し、本行がそれに細心の注意を払って政策運営を行っていることを強くアピールすることで、政策への信頼感が高まり、ひいては政策効果を高めることにもなると思う。

政策効果や経済・物価の見通しについての情報発信についても、やや課題を感じている。先行きの経済・物価動向については、強気の情報発信が引き続き目立つが、そうした見方の根拠として、直接的な政策効果よりも、賃上げの影響、原油価格下落の効果、あるいは海外需要の高まりなど、い

わば外的要因を挙げる傾向が強い点に問題を感じている。その背景には、実質金利の低下を通じて量的・質的金融緩和の効果が最も生じやすい個人消費と設備投資が、いずれも足もとで力強さを欠いているといった事情も影響しているように思われる。しかし、外的諸要因に基づく経済・物価の楽観論が、前半でも述べたように期待外れに終われば、政策への信認を損ねることも考慮しておく必要があると思う。先行きの経済・物価の見直しおよび政策効果についての情報発信は、過度に楽観に振れることなく、また効果と副作用の双方についてバランス良く示していくことが重要と考える。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。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、銀行貸出残高の前年比は2%台半ばのプラスで推移しているほか、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/円は米国の堅調な雇用統計や米国長期金利の上昇などを反映しドル高円安方向の動きとなっている。株価は、円安や原油安を背景とした堅調な企業決算見通しや需給改善期待などから上昇している。この間、短国レートは引き続きタイトな需給にある中、概ねゼロ近傍で推移している。長期金利は、米国金利上昇による影響や入札結果に振れる展開となったが、前回会合からは概ね横ばいの水準となっている。国際金融資本市場は一頃より落ち着きを取り戻しているが、先行きは、米欧経済の回復ペース、ECBの政策の波及効果、原油価格の動向とその影響、ウクライナ・中東情勢等の地政学的リスクなどに十分な注意が必要である。

なお、ECBが資産買入れを拡大する等、先進国全体での低金利環境下

で search for yield の動きが続いているように窺われる。また、新興国でも金融緩和を進める動きが続いている。市場では、力強い雇用統計などを受けて、米国では今年中の早ければ年央あるいは秋口にも金融政策を正常化するとの見方がやや増えており、今後、経済成長や雇用・所得環境改善の速度だけではなく、F e d の情報発信や市場とのコミュニケーションなど、何らかの出来事をきっかけに資金フローが急激に変化し、新興国を含めて金融資本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。

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は十分な配慮を行う必要がある。

今般初めて実施された債券市場サーベイでは、債券市場の機能度について3か月前と比べて「低下している」と回答した先が7割を超える結果となった。この背景には、1月下旬以降に国債金利のボラティリティがやや大きめに上昇したことも影響しているとみられる。強力な金融緩和を遂行するうえで国債需給に相応の影響を与えることは予め想定しているところでもあり、現時点で債券市場において、とりわけ重要な問題が生じているとはみていないが、今後も買入れが進んでいくことから、市場の動向について、引き続き市場関係者の声を聞きながら対話も含めて、注意深く見守っていく必要がある。

最後に、予想物価上昇率についてである。予想物価上昇率は、企業・家計の物価観やそのもとでの行動の変化等を捉えながら総合的に判断していくことが重要である。先般公表された内閣府の企業行動に関するアンケート調査では、企業は今後3年間と5年間の平均の名目成長率が、前年度調査時より若干高めに実質成長率を上回る状態を想定しており、相応の物価上昇を見込んでいることが示唆されている。また、1年後の平均販売価格も前年度並みの1.3%の上昇を見込んでいる。実際、企業には家計行動の変化を踏まえ、従来の低価格戦略を見直して付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きがみられるほか、労働側との賃上げ交渉において

も、物価動向等に配慮し、一定の対応を行う姿勢にあると思われる。また、家計や市場の物価予想も、先行き上昇する姿は概ね維持されており、こうしたことから、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇していると判断している。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

