

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年4月30日（9:00～12:59）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ 〃 ）
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 宮下一郎 財務副大臣
内閣府 小泉進次郎 内閣府大臣政務官

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

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

I. 開会

(9時00分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。本日の議事進行であるが、金融経済情勢に関する執行部報告、金融経済情勢および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の議案取りまとめと採決、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決、4月7、8日開催の決定会合の議事要旨の承認の順に進める。ここで政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは小泉進次郎大臣政務官である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。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、よろしくお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

金融経済情勢について執行部から報告してもらおう。各報告ごとに質疑応答の時間を設ける。なお、本日は展望レポートの議論も行うことから、執行部報告のセッションは極力効率的に進めたいと思う。執行部は、前回会合以降の変化点を中心に、手短に報告をお願いします。

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

金融調節および金融・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】に基づき、前回会合からの変化点に絞り、説明させて頂く。図表２の国債買入オペであるが、金融市場局では引き続き「マネタリーベースが、年間約 80 兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」とのディレクティブに沿って調節を進めている。国債買入れは、４月に入ってからほぼイーブンペースで万遍なく買っていくという方針で調節をしている。平均残存期間は、４月は 8.8 年と若干長めになったが、これは、超長期のオペで新発債が多く持ち込まれたことが原因である。応札倍率は、引き続きやや低めではあるが、短めのゾーン、例えば、１～５年では４月１日辺りは１倍台の倍率が頻発していたが、最近では期初の益出し売りを背景に、倍率は２倍超えと若干戻している。

図表３の国債補完供給は、３月の利用は 23 件とかなり多かったが、４月はその半分程度へと減ってきている。図表４（２）の国庫短期証券の利回りは、４月入り後、再びマイナスとなっている。われわれとしては、短期国債も期末などを除き極力イーブンペースで買っていきたいと思っている。そうすると、毎回のオペで 2～3 兆円程度を買っていく計算となり、このような巨額の買入れに加え、このところ海外勢の短期国債の保有が若干増えている。この辺りは、欧州のマイナス金利の影響も若干あるかもしれない。これらを踏まえると、先行きも短期国債の金利は基本的にはマイナス圏内で推移することが多くなると思われる。

続いて内外市場である。図表５（１）の米国の政策金利に対する市場の見方をご覧頂くと、前回会合以降、マーケットは比較的落ち着いた推移であり、米国の利上げ予想はほとんど変わっていない。マーケットでは、本年 9 月の F e d の利上げシナリオが語られることが多いが、ここでのフォワードレートでは必ずしも 9 月の利上げを完全に織り込んでいる訳ではないように見える点には、引き続き留意が必要かと思う。

図表６（１）の内外長期金利については、達観すれば、前回会合以降、海外金利はほぼ横ばい圏内で、この間、日本の長期金利は若干低下した。

図表 7 の海外長期金利については、ドイツの長期金利は昨晚かなり上昇して——このグラフでは間に合っていないが——イールドカーブは結果的に前回会合よりもむしろ少し上にきている。図表 8 から本邦長期金利をみると、前回会合以降は比較的穏やかな展開であり、(2) のイールドカーブをみても、前回会合からは若干の低下という感じである。27 日の Fitch による日本国債格下げについても、現状では市場の関心は専ら本行の巨額の国債買入れに向かいがちで、国債金利にはほとんど影響がなかった。もっとも、外銀や外証は、昨年末の Moody's の格下げ時から日本向けの与信は慎重に管理していくと表明する先が多く、日本の財政への警戒感が何らかのきっかけで表面化するリスクには、引き続き警戒が必要ではないかと思われる。この間、4 月の国債市場が総じて落ち着いていたもとで、図表 9 の各種の国債市場の流動性・機能度指標も、極く最近では若干改善している。マーケットでは、最近では、ドイツ国債などのマイナス金利の影響が米国や日本の金利にも影響しているといった見方も聞かれている。今のところ、こうした資金フローは計数面からは十分確認できておらず、ドイツと日本の国債では格付けも違うので、そのまま規制上代替できる訳でもないが、一部投資家からは、例えば、欧州債の利回り低下を眺め米国や日本の投資ウェイトを若干増やしたほか、日本の短期国債を買っていたが、4 月入り後は短期国債の金利が再びマイナスになってしまったので、代わりに期間が短めの利付債の投資を若干増やしたといった声がマーケットでは聞かれているところである。

図表 10 はギリシャ関連金融指標であるが、資金繰りなどを巡る市場の警戒感が続いている。もっとも、4 月 27 日にバルファキス財務大臣が債務交渉チームのラインから外れたといったニュースが好感され、金利は若干低下している。図表 11 (1) の欧州周縁国の国債金利をご覧頂くと、ギリシャ情勢を市場が警戒的にみているもとでも、イタリアやスペインといった他の欧州周縁国の金利は E C B の国債買入れのもとで引き続き低水準である。もっとも、最近では、ギリシャを巡る警戒感が高まる局面で他の周縁国の金利も若干上昇する動きもみられているところである。

図表 12 の株価は、前回会合以降も本邦株価は堅調に推移しており、日経平均は 2000 年 4 月以来となる 2 万円台を回復している。この間のもう 1 つの特徴としては、(2) の中国株の急騰が挙げられる。図表 13 (1) をご覧頂いても、前回会合以降では、まず日本株が堅調であるが、これに加えて中国株が大幅に上昇していることが、世界的な比較でも目立っている。日本株堅調の背景については、(2) の主体別売買動向をみると、外国人の買いが旺盛となっている。マーケットでは、このところ外国人勢は出遅れていた内需関連や金融株を買う動きが目立っているという声が、多く聞かれている。実際、4 月は金融株や内需関連株の上昇が目立っていた。また、中国株上昇の背景については、図表 14 (2) をご覧頂くと、中国株はこのところ景気の減速予想が強まるとむしろ当局の政策対応の期待から株価が上昇するという展開であり、マーケットでは金融相場的な警戒感も若干みられている。(3) は上海と香港の両方に上場している会社の株価の比率をみたものであるが、現在上海株がかなり割高という状況が続いている。これには、上海と香港の間の裁定が制限されているという事情も働いているが、こうした中で採られた 4 月中旬の空売り規制の緩和については、当初、マーケットでは上海株の下落要因になるだろうとみられていたが、その直後、中国当局が今度は預金準備率を引き下げたことで、株式市場では政策的な株価押し上げへの期待が引き続き強く、中国株はその後もしばらく上昇を続けている。もっとも、市場参加者の間では中国経済自体にはやや慎重な見方が多いが、こうした中での株価上昇は政策期待に支えられている面が大きいだけに、その動向には引き続き注意していきたいと考えている。

図表 15 は為替レートである。3 月上旬までは米国に対して他の通貨がほぼ全て下落するという、いわば世界経済が米国の回復に強く依存する中でのドル独歩高といった様相であったが、その後は、米国以外の先進国については、通貨安の効果もあって経済の見通しが若干上方修正されている。その一方で、米国については、さすがにドル高の影響から全く無縁でもないという慎重な見方も出ており、両者の見方が若干近づいたことで

米ドルの独歩高に歯止めがかかる展開となっている。この資料では間に合っていないが、昨晚、ユーロは、経済やインフレ率の見通し対比上振れを反映して対ドルでかなり上昇している。

図表 17（１）のドル／円相場と日経平均株価との関係を見て頂くと、これまで両者の相関がみられていたが、最近ではデカップリングしていることがみて取れる。これについては、最近の海外勢の買いが先程申し上げたような日経平均といったインデックスに注目するというよりは、例えば、P B Rといった指標からみてこれまで出遅れていたり、円安の影響を直接には受けにくい金融株や内需関連株などの個別株が物色されているといった事情を反映しているという見方が多いようである。当面のマーケットの留意点としては、引き続き米国の利上げを巡る思惑やギリシャ情勢、実体経済とやや乖離して上昇している中国の株価などが挙げられるように思う。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

国債補完供給について、手数料はF e dの5bp に対し 本行の場合40bp——偶然かもしれないがE C Bと同じ——であるが、それをもう少し下げても良いのではないかという市場からの声があると思う。その背景として、1つは、より使い勝手を良くすることでフェイルを容認する、フェイルの慣習をもっと定着させてはどうかということと、もう1つは、それによってマーケットメイクが促進されるのではないかということだと思うが、それについてはどのようにみているのか。また、前回指摘したように、日本銀行の国債とキャッシュの交換に対し、F e dなどの場合は債券と債券の交換であるが、そういったものも容認してはどうかという声があるが、その点についてどうか。

山岡金融市場局長

国債補完供給については、F e d の手数料は世界的にみるとかなり低い
が、E C B は私どもと同じである。基本的に、マーケットでフェイル慣行
を定着させていくというのが本筋であって、どうしても決済が滞るといっ
た事情においてのみ、中央銀行がパブリックセクターとして最後に介入す
る——ラストリゾート——という考え方である。そのようなことを踏まえ
ると、現在のE C B やわれわれの国債補完供給は、基本的にはそのような
考え方を反映したものであると思っているが、引き続きマーケットの声も
聞きながら検討を続けていきたいと考えている。

次に、証券とキャッシュの交換か、証券同士の交換かという点について
は、ともに一長一短あると思う。例えば、余っている証券があって足りな
い証券がある時、それを交換できた方が良いという点では証券同士の交換
の方が使い勝手が良い面があるが、一方で、証券マーケット全体が本当に
タイトになってスクイズされている時には、証券同士の交換しても、証
券が全般に逼迫している状況には対処できないということがあるので、一
長一短あると思う。

木内委員

国債市場については、期が明けて大分落ち着いてきたという感じがある。
益出しも心配されたほどではないし、一方で、証券会社のリスクテイク力
も回復してきた。その中で、利回りは低下傾向が続いて需給が逼迫する状
況になっているが、多くの金融機関にとっての適正水準、買入目線から外
れていくと、セカンダリーマーケットでの取引が細り流動性低下の問題に
繋がりがやすい。一方、われわれのオペについては、いわゆる「日銀トレー
ド」への依存度がまた高まるということで、年初の状況にまた戻ってき
ていくような感じもある。このため、何らかの内外の要因をきっかけに再び
ボラティリティが高まってしまうような年初の事態が繰り返されるリス
クはないのだろうか。年初とは違うと思うのは、海外の投資家の影響力が
より強まっているということだと思うが、これは、ボラティリティを下げ

る方向に効くのか、あるいはボラティリティを高めてしまう方向に効くのか。どちらに作用するかによって年初と違う環境が生まれるのかどうかについて、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

ボラティリティが高まる可能性は、常に念頭に置いておく必要があると思う。例えば、昨日のドイツの金利の上昇は、入札不調が原因であり、結局これだけの低金利になっても5年物のドイツ国債を買う人がいるのだろうかという懸念を市場参加者が内々持っていて、それが表面化したという点は似ている面もあるかと思う。ただ、ボラティリティは時々上昇することがあるかもしれないが、私どもの国債買入れでは、新発債の規模をはるかに上回って買っているので、じわじわと残高を減らしていく効果が全体的に強い状況である。ボラティリティは高まりながらも、全体としては金利低下圧力がかかり続けていくという局面ではないかと思う。

海外投資家については、ご指摘のとおり両面あるかと思う。つまり、海外勢の買いが金利低下にじわじわと寄与することもあるかと思う一方、海外勢の見方によって金利が変動しやすくなるという局面もあると思う。とりわけ、警戒すべきは日本の財政に対する見方で、これについては日本の投資家よりも海外勢の方が敏感な面があるので、この点は注意していかなければならないと考えている。

佐藤委員

国債買入オペについて伺いたい。応札倍率をみると、4月に入って少し持ち直してきていると思う。3月中は2倍台ということもあったし、前回会合での報告だったと思うが、見せ札のようなものも結構入っていたので実質的な応札倍率はもう少し低かったのではないかという説明があったと思う。4月に入って概ね3倍台、中には4倍台もあって概ね順調に推移していると思うが、見せ札らしきものは足もとどうなっているのか。割合としてはどの程度そのような札が入っているのか。ざっくりした感触でも

良いので、何かあれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

見せ札かどうかを見分けるのはなかなか難しいが、落札する気がないような非常に高い金利の札ということでは、例えば、4月初の応札倍率が2倍を切るようなところでは、大体0.5倍分程度は見せ札だったのではないかと思う。足もと見せ札はまだあるが、こういう状況なので絶対量としては減っていると思う。つまり、倍率が非常に低くなりそうな時には、それが表に出てしまうと日本銀行が短国を買い増し、そうすると短国金利が下がってしまうので見かけの倍率を高めにした、というようなインセンティブが働きやすいが、足もとでは市場参加者も倍率は大丈夫だろうと思っているので、見せ札そのものは少し減っていると思う。ただ、なおそのような札はちらほらあると思う。0.5倍相当よりは少し小さい額の見せ札が入り続けているという状況ではないかと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。前回会合以降に公表された経済指標は、「先進国が堅調な景気回復を続け、その好影響が新興国にも徐々に波及する中で、緩やかに成長率を高めていく」という、これまでの見方を変えるものではなかった。図表1のIMFの4月の世界経済見通しも同様の見方にある。（2）のIMFの世界経済見通しの修正状況をみると、新興国・途上国経済は相変わらず下方修正が続いている感じであるが、先進国経済は明らかに下げ止まった感がある。

米国経済については、図表2－1（1）にあるように、第1四半期のG

D P 事前推計値は前期比年率+0.2%と、民間予想の平均+1%を大きく下回り、予想の下限に近い伸び率にとどまった。内訳をみると、純輸出のマイナス寄与が目立っている。ドル高の影響もじわじわ効いてきていると思うが、(2)の実質輸出入にあるように、輸出と同時に輸入も伸び率がかなり大幅に低下してきていることから、港湾ストの一時的な影響も相応に効いているのではないかと考えている。加えて、(3)の設備投資も構造物投資を中心に小幅のマイナスとなり、原油安を受けたエネルギー関連投資の減少を映じていると思う。この点、図表2-2(5)にあるように原油・ガスの稼働リグ数が急減しているが、このような動きを反映していると考えている。図表2-1(3)の設備投資に戻ると、機械投資も2期連続でほぼ横ばいの動きとなっており、このような面では、ドル高の影響も徐々に出てきているのではないかと考えている。これまでの会合でも説明してきたように、(4)の個人消費も寒波の影響で伸び率が大きく減速している。こうした寒波の影響は、住宅投資や政府支出にも表れているようである。GDPの事前推計値——最初の推計値——は、多くの前提を置いて推計しているので、およそ1か月後に出る2次推計値との対比では、過去の平均で0.5%ポイント程度、上にも下にも振れるそうである。いずれにせよ、第1四半期が弱かったこと自体は変わらないと思うが、現時点では、具体的な成長率は多少の幅をもってみておく必要があると思っている。民間の見通しでは、弱い第1四半期に続いて、第2四半期以降は年率3%程度の成長モメンタムを取り戻すという、昨年来のパターンを繰り返すとの見方が多いようである。当面の鍵を握るのは、寒波の影響もあって伸び率が低下している(4)の個人消費が今後どれだけ戻してくるかということである。(5)、(6)にあるように雇用・所得環境は良好で、これにガソリン安の恩恵が加わっている。図表2-2(1)の消費者コンフィデンスも非常に高い水準にあるので、われわれとしては勢いを取り戻してくると思っている。今朝出たFOMCの声明でも同様の見方が示されているところである。ただ、この点は予断を持つことなく、4月以降のデータを丹念にみていきたいと思っている。今後米国の成長率がどうなるかに

については、盛り返してくる個人消費が、今後徐々に強まってくるであろうドル高と原油安の企業部門への影響をどれだけカバーできるかという構図になってくると思っている。(3)の輸出関連、(4)の資本財受注辺りは、ドル高の影響が次第に出てきているのではないかと思っている。最後に、(6)にあるように輸入は結構強く伸びており、世界経済の原動力となっているので、こうした米国の回復の今後の強さについては、丹念にみていきたい。

図表3の欧州経済は、全体として緩やかな回復を続けており、第1四半期は、今申し上げたような米国経済の下振れを概ねオフセットするようなかたちでの上振れが多くあり、世界需要を支えている姿である。その原動力は(2)の個人消費であり、雇用の緩やかな改善基調が続くもとで、ガソリン安や株高の影響が加わっているという構図だと思う。ユーロ安の効果もあって(3)の輸出も持ち直してきており、それを受けて(4)の生産も上向いてきている。ただ、その中で(5)の設備投資については、ドイツでは上向いてはいるものの、ユーロ圏全体では持ち直しの動きにまだ勢いがつかないという状況である。この間、物価面では、(6)のHICPはエネルギー要因を主因に2か月連続でマイナス幅を縮小させてきており、民間の見通しをみると、当面ゼロ近傍で推移したあと、年後半に徐々にプラス幅を拡大していくとの見方が中心的である。

