

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年4月7日（14:00～16:00）

4月8日（9:00～12:31）

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（ 〃 ）
森本宜久（審議委員）
白井さゆり（ 〃 ）
石田浩二（ 〃 ）
佐藤健裕（ 〃 ）
木内登英（ 〃 ）
原田 泰（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省	迫田英典	大臣官房総括審議官（7日）
	菅原一秀	財務副大臣（8日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）（7日）
	西村康稔	内閣府副大臣（8日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	服部良太
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、3月16、17日開催の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

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。まず、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80兆円に相当するペースで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。買入

れは概ね予定どおりであるが、C Pについては、例年同様、企業が期末の債務残高を小さくみせたいために期末に期落ちするものが多く、実際3月末に期落ちが出て残高は2.0兆円となっている。

図表2は国債買入れである。平均残存期間は、1月8.6年、2月8.5年のあと、3月は9.2年であった。これは、3月は銀行が期末に向けてポートフォリオを固めてこれを動かしたくないということで、短期の応札スタンスがかなり消極化していたことを踏まえ、札割れ回避のために1～5年ゾーンのオファーを減らしていたことを反映している。4月入り後のオファーについては、ほぼ2月以前の姿に戻している。ディレクティブをほぼイーブンペースで進めていく、ゾーン別にも各ゾーンを万遍なく買っていくという方針で進めている。このもとで、1～5年のゾーンは、例えば、4月1日のオペでの倍率は1.98倍、1.85倍と1倍台で、4月入り後も倍率は低めである。この応札の中には、見かけの倍率を上げるための見せ札も多少あるので、実際の倍率はさらにもう少し低いと思う。これは、期初の益出し売りがこれまでのところ例年に比べて多くないということかと思う。この背景として、マーケットでは、先行き当面短期ゾーンの金利が上がる可能性は低いだろうということで、急いで益出しを行わずに、どうせ価格が下がることはないのもっと先で売れば良いと考えている先があるということも聞かれている。もう1つは、4月入り後、株で積極的に益出しをしたことで、総合採算で言えば、株で益出しができたので債券での益出しは急がないという先もあるという声も聞かれている。その一方で、これまで益出しの主力となっていた銀行勢が、国債ポート自体をかなり縮小させているので、益出しのための玉自体が減っていることを指摘する声もある。引き続き状況をみていきたいと思う。

図表3の国債補完供給は、3月の利用は23件とかなり多くなった。銘柄別にみると、カレント物ではない銘柄が多い状況ではあるが、3月については、特定のカレント銘柄、具体的には10年337回債についてS L Fが連日利用されたことが件数の増加に繋がっている。本行の買入れが進んでおり、相当なシェアを抱えている銘柄が増えてきているので、国債補完

供給へのニーズが趨勢的に増えていることは確かだと思う。こうした中で、金融市場局では、3月20日、国債補完供給の利用上限および連続利用可能日数を引き上げる対応を採っている。引き続き情勢をみていきたいと思う。

続いて、内外市場である。前回会合までは、米国以外の国々の通貨は対米ドルで下落、逆に言えば、ドルの独歩高という傾向が目立っていた。この中で、マーケットでは、米国以外の国々は対ドルで自国通貨を切り下げて景気を浮揚できる一方、ドル高は米国経済には然程影響せずに米国経済は回復を続けるといった cherry picking 的な見方もあったように思われる。前回会合以降の動きをみると、このうち後者について若干慎重な見方が出たことが特徴かと思う。すなわち、米国以外の国々、特に欧州では、通貨安が実体経済を刺激するという見方が維持されているが、一方で、米国も、さすがにドルの独歩高の影響とは無縁ではいられないのではないかとといった見方が、多少出てきたと思う。図表5（1）は米国の政策金利に対する市場の見方であるが、前回会合以降、3月18日のFOMC、先週末の雇用統計を経て、先行きの利上げに関する市場の見方が若干後ろ倒しになっている。図表6は3月18日のFOMC当日のマーケットの反応であるが、この際のFOMCの経済・物価見通しの下方修正が、マーケットには dovish なサインと受け止められ、声明文公表と同時に長期金利が明確に下がり、ドルが反落するという動きがみられている。また、図表7は米国を含めた各国の長期金利であるが、米国の長期金利が今申し上げたようにFOMC、それから雇用統計を受けて低下し、日本やドイツの長期金利も、米国の金利低下と並行して低下するという動きをたどっている。図表8でこの間の動きを詳しくみると、米国では長期ゾーンも低下しているが、先行きの金融政策を反映しやすいとされる2年物も前回会合以降低下している。これを受けて米国のイールドカーブも全般に低下している。図表9の本邦長期金利については、（2）のイールドカーブをみると、前回会合以降、長期ゾーンを中心に全般に低下する姿となっている。

この間、もう1つの特徴的な動きは、欧州のギリシャ問題である。図表

12（１）は欧州周縁国の国債金利であるが、こちらをみると、マーケットでは、ギリシャ情勢を引き続き警戒的にみているということかと思う。もっとも、こうしたギリシャを巡る警戒感が、例えば、ポルトガルやスペインといった他の欧州周縁国にはあまり波及していないことも特徴である。マーケットの見方としては、周縁国間でのデカップリングも進んでいるように思われるところである。

図表 13 の株価をご覧頂くと、先程申し上げたような米国経済に対するドル高の影響への警戒感が若干出ており、米国株は、このところ横ばい圏内の動きとなっている。また、こうした見方を背景に、ドルが他国通貨に対してこのところ反落する動きがみられているので、欧州株や日本株もこのところやや軟調である。もっとも、昨日については、米国株は上昇し、これを受けて本日の日本株は上昇に転じている。この間、注目されるのが中国株である。中国については、成長率の低下が見込まれているが、これに関する政策期待から株価はむしろ上昇しており、マーケットでは、金融相場的な展開に対する警戒感もみられているところである。図表 14（１）をみると、前回会合以降では中国の株価上昇が突出している。（３）は上海と香港の両方に上場している中国企業 59 社の上海の株価と香港の株価の比であるが、このところ、上海における株価の上昇が特に目立つ姿となっている。こういった動きについては、今後とも注意していきたいと思う。

図表 15 の為替レートを見ると、前回会合まではドルの独歩高の状況であったが、前回会合以降はドルが反落し、それまではドルに対して下落してきた他通貨がドルに対して反発する動きが目立っている。図表 16（３）の米ドルの名目実効為替レートは、前回会合まではかなり明確なドルの独歩高であったが、これに対して前回会合以降はドルが反落している姿が特徴的である。

図表 19 のコモディティ市場の動きをみると、原油価格は、前回会合以降、やや持ち直し傾向にある。この間、鉄鉱石の下落が目立っていることも特徴的である。

以上みてきたように、内外マーケットでは、前回申し上げたような cherry picking 的な動き、すなわち米国以外の国々は通貨を切り下げて回復する一方、米国経済はドル高にあまり影響されずに回復を続けるといった見方のうち、後半部分についてやや慎重な見方も台頭してきている。ただ、これについては、天候要因なのか、それとも天候以外の要因がどの程度あるのかは、まだ見定めかねている状況かと思う。先行きについても、これまでの良好な市場環境を支えてきた微妙なバランス、つまり米国経済は基本的に強いがインフレ圧力は抑制され、利上げはゆっくりできるといったバランスが維持されるかどうか、1つのポイントかと思う。いずれの方向に傾いても、前回会合以降の動きをみても、米国の金融政策の先行きに対するマーケットの感応度が高い状況だと思うので、引き続き注意していく必要があると思う。また、ギリシャ問題への市場の警戒感も底流としては続いていると思う。これらの点も踏まえて、今後とも市場動向を注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

3点ある。1点目は図表3の国債補完供給についてである。3月の利用件数は大幅に増えたが、これは、元々期末はフェイル件数も増え流動性の問題が出やすいという季節的な要因によるところが大きいのか、それとも3月23日の制度変更、つまり拡充策の影響が既に相当出ているのか。それから、利用が増えることのメリットは分かるが、デメリットとしては、例えば、本行としてはマネタリーベースのコントロールがやや難しくなる、マネタリーベースが減ることがデメリットとしてあると思うが、利用者側には何らかのモラルハザード的な問題はないのか。それとも、利用する時のコストはそれなりに高いのでモラルハザードは防がれているということなのか。

2点目は、図表4にあるように短国レートが3か月物ではプラスが結構定着しているが、この背景は何か。少し前まではマイナスで、ゼロまで上がると投信の買いが出てくるのでなかなかプラスが定着しないという説明だったと思う。期末という要因はあると思うが、意外にプラスが定着し始めた背景は何か。例えば、銀行はキャッシュ潰しのため短国を持つが、ただ従来ほどは、デュレーション調整、すなわちデュレーションを短くするために短国を無理して買うインセンティブが落ちていることなどが背景にあるのか。あるいは、別の何らかの大きな変化があったのか、教えて欲しい。

最後に、図表10の国債市場の流動性・機能度で、(2)の長国先物の値幅・出来高比率などでみると、前回会合以降、比率がかなり上がっており、1～2月の市場が動揺した時と同じ、あるいはむしろそれより高い水準まで上がってきているが、この背景は何なのか。これも、期末で取引が落ちている、値幅・出来高比率で言うと分母が落ちているので一時的に比率が高まったということなのか。それとも、値幅自体も振れていて実際に流動性の低下がみられたのか。(3)の板の厚みや(4)のビッド・アスク・スプレッドなどの指標とも併せて教えて欲しい。

山岡金融市場局長

1点目の国債補完供給については、季節性はあまり大きくないと考えている。過去の時系列をみても、3月に特に国債補完供給の利用が多くなるということではなかったと思う。次に、われわれの要件緩和については、3月は要件緩和前から既に利用件数が相当膨らんでいたもので、要件緩和が直接の理由ということでもないように思う。われわれは、1件1件について利用の背景をみているが、やはり事務ミスが発端であるケースがほとんどだと思う。ただ、337回債については、われわれが相当程度保有しているために、事務ミスを起こしてマーケットでどこかから調達しようとしてもそれが難しかったという意味で、全体的な需給の引締まりの影響はあると思う。モラルハザードの問題については、非常に深い問題であるが、わ

れわれのQQEは、私の理解では、本質的に需給に何らかの影響を及ぼすことによって金利に下方圧力をかけていく政策だと思うので、需給に影響を与えるのは当然という面があり、SLFで何でも貸すとなると政策効果との関連はどうかという問題は常にある。われわれとしては、そうしたことも慎重に踏まえ、他国のSLFの例も踏まえながら、要件緩和が過度になり過ぎないようにこのような設計としている。具体的には、0.4%という利用料は相応に高い水準であると思うので、ここでモラルハザードには一定の歯止めがかけられると思う。

2点目の短国金利については、季節要因が大きかったと思う。都銀が3月末に至る前の段階でポートを固めてしまい、3か月物の短国はこれ以上欲しくないとする一方で、証券会社の方も、期末にかけてバランスシートを膨らませたくないのも積極的には短国を買いにこず、入札に対する需要が比較的弱めで、その時に金利が浮いたかたちとなった。短国に関しては、4月に入ってから、都銀が金利ゼロで入札してくる傾向が再び強まっており、これからは、これまで同様、ゼロが上限になって下がり気味になると思う。

木内委員

ドル投円転コストのマイナス幅が広がっており、海外投資家の短国保有が足もと結構増えてきているが、そのことの影響はあまりないのか。

山岡金融市場局長

常にそういうことはあると思う。そのような圧力がなければ短国金利は恐らくゼロになろうかと思う。そのうえで、そのような底流での圧力があるので、短国金利が6か月物や12か月物を中心にマイナスになりやすいということだと思う。たまたま3月は、ポートフォリオを固めてしまった先が買いにこないという動きが金利を上を引き上げて、その分、3か月物が上に浮いたということだと思う。

3点目の流動性・機能度に関しては、値幅・出来高比率上昇の原因は値

幅の増加である。この間、国債の入札日に値幅が大きく跳ねる傾向があった。これは、こういった状況なので特定の投資家の行動、具体的には大手生保が国債を買いに来るかどうかを市場参加者は非常に注視しており、買いに来ると価格は上がり金利が下がる、買いに来ないと価格は下がり金利が急上昇するというような動きがあり、入札の時には大口投資家の動向をみながら価格が相当動いた。その動きを先物が反映した結果として値幅が大きくなり、値幅・出来高比率の上昇に結びついたと思う。ただ、他の計数をみても、全体としては国債の正常な取引が阻害されるような状況ではないと考えている。

白井委員

3つある。1点目は、国債補完供給についてである。私の記憶では、S L Fを始めた時は、stigma はあるが日本銀行としては使ってもらいたいという気持ちがあったと思う。E C BとN C Bは、それぞれ別の制度を作るということで、4月2日にE C Bだけが証券貸出制度の概要を発表した。特徴としては、レポとリバースレポを組み合わせ、エクセスリザーブには影響を与えないやり方である。そこはF e dと全く同じで、債券の交換である。もう1つ、E C Bはロールオーバーを3回まで認めており、ロールオーバーする度に基礎の40bpに10bpずつ上乗せしていくかたちで、ペナルティ色が強い感じがする。これに関し、F e dがどうであったか教えて欲しい。日本銀行の場合、どちらかと言うとこの制度を使ってもらいたいというかたちで、スワップではなくてキャッシュと国債の交換なので、沢山使ってもらおうとエクセスリザーブが減っていくという問題もあると思う。それにペナルティもない。それは、使い勝手を良くしたいという発想が前面に出たということなのか。もし分かれば、E C Bはどのような発想でそのような設定としているのか、教えて欲しい。

2点目は、図表8（1）をみると——資料には2014年1月からしかないが——、米国の長期金利は、10年と30年を比べると30年の金利の方が下げが大きい。taper tantrumがあった2013年5月前と比べるともっ

とはっきりするが、30年物の金利は非常に落ちている一方、10年物はほぼ同じである。これはどういうことなのだろうかと思っている。5年位まではF F金利、政策金利の期待が入るが、先程説明があったように、2013年5月以降にイールドカーブが一旦スティープ化して、今戻ってきている。ところが30年以上のところは相当落ちており、これをどのように考えるかである。1つ考えられるのは、もしかしたらインフレ期待が低い、あるいはインフレがボラタイルでなくマーケットや人々のインフレ見通しのばらつきが減っている——F O M Cメンバーの見通しもそうである——ために、インフレリスクプレミアムが減っているのか。10年以上のところは非常に下がっていることに関して、何か背景があると思うが、この点、どのようにみているのか教えて欲しい。

最後に、例えば、デンマークではスイスと同じように -0.75% のマイナス金利——正確には、当座預金は 0% でC D金利が -0.75% ——であるが、よく分からないのは、 -0.75% にしてもリザーブが減っていない点である。マイナス金利で新規国債発行を停止したにもかかわらず、エクセスリザーブは変わっていない。もしかしたら、デンマークは通常求められるE R Mの $\pm 2.25\%$ のバンドを $\pm 15\%$ まで拡大できるので、スイスが対ユーロ相場の上限を撤廃した1月15日以降はバンド拡大の期待があるのだろうか。よく分からない動きなので、もし分かれば教えて欲しい。また、スイスのエクセスリザーブの状況は、今はどのようになっているのか。分かれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

1点目のS L Fについては、中央銀行がこれをどの程度進めていくかは深遠な問題である。われわれがこれを導入した時の基本的な発想は、ラストリゾートということであったと思うが、2つ論点があると思う。1つは、民間との競合をどのように考えるか、つまり債券ポートを沢山抱えている民間の方にとっては、S L Fは商売の種であるので、中央銀行が乗り出すことについて、民業圧迫という問題をどのように考えるかという本質的な

問題があった。もう1つは、われわれのQ QE、つまり国債の需給に影響を与えるという効果を考えると、例えば、ショートを振りにくいということはある種の政策効果の1つでもあり、そこにS L Fでどんどん貸してあげるということをどのように考えるかという、2つの問題があったと思う。私の理解では、Q QEという非常に大規模な金融緩和で国債マーケットにこれだけ影響を及ぼすことが考えられる中では、フリクションを解消するためにこのファシリティを使って頂こうということだったと理解している。基本的にはラストリゾートとして相応しいファシリティにするということであり、各国の中央銀行も、基本的にはそのような発想ではないかと思う。そのうえで、白井委員ご指摘の債券を取り替えるかたちにするか、キャッシュと債券を取り替えるかたちにするかは、深遠で難しい問題だと思う。勿論、ファシリティの制約という問題もあるが、確かに、債券を取り替える方がリザーブのマネジメントという観点からすると貫徹していると言えるが、一方で、債券を取り替えるとなると、債券が必要な人は他の債券を持ってこなければならないので、債券全体の引締まりという状況があった時には引締まりを解消できないではないかという議論があろうかと思う。どちらが良いかと言うと、両方良し悪しがあると思う。そのうえで、各国はS L Fの利用に関してはそれなりに歯止めをかけていると思う。実際、今回E C Bが導入したS L Fをみても、上限額はわれわれの債券貸出の1/10 以下と非常に低いので、E C BもF e dも、ラストリゾートとしての機能ということを考えているのではないかと、個人的には思っている。

白井委員

F e dはペナルティを課しているのか。

山岡金融市場局長

F e dは、ペナルティは課していない。

2点目の米国の長期金利については、最近の国際会議などでは恐らく最

も深遠な話題の1つだと思う。つまり、別の conundrum であり、例えば、2年や5年から先のリスクプレミアムがなぜこれほど低いのかについては、米国の関係者と話しても、過去これほどリスクプレミアムが低い時代はなかったと言っている。それに関しては私の知識の及ぶところではないと思うが、様々な説があって、白井委員のおっしゃるようなインフレ予想の鎮静化、インフレ予想の収斂、それからもう1つ底流にあるのが先行きの世界経済の潜在成長率の低下、いわゆる New Mediocre や Secular Stagnation といった仮説にどの程度重きを置くかで色々な見方があるという状況だと思う。

3点目のデンマーク、スイスについては、デンマークの経緯をみると、超過準備の量はこれまでも一定程度あり、相当程度の超過準備を恒常的に持っている銀行システムだと思う。これには構造的な要因が相当あって、超過準備が溜まりやすくなっているものと思われる。今回の引き上げ措置に関しては、元々非常に大きな額になる超過準備の全部に-0.75%のマイナス金利を課すと、銀行システムにとってのコストが大き過ぎるということで、銀行サイドからのニーズもあって、金利0%の部分が相当拡大されている。デンマーク当局からすると、投機的な動きによって流れ込むところを penalize すれば良く、ある一定量を超えたところに-0.75%というペナルティをかけるという発想だと思う。スイスの超過準備の状況については後で調べたい。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。結論から先に申し上げると、前回決定会合以降、「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」という基調判断は変えていない。

図表2の米国については、判断は変えていない中で、1つの大きな特徴として図表2-1(1)の経済指標サプライズインデックスをお示ししている。第1四半期を振り返ると、米国の指標では予想を下回るものが多い一方、ユーロ圏では予想比上振れの指標が多いというコントラストが目立ったのが、大きな特徴だと思っている。米国での下振れの1つの理由は個人消費であり、この場でも何度か議論したが、(2)の実質個人消費を前月比でみると、昨年11月まで前月比伸び率が高まったあと、急に伸び率が鈍ってきており、2月は前月比マイナスとなっている。この裏で、家計貯蓄率も3か月連続で上昇してきている。堅調に伸びた所得、あるいはガソリン安で浮いたお金を使い切っていないということだと思う。この点、FRB幹部も述べているように、(3)の所得環境あるいはマインドの強さといったものを踏まえると、寒波などの天候要因による一時的なものと現状では判断している。実際、(4)にあるように、2月にかけて外食や自動車販売は天候要因で落ちているが、先に指標が出ている自動車販売では3月に大きく戻している。同様の2月の不調は住宅着工でもみられている。こうした個人消費の減速は攪乱的な動きとしても、(5)のISM指数からも明らかのように、ドル高の影響などを映じた製造業の減速は、ある程度予期した動きとはいえ着実に進んできている。これに西海岸の港湾ストの影響が、基調としての輸出の鈍化を強めている面はあるが、(6)の輸出関連指標をみると、前期比で足もと下落している。それから、図表2-2(1)の資本財受注からも分かるように、次第に海外需要の弱さとドル高の影響が徐々に顕在化してきている姿がみてとれる。このように全般的に弱かった第1四半期の指標と整合的に、(3)の雇用者数も3月は前月比12.6万人の増加にとどまっている。ただ、製造業の弱さは多少残るとしても、成長のエンジンである個人消費を巡る環境はしっかりしているため、サービス部門の雇用は、攪乱要因の剥落とともに増加幅を戻してくると見込んでいる。ただ、この点は予断を持つことなく、注意深く点検していきたい。

この間、物価は、(4)の2月のPCEデフレーターは、ヘッドラインで前年比の伸び率低下に一旦歯止めがかかったように見える。コアベースも+1.4%と安定して推移している。(5)の賃金関連指標も、引き続き低い伸びにとどまっている。(6)の3月のFOMC参加者の物価見通しも、本年中は現状程度の伸びで推移したあと、来年から緩やかに伸び率を高めて次第に2%に近づいていく姿になっている。

次に、図表3の欧州経済をご覧頂くと、米国と対照的にポジティブな指標が相次いでいる。(1)の複合PMIも明確にリバウンドした姿になっている。その主役は、(2)の個人消費であり、(3)の一旦一服していた失業率低下の動きがまた再開する中、雇用・所得は緩やかに伸びを高めてきている。これにガソリン安や株高の効果が加わり弾みがついているというのが、消費の姿だと思っている。(4)の輸出関連指標も上向きである。(5)の生産も上向きの動きであるが、過剰債務の重石は引き続き残っており、ギリシャ情勢を含めて不確実性も引き続き高い中で、設備投資の増加に繋がるにはまだ至っていないという状況だと思う。(6)の物価は、3月のユーロ圏HICP総合は、エネルギー価格の下落幅縮小を映じて、前年比-0.1%と前月からマイナス幅がさらに縮小している。民間の見通しも、4～6月に0%近傍に達したあと、徐々にプラスに転じていくとの見方が、現在では中心的となっている。

図表4の中国経済をご覧頂くと、前回会合から実体経済の新しい指標はあまり出ていない。大きな構図としては、固定資産投資の減速、あるいは過剰生産業種の調整を映じて製造業を中心に勢いを欠く構図である。この間、政策面では、(5)のインターバンクの金利は春節後もなかなか下がらなかったが、ついに下がってきた。大型IPOにかかる凍結資金が動き始めたほか、人民銀行がオペ金利を下げて潤沢な流動性資金供給を行った結果であると思っている。加えて、住宅ローンに関する頭金の制限を追加的に緩和するなど、小刻みな緩和措置が金融面から採られてきているということだと思っている。一方、(6)の人民元レートについては、これまで短期金利の引き下げは人民元の対ドルでの減価に繋がるため躊躇して

いる可能性があるのではないかと申し上げてきていたが、人民元は、この間、急なカタチで増価に転じてきており、マーケットではドル売り人民元買い介入が行われたのではないかという観測も出てきている。

中国以外の新興国経済については、図表５（１）の製造業PMIは、アジアが第１四半期にリバウンドしているほか、中東欧もユーロ圏の持ち直しを映じて比較的高い水準で推移している。一方、全体の足を引っ張っているのは相変わらずラテンアメリカであり、こうした大きな構図は、（２）の輸出数量、（３）の生産の推移をみても変わっていない。（４）で新興国の内需面を点検すると、個人消費は３％前後の前年比でそこそこの伸び率を維持している一方、設備投資の調整がまだ続いていることは明らかである。こうした個人消費の動きは、（５）の原油安を映じたインフレ率の低下によっても支えられている。このインフレ率の低下を受けて、（６）にあるように、ここ１～２か月、多くの新興国で利下げが行われ、これが景気を支えているという構図である。図表６－１（５）は米ドル相場であるが、先程山岡金融市場局長から説明のあったとおり、米国の景気を受けて一本調子のドル高基調に少し調整が入っている。