消費者物価（総合、除く生鮮食品）の前年比は、消費税増税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、1月は消費税増税の影響を除くと+0.2%まで低下した。今後は、雇用需給のタイト化からみて、これまで続けてきた名目賃金の上昇が継続すると予想される。その一方で、消費税増税の消費に対するマイナスの影響は次第に減衰すると思われる。従って、今後の消費者物価前年比の動向は、主として原油価格の動向に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、消費者物価前年比はさらに低下すると予想される。

しかし、原油価格の低下は、中長期的には日本経済を活性化し、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となる。また、今年度の賃金上昇が昨年度をかなり上回り、今後も人手不足が続くことも、消費者物価前年比を引き上げる要因である。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限り、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みている。

そこで、問題の予想インフレ率であるが、足もとのインフレ率の低下の影響を受けて、短期の予想インフレ率は低下しているとみられるが、各種のサーベイデータから推測すると、中長期の予想インフレ率は低下してい

ないとみられる。一方、昨年11月頃から低下し続けてきた10年物の物価連動国債のBEIも、本年1月末からは上昇傾向に転じ、昨年12月初旬の水準に戻っている。ただし、昨年度後半以降のBEIの動向をみると、BEIは原油価格の影響を受けやすいことが窺われ、注意する必要があると思われる。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、中長期の予想インフレ率は全体としてみれば低下しておらず、デフレを脱却し2%の物価目標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、予想インフレ率を引き下げるというリスクには、今後も注意が必要である。予想インフレ率の動向を判断するためには、原油価格の動向の影響を受けやすいとみられるBEI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、賃金とインフレ率の関係や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

まず、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。

次に、国債市場についてであるが、市場機能に関して先日公表された債券市場サーベイをみると、3か月前と比較して債券市場の機能度が低下したという回答が多かったが、これは、それ以前の金利低下局面での極端に低いボラティリティから、1月下旬以降それがやや修正されたことに影響を受けた面もあると思う。また、取引の執行という面では、意図した価格や取引金額、ロットで取引ができていないとする回答は多くはなかった。各種の市場流動性指標等も併せてみると、現時点では債券市場の流動性について大きな問題が生じている訳ではないと思う。元々、QQEのもとで

の国債買入れは、金利の引き下げを目的としている以上、イールドカーブが低位に維持されている現状は、意図した政策効果の現れともいえると思う。流動性に影響を与えること自体は避けがたいコストということになるが、そうしたコストを極小化していくために、市場参加者との対話を密にしながら広範な市場流動性指標もモニタリング、分析し、市場の状況の的確な把握に努めていく必要があると考えている。

次に、金融政策を行っていくうえでの情報発信について、米国と比較しながら所見を述べたい。このところ、われわれは、原油価格の下落でCPI総合あるいは除く生鮮食品が低下する中で、物価の基調をみていくことの重要性について、繰り返し情報発信をしてきているところである。この点は、最近の米国においても同様であると思う。すなわち、米国では、除く食料品・エネルギーベースのCPIが+1.6%とプラス幅を維持している一方、CPI総合は原油価格の下落を背景に-0.1%とマイナス圏に低下している。このため、先行きの物価見通しを示すに当たっては、物価の基調的な動きを前面に出して説明しているようにみえる。すなわち、FOMCの公表文をみると、エネルギー価格の下落から短期的には一段と下落することが予想されるが、そうした一時的な要因が剥落するもとで、中期的には2%へ向かって緩やかに上昇していくという説明をしている。そして、BEIなどの動きについては、政策判断を変える材料にはならないとして、取り敢えず「look through」の姿勢のようである。