次に、図表4の中国经济については、(2)にあるように製造業、生産周りの減速に歯止めがかかった感じはまだない。その主たる背景は、(3)の内需であり、個人消費こそ安定した伸びを続けているが、固定資産投資が減速を続け、特に(4)の不動産市場の調整の遅れを指摘する声が多いように思っている。(5)にあるような輸出の増加は支えになっているが、当局は、第1四半期のGDPが政府目標並みの前年比7.0%まで減速しても一応安定的な成長としているが、梃子入れの必要は感じているようである。これまでのインフラ投資を中心とする財政政策に加えて、(6)にあるように金融政策面でも預金準備率について1%ポイントと大きめの引き下げを実施しており、短期市場金利もオペを通じて引き下げているとこ

るである。

図表5で新興国経済をみると、(1)のIMF世界経済見通しの地域別の修正状況をみると、ロシアを含む地域、あるいはラテンアメリカの下方修正は相変わらず続いている一方、中国を含むアジア、あるいはユーロにしっかりくっついている中東欧は、しっかりと踏みとどまっており、ばらつきが拡大している姿がみてとれる。その一方で、(2)の中国を除くアジア全体の生産をみると、足もとでNIEs・ASEANの押し上げ寄与が幾分弱まっている一方、インドが寄与を高めるかたちで、全体では持ち直している姿である。新興国経済の金融市況をみると、先程山岡金融市場局長から説明のあった少し行き過ぎ感のある上海株を除くと、株価はほぼ横ばい、為替も減価傾向に一服感がみられているところである。この背景は、1つには米国でのシェール関連の生産減少を見込んで原油市況が足もと少し強含んでいることがあり、ロシアを含む原油依存度の高い経済が一息ついていることが挙げられるのではないかと思う。もう1つは、図表6(1)のように米国で弱めの指標が相次いでいる中で、それを受けて(5)にあるように、ドル高傾向に少し一服感が出ていることの裏返しという面もあると思っている。

最後に、図表6(6)はギリシャにおける逆イールドの状況を示しているが、交渉が進展しない中でも国庫資金繰りや預金流出への懸念が大分強まってきている。引き続き、欧州市場も含めて国際金融市場は最終的にどうにかソフトランディングするという見方は変えていないように窺われており、予期せぬ事態に展開した際の影響が引き続き心配されるところである。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

米国では、今朝出たFOMCの声明で、インフレの減速について、初め

てエネルギー価格の他に輸入価格というのが2か所位で入ったので、相当懸念していると思う。ただ、米国の場合、輸入製品のほとんどがドル建てで、ドル建て以外は極く僅かだと聞いているので、普通はドル高の影響が輸入価格にそれほど大きくは影響しないと思うが、その点、何か情報があればお願いします。もしかしたら、ドル建てではない財の輸入価格が相当大きく下落したのか、あるいは世界の価格全体が下がっているのか、そこからくる下落の結果なのか。結局、今回のFOMCの声明では、インフレに対するドル高の懸念だけが示唆、implyされ、成長の方にははっきり書かれていなかったと思うが、輸出などへの影響については国際局はどのようにみているのか。IMFのWEOでは、どちらかと言うと、ドル高がもっと進んで、円安とユーロ安がもっと進むと世界経済にとってプラスだというような意見であったが、かなり減速してきている。その辺りをどのようにみているのか。

2点目は中国についてである。中国では、金融政策、金融環境がかなりタイトではないかという気がする。図表4（6）の貸出基準金利などを実質に換算するとかなり高く、他の新興国や先進国と比べても突出して高いと思う。そのうえに、今は外貨準備が増えていないので、従来の流動性供給ができなくなっており、M2の伸びも12%程度と目標を下回っている。GDPデフレーターも第1四半期にはマイナスになったので、遂にデフレ的な状況になったと思う。このように、金融引締め的な気がするが、この点、国際局としてはどのようにみているのか。下げ過ぎると資本流出に繋がるというジレンマもあるが、少しタイトではないかという気がする。

長井国際局長

米国の物価については、ドル建てのものにはドル高は然程効かないのではないかというところはあるが、ドル建て以外のものもあるのでそこを心配しているのではないかと思う。FOMCの声明でも輸入物価という言葉で、引き続き直接には為替に言及していないが、その点は明示的に気にしていると思う。あとは、ユーロ圏や中国等で非常にディスインフレ的な傾

向が続いている中で、特に、中国では、作り過ぎた素材をディスカウント気味に輸出しているところがあり、そうしたことの影響も多少あるという意味では、白井委員が指摘された、世界的な価格、インフレ率の低下傾向が輸入を通じて入ってくるという面が多少はあると思っている。ただ、それがどの程度かは、まだ計量的に分析し切れていない。成長に対するドル高の影響をどの程度 imply しているかについては、今回のFOMCの声明では、足もとの現状評価はかなり下げたが、先行きについては微動だにしていけない、というかたちである。ドル高の影響については、先程の説明でもそのようなニュアンスを込めたつもりであるが、メディアはドル高の純輸出へのマイナスを書きがちで、2つの意味で少しハイライトし過ぎの面もある。1つは港湾ストの問題、もう1つは、需要面でもかなり弱いということである。特に、米国の資本財の輸出といったところは、国内のシェールだけではなく、世界的な資源投資の弱さ、新興国の相次ぐ下方修正という需要の弱さを反映している面があると思っている。その意味では、ドル高の影響は、モデルなどが示すように年の後半にかけて徐々にもう少し強まってくる方が普通の姿であり、それが色々な攪乱要因で少し早めに出ているようにみえている、というのが今のわれわれの理解である。

中国について、実質金利が高いのではないかとのご指摘はそのとおりだと思う。人民銀行も、緩和の都度、実質金利を調整するという意味で実質金利をどんどん下げていくまでのスタンスではないというのが、今の認識だと思う。景気も、成長率はまだ7%で一応目標の範囲内というところがあり、また、単に金利を下げて、資金は届けたいところが届かず、逆に株などに向かい歪みを助長してしまうのではないかと懸念は、あまり明示的には言わないが、あるのではないかと思う。先程おっしゃられた、金利をあまり下げ過ぎると内外金利差から資本流出に繋がるのではないかとということも、これもなかなか明示的には言わないが、市場によると、最近、人民元の買い介入のようなかたちで人民元をバンドの中心の方に少し戻して、一方向の為替の期待をなくし、為替にあまり影響がないようにしっかり蓋をしてから市場金利の緩和などを行っているところからみる

と、ご指摘のような懸念も、それだけではないのだろうが、一部にあるのではないかと考えている。

木内委員

中国の金融政策については、貸出金利の引き下げは色々な弊害もあるので難しいということだと思う。一方で、最近実施された預金準備率の引き下げでどのような効果が期待できるかを考えると、貸出を増やすということなのだろうと思う。貸出と預金を両建てで増やすと、結果的に預金準備率が下がると思うが、一方で、預貸比率規制がある。銀行によって違うと思うが、仮に、皆が 75%ぎりぎりだとすると、貸出と預金を同額増やすと比率は 75%を超えるので、もしそのような状況であれば、預金準備率の引き下げは効果を現さないということになってしまう。実際、その規制自体は昨年から大分緩められてきて、今の時点ではそこが制約になっていないので預金準備率の引き下げが効果を現すということなのか、あるいは預貸比率規制自体が何らかの制約になる可能性もあるのか。

長井国際局長

全部の銀行で預貸比率規制がパンパンで量的に増やす余地が全くない、ということではないと思っているので、その意味では残ったところで効果が発現する余地が残っている。これに加え、今回の引き下げで、彼等がより資金を届けたいと思っている農業関係や中小企業のようなところで、一種の funding for lending 的なかたちで追加的な引き下げをしているので、そういった targeted easing 的な政策と組み合わせると多少効果が出るだろう。また、準備率の引き下げで流動性を潤沢にすることで、先程お示したように調達金利自身は下がっているので、貸出金利に幾らか上乗せして貸出を実施しているが、そういったところで実際の貸出金利を少し下げる効果は、緩和効果として多少は期待できるのではないかと判断している。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

次に、国内経済情勢について説明をお願いします。

前田調査統計局長

今お配りしている資料で、本日9時前に発表された生産についてご説明する。3月の生産は前月比－0.3%となっており、予測指数系列では－1.4%であったので、予測指数より強く上振れたことになる。予測指数は、4月が＋2.1%、5月が－0.3%となっている。3月の出荷は、生産と同じく－0.3%となった。在庫は＋0.3%と若干増えているが、鉄鋼あるいは一部建設機械で増えているようである。建設機械は、もしかしたら資源国向けの需要減が効いている可能性もある。この結果、四半期では、1～3月の生産は前期比＋1.7%と2四半期連続の増加となった。4～6月は、予測指数をつなげると＋0.6%となる。2期連続の増加なので、「持ち直している」という判断で良いと思う。4～6月については、業種別にみると、前回も申し上げたように、自動車と鉄鋼辺りが少し減産になっているようであるが、機械類あるいは電子部品・デバイスは前期比で増えているようである。いずれにせよ、元々4～6月は増勢が少し一服するのではないかと申し上げていたが、現時点ではそのような姿が予想されている。生産全体としては、在庫面で若干調整が遅れ気味というところが気にならない訳ではないが、取り敢えずこれまでの生産の見方を変えるような材料は出ていないということだと思う。

続いて、「経済活動の現状評価」参考計表【追加】に沿って説明する。まず、図表1の輸出入について、通関統計の実質輸出は、月次でみると春節の影響から1月に増加、2月に反動減となったあと、3月は前月比＋0.2%と横ばいとなっている。四半期では、1～3月は前期比＋1.0%となり、2014年7～9月＋1.8%、10～12月＋3.8%、2015年1～3月＋1.0%と3期連続の増加となっている。伸び率は小幅で、多少鈍化している可能性もなくはないが、かなり高い伸びであった10～12月のあとだけに、持

ち直しが続いているという基調判断で良いと思う。輸入についても、春節の影響で2月が+3.7%と高めの伸びとなったあと、3月は-10.2%と反動減となっている。均してみると、四半期では2014年7～9月以降、+0.7%、+1.1%、+0.7%と小幅の増加が続いており、国内需要あるいは生産の持ち直しを反映した動きと考えている。図表3で実質輸出の内訳をみると、地域別には、1～3月は、米国は+5.7%、EUは+2.9%、NIEsは+1.2%と、米国、EU、NIEsなどが増えているというこれまでの傾向に変化はない。一方、中国が-2.2%、その他——これには資源国を含む——は-1.0%となっており、自動車や資本財関連を中心に減少に転じているので、中国の景気減速、あるいは資源安の影響が出ている可能性もあるので、注意してみていきたい。

図表5の企業マインドは、前回会合以降、大企業の4月の月次調査が出ている。製造業、非製造業ともに、総じてみると改善傾向を示すものが多かった。ロイター短観については、4月の製造業大企業は小幅低下しているが、傾向的には改善している姿だと思う。

こうした企業マインドのもとでの設備投資については、図表6の2月の機械受注は、民需、除く船舶・電力は前月比-0.4%と横ばいであったが、12月がかなり高い伸びとなったあとの動きなので、1～2月の10～12月対比は+3.8%となっており、3期連続の増加となっている。図表7の中小企業、小企業の設備投資の実施割合——これはかなり振れが大きい統計である——は、ここ2年位は中小企業と小企業の格差が少し目立っているが、均してみるといずれも持ち直し傾向ということで良いと思う。機械受注にしてもこうした調査にしても、緩やかな増加基調という設備投資の判断と整合的な結果と考えている。

図表8の個人消費については、3月の統計が出ているので説明しておく。商業動態統計では、全体の小売業販売額は実質で前月比-0.6%と、2月の+0.6%のあと小幅減少となっている。この結果、1～3月では前期比-0.9%とこれも小幅の減少となっており、3期振りの減少となった。一方で、この小売業販売額全体の中身の個別の指標について、図表9、10

辺りでご覧頂きたい。まず、図表 9（2）の耐久消費財では、家電販売額が 3 月も増加している。図表 10 の全国百貨店売上高は、2 月は春節の影響で大勢の外国人が来たことでかなり増加した。3 月は小幅の反動ではあるが、高めの水準を維持している。スーパーは、消費マインドが弱い中で年初までは弱かったが、2 月、3 月とかなりしっかりしている。3 月は販売促進をしたことの影響もあると思うが、傾向的に持ち直しの感じが出てきているということであり、スーパー業界からは、ガソリン安、あるいは賃金上昇期待が基調的な改善に繋がっているのではないかとといった声が聞かれているところである。このように、3 月の統計をみると、全体の数字はあまり良くないが中身の個別の指標は良い、ということになる。細かくみると、自動車販売では、図表 9 の新車登録台数では 3 月は増えているが、商業販売統計では結構減っているのも、われわれとしては商業統計におけるサンプル要因の可能性もあるのではないかと考えているところである。これらを総合し業界の声も踏まえると、消費は、1～3 月は鈍さが残ったことは否定できないが、足もとでは明るい動きが出始めたのではないかと感じている。4 月も、足もとまでの販売動向を百貨店やスーパーに伺うと、堅調に推移しているといった声が聞かれるところである。こうした見方を補強する材料として、図表 11 の消費者コンフィデンスがあるが、これは消費に多少先行する傾向があるが、消費者態度指数をみると、年末辺りをボトムとして年初以降少しずつ改善してきており、3 月の水準は、昨年夏場の水準を少し上回ったところである。

最後に、物価について簡単にご説明しておきたい。図表 12 の国内企業物価は、原油安から前月比ではずっと下落が続いていたが、3 月は前月比 +0.3% と小幅ながら上昇した。この結果、3 か月前対比では -1.2% とマイナス幅が縮小しており、このところの原油の下げ止まり、ないしは幾分の反発を反映した動きとなっている。なお、消費者物価については、新たなマクロの統計はなく、明日公表の 3 月の全国と 4 月の東京をみる必要があるが、現時点で一応の手掛かりとなる東大物価指数や一橋物価指数——ここには数字はないが——について一言申し上げておく。4 月入り

後はやや強めに推移しているようであり、新年度入り後、小売段階では取り敢えずは値上げに動いている可能性が窺われるところである。

最後に簡単にまとめると、景気は月初会合の判断を変えるような材料は出ていない。個人消費関連については、マインド面だけでなくハードデータでも、一部改善し始めているのはポジティブな材料だと思っている。一方、輸出面では若干の鈍さもみられないではないだけに、下方の不確実性にも引き続き注意が必要だと思っている。消費者物価については、前回ご説明したように、年度末にかけては、消費のもたつきなどを反映して従来想定よりやや鈍かった感はあるかと思うが、新年度入り後の価格設定の展開がどうなるか、またそれが消費にどのような影響を与えるか、仮に、価格が上がったとしても消費がついてこなければまた下がる——去年はそんなことが起きた——といった消費への影響も含め、少し時間をかけて確認していく必要があると考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

1点目は、ガソリン価格の動きについてである。年初から原油価格がそれなりに反転しているわりに、国内のガソリン価格はあまり動いていないという生活実感がある。これは、ガソリン需要が引き続き弱めであるために、元売りがマージンの縮小を受け入れているという側面があるのか、それとも海外市況との単なる時間差なのか。そして、その結果として、先行きのCPIの見通しにずれが生じるようなことはないのか。

2点目は、やや技術的な質問だが、様々な指標が去年の消費税増税の影響を非常に受けている。例えば、3月の消費関連は非常に大幅なマイナスになりがちで、4月は逆に強くなる。百貨店販売などでは2年前の水準と比べたりするが、それもある意味正確ではないと思う。そこで、消費税の影響を調整しないため季節調整値で大きな歪みがあるので注意してみた

方が良いような主要な経済指標はあるのか。

前田調査統計局長

1 点目のガソリン価格については、国内の商品市況などをみても、国際商品市況は急に下がってそれから反発したが、下がった分の全部は恐らく反映されていないと思う。大分均されて反映されている部分があると思うので、国際商品市況と国内の石油製品を比べると、若干ぎくしゃくはあるが両者を比べて特にガソリンが上がりにくくなっているということではないと思う。木内委員も指摘されたように、原油はここ1～2週間結構上がっている感じはあるが、当然ながらガソリン価格にはラグ——2～3週間であろうか——があるので、ラグの問題もあると思っている。

2 点目の消費税については、季節調整をかける時に消費税がダミーとして反映されるかどうかで大分違うが、われわれが把握しているところでは、消費関連については消費税のダミー処理がなされているので、その意味で歪みは生じにくくなっていると思う。生産については、ダミー処理されていない感じがあり、特に、在庫などはそうで、在庫は消費増税前に下がったが、これはダミー処理されるようなことではなく季節要素だと認識されているので、その辺りは少し注意してみていく必要があると思う。ただ、現時点でどの指標を特に注意すべきという情報はないが、もし何かあれば、別途の機会にご説明できればと思う。

