

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年5月21日（14:00～16:09）

5月22日（9:00～11:44）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ ）
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（21日）
	宮下一郎	財務副大臣（22日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）

（執行部からの報告者）

理事	雨宮正佳
理事	門間一夫
理事	桑原茂裕
企画局長	内田真一
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	加藤 涼

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、4 月 30 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。各資産とも、概ねディ

レクティブに沿った買入れができています。

図表2の国債買入れであるが、5月の買入れの平均残存期間は、まだ5月半ばであるが概ね8年台半ばから後半に着地しそうである。応札倍率は、4月初めまでは1倍台の低い倍率がみられたが、このところは概ね2倍台ないしそれ以上の倍率が確保できている。この背景としては、前回もご報告したように、都銀などの期初の益出し売りが、例年に比べ少ないとはいえ一応みられていることが背景である。

図表4の短国買入額であるが、金融市場局としては、ある程度の季節性には配慮しつつも基本的にはなるべく一定額を買うことで、短国の保有残高が大きく振れないようにオペを行っている。5月は、1回当たり概ね2兆円程度のペースで買入れを行っているが、こうしたオペ運営のもとで（2）の短国金利は、3か月物はゼロ近傍、期間が長めで担保としての需要が相対的に高い6か月物や1年物はマイナス圏内での推移を続けている。最近の短国マーケットでは、都銀勢は昨年までのように、例えば、日銀当座預金を減らしたいとか、債券ポートの平均デュレーションを短くしたいという理由で何が何でも短国が欲しいというスタンスから、あまり無理してまでは買わないというスタンスに変わりつつあるように窺われる。このことが、3か月物の金利が昨年のような深いマイナスにはならないというかたちには表れていると思う。その一方で、このところ海外からの短国需要が若干増える傾向にあり、これらが釣り合うかたちとなっている。

続いて、内外マーケットであるが、図表6をご覧頂きたい。前回会合以降、日本ではゴールデンウィークで営業日は多くなかったが、4月末以降のマーケットの特徴としては、何と言っても欧州の長期金利の急上昇が挙げられる。図表6（1）にあるように、前回会合時からドイツの長期金利がかなり急激に上昇したあと、最近では若干低下するなど落ち着きを取り戻しつつある。こうした欧州の長期金利の動きを反映して、米国の長期金利も、一旦明確に上昇してその後落ち着くという展開である。この間、日本の長期金利も、方向としては海外金利と同様であり、欧州の長期金利が急上昇した局面では、日本の長期金利も上昇してその後は再び低下すると

いう動きをたどっている。もっとも、上昇、低下のマグニチュードは、欧州に比べればかなり抑制されたものとなっている。このような欧州の長期金利の急上昇については、様々な要因が複合的に作用したと指摘されているが、まず、欧州の国債が買われ過ぎているのではないか、長期金利が下がり過ぎているのではないかという市場の懸念が徐々に高まっていたことが挙げられると思う。4月中旬までの欧州債券市場では、先行き欧州のインフレが弱めに推移するのではないかといった見方や、ECBの国債買入れもドイツなどの国債の需給をかなり逼迫させるのではないかといった見方があった。また、ギリシャ問題が懸念された時には安全資産選好を反映してドイツ国債がかなり買い進まれたということもあり、ドイツの10年債金利は一時0.1%台まで低下していた。もっとも、ここまで低下すると、こうした水準が本当に長期的に維持可能か、また、この水準でドイツ国債を買う投資家は本当にいるのかという懸念が市場に出てきた。そうした中で、幾つかのイベントが重なった。まず、4月21日には、著名な投資家のビル・グロス氏がブログで「ドイツ国債は一生に一度あるかないかの売り時である」といったことを述べた。それから、27日には、ギリシャの債務交渉団が再編されてバルファキス財務相がチームから外れることが好感された。29日には、ドイツのCPIが+0.2%と予想を上回り、そうした中でこのところの欧州の比較的好調な経済指標とも相俟って、デフレの継続予想がやや後退した。そして、ドイツの5年債入札が不調であったことをきっかけに、市場参加者がポジションを急激に巻き戻したことで、欧州の金利が急激に上昇した。その後、ECBの首脳からは、ECBは国債買入れをしっかりと続けていくという情報発信が繰り返されたことを受けて、欧州の長期金利は若干低下するなど落ち着きを取り戻しつつあると思う。もっとも、ドイツの長期金利は現在0.6%台で、ECBの本年1月のPSPPのアナウンス、3月のPSPP実施に伴う長期金利の低下分をほぼ戻してしまったかたちとなっている。