この先、仮に今週のFOMCで公表文から「patient」の文言が落とされた場合には、6月以降、どのFOMCでも最初の利上げが行われ得るフェーズに入っていくと理解しているが、物価の基調について説得的な説明を行っていくうえで、現下の情勢でFedにとって恐らく悩ましいのは、労働需給が力強く改善する一方で、賃金の伸びがなお十分高まってこないことだと思う。FedがFOMCの公表文で示している見通しでは、雇用のタイト化が次第に賃金を押し上げ、物価上昇に繋がっていくことが念頭にあるように思う。しかし、この点、賃金上昇にはなかなか繋がらないというような見方から、賃金は遅行指標であって上昇圧力は既に高まってい

るという見方まで、賃金上昇のタイミングについては様々な見方があるようである。また、F e d自身も、賃金は重視をしているが政策判断の決め手として賃金だけが過度に注目されることは避けようとしているようにもみえる。F e dにとっては、物価の基調の見通しを示して利上げのタイミングを市場に的確に織り込ませていくうえで、重要な局面を迎えていると思う。

先行きの金融政策運営について、物価の基調の見通しと結びつけた説明を要するのは日本銀行も同じであるが、わが方の場合、難しい点は、予想物価上昇率の動きをどのように織り込んで、それを説得的に説明していくかということだと思う。つまり、米国の場合、予想物価上昇率が既にアンカーされた状態にあるが、日本の場合は予想物価上昇率を引き上げる途上にあるので、その動きも物価の基調に影響を与える。予想物価上昇率自身、現実のインフレ率の影響を受けるという問題もある。しかも、予想物価上昇率を表す唯一無二の指標がある訳ではないので、様々な経済指標や見通しを積み上げることによって、予想物価上昇率の見通しを説得的に示していく必要がある。なお、日本の場合、物価の基調を語る時、賃金上昇の意味についてやや強めのニュアンスを込めるのは、デフレ脱却のために所得から支出へという好循環維持が大事という意識があるからだと思っている。

このように、物価の基調を重視して政策運営を行うという点では、われわれもF e dも同じであるが、取り巻く環境によって直面する課題は異なっているということだと思う。いずれにせよ、われわれは様々な指標などを点検することで物価の基調的な動向をしっかりと捉える努力をして、丁寧にコミュニケーションを図っていくことが不可欠だと思う。この点、今後の利上げに向けたF e dの情報発信については、われわれにとっても大いに参考になると思うので、よくフォローしていきたいと思っている。

最後に、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られるので、現在の金融市場調節方針および資産買入方針を継続して、その効果を

見守っていくことが適切であると思っている。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、米国における堅調な労働市場動向とECBによるP S P Pの発表、開始によって、ドル高とユーロ圏の長期金利低下が一段と進んだことが指摘できる。今月初めに欧州を訪問したので、ECBの金融政策を中心に本行の政策にも関連付けつつ、私の見解を申し上げます。

まず、第1に、ECBは2%未満かつ近傍という物価安定目標を中期的に実現するために、毎月600億ユーロ程度の資産買入れを開始した。P S P Pの作成に当たり、ECBは、EU条約のマネタリーファイナンス禁止条項、およびEU司法裁判所の判事が本年1月に示した proportionality や市場価格の形成などの条件を満たす必要があり、そのために①各中銀による出資比率に応じた自国国債等の買入れ、②買入資産の利回り下限を預金ファシリティ金利と同じ-0.2%に設定、③残存期間が50年以上もある中で2~31年未満の年限に限定、④ECBによる買入れは買入総額の8%に限定、⑤買入上限は銘柄と発行体に対してそれぞれ発行残高の25%と33%に設定といった規定を導入し、買入平均残存期間の目標を設定していない。無論、今後これらの条件の一部は見直しが可能であるが、ドイツ国債等に対する年金、生保等の需要が大きいため、次第に買入れが難しくなり、2016年9月以降も継続する場合には買入額がかなり限定されるとの見方が多いようである。すなわち、ECBが如何にして資産買入れの持続性を維持しながら物価安定を実現していくのか、あるいは如何にして買入れの継続に懐疑的な市場とのコミュニケーションを高めていくのかなど、今後改善が必要な課題があるように思った。また、これらの点については、日本銀行も同じような課題を抱えており、適切な時期に改善を取