白井委員

鋳工業生産の耐久消費財の出荷は、どのような感じだったのか。良かったのか。

前田調査統計局長

耐久消費財の出荷は、3月は結構良かった。前月比+4.7%で、その結果1～3月で前期比+5.4%となり4期振りのプラスとなっている。

4. 金融環境に関する報告(資料－5)

黒田議長

次に、金融環境について説明をお願いします。

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。図表1は家計のインフレ予想である。(2)の内閣府の消費動向調査はほぼ横ばいで、家計のインフレ予想はあまり変わっていないということで宜しいかと思う。図表3はエコノミストのインフレ予想であるが、(2)のESPフォーキャストでは、4月調査で2015年度0.35%、2016年度1.23%と、2016年度は変わらず、2015年度は0.1%ポイント程度下がっている。足もとを変えてきているという感じが出ており、(1)をみて頂くと一目瞭然であるが、ある程度長いところは動かさずに、手前のところを落としてきているのがエコノミストの予想である。因みに、(3)のコンセンサスフォーキャストで長いところが出ている。この調査は3か月に1度であるが、これもあまり変わっておらず、今申し上げたのと同じような傾向である。6～10年後の平均は0.1%ポイント上がっており、足もとの1～3年後の平均は0.1%ポイント下がり、4～5年後の平均があまり変わらずというように、長いところのインフレ期待はあまり動いていないということで宜しいかと思う。図表4(3)のBEIは、前回会合から全く動いていない。1.11%で前回会合と同じである。以上がインフレ予想である。

次に、図表11はボリュームであるが、大きな傾向は変わらない。民間部門総資金調達は前年比+1%強で来ており、3月は+1.2%である。貸出は、2月が前年比+2.6%、3月が+2.7%と、こちらも2%台後半の伸びで変わっていない。為替の要因もあるが、為替要因を除いても一応伸びを高めている。業態別には都銀の2月+1.3%から3月は+1.5%と伸びている。中身は変わらず、M&A、REIT、電力向け等が増えている。国内公募社債の4月が2,960億円、大体3,000億円と、若干少なめであった。前月に電機大手等が比較的ワイドなスプレッドで出していたこと等で若

干様子見があると聞いているが、これは一時的だと思うので、もう少し様子をみたいと思う。転換社債、株式調達は、前月に大きな数字が入っているので今月はそれに比べると少なめであるが、これも傾向が変わっているという話は聞かれていない。

図表 16 の主要銀行貸出動向アンケート、いわゆるローンサーベイでは、企業向けが原計数では 2014 年 10～12 月の 6 から 2015 年 1～3 月は 1 に、季調値で 4 から -1 ということであるので、いずれも「増加」超幅が縮小し、ほぼゼロ近傍になっている。要因として考えられるのは、大企業向けが下がっているので、収益が良いので資金繰りが好転していること等が資金需要に若干影響している可能性である。一方で、先程申し上げたように、貸出の増加幅はあまり変わっていないことを考えると、振れの可能性もあるので、引き続き様子をみていきたいと思っている。一方で、個人向け、主として住宅ローンははっきりしており、昨年 1～3 月にいわゆる駆け込みがあって、そのあと落ち込みがあり、その後ずっとあまり変わっていないということである。住宅ローンは少し戻りが遅いのではないかという感じがある。同じローンサーベイの貸出運営スタンスをみると、こちらは「積極化」超幅が前回とほぼ変わらず、大企業向けでは 3 から 5、中小企業向けでは 14 から 15 と、金利等でかなり積極化しているのでここからさらに積極化するのはなかなか難しい中でも「積極化」超を維持したという評価で宜しいかと思う。

最後に、図表 19 のマネーであるが、マネースtockは今の貸出の状況とあまり変わらず、3 月は M2 が +3.6% となり、貸出が 2% 台後半、M2 が 3% 台半ば程度という動きは変わっていない。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 16 のローンサーベイで、資金需要 D I は今回結構下落している。

振れの可能性もあるという説明であったが、この資料にはないが先行きの見通しも、季調前ではやはり少し落ち、下振れていたような気がする。一方で、貸出運営スタンスは、1～3月はほぼ横ばい、細かくみると若干数字は上がっており、先行きももう少し上がっていたと思う。そうすると、需要がやや鈍化し貸出態度はより前向きということで、これは前回の支店長会議で、また貸出競争が強まっているというような報告があったが、そのような動きとも整合的と思われる一方で、今の経済状況で本当に資金需要が落ちることがあるのだろうかとも思う。収益が上がっているので内部資金を使っているという説明もあったが、急にそのようなことが起こっているのも何となく違和感がある。本当にそのような解釈で良いのだろうか。また、貸出約定平均金利の短期は結構下げ止まってきているので、そういう状況と比べると、貸出競争がまた激化してきているというのとは何かちょっと喰い違っている部分があり、幾つかの関連する事象が少し整合的でない感じがする。統計の振れやテクニカルな問題もあると思うが、現状どのように整合的に理解できるのか、教えて欲しい。

内田企画局長

基本的には木内委員がおっしゃったとおりであるが、ローンサーベイについては、振れの可能性が結構大きいと思っており、大きな傾向は変わっていないだろうと思っている。資金需要や資金繰りD Iが短観等でさらに改善していることを踏まえると、金融機関に借りるか借りないかにかかわらず、企業の資金繰りには問題はなさそうである。そのような中で、資金需要は企業によるとは思うが、銀行がこれだけの貸出姿勢を示している中でミートしていないことはないと思うので、言ってみれば内部資金との関係でどの程度借り入れるかという状況であろうと思う。貸出金利についてはおっしゃったとおりで、例えば、図表8をみれば分かるように、長期はまだ少し下がるトレンドがあるような感じはあるが、短期は暫くずっと横ばいでこれ以上下げようがないという感じだと思う。その意味で、銀行としては長いところで引き続き競争しながら資金需要を取ってくるという

ことで、できることは何でもやっているということだろうと思う。一方で、企業の方の需要がどこまで出てくるかという辺りがポイントであり、全体としてはあまり状況は変わっていないということで良いのではないかと
思う。

Ⅲ.「経済・物価情勢の展望」についての執行部説明

黒田議長

それでは、これから、金融経済情勢および当面の金融政策運営の討議に入る。執行部は、政策委員の見通し計数等が入った展望レポートの案を配付し、説明をお願いします。

[事務局より展望レポート案を配付]

内田企画局長

9 頁の(参考)をご覧頂きたい。政策委員見通しの中央値を申し上げる。まず、GDP は、既に終わった年度の 2014 年度が -0.9% である。前回の 1 月時点の見通しが -0.5% であったので、下振れて着地しそうである。2015 年度は $+2.0\%$ 、2016 年度は $+1.5\%$ 、2017 年度は $+0.2\%$ であり、1 月時点の見通しと比べると 2015 年度が 0.1%ポイント、2016 年度も 0.1%ポイントの下振れであるが、0.1%ポイント程度の下振れでは、過去は「概ね見通しどおり」としている。CPI は、消費税率引き上げの影響を除くベースでみると、2014 年度は $+0.8\%$ で着地すると思われる。2015 年度は $+0.8\%$ 、2016 年度は $+2.0\%$ 、2017 年度は $+1.9\%$ である。前回の 1 月時点は、2015 年度が $+1.0\%$ 、2016 年度が $+2.2\%$ であったので、それぞれ 0.2%ポイントの下振れである。CPI の場合、0.1%ポイントの時には「概ね見通しどおり」としているが、0.2%ポイント動いた時にはこれまでは「やや下振れ」という表現にしてきている。10 頁にリスク・バランス・チャートがあるが、(1) の GDP は上下バランスしている感じだが、(2) の CPI の方は下方に少し厚い形状になっている。これは、

前回と同じである。

以上を踏まえて、2 頁の（１）経済情勢だが、「2015 年度から 2016 年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けると予想される」、2017 年度については、「消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動などの影響を受けるとともに、景気の循環的な動きを映じて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると予想される」という表現にしている。4 頁の同じく 2017 年度のところも、同じ記述としている。2016 年度までの 1 月の中間評価との比較については、「概ね不変である」としている。

次に、5 頁の C P I については、「当面 0 %程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、「物価安定の目標」である 2 %に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2 %程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016 年度前半頃になると予想される。その後は、平均的にみて、2 %程度で推移すると見込まれる」としている。2016 年度、2017 年度がそれぞれ+2.0%、+1.9%であるので、このような表現にしている。2016 年度までの前回との比較は「やや下振れている」としている。

8 頁の金融政策運営についての記述は、2 つの柱のうち第 1 の柱についてはメインの見通しなので、「わが国経済は、2016 年度前半頃に 2 %程度の物価上昇率を実現し、その後次第に、これを安定的に持続する成長経路へと移行していく可能性が高いと判断される」としている。第 2 の柱、すなわちリスクについては、まず、経済の見通しについては、「海外経済の動向などを巡る不確実性は大きいものの、リスクは上下にバランスしていると評価できる」としている。物価については、「中長期的な予想物価上昇率の動向などを巡って不確実性は大きく、下振れリスクが大きい」としている。金融政策運営については、いつもの文章で、前回の展望レポートと全く同じである。以上である。

黒田議長

今の執行部の説明に対し、ご質問があればどうぞ。なければ、今から10分程度コーヒーストップを取りたいと思う。10時20分に再開する。

(10時10分中断、10時20分再開)

IV. 金融経済情勢および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。本日は、金融経済情勢と展望レポートの評価、および次回決定会合までの金融政策運営について、1ラウンドで1人7分程度を目途に発言をお願いする。まず、森本委員からお願いする。

森本委員

わが国の景気だが、緩やかに回復基調を続けているとの判断に変更はない。まず、海外経済は、アジアで回復がみられる一方、ロシアやブラジルなどで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あるが、先進国を中心に全体として緩やかに回復している。米国経済は、天候要因やドル高の影響などから、第1四半期は弱めの動きとなったが、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、ドル高による影響や設備投資に力強さを欠く点などには注意が必要だが、一時的な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伸びを高めているほか、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ている。先行きは、デフレーション基調が続いている点に留意が必要だが、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、輸入減少など内需面の減速感がみられるが、総じて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などの構造改革の影響のほか、物価動向にも注意が必要だが、人民銀行が利下げや2度に亘り預金準備率の引き下げを実施するなど、政府は金融面を含めた対策を打ち出しており、7%前後の成長率を目標に、安定成長を目指す強い姿勢を維持している。

この間、国際金融資本市場では、ギリシャ情勢の不透明感等がリスクセンチメントの重石となっており、今後の展開、とりわけギリシャ政府の対応に十分留意する必要がある。また、米国経済の回復ペースやそれが国際金融資本市場に与える影響のほか、原油価格の動向やウクライナ・中東情勢等の地政学的リスク等にも、十分な注意が必要である。

こうしたもとでの、わが国の経済だが、緩やかな回復基調を続けており、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が力強さを欠くなど改善の動きにやや鈍さがみられているが、消費マインドは持ち直しつつあり、3月以降の業界統計には回復の動きがみられるなど、全体として底堅く推移していると判断している。この間、雇用環境は、引き続き改善傾向で推移している。こうしたもとで、雇用者所得も2%台の緩やかな増加を示している。また、今春の賃上げは、これまでのところ昨年を上回る水準で中小企業や非正規労働者にも波及がみられ、先行きも労働需給の引締まりを背景に拡大が期待される。こうした賃上げによる実質賃金の改善は、マインド面のさらなる改善を通じて、個人消費の押し上げに寄与することが期待される。

次に、設備投資は、企業の前向きな投資スタンスが維持されるもと、資本財総供給が堅調に推移するなど、緩やかな増加基調にある。先行きも、機械受注や建築着工床面積が緩やかに回復しており、企業収益が好調に推移する中で、緩やかな増加基調をたどるとみている。この間、輸出は、米国向けを中心に全体として増加している。先行きは、海外経済の回復が見込まれることや円安効果等から、緩やかに増加していくと見込まれるが、中国の景気減速に伴う影響や、企業が海外需要に対してやや警戒感を示し

ている点には留意が必要である。

以上の内外需要のもとでの生産については、資本財の在庫動向等には引き続き注意が必要だが、全体として在庫調整が進捗しつつある中で、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、ヒアリングによる見通しも踏まえ、緩やかに増加していくとみている。

次に、物価であるが、消費税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、足もとは0%まで縮小している。このところの上昇品目比率の増加傾向などにみられるように、円安等を背景とした既往のコスト増を転嫁する動き等がある一方、これから燃調制度による電気・ガス料金の値下がりも影響し始めるなど、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。もっとも、その後は、原油価格が下落する中でも家計や企業の中長期的な予想物価上昇期待は総じて維持されていることや、実質賃金の改善に加え、マクロ的な需給バランスの改善が続くと見込まれること、さらには原油価格がこのところ底入れからやや上昇傾向にあるほか、大幅下落による影響が今年度後半にかけて剥落していくことから、次第にその上昇率を高めていくとみている。

この間、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、企業の資金繰りも中小企業を含めて良好な状態にある。

こうした経済・物価情勢を踏まえた展望レポートだが、基本的に執行部案に違和感はない。2015年度、2016年度の経済・物価見通しについては、1月の中間評価と比べて大きな変更はない。見通しの前提となる原油価格は、ほぼ1月時点の想定に沿った動きにあるほか、為替や金利水準も1月対比で大きな変化はみられない。もっとも、マインド指標の改善はあるものの、このところの個人消費の回復に幾分力強さを欠くことなどを踏まえ、成長率および物価の見通しを僅かながら下方修正している。

経済見通しについては、2015年度から2016年度にかけては、国内需要が堅調に推移し、輸出が緩やかに増加するもとで、潜在成長率を上回る成

長を続けるとみている。また、2017 年度は、昨年の消費税率引き上げ時の駆け込みとその反動、および実質所得の減少の影響が当初想定以上となったことや、資本ストックの蓄積に伴い設備投資の増加ペースが鈍化する蓋然性が高いこと、さらには設備投資の一部にも駆け込みとその反動が見込まれることなどを考慮し、潜在成長率を幾分下回る程度のプラス成長を想定している。

物価見通しについては、こうした経済見通しのもとで、原油価格次第の面はあるが、2015 年度後半から物価安定の目標である 2 %に向けて上昇幅を拡大し、2016 年度前半にかけて 2 %程度の水準に達する可能性が高いとみている。また、2016 年度から 2017 年度にかけては、物価上昇につれて予想物価上昇率が 2 %に向けて収斂していくことが期待されるもとで、プラスの需給ギャップが物価の押し上げ圧力として作用し続けることを想定し、2 %程度で推移する可能性が高いとみている。

なお、経済情勢と物価情勢に関するリスクは下方に若干厚いものの、概ねバランスしていると考えている。リスク要因としては、海外経済の動向や企業、家計の中長期的な成長期待、またマクロ的な需給バランスの動向等が挙げられるが、丁寧に点検を行っていく必要があると考えている。

以上の経済・物価情勢や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。現在の大規模な金融緩和政策を円滑に遂行するうえでは、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ほか、財政健全化に対する信認が確保されていることが重要である。昨年末の Moody's に続くこのたびの Fitch による日本国債の格下げによる影響は、現時点では限定的とみられるが、今後、国際金融規制面の議論にどのような影響が出るかなどにも注意が必要である。政府におかれては、今夏に新たな財政健全化に向けた計画が策定されるが、引き続き財政健全化に向けた不断の努力を期待したいと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

海外経済は、これまでの判断に概ね沿って先進国中心に緩やかに回復しているという執行部の見解と変わらない。

日本経済については、消費税増税後の個人消費の回復にはなお弱さがみられるが、全体としては緩やかな回復基調を続けていると考えている。個人消費については、支出側の統計でみる限り、消費水準指数の前期比が2015年1～3月期にマイナスになっているように、2014年4月の消費税増税の消費に対するマイナスの影響がまだ残っているように思われる。一方、家電販売、全国百貨店売上高、コンビニ売上高などの販売側統計でみると、2014年7～9月期以降、2015年1～3月期まで3期連続で前期比プラスになっている。以上からみて、消費税増税の消費へのマイナスの影響は収束しつつあると考えている。今後は、雇用需給のタイト化や予想物価上昇率を反映した賃金決定などにより、2014年度を上回る所定内賃金とボーナスの上昇およびパート時給の改善などが予想されるため、今後は実質賃金の持続的上昇が見込まれる。2015年度については、原油の大幅安による家計の実質所得の改善も見込まれる。消費税増税後落ち込んだ消費者態度指数も、最近、3か月連続して改善している。以上から、2015年度と2016年度の個人消費は堅調に推移すると予想している。