図表10はギリシャ関連である。先程申し上げたギリシャの債務交渉団の再編は、市場にも好意的に受け止められたことがみてとれる。このタイ

ミングで国債金利は若干低下し、株価も反発した。もっとも、その後も、基本的には市場の警戒感は維持されていると思う。

図表 11（１）の欧州周縁国の国債金利は、先程申し上げたドイツなどの金利上昇に伴い上昇しているが、ギリシャ懸念そのものには大きく影響されているようにはみえない。このように、引き続きギリシャ問題はある程度デカップルされた状況が続いていると思う。（２）の米国クレジット市場は、このところ原油価格が水準を切り上げていることでエネルギー部門などのスプレッドも落ち着いている。この間、（３）の本邦クレジット市場では、昨年来、非常に落ち着いた推移を続けている。前回会合以降に限ってみると、東芝やシャープといった個別銘柄の信用スプレッドがかなり上昇するという現象がみられた。とりわけ、シャープについては、経営計画そのものに加え、経営計画の公表に先立って様々な報道がなされたこと自体が市場にあまり好感されず、信用スプレッドの拡大と株価の下落が同時に起こっていることが特徴である。本邦のデットマーケット全体としては、信用スプレッドは極めて安定した状態であるが、こうした中で個別の動向についても注意してみていきたいと考えている。

図表 12 の株価をご覧頂くと、（１）の欧州株は、長期金利上昇のタイミングで一旦大きめに調整したが、足もとでは落ち着きを取り戻しつつあり、ちょうど長期金利の動きをひっくり返したようなかたちになっている。この間、本年入り後、あまり大きな変動をみせてこなかった米国株が、５月６日のイエレンＦＲＢ議長発言などもあったが、それでもこのところ、弱めの経済指標が出ると米国の利上げ予想の後退や対ユーロでのドル安といった現象が株価を支えるという力が働き、比較的堅調に推移している。

この間、日本株は、本年入り後、欧州株同様、かなり急ピッチで上昇し、その後、欧州金利の急上昇、欧州株の調整に伴い、４月末以降、一旦調整した。その後の反発力は欧州株に比べても強く、今週に入って日経平均株価は再び２万円台を回復しており、日本株の堅調さが目立っている。その背景としては、図表 13（２）の日本株の業種別の推移をみると、昨年までは円安の恩恵を受けやすい輸出製造業の株価が総じて堅調であったが、

今年入り後は、こうした輸出製造業に比べて出遅れていた内需関連株が物色される傾向が強まっている。例えば、銀行、その他の金融、医薬品、小売といったところが物色されている。また、こうした日本株の相対的な強さの背景として、本行のETF買入れを挙げる向きも一部にみられている。

図表 14（２）の中国株は、前回会合以降、それまでのような急激な上昇には歯止めがかかっているが、引き続き経済の減速予想が出るとむしろ政策対応期待を招き、買われやすい地合いが続いていると思う。（３）の上海と香港の両方に上場している中国企業の株価をみても、上海株が引き続き割高である状況は続いている。

図表 15 の為替レートをご覧頂きたい。（１）のユーロ／ドルは、欧州の金利の動きをひっくり返したような動きであり、欧州金利が急上昇した際には、これまで進んできたユーロ安の動きが反転してドルに対して急激にユーロ高に戻り、足もとでは再び落ち着くという動きになっている。この間、ドル／円は、相対的にレンジ圏で落ち着いた推移を続けていたが、昨日は若干円安・ドル高が進んだ。この結果、図表 16（１）の前回会合以降の動きをみると、円はNZドルや韓国ウォンに次いでドルに対して下落するかたちとなっている。また、前回申し上げたように、今年３月以降は、それまでのドルの独歩高の動きが逆方向に若干修正される、つまりドルが他通貨に対して総じてドル安方向に戻す動きが、基調として続いている。こうした中で円がドルに対して安定している、ないし若干安くなっている、図表 17（２）をみても、円はユーロ、英ポンド、スイスフランといったかなり広めの通貨に対して安くなっている。