最後に、図表６－２で主に欧州関係の金融の動きを示しているが、（２）はマイナス金利に突っ込んだ年限であり、欧州全体でかなりマイナス金利が広がってきている。その中で気になるのがギリシャ情勢である。今月末の経済再建策の具体化交渉が難航しており、国庫資金繰りへの懸念から（３）の逆イールド化が一段と進行し、（４）の預金の流出も続いており、目が離せない状況が続いている。そのわりには欧州金融市場全体としてかなり落ち着きを維持していることから、予期せぬカタチで何らかのショックが起きた際の脆弱性には、よく注意しておくべきだと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

中国では、預金保険制度が5月1日に導入されることが正式に発表された。銀行にとっては追加のコストが発生するが、銀行はどのようなかたちでマネージするのか。例えば、貸出金利に反映させるとか、預金金利を下げるという可能性もあると思うが、昨今の報道では、自由化した預金金利を抑えるような動きを当局がしているというような観測記事もあるが、これには預金保険制度導入後の地均しのような意味合いがあるのかどうか、教えて欲しい。

次に、ユーロ圏では、ユーロが大分安くなって、輸出にはプラスの影響があり、株高を通じて個人消費にもプラスであるが、一方で、物価に対する影響はまだあまり強くは出ていない感じもしている。その結果もあると思うが、インフレ期待に対しても、プラスの影響はあるとはいえ、それほど大きい影響はない。その結果として、実質所得環境は良いということでもあると思うが、今後ユーロ安の影響が物価、あるいはインフレ期待に出てきた時に、一方で、雇用情勢は依然として厳しく賃金がどんどん増えていくような状況でもないと思うので、むしろ実質所得の期待がやや落ちるかたちで今のユーロ圏の消費の勢いが落ちてしまうというようなリスクについては、どのように考えているのか。

長井国際局長

中国の預金保険については、ご指摘のように予想以上に早く実施されるということであるが、具体的に銀行にどの程度のコストがかかるかはまだ不透明である。ただ、いずれにせよコストがかかってくるので、それをどのように吸収していくかは、金融緩和を進めたいという今の状況の中では、短期的にはアゲインストだろうと思っている。当局が貸出金利を抑える指導をしているといった報道も確かにあるが、これは、金融監督面から貸出基準金利から自由に乖離して信用リスクをプライシングして良いという指導とバッティングするところがあり、そこも少し悩ましいところだろうと思っている。その意味で、一方で、預金金利の方も自由化の最後のステッ

プとして行われてくると、インターネットの預金などとの競合で預金金利を上げざるを得ず、そういった競争がある中でコストをどのように負担していくかは、景気との兼ね合いで非常に難しい状況になってくるだろうと思っている。

ユーロ安の影響については、確かに今まで原油安とオフセットされ目立ってこなかったが、これから一段と進んでいく場合には、徐々に影響が出てくると思う。1つは、ユーロ安がインフレにそのまま乗ってくるのかどうか、逆に言うと、今までのインフレ率の低下がそのようなパススルーだけだったのかというと、彼等の抱えている構造調整面やファンダメンタルズ面からの価格の下押しプレッシャーも微妙にあったと思う。そことのせめぎ合いで、単純にユーロ安の分をそのまま乗せてくるほど簡単にインフレ率は上がってこないのではないかとと思っている。それから、今までも何度か議論させて頂いたが、欧州の賃金交渉は生活条件、物価をかなりの程度勘案して決めてくるところがあるので、それをある程度上乗せして実質賃金、実質所得を維持するかたちでバイアスがかかってくることもあり得ると思っている。

白井委員

2点ある。1点目はアメリカであるが、図表2-1(5)、(6)で、製造業ISM、実質輸出が落ちているが、ドル高がこの一因であるという説明がよくなされるが、どの程度そうなのか。実質実効為替レートなどをみると全然変わっておらず、為替の問題のようには思えない。昨今の貿易関数などをみると、為替レートよりも海外の需要の方が効いたりするので、先程ご説明があったような西海岸のスト、あるいはエネルギーセクターの不振により機械等の需要が減少しているのではないか。海外需要が影響した面もあるのかもしれないが、ドル高によるマイナス効果は、海外投資あるいは輸出企業の海外での売上を換算した時の問題だと思うので、どの程度本当に、ドル高を理由に輸出や製造業ISM指数などのソフトデータが悪化しているのか疑問に思っている。この点、意見を伺いたい。

2点目は欧州であるが、昨年秋からE C Bがカバードボンドを再び買い始め、毎月平均して大体100億ユーロ位順調に買えているそうである。私も、欧州の方から、結構買いやすいということを聞いた。その結果として、カバードボンドマーケットは拡大しているのか。また、その関連で、住宅ローン市場が少しは拡大してきているのか。ユーロ圏全体の住宅ローン貸出の伸び率をみると、今まで0%位であったところが極く僅かであるがプラスになっているので、少しは効果があるような気もする。もし分かれば、カバードボンド買入れのカバードボンドマーケットや住宅ローン市場への効果を教えて頂きたい。

長井国際局長

ご指摘の図表2-1(5)ISM指数、(6)輸出関連でドル高の影響がどの程度かをわれわれの局内でもかなり議論している。白井委員とトーンが似ているが、マーケットはドル高のせいだということを強調し過ぎているのではないかと思っている。ドル高以外の要因としては、ご指摘のような外需の弱さがあると思っており、1つは、図表2-2(1)の資本財受注をみると、例えば、鉱業機械はシェールなど国内分があるのだろうと思うが、建設機械の下落には、資源国などでトラクターが売れなくなったなど、中国を起点とする新興市場国の過剰の調整が、米国の製造業——グローバル企業が多い——の輸出の減退などに繋がっている面があるのだろうと思っている。そういった意味では、ドル高だけではないのだろう。ドル高が効いてくるにしては少し早過ぎるという気もしており、昨日のNY連銀のダドリー総裁の話でも、Fedのモデルでは大体0.6%程度効いてくるが、モデルでは2015年の終わり頃、すなわちもう少し後に効果が出てくると予測するものが多い。モデル次第では早めに出てくることもあるが、ちょっと早いのではないかと思っている。

カバードボンドについては、今までわれわれもやってきたような色々なプログラムの中で市場の調節で急に市場が拡大するという筋合いのものでは多分ないのだろうと思っている。カバードボンドは、国によって住宅

関連など非常に偏りがあるので、既に市場があるところでは、「それでは発行しようか」というかたちで多少は出てくるかもしれないと思うが、そもそもの市場を作っていくというようなところではなかなか出てこないだろう。住宅については、これまでの行き過ぎの調整があるので、ご指摘のように、これとともに住宅ローンの伸び率が急に高まってくるという短期的な効果は、期待できないのではないかとみている。

黒田議長

他にご質問がなければ、ここで5分間のコーヒースペイクを取りたいと思う。再開は14時52分でお願ひする。

(14時47分中断、14時52分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

会合を再開する。国内経済情勢について説明をお願いする。

前田調査統計局長

席上にお配りしている資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1は短観の業況判断である。資料にはないが、全産業全規模は、3月短観では2期連続で小幅改善し、+7のはっきりとした「良い」超となった。もたついていると言えどもたついているが、リーマン・ショック前のピークが2007年3月の+8なので、水準としてはそれなりに高い水準であるということをまず申し上げておきたい。そのうえで、業種別にみると、製造業が横ばいしないしやや低下の一方、非製造業については改善する姿となっている。非製造業の動きの背景には、1つ目に消費関連の持ち直し、2つ目に不動産関連の改善、そして3つ目に燃料安を受けた運輸などの改善がある。一方、製造業については、強弱両方の材料が混在している。見方によっては、円安、生産増のわりには改善していないというよう

な意見もあったと思うが、この背景には、1つ目は、海外需給の調査では少し悪化していたので、新興国・資源国の需要鈍化から海外需要に対しての見方がやや慎重であること、2つ目に、これまでの業績改善に対する円安の寄与は大きい、為替の先行きについては、まだ1ドル＝110円程度と慎重にみていること、3つ目に、国内の自動車販売の鈍さが続いていることなどが考えられると思う。この辺りの製造業の懸念については、海外経済の回復あるいは円安が持続していくにつれて次第に薄らぐとみているが、一応注意してみていきたいと思っている。

次に、図表6の輸出入である。実質輸出については、1月はかなり増えたが2月は大幅な反動減となった。予想どおり春節の影響で振れが大きくなっているが、1～2月平均でみれば、10～12月対比+2.1%と3期連続の増加となる。一方、実質輸入は、2月は前月比+3.3%と強かったが、これも春節の影響で強く出た。図表8(1)の地域別の実質輸出をみると、中国をはじめとした春節の影響を受けやすい地域で1月に増えたあと、2月が中国では倍返しになっているので、やはり春節の振れだということがよく分かる。それ以外でも、米国を含めどうも2月は弱めに出る傾向があったようだが、1～2月で均してみると、10～12月対比で米国が+5.1%と高めの伸び、昨年まで弱めであったEUが+3.6%、ASEAN4が+8.1%と、景気の底打ちを反映してか持ち直しの動きがみられるなど、均してみると、先月の特徴から変化はないと思う。輸出の先行きについては、基本的には緩やかな増加傾向をたどるとみて良いと思っている。ただ、月々の振れが大きく基調が読みづらく、また先程述べたように短観の海外需給判断が足もとで幾分悪化している点を踏まえると、今後の増加傾向に確信が持てるようになるには、もう少しデータ、情報の蓄積が必要と思っている。一方、図表12(1)の地域別の輸入については、先程も申し上げたとおり、2月は中国からの輸入が前月比+31.7%と極めて高い伸びとなっており、これは、今年の春節が2月の下旬頃であったことで、その前に駆け込みで出荷されたものを日本が輸入したためだろうと思うので、3月には反動減になるとみて良いと思う。輸入の基調をみるために(2)の

財別の四半期の数字をご覧頂くと、消費財あるいは資本財は、昨年4～6月に消費税率引き上げの反動の影響で一旦減少したが、その後しっかりしてきており、中間財もここにきて増え始めているので、輸入面からみると、国内需要あるいは生産の持ち直しが読み取れる。以上が輸出入である。

続いて、国内である。図表14の短観の経常利益をご覧頂くと、今回から調査サンプルが変わり2013年度から2014年度にかけて若干段差が生じているが、いずれも2014年度は小幅ながら増益——非製造業中小企業だけは反動減となっているが——、2015年度も総じてみれば増益計画だと思う。利益水準は高水準であり、特に、円安の恩恵を受ける製造業大企業では、売上高経常利益率は2014年度に6.96%となり、これは1973年度の調査開始以来のピークとなることが見込まれている。為替の前提がまだ少し円高に作られているので、恐らくこれ以上に上振れる可能性が高いと思う。

図表15で、前回会合以降発表された短観以外の月次のマインド調査を申し上げておくと、(5)の帝国データバンクの景気動向調査では、対象が1万社程度あるので1番滑らかな動きをするが、3月にかけて改善しており、短観に比べて改善がはっきりしているのではないかと思う。短観の調査では、なお多少鈍さが残ったような感じがあるが、こうした月次の調査も踏まえて総合的にみれば、企業マインドは、方向としては良くなりつつあるとみて良いと思っている。

そのもとでの設備投資については、図表16で建築着工床面積と資本財総供給の2月の数字が出ているが、建築着工床面積は、2月も増えた結果、1～2月の10～12月対比は+4.6%となり、10～12月の前期比+5.5%に続いて2期連続のプラスとなっている。資本財総供給は、2月に反動減となっているが、四半期でみると7～9月+1.8%、10～12月+2.4%、1～2月+1.4%と増加が続いており、振れの大きい輸送機械を除くと増加傾向が少しはっきりしてきている。短観の設備投資計画をみると、全産業全規模で、2014年度は+4.4%と前回調査から0.7%の上方修正となった。今回が初めての調査となる2015年度計画は、-5.0%とマイナスからの出

だしとなっている。2000 年度以降の 3 月時点の見込みの平均が+0.8%なので、2014 年度 3 月時点での見込みである+4.4%は強めと言って良いと思う。一方、2015 年度の-5.0%は、平均が-4.3%なので平均並みあるいは若干弱めということになる。ただ、かなり高めの 2014 年度のあとということもあるので、2015 年度の計画については、2014 年度の景気もたついていたために多少の慎重さが残っているかもしれないが、総じてみれば、堅調な計画と言って良いと思う。先にみたような企業収益の増加、マインドの好転を踏まえると、基本的に、設備投資の今後の足取りは次第にしっかりとしたものとなり、短観の投資計画についても、6 月以降上振れていくとみて良いと思っている。

続いて、図表 20 の個人消費については、2 月の数字が大体出揃い、一部で 3 月が出ているが、計数面をみる限り、総じてみれば 2 月もまだはつきりとした回復がなお確認できない状況だと思う。家計調査では、いつもみている消費水準指数（実質、除く住居等）は 2 月も小幅の前月比マイナスとなり、この結果、1～2 月の 10～12 月対比は-0.8%と小幅のマイナスとなっている。次に、家計消費状況調査は、1 月に続いて 2 月も前月比-2.2%と弱く、1～2 月の 10～12 月対比は-1.7%となっている。家計消費状況調査については、民間に調査を委託しているが 1 月から調査機関が変わり、その結果かどうかは分からないが回答率がかなり低下しており、1～2 月はその影響も結構あるのではないかと思っている。確報になると多少上振れるが、それでも十分な回答率が確保できないという状況が続いている。厄介なことに、この消費状況調査は Q E 推計に使われており、これがそれなりに下押しに影響する可能性がある。次に、販売統計をみると、乗用車は 2 月、3 月と少し増えている。小売業販売額は、2 月の実質小売業販売額が前月比+0.5%とプラスに転じているが、1～2 月を均してみると 10～12 月対比-0.8%と小幅のマイナスとなっている。個別にみると、2 月の全国百貨店売上高は前月比+3.8%とかなり強く、家電販売額も+3.6%と、春節による外国人の増加の影響もあってかなり強かった。そしてスーパーについても——外国人の影響はほとんど受けないが——、

2月は前月比+1.1%とそれなりにプラスになっている。われわれが百貨店やスーパーから聞いている限り、3月もまずまずの手応えで、外国人の反動は当然出るがどうやら日本人客が増えてきたという話も聞いている。先行きについては、前月もご説明したように、図表 24 のマインドが持ち直してきており、さらに春闘での賃上げも昨年対比やや高めということなどを踏まえると、基本的には、個人消費の足取りは次第にしっかりしていくとみて良いと思っている。

次に、図表 25 の住宅だが、2月の新設住宅着工戸数は 90.5 万戸と 90 万戸を回復した。これをもって完全に下げ止まった、あるいは持ち直しの動きとまで判断するには振れの大きい統計でもあるので、判断にはもう少し時間が必要かと思うが、このところ、関連業界からは客足の戻りを指摘する声も増え始めており、住宅投資は今後底堅さを取り戻していくという見方を維持することで良いと思っている。

続いて、図表 27、28 の生産である。1月の鉱工業生産は前月比+3.7%とかなり増加したあと、2月はその反動から-3.4%と減少している。この振れには、輸出同様、中国等での春節が影響していると思う。予測指数は、3月が-2.0%、4月が+3.6%と再びプラスとなり、われわれとしては、先行き、振れを伴いつつも緩やかに増加していくという見方で良いと思っている。ただ、企業の声として若干気になる点を2つ申し上げる。1点目は、自動車では、一部メーカーの国内販売が相次ぐリコールの影響から予想以上に不振で、これが全体の販売にも何がしか影響する可能性があるということ、2点目は、鉄鋼において、アジアの需給が弱く、それと自動車向けの期待対比での下振れから、軽度ではあるが在庫調整が生じつつあるということがある。これらを踏まえると、4～6月は、生産が一旦横ばい圏内にとどまる可能性も一応念頭に置いておく必要があると思う。

続いて、雇用である。基本的には、労働需給の着実な改善傾向に変化はないと思っている。図表 31 で、2月の有効求人倍率は 1.15 倍、完全失業率は 3.5%とタイトな状況が続いている。労働力調査の雇用者数は、2月が前年比+0.9%と1%前後の伸びとなり、毎月勤労統計の常用労働者数

の前年比は、1月+2.0%、2月+2.1%とむしろこのところ少し伸びを高め、かなりしっかりした伸びとなっている。図表 33 の短観でみた雇用の過不足感についても、製造業・非製造業、大企業・中小企業ともに「不足」超幅が拡大し、全産業全規模では-17 と 1992 年 5 月以来の水準となっている。

賃金については、図表 37 をご覧頂きたい。毎月勤労統計では半年ごとに 5～29 人の事業所のサンプル替えが順次行われているが、30 人以上の事業所は 5 年に 2 回ほどサンプル替えが行われており、今回 3 年振りのサンプル替えとなった。今回は、雇用者数には修正は行われなかったが、賃金のみ過去 3 年間に亘って小幅の下方修正が行われた。このからくりは、新しいサンプルでの 1 月の賃金水準が旧サンプルより低かったが、そのギャップを、厚生労働省では、3 年間 36 か月で無理に埋めるという処理をずっとやっている。今回、サンプルが替わったことによるギャップ修正を無理矢理に行った結果、サンプル要因による下方修正幅が大体毎月 0.3～0.4%ポイントとなっている。このため、この下方修正は実勢とは思えないが、先行きも、理論的には今年一杯前年比に影響する点には注意が必要だと思う。ただ、方向性としてみれば、例えば、所定内給与は 2012 年、2013 年のそれなりのマイナスの段階から段々下げ止まってプラスになっていくという方向性自体は、新しいサンプルでみても特段の変更はない。今後の賃金動向に関連し、春闘について連合の集計が出ているが、直近の第 3 回目の集計結果について申し上げますと、ベアは+0.7%と昨年の+0.4%対比で 0.3%ポイントの増加となっている。この点については、前回指摘したように、期待に比べると若干慎重な感じはなくはないが、昨年対比でのベアの上積みという方向性は確かなものになってきているのではないかと思う。また、あまり取り上げられないが、同時に非正規の時給の集計も行われており、現段階では前年比+2.0%と昨年の+1.3%よりもはつきりと高めであり、労働需給がタイトになってこの辺りの時給も引き上げられている。さらに、連合の集計には反映されないが、大手行あるいは一部地銀のベアも高めと報じられている。いずれにしても、大手企業

からの還元が期待される中小企業を含めて最終的に賃金がどうなるかについては、マクロの統計を待つ必要があるので、時間をかけて丁寧にみていきたい。

最後に、物価である。図表 38 の 2 月の全国消費者物価の前年比は、除く生鮮で 0.0%と、ほぼ想定どおり低下した。これは、石油製品のマイナス寄与の拡大でほぼ説明される。3 月は、東京が除く生鮮で 2 月の+0.3%から変わっていないので、全国も恐らく 0.0%、場合によっては+0.1%といったところかと思っている。図表 41 の国内需給環境をみても、(2)の需給ギャップはゼロ近傍の中で、10~12 月は 7~9 月に比べて若干改善している。短観加重平均 D I は、中小の雇用不足を主に反映して、やや強めの「不足」超幅となっている。いずれにせよ、需給の改善は物価を押し上げる方向に働くとみて良いと思う。図表 46 (2) の上昇・下落品目比率をご覧頂くと、2 月は「上昇」超幅がさらに幾分拡大しており、多くの品目で値上がりしている模様である。各種の報道などを踏まえると、今後こうした傾向が次第にはっきりしてくるとみているので、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、0%程度、どちらかと言うと若干のプラスで推移するという見方を、当月も維持したいと思っている。なお、消費税率引き上げの直接的な影響は、2015 年度に入ると剥落していくが、4 月については、昨年 of 経過措置の裏が出るので除く生鮮ベースで 0.3%程度の影響が残る点には、ご注意頂きたいと思う。

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、今後景気の足取りは次第にしっかりしていくという見方に大きな変化はない。ただ、企業マインドにはなお多少の慎重さが残っており、消費関連でも、明るい情報が増えているとはいえ、なお鈍さがみられているので、引き続き下方の不確実性にも一応の注意が必要ではないかと思っている。消費者物価の前年比は、サービス関連を中心とした新年度入り後の価格設定の展開について、注意深くみていく必要があると思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

4点質問したい。1点目は、雇用についてである。図表 35（1）は、毎勤統計の常用労働者数をパートと一般に分けたものだが、これで見るとパートの雇用は常に強く今も変わっていないが、もう1つの労調ではかなり違う動きになっている。労調では、正規と非正規の分け方となっており、正規は前年比で伸びが強いが、非正規は2月についに下落し、その前は大体横ばいであったので、どちらかというといよいよ正規化という感じがみえる。毎勤の方ではそのような傾向はみえない。毎勤の方は常用だけで、常用でない人達がかかなりいると思うので、カバレッジの違いはあると思うが、雇用者数の傾向が違ってみえる。この点はどのように考えたら良いのか。

2点目は、鉱工業生産についてである。マイクロヒアリングによると1～3月は前期比+1.9%で、図表 27 の予測指数を使った+1.1%に比べかなり強く出ている。4～6月は+0.2%とほぼ横ばいで、自動車と鉄鋼が要因との説明だが、ここには私も注目している。マイクロヒアリングでは、確か1～3月は、自動車で在庫復元から生産が増え、それに関連して自動車向けの鉄鋼の生産も増えている。4～6月は、先程説明があったように、予想対比生産が下振れるということである。恐らく在庫の復元の影響が一巡するので、鉄鋼もやや弱いらしいということであるが、事実、経産省から出ている4～6月の鋼材の生産量の予想でも、自動車向けが非常に落ちているので、もっと深刻な感じがしないでもないが、そこはどのようにみているのか。

3点目は、消費についてである。図表 22 の家計消費状況調査は、説明にあったように直近は調査委託先が変わったことでサンプルが少ないということもあると思うが、長い目でみると、家計調査の動きとずいぶん違ってきている。2007 年の年初頃は、家計調査と家計消費状況調査の違

いはほとんどなかったのに、その後、家計消費状況調査だけが落ちるかたちとなっている。家計調査の方は、上振れ、下振れはあるが大体横ばいという感じなので、両者は相当乖離している。名目金額では、家計消費状況調査はもっと金額が大きく、実質でどんどん落ちているということなので価格が上がっているようにみえてしまう。この乖離が大きい点に関し、家計消費状況調査はどちらかというと高額消費が記載されやすいため、今耐久財の売れ行きが悪いのでその部分ではないかという指摘もあると思うが、この両者の乖離についてはどのようにみているのか。

4点目は、その関連で家計調査についてである。昨年、家計調査の消費が弱い1つの理由として、サンプルバイアス、すなわちやや低めの所得の方が6か月間位入るのでその影響であるという説明であった。今は、実収入をみると前期比でプラスになっているので、サンプルバイアスは減ったと思うが、より収入が高い人が入っても家計調査の消費の戻りが相当弱い。私は、その理由として3つ理由があると考えている。1つは、前田調査統計局長も参加していた統計委員会で家計調査の議論があったと思うが、ここでは、共働き世帯については、恐らく忙しくて記入する人が少ないためその捕捉率が相当低く、そのため真の比率よりも10%程度共働き世帯の比率が少ないということであった。共働き世帯は、専業主婦の世帯よりも消費が多いので、その分消費の下方バイアスがあり、内閣府の個人の方の推計によると、GDPを2%程度押し下げるとのことらしいが、そのような影響があるのではないか、というのが1点目である。2つ目は、やはり実質所得がまだずっと低下しているので、その影響が残っていること、そして3つ目は、過去のエコポイントや駆け込みもあったので、消費の先喰いのようなことが相当程度起きて、その影響がまだ残っていると考えられることである。こうした点については、どのように考えているのか。