2015年度と2016年度の設備投資は、量的・質的金融緩和によってもたらされた企業収益の大幅な改善と低い予想実質金利とに支えられるとともに、賃金上昇に対応する生産性向上の必要性が高まるため、今後はしっかりと増加すると予想している。為替円安の定着による製造業の国内生産回帰も設備投資を支える要因だと思う。

輸出は2014年7～9月期から3期連続で改善している。今後は、為替円安定着による輸出増加効果が強まるとともに、海外経済も緩やかに回復し続けると予想されるため、緩やかな増加が続くと予想する。

以上から、2015 年度と 2016 年度の実質経済成長率の見通しは、私自身の 1 月中間評価と変わりはない。

一方、2017 年度については、2017 年 4 月に 2 %の消費税増税が予定されているため、消費の反動減と増税による実質所得の減少効果とにより、消費に対して下押し圧力が働く。その下押し圧力は-0.8%程度と推測されるが、2014 年度の消費税増税のマイナスの効果が想定を上回り、かつ長引いたことを考慮すると、下振れリスクに注意する必要があると考えている。2017 年度は、設備投資の増加ペースも資本ストックの蓄積に伴って低下するとみられる。従って、2017 年度の実質成長率については潜在成長率を幾分下回る程度に減速すると思われるが、下振れリスクには注意が必要である。

次に、物価情勢である。2 %の物価安定の目標を安定的に実現するうえでは、物価の基調判断が重要である。物価の基調を規定する要因は、次の 3 つであると考えている。第 1 は、需給ギャップが縮小傾向にあるかどうか、第 2 は、中長期的な予想物価上昇率が 2 %に向けて上昇する傾向を示しているかどうか、第 3 は、価格や賃金が将来の物価上昇を予想して決定される傾向を示しているかどうか、である。

以上の 3 つの要因を踏まえ、今後の消費者物価の動向を考えると、消費者物価の前年比は、原油価格下落の影響がラグを持って効いてくるため、2015 年度半ば頃まで 0 %程度で推移するとみられる。しかし、その後は、雇用需給のタイト化が続くもとで、実質賃金が増加するとともに、消費税増税の実質所得低下効果は減衰していく。その一方で、原油価格下落の実質所得増加効果が現れてくるため、消費は回復軌道に復帰すると考えている。その結果、物価の基調を規定する第 1 の要因である需給ギャップのマイナス幅が縮小し、2016 年度にかけてプラスに転換すると予想され、賃金と物価に対するさらなる上昇圧力が高まってくると考えている。さらに、物価の基調を規定する第 2 の要因である中長期的な予想物価上昇率も、足もとの消費税増税の影響を除いた消費者物価前年比の低下や原油価格の大幅下落にもかかわらず、全体として上昇しているとみられる。物価の基

調を規定する第3の要因である賃金の動向をみると、2年連続のベアの実施やパート時給の持続的上昇に示されているように、予想されるインフレを反映して決定されるようになってきた。企業のビジネスモデルも人件費を中心とするコスト削減による低価格設定という、いわばデフレ型ビジネスから、価格引き下げに頼らずに顧客の満足度を高める新商品・新サービスの開発といったイノベーティブなビジネスモデルに転換しつつあるように思われる。実際にそうしたビジネスモデルへの転換に成功した企業の収益が高まっている。先行きも、量的・質的金融緩和の物価引き上げの累積効果が高まるため、予想物価上昇率は上昇傾向をたどると考えている。

以上から、原油価格下落の物価下押し効果が剥落するにつれて、実際の消費者物価前年比のプラス幅も拡大していく。実際の消費者物価前年比の上昇も予想物価上昇率引き上げの要因になる。原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇するとの前提に立つと、消費者物価前年比は、エネルギー価格の下落要因がほぼ消滅すると予想される2016年度前半頃には2%程度に達し、その後は、平均的にみて2%程度で推移すると見込まれる。ただし、原油価格の動向によっては、2%達成時期は前後すると考えている。

以上のメインシナリオに対するリスクとしては、海外要因としては、いつもどおりではあるが、米国経済の回復ペース、欧州における債務問題やECBの量的緩和の効果がどれだけの大きさを持つのか、中国を含めた新興国経済の金融政策や財政政策がどうなるのか、構造改革は成果を挙げるかどうか、資源価格下落がどのような影響をもたらすか、さらに地政学的リスクなどが挙げられる。

他方、国内要因としてのリスクは、需給バランスや予想物価上昇率に対する物価感応度に関する不確実性が1つある。また、2017年度に予定されている消費税増税の実体経済と物価に対する下押し圧力も挙げられる。その下押し圧力の程度は、2017年度までにどれだけ実質賃金が上昇しているかに依存すると考えている。

以上から、現在のところは、2%の物価安定の目標の実現に向けた物価

の基調には変化がなく、今後も量的・質的金融緩和の拡大を維持することによって、物価の基調をより確実なものにすることができると考えているので、金融政策は現状維持で良いと考えている。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

はじめに、内外経済・物価情勢について、ポイントを絞って述べたい。わが国経済は、企業、家計の両部門において、所得から支出への前向きな循環が働いており、緩やかな回復基調が続けていると思う。今回の展望レポートの見通しのポイントは、こうした好循環が続き、賃金や収益の上昇を伴いながら物価上昇率が高まっていくメカニズムが働くかどうかという点だと思う。

まず、輸出については、昨年7～9月以降、3四半期連続でプラスとなるなど、米国向けを中心に持ち直していると思う。先行きも、海外経済が、全体として次第に成長率を高めていくに伴い、為替円安による採算改善にも支えられて、緩やかに増加していくだろうとみている。世界的な投資活動の持ち直しも、わが国が比較優位を持つ資本財輸出の増加を通じて、輸出全体を後押しするとみている。

次に、企業部門だが、今年度も企業収益は過去最高水準となる見通しであり、設備投資計画も今のところはしっかりしているとみている。緩やかな金融環境や為替円安による国内投資の相対的な収益性向上といった支援材料も揃っているので、設備投資は緩やかな増加基調をたどるはずだと考えている。

家計部門では、労働需給のタイト感が強まるもとで、今春闘でも多くの企業でベアを含む賃上げが実現する見通しにあり、その動きは中小企業にも広がりつつある。エネルギー価格の下落も重なって、先行きは、QQE導入後初めてということになると思うが、実質賃金の持続的な増加が期待

できる。これが、消費者マインドの改善を通じて、消費活動を後押ししていくと考えている。年初にかけて弱めだった個人消費については、先程前田調査統計局長の説明にもあったように、3月の一部の指標、つまり家電販売、スーパーやコンビニ売上は堅調になっており、消費税率引き上げの影響も収束しつつあると思う。こうした動きも踏まえると、先行きの家計支出は、所得が着実に増加するもとで、底堅く推移していく可能性が高いと思っている。

以上を踏まえると、先行きのわが国経済の中心的なシナリオは、企業、家計の両部門で所得から支出への前向きの循環が働き続けるもとで、2015年度から2016年度にかけて、潜在成長率を上回る成長を続けるとみている。その後、2017年度にかけては、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動の影響を受けるとともに、資本ストック蓄積に伴う景気の循環的な動きもあって、2017年度は、潜在成長率を幾分下回る成長に減速はするが、プラス成長は維持すると考えている。

次に、物価情勢だが、消費者物価の前年比は、当面、エネルギー価格下落の影響から0%程度で推移する可能性が高い。この場合の論点は2つある。第1に、今年度後半以降、原油価格下落の影響が弱まるにつれて、CPIが果して2%に向けて上昇していくかという点、第2に、上昇していくとしても2%の達成時期がいつ頃になるのか、といった2点である。

第1の2%に向けて物価が上昇するかどうかに対してのポイントは、実際のCPIが一時的要因で押し下げられている間にも、物価の基調が高まっていくことであると思う。この点、物価の基調を規定する需給ギャップと予想物価上昇率をみると、需給ギャップは、2016年度にかけて潜在成長率を上回る成長を続けるもとでプラスに転じ、その後もプラス幅が拡大していくので、物価に押し上げ圧力として働き続けるとみている。また、予想物価上昇率は、やや長い目でみれば全体として上昇している。この点に関し、今春の賃金改定交渉では、多くの企業で昨年を上回るベアを含む賃上げに踏み切る見通しにあることや、企業の価格設定行動面でも、付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きがみられるようになってい

る。このことは、継続的な物価上昇を前提とした企業行動の変化という点で、デフレインドが払拭されつつある証左だとみている。この先も、良好な企業収益や労働需給の引締まりなどを背景に、賃金の上昇を伴いながら緩やかに物価上昇率が高まっていくメカニズムが作用していくと考えている。このように、需給ギャップと予想物価上昇率の両面から、物価の基調は着実に高まっていくと考えられるので、今後、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、C P I の前年比は2%に向けて伸び率が高まっていく可能性が高いと思う。

次に、物価が2%程度に達する時期、タイミングについては、この間のC P I などの動きを踏まえると、2016 年度前半頃になるとみている。これは、「2015 年度を中心とする期間」としていた従来のタイミングからは約1 四半期程度後ずれすることになる。その背景としては、個人消費の一部で改善の動きが鈍く、需給ギャップの改善が遅れていることが主因と考えているが、先程述べたように、物価の基調が高まっていくとみられるので、物価が徐々に上がっていくという先行きの展望に変更を要するようなものではないと思う。なお、リスクバランスについては、経済、物価とも概ね上下にバランスしていると考えている。

以上を踏まえると、展望レポートの表現は、執行部案のとおりで良いと思っている。

次に、当面の金融政策運営だが、前回の決定会合で述べたとおり、Q Q E は所期の効果を発揮していると思う。従って、2%の物価安定の目標の実現を目指し、今後も現在の政策を着実に進めていくことが重要である。そのうえで、「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」、必要となれば躊躇なく調整を行うという従来の政策スタンスを維持すべきである」と考える。なお、2%の達成時期はやや後ずれしたが、「物価安定の目標」を安定的に実現するうえで重要なのは、物価の基調である。その物価の基調は、着実に改善していることから、現時点で政策を調整する必

要はないと考えている。

「2年程度の期間を念頭に、できるだけ早期に」という従来のコミットメントについては、人々のデフレイマインド転換に向けたモメンタムを維持していくための重要な装置としての役割を果たしてきたと考えている。今回、2%の達成時期を、QQE導入から3年以上が経過する「2016年度前半頃」としたことで、「2年程度」を残すことに意味があるか」という論点はあるが、モメンタムを維持していくうえでは、「できるだけ早期に」だけでは不十分だと思う。たとえ、実現時期が遅れるとしても、その遅れは極力短くすべきであり、そうした政策意図をはっきり伝えていくためには、2年程度というベンチマークが必要だと思っている。従って、このコミットメントに修正を加えることは適切ではないと考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

経済・物価の中期見通しを示すに当たり、以下では、原油価格の見通しは見通し期間の終盤にかけて70ドル台に上昇、および為替相場の見通しについては現状程度を維持との前提のもとで、私の見通しについてご説明する。

まず、経済成長率の見通しについて全体像を示すと、本年1月中間評価時点と比べて部分的に下方修正をしたが、2015年度、2016年度の成長率は、引き続き潜在成長率を大きく上回り、需給ギャップの改善が進むとみている。しかし、2017年度は、消費税率引き上げや設備投資拡大局面の一巡もあって成長率は大きく低下し、潜在成長率を下回る難しい局面になるとみている。2014年度の経済成長率については、比較的大きく0.5%ポイント程度下方修正した。これは、昨年10～12月期の成長率が予想対比低かったこと、および本年入り後も個人消費と住宅投資の回復がもたつい

ている実績値を反映している。特に、個人消費について、家計マインドを示す消費者態度指数が昨年 12 月から改善を続けているにもかかわらず、まだ回復力が強まっていないことを注視している。ここには、消費者態度指数の構成項目である「暮らし向き」と「収入の増え方」の改善幅が小さいため、まだ駆け込み前の水準に戻っていないことが影響しているようである。すなわち、実質所得の下落が続いているうえに、ガソリン価格が下落しても公共料金の上昇や円安による食料品価格等の値上げによって減殺されていることから、家計が認識する足もとの物価観はむしろ高まっており、購買力の低下が意識されているようである。消費回復の弱さは、天候要因や家計調査のサンプル要因といった影響よりも、消費税率引き上げが大きく影響したことは明らかである。因みに、消費税率引き上げが 2014 年度の経済成長へ及ぼす影響についての日本銀行の試算値は、当初の－0.7%ポイント程度から昨年 10 月時点には－0.9%ポイント程度、本年 1 月時点は－1 %ポイント程度、そして今回は－1.2%ポイント程度へとマイナス幅の拡大修正が繰り返されてきており、雇用・所得環境の改善ペースが下振れるリスクとその顕在化に対する認識がラグを伴って反映されてきたと言える。

この点については、私は、Q QE 導入直後の 2013 年 4 月末の会合において、景気の下振れ要因として消費税率引き上げの影響を筆頭に挙げ、1997 年度の引き上げ時と比べて家計の実質所得の減少によって想定以上に景気の下振れるリスクを指摘した。その理由として、2014 年度の消費税率引き上げ分を含むインフレ率の見通しは、私の当時の慎重な見通しでも 3 %程度であった一方で、当時、家計の間では、Q QE による 2 %のインフレ率という言葉がメディアを通じて浸透しているだけで、消費税率による押し上げ分があまり認識されてなかったため、消費税率引き上げ後に、家計に物価ショックをもたらし、内需の減退が長期化するリスクを主張した。また、そのリスクは 1997 年度の消費税率引き上げ時よりも大きくなると予想し、その根拠として、消費税率引き上げ前の賃金上昇率等が今回の方が格段に低いと見込まれるため、消費税率引き上げ分を含むインフレ

率上昇による実質所得の減少と国民の負担感はより重くなる惧れがあるとのリスクを指摘した。そうしたリスク認識を踏まえて、当時の展望レポートの基本的見解が適切なリスク評価をしていないと判断して修正案を提案した。また、昨年1月から4月にかけては対外公表文のリスク評価の記述が、こうしたリスク要因に全く触れられていないことから、その認識不足を理由に反対票を投じてきた。結果として、そのリスクが顕在化しその影響が今日まで長期化している訳だから、次回の消費税率引き上げ時にはこうした経緯を踏まえて、より客観的な分析をもとに評価をしていくべきだと思う。

なお、2015年度と2016年度については、金融緩和的な環境、実質GDPのゲタ、政府の経済対策に加えて、消費税率先送りと原油価格の下落による実質所得の改善によって、成長率は+1%台後半と比較的高くなるとうみている。詳細はこれまで説明してきており省略するが、本日は2点指摘する。第1に、賃金上昇ペースについての私の見通しは、中心的な見通しと比べてやや慎重だと思う。その理由は、2014年度の国内の企業収益は、GDPの営業余剰の見通しから減少が見込まれる中で、ユニット・レーバ・コストが大きく上昇しているため、内需型企業の負担感が既に重くなっている可能性があるうえに、非製造業の労働生産性は現在までほとんど改善しておらず、今後も緩やかに改善していくと想定しているからである。第2に、その場合、2回目の消費増税が実施される2017年度までに、家計の恒常所得の上昇期待が十分高まっていないと、消費の回復力に大きく期待はできないと考えているからである。

経済見通しのリスク要因については、2016年度までは世界経済と金融資本市場の動向から上下バランスしていると引き続き判断しているが、2017年度についてはやや下方に傾いていると判断している。

次に、物価見通しについて申し上げる。最初に全体像を示すと、本年1月時点ではコアCPI伸び率は、2016年度に2%程度に近づくと判断していたが、今回は、2016年度末に2%程度に近づき、2017年度は2%を幾分下回る水準で推移するとの見通しに下方修正した。2015年度のコア

CPI 伸び率については、年度前半は0%近傍で推移し、後半から原油価格の下落の反動、円安のラグ効果、需給ギャップの改善から、徐々に上昇に転じていくとみている。しかし、足もとの需給ギャップの改善がかなり緩やかなこと、さらに本年3月の日銀短観では、非製造業企業を中心に仕入価格の下落に対して販売価格の上昇を多少抑制する動きも確認され、自社販売価格の引き上げは緩やかになる可能性が高いと判断し、年度全体では1%弱から0%台半ばへと下方修正している。2016年度についても、1%台半ば程度へと幾分下方修正している。私の見方が、中心的な見通しよりも常に慎重なのは、企業の価格転嫁力や中長期の予想物価上昇率が一段と上昇していき、企業の自社販売価格の上昇に大きく影響を及ぼすようになるには、それなりに時間がかかるとみているからである。