り組む必要があるように思う。

第2に、ECBが預金ファシリティ金利をマイナス水準で維持しながら資産買入れを実施している点については、金融市場の分断化により資金供給オペ需要が相応にあること、銀行間市場での影響はEURIBOR等が概ねプラス圏内で推移していることもあって限定的であるとの判断があるようである。しかし、より重要な理由は、物価上昇率やインフレ予想が低下する中で実質金利の上昇を抑制し、また金融緩和の結果生じるユーロ安によって景気回復を促す狙いがあるように思う。マイナスの預金金利は、ECBや複数の欧州小国が採用したことで広く知られるようになっており、日本銀行に対してもそうした政策期待が再度高まる可能性がある。量を重視する現行の政策において選択肢でないのであれば、不必要な金利のボラティリティの拡大を回避するためにも、2001～2006年の量的緩和の時の経験も踏まえて、日本銀行の立場をしっかりと説明した方が良いように思う。

第3に、ECBが物価安定目標を実現するためには、ドイツを中心とするコア国のインフレ率が2%を上回らないと難しいと考えられる。世界金融危機以前は、周縁国が対外借入で消費を拡大しインフレ率は2%を大きく上回っていた一方で、ドイツのインフレ率は2006年までは2%を下回っていた。今後のユーロ圏では、これとは正反対の状態を実現させなければならない。ドイツでは今年の賃金上昇率はかなり高くなるようであるが、2%以上のインフレを嫌う国民性や国際競争力を維持したい企業の思惑から、2%以上のインフレ率を持続的に達成していくのはかなりハードルが高いようである。

なお、これに関連して欧州委員会では、本年2月にマクロ経済不均衡プロセスにおけるオピニオンを公表し、ドイツの経常収支の黒字額の対GDP比が閾値6%を超えており今後も改善が見込まれないことから過剰と判断し、不足する民間・公共投資を改善することで黒字を縮小するように促している。また、従来の判断を一段引き上げて、断固とした政策対応とモニタリングが必要なマクロ経済不均衡に直面と認定している。ユーロ圏

の景気回復と物価安定目標の実現には、ドイツの内需拡大と持続可能な物価上昇が不可欠であることが欧州で共有されていると感じた。ドイツ側でもこうした警鐘をきっかけに、自国の経常収支問題への認識が広まっており、公共インフラ投資の拡充に向けた議論が始まったと聞いている。

第4に、ECBが本年3月に示した中期見通しによると、経済成長率については、2015年と2016年で大きく上方修正を行い、新たに示した2017年までには+2.1%まで上昇すると予測している。HICPについては2015年は下方修正したが、2016年の上方修正を経て、2017年には+1.8%に達して物価安定目標を実現すると予測している。これらの見通しには、原油価格が2017年にかけて1バレル=70ドル程度へと緩やかに上昇、および出発点のユーロ/ドル相場を1.14ドルへと減価修正しその後はほぼ不変とする前提に加えて、量的緩和による様々な効果を新たに織り込んだことが指摘できる。物価見通しについては、暫く低下した後、2015年末にはラグを伴って原油価格による押下げ圧力が緩和され、その後は輸入物価と国内物価の上昇圧力が高まることで上昇率は加速すると想定している。このうちの輸入物価については、原油価格の上昇、その他商品価格の上昇、海外需要の拡大、ユーロ安のラグ効果などによって上昇に転じるとし、国内物価については、需給ギャップの改善とそれによる賃金上昇と利益マージン改善によって物価上昇率が高まっていくと予想されている。