前田調査統計局長

1点目の毎勤と労調だが、概念的には労調の方が幅広い労働者を含むので、そこで非正規が減り始めたとなると、一般的に正規化という流れがあ

るので、それを反映し始めた可能性があると思っている。ただ、同時に労調は非常に振れの大きい統計であるので、正規や非正規といった細かな内訳で2月に増えたからといって、それが基調とまではまだ言えないと思う。判断には、もう少し時間がかかる。また、定義も確か一昨年頃に関わり、連続性がないところもあるので、もう少しデータの蓄積を待ってみていく必要があると思う。

2点目の4～6月の生産については、白井委員からご指摘のあった鉄鋼生産は、恐らく経済産業省から出ている鉄鋼需給の見通しで、これは原計数だと思う。原計数では、1～3月は増えて4～6月に減っているが、季調済みでは、それほど減らないのだろうと思う。

3点目の家計消費状況調査については、家計調査も実質で実質同士の比較なので名目と実質の違いということではないが、両者の乖離についてはよく分からず、われわれにとってもこれは謎である。この家計消費状況調査という統計は鳴り物入りで始まったが、家計調査が8,000世帯程度しか対象がなくあまりにも良くないので、もっと対象世帯を増やして回答項目を少なくすれば消費の実態が分かるはずだということで、30,000世帯位に聞いている。ただ、この調査は家計調査と同じ位、あるいはそれ以上にnotoriousではないかというのが、ヘビーユーザーである私の印象である。なぜこれほど乖離しているか最近気になって調べてみたが、よく分からなかった。何か分かれば、ご説明したい。

4つ目の足もと家計調査が弱い理由については、サンプルの問題なのか実勢なのか、正直よく分からない。おっしゃったように、所得のサンプルの弱さは終わっている。統計委員会でも議論したように、共働き世帯のサンプル要因はずっと残り続けるので、1～2月にだけ効くものでもないと思う。同時に、今回は1～2月の販売統計もあまり冴えないので、昨年末にかけて急速な円安やGDPが弱かったことなどから、消費者マインドが一時的に悪化したことがあり、それがラグを持って消費にどうやら年初位まで影響した可能性があると考えておいた方が良いと思う。勿論、消費税の影響や反動の影響がなお残っているということはあると思うが、短期的

な動きはマインド低下の影響だと思っている。そのように考えると、マインド自体は今年に入って戻っているので、4～6月にかけて消費は戻ってくるとみて良いのではないかとと思っている。

中曽副総裁

一連の指標の説明では、企業マインドの一部に慎重さがみられる、消費ではまだはっきりとした回復は確認できない、生産は特に4～6月辺りが弱めである、ということであるが、総括判断の説明にもあったと思うが、基本的な理解としては、所得から支出への好循環はかなりはっきりと作動し続けていくとみておいて良いのかどうかを、確認したい。

また、色々な caveat があるが、このような好循環に死角があるとする、どのようなことが考えられるのか。

前田調査統計局長

第1の点については、先程もご説明したように、短観でも法人季報でもそうだが、企業収益は全体として相当良くなってきており、ベアも、期待していたほどではなかったと言いつつも昨年よりは良く、雇用もこれだけ増えているので、雇用者所得は段々高まっている。このように、所得はしっかりしている。その中でマインドも少し良くなってきていることからすれば、基本的に、メカニズムとしては、所得から支出への好循環はこれからよりはっきりと働いていくと考えて良いと思っている。

2点目の死角ということについては、1つは、今回の短観でもあったように、製造業では海外に少し気持ち悪さが残ると思う。先程、長井国際局長からもギリシャ問題や中国等色々な話があったが、その辺りはなかなかはっきりせず、しっかりしてこない、多少不安に思っている企業も多いようであり、この辺りが日本経済にとっての1番大きなリスクではないかと思っている。国内については、メカニズムとしてはあまり死角はないと言えると思うが、そうは言ってもデータではっきり確認できていないので、何事もそうだが、データで確認できるまでは気持ち悪さは残る。従っ

て、その辺りをしっかりみていく必要があると思う。また、物価については、われわれは不確実性としては物価が上がらない方が大きいと思っているが、世の中では「値上げの春」などと言われており、その値上げということ自体が、消費者心理を多少防衛的に走らせるリスクもなくはないので、その辺りは一応念頭に置いておきたいと思っている。

佐藤委員

次回会合を睨んで質問したい。私の印象では、1～3月期のGDPの足取りはあまり良くない感じがしている。例えば、個人消費に関しては、図表21の消費包括指数は1～2月が既に出ているが、前期比ほぼ横ばい程度で推移している。ネット外需については、2月の輸入は非常に増えており——勿論、非常に振れが大きいので、基調は分かりにくいと思うが——、3月のデータはそれほど効いてこないで、実質貿易収支の1～2月の平均では前期比大幅マイナスになっていることからすると、1～3月のネット外需の寄与もマイナスになる可能性がある。それから設備投資については、いつも出荷統計ではそこそこ良くなって持ち直しているという評価になるが、毎回説明があるように、QEでは総固定資本形成から公共投資を差し引いて設備投資とするが、公共投資が予算計上の関係で過大推計になっている可能性があるので設備投資は過小推計になり、QEベースの設備投資は弱めに出る傾向があるということを考えると、1～3月期のGDPはあまり良くない感じがする。この辺りについての見解を聞きたい。

前田調査統計局長

1～3月期のGDPは、基本的にはプラスだと思っている。図表27の全産業活動指数でみると、1月の10～12月対比は+1.8%とかなり強く、2月は恐らく反動減になると思うが、経済活動自体は1～3月は増加していると思う。雇用統計をみても、労働投入量は1～2月ははっきり増えているので、経済活動自体はやはり増加しているのだろうと思う。ただ、1番気になるのは消費であり、実態かどうかは別としても、GDPはあの作

り方で作られるので、1～2月まで弱く3月に幾ら頑張っても少しプラスになるかどうか位であるので、ウェイトが5割を超す消費がそのような状態であれば、場合によってはそれほど高くはならないかもしれない。市場予想が幾らだったか覚えていないが、年率で+3%とか+4%というようなものではないかかもしれないと思う。設備投資は大丈夫だと思うが、ネット外需についても、2月は輸入がやや高めに出ているので3月に反動が出て、ネット外需は恐らくプラスに出てくるのではないかと思う。ただ、プラスはプラスだと思うが、消費との関係で市場が期待しているようなプラスにはならない可能性も、一応は念頭に置いておいた方が良いと思う。

佐藤委員

供給サイドの方は、この全産業活動指数でもそうだし、鉱工業生産も経産省の予測指数で+1%、調査統計局のミクロヒアリングも+1.9%なのでそこそこ良いが、需要サイドがついてきていない感じがしている。需要サイドと供給サイドでイメージが違う。

前田調査統計局長

基本的に、需要サイドでついてきていないのは消費である。消費包括指数も需要と供給に分解でき、供給サイドは少し増えているが、需要——家計調査と消費状況調査だが——は減少している。そうは言ってもQEはそれらをベースに作られるので、佐藤委員がおっしゃるように、消費を中心とした需要サイドの統計の影響で多少鈍くなる可能性はあるとみている。

佐藤委員

分配面からみても、毎勤統計の遡及改訂はGDP統計の雇用者所得の推計に影響してくるのか。

前田調査統計局長

影響はするが、過去に遡って改訂されるので、1～3月が10～12月対

比で大きな影響があるということではないと思う。

佐藤委員

前期比ベースでの限界的な影響はないということか。

前田調査統計局長

影響は、多少はあるかもしれないが、基本的に大きいものではないと思う。

木内委員

技術的な質問が2つある。1つ目は、図表46の物価の基調的な動きで、(2)の上昇品目比率がこの2か月上がってきているが、(1)の刈込平均やコアコアなどでみるとそのような動きはみえない。過去、これらは意外と近い動きをしてきたが、足もとでは少しずれている感じがする。これは、可能性としては、例えば、価格が上がっている品目は増えているが、食料品などウエイトが小さいものが中心で、一方、ウエイトが高い耐久財や家賃が下がっているというようなことが背景にあるのではないかとこの気もするが、他に何か理由があれば教えて欲しい。また、先程の話とも関係があるが、だからこそ身近な食料品の値段が上がると心理的には値上げという心理が働く一方、実際の物価指数は加重平均で、それ以外に押し下げる品目があるので下がっているというように、物価指数とインフレ期待の乖離のようなことが起こる背景に、そのようなことがあるのかどうか教えて欲しい。

2点目は、説明のあった毎勤統計の改訂についてである。あまり報道されていないが、あれだけ大幅に過去の賃金の伸び率が下方修正されるのは、個人的にはかなりショッキングであった。小幅という説明だったが、この局面で0.3～0.4%ポイントは結構大きい感じがする。通常であれば普通の技術的な改訂でも済むが、世の中がこれだけ賃金に注目している時の調整方法としては少し乱暴だと思う。例えば、サンプルが替わって水準が下

がっても、無理矢理接続しギャップ調整する必要はなかったのではないかと、伸び率としては過去の伸び率を使えば良かったのではないかと。無理矢理調整した結果、年間で 0.3～0.4%ポイントも下がるが、世の中の注目が集まっている時になぜこのような乱暴なことをやるのか、もっと良い方法はなかったのだろうか。このようなことを聞いても仕方ないのだが…。

前田調査統計局長

2 点目については、私も全く同じ感想を持っている。以前からこのように調整されており、何年か前に同じことが起きた時に 1 人で文句を言っていたことを思い出す。通常は、価格調査のオーバーラッピングのように接続時点だけやるものだが、ここ数年このように調整しているので、今回だけ急に変わる訳にはいかなかったのだろうと思う。

1 番目のご質問については、木内委員のおっしゃったように、上がっているものは増えているが、上がっているもの自体の上がり方がそれほど大きくないということと、もう 1 つは、刈込平均も相対価格の変動を完全には除去できず、例えば、刈り込まれなかったガソリンが刈り込まれるようになると、刈り込まれていたものが刈り込まれなくなるため、刈り込んだあとの刈込平均も少し下がるようなことが起こるので、そういったことも多少影響しているのではないかと思う。

石田委員

先程の佐藤委員の質問に関連して、1～3 月の個人消費が 10～12 月対比マイナスになる可能性は、今のところ、どの程度あるのか。

前田調査統計局長

今のところ、われわれの消費包括指数は 2 月まで出ているが、これで推計すると -0.2%、内閣府の消費総合指数は 1 月までで -0.3%と、両方とも若干のマイナスであるため、3 月に相当頑張らない限り若干ながらマイナスになる可能性も半分位はあると言わざるを得ないと思う。いずれにせ

よ、3月をみないと分からない。

原田委員

説明を聞いていると、2月の数字が良い時は「2月は良い」、悪い時は「1～2月を平均してみると悪くない」というように説明されていたような気がする。意図したものではないと思うが、そのように感じたということが、まず最初に感想である。

次に質問だが、雇用者所得、特にW×Lでみると、2012年末頃からきれいに傾向的に上がっている一方、生産の方は非常に凸凹している。このところは大丈夫だということのようだが、なぜこのような差が出るのかについて、何か考えがあれば願います。

前田調査統計局長

1点目について、一応申し上げておくと、春節の関係で1月が非常に良く、元々2月は反動減が出ると分かっていたので、1～2月は均してみた方が良いのではないかということであり、2月に良いものが出たと申し上げたのは、消費などでは昨年末頃からあまり良くなかったが、微妙に良くなる局面なので、多少良いものが出てきたと申し上げたつもりである。特にバイアスがある訳ではない。

次に、雇用者所得と鉱工業生産、つまり分配面と生産面に乖離が生じているのは事実である。ただ、分配面と生産面を比べる際に、鉱工業生産は製造業だけで、経済の2割だけなので、それ以外のものも含めて全体をみていかなければならないと思う。そこで、乖離がなぜ生じているかは、私も正確にはよく分からないが、生産面やGDPに表れてこないことについての1つの仮説としては、例えば、研究開発はGDPに入っていないが、研究開発にも人は必要であり、あるいは新しい分野が出てきた時、それが必ずしも生産統計などの供給サイドの統計には反映されないことがある一方、特に、雇用の方には労調には出てくる——毎勤に出てくるか分からないが——ので、そのようなことがあるのかもしれない。ただ、いずれに

せよ、どの統計が絶対正しいということはないので、分配、生産、支出の3つをバランス良くみていく必要があると思っている。

4. 金融環境に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは金融環境に移りたいと思う。

内田企画局長

事前にお配りしている資料－5（参考計表）をご覧頂きたい。インフレ予想については、図表1（1）の生活意識に関するアンケート調査の3月調査が出ている。インフレ率の数字を聞いた量的質問の中央値は、現在の実感インフレ率が5%、今後1年間の予想インフレ率が3%、今後5年間の予想インフレ率が2%から2.5%に上がったがほぼ横ばいということで良いと思う。「上がる」、「下がる」の質的質問の回答シェアから割り出したものは、実感インフレ率はずっと上がってきている一方で、今後1年間ないし5年間の予想インフレ率はほぼ横ばいである。この間、先程も議論になったが、ガソリン価格が下がっているわりに家計のインフレ期待はあまり変わっていないようである。日用品その他で値上げしている品目がそれなりにあるということ、テレビ等での「値上げの春」というようなニュースに反応したものもあるのではないかと思う。そのことは、インフレ期待が維持されるという意味では良いことであるが、消費との関係では逆の面もあるので、両方みていく必要があると思う。

次に、企業のインフレ予想については、図表2（1）の企業の価格判断は短観でご説明しているとおりであるが、仕入価格判断の方が原油価格の下落を反映して上昇幅が縮小している一方、販売価格判断D Iはほとんど変わっていないので、企業にとってはマージンが取れ収益が良くなっているということだろうと思われる。（2）のC P Iの見通しについては、5年後が1.7%から1.6%となり、3年後は1.6%、1年後は1.4%で変わらなかった。実は、5年後のところも四捨五入の関係なのでほとんど変わっ

ていないという理解で良いと思う。先行きにかけて高くなっている、エコノミストよりは高めであるというところも変わっていない。因みに、1年後、3年後、5年後ともに0.05%ポイント程度の低下で、それが四捨五入で引かかったところだけ下がったということである。(3)の販売価格の見通しは、5年後が若干上がり、1年後が若干下がっているが、これもあまり大きな変化ではなく、大きく言うと、企業の予想インフレ率は原油価格の下落の中でほぼ変わっていないと言って良いと思われる。エコノミストのインフレ予想に関しては、今回新しいデータはない。

図表4の市場のインフレ予想では、(1)のQUICK調査では3月24日～26日の調査で直近のCPIの影響が入っていないが、基本的には、消費税の影響を除くと横ばいである。1年後は下がっているが、消費税の影響が剥落しているので基本的には横ばいとみて良いと思う。(3)のBEIは、前回会合時の3月17日との対比で若干上がっている。前は1.02%、今回は1.06%であるが、1.06%という水準は、10月の量的・質的金融緩和拡大の前日が1.07%であったので、それとほぼ同水準まで戻ってきたということである。因みに、前回会合との対比では、WTIが昨日10ドル/バレル弱上がっているが、これは日本ではそれほど反映されていないが、米欧等では0.1～0.2%ポイント程度上昇している感じである。いずれにしても、BEIは若干底打ちしてきているという感じだと思う。

図表7の企業の資金調達コスト関連では、貸出約定平均金利の2月をみて頂くと、新規・短期の交付税特会向けを除いたベースで1.355%と若干上がっているが、短期は行ったり来たりである。長期の方は、低下トレンドがまだ若干残っており、2月は0.906%で、ボトムではないがほぼボトム圏の数字になっている。結果として、交付税特会向けを除く総合は1.054%と、これもボトムに近い水準になっている。CP発行レートは変わらず0.11%、社債発行レートは若干下がっているが、これはたまたまAA格1社しかなかったので特殊要因であり、大きな変化はない。

図表11のボリュームでは、銀行貸出の新しい数字は出ていない。昨日、CP・社債が出たので申し上げる。CP・社債計で、2月-0.2%のあと

3月が+0.3%、CPが2月+3.2%のあと3月が+6.8%、社債が2月-0.8%のあと3月が-0.6%と、久方振りにCP・社債計でプラスになっている。CPは、ノンバンク、リース等のCPが出たということもあるが、3月は企業がバランスシートを縮小したいというニーズもあってCPはあまり出ない月なので、たまたまかもしれずもう少し様子をみたいと思う。国内公募社債は3月5,160億円であるが、このうち電機大手1社で4,000億円という大きな起債をしている。数年振りの起債でかなり話題になったものであるが、電機あるいは電力辺りの問題が暫くあったが、漸く起債ができるようになってきているということなので、国内公募社債の環境は良いと思う。エクイティ関係では、転換社債で2,779億円、株式調達で2,133億円といずれも大きな数字となっているが、1、2月は少ないがパイプラインにあるというご説明をしたが、実際に出てきているということで、エクイティファイナンスも引き続き好調と言って良いと思う。

図表16は企業金融関連であるが、短観の貸出態度判断DIは、全産業で+20の「緩い」超、中小企業が+15の「緩い」超で、いずれも2000年代半ばの緩和度合いのピークを超えている。資金繰りDIの全産業の+12の「楽である」超も1990年以来であり、企業からみた金融機関の貸出態度や資金繰りは、2000年代半ばの金融緩和度合いを超えるレベルになっていると思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

社債の発行に関し、図表14(2)をみると、昨年10~12月と今年1~3月でBBB格の発行がかなり増えているが、これは金利が大分下がってきて格付の高い社債の発行がやや難しくなっているとか、一方で、BBB格の発行条件が非常に良くなったというような金利の要因が大きいのか。そして、ここに過熱感、リスクはないのか。

2点目は、図表 15（1）の転換社債の発行額をみると、足もとここ数年増えているが圧倒的に海外分が増えている。2000 年代半ばは海外も増えているが国内も増えている。これに対し、足もとでは海外分だけが増えているが、これにはどのような背景があるのか。為替が何がしかの影響を与えているのか。

内田企画局長

後者については、暫くの間海外中心であるので、特に為替の影響ではないと思うが、特にここにきて何か要因があれば後程説明したい。

前者は、色々な要因がある中で増えてきていると思うが、個別に B B B 格のものをみてもそれほど変な感じはしない。某通信大手が個人向けに大きな額の発行をしているので、それが大きいと思う。

木内委員

それは B B B 格なのか。

内田企画局長

そうである。

白井委員

先程の B E I の説明で、W T I が上がって欧米の B E I が上がったということだが、それは 10 年物か。また、5 年先 5 年はどうなっているのか。そもそも原油価格と B E I が連動すること自体がおかしいが、それについて何か情報があったら教えて欲しい。

内田企画局長

最後の点はおっしゃるとおりであるが、ここ 2、3 か月の動きとしてはそのようなことが起きていたと思う。5 年先 5 年については・・・。

白井委員

WT I と一緒に反応しているのか。

内田企画局長

そういうことである。あまり大きな違いはなかったと記憶しているが、確認させて頂きたい。インフレスワップで5年を引くだけで、5年物も同じように動いていたと思うので、個別の動きに違いはなかったように記憶している。これについても、後程ご報告する。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

次に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

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。

実体経済の現状パートの冒頭表現に変更はない。内訳も基本的には変更はないが、3月短観の結果が出ているので、当月は、企業の業況感について、「総じて良好な水準で推移している」という1文を追加している。前回12月短観については、12月月報では、企業の業況感は「一部に慎重な動きもみられているが、総じて良好な水準が維持されている」という表現であった。3月短観は先程の前田調査統計局長からの説明どおりだが、業況判断DIは、製造業が若干弱め、非製造業が若干強めと、幾分ばらつきがあったが、全産業全規模ベースで、小幅ながら2期連続の改善となっており、水準もまずまずであることなどを踏まえて、今回のような表現にしている。実体経済の先行きについても変更はない。

物価の現状パートでは、1点だけ変更している。消費者物価（除く生鮮食品）について、2月の前年比が0.0%となったので、「0%台前半となっている」としていた前月の表現を、当月は「0%程度となっている」と変

更している。消費者物価の先行きについては、前月から変えていない。念のため申し上げますと、「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。なお、先程前田調査統計局長から説明があったように、2015 年度以降の消費者物価について、消費税率引き上げの影響が基本的には剥落するが、4 月についてのみ、昨年 4 月の経過措置の関係で、除く生鮮食品では 0.3 %ポイントの増税の押し上げ効果が残るので、4 月の数字については、表面的な前年比から 0.3 を差し引いたものを、消費税の影響を除いたものとしてみていくことになる。この点、忘れられている面もあるかもしれないので、対外的にも当月の月報でその旨の脚注を追記して——配付している資料ではまだ反映していないが——、注意喚起していきたいと考えている。

正木企画局政策企画課長

金融面では、総括判断は「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。順次申し上げますと、マネタリーベースの伸び率は、2 月が 36.7%、3 月が 35.2%と「3 割台半ばの伸び」で変更はない。今月は、銀行貸出およびマネースtock統計はまだ公表されていない。従って、この点については表現を変えていない。ただ、3 月短観が出て、金融機関の貸出態度、企業の資金繰り判断ともに、先程説明のあったように改善が続いているが、月報の表現としては、「企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている」、「企業の資金繰りは、良好である」という表現はそのままにしている。なお、C P・社債については数字が出て、前年比が小幅ではあるがプラスに転じた。従って、お配りした資料で「C P・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている」としているところを、「プラスとなっている」に訂正して頂きたい。

最後のパラグラフは市況である。まず、ターム物レートは、短国レートが引き続き 0 %近傍で推移しているので、「横ばい圏内」としている。その他の市況は、前回会合の 3 月 17 日終了時点では、10 年債利回りが 0.41%、日経平均株価が 19,400 円台、ドル／円レートが 121 円 40 銭台であった。

その後の動きは、長期金利は一時 0.30% 近くまで低下する局面もあったが、足もとは 0.35% 前後で推移しており、前回会合時対比では概ね同じ水準である。株価も、一時 19,700 円台まで上昇する局面もあったが、前回対比ではほぼ同水準である。為替は、米国の利上げ時期やペースについて慎重な見方が広がるもとで、ドル高基調に一服感がみられ円高方向で推移している。大体 2 円位を threshold として上昇・下落を判断しているが、今の水準では 2 円未満の変化なので、「概ね同じ水準」ということになる。この点も含め、明日の会合終了時までの動きを踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

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

(16 時 00 分中断、8 日 9 時 00 分再開)

黒田議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、3 月 16、17 日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは菅原一秀副大臣、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します。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお

願います。

Ⅲ．金融経済情勢に関する討議

黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢について、1人5分以内で発言して頂き、その後自由討議としたいと思います。まず、木内委員から願います。

木内委員

世界経済は、総じて下振れリスクが高まってきたとみている。ユーロ圏経済については、金融緩和を受けた通貨安、株高、原油安、ロシア・ウクライナ情勢への不安緩和などから、個人消費を中心に持ち直し傾向がみられる。しかし、これらは一時的側面も強いとみられる一方、労働市場での構造改革の遅れ等から、個人消費の持続的な回復を支える雇用環境の改善の目途は未だ立っていない。将来のユーロ離脱の可能性も含め、ギリシャ情勢の先行きにはなお相応の不確実性があるが、金融市場がこのリスクを十分に織り込んでいないように見える点も気掛かりである。総じて堅調を続けてきた米国経済についても、より下振れリスクを意識する必要があるとみている。耐久財を中心に個人消費が冴えない状況が続く一方、海外景気の弱さや一部ドル高の影響を映して、輸出と設備投資の軟調が続いている。足もとの経済指標の下振れは、天候と港湾ストという一時的要因だけでは十分に説明できないと考えている。この先、労働需給の逼迫が賃金と物価への上昇圧力を徐々に強める中で、成長鈍化傾向がより強まりスタグフレーション的な様相が生じる場合には、金融・為替政策運営への不確実性から、世界の金融市場を不安定化させる可能性がある。