物価見通しのリスク要因は、下方に傾いていると判断している。特に、実際の物価上昇率と2%物価安定目標の乖離が長期化することで物価安定目標の達成が難しいとの見方が広まると、中長期の予想物価上昇率が一段と上昇しにくくなるリスクがある。この場合、インフレ期待の形成においてフォワードルッキングのウエイトが低下して、バックワードルッキングのウエイトが一段と大きくなり、中長期の予想物価上昇率を2%程度へ向けてアンカーさせるのがより難しくなる可能性がある。こうした中、中長期の予想物価上昇率が、2%目標近傍で安定的にアンカーしたかどうかの判断は、消費税率の引き上げの直接的・間接的な影響を除いて行う必要があることから、それが可能となる時点まで、ある程度の金融緩和的な環境を維持していくことが必要になると考えている。なお、金融緩和の内容については、当面は現状の買入額の維持で良いとみているが、今後、仮に、持続性の観点から懸念が生じるような場合には、買入対象資産の変更や必要に応じて枠組みの見直し等も検討すべきと考えている。

最後に、2年前の2013年4月末の会合において、私は、国民に対して想定外の価格ショックが生じないように、日本銀行自らが消費税率引き上げの影響を含めた物価の見通しについてより効果的に国民とのコミュニケーションを取っていく必要があると指摘した。その後も、政策委員会を

含めて、折に触れて、2%の物価安定目標の意味や物価上昇を目指す背景について国民に理解をもっと深めてもらうよう広報を工夫すべきとの主張を続けてきた。昨年日本銀行の中期経営計画では、2%目標を掲げてコミュニケーション強化を新たに打ち出したが、それから1年経った現在においてもこの点についての日本銀行の対応は十分とは言えない。2017年度に消費税率の引き上げを控えていることもあり、物価安定目標の達成を本当に望んでいるのであれば、国民の目線に立って理解を一段と促進するような広報の改善を是非とも検討すべきだと思う。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、足もとの海外経済であるが、欧州経済は明るさを増しつつある一方で、米国については、第1四半期の成長率は低位にとどまり、予想を下回る伸びとなった。米国の成長率については、個人消費が支える限り大きく落ち込むことはないとみているが、ドル高の影響やエネルギー部門における設備投資や雇用の状況に留意しつつ、4～6月に再びしっかりとした成長ペースに復していくか、確認していきたいと考えている。

中国については、第1四半期の実質GDP成長率は7%へ若干の減速となった。一方、GDPデフレーターは2009年以来のマイナスに転じており、名目ベースでは昨年第4四半期の7.7%から5.8%へ大きく低下している。デフレ圧力が高まっており、地方政府や企業の過剰債務問題がより厳しくなることが懸念される。人民銀行は、通常よりも大きめの預金準備率の引き下げを行い、デフレリスクへの警戒姿勢を示しているが、「新常态」へのソフトランディングに向けたハードルは決して低くはないと思われる。

こうした米・中両国の足もとの動向を踏まえると、世界経済の成長ペースが想定より緩やかとなるリスクも、これまで以上に意識しておく必要が

あるとみている。

次に、足もとのわが国の景気であるが、前回会合以降に公表された経済指標は限られており、「緩やかな回復」という判断に変わりはない。個人消費については、消費者態度指数や各種DIなどマインド指標は改善が続けているが、販売統計は依然として弱さがみられる。

輸出については、1～3月の前期比が小幅ながらもプラスで着地し、持ち直し傾向が続いているが、中国向けのパラダイムがやや弱まってきているほか、資源国向けの設備輸出に鈍さがみられるなど、気になる変化もみられる。先行きの輸出増加のシナリオには、資本財の寄与が想定されているだけに、原油安に伴うエネルギー関連の資本投資支出の調整圧力、あるいは世界経済の成長ペースに対する見方の変化については、注意深くみていく必要があると考えている。

このほか、物価については、消費者物価に関する新たな情報は出でず、国際商品市況の動きにも大きな変化はないことから、当面0%程度で推移するとの見方に変わりはない。

次に、展望レポートであるが、基本的見解において、成長率は2015年度、2016年度は潜在成長率を上回る成長となる一方、2017年度は駆け込み需要の反動や景気の循環的な動きを反映して潜在成長率を幾分下回るとすること、消費者物価の前年比については、原油価格の動向次第という留保条件を付しつつ、2%程度に達する時期を2016年度前半頃とすることで結構である。

景気については、2015年度は、足もとの個人消費の改善の弱さなどを踏まえ、1月中間評価の時点よりも幾分慎重にみているが、基本的には緩やかな回復基調を続けるとみている。なお、今回から見通し期間に入る2017年度については、プラス成長の維持を基本シナリオとしているが、2回目の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減や、年金受給者をはじめとする実質所得の減少による景気下押し圧力、あるいは米国の景気循環、金融政策正常化サイクルとの関係などから、不確実性はかなり高いとみている。

物価については、足もとまでの実績下振れを踏まえ、1月中間見通し対比で僅かに弱めにみているが、2016年度にかけて、需給ギャップの改善や原油価格をはじめとする国際商品市況の下押し圧力の減衰などにより、上昇ペースを加速させていくとの見方に変わりはない。ただし、全体の15%強のウエイトを占める帰属家賃については、貸家市場における需給バランスなどを勘案すると楽観的なシナリオを描くことは難しく、1月中間見通し時と同様、見通し期間を通じて全体の下押しに効いてくるとみている。2%程度に達する時期を2016年度前半頃とすることについても、私自身としては帰属家賃を除いたベースでみた場合を想定しているところである。もっとも、帰属家賃を除かないベースでも、「程度」という範囲内に収まるものとみている。

最後に、金融政策運営であるが、金融市場調節方針、資産買入れとも、現在の方針を継続することで結構である。原油安に伴う短期的な下押し圧力はあっても、より長期的な視点から物価の安定的な上昇メカニズムが維持されていると判断される限り、金融政策の調整を行う必要はないとの考えに変わりはない。エネルギーを除いた物価、すなわち基調的な物価の動きが上昇傾向をたどり、夏場以降、エネルギー価格の下押し要因の剥落とともに、シナリオどおり2%に向けて上昇していく蓋然性を市場が認識してくれば、マーケットが大きく振れる局面も出てくると思われる。今後の金融政策運営に当たっては、これから月々の物価指標が基調的に上昇していくことを確認しつつ、出口に向けた市場参加者の期待形成を円滑に行うために、適切かつ効果的なコミュニケーション戦略を策定、実施していくことが必要になってくると考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

内外経済の現状について、1～3月期の世界経済は米国と中国をはじめ

とする新興国が減速の一方、欧州が持ち直したが、全体として幾分減速し、日本経済に相応の影響を及ぼした。1～3月期の日本経済は、輸出・生産が持ち直したとはいえ勢いを欠くうえに、消費の足取りも鈍く、潜在成長率を辛うじて上回るかどうかの低空飛行であったとみられる。また、足もと4～6月期の生産は中国の景気減速等を受け鉄鋼など素材関連業種が在庫調整局面入りし、また自動車生産も勢いを欠くことから、横ばい圏内で推移の見通しである。このように、内外経済の現状は、エネルギー価格の大幅な低下のもとでも1月の中間評価時との対比でやや下振れて推移したとみられ、今回展望レポートにおける私自身の経済見通しも2014年度、2015年度をテクニカルに下方修正した。

もっとも、内外経済の先行きについては、エネルギー価格下落の好影響が顕在化する中で、足もとのソフトデータの改善がハードデータに次第に反映され、緩やかに成長率を高めていくとみられる。このうち、米国は天候要因や港湾ストの影響一巡に加え、4～6月期以降はガソリン価格低下の好影響も見込まれ、消費中心に持ち直しに転じるとみられる。また、中国も、7%前後の成長目標の下振れ懸念が強まれば、小刻みな景気対策発動が見込まれる。世界経済の成長ペースの持ち直しにつれ、日本経済の回復の足取りもより確かなものとなることが期待される。

国内経済について、雇用・所得環境に目を転じると、雇用情勢が逼迫の度合いを強める中、賃金は先の毎勤統計で伸び率が下方改定されたとはいえ、緩やかな増勢を維持している。今般の2年連続のベア実現の見通しを受け、先行きは賃金の増加テンポが幾分早まることが見込まれ、足もと勢いを欠く個人消費も、消費税率引き上げによる実質所得減少の影響を徐々にこなし、緩やかに水準を切り上げていくことが期待される。

リスク要因は、海外経済については、米国で年内にも見込まれる利上げとその国際金融資本市場への影響、および欧州債務問題の展開である。とりわけ、後者は差し迫ったリスク要因で、その周縁国への影響の波及の有無などを注視している。

国内経済については、先行きマクロスライド実施で実質的に支給水準切

下げの可能性がある年金受給者の消費動向を、やや長めの見通しを考える際のリスク要因の1つと考えている。先行き消費が緩やかな増加に転じるためには、約4,000万人の年金受給者の実質的な給付切下げの影響を相殺する約6,000万人の就業者の実質賃金の相応の持続的な回復が必要だが、そのハードルは決して低くないであろう。私自身の物価の見通しは、後述するように展望レポート案にある政策委員見通しの中央値を下回るが、それでもマクロスライドが相応に実施されれば、年金受給者の実質所得減少の影響は成長率見通しに有意に影響を及ぼすと考えられる。消費税率引き上げの予定される2017年度の成長率は、私自身は小幅プラス成長を見込んだが、2014年度と同様、天候要因等の僅かなショックで容易にマイナスに転化し得るとみている。仮に、物価が私の見通しを上回り、政策委員見通しの中央値程度となる場合は、なおさらそのリスクがある。なお、消費者物価の見通しについては、原油価格の前提を前回並みとしても、足もとおよび目先の物価動向からみて、前回1月中間評価時の2015年度の政策委員見通しの中央値である1%の達成は困難とみており、私自身の物価見通しも2015年度を下方修正し、2016年度も下方修正の影響が幾分残るかたちとした。

展望レポートの基本的見解の執行部案について、内外経済・物価回復のメカニズムやリスク要因の記述については、これで概ね結構である。とりわけ、物価のリスク要因について、消費者の物価上昇に対する抵抗感が強い場合や企業の賃上げに対する姿勢が慎重な場合に、価格転嫁や賃上げがスムーズに進まないリスクに率直に触れた点は的を射ていると思う。実際、量的・質的金融緩和実施後の2年間、とりわけ消費税率引き上げ後の過去1年間の個人消費の足取りを振り返ると、単に物価だけが上がることに付いての家計の拒否反応は、やはり強かったとみざるを得ない。また、主要なメディアの論調も、今や物価安定目標の性急な達成には総じて否定的である。

見通し期間中の物価についての記述は、私自身の物価安定の目標についての考え方、および見通し計数と相容れないので、後に修文案を議案とし

て提出したい。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針等については現状維持で結構である。そのうえで、先行きの政策運営方針については、執行部案に示される中心的な経済・物価見通しが実現する蓋然性が高まる、すなわち見通せると判断されれば、見通し期間中のいずれかのタイミングで量的・質的金融緩和の段階的縮小に向けた議論を開始し、外部への情報発信を検討する必要があると考える。理由は、前回会合でも申し述べたが、改めて以下の3点である。

すなわち、第1に、量的・質的金融緩和は大規模な資産買入れで人々の予想形成に訴える一種のショック療法であり、私自身、元々あまり長く続けることを想定していないこと、第2に、量的・質的金融緩和は財政ファイナンスではなく金融政策目的で行っているという本行の説明が説得力を持つためには、政府の財政健全化努力が重要だが、この政策を長く続けると、先々極端な低金利状態が中期的な財政計画等にビルトインされるリスクがあること、第3に、大規模な国債買入れについては、金利水準の極端な低下が最終投資家の国債への再投資のインセンティブを削ぐ一方で、最終投資家の本行への売却意欲にも影響するため、結果的に本行の買入オペの未達から意図せざる tapering となる可能性は、現状規模の買入れを続ける中では先行き相応に高まると予想されることである。

もっとも、足もとは、消費者物価の前年比上昇率が消費税率引き上げの影響を除くベースで0%程度となる中、私自身は可能性は低いとみているが、執行部案に示されるようなエネルギー価格下落による物価下落が人々の中長期的な予想物価上昇率にバックワードルッキングに影響するリスクがあること、また約2年前に米国でみられたように、量的・質的金融緩和の縮小についての情報発信が金融環境の変化を招き、緩和効果を削ぐ可能性があることを勘案すれば、現時点ではそうした情報発信には慎重な検討を要するであろう。私としては、幾分長い目でみて、この政策を如何にソフトランディングさせるかについて、今後検討のエネルギーを割く方向感となれば良いと思う。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

私は前回の見通しがないので、今回の自分の見通しの考え方について説明する。執行部の見方に概ね賛同するが、日本経済に重点を置いて、多少異なる見方に重点を置いて述べたい。

まず、実質GDPについて、当面、雇用者報酬と消費との連関が危ぶまれるので、その面から、消費をやや弱めにみる必要があると思う。勿論、4月以降、消費税増税の影響が一巡し、名目賃金は増加、原油価格下落の所得効果が順調に現れてくるという上振れの可能性もある。2015年度後半以降、所得と支出の連関が確実になり、実体経済の動きはしっかりしたものになるだろう。設備投資については、企業においても、所得と支出、すなわち企業利益と投資の連関が弱いものとなっている。企業の利益は今までで1番高いが、設備投資はそれに見合ったものになっていない。この理由として、原油安や円安による企業収益の増加が一時的なものとみなされ、なかなか投資の増加に結びつきにくいということがあると思う。一方、執行部の見方で強調されている資本ストックの蓄積に伴う投資減退の動きは、それほど強いものではないと思う。2015年度後半には、原油安、円安による企業収益の増加が安定的と認識されるようになり、2016年度も設備投資は減退しないと考えている。2017年度については、消費税増税の駆け込み需要の反動、増税それ自体の景気押し下げ効果が働いて成長率を大きく低下させるとみている。

消費税増税のなされた2014年度の経験から考えると、これがかなり大きいと予測するのが普通だが、今回は、2017年度の再増税以前に、安定的な成長軌道に乗っていること、プラスの成長率が2015年度、2016年度と2年間続くことを前提としている——そうなるかどうかは分からないが——ので、そうなれば、2014年度の消費税増税ほど大きなマイナスの

ショックにはならないのではないかと。また、消費税増税の影響を弱める政策が採られることもある程度期待できる。従って、前回の消費税増税の影響を十分考慮した下押し圧力があると予想すべきだと思うが、次回は前回よりも少し弱い下押し圧力になると考えている。

消費者物価は、需給ギャップの改善が目先やや緩やかとなることから、2015 年度はやや慎重にみている。ただし、2016 年度後半にかけて 2 %程度に達すると考えている。これは、予想物価上昇率が確実にプラスになることを通じて需給ギャップと物価との関係が上方にシフトすることが考えられるからである。しかし、2017 年度には消費者物価上昇率が 2 %を割ると考えている。というのは、消費税増税それ自体の需要押し下げ効果が大きいからである。消費税増税の物価に与える影響は、税率の上昇分を単純に引くと捉えるだけではなく、需要が減って物価を下押しする圧力があると考え必要がある。

次に、リスクについて申し上げる。実体経済面のリスクは、目先、内需は上振れ——慎重にみている個人消費、設備投資で上振れする可能性がある——、外需は下振れ——新興国経済の下振れがあり得る——、ただし、J カーブ効果の輸出拡大が今後さらに順調に現れると上振れの可能性もある。以上から、ほぼ上下にバランスするとみている。2016 年度、2017 年度にかけて、資本ストック調整があるとすれば下振れのリスクがある。物価面のリスクは、インフレ予想の改善がやや後ずれするリスクがあり、下方に厚めとみている。以上の私の見方は、展望レポート案の上下のリスクシナリオに含まれているので、この案に賛成する。

金融政策運営については、既に述べたように、所得と支出の連関、過去の消費税増税の影響、インフレ予想の変化、原油価格下落の影響の剥落などについて、上下のリスクが考えられるが、それらの下方リスクの発現が認識できる時点まで、現状の金融政策を続けることに賛同する。ただし、下方リスクが認識できれば、遅滞なく追加緩和をするべきである。

最後に、予測数値の発表形式について議論したい。現在、各期の指数を年度で平均したものの前年度比を示しているが、私は、消費者物価につい

ては、各四半期の対前年同期比の予測を示すべきではないかと思う。黒田総裁が、2016年度の早期には2%目標が達成できるとおっしゃっているのは、2016年の例えば6月の対前年同期比が2%弱以上になるという意味であると多くの人が考えていると思う。これと現在の予測数値の示し方とはかなり離れている。つまり、年度の前年比をみてもよく分からないのではないか。政府経済見通しでも年度の前年度比だけを発表しているので、日銀だけを変える必要はないというご意見もあるだろうが、物価目標との関係での分かりやすさを考えれば、四半期の対前年同期比の予測を示すべきではないか。勿論、GDPについてはその必要はない。このことについて、皆様の意見をお伺いしたい。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済については、原油価格下落による景気浮揚効果は今のところ総じて期待外れで、米国、中国を中心に景気の下方リスクが徐々に強まっているとみている。