日本銀行の基本的見解と概ね類似したシナリオであるが、物価上昇率の決定要因として、適応型のインフレ予想の上昇を織り込んでいないだけに、わが国とは異なるメカニズムによる物価上昇要因も想定しているようである。例えば、①賃金の下方硬直性によって原油価格下落による賃金下押し圧力が限定的である一方で、景気拡大局面では賃金インデクセーションが働きやすいこと、②企業の利益マージンが景気改善と生産性の改善によって大きく拡大すること、③通貨安のラグ効果が生じる期間が、わが国の1年程度に対して、3年程度と長期としていることである。特に、賃金の下方硬直性や規制が多いサービス産業における企業の利益マージンの高さを指摘する研究は既に複数あり、また物価が下落する現在でもサービ

ス価格が1%程度で安定して推移する原因と考えられる。また、ユーロ圏では2%程度の物価安定への国民の理解はかなり浸透しているようである。つまり、物価安定目標を想定どおりのタイミングで達成できるかは分からないが、景気回復が本格化すれば物価が上昇しやすい構造を有しているようである。なお、物価の持続的上昇を目指すわが国の課題もここから垣間見え、わが国においては、緩やかなインフレを意識した自律的な賃金設定メカニズムが備わることと、サービス価格の持続的な上昇が必要である。また、それには時間がかかるので、2%程度の達成時期については不確実性が高いと私が以前から主張し続けている理由も、こうした考察が反映されている。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、日本の長期金利は、この間やや神経質な動きもみられたが、前回会合からほぼ横ばいの0.4%程度になっている。この間の株価は、前回会合から上昇し、ドル/円レートでみた為替相場も121円台と前回会合からドル高円安となった。これら金融市場の面から、極めて緩和的な金融環境が維持されていると評価している。

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、1月中間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、これまでの方針を継続することが適切と考える。さらに、先行きの政策運営に関するガイダンスも、従来どおりを維持することが適切と考える。

それでは、政策に関わる論点ということで、今回が私にとって最後の決定会合でもあるので、今後の政策判断のポイントについて考えているとこ

るを申し述べたい。大規模な国債買入れをオープンエンドで続けるという量的・質的金融緩和政策の効果に関して、私自身としては、これまで全体としてしっかりとした効果が期待できると主張してきた。具体的には、第1に、波及経路としては、特に株価や為替レートといった資産価格を通じた経路が効果的に働いてきている、第2に、人々の生産的で、前向きなリスクテイク行動や企業のアニマルスピリットを促すことで、資本ストックや全要素生産性などの供給面にも影響を及ぼし得る結果、より持続的な効果を発揮し得る、第3に、わが国経済のファンダメンタルズが着実に改善する中で、金融緩和政策はより高い効果を発揮し得る地合いにある、といった点を主張してきた。それに加えて、前回の会合では、最近の学界での議論を紹介し、大規模かつ長期の国債買入れが、シニョリッジに基づく財政余地、fiscal space を通じて景気刺激効果を発揮し得るという理論的なメカニズム、可能性についても指摘してきた。そして、このような様々な政策効果がファンダメンタルズの改善を伴いつつ発揮されることで、金融不均衡などの副作用も相応に抑制できるということを議論してきた。

こうした私の政策効果に関する見方が正しいかどうかについては、勿論この委員会内でも様々な意見があるという点は承知しているが、その見方の違いは、言うまでもなく、今後の出口議論あるいは正常化へ向けた検討を、どのタイミングで開始し、そのガイダンスを公表すべきかという論点に関わるもので、極めて重要なポイントであると認識している。効果が最早限定的で副作用やリスクがより大きいとする見方に立てば、早めのタイミングで出口や正常化へ向けた議論を始めるべきとなる。一方、効果がより大きいという見方に立てば、正常化へ向けたガイダンスの公表はむしろ緩和政策の転換とみなされるため、景気・物価に対しては逆に無視できないブレーキをかけることを意味する。従って、その効果が上回るという見方に立てば、タイミングは慎重に見極めて、ビハインド・ザ・カーブとなるリスク、つまり景気や物価がオーバーシュートするリスクを取ってでも、そのタイミングを慎重に判断すべきということになる。