中国の経済については、年初来の経済指標が総じて弱めに振れたことに加え、住宅価格の下落幅が再び拡大していることなどは、一連の金融緩和策の効果が期待したほどには発揮されず、成長率の低下傾向になお歯止めがかかっていないことを示している。海外への資金流出傾向やシャドーバンキング抑制策などが、金融緩和の効果を削いでいる可能性も考えられる。

国内経済は、良好な雇用環境が続く一方で、金融政策効果の発現が最も期待される個人消費と設備投資は冴えない動きが続いている。2月の鉱工業生産は事前予想を下回り、1～3月期の生産は、従来の見込みよりも増加率がやや低くなりそうな状況である。在庫復元の一巡と輸出増加ペースの鈍化を映して、4～6月期の鉱工業生産およびGDP成長率は明確に増勢を落とすと予想してきたが、そのタイミングがやや前倒しになってきている可能性がある。

連合が発表した春闘第3回集計では、平均ベア率は0.68%となり、昨年の最終集計値0.38%を上回った。労働需給の逼迫、企業収益改善などを背景にした賃金上昇率の高まりは、昨年来不安定な動きが続けている個人消費の安定化に繋がるなど、日本経済にとってプラスの要素である。ただし、ベア上昇率は、展望レポートの2015年度物価見通しの平均的な傾向が暗に前提にしていた数字よりも低くなると推察している。さらに、零細企業や非正規労働者を含む所定内賃金全体の上昇率が、昨年度は小幅マイナスになったと見込まれる点も踏まえれば、今回のベアが消費や物価に与える影響は大きくないと考えられる。1990年代初頭はベア上昇率が前年比+3～+4%に対して、消費者物価コア上昇率が+2～+3%という組み合わせであり、実質賃金上昇率が労働生産性上昇率にほぼ見合った状態だったと言える。現状は、当時よりも労働生産性上昇率が低い可能性を考慮しても、ベアが2%を大きく上回っていないと、2%の物価安定と整合的ではないように思うが、向こう数年のうちにベアがその水準に達するのは相当に難しいと考えている。実質賃金上昇率のトレンドは、労働生産性上昇率によって規定される傾向が強いため、賃金自体を操作目標に位置付けるような政策には弊害が伴う可能性にも配慮すべきと考える。国民所得計算から算出される労働分配率は安定を維持しており、所得分配に大きな偏りはみられないことを踏まえると、賃金決定において市場メカニズムは機能しており、企業が不当に賃金を抑制しているとの批判は、全体としては当たらないと思う。

最後に、物価動向であるが、全国の消費者物価コアの前年比は、1月、

2月と事前予想を超える下落幅が続く中、コアコアの前年比は緩やかな低下傾向が続いている。需要の弱さなどを背景に、耐久財や衣料品の価格上昇率低下が引き続き目立っている。東京都区部の数字を参考にしても、上昇に転じる兆しはまだみられていない。既に述べたような今回の春闘賃上げ率の見通しに加え、原油価格下落がコアコア指数にも長らく影響を与え続けること、需給ギャップの改善ペースが4～6月期から鈍化する可能性があること、昨年来高水準で推移してきた企業サービス価格の上昇率も過去数か月間は低下基調であることなどを踏まえると、今年後半に見込まれるコアコア指数の前年比の上昇率の高まりは、かなり緩やかなものにとどまることが予想される。この点からも、展望レポートで示されている2015年度の平均的な物価見通しが実現する可能性は低いと、私自身は引き続き感じている。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、「緩やかな回復基調が続けている」との執行部判断に違和感はない。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場は、3月のFOMCが緩和的な結果となったことやECBの資産買入拡大策の進捗、さらには原油安の一服感等が好感された一方、ギリシャ情勢を巡る展開の不透明感や米国の経済指標の予想比下振れ等から、一部に神経質な動きもみられている。

こうしたもとで海外経済は、NIEsやインドで持ち直す一方、ラ米やロシアは依然厳しい経済情勢が続くなど、新興国経済の回復にばらつきはみられるが、先進国を中心に全体として緩やかに回復している。まず、米国経済は、天候要因やドル高等の影響もあって雇用統計やISM製造業指数等に表れているように弱めの動きがみられているが、個人消費は、原油安等を背景とした良好な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基調としてしっかりしている。先行きは、ドル高が輸出に及ぼす影響や設備投資に力強さを欠く点などに注意が必要であるが、天候等の一時的要因が剥落するもとで、着実な回復が続くとみている。

次に、欧州経済は、緩やかな回復を続けている。個人消費は、所得の改善基調が続くもとで、その伸びを高めている。ユーロ安が企業活動の下支えとなり、企業マインドも持ち直しつつある。先行きは、ロシア・ウクライナ情勢の影響が下押し要因として残るほか、デフレーション基調は続いている点に留意が必要であるが、ECBによる金融緩和効果が浸透する中で、緩やかな回復が続けるとみている。

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で、総じてみれば安定した成長を維持している。先行きは、不動産市場や設備過剰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、住宅市場の下支え策など、金融面を含めて各種対策が打ち出されており、7%前後の成長率を目標として安定成長を維持する強い決意がみられる。

こうしたもとのわが国の経済については、3月短観における業況判断DIは、原油安や為替円安等を背景に、小幅ながら2期連続で改善がみられ、全体として良好な水準を維持している。海外の製商品需給判断等、製造業を中心に幾分慎重さが窺われる点はあるが、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。

需要項目別にみると、個人消費は、家計消費支出や商業販売の指標は、力強さを欠くものの、全体として底堅く推移している。消費マインドが持ち直す中、訪日客による底上げの影響は考えられるものの、短観における小売の業況感には明確な改善傾向がみられる。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、改善している。企業収益が好調に推移し、労働需給のタイト化が強まる中で、賃上げに向けた環境が整って

きているとみられ、連合による第3回集計結果によれば、ベアと定昇を合わせた今回の賃上げ率は、前年を上回る水準となっているほか、中小企業や非正規労働者にも賃上げの動きが広く波及しつつあることが確認できる。先行きの個人消費は、こうした雇用・所得環境の改善が続く中で、マインド面の改善傾向もあり、底堅く推移するとみている。

次に、設備投資は、資本財総供給は堅調に推移し、3月短観における2014年度の設備投資見込みも、相応にしっかりと内容が示されている。先行きも、機械受注や建築着工床面積が緩やかな回復基調を示しており、企業収益が2015年度も引き続き増収増益計画となる中で、緩やかな増加基調をたどるとみている。この間、輸出は、春節の影響で月次の変動が大きくなっているが、均してみれば、米国向けやNIEs・ASEAN向けを中心に全体として増加している。足もとでは、海外での製商品需給判断DIが幾分悪化するなど、企業が海外需要に警戒感を示している点に留意が必要であるが、先行きは米国等の先進国を中心に海外経済の回復が見込まれることや円安効果等から、輸出は緩やかに増加していくと見込まれる。

以上の内外需要のもとでの生産である。足もと、資本財の在庫増加がやや気掛かりではあるが、全体として在庫調整が進捗する中で、生産は増加基調を維持しており、先行きも、輸出の緩やかな増加が見込まれる中、ヒアリング等による見通しも踏まえると、緩やかに増加していくとみている。

次に、物価である。消費税の影響を除く消費者物価の伸び率は、原油価格の下落の影響などから、0%まで縮小している。先行きは、円安等を背景とした既往のコスト増を転嫁する動きが見込まれるほか、電気料金について一部会社の値上げや再生可能エネルギー賦課金増加があるが、燃調制度による電気・ガス料金の値下がりが影響し始める等、昨年来の原油価格の大幅下落による下押しが続くとみられ、消費者物価の前年比は、当面の間、0%程度で推移すると思われる。その後は上昇率を高めていくとみているが、その動向については、後半部分で触れたいと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

世界経済は、これまでは米国中心に緩やかに回復してきたが、最近では、これにユーロ経済の回復が加わったため、回復基調はより確かなものになったと考えている。米国経済は、3月の雇用者数増加が12.5万人にとどまり、実質消費前月比がマイナスになるなど、弱めの指標がみられる。その原因は、西海岸での港湾ストライキと、外食や自動車販売などの動きからみて寒波の影響で、短期的なものであると考える。しかし、最近の製造業ISMの急低下や輸出の減少からは、ドル高が製造業にマイナスの影響を及ぼし始めたことが窺える。一方、前月比横ばいの5.5%の失業率は、雇用市場が完全雇用状態に近づきつつあることを示しており、今後、賃金も上昇傾向に転じる可能性が高く、原油安も手伝って、家計の堅調な消費を支えたと予想する。以上を総合すると、米国経済の先行きについては、個人消費が牽引する回復基調に変化はないとみている。

一方、ユーロ経済は予想を上回る勢いで回復している。ギリシャ問題は懸念材料であるが、国際金融市場の混乱を招く可能性は小さいとみている。従って、ユーロ経済は今後暫く堅調な回復が続くとみている。

中国経済は、固定資産投資が弱く、今後も伸びの鈍化が続くと思われる。しかし、輸出が比較的好調であり、今後は、金融緩和やその他の景気下支え政策の効果が見込まれるため、7%程度の安定成長は維持されると思う。

中国以外の新興国経済は、NIEsは持ち直しているが、ASEANの成長は勢いを欠き、ブラジルとロシアの経済は厳しい状況が続いている。今後、ブラジルとロシア以外の新興国経済は、先進国の景気回復、原油安、金融緩和政策などに支えられて、次第に成長率を高めていくと予想している。

日本経済は、緩やかに回復していると考えている。鉱工業生産は、前期比でみて2014年第3四半期から回復し始め、2015年第1四半期まで2期

連続で増加した。2月は前月比で比較的大きく減少したが、春節の反動減であり、一時的であると考えられる。一方、消費は、消費水準指数でみると、2014年12月以降、3か月連続で前月比マイナスが続いている。その主たる要因は、消費増税による実質所得低下にあると考えられる。しかし、最近の各種の調査は、ベアを含めて賃金上昇が大企業の正社員だけでなく、中小企業や非正規社員にも広がりつつあることを示している。4月2日公表の日本銀行の生活意識に関するアンケート調査でも、最近、収入が改善し、今後も改善すると回答した世帯が増えている。また、消費者態度指数も改善が続いている。以上から、消費増税後低調だった消費も、2015年度入り後は、原油安と昨年度以上の名目賃金の上昇に支えられて、家計の実質所得が増加基調に転換するため、次第に回復すると予想している。

一方、輸出は、為替円安の定着と先進国中心の景気回復に支えられて、持ち直している。設備投資も、企業収益の改善と実質金利の低下とにより、緩やかな回復基調にあると考えている。3月短観の2015年度の設備投資計画も、大企業、中小企業とも過去平均並みで、この時期の計画としては悪くないと考えている。

なお、報道等では、非製造業は円安で原材料価格が高騰し、収益が悪化していると言われることが少なくない。しかし、3月短観によると、2014年度の非製造業の売上高利益率は大企業、中堅企業、中小企業ともに、リーマン・ショック前のピークを上回っている。3月短観の非製造業の業況判断D Iも、大企業はリーマン・ショック前のピークを僅かに下回るが、中堅企業と中小企業はリーマン・ショック前のピークを上回っている状況である。

以上を総合してみると、今後も日本経済は緩やかに回復し続けると予想している。

一方、消費者物価（除く生鮮食品）前年同月比は、消費増税後の消費の弱さと原油安とにより、2月は0%まで低下した。今後は、消費の弱さに起因する物価下押し圧力は次第に薄れ、原油安の物価下押し圧力が増すため、消費者物価前年同月比は、暫くの間は0%程度で推移すると予想して

いる。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

最初に国際金融資本市場であるが、F R Bが先月のF O M Cで公表文から「patient」を外し、経済情勢次第で6月以降のどこかで利上げが行われ得る状況になった。そのもとで、ドットチャートの金利見通しの下振れ、イエレン議長をはじめF O M C関係者からの情報発信、米国経済指標などに市場が反応しやすい展開となっている。

ギリシャ情勢は依然リスクだと思っている。4月末期限の経済再建策の具体化に関する交渉が続く間にも、ギリシャの銀行からの預金流出は続いており、政府の資金繰りも厳しさを増しているとみられる。目先、明日のI M F融資の返済を乗り越えられたとしても油断禁物の状況が続くと思う。今のところ、他の周縁国へのコンテージョンについては楽観的な見方が多いようだが、アクシデンタルなかたちでも Grexit が発生した場合には、その影響は金融市場にとどまらないと思う。ユーロ参加国の離脱は、ハードペッグへの質的变化という意味で通貨同盟の綻びを意味し、次々に経済的に弱い国がターゲットになり得るという新たな脆弱性を抱え込むことになると思う。

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、「先進国を中心に緩やかな回復が続く」という評価を変えないで良いと思う。

地域別にまず米国経済だが、民間需要を中心にしっかりとした回復が続いていると思う。雇用の改善傾向が続くもとで、原油安の効果もあって、個人消費は増加ペースをやや鈍化させつつも堅調に推移している。こうした家計部門の堅調さが企業部門にも波及している。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、ユーロ安を背景に輸出が持ち直し、原油安や株高のもとで個人消費の回復テンポが高まるなど、景気は緩やかな回復が続いているとみている。

中国経済は、総じて安定した成長を維持しているとみている。政策当局も当面の政策運営に相応の自信を持っているように窺える。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背景にロシアやブラジルなどでは景気が停滞しており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いている。

わが国経済であるが、前回以降の指標をみると、生産や輸出など春節の影響で反動がみられた指標もあったが、総じてみると、企業部門を中心に景気回復の足取りが徐々にしっかりしてきていることが確認できる。まず、企業部門だが、3月短観では、収益から支出への前向きな循環が確認できた。すなわち、企業の業況感は、製造業で良好な事業計画に比べ慎重さが残っていることは否めないが、総じてみれば良好な水準を維持していると思う。また、2015年度の収益計画は、製造業大企業で経常利益率が過去最高の7%台となるなど、高水準を維持している。そのもとで、2015年度の設備投資計画も、2014年度の高めの伸びのあと、しっかりとしたスタートになっている。実質輸出については、2月は1月の反動から減少したが、1～2月を均すと10～12月対比で+2.1%と増加しており、為替円安の効果もあって持ち直しが明確になっていると評価している。

家計部門をみると、雇用のタイト化が続くもとで、春闘ではここまでのところ、ベースアップを含め昨年を上回る賃上げ回答をする企業が増えており、新年度入り以降、雇用者所得はさらに増加していくと期待できる。また、消費税率引き上げの影響も一巡するので、実質賃金も持続的なかたちでプラスに転じてくるとみられる。個人消費は、小売業販売額や家計調査が年明け後やや弱めなのは気になるが、消費者マインドに持ち直しの動きがみられる一方、今述べたように、雇用者所得の増加も期待できることから、引き続き底堅く推移するとみておいて良いと思う。

以上のように、最終需要の持ち直しや在庫調整の進捗を背景に、生産は、春節の影響の反動から２月はマイナスとなったが、１～２月の１０～１２月対比は＋２.４％の増加となっている。先行きは、在庫調整が進捗する中、最終需要の回復を受けて、緩やかながら増加していくとみている。

以上を踏まえると、企業、家計両部門において、所得から支出への前向きの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評価できると思う。先行きについても、この循環メカニズムが働くもとで、景気は緩やかな回復基調を続けていくとみている。

物価面であるが、２月のＣＰＩ（除く生鮮食品）前年比は０.０％となった。先行きもエネルギー価格下落の影響から、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。しかし、その間も、物価の基調的な動きを決める需給ギャップや予想物価上昇率は改善が続くとみられる。また、今年の春闘の動きをみると、物価上昇が賃金の上昇へと繋がり、それが需要増加を通じてさらに物価を押し上げるという好循環が動き始めているように思う。以上を踏まえると、私は、基調的な物価を押し上げる力は作動し続けると思っている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

わが国経済は、緩やかな景気回復が続いている。今月は、現状評価において日銀短観を中心に企業の業況感の判断を示す時期であるので、まずそれに沿って話を進める。日銀短観の３月調査では、足もとの業況判断ＤＩが、非製造業では大企業、中小企業ともに改善している。特に、建設・不動産、小売、宿泊・飲食サービスでは、業況感が既に高い水準にあるか、あるいは改善幅が大きくなっており、この理由として、都内のオフィス・店舗需要を反映した賃料上昇とそれによる投資需要の高まり、外国人観光客の増加、株高や収入増加を享受する富裕層、高所得者層による高額消費

の拡大、住宅投資の底入れ等を指摘できる。この点は、建築着工床面積の上昇や、短観の国内製商品・サービス需給判断D I の改善傾向とも整合的で、生産・営業用設備判断D I と雇用人員判断D I の「不足」超幅が一段と拡大していることから裏付けられる。なお、非製造業の先行きについては、業況判断D I が建設・不動産、物品賃貸で悪化しているが、水準自体は高いので然程懸念する必要はないと思っている。

その一方で、製造業については、円安、原油安により交易条件が改善する中、1～2月の鉱工業生産が前期比+2.4%増と10～12月期を上回ったにもかかわらず、短観の業況判断D I が大企業では横ばい、中小企業では悪化した点がややサプライズであった。国内製商品・サービス需給判断D I と海外製商品需給判断D I がともに改善していない結果、生産・営業用設備判断D I が0%近傍ではあるものの「過剰」超状態が続いており、稼働率の改善ペースが緩慢な一因だと思われる。また、3か月先の業況判断D I は大企業、中小企業ともに悪化しており、製造業・大企業の2015年度の輸出売上高や海外収益を含む経常利益の前年比伸び率見通しですら、円安や実質賃金の改善による需要回復が見込まれるわりに捗々しくない点は、今後の設備投資の動向をみるうえで多少懸念している。

次に、家計の動向であるが、家計マインドが改善しており、消費は百貨店販売と家電販売を中心に好調な一方で、消費支出全体を示す実質消費水準指数はまだ低い状況にある。その原因として、消費税率引き上げ後の実質所得の下落の影響がまだ残っていることが挙げられ、このことは3月の生活意識に関するアンケート調査の結果とも整合的である。すなわち、同調査では、1年前と比べた現在の物価観が対前年比変化率で3か月前より上昇していることもあって、1年前と比べた現在の収入D I が改善していても、それ以上に支出D I の下落幅が拡大している。つまり、家計は物価上昇によって実質収入が下落したと認識しており、物価上昇を容認する姿勢が後退する原因となっているようである。同調査の1年後の見通しについては、予想物価上昇率は前回調査と不変のもとで、1年後の収入D I が比較的大きく上昇したこともあってか、1年後の支出D I は極く僅かな低

下幅にとどまっている。とはいえ、1年後の支出D Iは改善していてもまだ「減少」超状態にあるし、支出決定で重視する項目として、1位が「収入の増減」で6割、2位が「価格の動向」で5割弱となっていることから、今後消費が持続的に拡大するには実質所得の持続的な増加が必要なことが分かる。今後は、2015年度から実質所得の改善が見込まれるので、以上の指標の動向を引き続き注視している。

なお、労働市場では、正社員の雇用者数が増加する一方で、非正規社員の雇用者数は伸び悩み始めている。とはいえ、正社員の求人倍率はまだ0.7倍程度と常用パートの求人倍率を依然大きく下回っており、企業はパート労働者に対する需要を維持しつつも、人手不足が深刻化する中で雇用維持のために少しずつ正社員化を進めているようである。このことから、今後は非正規雇用へのシフトが平均賃金を下押しする影響は徐々に和らぎ、緩やかに賃金が上昇する傾向が定着していくとみている。

次に、物価動向についてである。消費税率引き上げの影響を除いてみると、生鮮食品を除くC P I変化率は2月に0%へ、食料・エネルギーを除くC P Iの変化率も+0.3%へ低下している。石油製品と耐久消費財が下落する一方で、電気・ガス料金、宿泊料、衣料品、外国パック旅行等が上昇率を高めることで下落圧力を部分的に相殺している。4月以降には一部電力会社による電気・ガス料金の引き下げのほか、昨年4月の制度変更による高速道路料金、高校授業料等の引き上げや消費税率引き上げ時の増税分以上の価格引き上げ等の裏の効果として、一時的にコアC P I変化率がマイナスに陥る可能性がある。しかし、こうした下落は一時的であり、原油先物カーブの上昇ペースを前提としたうえで、円安のラグ効果や需給ギャップの改善等もあって、物価上昇率は2015年度後半には上昇に転じていくとの見方を維持している。

なお、2%程度の物価安定目標の実現において重要なのは、企業の価格決定力、特に非製造業・大企業の価格転嫁の動向である。この点、日銀短観の販売価格判断D Iにおいて非製造業・大企業の「上昇」超幅が拡大している点は前向きに捉えられるが、持続性の観点で注目すべきは、仕入価

格対比でのマージンの動向である。この点、足もとでは、販売価格判断D I の幾分の上昇とともに仕入価格判断D I が大きく低下したのでマージンが改善しているが、先行きについては、上昇が見込まれる仕入価格判断D I ほど大きくは販売価格判断D I が上昇していないので、マージンが再び悪化している。ただし、販売価格の上昇傾向が維持されるためマージン水準自体は大きく落ち込んでいないことから、少しずつ企業の価格転嫁力が高まる可能性がある。

最後に、経済・物価の現状および先行きについては執行部判断で良いと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、海外経済については、このところユーロ圏の回復がしっかりとってきている点はポジティブであるが、一方で、米国は、ドル高の影響やエネルギーセクターに対する原油安の影響もあって、製造業関連を中心にやや勢いを欠いている。また、中国やロシア、ブラジルなど一部の新興国でも弱めの動きがみられている。

現状判断としては、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」とすることで結構であるが、以前も申し上げたが、これまで世界経済の成長率見通しが繰り返し下方修正されてきたことを踏まえると、回復の方向の中にも脆弱な部分が存在しているのではないかと懸念しているところである。

次に、わが国の景気であるが、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。ただし、足もとは、今までより「より緩やかな」という感は否めない。

2月鉱工業生産や3月短観の業況判断D I など、このところ発表された

経済指標は、総じて回復のペースが緩やかであることを示す結果となった。収益が既往ピーク水準にある中で、一部の対外M&Aを除けば企業のマインドや支出スタンスは相対的に慎重であり、企業が内外の需給環境に十分な自信を持てていない様子も窺われるところである。

家計部門について、マインド指標は持ち直しているが、消費、販売のハードデータは依然として弱めの動きとなっている。一方で、雇用・所得環境は、有効求人倍率の上昇が続いているほか、今春のベア率は現時点で昨春より高い伸びとなるなど着実な改善が続いており、先行き家計の支出に繋がっていくか、注目していきたいと思っている。

なお、年金生活者層の消費動向には留意が必要と思う。公的年金の受給権者数は約4,000万人、総人口に占める比率は約3割に上るが、年金のマクロ経済スライドにより、この層の実質所得が中長期的に下押しされることは避けられない。給与所得者の賃金改善効果と併せて、よくみていく必要があると思っている。

次に、物価であるが、これまでの原油安による低下圧力と、為替円安などによる上昇圧力の綱引きにより、消費税影響を除くベースのコアCPIは、当面0%程度で推移するとの見方に変わりない。

なお、先月、一橋大学などが前年に存在しなかった新商品の価格動向を含めた物価指数を公表した。それによると、昨年4月の消費増税以降、値上げした新商品の投入が増えており、それらを加味した物価上昇率は、継続商品に限定した価格指数よりも高く、+1～+1.5%程度で安定的に推移しているとのことであった。この指数については、カバレッジの狭さや単価指数であるが故の問題点はあるが、平均的な小売店における商品の46～47%は前年の同じ週に販売されていないことや、最近の販売店は単にパッケージや容量を変更しただけの「新商品」を投入することで実質的な価格引き上げを行っているといった現実を踏まえ、消費者が直面する物価を捉えようとしている点は、意味あるものと思っている。