米国では、第1四半期の実質GDP成長率が予想外に下振れてほぼゼロ成長となったが、これは天候や港湾ストなどの一時的な要因だけでなく、海外景気の下振れやドル高などの影響にもよるため、第2四半期の成長率が反動で相応に高めに振れ、戻るかどうかは不確実である。また、良好な諸環境にもかかわらず、個人消費が冴えない背景が明らかでないことも、先行きの見通しの不確実性を高めている。仮に、成長ペースの鈍化傾向が、この先より明らかになる一方、既往の労働需給逼迫を背景に賃金・物価の上昇圧力が高まれば、金融政策のかじ取りが一層難しくなり、世界の金融市場が不安定性を強めるきっかけになる可能性がある。

中国では、第1四半期のGDPデフレーターが2009年以来の前年比下落となったが、このことは、経済が潜在成長率の低下に見合った安定した

成長率低下のトレンドから外れつつあることを示唆しているようにみえる。

ユーロ圏では、ギリシャのデフォルトやユーロ圏離脱のリスクが熾り続けているが、もしそれが顕現化すれば、他の周縁国の国債格下げなども誘発して広範に影響が及ぶ可能性がある。現時点で金融市場はそうしたリスクを十分に織り込んでいないようにみえるが、その背景として、ECBの金融緩和効果への過度な期待や、資産買入れの影響で国債市場の指標性が低下している可能性も考えられる。

国内経済は緩やかに回復を続けているが、良好な雇用環境のもとでも、個人消費はなお勢いを欠いている。その背景には、やや長い目でみて賃金が物価の上昇に追いつかないとの懸念があるように思う。また、鉱工業生産は、自動車の生産調整やそれが鉄鋼など関連業種に与える影響などから、年央にかけて一時的に踊り場を迎える可能性が強まっている。こうした点も考慮して、今回の展望レポートでは、2015年度の成長率および物価上昇率の私自身の見通しを僅かに下方修正した。なお、予測期間を通じて、私自身の成長率および物価上昇率見通しは、政策委員の見通しの中央値を引き続き大きく下回っている。

こうした私の見通しには、現在の経済・物価は実力に見合って安定した状態を既に達成しており、先行きもそれが継続して息の長い景気回復が実現されるとの見方が反映されている。本行試算によると、需給ギャップはほぼ中立的な水準が1年程度維持されている。試算の誤差を考慮しても、短観加重平均DIが1990年代初頭の水準に達している点なども踏まえると、極端な過大推計にはなっていないと考えている。生産資源の稼働状態が中立的な水準にある中、成長の強い牽引役がない限り、消費増税の影響を除いてみれば、今後の成長率は予測期間を通じて潜在成長率にほぼ見合ったペースが続くとの想定が妥当であると思う。なお、潜在成長率も、今後緩やかに高まっていくとみてはいるが、足もとで設備投資がなお勢いを欠き資本ストックの蓄積が遅れる中で、予測期間中の上昇幅は限定的と考えている。

次に、こうした見通しを踏まえ、金融政策運営方針について申し上げる。資産買入に伴う実質金利低下を中心に生じる景気刺激効果は、過去2年間の累積で見れば相当規模に達していると考えているが、限界的な追加効果は明らかに逓減していると考えている。逆に、自身の予測に反して今後相応に追加的な政策効果が生じる場合には、労働需給を一段と逼迫させ、長い目で見て経済を不安定化させる。これまでに需給ギャップは既に解消し、これを映して実際の物価上昇率もプラス基調が定着し、企業や家計の中長期の予想物価上昇率との従来の乖離も相応に埋まるなど、金融緩和は期待された成果を挙げている。こうした現状のもと、経済政策全体の中で金融政策が今後担うべき役割は、良好な金融環境の維持を通じて、生産性上昇率や潜在成長率が2%の物価上昇率と整合的になる水準まで高まるよう、政府や企業の取組みを側面から粘り強く支えていくことに重点を移していくことにあると考える。そのためには、金融市場の大きな混乱に将来繋がり得るような金融緩和の副作用を軽減して先行きのリスクや不確実性の低下に努め、景気が現在の経済の実力に見合ったペースで緩やかながらも息の長い回復を続けていけるような政策運営を行うことが重要である。前回の会合で自身が提案した金融市場調節方針および資産買入方針の修正は、こうした政策運営姿勢と整合的であり、中長期と位置付けることを提案している2%の物価安定目標の実現のためにも、回り道のようにみえて実はこの方が近道であると、私としては考えている。こうした考えのもと、金融市場調節方針、資産買入方針については、前回会合で新たに示したものと同様の提案をしたいと考えている。

政策との関連で、展望レポートの消費者物価の前年比が2%程度に達する時期は「2016年度前半頃になる」との表現についても、一言申し上げる。この表現は、政策委員の物価見通しの中心的傾向を客観的に記述しているものではあるが、一般には物価安定目標の達成時期に関するコミットメントと受け止められており、本行もそれを事実上容認してきたように思う。しかし、こうした不正確な認識は、展望レポートでの物価見通しの修正が政策変更に直結するとの市場の観測を煽るほか、本行が物価指数の誘

導を目指しているとの誤解にも繋がり得ると思う。物価安定目標はフォーキャストターゲティングであり、展望レポートの物価見通しとは明確に区別すべきものであるとの情報発信をすることが重要だと考えている。

最後に、展望レポートの基本的見解については、従来同様、先行きの物価上昇率の見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、修正案を後程提出したいと考えている。第1の先行きの物価見通しについては、2%程度に達する時期は「2016年度前半頃になる」との表現を、「当面0%程度で推移するとみられるが、その後はかなり緩やかに上昇率を高めていく」に修正したいと思う。原油価格下落の影響の剥落や需給ギャップの改善などを映して、消費者物価コアの前年比上昇率は年後半には高まっていくと私自身も予想しているが、そのペースはかなり緩やかにとどまる可能性が高いとみている。仮に、2%程度に達する時期は「2016年度前半頃になる」との見通しに沿って物価上昇率の急加速が年後半以降に生じる場合には、実質所得の先行き見通しの悪化から、個人消費は明確に減速することが予想され、これは、展望レポートの中心的な成長率見通しと整合的でないと考えている。第2の中長期の予想物価上昇率の見通しについては、「2%程度に向けて次第に収斂していく」との表現を、前回までと同様に「安定的に推移する」と修正したいと考えている。第3の金融政策運営方針に関する記述については、前回会合で新たに提案した私自身の方針に修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の金融経済情勢と展望レポートについて、委員方のご意見を私なりにまとめてみたい。まず、海外経済は、これまでの判断に概ね沿った動きであると考えられる。すなわち、米国は、第1四半期は様々な要因で低めの成長となったが、民間需要を中心にしっかりと回復を続けているという基調に大きな変化はなかったと思う。一方、欧州は、輸出の持ち直しや個人消費の回復ペースに弾みがついたというようなことがあって、緩やかな回復を続けている。中国については、構造調整に基づく下押

し圧力が背景にあるとは思いますが、成長モメンタムが幾分鈍化しているということは事実である。ただ、外需の改善、あるいは景気下支え策もあって総じて安定した成長を維持していると思われる。

わが国経済については、企業部門、家計部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムが作用し続けているもとで、緩やかな回復基調が続けているという評価が共有されていたと思う。先行きについては、2015年度から2016年度にかけては潜在成長率を上回る成長を続け、2017年度は減速するもののプラス成長を維持するというのが、多くの委員の見方であったと思う。

次に、物価情勢の先行きについては、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみて、当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調は着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴い、物価安定の目標である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって左右されるが、現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提に立てば、2016年度前半頃になると予想されるというのが多くの委員の見方であったと思う。その後は、平均的にみて2%程度で推移すると見込まれる。また、リスクバランスについては、前回1月中間評価と同様、経済については、リスクは上下にバランスしているという見方が多く、物価については下振れリスクが大きいという見方が多かったと思う。

先行きの金融政策に関する委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見であったと思う。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当との意見で概ね一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」というものである。

なお、2点だけ申し上げると、1つは、物価見通しが若干下振れて2%達成時期は若干後ずれするが、一方、金融政策、あるいは金融市場調節方針を変えないことについてである。この点については、2%の物価安定の目標を安定的に実現するうえで非常に重要であるのは、何人かの委員も指摘していたとおり、物価の基調であると思う。これもまた多くの委員が指摘していたように、物価の基調を規定する要因は、まず需給ギャップがあるが、これは概ね過去平均並みの0%程度まで改善しており、今後も改善していく。それから、中長期の予想物価上昇率は、原油価格下落にもかかわらず、やや長い目でみれば全体として上昇している。さらに、多くの企業で昨年を上回るベースアップを含む賃上げが実現する見通しにあるということで、賃金の上昇を伴いながら緩やかに物価上昇率が高まっていくというメカニズムは、作用し続けているのではないかということである。この点については、何人か委員が指摘していたし、多くの委員の間で共有されていると思うが、いずれにしても丁寧に説明していく必要があると思っている。

2点目は、物価安定の目標の早期実現へのコミットメントについてである。コミットメントと見通しの違いとも関連するが、私は、「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」というコミットメントについては、変更しなくても良いのではないかと考えている。何と云っても、日本銀行が2%の物価安定の目標の早期実現にコミットする——これは政府との共同声明でもそうしている——ことで、デフレマインドを転換して予想物価上昇率を引き上げるということは、デフレ脱却という目的そのものであると同時に、量的・質的金融緩和の政策効果の起点でもあると思う。そうしたもとの、これも多くの委員が指摘していたように、企業や家計の物価観は大きく変化してきた。勿論、実際の物価は様々な要因で変化し得る、とりわけ原油価格が昨年の夏から半年位で50%以上下落するといったような大きな国際商品価格変動の影響で、物価安定の目標から乖離する期間が生ずることは各国の中央銀行でも当然のこととされている。現状、物価の基調は着実に高まっていることから、原油価格の影響が剥落

するに従って2%に向けて物価上昇率は上昇していくと思われるが、その時期については、先程の皆さんのご意見等を踏まえて2016年度前半頃という見通し、予測である。コミットメントとしては、今申し上げたように、原油価格の影響が剥落するに従って2%が実現していくとみられるので、「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に」というコミットメントに沿った動きになっているようにも考えられる。

以上が私なりのまとめと議論のポイントであるが、さらに委員方のご意見を伺い、議論をしたいと思う。論点を整理するために、経済・物価情勢と金融政策運営の2つに分けて議論したいと思う。まず、経済・物価情勢に関してご意見を願います。

木内委員

展望レポートの物価見通しに関して、やや技術的な点で意見がある。前回1月の中間評価の際には、原油価格の前提を揃えないと見通しの数字の意味が不明確になるということで、時限的な特例措置として原油価格の前提を揃えることに私は同意した。他方で、エネルギー価格の寄与度の数字については、為替動向を中心に原油価格以外の要因によっても相応に影響を受けることを問題点として指摘した。原油価格の前提を揃える措置については、早ければ次回にも打ち切ってその点を明示するのが良いと今の時点では考えている。それは、第1に、これが常態化すると各委員の見通しの自由度が狭められて展望レポートの本来の意味が変容してしまうこと、第2に、今回を含めて2回の措置によって原油価格変動の影響度についてかなり認識は広まったと考えられること、第3に、この先原油価格が再び明確に上昇したタイミングでこの措置を打ち切ると、原油価格が上昇している時にはその物価押し上げ効果を指摘せずに、原油価格が下落する時のみこのような措置を講じるというご都合主義ではないかという批判が高まって、本行の信頼が損なわれるリスクがあるということが背景である。仮に、原油価格の前提を揃える措置を打ち切る場合でも、政策委員の見通しとは別にスタッフによる参考試算値との位置付けで、先物市場での先行

きの原油価格を前提にエネルギー価格の寄与度を機械的に算出した参考値として示すことはできている。ただし、その場合には為替の前提も明示する必要があると考えている。

白井委員

物価の基調については、私も執行部の考え方と概ね違いはないが、やや客観的に外部の視点からみると、今回2%程度の達成時期が後ずれしたことがはっきりして「2015年度」という文言を外した。私自身、以前からそのように言っていたのでそれは適切だと思うが、執行部の説明では、後ずれしても物価の基調は変わっていないということであり、その理由として、先程黒田議長がおっしゃったように、需給ギャップが改善——中長期予想物価上昇率あるいは賃金のことだと思うが——に向かっているということであった。ただ、実際にデータをみると、確かにそのとおりで私も賛同するが、例えば、エネルギー価格を除いたCPIや家計の平均購入単価の前年比伸び率は低下しており、当面はそれほど上がらないことは明らかである。少なくとも図からみると低下しているように見える。予想物価上昇率についても、ESPフォーキャストの2015年度、2016年度の見通しは1月と比べると低下し、日銀短観の企業の5年後物価見通しも、QUICK調査、みずほ証券調査に基づく市場参加者の長期予想物価上昇率も低下しているので、物価の基調は、悪化はしていないと思うが幾分弱めということは客観的な事実だと思う。5月に発表される1～3月期のGDP成長率が強ければ、1～3月の基調が強かったことの裏付けになるが、1～3月期のGDPデータが発表になる前から基調が強いとあまり言い過ぎてしまうと、仮に、弱い結果が出た場合に日本銀行の説明に疑問が投げかけられる可能性があると思う。従って、私としては、GDP統計が出て需要の回復の強さが確認できるまでは、あまり足もとの基調が強いと強調するよりも、確実にこれから需給ギャップは改善していき、インフレ予想もラグを伴うが改善していくというように、今後強まっていくだろうという方を、対外説明では強調した方が良いと思う。

石田委員

今の議論に関係するが、私は、物価の基調は、例えば、コアCPIからエネルギーを除いた数字でみていくのが良いと思う。というのは、物価をターゲットにして金融政策を実施している以上、やはり物価が大事である。その意味では、需給ギャップ等は物価に出てきてこそ意味がある。説明でも言ったように、基調的な物価の動きはコアなりヘッドラインからエネルギー関係を除いたものを各月みていき、その動向を総合的に判断していけば良いと思っている。

中曽副総裁

経済・物価情勢について、何人かの委員からの指摘もあったので、そこも含めてお話ししておきたい。まず、先程の自分の発言で言わなかった点であるが、海外経済がわが国経済にとって今後の重要なポイントの1つで、特に、米国経済にとっては、寒波や港湾ストがどの程度まで一時的なものなのかポイントの1つだと思う。寒かったのは間違いないが、港湾ストについては、コンテナの輸出量、輸入量が結構大きく減っているので、一時的な要因としては思っていた以上に大きかったと思う。ただ、足もとはかなり急回復しているので、今後は港湾ストの影響は間違いなく消えていき、この部分からのプラスの寄与は出てくると思っている。

物価については、私自身も2015年度、2016年度の見通しを中間評価から若干下方に修正しているが、振り返ってみると、幾つか要因がある。デフレインドのしみついた消費者の物価上昇に対する抵抗感や年金給付額削減の影響といった要因が大きかったのではないか。確かに、ベアもわれわれがみていたよりは若干低かったが、この評価については、中小企業にも広がっている、非正規労働者の賃金も上がっているという質的な面をみると、私自身はむしろポジティブにみて良いのではないかと思っている。今後を展望した場合に2%の物価安定目標を達成できるかどうかだが、2016年度のベア——2015年度が完全に終わっていない段階で多少気が早

いが——は1%半ばを若干下回る水準が目線になってくると思う。以前の調査統計局の分析で、ベアの要求率と除く生鮮食品・エネルギーのいわゆるコアコアCPIの相関が高いという分析があった。そうすると、目先コアCPIが弱くてもコアコアが着実に上昇を続けていくことが、賃金の持続的上昇にとって大変重要なポイントになると思うので、そのような面からもコアコアをよくみておきたい。

原田委員から、見通し計数の四半期パスを公表してはどうかという意見があったが、それに対しての取り敢えずの反応としては、確かに、われわれが物価の見通しを考える場合、頭の中では四半期パスをそれぞれ描いていると思うので、それを表に出せば良いだけではないかというような面もある一方で、四半期ごとに計数を公表することのプロ・コンを考えた場合、コンの部分もある。それは、今回の数字にも表れているが、結構ばらつきが大きいので、各年度で4回中央値を示していくことでどの程度の追加的な情報発信の付加価値がつくのかというところがあると思う。また、特に、これから最終的に出口が近づいてくる微妙な局面を考えると、四半期ごとのパス自体が政策的なインプリケーションを持ち過ぎてしまい、さらに言えば、「1か月ごとはどうなのか。そのパスも示せ」というような問題も出てき得る。そうすると、われわれの政策対応面での、フレキシビリティを制約してしまうようなことにもなりかねない。いずれにしても両面あると思うので、よく考えていく必要があると思う。