私自身は、現時点では後者の立場であり、物価安定目標の達成を確実に

見通せるまで、正常化へ向けたガイダンスの公表等は遅らせるべきである、慎重に考えるべきであると考えている。幸いにもとていうか、米国の景気回復や生産性上昇のペース、賃金・物価の上昇ペースは緩やかであり、そのもとで米国ひいては日本の長期金利が急騰するリスクは、相応に抑制されているとみている。

最後に残された重要なリスクは、本行の緩和策が長期化することで、政府による財政健全化努力が低下するというリスクである。言うまでもなく、中長期の財政再建へ向けた取組みを確実に進めることは、現在の政策連携の中で、政府サイドがしっかりと果たすべき極めて重要な責務であると認識している。規制緩和や構造改革と併せて、改めて政府の取組みの着実な進展を強く期待する。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

金融政策については、QQE導入後、4月で2年の節目を迎えるが、政策効果についての検証、評価をしっかりと行う必要があると考えている。これについては、次回4月の会合で申し上げる予定であるので、今回はわが国の金融政策あるいはその効果について、直接または間接的に影響を及ぼす可能性のあるところの事象について3点申し上げる。

まず、第1は、米国の利上げについてである。Fedはこのところフォワードガイダンスの言葉を着実に見直してきており、まず先に「considerable time」を外して「patient」という言葉を使っているが、今月の会合にも「patient」を外し、今後 data-dependent でいつでも金利を上げられる態勢としていく方向にあるとみている。

しかしながら、市場の織り込んでいる先行きのFFレートのパスと、いわゆる dot plot が示すFedの見通しには、かなりの乖離が存在している。そこで、例えば6月にも市場金利の引き上げがある場合、あるいはそ

の見込みが強くなってきた場合には、市場が十分織り込んでいないだけに、2013年5月のような大きな反応を引き起こす恐れがある。米国市場のみならず海外市場の動向がわが国の金融市場、あるいは輸出動向に負の影響を与える可能性について留意が必要とみている。

また、米国の通常の tightening cycle は約2年と言われており、QQEの出口を考えた場合、米国の tightening の期間を過ぎると彼我の金利の方向が逆となり、円相場に大きな増価圧力がかかりかねない点は、今後米国金融政策との距離感を強く意識していく必要があるものとみているところである。

第2は、ユーロ／ドル相場の動向である。ECBの最近の経済見通しは、原油は足もとの直物、先物の価格、為替は1ユーロ=1.13ドル程度で横置きとして、今年の成長率が+1.5%と引き上げられているが、ユーロ相場は既に1.06ドルを下回っており、パリティを割り込むまでさらに低下すると見込む向きも多く、景気をさらに刺激する方向にある。ユーロ圏と米国は、貿易その他の経済関係が大変緊密なことから、米国企業のユーロ安ドル高に対する不満が拡大し、為替問題そのものが米国でさらに大きなイシューとなってくる恐れがある。わが国に対しても、現行金融政策に対する見方を含め、直接、間接に種々の負の影響を与える恐れがある点、留意を要するとみている。

第3は、プルーデンス問題の金融政策に対する影響である。今月10日に、欧州システミックリスク理事会は、国債はリスクゼロの資産ではなく、世界の監督当局は現行規定の変更を検討すべきとの報告書を出している。ロジックの前提は、ソブリン債がデフォルトリスクの対象となるのであれば、ということである。ユーロ圏の国債のように個別国に通貨主権がない場合、あるいは外貨建ての場合には当てはまるかもしれないが、通貨主権がある国の自国通貨建て国債については該当するものではないと思う。しかし、このような意見が色々と出てくることは、現在進行中のバーゼルⅢ規制における自国通貨建てソブリンリスクの取扱いに関する議論にも悪影響を与えかねない点、強く警戒すべきものと考えている。