このところ、生活意識に関するアンケート調査の結果から推計される家計の実感インフレ率と実際のCPI伸び率の乖離が目立っている。もとよ

り、今回の一橋大学の試みがそれを埋め合わせるものではないが、現行政策が期待に働きかけることを重視している以上、われわれとしては、家計や企業など経済主体の実感する物価動向もしっかりと把握し、政策判断に当たって勘案していく必要があると思っている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについては、執行部見解どおりで良いと思う。

海外経済について、前回会合以降の変化点を挙げると、まず第1に、米国ではエネルギー価格下落のもとでもドル高や寒波、港湾スト等の影響から製造業や消費関連指標に幾分弱さがみられ、また鉱業——マイニング——の雇用減など雇用への影響もみられること、それに伴い市場の1～3月期および年間の成長率見通しも下方修正となり、F e d の利上げ見通しが後ろ倒し気味となっていること、第2に、欧州では前回会合で触れたE C Bの資産買入れを巡る様々な懸念のもとでも、取り敢えずオペレーションは順調に進捗し、経済指標も総じて持ち直しを示唆していること、第3に、中国では春節後の経済指標はソフトデータのみだが引き続き軟調で、ここもとの指標の下振れが単に春節の影響にとどまらなるとみられることである。

前回会合から日が浅くデータの蓄積を待つ必要があるが、総じて1～3月期の世界経済の足取りは幾分鈍化したように見受けられる。ただし、米国については寒波等による一時的な要因もみられること、中国では引き続き小刻みな景気刺激策が見込まれること、エネルギー価格下落が新興国に金融緩和余地を生み出すなど原油安の好影響もみられることなどから、見通しが大きく下振れるというほどのものではない。

リスク要因としては、各種金融規制により市場の流動性に懸念があり、またF e d と市場の間に利上げのペースに関しなお相応の見通しの乖離

が残る中、年内に見込まれる Fed の利上げが国際金融資本市場に及ぼす影響、およびより喫緊にはギリシャ情勢である。後者について、ギリシャ政府は当面の資金繰りのため、借入証書の発行で事実上の独自通貨発行に踏み切り、ユーロ離脱が静かに既成事実化していくとの観測もある。不測の事態に備え、引き続き最大限の注意を払う必要がある。

国内経済については、消費や設備投資は持ち直しつつあるとはいえ引き続き勢いを欠いており、実質 GDP でみても 10～12 月期は年率+1.5%と漸くプラス成長に転じたあと、この 1～3 月期は消費等の足踏みのため、1 月の展望レポート中間評価時点の私自身の見通しを下振れて推移したとみられる。

もっとも、供給側のデータや雇用・所得環境に着目すれば経済活動の緩やかな増勢は維持されていること、また家計・企業マインド関連の指標は概ね改善ないし良好な水準を維持していることから、先行きはこうしたマインドが消費や設備投資のハードデータに反映されていくことを、期待感も込めて見守りたい。

リスクとしては、昨日の調査統計局の報告にあったように、4～6 月期の製造業の生産活動が自動車および素材関連の在庫調整から足踏みするとみられること、またその背後に中国をはじめとする世界経済の減速の影響が垣間みられることである。このところ輸出・生産関連指標はアジアの春節の影響による振れから基調を読み取りにくい、製造工業生産予測調査ベースで 1～3 月期が前期比+1.1%、4 月が 1～3 月対比で+1.0%の増産にとどまっていることからすると、調査統計局のミクロヒアリング結果に示されているように、4～6 月期の生産活動は相応の減速リスクを孕んでいると考えられる。この点は、短観 3 月調査において企業が需給判断、とりわけ海外需給判断を慎重にみていることと整合的である。

最後に、物価の現状と先行きについての記述は執行部案で良いと思う。また、物価統計がエネルギー価格下落の影響を受ける中で、物価の現状と先行きをみるに当たり、主に基調をみていくという執行部の情報発信も妥当であると思う。物価への影響という点では春闘のベア妥結状況を注意深

く見守っているが、3月末の中間回答集計段階で+0.68%と昨年度実績の+0.38%を若干上回る状況である。本行の物価安定の目標との関係に照らせば、賃金の伸びは期待したほどでなく、やや勢いを欠いている。ただし、2年連続で基本給改定が実現する見通しとなったことは、「基本給は上がらないもの」という人々の固定観念を変え、前向きの予想形成を促す重要な catalyst と認識している。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

海外経済が回復基調にあるという執行部の見方に、概ね賛同する。米国、欧州、中国とも強い成長はみられない。米国の景気拡大は遅れ、金融政策の出口は後ずれするのではないかと。米国と日欧との金融政策の方向のずれは当面大きくならないのではないかと。そうすると、米国の金融政策の転換を理由とする円安は、当面起こらないのではないかと。中国経済においては、成長率が高いながらも鈍化しており、その成長率の低下がさらに投資成長率の低下、サービス化、内製化——自分で部品を作ること——などによって、中国が世界需要を牽引する力が、GDPの低下以上に低下するということもあり得ると思う。

日本経済が緩やかな成長を続けているという執行部の見方にも賛同するが、大変残念なことであるが、これが極めて緩やかであるというのが事実ではないか。特に、雇用の順調な伸びに比べて生産と消費の伸びは弱く、雇用者総報酬の伸びが消費と生産の順調な増加に結びつくかどうかのリスクがある。すなわち、企業と家計双方の所得と支出のリンクが明確に繋がるのかどうかについて、リスクがあるのではないかと。

さらに、景気のリスク要因として、輸出は世界経済の回復とともに増加すると思うが、その動きは、世界経済の伸びが低いことと日本の生産基盤の弱体化によって、2000年代からリーマン・ショック前のように強く

ないのではないか。輸出の回復があっても、2001 年の量的緩和時にみられた輸出と設備投資の力強い並行的な増加はみられないと思う。あの時には、2002 年から 2007 年まで実質 GDP ベースで投資は年に 5 % 弱、輸出は 10 % 伸びた。あのような力強い回復はみられないのではないか。内閣府の企業行動アンケート調査によれば、企業の成長期待は 1 % 余りで上昇していない。設備投資計画をみても、成長期待の上昇を示唆するような高まりはみられないと思う。

物価の先行きについては、企業や家計の中長期的な予想物価上昇率は、1 % にとどまっている。労働需給は徐々にタイトになっているが、それが十分な賃金上昇圧力を生み出しているとは言えない。CPI の 2 % 上昇の目標を考えた時、名目賃金の伸びは未だ低いのではないかと思う。

それ以外のことについては、執行部の見方に大体賛同する。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、委員方の意見を私なりにまとめると、まず海外経済については、米国は、民需を中心に回復を続けており、個人消費は悪天候の影響もあってこのところ増加ペースが若干鈍化しているが、雇用の拡大あるいは原油安の効果を背景に増加基調が続いている。また、企業マインドや生産活動のモメンタムはしっかりしており、設備投資も回復を続けているということだと思う。従って、足もと従来よりも若干弱めの数字が出ているが、回復のモメンタムは変わっていないのではないかと思う。ただ、ドル高の影響は注視していく必要があるという意見があったと思う。

欧州は、緩やかな回復を続けており、特に、従来みていたよりも強めになっているように思われる。外需の改善やユーロ安を背景に輸出が持ち直していること、雇用情勢も少しずつ改善していること、さらには原油安、株高の効果もあって、個人消費は回復ペースに弾みがついてきているようにみえる。この間、物価面をみると、エネルギー価格下落の影響からまだマイナスが続いている。

中国については、多くの委員が言われたが、成長モメンタムが段々鈍化してきているということはそのとおりであるが、一方で、外需の改善や景気下支え策があるので、総じて安定した成長を維持している、あるいは維持していくのではないかという意見で、概ね一致していたのではないかと思う。他方、新興国経済は、アジアを中心に持ち直している国・地域がみられる一方で、何人かの委員が指摘されたように、ブラジル、ロシアなど構造問題などを抱える国では景気停滞が続いており、全体として成長に勢いを欠く状態が続いていると思う。

こうした各国・地域の動向を踏まえると、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一致していたと思う。

次に、わが国の景気については、企業部門をみると、短観でも確認されたとおり企業収益が大きく改善しており、業況感も総じて良好な水準で推移していると思われる。輸出や生産は、春節の影響から月々の振れが大きくなってややみにくくなっているし、2月単月では弱めの数字となっているが、均してみると改善傾向が続いているのではないかと思う。そうしたもとの、設備投資は緩やかな増加基調にあり、短観の設備投資計画でも、総じてしっかりした姿が維持されていると思う。家計部門をみると、雇用・所得環境の改善は続いている。今年の賃金改定交渉でも、ベースアップを含めて賃上げについて昨年を上回る回答を示す企業が増えており、こういった動きが広がっているということであろうと思う。そうしたもとの、個人消費についてみると、何人かの委員が指摘されていたように、一部で改善の動きに鈍さがみられるところはあるが、一方で、これも多くの委員が指摘されているように、マインド面は持ち直している。こういった雇用・所得環境やマインド面の持ち直しを踏まえると、全体としては底堅く推移しており、先行きも、新年度に入ってベースアップを受けた所得の改善ということもあり、引き続き、消費は底堅く推移すると考えられる。この点については、慎重な見方をされる委員もおられた。

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の循環

メカニズムは基調としては作用し続けていると思うし、景気回復の足取りが徐々にしっかりしてきているということでもあると思う。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の見方が共有されたと思う。先行きについても、緩やかな回復基調を続け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が、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%程度になっているが、先行きについても、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、色々な指標があるが、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のではないかと思う。この点に関連して、ベースアップを含めた春闘の結果については、最終的な結果はまだ出ていないが、現状の数字でも賃金の上昇を伴いながら物価上昇率は徐々に高まっていくという好循環のメカニズムがしっかりと作動し始めていることを示すものではないかと思う。従って、この点は、物価安定目標の実現に向けて心強い動きであろうと思う。

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

中曽副総裁

今回、私自身を含めどなたも触れなかったが、欧州の長期金利低下の影響について申し上げたい。昨日執行部から説明があったように、ドイツ国債では7年、フランス国債でも4年までマイナス金利化している。ECBは-20bpまで買うと言っているので、この先買入れの進展とともに、より長いゾーンで金利低下、場合によってはマイナス化が進んでいく可能性があるかとみている。今のところ、日本のJGB市場など他国へのスピルオーバーについては限定的であるとみている。この背景としては、1つは、ドイツ国債、Bundsは機関投資家がかなりの部分保有しており、それなり

にホームバイアスが強いと聞いているし、前回会合で山岡金融市場局長から説明があったように、JGBとBundsには格付け格差があるので、それほど代替性もないということであった。この先、買入れが進んで欧州債の利回りがさらに低下していけば、さすがに利回り志向から、海外投資家はどこかで他国の国債に目を向けるという臨界点を迎えても不思議ではないと思う。実際、英国国債、Gilt をみると、多少そのような兆しが出ているように見える。つまり、ユーロ諸国がQEで国債買入れを継続する間は、それなりにグローバル化が進んだ市場では、米国債や日本国債など他国の国債の利回りに相応の低下圧力がかかり続ける可能性があるのではないかとみている。この点、補足しておきたいと思う。

白井委員

私も、中曽副総裁がおっしゃったことに関心があり、昨日申し上げたように30年のところが特に下がっており、市場では、今までとは少し違うことが起きていると思うので、しっかりみていく必要があると思う。

次に、金融政策に関係する話になってしまうが、皆さんの話を聞いていて思ったことを申し上げる。1点目は、各中央銀行が大変な金融緩和を行っているが、そのわりに経済は強く伸びていかないことについては、私はこのような時には発言に気をつけなければならないと思うが、世界金融危機、すなわち欧米で銀行を中心とした危機があり、そのヘッドウィンドがまだ残っており、企業、家計の中にはまだデレバレッジが必要などがある。また、今はロシア・ウクライナや中東の問題があり、新興国が弱いというところに、ギリシャの問題が入ってくるなど、どうしてもヘッドウィンドがある。2つ目は、銀行危機があって金融規制が非常に強くなったので、どうしても金融機関が以前ほどリスクを取れなくなったということがあると思う。従って、貸出にも非常に慎重になっている。これには良い面もあるが、過度に規制が強すぎる面もあるかもしれない。また、金融危機があってイノベーションが起きにくくなっていることもあり、新陳代謝が少なくなっているということもある。3つ目は、こうした金融危機の

影響だけでなく、欧州や日本、そしてややマイルドだが米国でも人口動態の問題が起きていることや、新興諸国でも潜在成長率が落ちていることの両方の問題があるので、金融緩和を相当やっても、金融緩和の効果がそれほどみえないという問題がある。ただ、効果がないということではないと思う。私は、そのような状況の中で行ってきた金融緩和がかなり下支えになってきており、なければもっと大きな影響が出ていただろうと考えている。同様に、わが国についても、内部試算で、消費税で大体1%程度成長を下押ししたようであり、その分われわれにとって政策がやりづらい面もあるが、消費税率の引き上げに伴い成長が下押しされるところを、金融政策で下支えしたのではないかと、私はみている。

木内委員

原油価格が昨年夏以降下がってから相当時間が経っている。今まで限り、原油価格下落の世界経済へのプラスの効果は、思ったよりも小さいのではないと思う。1番効果の出やすいのは自動車であるが、米国では、自動車販売は3月は戻ったもののその前3か月はずっと落ちていたし、アジアでも総じて弱い。特に、インドネシアやタイの自動車販売は前年比マイナスであるし、日本も、前年の消費税増税前の駆け込み需要の影響もあるが前年比マイナスである。従って、1番効果が出やすいところをみてもあまり出ていない。消費全体でみると、ユーロ圏は別でプラスの影響が出ている可能性もあるが、日本でガソリン価格低下の影響で1番効果が出やすいのは地方であるが、東京などの大都市と比べて地方圏の消費の戻りが良いというような証拠もない。マインドについても、全体としては戻ってきているが地方の方がより戻ってきているという証拠もない。この辺りから考えると、今のところ期待したほどではないと思う。米国で貯蓄率が3か月連続で大幅に上がってきているということは、一時的な側面はあるものの、原油価格の下落による恩恵が貯蓄に回っていて実質消費増加には繋がっていないということだと思う。米国については、かつてに比べオイルの生産が非常に増えているので、原油価格下落によるネットのプラス効果、

恩恵が出にくくなっているということがあると思う。そのことは、日本やアジアからすると、原油価格が下がっても米国向けの輸出が従来ほどには増えないということでもある。こういう点も考えると、日本も含めて世界全体が原油価格下落から受ける恩恵は、少なくとも従来よりは小さいと思う。昨年夏以降の消費の動向などをみると、そのことを裏付けていると思う。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、追加的な意見があればお願いする。

白井委員

先程、わが国の労働市場の機能は維持されており、不当に抑制されている訳ではないという意見があった。その気持ちもよく分かるが、日本の労働市場で何が問題だったのかを考えてみたい。この 15 年間、低インフレ、マイルドなデフレが定着してきたが、その前兆となったのが 1990 年代前半である。それまではインフレ期待も 2 % と高かった。需給ギャップは良かったし、潜在成長率も高かったのが、1990 年代前半に全てが同時に悪化した。これらの因果関係をはっきりさせることはできないが、長期インフレ期待も急速に落ち、需給ギャップも急速に悪化し、潜在成長率も急速に低下した。これが 1990 年代の前半であった。この時に、物価上昇率も低下し、1990 年代末にデフレに入ってしまった。同時に賃金の上昇率も低下したが、恐らく賃金の下方硬直性があってマイナスにはならなかった。物価と賃金はほぼ比例して 0 % 近傍、従って実質賃金の伸び率も 0 % 近傍で推移してきたのが、この 15 年間だったと思う。

ところが、仔細にみると問題がもっと出てくる。例えば、先進国に匹敵する生産性の高さを維持してきた製造業では、労働生産性の伸び率は高いがそれに比べて実質賃金の伸びが高くなかったのが、ユニット・レーバー・コストが低下していた。ただ、今後は人手確保、質を含めた人材確

保という点で、生産性に見合って実質賃金を上げていくことが製造業の課題であると思う。一方、非製造業の方は、総じてみると、労働生産性がほとんど伸びておらず、名目賃金と物価がほぼ一緒に動いていたので、実質賃金の伸び率は0%位であった。この課題は、この15年位は賃金が非常に低い非正規にシフトすることによって賃金抑制ができていたが、もうそれができなくなった。つまり、人手不足になり非正規雇用も限界になってきているので、これからは賃金を上げて人手を確保するという発想の転換が必要になっている。非製造業では、今までは労働生産性が低かったが、これからは上げていかなければならないし、賃金も正當に上げていかなければならない。賃金は、物価上昇率と労働生産性の伸びで決まるので、そういった当たり前の賃金設定になるように、企業が努力しなければならない。そのためにも構造改革が必要であり、それがアベノミクスのエッセンスだと、私は思っている。その意味で、マインドの転換が必要である。確かに、政府が主導して賃金を押し上げることにについて異論があるのは分かるが、マインドを変えなければならない。マインドを変えて頂いた結果、そしてQQEを続けていることもあって、一部の企業では、イノベーティブな財・サービスを提供すれば価格は上げられるということが分かったので、自信をつけて一生懸命良い商品を開発しているし、賃金をもっと正當に上げようという人達が増えている。従って、政府が音頭を取って賃金を上げる方向に行ったことは、マインドの転換に必要であった。しかし、このようなことはいつまでもやることではなく、当然われわれとしては、いずれは民間主導でこのような動きが出てくることを望んでいるということだと思う。

原田委員

企業と家計において、ともに所得から支出へのリンクが生まれているということであったが、中曽副総裁がおっしゃったように、企業部門で、利益は空前というほどではないがリーマン・ショック前の非常に高い水準まで行ったが、設備投資計画は過去の平均並みということから考えると、所

得から支出へのリンクが順調であるとはあまり言えないのではないか。また、家計をみても、雇用×賃金が安定的に伸びているにもかかわらず、消費の方は鈍いので、所得から支出へのリンクが順調であると言うことは難しいのではないか。消費については、家計調査系のデータに問題があるかもしれないが、色々な消費のデータをみても、所得から支出というリンクがあまり明確にはみえないと思うが、それについてはどのようにお考えか。

中曽副総裁

所得から支出への前向きの循環、リンクについては、漸く作動を始めてきたという評価だと思う。これを定着させることができるかどうかによって、決定的に重要なのが今年の賃金、とりわけ春闘の動向であったと思う。これについては多くの委員が言及されたが、私自身、実は、ベアは1%程度を目線にしていたので、その意味ではガクッという感じがしない訳ではない。しかし、よくみると、そうはいっても元気の出る要素もあるのではないかと考えている。例えば、商工会議所のアンケート調査をみると、所定内賃金を引き上げる予定であるとしている企業の割合が、今年3月は4割を超えており、昨年末の3割強から1割方増えている。また、連合の途中集計結果をより細かくみると、例えば、組合員数が300人を下回るようなところでも、昨年を上回る賃上げをするという回答になっている。また、調査統計局から説明があったように、非正規労働者の賃上げも2%を超えるという回答が示されており、これは昨年を上回っている。ベア率自体は1%に届かなかったが、今申し上げたように、中小企業あるいは非正規労働者に賃上げの動きが広がっていること自体は、雇用・所得環境の質的な改善が進んでいるということだと思う。その意味で、所得から支出への好循環は、始まったばかりということかもしれないが、この好循環をはっきりかつしっかりと定着させることに、こうした動きは寄与するのではないかと考えている。

白井委員

私も、「所得から支出への前向きの循環メカニズム」という言葉には、正直言って違和感がある。以前から申し上げているが、どう考えても賃金から消費へのところはまだ少し弱い。また、企業収益から設備投資のところも、設備投資のレベルは高いが成長を牽引するほどではない。従って、執行部はずっとこの言い方をしているので否定するものではないが、現状がそうだという言い方をあまりし過ぎるのは、少し誤解を招くと思う。「少しずつそういうメカニズムが出てきているし、これからより強まっていく」というような表現なら良いが、今既にそうだという印象を与えるような説明は、個人的には少し違和感がある。

岩田副総裁

所得から支出への循環に関しては、消費税増税の効果を分けて考えないと非常にみにくくなっていると思う。消費税増税分を除けば、実質所得は実はもう上がり始めている。特に、実質雇用者所得などは、確か昨年4月前から上がり始めていたと思う。しかし、人々は消費税を除いて実質所得が上がったなどとは考えず、消費税込みで考えるので、消費の弱さが出ている。私は、消費増税分を除いてみれば、Q QEの効果で所得から支出へというメカニズムが働いて、実質所得は増加の方向に行っており、このことは人手不足に現れている、とみている。

企業部門では、企業が設備投資に少し躊躇しているところがあると思われるが、この背景には、円安により海外所得が増えたのは円換算時の評価益であり、企業としては実際の稼ぐ力が持続するかどうかに対して慎重であつたということがあると思う。ただ、円安が定着すると、海外投資と国内投資では国内投資の方の配分が増えてくると思う。確かに、国内回帰がそれほど進む訳ではないし、原田委員がおっしゃったように2000年代中頃のように輸出が伸びるとは恐らく誰も思っていないと思う。しかし、Q QE直前辺りの円高による行き過ぎた空洞化は収まってくると思われるので、企業が、為替の評価益だけでなく国内でも稼げるということが段々

分かってくれば、所得から支出への循環はより一層働くと思う。雇用や所得は遅行指標でもあるので、消費税の影響を除いて金融政策の効果をしっかりみていくということと、企業が為替の評価益だけで儲けているのではないということを認識するにつれて、先程中曽副総裁がおっしゃったように、所得と支出の循環メカニズムは作動し始める——私は、消費税増税でこのメカニズムは1回崩れ、それが立ち直ってくる、すなわち新規巻き直しとみている——というのが2015年度の状況だと思う。その意味で、2015年度にはあまり懸念する材料はないのではないか、というのが私の正直な見方である。

佐藤委員

前向きの循環メカニズムに関して、その循環メカニズムの基になる好調な企業収益は、岩田副総裁ご指摘のとおり、企業の主に海外での生産活動による為替の換算差から来ている。その証拠に、例えば1～3月のGDPをみると、GDP自体は年率+1.5%と潜在成長率を上回っているとみられるが、猛烈に高い伸びという訳ではない。その一方、例えば、海外からの所得の受取りに着目して所得形成という点からGNIをみると、為替の換算益が上乗せされてかなり高い伸びを示している。問題は、企業が海外で生産活動を行って海外の生産子会社などで retain している利益、すなわち留保利益を国内に還流させていくかどうか、国内への留保利益の還流が持続的に進むかどうかだと思う。私は、為替の安定が1つの重要なポイントになってくると思っている。勿論、為替の換算差は為替で大きく動くが、この先国内に留保利益が戻ってきて、企業が設備投資を国内で増やしていくかどうか重要である。これには、為替の安定と企業自身の中長期的な為替見通しによるところも大きいのではないかと思う。設備投資は5年、10年単位の話なので、企業経営者がまた大幅な円高に戻ると予想しているのであれば、基本的に国内に設備投資を還流させることはそれほど簡単には起きないし、現に、そのような動きがあるとしても、今のところ極く一部に限られている。その点では、企業経営者が、今の為替の見通し