木内委員がおっしゃった原油価格の想定を揃えるべきではないとの論点については、私自身も、元々原油価格の見通しを揃えることはパーマナントな対応ではないと思っている。エネルギーの影響が非常に大きいような局面において、統一的に想定を示していくことが適切という判断であったと思うし、今回は寄与度の推移も示しているという意味で、分かりやすさという点でさらに工夫をしたと思う。いずれにしても、原油価格の想定を示すことはパーマナントなものではないと思うので、原油価格の動向を踏まえながら適切な情報発信という観点から、今後も検討していくというものであったと理解している。

原田委員

私は、原油価格の前提を揃えた方が分かりやすいと思う。原油価格について、ある委員は急騰すると考え、他の委員は安定すると考えている場合、物価見通しの意味がよく分からなくなってしまう。もし、委員間で原油価格が急騰したり急落するというように見方が違うのであれば、それを明示する必要がある。明示するのであれば、前提を揃えない意味はある。また、前提を明示して各委員の前提についての見方が同じであれば、想定を揃えたのと変わらない。

物価見通しの四半期パスについては、これから議論して頂ければありがたいが、私は、マーケットとのコミュニケーションにおいても四半期パスを公表する方が有効ではないかと思う。勿論、プロ・コン両方あるので、引き続き議論して頂ければありがたいという意味で申し上げた。

岩田副総裁

金融政策と物価あるいは見通しとの関係であるが、金融緩和を実施すると最初に需要が出てきて最初に上がるのは物価である。賃金から先に上がることはない。まず、財・サービス市場で需要が増えるので価格が先に上がり、段々生産が拡大していくと雇用市場がタイトになり賃金が上がり始める。景気が良くなると労働者も効率的に働くようになるので生産性も上がり、実質的な賃金も上がり始め、賃金が物価に追いつきさらに賃金の方が上がる、というメカニズムがある。今回は、はじめに2年程度と言っている。賃金の上昇が物価の上昇に追いついてくるという意味で経済が良くなってくるまでに大体2年程度、と言って出発した。ところが、実際には、物価は1年で2%以上上がってしまった。それは、消費税率を引き上げたためであり、駆け込み需要で1.5%まで上がったと思うが、消費者は消費増税分を加えて判断するので、物価の上がるスピードが賃金に比べて速すぎ、実質賃金が一挙に下がってしまった。それが消費マインドを落とした。このように消費増税の影響はあるが、今後の金融政策を考えるうえでも、

将来の予想物価上昇率が上がってくると支出を増やすというメカニズムはあるが、物価と賃金の上昇スピードが影響するということが今回よく分かったと思う。その面で、今原油価格が下がっているが追加緩和で物価上昇圧力を高め、上昇スピードを上げる必要はない。原油価格下落は中長期的には物価上昇要因なので、それを急いで物価上昇を強めてしまい、実質賃金が上がるのをとめてしまうようなことをせず、それよりも、自然体で、原油価格下落が中長期的に経済活動を押し上げる力を強めるとともに、今の緩和を続けながら、中長期的に物価が上がっていくことを待っていた方が良いと思う。

原田委員がおっしゃった各年度の四半期の見通しを示してはどうかという点については、以前から私もその方が分かりやすいと思っており、年度平均はどのように出すのだろうかと思っていた位である。ただ、消費者や企業にとって、「この年度は平均的にこの程度の物価上昇率だ」ということも1つの情報なのでそれはそれで良いと思うが、本文で2%の達成時期について言及しているので、そこが一般には分かりにくいような気がする。例えば、「2016年度前半頃に2%に達すると言っているが、2015年度は1%程度の見通しなのに、本当に2016年度前半に2%に達するのか」ということになると思う。専門家には分かると思うが、年度平均と達成時期の関係は説明した方が良いように思う。パスは大きく外れることもあるので、どちらが良いのか分からないが、年度平均と達成時期の違い——2015年度平均では1%程度だが2016年度前半には2%に達すること——の説明には、四半期パスを示した方が良いと思う。

白井委員

原油価格に関し、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比に対するエネルギー価格の寄与度が $-0.7 \sim -0.8\%$ としているところは、私はそれで良いと思っている。為替——想定は、出発点は現状水準でそれ以降は不変としていると思う——と原油価格以外のところが重要なので、対外的には、われわれの物価の見通しがどうなっているか知りたいと思うので、今回エネ

ルギー価格の寄与度が $-0.7 \sim -0.8\%$ と明示したのは良かったと思っている。

C P I の四半期パスについては、確かに 2015 年度から 2016 年度にかけてのパスを知りたい人が多いと思う。その辺は出せると思うが、時期が遠くなるほど難しくなると思う。私は、チャートからみてどうしても 2016 年度前半に 2% が達成するようにはみえないので、後で提案したいが、もう少し幅広い達成時期——今までは 1 年程度あったのが今回は半年になっている——を示しても良いのではないかと考えている。これが後で提案する理由の 1 つである。

黒田議長

次に、金融政策運営に関して追加的にご意見があればお願いします。

木内委員

政策効果について、事前に配付された展望レポートの背景説明の B O X 2 に「量的・質的金融緩和」の効果の検証」があるが、量的・質的金融緩和を導入してから 2 年のこのタイミングで、その効果をレビューし、総括することは非常に重要だと思うし、世の中のニーズにも応えていると思う。ただ、この分析自体は概ね妥当だと思うが、これで結論が出たとするのは少し早いと思っている。今後の政策運営を考える際には、追加的な効果が逡減していないかどうかという点が決定的に重要であるため、2 年間の累積的な効果だけで結論を出すのは如何かと思う。この点から、期間を分けた効果の分析等が必要になってくると考えている。例えば、1 年目と 2 年目、消費税率引き上げ前と引き上げ後、量的・質的金融緩和拡大前と拡大後などである。期限を区切るとデータの制約がより強くなるが、これも時間の経過とともにデータの制約が段々と緩和されてくると思うので、こうした分析が今後の課題になってくると考えている。

白井委員

展望レポートの背景説明のBOX 3について意見を申し上げる。確かに、QQE導入後2年が経ち、今回会合で政策効果を評価すること自体は非常に意義があるので、この時点で効果の検証を公表すること自体には賛成するが、正直なところ、この内容が「検証」と呼べるかどうかについては若干疑問があるので、気になる点を申し上げる。

まず、第1に、経済・物価動向には消費税率引き上げの影響があり、その影響の試算値を基本的見解の脚注で示しているの、その数値に言及した効果の説明が必要になるのではないか。第2に、公共支出も、この間約4兆円増加しているので、乗数効果を含めた数値を用いた定量的な説明が必要だと思う。この金額だけで需給ギャップの少なくとも1%弱を説明できるのではないだろうか。第3に、記述では、予想物価上昇率の上昇が想定よりも低いことが2%目標未達の原因と示唆しているが、そもそもQQEの量との対比で、予想物価上昇率の上昇幅が0.5%ポイント程度にとどまった理由について、きちんと説明することが求められていると思う。第4に、仮に、予想物価上昇率の上昇が不十分であったことが正しいとした場合、その結果何が問題なのかが、この記述からは若干分かりにくいような気がする。すなわち、A. 現在の実質金利のマイナス幅が不十分でもっと緩和効果を高める必要があると考えているのか、B. 実質金利は十分低い为名目金利と予想物価上昇率がともにもっと上がるべきだったとみているのか、C. 実質金利の問題ではなく、インフレ期待の上昇が促す家計による買い急ぎや設備投資の前倒しがもっと増えていたはずとみているのか、明確ではない。従って、これらの点に触れずにQQEの効果を「検証」とまで呼んで論じるには若干無理があり、性急に公表を急いでいるような印象がある。

記述方法についても、様々な理由があってこのような記述にしたと思うが、対外的に読者から分かりやすく論理的な書き方は、例えば、次のような書き方ではないだろうか。すなわち、まず最初に、2%目標がどうなったかを評価する必要がある、CPIの押し上げ効果に注目すれば、現状

1%程度で目標の2%のまだ半分程度であることを最初に指摘するのが適切だと思う。第2に、とはいえ、想定したメカニズム自体はそれなりに働いていることが確認できたことを説明したうえで、2%目標達成に向けて想定したメカニズムのどの点が足りなかったのか——予想インフレ率、需給ギャップ、フィリップス曲線の傾きなど——を、説明するのが良いと思う。そして、最後に、今後2%の実現に向けてメカニズムのどの要素が一段と強く働く必要があるとみているのかを記述するのも、1つの考え方だと思う。この方が読者には格段に分かりやすくなると思う。執行部には、以上についてコメントの段階で既に指摘しておいたが、今後の日本銀行のコミュニケーションを考えるうえでも重要な点だと思うので、本日敢えて申し上げた。

原田委員

木内委員にご質問したい。木内委員は、これ以上量的・質的金融緩和をやらない方が良いというご意見だが、その理由として、まず第1に、需給ギャップが既にゼロで、これ以上の高い成長が望めないのだから、量を減らした方が良いということ、第2に金融緩和の副作用があるということであった。

第1の需給ギャップについてだが、この需給ギャップは物価上昇率がゼロの時に計算した需給ギャップなのだから、需給ギャップがゼロの時は物価上昇率もゼロである。資料に需給ギャップを使ったフィリップス曲線があるが、これをみても需給ギャップがゼロの時は物価上昇率はゼロである。需給ギャップが2%以上のプラスにならないと物価上昇率が1%や2%弱には行かないということになっているので、「需給ギャップがゼロだから金融緩和はもう十分だ」とは全く言えないと、まず指摘しておきたい。

2点目の金融緩和の副作用についても、前回会合で「金融不均衡とはどのようなものか」と質問したところ、「現在金融不均衡がある訳ではなく、可能性である」とおっしゃった。そうであるとする、量的・質的金融緩和を縮小する理由としては、非常に弱いのではないかと思うが、如何か。

木内委員

私が提案しているのは、QQEをやめることではなく、緩和の拡大ペースを多少緩めてはどうか、ということである。それが、いわゆる副作用の軽減にも多少なりとも貢献する。金融政策は、効果と副作用のバランスを最適化するのが基本方針だと思うので、緩和拡大のペースを緩めることによって、多少なりとも効果が小さくなる可能性はあるが、それ以上に副作用が軽減されるのであれば、その政策は正しいと思っている。副作用については、前回の会合でも申し上げたが、今の時点で「この程度副作用がある」というようなことは言えないと思うが、顕在化してしまえば手の打ちようがないというような副作用が多くあると思う。そのような副作用に対して先手を打つのがわれわれの仕事であって、リスクが顕現化したあとで対応するというのではプロではないと思っている。従って、「明らかに副作用が大きいので手を打とう」ということではないとはいえ、潜在的にはそれが相応に大きいという私自身の判断が背景にある。金融面の副作用は、必ずしも株や不動産のバブルに限らず色々なタイプがあると思う。例えば、前回のバブルとの大きな違いは、国債市場に問題の根があるのではないかという点であると思っている。国債市場が歪んでいるかどうかといえ、私としては相当歪んでいると判断している。

1点目の需給ギャップについては、需給ギャップが大きい時にそれを縮小させるのは金融政策の非常に大きな役割であり、それによって物価も安定してくる。需給ギャップが高まった時に短期的には物価は上がるが、需給ギャップがプラスでかなり高い値という状態は、通常は持続可能ではない。われわれが目指している2%の物価安定は、需給ギャップがゼロの時に2%になっている状態だと思う。それと比較すると、原田委員がおっしゃったフィリップス曲線は、Y軸との交点がゼロではないがかなり小さなプラスであって、ある種の構造変化が起こらなければ、需給ギャップがゼロで物価上昇率2%は達成できないと思う。それを、需給ギャップを上げある程度物価を維持することでバックワードルッキングに中長期の予

想物価上昇率も上げていこうという考え方もあると思うが、私は、それ以上に、前回申し上げたような供給サイドの要因が大きいと思うので、金融政策としては、需給ギャップが比較的ニュートラルで安定した状態を維持することで、供給側の改善を助けるというのが基本観だと思う。従って、先程申し上げたように、むしろQQEを減額することによって副作用を抑え、先行きの経済や物価の不確実性を下げることで、供給側の改善を側面から支えることになれば、それは将来の2%の物価安定目標達成へのむしろ近道になるというのが、私の考えである。

原田委員

あまりお答え頂いていないが、まず、需給ギャップがゼロであれば物価は上がらない。なぜなら、需給ギャップは過去のデータに基づいて作っているが、過去のデータではインフレ率がゼロないし-0.5%程度であったので、それを平均したようなものでは、当然需給ギャップがゼロの時には物価もゼロになる。そのような作り方をしているのでそのようになっている。勿論、需給ギャップが2%よりもさらに大きくなっていけば当然インフレになってしまう。物価がどんどん上昇していけば金融政策で抑えなければならないが、今需給ギャップがゼロだというのは、金融政策の緩和の速度を落とす理由にはならない。

副作用については、私は「具体的に何なのか」と質問しているので、具体的に答えて頂ければありがたい。

木内委員

2点目については、私は、国債市場での価格が経済ファンダメンタルズから相当外れたところにあるということが、半面では政策効果であるが、行き過ぎれば副作用になると思う。将来、副作用がどのようなかたちで顕現化するかというと、財政の問題であったり、われわれの金融政策の正常化とともにプライスが経済ファンダメンタルズと整合的な水準にまで一気に調整される可能性がある。そのような時に何が起こるかといえば、資

産価格の大幅な調整であったり、あらゆる金融資産の価格の調整ではないかと思う。従って、私自身が最も念頭に置いているのは、国債市場の歪みである。ただ、これについては、歪みイコール政策効果という面もあるので、人によって感じ方が違うことはあるかもしれないと思う。

需給ギャップについては、例えば、調査統計局が示しているような長期の需給ギャップで言えば、1983 年頃——正確には覚えていないが——からのフィリップス曲線では、Y 軸との交点はプラスで現状はそこに回帰しているようなかたちになっていると思う。その点から、フィリップス曲線の Y 軸との交点がゼロという訳ではなくプラスだと思う。例えば、過去 1 年間需給ギャップがわれわれの計算ではほぼゼロの中で、物価がプラスで定着しているというのは、Y 軸との交点がプラスであることの 1 つの表れではないかと思う。ただ、それが今の実力ではないかと思う。もっと高いところを目指すのは非常に重要だと思うが、果してそれを金融政策だけでやるのかと考えた時には、今までは需給ギャップが非常に悪化していてその結果として物価が望ましい水準よりも大分下振れている時に需要面に働きかけて、いわゆる将来の需要の先喰い効果で需給ギャップを改善させて、その結果として、物価を人々にとって望ましい水準まで誘導するのは金融政策の非常に重要な役割だと思うが、それはある程度達成したのではないか。その意味で、金融政策の役割としては、むしろ供給側の改善を側面から助けるところにあるのではないか。私は、政策効果は逡減していると思うが、そうではなく効果がかなりある場合、ここから効果をどんどん高めていくと、需給が逼迫し、むしろ景気の回復を短命にしてしまう可能性がある。景気が boom and burst になってしまうと、企業が景気後退下で設備投資を実施するだろうか、景気が悪い時に痛みを伴う政府の構造改革が進むだろうか、ということを考えると、比較的安定した状態を長く続けることが、これからの金融政策の役割として重要なのではないかと考えている。

岩田副総裁

これまであまり言わなかったが、いつも気になっていたのは、木内委員は「物価が実力と関係する」という意見だが、物価を決めるのに実力——そもそも、何が実力なのかをお聞きしたいが——は、関係ないと思う。生産性を上げるには民間の実力、すなわち革新力のようなものが関係するとは思いますが、物価は実力で決まっているのではないと思う。例えば、供給能力が不足するような経済では物価は非常に高くなるが、それでは物価上昇率が 20%や 30%にもなる経済に実力があるのかといえ、実力はない。そのような問題ではなく、私は、潜在成長力が物価を決めるという考えは基本におかしいと思っている。

それでは「なぜ 2 %か」については、先進国では 10%近い高い物価上昇率を経験してきたが、そのもとで物価が変動すると投資計画や貯蓄計画を非常に立てにくくなり、経済が非常に変動したので、物価上昇率が高いとそのコストが非常に高くなるので良くないということになった。逆に、日本が経験したようにデフレに陥ってしまうと、簡単な金融政策ではなかなか脱却できなくなってしまう。日本では 2000 年に生産年齢人口が減り始めているので、普通の経済政策のもとでは失業率は低下し、労働市場は売り手市場になり、賃金は上がって良いはずなのに、逆のことが起こった。このように、デフレになってしまうと、生産年齢人口が減っているにもかかわらず失業者が増えたり、有効求人倍率が下がったり、企業収益が上がらないという変な状況になってしまい、企業までもが投資をするよりも現預金を持った方が有利というような状況に陥ってしまう。こうなると、生産する機会、富を生み出す機会がなくなってしまう。このように、一旦デフレに陥ってしまうと大変なことになってしまい、なかなか脱却できなくなる。デフレからの脱却のために、日本銀行は、ゼロ金利、量的緩和、包括緩和と色々とやってきたが脱却できなかった。その意味で、デフレになってしまうと金融政策でも脱却が難しく、デフレ均衡は实体经济にとってろくなことはない。デフレに陥るリスクを小さくしながら、高インフレ率を避けるとすると、どの程度のインフレ率が 1 番良いかと言うと、インフ