また、今月8日には、B I Sの市場委員会で、金融規制と金融調節についてのCGFS-MCスタディグループ報告書のドラフトの提出と議論がなされたとのことである。リーマン・ショック以来、プルーデンス政策の強化が様々なレベルで進行しているが、プルーデンス政策は金融市場の機能に大きな影響を与えかねない。このような観点からの検討、議論は大変重要であり、本行でもしっかり行っていくべきものと考えている。

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

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いう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。

企業や家計の支出行動を支える金融環境については、緩和した状態にあるということで、意見が一致していたと思う。銀行貸出は緩やかに増加し続けており、貸出金利も既往最低水準である。なお、米国の金融政策の影響、その他様々な海外の状況が今後わが国の金融資本市場にどのような影響を及ぼすのか、あるいはそれが当面の金融政策運営についてどのようなインプリケーションを持つかということについては、様々なご意見があった。

それでは、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。

## 白井委員

私は、昨年 10 月の追加緩和に賛成したが、内容はともかくとして追加緩和は必要だったと思う。これなくしては今の企業、家計のマインドや企業収益の改善はなかったと思う。また、IPOの数も相当増えている。新しく起こる企業が非常に上場しやすくなっている。上場が銀行借入よりも容易であるということが、新しい企業が起きている背景でもある。このように、総じてみれば追加緩和は妥当であったし、タイミングもベストであったと思う。ただ、債券市場サーベイにもあったように、市場機能については注視していく必要があると思っている。そのうえで、折角、輸出、生産、出荷・在庫バランスが改善し、資産効果も現れているので、追加緩和以降の規模を当面続けていく必要がある。そして、何よりも、われわれは物価の基調は変わっていない、堅調であると言っている。今の段階ではその証拠はなかなか示せないが、物価の基調が変わっていないことの証拠は、いずれきちっと示す必要があり、当面今の規模が必要だと思う。

物価上昇の見通しについては、今の中央値は 2015 年度+1.0%、2016 年度+2.2%だが、私自身は前から慎重にみており、中央値の実現はちょっと難しい可能性があると思う。インフレ予想を分析してみても、ゆっくり変わっていくとみている。インフレ予想が上がっていくにはある程度時間がかかるものであり、それは認めた方がよい。急いでできるものではないと思っている。2%程度への道のりには時間がかかるということになると、今の買入規模をどの程度持続できるのかについて、今直ぐに議論する必要はないにしても、徐々に話し合っていく必要があると思う。1月の会合で私は、パッケージで示した方がよいのではないかと言ったが、いずれそこが1つの課題になると思っている。私自身は、あらゆる角度から色々分析をして、2%への道のりには時間がかかると思っている。2016 年度には2%程度に近づくという見通しを持っているが、「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する」という表現をこのまま維持していると、どうしても多くの民間の方々の見方と大きなずれがあり、その見方を維持している限り、それが難しいことが段々と確認されていくと、さらなる追加緩和

への期待が高まると思う。海外の投資家の間でもそのような見方が非常に強い。私は、今の規模でも相当の規模だと思うので、それを持続することが大事で、それに加えてさらに追加緩和ということについては、躊躇がある。そののところをどのようにコミュニケーションしていくかが課題だと思う。4月末に展望レポートで見通しを出す、その時に単に見通しを出すだけで良いのか、追加緩和期待が根強いのでそれとの関係でコミュニケーションを相当慎重に考えていく必要があると思っている。

黒田議長

他にご意見がなければ、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。まず、財務省の菅原一秀副大臣お願いします。

菅原財務副大臣

先般3月9日に公表された平成26年10～12月期の実質GDP成長率（2次QE）は、民間在庫が下方改訂された影響等により、前期比年率で+1.5%と1次QEから下方改訂された。他方、月次の指標をみると、生産や輸出が高めの伸びとなっているほか、マインド指標にも持ち直しの兆しがみられる。こうしたことから、景気が緩やかな回復基調にあるという認識に変わりはないが、引き続き経済の動向を注視していく。