が今後 5 年、10 年安定するという conviction、確信を強めていくことが 1 つの条件になると思う。

木内委員

先程来議論されている前向きの循環については、私もやや懐疑的にみている方であるが、これに関連して賃金の話をしたい。昨日の議論にもあったように、統計の改定がやや乱暴なかたちでなされたこともあって、昨年度の所定内賃金の上昇率は恐らく小幅マイナスではないかと思う。技術的な調整で 0.3~0.4%ポイント下がっているが、それを考慮したとしても、昨年度の春闘の賃上げは、最終的なベアである 0.38%よりは十分低いだろうと思う。過去 10 年あるいはそれ以上、ベアの上昇率は所定内賃金全体の年度平均上昇率の上限を画するようなかたちでずっと来た。今年はどうかという、ベアが 0.6~0.7%となった場合、所定内賃金全体としてはそれを下回る可能性が高いので例えば 0%台半ば程度、所定内賃金以外のボーナス、一時金などの 1 人当たり賃金上昇率への寄与は、恐らく昨年ほどの水準にはならないのではないかと考えている。ボーナスでは、昨年夏が伸び率では多分ピークだと思う。勿論企業収益の水準は高いが、ボーナスは企業収益の増加率で決まる部分が大きいことからすると、ボーナスの賃金全体への寄与度は昨年度よりも落ちてくる。また、昨年は春の基本給の引き上げを夏に一時金で支給するところが相次いだので、夏に一時金の支払いが増えたが、そのような傾向は恐らく今年は薄れるだろうということを考えると、所定内賃金は 0%台半ばで、1 人当たり現金給与総額自体は、1%あるいは 1%強程度ではないかと、個人的には思っている。そのようにみた時に、もし、CPI コアが展望レポートの中央値のように 1%程度だとすると、これで計算した実質所得は、年度前半はプラスだとしても、後半にかけてはまたマイナスになってしまう。そういうことからすると、所得環境の見通しは決して良い訳ではない。一方で、われわれの見通しでは、消費は順調に戻っていくということなので、賃金と物価と消費のバランスが、見通しベースでみるとあまり宜しくないという感じがして

いる。どこかが違うのではないかと考えた時に、昨年もみられたように、物価上昇が先行して賃金上昇が追いつかないということになると、歴史的にみて賃金と物価の上昇率の乖離は比較的小さいことは確かだが、賃金が物価に鞘寄せされるというよりは、消費の鈍さを反映して物価上昇率が期待したほどは上がっていかないというかたちで、今の見通しのアンバランスさが解消されていくのではないかと、個人的には思っている。

白井委員

為替については、確かに企業は為替リスクを非常に懸念し、現状維持を望んでいるのはそのとおりであり、そうなれば不確実性が減るのは事実である。ただ、私は、企業が為替リスクに対処できる力を持つべきであると思う。為替は、目先は金融政策の差で動き得るかもしれないが、色々な要因で変動し得ることは否めないなので、これからは世界の需要を取り込んでいき——内需産業でも、海外からの観光客を取り込んでいき——、為替リスクを所与として耐久性を強めていくような企業が生き残っていくのが、望ましい姿ではないかと思っている。

賃金と物価については、確かに今は物価の方が賃金よりも先行して上昇しているが、もしかしたら逆になる可能性もあるのではないかと思う。つまり、生産性が上がっていけば賃金の上昇は物価の上昇を超えるので、これからは意外と逆のことが起こる可能性もあると思っている。

原田委員

企業が、為替が安定的に動くという見通しに確信を持つことに関連しては、金融政策が大事だと思う。今まで日本銀行はインフレ・ターゲットを導入せず、他の国は2%のインフレ・ターゲットを導入していたが、そうすると、あくまでも理屈のうえであるが、傾向的に円高にならないことにならないことになる。しかも、その円高が間欠的に急に何度も起きたが、世界と同様にインフレ・ターゲットを導入すれば、理屈のうえでは為替も落ち着くはずである。従って、企業がそういうことを認識してくれば、同

時に為替見通しも落ち着いて、その結果、急激な円高リスクを避けるために海外に投資する部分が減るという意味での回帰はあり得るのではないか。国内投資への大規模な回帰があるとは思わないが。

黒田議長

今回、所得から支出への前向きの循環メカニズムについて様々な意見が出たので、私なりにまとめたい。基本的に、この前向きの循環メカニズムは非常に重要であって、それがなければ持続的な物価安定目標の達成も難しくなり、その基礎であるということはそのとおりであると思う。そうした中で、いわば 15 年続きのデフレから脱却し、2%の物価安定目標に向けて進んでいくために、量的・質的金融緩和を一昨年 4 月に導入して今日まで来ている。この間、様々な面で前向きの循環メカニズムが働き始めているということは、皆さんも認められると思う。それが非常に強くしっかりしていると言えるかどうかについては、岩田副総裁も言われたように、消費税その他の要因が影響しているところもあるので、そういったものを勘案すると、やはり前向きの循環メカニズムはかなりしっかりしてきており、今後さらに一層しっかりしていくであろうし、そうならなければ 2%の物価安定目標を安定的に持続することは難しくなると考えている。私自身は、この前向きの循環メカニズムは、15 年続いたデフレとの対比において特に重要であり、それが働き始めていることも事実であるし、今後さらにこれがしっかり作動していく必要があるということもそのとおりであると思っている。

それでは、今から 10 分程度コーヒーストップを取りたい。10 時 32 分に再開する。

(10 時 22 分中断、10 時 32 分再開)

IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

木内委員

量的・質的金融緩和導入からちょうど2年が経過したが、このタイミングで、マネタリーベースおよび長期国債買入れの増加額を導入時の水準から減額する案を提出したいと考えている。ともに年間45兆円の増加ペースに減額するものだが、詳細についてはあとで説明の時間を頂くこととして、ここではその背景にある考え方を4点にまとめて述べさせて頂く。

第1に、導入時から私は、「量的・質的金融緩和」を2年間程度の集対応措置と位置付け、その後柔軟に見直すこととする」との提案をしてきた。今回提出する案はこれを踏まえた「見直し」に相当するものだが、2年が経過したことで自動的に提案を決めた訳ではない。金融政策は、効果のみを最大限に高めることを目指すのではなく、副作用にも十分注意を払いながら、効果と副作用のバランスを最善のものにすることを目指すことが重要と考えている。そうした観点に基づいて、昨年10月末の緩和拡大以降、私は導入時の方針が妥当と主張してきたが、熟慮を重ねた結果、現時点では、もはや導入時の方針であっても副作用が効果を上回り妥当でないと考えるに至った。

第2に、その効果と副作用の比較考量だが、実質金利の低下や期待に働きかける経路を通じた追加的な政策効果は、ともに導入時に比べてかなり低減しているとみている。名目金利が既になんかの低水準に達している一方、世界的に予想物価上昇率が高まりにくい環境のもと、実質金利の低下余地は限られていること、人手不足などの供給制約やさらなる円安進行への警戒感の台頭から、金融緩和とその需要刺激効果がもたらし得る負の側面も相応に広く意識されるようになったこと、の2点がその主な理由であ

る。他方、副作用については、国債市場に関わるものに特に注目しているが、潜在的には着実に累積している可能性が高いとみている。国債市場での日銀の存在が過大になっている結果、各種金融・資産価格のベースとなっている国債利回りが過度に歪められ、既に多様な不均衡を生み出している可能性がある。市場機能や金融機関の収益、仲介機能に与える影響、財政健全化のインセンティブ低下に繋がる可能性なども懸念している。また、国債利回りの上昇が広範囲に亘ってリプライシングを誘発し、実体・金融経済に深刻な打撃を与える潜在的风险が累積されており、これが将来的には金融政策の正常化の妨げになる恐れがある。加えて、国債買入策の持続性の問題がいずれ表面化する可能性がある。政策信認を大きく損ないかねないこうした事態を未然に回避する観点からも、国債買入規模を減額して国債市場への過度の圧力を軽減する調整を実施すべき時期に來たと考えている。

第3に、私自身は、金融政策の基本的な役割は、経済の需要面に働きかけて、潜在成長力に見合った経済・物価の安定を確保する点にあると考えているが、これに照らせば、量的・質的金融緩和は既に相応に成果を挙げていると考えている。潜在成長率が依然低水準にとどまる中で、需給ギャップはこのところ概ねゼロ近傍で推移している。こうした中、短期間で経済の実力以上に物価を押し上げようと過度な緩和状態を続ければ、経済ひいては物価の安定をむしろ損ねてしまうリスクがある。私としては、従来から申し上げているように、物価安定の目標の達成時期を柔軟化して、緩やかでも息の長い景気回復を実現し、その間に、生産性上昇率や潜在成長率を高める取組みが着実に進められるように金融面から粘り強くサポートしていくことが、国民経済の健全な発展のためにも、また政策運営に対する信認という観点からも、望ましいと考えている。その意味で、今回の提案は、中長期的に2%の物価安定の目標を実現することに資するものと、私自身は考えている。今後、構造改革の進展などから潜在成長力が上昇するとともに、目指すべき物価上昇率、すなわち安定的に持続可能な物価上昇率の水準も徐々に高まっていくことが期待されるが、政策運営の

基本的枠組みである２つの「柱」の第１の柱に基づき、各時点での日本経済の実力に照らして経済・物価が妥当なパスをたどっているかをその都度点検し、物価安定の実現に向けた金融政策面での努力を粘り強く続けていく姿勢が重要と考えている。

第４に、マネタリーベースおよび長期国債買入れを減額しても、残高の積み上がりとともに緩和はなお累積的に強化され続ける。私自身は、今回提案する減額に続いて段階的に減額を進めていき、１年間程度でマネタリーベースおよび長期国債の残高が一定となる状態に至ることを、取り敢えず目指すのが適当と考えているが、それは量的・質的金融緩和の終了に直結するものではない。超過準備が解消され、長期国債の保有額が正常化する量的・質的金融緩和の終了には、極めて長い期間を要することが考えられる。今回の提案は、全体の政策パッケージの中で量的・質的金融緩和のウェイトをやや引き下げ、実質ゼロ金利政策、貸出支援オペなども加えた多様な政策ツールを組み合わせる柔軟な政策運営へと移行する第一歩であると考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いている。企業の資金調達コストは低水準で推移しており、ＣＰ・社債市場も良好な発行環境が続いている。金融機関の貸出態度判断ＤＩも１９９５年１１月以来の水準に改善している。こうした環境のもとで、企業の資金繰りは中小企業を含めて良好な状態にあり、資金繰り判断ＤＩも１９９０年５月以来の水準まで改善している。

また、わが国の金融資本市場では、ドル／円は３月のＦＯＭＣにおける経済・物価、政策金利見通しの下方修正や、やや弱めの雇用統計を受けて米国の早期利上げ観測がやや後退したことから、若干の円高ドル安方向での動きとなっている。また、株価は、堅調な本邦企業業績が好感されるな

どして、前回をやや上回る水準での動きとなっている。この間、短国レートは、投資家の年度末に向けた調整が一巡する中で、概ねゼロ近傍で推移している。長期金利は、このところ変動幅がやや大きめに推移しているが、足もと米国金利低下による影響などを受けて、幾分低下している。

この間、国際金融資本市場は、一部に神経質な動きがみられるものの総じて落ち着いた状況にあるが、search for yield の流れが強くみられるもと、米国の経済成長や雇用・所得環境の改善等をきっかけに、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警戒が必要である。また、ギリシャ支援を巡る交渉の展開、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も引き続き注意が必要である。

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当と考えているが、政策を遂行するに当たっては、引き続き市場動向等に細かく目配りしながら、懸念されるリスクには十分な配慮を行うことが必要である。

ここでは、先行きの物価動向について若干付言したいと思う。足もと、消費税影響を除く消費者物価の伸び率は0%まで縮小している。もっとも、予想物価上昇率については、実際の物価の伸び率が低下する中でも、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。3月短観における企業の物価見通しでは、原油安のもとでも先行き物価が上昇する姿が概ね維持されたほか、生活意識に関するアンケート調査における家計のインフレ予想も上昇方向の見通しが維持されている。また、販売価格判断DIは、大企業の素材業種にやや大きめの低下がみられるが、非製造業を中心に総じて先行き上昇方向にある。この点、実際に企業の価格設定行動を窺うと、家計行動の変化を踏まえて従来の低価格戦略を見直し、付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きが広がっており、足もと、上昇品目比率や刈込平均値には上昇傾向がみられている。

また、好調な企業業績を背景に物価動向等に配慮した賃上げの動きも広がっており、その動きは中小企業や非正規労働者にも波及している。中小

企業を対象とする商工会議所の3月調査によれば、2015年度に賃上げ予定とした先の割合は、12月の前回調査から10%程度増加し43.8%に達している。昨年のほぼ同時期の調査に対し、最終的に賃上げを実施した先が10%弱拡大したことや、今回短観で中小企業の人員「不足」超幅が一段と拡大している点を踏まえると、今後、賃上げの動きがさらに広がることも想定される。また、今回の賃上げにおいて、比較的消費性向が高い若年層に対して初任給アップやベアでの配慮の動き等が多く聞かれる。こうした賃上げの動きは、実質賃金の改善を通じ、個人消費の押し上げに繋がることが期待される。なお、賃上げの恩恵が波及しにくいシニア層については、これまで底堅い消費を下支えしてきたが、年金支給にかかるマクロ経済スライド導入もあり、節約志向が強まる可能性がある一方、株・投信等保有層には資産効果も期待されるなど、その消費動向を今後も注視する必要がある。

以上を踏まえ、先行きの物価については、原油価格次第の面はあるが、予想物価上昇率が全体として上昇していること、景気の前向きな循環メカニズムが維持されマクロ的な需給バランスの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が年度後半にかけて剥落することから、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

第1ラウンドで述べたように、今後暫くの間、消費者物価前年同月比は0%程度で推移すると予想している。また、極く僅かであるが、マイナスになる月もあり得ると考える。しかし、このインフレ率の低下は、需要の弱さによるものではなく、原油安というコスト要因によるものであるため、日本経済がデフレに戻りつつあることは意味していない。

原油安は中長期的には家計の実質所得の増加と企業収益の増加をもた

らすため、需給ギャップの縮小を通じて、物価引き上げ要因になる。また、家計、企業、投資家などが、そうした原油安の中長期的効果を予想すれば、予想インフレ率の上昇を通じて物価引き上げ要因になると考える。日銀の生活意識に関するアンケート調査や3月の日銀短観は、消費増税の影響を除いた消費者物価前年同月比低下が続いているにもかかわらず、家計と企業の予想インフレ率は低下していないことを示している。一時、原油の大幅安に影響されてかなり低下したB E I も、原油価格が下げ止まると上昇に転じている。

このように、消費増税の影響を除いた足もとのインフレ率が低下しても、家計、企業、投資家などの予想インフレ率は低下していない。従って、現在の量的・質的金融緩和を継続することが、需給ギャップの縮小と予想インフレ率の上昇とを通じて、2%の物価安定の達成と実体経済の改善とに資する最適な金融政策であると考ええる。

なお、金融政策を行ううえでの利益とリスクあるいはコストとのバランスに関しては、日本経済は未だデフレから脱却している訳ではなく、デフレ脱却への道が漸くみえてきたという段階だと思う。従って、金融政策運営上、1番恐れるべきリスク、避けるべきリスクは、国債市場の流動性の低下といったことではなくデフレへ戻るリスクである。従って、デフレへ戻るような金融政策は絶対避けなければならないと考えている。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。企業からみた金融機関の貸出態度を3月短観でみると、既に高水準にある「緩い」超幅がさらに改善し、全産業全規模ベースでは2ポイント改善の20となった。資金調達の金利面をみると、新規約定平均金利が既往最低水準で推移

するなど、企業の資金調達コストは低水準で推移している。また、量の面でも、銀行貸出は、中小企業向けも含め2%台半ばの伸びが続いている。CP・社債市場の発行環境も良好な状態が続いている。こうしたもとで、企業の資金繰りをみると、3月短観の資金繰り判断DIは、「楽である」超幅が2ポイント改善して12となり、1990年5月以来の水準となっている。全体として、緩和効果が染み渡った金融環境になっていると改めて思う。

さて、量的・質的金融緩和を導入してちょうど2年経ったので、このタイミングで政策効果を自分なりに簡単に振り返っておきたい。この政策の効果波及ルートとしては、3つある。第1に、長期国債やリスク性資産の購入によるイールドカーブ全体に亘った金利の引き下げや資産価格のリスクプレミアムへの働きかけ、第2に、いわゆるポートフォリオリバランス効果、第3に、人々の期待を抜本的に転換しデフレインドを払拭することの3点であると導入当初より説明してきたところである。

この点、QQE導入後の動きをみると、1点目については、日本銀行による巨額の国債買入れを受けて、長期金利は長めのゾーンを中心に低下している。株価は6割近くも大幅に上昇している。このほか、金融政策の直接の目的ではないが、金融緩和の反射的效果としてドル/円相場は93円から120円近くまで円安が進んでいる。2点目のポートフォリオリバランス効果については、銀行貸出が2%台半ばまで伸びを高めているし、最近では、金融機関などが成長分野や外貨建て金融資産への投資に動き出すなど、徐々にではあるがリバランスが進んでいるように思う。3点目の人々の期待についても明確に変化してきている。予想物価上昇率をみると、BEIをはじめ市場指標やサーベイ調査など、中長期の予想物価上昇率に関する指標は導入前と比べて明確に上昇している。最近の動きについても、直近の3月短観や生活意識に関するアンケート調査をみると、これまでの原油価格下落にもかかわらず、物価上昇見通しに変化はみられず、やや長い目でみた予想物価上昇率の上昇基調は変わっていないと思う。

また、こうした数字に表れるものだけでなく、実際の人々の物価への見

方や行動も変わってきていると思う。端的な事例は、昨年約 20 年振りに物価上昇を前提にベアが復活したことや、企業が単なる低価格戦略を転換し付加価値をつけながら価格引き上げを図る動きが出てきたことである。消費者についても価格に見合うものであれば低価格でなくても購入するようになってきている。デフレ下ではすっかり影を潜めていたこうした家計・企業行動の前向きの変化は、デフレマインドの払拭が進んでいる証左であると思う。第 1 ラウンドで、2 年連続のベアについて、佐藤委員は固定観念を変える catalyst とおっしゃったが、まさに隔世の感を禁じ得ないところである。

こうして名目金利を引き下げる一方で、予想物価上昇率が上昇していることから、実質金利はマイナスの領域まで低下している。これが着実に内需を後押しし、企業、家計の両部門における所得から支出への前向きな循環を通じて、日本経済の緩やかな回復を支えていくと考えている。以上の諸点から見て、Q QE の所期の政策効果は発揮されていると考えている。

ただ、物価面では、物価安定目標までは依然隔たりを残している。第 1 ラウンドでも申し上げたが、このところ消費者物価は、われわれにとっても予想外だった原油価格下落の影響から前年比伸び率が縮小している。もっとも、物価の基調的な動きを規定する需給ギャップをみると、今年度の経済が潜在成長率を上回る中で、プラスに転じて改善を続けていくとみているし、もう 1 つの要素である中長期的な予想物価上昇率は、エネルギー価格下落の中でも低下しておらず、先行きもやや長い目でみれば着実に上昇していくとみている。従って、物価の基調は着実に改善していくだろうと思っている。そうであれば、原油価格下落の影響が剥落していくのに伴って、消費者物価の前年比は伸び率を高めていき、2015 年度を中心とする期間に 2 % 程度に達する可能性が高いと思うが、この点については、次回決定会合での展望レポートの議論の中で、さらに丹念に点検していきたいと思う。

こうした物価見通しを踏まえれば、金融政策運営については、Q QE が所期の効果を発揮しているもとで、2 % の物価安定の目標の早期実現に向

けて、現在の政策を着実に続けていくのが基本であると考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、物価見通しについての日本銀行の基本的見解についてだが、直近の判断は「2015年度を中心とする期間に2%程度に達する可能性が高い」との表現を維持している。私自身は、この見通しの蓋然性について、かなり前から疑問を呈し問題提起をしてきたが、その蓋然性は、足もとの緩やかな景気回復傾向と低下する物価動向をみれば、一段と低下しているように思う。次回展望レポートでの見通しでは、より客観的な見通しとして、2%程度に達する時期について後ずれさせるのが適切だと思う。

それと同時に、日本銀行の見通しについて、特に物価の基調的な動きを中心に、より丁寧な説得力ある対外的説明が必要である。物価の基調的な動きは、需給ギャップや中長期の予想物価上昇率、およびその背後にある所得や企業の価格設定の動向との関係をみて判断されるが、一般的には、どの中央銀行も代理変数として、一時的な変動要因の影響を除いたコアCPIに注目している。日本銀行の場合、生鮮食品を除くCPIをコアCPIとみなしているが、その変化率は、当面はマイナスを含む0%前後で推移することが見込まれる。このため、中長期のインフレ予想の形成において適応型のウエイトが大きい現状では、予想物価上昇率も上がりにくい局面が続くので、物価上昇の牽引役としての需給ギャップの水準と改善ペースの見通しが重要になっている。

そこで、本日は、需給ギャップについて私がこれまでの金融政策決定会合や他の機会において何度か指摘してきている点について、意見を申し上げる。わが国の場合、需給ギャップの代表的な指標として日本銀行と内閣府の推計値があるが、2013年10～12月期頃から両指標の乖離の拡大が目

立ち、直近では日本銀行が0%程度、内閣府は-2%強と乖離幅は2%以上の状態が続いており、2000年以降最大の乖離幅となっている。こうした乖離には、推計方法の違い、例えば、日本銀行は労働と設備の稼働状況から直接的に需給ギャップを推計するのに対して、内閣府は潜在成長率の推計値と実際のGDPから需給ギャップを間接的に推計するといったアプローチの違い、資本ストックの減耗分の取扱い、労働投入ギャップの推計方法、スムージング手法の違い等の複数の要因が考えられ、特定化するのは容易ではないかもしれない。しかし、これだけ乖離が大きくなると、幾つか問題が生じているように思われる。

第1に、物価の見通しに関する判断が大きく分かれる原因になると思われる。例えば、日本銀行の需給ギャップは、消費税率引き上げ時期でも0%近傍で推移しているので、景気回復の継続によって容易にプラスの領域へ移行し、かつ改善していくことが見込まれる。つまり、物価を押し上げる力は、それだけより強くなると判断される。実際、外部有識者やメディアもこのどちらの指標を用いるかによって異なる結論を導いているように思う。

第2に、金融政策の緩和度合いに関する評価も異なってくる可能性がある。金融緩和の度合いを推計する方法は幾つかあるが、例えば、修正テイラー・ルールを用いたアプローチや需給ギャップと金利ギャップとの関係から均衡利子率を導出して緩和度合いを推計するアプローチ等が最近よく活用されているが、どちらも需給ギャップの推計に依存している。もし、日本銀行の需給ギャップの推計値を使えば金融緩和度合いはより大きくなるので、金融緩和政策による消費や設備投資などの実体経済面への影響についての評価も異なってくる可能性がある。

第3に、フィリップス曲線の勾配、つまり需給ギャップに対する物価の感応度に関する評価も異なる可能性がある。日本銀行の需給ギャップ推計値を用いる場合、勾配がよりフラットになるので、需給ギャップに対する物価の感応度が低いと判断され得る可能性がある。フィリップス曲線の勾配は様々な要因によって影響を受けており、この点について、私は2013

年 11 月の金融経済懇談会の挨拶要旨において既存研究を総括しているが、フラット化している一因として内外競争激化による需要の価格弾力性が大きいことを指摘している。価格弾力性が大きいと企業の価格決定力が低下し、限界費用の上昇による価格転嫁を難しくし、賃金やマークアップ率に恒常的な低下圧力が加わることで、各企業は、自社の財・サービスの需給動向よりも、競争相手の提示する価格や顧客が望む販売価格等の世間相場を意識した価格設定行動を取ると考えられている。日本銀行の推計値を用いる場合、そうしたデフレ的な価格設定行動がまだ然程改善していないと判断される可能性もある。

なお、経済スラックの測り方には需給ギャップ以外もあり、研究者によっては、需給ギャップよりも失業率ギャップを用いるべきと主張する見方もある。わが国のような少子高齢化に基づく人手不足が深刻化していない米国と英国では失業率ギャップのほか、労働市場に関する幅広い指標を重視しているようである。また、需給ギャップの乖離が大きいことの裏として、潜在成長率の推計値の違いも生じていることになる。日本銀行の推計値は 0.3%程度、内閣府は 0.6%程度となっている。潜在成長率が低い背景に少子高齢化による物理的な労働者数の減少があるとすれば、賃金上昇があっても雇用拡大の余地は限られるため、成長制約がそれだけ強く、賃金が増しても経済活動が制約される可能性が高いと判断され得るかもしれない。