レ・ターゲットを導入している国の目標は大体2%程度で、20年程度は非常に上手くいった。リーマン・ショックがあったが、リーマン・ショックを引き起こした張本人の米国は、実はインフレ・ターゲットを導入していない国であった。今までインフレ・ターゲットを導入した国で世界的な危機を引き起こした国はない。要するに、2%程度を目標にしている国は大体上手くいっていた。そして、上手くいくと、中央銀行に対するクレディビリティができてくるため、中央銀行があまり大したことをしなくても2%を維持できるようになる。つまり、経済が悪化してきた時には中央銀行はきっと2%で安定させるだろうという予想のもとに、物価上昇率は2%で安定する。今の米国の人々は、日本銀行が言っているような「何年で2%を達成する」というようなことは全然考えず、中期的には2%だと思っている。そのような状態を作りたいということである。そうすると、2%であればデフレからは遠くのりしろがあるのでデフレにはなりにくい。

もう1つは、世界的に2%を目指している中央銀行が圧倒的に多くなった場合、日本も2%を目指さなければ——1%を目指したりデフレの状態であれば——、物価上昇率の差のために長期的には円高傾向がとまらなくなる。実際に、変動相場制になって以降、1ドル300円程度から100円を切るまで円高になっているが、これは日米の消費者物価上昇率の差ではつきり説明できてしまう。従って、円とドルの購買力に、両国のインフレ率格差によって大きな差をつけるのは、製造業に対して「長期的に円高に対応しろ」と言っているようなもので、これでは日本の製造業は海外にどんどん出て行ってしまふ。実際、空洞化はとまらなくなった。実際、われわれが2%の量的・質的金融緩和を開始し、円安になっても、2013年も直接投資はむしろ増えている。なぜなら、一旦円高が定着してしまうと、空洞化は簡単にはとまらないからである。従って、世界の多くの中央銀行の目標が2%の中で日本は0%程度で良いとするのは、「日本経済においては、製造業はどんどん空洞化しろ」と言っているようなものである。このようなことから、経験上、2%が1番適当で、利益がありコストは小さい。

主要先進国で2%を目指すのは、世界の中央銀行としては常識だと思う。だから、2%を目指しているということである。

白井委員

岩田副総裁がおっしゃっていることには全く同感で、この考えのもとで今までも申し上げてきた。木内委員がおっしゃっていることで以前から理解できないことがある。それは、前回も申し上げたが、潜在成長率とインフレ期待の関係についてであるが、日本銀行は因果関係とは言っておらず過去のデータで相関があると言ったのだと思うが、潜在成長率は、やはり均衡利子率との関係でみるべきだと思う。潜在成長率が低下しているから均衡利子率が落ちて金融引締めめ的になり、zero lower bound に直面しやすくなり、その危機感があるので、多くの中央銀行では、クルーグマンやバーナンキが示唆しているように、インフレ目標を上げて、インフレ期待を上げて、政策金利をプラスにもっていこうとしている——カナダ中銀についてはこの前申し上げた——ので、潜在成長率は均衡利子率との関係で説明した方が良いと思う。潜在成長率とインフレ期待とは多くの中銀が区別して金融政策運営をしていると思うので、そこが少し分かりづらいのだと思う。

木内委員

私は、物価の基調は、金融政策が決めるものでも、マネーが決めるものでもないと思っている。日本のヒストリカルなデータや、現時点のクロスカントリーで比較した場合、潜在成長率あるいは生産性上昇率と物価の基調にはそれなりに関係があると思っている。国によって状況が違うというのが2013年時点での分析であったと記憶しているが、とりわけ日本では、この関係が比較のみられている。理論的に検証した訳ではないが、私は、賃金のフレキシビリティが関係しているのではないかとと思っている。理論として証明されている訳ではないが、私自身は、考え方としてはそれがフィットするのでそれに基づいて議論している。さらに、2013年1月の

政府と日銀の共同声明で、われわれは2%の物価安定の目標を目指すと宣言したが、各主体による成長力強化の取組みが進捗することが前提であるという認識であったことは強く記憶しており、私自身はその考えを継承している。

物価に関しては、デフレについては様々な考え方があるが、私は、結果という面が大きいと思っており、物価の基調や人々の中長期的な予想物価上昇率を政策的にコントロールするのはなかなか難しいという意味で、実力が関係していると申し上げた。先程の岩田副総裁から、海外が2%で日本が1%であれば云々、という話があったが、比喩的な言い方をすれば、中長期的な予想物価上昇率や物価の基調は、基礎体温のようなものである。物価が体温だとすると中長期の予想物価上昇率は基礎体温で、個人差があるのではないかと考えているので、海外が2%だから日本も2%でなければならないという訳でもないと思う。例えば、海外が2%で日本が1%であれば為替レートへの影響があるとおっしゃったが、差が1%ということであれば購買力平価からすると名目値が1年間で僅か1%動くということであり、それは僅か1円の話である。それ自身が日本に非常に深刻な影響を与えるのだろうかということを考えると、やや疑問であると思っている。

岩田副総裁

木内委員は、「物価の基調を決めるのは、金融政策でもマネーでもなく、潜在成長率である」、しかも「潜在成長率は金融政策では動かせない」とおっしゃっている。物価は潜在成長率で決まり、その潜在成長率を金融政策では動かせないとする、「木内委員は、一体、ここに何をしにいらっしゃったのか」ということになる。金融政策では物価の基調を決めることができず、物価の基調を決めるのは潜在成長率で、潜在成長率を決めるのは政府の成長戦略などということになると、金融政策で物価の安定を達成できないことになる。この会合は政府の成長戦略を決める会合ではないので、「一体何のためにここにいらっしゃっているのか」ということになっ

てくる。

黒田議長

この点は色々議論があろうかと思うが……。

岩田副総裁

前々から思っていたので申し上げた。

木内委員

経済政策にはそれぞれ適した役割があり、金融政策は金融政策がやれることをやれば良いと思う。

黒田議長

この点は引き続き議論をしたいとは思いますが、時間も迫っているのでこの辺りにして、ここで政府からの出席者の方々にご発言頂く。まず、宮下一郎財務副大臣からお願いします。

宮下財務副大臣

日本経済は、三本の矢の一体的な取組みもあり、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、緩やかな回復基調が続いている。また、4 月 22 日の財務局長会議の際、各財務局からは、各地域における賃金の動向について報告を受けた。これによると、27 年度に賃金引き上げを行う企業は 92.6%、27 年度にベアを行う企業は 47.1%にのぼっており、各々、昨年を上回っている状況である。こうした動きが経済の好循環に繋がることを期待している。

また、4 月 9 日に、平成 27 年度予算が成立した。本予算は、経済対策・平成 26 年度補正予算や 27 年度税制改正と合わせて、経済再生と財政健全化の両立を実現する予算である。経済の好循環を確かなものとし、全国各地にアベノミクスの成果を広く早く行き渡らせていくため、本予算の円滑

かつ着実な実施に取り組んでいく。さらに、4月16、17日にワシントンにて開催されたG20 財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から、労働市場や企業部門での前向きな動きをはじめとする日本の経済状況と、財政健全化および成長戦略の実施に向けた取組みを説明し、各国の理解を得たところである。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。

日本銀行には、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

小泉進次郎内閣府大臣政務官お願いします。

小泉内閣府大臣政務官

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。

政府の取組みであるが、昨年末に取りまとめた「地方への好循環拡大に向けた緊急経済対策」に盛り込まれた各施策ができるだけ早期に執行されるよう、現在進捗状況の調査を行っているところである。また、2020年度の財政健全化目標を堅持し、経済再生と財政健全化の両立を実現すべく、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。成長戦略については、地域経済を支える重要な柱であるサービス産業については、4月15日に日本経済再生本部を開催し、「サービス産業チャレンジプログラム」を決定した。また、同日の産業競争力会議課題別会合で総理からご指示を受け、日本を世界一イノベーティブな国とするため、この夏ま

で「国立大学経営力戦略」を策定する。ＴＰＰの日米交渉については、先日甘利大臣と米国フロマン通商代表との間で協議が行われ、２国間の距離は相当狭まったが、依然として課題が残っており、事務レベル協議が続いている。また、２８日には日米首脳会談が行われ、首脳間で２国間交渉の大きな進展を歓迎し、引き続きＴＰＰ交渉の最終局面を主導するために協力し、早期かつ成功裡の妥結に向けてともに取り組むことが確認された。ＴＰＰ全体のルール交渉についても、２３日から２６日までの間、首席交渉官会合が開かれ、事務レベル協議を継続している。国益を最大限に実現すべく、引き続き交渉の早期妥結に向け全力を尽くしていく。

成長戦略のさらなる進化のため、本年年央における成長戦略の改訂に向けて精力的に検討を進めていく。

日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、２％の物価安定の目標の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。また、２％の物価安定の目標の達成時期に関し、様々な議論があったが、日本銀行としての考え方について、対外的に十分説明して頂くことが重要と考える。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と資産買入方針の議案の取りまとめを行いたい。対外公表文については、これらの議案の採決のあと、取りまとめを行う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針と資産買入方針については、前回と同様の提案をする。
考え方については、変わっていない。

黒田議長

それでは、執行部は木内委員提出の議案を用意して頂きたい。

[事務局より木内委員の議案を配付]

執行部は、木内委員提出の議案および議長提出の2つの議案について説明をお願いします。

内田企画局長

金融市場調節方針の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]

続いて、資産買入方針の議長案である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

最後に木内委員案である。読み上げは省略させて頂くが、(1)でマネタリーベースについて約45兆円、(2)①で長期国債保有残高について約45兆円、平均残存期間について7年程度、②でETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約1兆円、約300億円とされている。以上である。

黒田議長

それでは、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。なければ、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」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 27 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する。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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。それでは、執行部は採決結果を含めた対外公表文の議案を作成、配付し、説明をして頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

公表文を読み上げる。

[「当面の金融政策運営について」を読み上げ]

2 か所に同じ注を打ち、賛否を書いて「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。以上である。

黒田議長

それでは、対外公表文に関する採決を行う。

[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

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 38 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。木内委員案は反対多数で否決された。

VI. 「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」の取りまとめ・採決

黒田議長

次に、展望レポートの基本的見解の取りまとめと採決を行う。委員方には成長率と物価上昇率の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回、見通しおよび分布の変更を行わないという方は、配付された紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が見通し計数を回収]

内田企画局長

変更なし、である。

黒田議長

それでは、見通し計数、分布の最終案が確定したので、基本的見解の取りまとめに入りたいと思う。他に議案を提出される方はいるか。

白井委員

議案を提出する。

佐藤委員

議案を提出する。

木内委員

議案を提出する。

黒田議長

執行部は白井委員、佐藤委員、木内委員の議案を配付して頂きたい。議案を提出された各委員は提案内容とその理由を簡潔にご説明頂きたい。

白井委員

基本的見解の物価見通しの記述について、1点だけ修正を提案する。
2%程度に達する時期について、例えば、1頁目の概要の2つ目のパラグラフに「2016年度前半頃」と表現しているが、これを「2016年度を中心とする期間」へ修正することを提案する。その理由は、まず第1に、この表現であれば私を含むより多くの政策委員の見通しをカバーする表現に

なると思われるからである。第2に、先程も申し上げたが、読者が見通し分布チャートをみた時に、客観的な評価として「2016 年度前半頃」とまで読み取れるとは思えないからである。そして第3に、従来の展望レポートでの達成時期に関する見通しは、1年あるいは1年以上のレンジで示していたのを今回は半年程度のレンジに狭めており、その背景として、QQE導入後2年程度で2%程度を達成すべきとの意識があるのではないかと推察する。しかし、見通し分布チャートからも、下方リスクが厚いことが示される中で、そのような狭いレンジで2%達成を見込むとすることは、却って金融政策の柔軟性を削ぐ恐れが懸念されるからである。なお、私自身の見方については、先程申し上げたとおり、2016 年度末に2%程度に近づき、2017 年度は2%を少し下回る水準で推移すると判断しており、私自身の見通しもこの提案表現の範囲内にぎりぎり収まるとみている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

修文の議案だが、修文箇所は3か所である。執行部原案を最大限尊重し、修文箇所も最小限にとどめている。まず1頁目だが、2%程度に達する時期についての記述を、「2%程度に達する」ではなく「2%程度を見通せる」と修文することを提案する。それから5頁目で、同じく「2%程度に達する」という記述を「2%程度を見通せる」と変更することと、「その後は、平均的にみて、2%程度で推移すると見込まれる」という記述を削除することを提案する。最後の3点目は、8頁目の「2%程度の物価上昇率を実現し」という部分の記述を「2%程度の物価上昇率を目指し」と修

文することを提案する。

修文理由は、2%の物価安定の目標については、2年程度の期間を念頭にできるだけ早期にこれを実現することとしているが、私としては、「2年程度の期間」はあくまでも念頭に置くべき努力目標であって、実質的な意味は、「できるだけ早期に」の部分にあると考えている。そもそも、特定の期限を切って特定の物価上昇率を目指すという考え方は、一般的な金融政策運営のあり方としては馴染まず、仮に、特定の期限までに特定の物価上昇率に達しなければ、政策の信認が低下するリスクもある。実際、執行部案に示された2%の目標実現のタイムフレームは、半年ごとの展望レポートの公表の度に後ずれしている。その点、物価安定の目標は、向こう2年程度の期間を念頭に置いた中期目標であり、現実的にはローリングターゲットであると考えている。また、2%という目標も、実績ベースではなく、あくまでも見通しベースのものと考えている。すなわち、向こう2年程度を展望して、2%の物価安定の目標の実現のパスにあれば、それで本行のマンデートは果たせると考えている。

この点、私は、物価安定の目標はそもそも上下に幅のある柔軟な概念と考えており、今回の修文案はそうした物価安定の目標に対する私の考え方を明確にすることを狙ったものである。以上である。

黒田議長

木内委員どうぞ。

木内委員

3か所の修文提案している。先程の物価見通し、中長期の予想物価上昇率の見通し、今後の金融政策運営方針の3か所について、従来とほぼ同様の修正を提案している。考えについては、先程の基調報告でも申し上げた

し、その後の激しい討議の中でも申し上げたので省略する。以上である。

黒田議長

それでは、3人の委員の案と議長案についてご意見があればどうぞ。なければ、「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」に関する採決をお願いします。まず、白井委員案から採決をお願いします。

〔白井委員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：白井審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

森本審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

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ます。賛成1、反対8、反対多数である。

黒田議長

白井委員案は反対多数で否決された。次に、佐藤委員案の採決をお願い

する。

[佐藤委員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：佐藤審議委員

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

木内審議委員

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

佐藤委員案は反対多数で否決された。次に、木内委員案の採決をお願いする。

[木内委員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

木内委員案は反対多数で否決された。それでは、議長案の採決をお願いする。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

森本審議委員

石田審議委員

原田審議委員

反対：白井審議委員

佐藤審議委員

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 6、反対 3、賛成多数である。反対は、白井委員、佐藤委員、木内委員である。

黒田議長

それでは、後程、記者会見において、白井委員、佐藤委員、木内委員から反対があった事実とその理由について、私から極く簡潔に説明したいと思うが、ご異議はないか。

委員（全員）

異議なし。

白井委員

可能であれば、私が議案を提出している背景については、私自身は 2 % の物価安定の目標の実現に最善を尽くすという考えに変わりはないこと、議案提出の理由はできるだけ多くの政策委員の見通しをカバーする表現が適切だと判断したこと、の 2 点を、ご説明頂ければ幸いである。

黒田議長

「経済・物価情勢の展望（基本的見解）」は、本日 15 時に对外公表する

予定である。執行部は基本的見解の公表準備を始めて頂きたい。なお、背景説明を含む全文は、必要に応じて執行部で修正したうえで、明日5月1日14時に公表する予定である。展望レポートの内容や見通し計数等については、本日15時の対外公表まで厳に出席者限りの取扱いとするので、宜しくお願いする。展望レポート案および見通し計数などの資料については、執行部が回収させて頂く。

VII. 議事要旨（4月7、8日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4月7、8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、議事要旨の採決をお願いする。

[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 5 月 8 日 8 時 50 分に対外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、5 月 21、22 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。解禁予定時刻は 13 時 04 分である。

黒田議長

解禁時刻が 13 時 04 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 59 分閉会)

以 上