2つ目に、政府の取組みとして、民需主導の持続的な経済成長を実現するためにも、また、日本銀行が現在取り組んでいる金融緩和を円滑に進めるためにも、財政の持続可能性を維持することは必要不可欠である。このため、政府としては、現在、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達成に向けた「財政健全化計画」について、経済財政諮問会議等において検討を進め、本年夏までに策定することとしている。

また、先週13日には、平成27年度予算が衆議院を通過し、現在参議院で審議が行われているが、2月3日に成立した平成26年度補正予算に続いて一日も早く成立させることにより、経済の好循環を確かなものとし、

地方にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせることが必要である。厳しい日程の中であるが、今ご審議をお願いしており、政府としても、引き続き速やかに年度内の成立を目指していく。

最後に、金融政策について、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

内閣府の西村康稔副大臣願います。

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。3月9日に公表した2014年10～12月期のGDP速報（2次QE）では、民間消費が上方改訂、民間設備投資や民間在庫投資が下方改訂されたことなどから、実質成長率は前期比年率+1.5%と下方改訂となったものの、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2.4%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、次回のQEから推計手法の一層の透明化を図るため、各方面から要望の多かった民間在庫品および民間企業設備に関し、詳細な公表を行うこととした。

現在、昨年末に取りまとめた「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」の早期執行に努めているところである。また、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。

対日直接投資は、投資先としての日本の魅力の改善もあり、拡大しつつある。こうした動きを一層強化するため、本日夕方、対日直接投資推進会議において、グローバルな対応強化についての政策パッケージを取りまとめる予定である。また、マイナンバーの利用事務を拡充するとともに、個

個人情報の保護を図りつつ、パーソナルデータの利活用を促進することによる新産業、新サービスの創出を実現するため、個人情報保護法および番号利用法の一部を改正する法律案を、3月10日国会に提出した。

国家戦略特区については、今国会ではさらに充実・強化した内容の法案を提出したいと考えている。今回提出する法案は、地方創生の視点から地方のニーズを十分踏まえたものにしていく考えである。前国会に提出した法案に盛り込んだ外国人家事支援人材の活用や地域限定保育士の創設などに加えて、都市公園内の保育所の設置解禁や外国人医師による診療範囲の拡充などとともに、農林水産分野をはじめとする改革の成果を盛り込んでいきたいと考えている。

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。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針と資産買入方針については、拡大前が妥当と考えるので議長案に反対する。対外公表文については、6.の部分の表現を従来どおりに修正する議案を提出したいと思う。

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]

執行部は木内委員提出の議案および議長提出の3つの議案について説明をお願いします。

内田企画局長

それでは、金融市場調節方針に関する議長案から申し上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、資産買入方針である。

[「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。6. について、「量的・質的金融緩和」は所期の効果を発揮しており、日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指す。そのうえで、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集中対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする。以上」である。

議長案の対外公表文案の変更点は2か所である。3. の消費者物価で「0%台前半」、4. の消費者物価で「エネルギー価格下落の影響から、当面0%程度で推移する」としている。

黒田議長

それでは、ただ今説明のあった4つの議案についてご意見があればご発言頂きたい。なければ、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、一時退席をお願いする。

[11時45分 政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

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

黒田議長

続いて、資産買入方針に関する採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

反対：木内審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

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

黒田議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた両方針に則って調節に努めるよう、これをもって指示する。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頁目の注で、(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

中曾副総裁

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

[11時55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（2月17、18日開催分）の承認

黒田議長

最後に、2月17、18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20日金曜日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、4月7、8日に開催する予定で  
ある。

宮尾委員は、今回が最後の決定会合となる。2010年3月に就任後、日  
本銀行がデフレ脱却に向けて様々な取組みを進めていく中で、決定会合に  
おける議論、特に理論面から多大な貢献をして頂いた。宮尾委員、長い間  
本当にお疲れ様でした。ありがとうございました。

宮尾委員

ありがとうございました。

黒田議長

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04分である。

黒田議長

解禁時刻が12時04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 59 分閉会)

以 上