以上より、執行部におかれては、需給ギャップ推計値の乖離が拡大している背景や推計方法の妥当性、あるいは経済スラックを示す他の指標の可能性について分析を進めて頂ければ幸いである。内閣府との情報交換も必要だと思う。こうした作業は、政策委員会での金融政策の判断に大いに役立つと思う。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

量的・質的金融緩和の導入から丸2年が経過し、2015年度に入った。この間の政策効果を評価し、必要があれば見直しを行う時期を迎えていると思う。2年間の実感を申し上げれば、QQEは大幅な円安、株価の上昇、大都市中心部の不動産価格の上昇など、資産価格の上昇に対しては顕著な効果を発揮している。また、デフレ的なマインドセットの転換についてもかなりの効果があったと考える。しかしながら、消費や設備投資については、実質金利がマイナスへと低下したもとでも、明確な加速をもたらす効果はみられなかったと思う。また、QQEを継続し、マネタリーベースを積み上げていけば、人々のインフレ期待を上昇させ、現実の物価についても早期に2%目標へ到達していくという動きは、少なくともこれまでのところみられなかったと思う。消費について、2年目の2014年度に起こったことは、資産価格の上昇が高額商品の売行き好調をもたらしたものの、消費増税分を含めた物価の上昇が多くの人々の実質所得を圧迫し、ボリュームゾーンの消費を失速させ、企業の価格決定力を弱めたのではないかと思う。物価を安定的に押し上げていくためには、少なくともそれを支えるに十分な名目所得の上昇が欠かせないということが、改めて認識されたと思う。公的年金の受給権者が約4,000万人に達する状況のもとで、2%目標に向けて物価を上昇させていくには、それなりに時間がかかると考えざるを得ない。

元々、QQEは、2年程度の期間を念頭に置いて、2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現することを目指し、強いコミットメントのもと、極めて大規模な緩和策を採用したものであり、いわば短期決戦型の政策である。これまでの効果は大きいとしても、これから3年目に入り、目標達成までにまだ時間を要するとすれば——もちろん、各委員それぞれの考えがあり、また、次回展望レポートにおける物価の中心的見通しの水準によるところであるが——、私としては、今後、QQE自体を持続戦に対応したものに組み換えていくことが必要になると考えている。

現時点では、ECBがQEを開始したところであり、また、米国については、広く予想されてきた金利引き上げについて非常に微妙な時期にあるところから、金融政策の転換をするタイミングにはない。当面は、現状の政策を維持することとしても、今後の政策変更に向けて、出口戦略も見据えて掘り下げた検討を行っていく時期であると考えている。

また、コミュニケーションについても、物価安定目標の早期実現を前提として、短期決戦型になっているが、これについても徐々に柔軟性を持たせたものにしていかざるを得ないと思う。まずは、次の展望レポートの表現について、工夫していく必要があると思っている。

なお、このところの物価上昇率の低下に対して、「今までどおり日銀は、物価安定目標の達成に向けて努力する必要があるが、原油価格の低下という事由である以上、目標達成に時間がかかっても結構である」という意見が聞かれる。これが、「国債や株式等の大量買入をできるだけ長く続けて欲しい」という含意であれば、いわゆるQQEの副作用の1つともいえ、十分注意を要するものと考えている。

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

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回決定会合までの金融市場調節方針および資産買入方針については現状維持で結構である。

そのうえで、量的・質的金融緩和からちょうど2年が経過したので、所感を述べたい。日本銀行は、「消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ため、量的・質的金融緩和を導入した。私としては、特定の目標水準を、特定の期限を区切って達成するというコミットの仕方は、一般的な金

融政策運営のあり方として馴染まないため、「2年程度の期間」はあくまで「念頭に置く」べき努力目標であり、「できるだけ早期に」の部分に実質的な意味があると考えてきた。従って、2年が経過したから現状の政策の枠組みを直ちに見直すべきとは思わない。

しかしながら、量的・質的金融緩和は、大規模な資産買入れによる実質金利やリスクプレミアムの押し下げ、および強いコミットメントを示すことにより人々の予想形成に訴えかける一種のショック療法であり、私自身は、元々長く続けることを想定していない。ショック療法を続けると、いずれかの時点で限界的な効果を副作用が上回り、治療中断の痛みは却って強まるであろう。前回会合で申し述べたように、足もとの国債市場では流動性プレミアムが相応に意識され、本行の大規模な買入れでもボラティリティは拡大し、名目金利が下がりにくくなっていることは、こうした副作用の一例である。また、大規模な国債買入れの継続は、われわれはこれを金融政策目的としているとはいえ、長く続けると極端な低金利状態が財政計画等にビルトインされ、財政規律に影響する可能性がある。さらに、これも前回会合で申し述べたように、大規模な買入れのオペレーショナルな持続可能性という問題もある。あくまでも現時点では頭の体操だが、最終投資家がこれ以上国債の保有を減らせないとところまで市中の国債残高が減少し、オペの未達が生じる可能性は、買入れを長く続けていく中では相応に高まると認識している。

このため、私としては、今後は毎回の会合の中で、先行きの景気・物価の基調を見極めつつ、量的・質的金融緩和を継続しつつも、これを上手くソフトランディングさせることを狙う時間帯に入ってきたものと考えている。2年前の米国の経験を踏まえると、量的・質的金融緩和のソフトランディングは決して容易ではなく、市場への情報発信のタイミングとその仕方には細心の注意を要することは言うまでもない。タイミングと仕方を間違えれば、市場や金融環境の急変を招き、折角の緩和効果が削がれるリスクも相応にあると思われる。

ただし、物価安定の目標の達成状況の判断に当たっては、「物価の基調

的な動きが重要」という点で政策委員会の認識は一致している。また、こうした物価の基調は、経済の前向きな循環メカニズムが働き続けるもとで、足もとの原油安による消費者物価指数の前年比の低下でも崩れていないという認識でも、概ね一致していると思う。私としては、今後、量的・質的金融緩和をソフトランディングさせることについて、本行からの情報発信をいつ、どのようなかたちで行っていくのが適切かという問題意識を持ちながら、毎回の会合に臨みたいと考えている。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

まず、政策については現状維持で結構だと思う。

今回初めて金融政策決定会合に参加したこともあり、かつＱＱＥの発動から２年経っているので、ＱＱＥと昨年の追加緩和について、私の考えを手短に申し上げたい。最初は、ＱＱＥの効果に懐疑的な見方が多々あったが、中曽副総裁もおっしゃったように、円の異常な高騰を抑え、株高などの資産効果により消費の増大をもたらしたことは確かである。さらに、雇用の改善によって、安定的に雇用者総報酬が増えている。失業率は低下し、倒産件数は減り、ブラックと言われるような企業も人が採れなくなっている。企業の利益も勿論伸びている。輸出が伸びないと言われていたが、昨年の終わり頃から輸出も増加している。２０１４年４月の消費税増税により、景気は一時的に停滞したが、２０１４年１０月の追加緩和もあって、その後緩やかな成長を続けている。このような金融政策の転換がなければ、生産と雇用の成長は起こらず、消費税増税は大きな不況をもたらした可能性がある。以上のことから、金融政策は様々な経路をたどって経済を刺激することが確認された。しかし、２％のインフレ目標が予想したとおりに達成できるかどうかは難しい状況にある。これは、原油価格の低下、消費税増税による需要の押し下げという要因があり、達成時期が遅れるのもやむを得

ない面がある。ただし、インフレ目標というのは、金融政策が経済を刺激し安定させる重要な経路の1つなので、達成にコミットし続けることが必要と考えている。以上が、この2年間の私の簡単な評価である。

次に、2%の物価目標に達することができるかということについて、私の考えを簡単に申し上げたい。物価上昇率のマクロ的な需給バランス、需給ギャップとの感応度をみると、現在の需給ギャップの作成方法を前提として、需給ギャップが2%以上になって、CPI 2%の達成がみえてくるということだと思う。これは、みえてくるというだけで、実際には2%になるかどうかは分からない。需給ギャップが2%になるのは、調査統計局の予測では2017年度なので、CPI 2%の早期達成は難しいのではないかと思う。需給ギャップと消費者物価上昇率の関係を考えると、この関係の中で早期にCPI 2%の目標を達成するとすると、名目賃金の伸びが非常に重要だと思うが、名目賃金の伸びは、CPI 2%の目標を達成するためには低いのではないか。そのためにも、予想物価上昇率を引き上げて実質金利を低下させ、需要を拡大させ、需給ギャップを早期に縮小させ、予想物価上昇率をより高いレベルでアンカーさせることが大事だと思う。

ただし、4月以降、消費税増税の影響が対前年比でみて弱まり、賃金上昇の効果が現れ、原油価格の下落が実質所得を増大させる効果が現れてきて、かつ、原油価格低下の物価に与える影響も剥落してくると思う。そうすると、これらの効果が想定どおり発現しているのか、あるいは発現しないことを含めて早期に確信を持って予想できるデータを得て、遅滞なく政策を打つことが必要と思う。

2%物価上昇の達成が難しいと申し上げたが、誤解のないように追加しておく、2%へのコミットメントは重要と考えている。つまり、マネタリーベースの増大とこの2%のコミットメントが相俟ってデフレ脱却ができると考えているからである。

また、需給ギャップについては、白井委員がおっしゃったように、色々な作り方があるが、その需給ギャップと物価の関係は、日銀の需給ギャップであれば2%以上にならないとCPI 2%がみえないという感じに

なっている。従って、物価上昇率と需給ギャップとの関係をみれば、どのように需給ギャップを作成しても、結論はあまり変わらないのではないかと、つまり、物価上昇率が2%になるような需給ギャップはそれぞれの作り方によって違うが、物価上昇率2%を目標として需給ギャップの動きをみるということであれば、作り方によるということはありませんかと思う。また、需給ギャップは様々な作り方があるので、白井委員もおっしゃったが、失業率を直接みるフィリップスカーブをより重視することも必要と思う。以上である。

黒田議長

委員方の金融政策運営方針等について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維持するの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は、木内委員を除けば、これまでの基本方針を維持することが適当という意見であったと思われる。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」ということであると思う。

企業や家計の支出活動を支える金融環境については、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続け、貸出金利は既往最低水準にあるなど緩和した状態にあるという見方で一致していたと思う。

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

森本委員

何人かの委員から今後の金融政策運営に関する大きな話があり、しっかり議論すべきだと思うが、その前に、前捌きの物価の見通しについて一言付けたい。前段で白井委員も非製造業の販売価格見通しに言及されたが、物価に絡めて、これまで消費税等の影響があって非製造業が苦しいと

いう話が聞かれてきたが、今回の短観では非製造業がそれなりに改善してきている点が特徴的だと思っている。景況感も改善し、さらに目先の販売価格についても非製造業は上昇傾向になっており、先行きの物価見通しについても、白井委員からもあったように、特に、非製造業の大企業で3年後、5年後がそれぞれ0.4%ポイント程度上がっている。中小企業も5年後は上がっているが、政府の賃金引き上げへの努力などもあって非製造業でもそれなりの所得環境になってきたもとで先行きへの期待が高まってきていることがあると思う。今まで、メーカーからの出荷価格が上がっても最終段階での価格転嫁がなかなか難しいという話も聞かれていたが、ここで非製造業が価格転嫁について環境が若干改善していると認識し始めていること自体、今後の物価動向を見通していくうえで、結構大きな要因だと思っており、私はその辺りに注目している。

原田委員

木内委員は、世界経済および日本経済について他の委員よりも全般的に厳しめの見方をされていたと思う。同時に、金融政策の副作用と効果のバランスを考えて量的・質的金融緩和を少し弱めにすることを提案された。そこで木内委員に3点質問したい。

1点目は、今回の提案と経済状況を厳しめにみておられることとの関係をどのように考えているのか、お聞きしたい。

2点目は、副作用と効果のバランスについてであるが、効果としては他の委員もおっしゃったように、この2年間を通じて経済情勢が良くなっているのが効果があったと思う。副作用については、私を除く委員は何度も聞かれているかもしれないので時間を取って申し訳ないが、議事要旨をみても簡単な記述でよく分からないので、質問したい。国債利回りの歪みや不均衡の蓄積、財政規律を損ねる——これは佐藤委員もおっしゃった——などの副作用について、もう少し説明をお願いします。

3点目は、財政規律の問題についてである。そもそも、財政規律の問題は財務当局が考えるべきことであって、金融政策は、財政規律と関係なく

必要なことを行っている。財政規律の問題は、議会と財政当局に考えて頂くことではないかと思う。つまり、財政規律を高めるために金利を引き上げて日本経済を不況にしても良いという考え方——ちょっと極端な言い方だが——は、おかしいと思う。要するに、責任ある担当部局が考えてやるべきことであって、金融政策の目的、責任は別のところにあるのではないかと思うが、どのようにお考えか。以上、3点教えて頂きたい。

木内委員

1点目については、平均的な見通しよりも私の見通しが低い最大の理由は、潜在成長率が低いことを重視している点にある。潜在成長率が低い故に成長率も低いし、物価上昇率もそれに関連しているということであって、景気、物価を非常に悲観的にみているつもりはない。つまり、日本経済は実力に見合った安定した状態にあると思う。特に、景気、物価については変化率だけではなく水準も重要で、需給ギャップをみると——意見が分かれるところではあるが——、日本銀行の計算では、需給ギャップは過去1年間ほぼニュートラルで、これは海外と比べても恐らく非常に良い状況だと思う。例えば、OECDの需給ギャップの計算では、恐らく本行と同じ程度で、現時点では需給ギャップはゼロということだが、例えば、欧州、米国では－2～－3%程度である。こういうことからすると、政策効果もあって水準としてみれば既に比較的安定した状態を回復していると思う。勿論、これに甘んずることなく生活の向上を目指すべきだということであれば、潜在成長率あるいは生産性上昇率が高まらなければならない。金融政策としては、そのような環境を長く続けるために粘り強く金融緩和を続けていくという役割は負っている。ただ、それには時間がかかるということが背景にある。見通しが弱いから政策を強化するという発想ではない。政策については、総合判断で実施していくということであり、われわれはQQEだけではなく様々なツールを持っているので、それらを組み合わせる柔軟にやっていくのが良いと思う。一方で、QQEについては、先程他の委員からも意見があったが、短期決戦としての効果はそれなりに期

待していたし、その効果はあると思うが、長期化する場合、効果と副作用のバランスから見合わないのではないかと考えている。

2点目の副作用については、先程も申し上げた点に尽きるが、難しいのは、効果については「これだけの効果が出た」と比較的説明が簡単であるのに対し、副作用は潜在的な要素が大きい。つまり、現時点では副作用として目にみえていなくても、将来それが顕在化したら手遅れになるような、まさにテールリスク的な潜在的な副作用も考慮して、副作用と効果のバランスを考えているということである。そこは確かに人によって副作用の程度についての見方に違いがあるのは確かだと思う。

3点目の財政規律の問題については、われわれの金融政策が財政の規律を緩める、あるいは痛みを伴う構造改革の機運を削いでしまうかもしれないということは、金融緩和の副作用として認識しておくべきだと思う。だからと言って、われわれが財政政策を担っている訳でもない。また、財政規律をしっかりして欲しいという主張をしているとは言っても、それが故に金融政策を変更するということにはダイレクトにはならないと思う。ただ、金融政策の副作用としては、財政規律への影響や広い意味で構造改革の勢いを削いでしまうという点は考慮すべきだと思う。

原田委員

さらに質問したい。まず、潜在成長率が低いから物価上昇率が低いというお考えのようだが、普通はそうようには考えない。つまり、潜在成長率が低いところに需要をつければ物価上昇率が上がるので、今物価が上がっていないということは、潜在GDPまでまだ来ていないということの意味している。潜在GDPのところまで需要がつくと、そこから物価が上がってくると普通は考えるので、潜在成長率が低いから物価上昇率が低いということはないと思うが、どうか。

副作用は潜在的だから説明するのは難しいということだが、「過去の様々な歴史的経験などから、このような事例があるので危ないのではないか」というようなことは言えると思う。そうすると過去にそのような事例

があっただろうか。シラー教授は、国債価格が非常に大きく下落することはあまりないと言っておられ、現に、国債価格の暴落という潜在的な危険が歴史的にあったということはあまりない——私自身がきちんと調べた訳ではないが——と思うが、どうか。

木内委員

1 点目については、物価の決定要因は潜在成長率や生産性上昇率だけだと思っている訳ではなく、需給バランスなども相応に影響を与えると思う。ただ、基調的なコアの部分については、少なくとも日本では、生産性上昇率と中長期の物価上昇率あるいは予想物価上昇率には関連があるとするレポートが、2 年前に本行から発表されており、理論的に強い裏付けを持っている訳ではないが、私自身は名目賃金の調整力の大きさが関係しているのではないかと考えている。勿論、短期的には需給が逼迫すれば物価が上がるが、われわれが目指しているのは持続的な物価安定であって、需給ギャップが2%になって物価が2%になっても景気が減速すればインフレ率がまた下がってしまうということでは困るので、持続的な物価上昇を達成する観点から、より基調的な物価を規定するサプライサイドの要因にも注目すべきではないかと考えている。

2 点目については、具体的な事例という訳ではないが、われわれは1980年代後半にバブルの経験をしている。それについては金融政策が何がしかの影響を与えたという強い反省のもとに今の新日銀法ができているので、それは忘れてはならないと考えている。当時は株価の行き過ぎという面が強かったが、今回は事態はもう少し複雑で、国債市場の行き過ぎも要素としては入ってくることも考慮しなければならないと考えている。

佐藤委員

財政規律について原田委員から指摘があったのでコメントしたい。原田委員ご指摘のとおり、財政規律は日本銀行が考えるべきことではなく議会と財政当局の責任においてなされるべきであるというのは、ごもっともだ

と思う。ただ、政府と日本銀行の間で、2013 年 1 月、QQEの前に共同声明を結び、その中で、日本銀行は2%の物価安定の目標を掲げ、一方、政府としては、競争力、成長力の向上に努める一方、持続的な財政基盤の確立に向けて不断の努力をしていくことを宣言している。この共同声明の中で、政府と日本銀行のお互いの役割がしっかりと明記されている。その中で、日本銀行としては、QQEを始めるに当たり、あるいは始めて以降、政府に対して財政健全化に向けた不断の努力を促してきたという経緯がある。私としては、財政規律の問題については、財政と金融政策は勿論独立ではあるが、QQEが大規模な国債買入れを前提としている以上、QQEは出口を上手く出て初めて最終的に成功したと言えると思う。QQEが最終的に成功したという評価を得るためには、結局のところ、政府の財政健全化努力に負うところが非常に大きいと思う。現時点では出口がどのようなものになるかは全く分からないが、米国の2年前の例をみても分かるように、本行が出口に関して情報発信を始めるとなると、長期金利あるいは国債市場に大きな影響を与えることは避けられない。このような出口での長期金利の急上昇を抑える、あるいはショックをmitigateする、リスクプレミアムの上昇を抑えるという点では、政府の財政規律は非常に重要になってくる。米国の例をみても、QE3のtaperingのコミュニケーションを始めた際には色々と摩擦的な事象があったが、結局上手く行って、取り敢えずtaperingは無事終了し、利上げまで何とか漕ぎつけるという段階まで来ている。その間、長期金利は、色々な要因はあるがQE3の出口を模索する段階から比べると、水準としては大きくシフトダウンしている。その1つの背景としては、米国議会の財政健全化努力が非常に大きな要素としてあったのではないかと思う。その点で、いずれにしても、最終的に上手く出口を出て初めてQQEは成功したと言えるのであり、そのために財政規律が必要条件であるということである。

白井委員

木内委員の提案についてはあとで詳細を伺うと思うので、その時に議論

し意見を申し上げたいと思う。

先程の需給ギャップと物価の関係はそのとおりだが、そうはいうものの、どの需給ギャップをみるかによって、外部の有識者の判断は違うので、われわれ自身、そこは理解した方が良いと思う。

ここで少し時間を頂き、日本銀行が物価安定目標として掲げた対象指標について、これまで私自身何度か意見を申し上げてきたが、もう1度論点を整理し、お話ししたい。議長には是非時間を頂きたいと思う。まず、明確にしたいのは、本行が掲げた対象指標は総合CPIであり、帰属家賃を含むということであり、外国の事例では、FRBのインフレ目標であるPCEは帰属家賃を含む。含めていない主要中銀には、BOEとECBがある。しかし、両中銀とも帰属家賃を除く指標を使う現状を良いとは思っていない。この経緯について簡単にご説明する。

まず、BOEでは、1992年のインフレ目標導入時は、帰属家賃を含む小売物価指数を使っていたが、2003年から欧州法によりHICPと同じベースのCPIを採用することが求められたことから、CPIに変更したと聞いている。しかし、HICPおよびCPIには帰属家賃が含まれていないため、含めた方が望ましいとして、CPIHの公表を2013年3月から試験的に開始している。本年1月には、英国統計理事会は、インフレの主要指標としてCPIからCPIHに変更すべきと提言している。同理事会から委託調査を受けたジョンソン氏は、「イングランド銀行はCPIHを採用すべき」と発言している。BOEのハルデーン理事も、「CPIHは、概念的、実践的にも、代表的な消費バスケットとしてCPIより有効な指標だ」と対外的に発言している。私自身もBOEからその趣旨の話を直接伺い、かつ「CPIHについては家賃の計測手法

の改善に向けた検討を継続中」との説明を受けている。

次に、ECBについては、ユーロ圏全体のインフレ目標であるHICPに帰属家賃を含めた方が望ましいと認識しており、その取組みを続けているEurostatの方針を支持している。ユーロ圏では、加盟国間で各国が元々

作成していたC P I の取扱いに違いがあることから、H I C P においては徐々に統一化を図っていく過程にあり、帰属家賃はまだ残された対応項目と捉えられているようである。なお、ドイツでは、H I C P 採用前から自国で作成しているC P I には、現在でも帰属家賃を含めている。

従って、両中銀とも、インフレ目標の対象指標から帰属家賃を除いているものの、含める方が望ましいと考え、その方向で模索しているのが現状である。因みに、帰属家賃を含める理由は、総務省の表現を使えば、「持ち家世帯が、自分が所有する住宅からのサービスを受けているのは確かであり、ローン返済世帯も多い。そこで、持ち家世帯の住宅費用を測る必要があるので、貸家の家賃を参考にして帰属家賃を含めている」とのことである。帰属家賃をC P I だけでなくG D P 統計でも含めている理由がここにある。

まとめると、わが国の物価安定目標の対象指標として帰属家賃を除くC P I を中心にみていくことにすることは、①国際的な流れに反し、むしろ混乱を招く恐れがある、②このタイミングで言及すれば、まさに2%が達成できない言い訳ととられ、金融政策への信認を損なう恐れがある、③2013 年1月に物価安定目標を導入した際に、あたかも十分な議論を尽くさなかったかの印象を与え、日本銀行の金融政策運営への信認が低下する可能性があることを指摘しておきたいと思う。

帰属家賃に関しては、むしろ品質調整をしていないことが問題だと思う。しかし、この点は、2013 年以前から日本銀行内で長く議論してきており、その問題意識を総務省にも伝えてきていると聞いている。とはいえ、総務省でも、予算やプライオリティの問題もあるだろうし、実際に指標の改訂となると、研究会での議論を経て報告書の作成といったプロセスを経ると思われ、時間がかかるかもしれない。日本銀行がコントロールできない以上、あまりクローズアップしない方が良いと思う。

また、一般的に、インフレ目標採用国は、掲げた指標を変更することは滅多にない。ただし、数値目標の変更については、インフレ抑制に努める新興諸国の中央銀行が、段階的に引き下げてむしろ政策を強化するケース

でみられる。その一方で、対象指標そのものの修正はより重いものであり、修正する場合にはそれなりの準備が必要である。一例としては、カナダでは、政府とのインフレ抑制協定のもとで5年ごとに内容をレビューしている。ちょうど2016年にその時期が来るが、その2年も前の2014年に、検討すべき内容として、(A)現在のインフレ目標2%からのさらなる引き上げの可能性を含むレビュー、(B)コアCPIの改訂の可能性について予め公表している。インフレ目標の対象指標を変更するものではないが、数値目標やコアCPI指標でさえも、一度掲げた内容については十分な審議を経て改訂、公表し、信認を維持していくための配慮をしているようである。なお、カナダの事例については、現に2%のインフレ目標を達成し信認を確立しているからこそ可能な議論であり、まだ道半ばの日本銀行とは置かれた状況が全く違うと思う。

以上の論点整理は、インフレ・ターゲティングについての理論的・実証的研究と中銀の金融政策の実践についての私自身のサーベイ、および数多くの中銀関係者との議論に基づくものである。黒田総裁をはじめ執行部はほぼ同様の考え方で、物価安定目標の実現のために金融政策を運営していると私は理解している。黒田総裁にはこの点についての意見を伺いたい。

最後に、われわれが物価安定目標に関して、まず議論すべき論点は、2%目標を目指すに当たり、現在のQQEの継続がどの程度持続可能なのか、他のやり方があるのか、より持続可能な方法は何か、ということだと思う。本日の何人かのボードメンバーの意見もこの趣旨に沿ったものだとは私は理解しており、シンパシーを持っている。

もう1つは、インフレ率が上昇してきた局面で、重要になるのが、2%目標の達成をどのように評価するかという点である。本来、インフレ目標採用国は、見通しベースで数値目標の達成を評価する。しかし、日本銀行の場合、過去の金融緩和政策で目標を確実に達成する前に出口に向かったとの批判もあることから、黒田総裁をはじめとする執行部では2%を達成してから出口に向かうべきとの見解を有していると理解している。とはいえ、本来2%目標は中期平均値の概念であるので、一時的に2%を超える

ことも下回ることもあるため、幅を持って、例えば、少し下回る程度でも良しとする見方も、個人的にはあり得ると思っている。以上である。

石田委員

ただ今の議論は、先般、私が「BOEが目標としている消費者物価には持ち家賃が入っていない」と言ったことに対して、白井委員が「入っている」と明言されたことと関連していると思う。議事録の中に「入っていない」、「入っている」と全く対立したところがあったが、今の白井委員の議論を踏まえると、BOEが目標としている消費者物価には帰属家賃は入っていないことが明確になったので、私としては、非常にすっきりした。以上である。

中曽副総裁

この論点ではなく、先程の原田委員と佐藤委員の間であった財政規律の関係について、宜しいか。私も、2013 年 1 月の日本銀行と政府の共同声明の役割について言及しておきたい。声明の中では、日本銀行はデフレ脱却、物価安定目標 2 %を自らのミッションに課したが、同時に、政府は、持続可能な財政構造を確立するための取組みを着実に推進することに言及した。もとより、一国の財政運営に対する信認を維持するためには財政規律の維持が大変重要だと思うが、金融政策との関係においても、仮に、財政規律が損なわれてしまうと、プレミアムが上昇してしまうという意味で、金融政策でイールドカーブを抑えようとしている効果が損なわれ減殺されてしまうので、財政規律の維持は金融政策の効果を発揮することの前提であるということも申し上げておきたい。仮に、財政規律が損なわれてプレミアムが上昇してしまうと、その中でわれわれが幾ら国債を買おうとしても、マネタイゼーションへの連想が強まるので、却って逆効果になり、そのようなことになってしまうと手の打ちようがなくなるという側面もある。こうした面で、財政規律と金融政策の関係は密接な部分もあるということを申し上げておきたい。

原田委員

その点全くおっしゃるとおりで、日本銀行としても、約束したことなので政府にそのようなことをしっかりと要請することが必要だと思う。その点では中曽副総裁の考えに全く賛成である。

白井委員

帰属家賃に関してだが、私は、議事録に対してどうのという話をしてい
るのではなく、今まで、帰属家賃を除くという話があって、その気持ちは
凄く分かるが、目標としては、2013 年 1 月に掲げたのでそこをしっかりと
やっていこうということである。過去に私が説明した時に、ちょっと説明
不足のところがあったので説明した。それだけのことである。

石田委員

要するに、間違っていた訳である。

白井委員

間違っていたという訳ではなく、説明が……。

石田委員

入っていないのだから。

白井委員

もうこの話はちょっと……。

石田委員

「入っている」と言われたのだから。

白井委員

「入っている」、「入っていない」ということよりも、帰属家賃を除いて議論をすることに対する意見を申し上げた。私は、今日、それに対する説明を明確にしたということであって、それ以上のものではない。

黒田議長

本日の論点のうち、私からは2つだけコメントしたい。1つは、財政規律についてである。これについては、今の議論で概ね委員の意見は一致したのではないかと思うが、いずれにせよ財政規律を守るのは政府・国会の責任であることは間違いないが、他方で、財政規律が守られないと、金融政策の効果、効率、運営にも影響してくることも事実なので、そこはわれわれとしては共同声明に従って当然政府に強く要請する必要もあるし、動向を注視していく必要があると思う。

もう1つは、物価安定目標についてである。以前議論した時に私からも申し上げたが、目標自体は、わが国においては総合CPIであることは間違いない。他方で、その動向をみていくために、日本銀行は従来から生鮮食品を除くベースで予測を出したり、それを中心にみてきた。最近のように石油価格が大きく下落したりすると、その動きもみないとならない。より重要なのは、物価の基調であり、その点からいうと、賃金の動向や企業の価格設定行動その他も含めて総合的にみて2%の物価安定目標が達成される、あるいは達成されようとしているかどうかを判断して、金融政策運営に役立てていくということだと思う。その点では、皆さんの意見は違っていないと思う。

それでは、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。まず、菅原一秀財務副大臣お願いします。

菅原財務副大臣

貴重なご意見有難うございました。財政規律については、餅は餅屋でしっかり対応していきたいと思っている。そのうえで、日本経済は、三本

の矢の一体的な取組みもあって、有効求人倍率は 22 年振りの高水準、企業の経常利益は過去最高水準となり、賃金についても、本年の春闘は、連合の 3 次集計によれば 2.33%と、過去 15 年で最高となった昨年水準をさらに上回る勢いであり、緩やかな回復基調が続いている。

平成 27 年度予算については、去る 3 月 13 日に衆議院を通過し、今週には参議院も通過する予定となっている。従って、当面、国民生活に支障が生じないように、11 日間の短期間の暫定予算を提出し、成立したところである。また、3 月 31 日に所得税法等の一部を改正する法律が成立した。その内容としては、デフレ不況からの脱却・経済再生に向けた税制上の対応、地方創生にかかる税制上の対応、消費税率 10%への引き上げ時期の変更、そして BEPS プロジェクト等の国際的な取組みを踏まえた税制上の対応、震災からの復興支援のための税制上の対応等を行うこととしている。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していきたいと考えている。

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

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣お願いします。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、企業部門に改善がみられるなど、緩やかな回復基調が続いている。先行きについては、緩やかに回復することが期待されるが、海外景気の下振れなどわが国の景気を下押しするリスクに留意する必要がある。物価動向の判断に当たっては、GDP デフレーター等も含め総合的にみていくことが重要と考えられる。

経済の好循環のためには、しっかりと収入が増えていくことが重要であり、4 月 2 日、連合が公表したところによれば、本年の賃上げ率は月例賃金について 1 人当たりの平均賃上げ額が 6,944 円、賃上げ率で 2.33%、

特に、300 人未満の中小労組については、平均賃上げ額が 5,185 円、賃上げ率で 2.08%となり、過去 15 年で最高となった昨年の水準をさらに上回る勢いであると認識している。また、非正規雇用労働者についても、平均で時給が約 18 円、月給は 4,237 円の引き上げとなっており、賃上げの動きが広がっている。さらに、経済産業省が行った調査によれば、中小企業の 7 割以上が、一部を含め、価格転嫁が受け入れられたとしている。今後夏に向けて本格化する中小企業の賃上げ環境の整備をもう一步進めるために、4 月 2 日に経済の好循環実現に向けた政労使会議を開催し、価格転嫁策とサービス業の生産性向上策を決定した。今後、政労使合意の内容についてしっかりとフォローアップを実施し、経済の好循環を確実なものにしていく。

昨年末に取りまとめられた「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」のうち、地域住民生活等緊急支援のための交付金については、年度内にはほぼ全額、地方公共団体に交付する決定を 3 月 24 日に行った。緊急経済対策ができるだけ早期に執行されるよう進捗状況の調査を行っていく。

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、具体的な計画を本年夏までに策定することとしている。現在、論点整理のため民間議員を中心に関係省庁からヒアリングを実施し、精力的に議論を行っているところであり、経済財政諮問会議で検討を進めていく。ご指摘のあった財政健全化への取組みをしっかりと進めていきたいと考えている。

また、これもご指摘のあった構造改革、成長戦略についてであるが、農業、雇用、医療、エネルギーといった分野の規制改革について、必要となる法案などの成長戦略関連法案を計 25 本、今国会に提出したところであり、着実に進展を図っているところである。また、医療分野の研究開発について、基礎から実用化まで切れ目ない研究支援を一体的に行うため、4 月 1 日に「日本医療研究開発機構」が始動した。本機構の設立により革新的な医薬品や医療機器の創出、世界最先端の医療技術サービスの実現に資する研究開発を力強く推し進めていく。

また、国家戦略特区についてであるが、3月19日に「地方創生特区」の第1弾として、秋田県仙北市、宮城県仙台市、愛知県の3地域を決定した。また、4月1日に、外国人を含めた開業を促進するため相談業務や各種手続きの支援を総合的に行う「東京開業ワンストップセンター」を設置した。さらに、4月3日には、国家戦略特区法案を国会に提出した。今回の法案は、昨年秋の臨時国会で廃案となった法案に、さらに都市公園内の保育所の設置解禁などの規制改革事項を追加して、一層充実・強化した内容となっている。

T P Pについて、交渉は最終局面を迎えたが、引き続き事務レベルの調整を粘り強く行っている。今月末には日米首脳会談も予定されていることから、日米がリーダーシップを発揮し、交渉の早期妥結に向け全力を尽くしていきたいと思う。

いずれにしても、成長戦略のさらなる進化のために、本年年央における成長戦略の改訂に向けて精力的に議論を進めていく。構造改革の取組みもしっかりと対応、強化していきたいと思う。

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

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

議案を提出したい。先程、背景となる考えを述べたが、金融市場調節方針、資産買入方針について、今回、減額修正を提案する。また、今後の金融政策運営方針についても、新たな修正文案を提出する。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

木内委員には、議案と提案理由の説明を簡潔に願います。

木内委員

まず、マネタリーベースと長期国債の買入増加額を、ともに量的・質的金融緩和導入時の額を下回る年間約 45 兆円に相当するペースに減額することを提案する。長期国債残高を年間 45 兆円程度増加させる方針とすれば、本行の買入額は、長期国債のカレンダーベース市中発行分の 50%弱程度の水準にまで下がり、国債市場への過度の圧力が相応に緩和されることが期待される。また、買入れの平均残存期間は、この先、買入増加額が徐々に減額される中で徐々に短期化されていくのが適当と考えているが、今回は導入時と同様に 7 年程度とした。ETF、J-REIT の買入れについても、それぞれ導入時の水準とした。

対外公表文の今後の政策運営方針については、従来と異なる修正文案を提案する。読み上げると、「日本銀行は、中長期的に 2% の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2 つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」というものである。

パートごとに若干補足すると、「中長期的に 2% の「物価安定の目標」

の実現を目指し」は従来提案してきたとおりで、背景となる考え方は変わらない。それに続けて、「金融面からの後押しを粘り強く続けていく」としているのは、2013 年 1 月の政府との共同声明を踏まえ、成長力強化に向けた取組みを金融面から今後もしっかりと側面支援していく強い覚悟を表現している。

次に、「今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで」という表現で、金融政策運営の枠組みである2つの「柱」の重要性を改めて確認している。前半で述べたように、第1の「柱」については、各主体の取組みによって潜在成長力並びに持続的な物価上昇率の水準が徐々に高まっていけば、それに対応して2年程度先に目指すべき物価上昇率は徐々に高まっていくと考えられるが、現状がそのパスに乗っているかどうかをその都度確認し、必要に応じて措置を講じることが重要と考える。第2の「柱」については、周知のとおりであるが、短期的な景気・物価情勢のみに目を奪われることなく、金融面での不均衡など中長期のリスクに十分配慮した柔軟な政策運営姿勢が重要という考えである。

最後の「資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」との記述は、量的・質的金融緩和の奏功で既に実質的なゼロ金利が再び景気刺激効果を取り戻しつつあり、政策は複数のツールの適切な組み合わせで柔軟に運営される局面に入っているとの考えを表現するとともに、今回の減額提案が、量的・質的金融緩和を一気に解消へと向かわせるものでも、また早期の金利引き上げに繋がるものでもないことを示す、一種のフォワードガイダンスとなっている。以上である。

黒田議長

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

内田企画局長

金融市場調節方針に関する議長案から読み上げる。

〔「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ〕

次に、資産買入方針に関する議長案である。

〔「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ〕

続いて、対外公表文の議長案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

木内委員案については、先程木内委員から詳しく説明があったので読み上げは省略させて頂くが、議長案との違いは、金融市場調節方針については、マネタリーベースが「年間約 45 兆円」、資産の買入れについては、長期国債保有残高が「約 45 兆円」、買入平均残存期間が「7 年程度」、E T F および J－R E I T が「それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円」というところである。

対外公表文の議長案の前月からの変更点は、3. で企業の業況感を加えたこと、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の現状のところを「0 % 程度」としたことの2か所だけである。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見があればご発言頂きたい。

白井委員

木内委員案について質問したい。「実質的なゼロ金利政策」と明記されているが、これは付利金利のことを指しているのか。そうであれば、これは既に周知されていることであるが、現状、金融市場の操作目標としてマネタリーベースターゲットを採用しているのにそれを出された意味を教

えて頂きたいというのが、1点目の質問である。

2点目の質問は、今インフレ率が0%になって、4月以降、場合によってはマイナスになることもあり得るという時に、なぜこのタイミングで量を減らすのか、タイミングは妥当なのか、という点である。

3点目は、木内委員も2%目標を掲げそれを維持しているという点は共通しているが、そのうえでこのような政策を提案されると、過去に日本銀行が何度も批判されてきたように、途中で中途半端に政策をやめるというような誤解を受けないのだろうかという点である。

4点目は、先程原田委員も指摘され、私自身も1年ほど前によく分からないと質問した潜在成長率と物価の関係について、もう1度説明して頂きたい。確かに、何年か前に日本銀行から、長期インフレ期待と潜在成長率に相関があるという文献が出たのは事実だが、ただ1990年代は資産価格は大幅に下落し、需給ギャップも同時に下落し、あらゆることが同時に起きたので、本当にそのような相関があるのだろうか。潜在成長率については、通常は、先程原田委員が説明されたような考え方をすると思うので、その点が少し分かりづらい。2%の目標は、潜在成長率を引き上げることで達成されるものではなく、一緒にやっていく必要があるがやはり金融政策で達成するものである。それはインフレ期待を上げていくことだと思うので、そこは分けて考えるべきだと思う。この点、どのようにお考えか。

木内委員

1点目の「付利金利を想定しているのか」という点は、そのとおりである。先程も申し上げたが、今回減額を提案するからといって短期金利を引き上げる訳ではないというメッセージを出すという意味で、一種のフォワードガイダンスという意味合いでこのように提案している。また、金融政策は、QQEだけではなく既に様々な政策の組み合わせで行われており、今後も行われていくという中で、必要に応じて将来金利を引き上げる局面もあるし、もし大量の資産買入れを修正するのであれば金利引き下げという選択肢も将来的にはあると思っている。

2点目のタイミングについては、私は2年程度でレビューするのが適当だと主張してきており、この2年のタイミングで自分なりに効果と副作用をレビューしたうえで、このタイミングで決めたということである。足もとの短期の景気・物価情勢が政策の修正に大きな影響を与えるかどうかという観点からは、QQEは短期の景気・物価情勢ではなく、もっと中長期の観点から決める政策であり、さらに、今回減額したからといって終了までには相当な時間がかかるので、例えば、10～20年かかるとすると、その間の政策効果も踏まえながらフォワードルッキングに早めに調整していくのが妥当だという考えである。

3点目については、今回の減額提案は、緩和を強化していくペースを若干緩める程度のものであって、政策効果をストックベースで考えるということからすると、緩和を後退させるまでにはまだ相当の時間があり、かなりイニシャルな調整であると考えている。

4点目については、厳密に理論的な説明はできないが、レポートにあったように、実証面からは、生産性上昇率と物価の基調あるいは予想物価上昇率の間にそれなりの関係がある。広く一般的にも、物価が持続的に上がっていくためには日本の潜在成長力がもっと高まっていく必要があるということは、直感的にも正しいのではないかと思っている。繰り返しになるが、需給ギャップが改善して物価が上がるのは一時的なことであり、需給ギャップがニュートラルなもとで安定的に物価上昇率が2%という状態になっていく必要がある。供給側の改善なしにこのような状態に達するのは難しいと思っている。

中曽副総裁

木内委員の提案は、基本的に、taperingを開始すべしという提案と受け止めたが、以下の3つの点で、この時点で採用するのは適当ではないと考える。

第1に、われわれが負っているマンデートであるデフレ脱却と物価安定目標達成という面では、依然道半ばである。特に、日本については、イン

フレ期待そのものを引き上げるという意味で、F e dやE C Bよりも難度の高い政策の遂行途上にあるので、このタイミングでの tapering 開始は premature ではないかと思う。

第2に、F e dが tapering を仄めかしたのは2013年5月であったと記憶している。彼等のタイミングが早過ぎたかどうかは議論の余地があると思うが、当時のF F金利先物の形状をみると、その当時からみて2年後、つまり2015年半ば頃には最初の利上げがあるだろうということが、既に市場に織り込まれていた。にもかかわらず、tapering を仄めかしたあとのF F金利先物は急騰し、長期金利は最終的には3%程度まで上昇してしまった。準備運動という面があったかもしれないが、F e dの緩和政策の効果を損なったことは否めないと思う。それでは今の日本の状況はどうかというと、O I Sのカーブはほとんどべったりであって、この形状をどのようにみるかという議論はあるかもしれないが、最初の利上げがあるとしても2019年、4年後であり、市場の織り込み度合いは、当時のF e dに比べても遥かに遅れているという状況にある。

第3に、木内委員も提案理由として指摘されていた金融不均衡という点では、別途F S Rでも分析しているように、現時点ではリスクが蓄積されている訳ではないと認識している。勿論、われわれにはバブルの経験があるのでしっかりみていく必要はあると思うが、今のところリスクの大きな蓄積はないというのが、われわれの認識だと思う。

こうした中で tapering を開始するのは、折角積み上げた政策効果を減殺してしまう可能性があるので、適当ではないと思う。

原田委員

確認だが、木内委員は、買入額の45兆円というのは市中発行額の半分とおっしゃったのか。

木内委員

厳密には、長期国債のカレンダーベース市中発行額の50%弱程度であ

る。

原田委員

そうだとすると、フローで国債市場を考えておられると思うが、色々なファイナンス理論によれば、ストックで考えるべきであるということになっている。確かに、実際の市場参加者に話を聞くと、フローの需給を盛んに気にされるが、理論的にはストックで考えるのだと思う。私の理解では、フローで一時的にショックがあってもそのショックは段々小さくなり、ストックで考えたことと同じような感じになる。フローの取引環境をあまり乱さないようにするために日本銀行の買入額を減額する必要がある、と考える必要はないと思うが、どうか。

木内委員

ストックとフローの両方を考える必要があると思う。特に、政策効果という観点からすると、恐らくわれわれの間ではストックビューを共有していると思うが、国債市場の流動性への影響という観点からすると、ストックもさることながらフローにも配慮した政策が必要だと思う。そして、この程度の減額であれば、市中発行額の半分以上までわれわれの買入額が減るので、今の様々なかたちの問題に対応できるのではないかと考えたということである。

先程の中曽副総裁の指摘についてもお答えしたい。1点目については、現状は安定していると思っている。例えば、C P I コアでみてもほぼ2年間、つまり2013年春以降ほぼプラスの状態であり、その意味ではデフレ脱却はかなり達成されつつある。一方、物価指標の精度を考えた時に、1%と0.5%の違いや、一時的に少しマイナスになったとしても、それが本当に深刻な状況かという点に疑問を感じる。われわれとしては、デフレスパイラルは避けなければならないと思うが、デフレスパイラルは未だ経験したことはないと思っており、現状で物価は安定しているというのが、私の考えである。2点目は、F e d の経験からすると、tapering が直ぐに短

期金利の引き上げ観測に繋がったことが市場の混乱の大きな背景だと私自身は考えているので、この点にも配慮して、金利は直ぐには上げないというメッセージを方針に込めたということである。3点目の金融不均衡については、先程の原田委員への回答のとおりであって、現状明確なサインがないから問題はない、という訳ではなく、われわれは潜在的なリスクがどの程度あるかを考えて、判断しなくてはならない。目にみえているのであれば議論する余地はないので、潜在的なリスク、副作用を考えなければならないと思っている。

佐藤委員

木内委員案に対してコメントしたい。先程のセッションでも申し上げたが、私は、2年が経過したから現状の政策の枠組みを直ちに見直すべきであるとは、今のところは考えていない。ただし、コミュニケーションの仕方はそろそろ考える時間帯に入ってきているというのは、先程申し上げたとおりである。

その点で、中曽副総裁から、日本のO I Sをみるとべったりしているが、米国で tapering トークを始めた時は2年後の利上げ期待が市場に織り込まれていたという指摘があったが、日本の場合、市場の織り込み度合いが遅れているから tapering をすべきでないというロジックが妥当なのかどうなのかについては、疑問に思う。というのは、市場の織り込みが遅れている、あるいは日本のO I Sのカーブがべったりであるということは、本行が出口に関する対外的な情報発信を一切控えているので市場が織り込んでいないという面もあると思う。勿論、人々の予想物価上昇率が上がっていく中でイールドカーブが自然に立っていく、インフレのリスクプレミアムが織り込まれていくことが理想的だが、ただ、その一方で、本行の情報発信のスタンスも影響していることは間違いないので、このようなことを木内委員の提案も踏まえて考えていく時間帯にあると、個人的には思っている。

黒田議長

それでは、最初に木内委員提出の「金融市場調節および資産買入れ方針」、次に議長提出の「金融市場調節方針」と「資産買入れ方針」、最後に木内委員案も含め対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれては、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[12 時 14 分 政府からの出席者退室]

それでは、木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針に関する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

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

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、議長提出の
金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

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、議長提出の資産買入方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員
原田審議委員
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、木内委員提出の対外公表文について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
森本審議委員
白井審議委員
石田審議委員
佐藤審議委員

原田審議委員

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、執行部は採決の結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

1. と 2. の賛否のところに（注 1）を打ち、2 頁の脚注に賛成、反対の委員名を書いたあとに、「なお、木内委員より、マネタリーベースおよび長期国債保有残高が、年間約 45 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節および資産買入れを行うなどの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。また、6. に（注 2）を打ち、「木内委員より、2 % の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2 つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された」としたあとに、賛成、反対の委員名を書いている。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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

原田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

対外公表文の採決の結果である。賛成9、全員一致である。

黒田議長

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

[12 時 27 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議長案が賛成多数で可決された。木内委員案は、対外公表文に関する議案も含めいずれも反対多数で否決された。

VI. 議事要旨（３月 16、17 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、３月 16、17 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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

原田審議委員

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 13 日月曜日 8 時 50 分に对外公表する予定である。

VII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、4月30日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は12時36分である。

黒田議長

解禁時刻が12時36分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないように願います。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時31分閉会)

以 上