以上みてきたように、前回会合以降、日本は営業日が多くなかったが、この間、欧州でかなり急な長期金利の上昇が起こり、これがユーロ高や欧州株の調整、さらには海外市場の変動などを招いたことが特徴であった。もっとも、欧州経済や物価情勢については、基本的に改善の方向にあるといった市場の見方は維持されていると思う。こうした中で、ECBが緩和継続の情報発信を行ったこともあり、極く最近では、欧州のマーケットも再び落ち着く展開になっている。この間、欧州ではECBが緩和継続の情

報発信を行い、米国でもやや不冴えな経済指標が出たり、また昨日のFOMC議事録もそうであるが、そういったことが利上げ予想時期の後ずれに結びついている面もある。また、中国でも、政策期待が株価を押し上げ続けている。本邦でも、例えば、前回の展望レポートでの物価安定目標の達成時期を巡る表現が緩和継続の予想を強めているとか、あるいはETF買入れの株式市場への効果について指摘する市場参加者もいる。このように、内外の幅広い市場で、金融緩和予想が各種の市場価格に及ぼしている影響が市場参加者により強く意識されるようになってきているとみられる点は、これが先行きどのように変わるかといった点も含め、1つの注目点かと思う。この点は、例えば、5月6日のイエレンFRB議長の発言が市場に注目されたことから分かると思う。また、ギリシャを巡る市場の警戒感も続いている。これらの点も踏まえ、今後とも市場動向を注意深くみていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

白井委員

欧州についてであるが、ECBは、今回の金利の急反転に対して非常に冷静であるような感じを受ける。その背景には、長期金利は恐らく中立利子率よりもずっと低くかなり金融緩和的な状況となっているので、長期金利が下がっていること自体今までは良かったが、実質金利がタームプレミアムからみて下がり過ぎており、中立利子率からみても乖離し過ぎていることを懸念していたので、それが是正されて良かった、という感じがあると思う。クーレECB理事が講演で、「急激なリバーサルは懸念する」と言っているが、そうすると、彼等は、10年物金利における50bp程度の上昇はそれほど急激なリバーサルとはみていないという感じもする。そこは日本銀行の経験とは違うのかもしれないが、その辺りはどのようにみているのか。

2点目は、ディーラーの状況についてである。今回これだけ金利が反転して、リスク量も増えたので、ディーラーは在庫を抱えにくくなっていると思う。今のところ、P S P Pのオペでは影響がないという話であるが、在庫やロスはどのような状況になっているのか。以前の海外事務所電で、フランスのケースだったと思うが、ディーラーが国債市場でしっかりとマーケットシェアを維持したいので、どの銘柄でも取引できるように非常に積極的に在庫も抱えているという話があった。それは、今もそうなのか、もし分かれば教えて欲しい。

3点目は、これだけ金利が反転したことには、預金金利がマイナスとなっていることも大きく効いており、やはり金利の動きが跳ねやすくなっていると思うが、それについて言及する声はあるのか。

最後に、ドイツ国債の品薄感は非常に強いと思う。レポ取引でも非常に不足していると言われているわりには、証券貸出の貸出プログラムへのニーズはあまりないということだが、それはもしかしたらレポ取引そのものが減っているのか。その辺りはどのような状況になっているのか、教えて欲しい。

山岡金融市場局長

ディーラー在庫については、計数面からのアプローチは非常に難しい。その意味で、1点目の質問と2点目の一部の質問が重なると思うが、ECBの判断については、白井委員がおっしゃるとおりだと思う。つまり、この政策は、元々インフレ予想を押し上げることを狙っていたはずであり、どこかの時点で物価情勢が改善し、それに沿って長期金利が形成されていくはずなので、ECBにとっては、長期金利が下がることによる政策効果は得たいけれども、金利低下が行き過ぎると急にインフレ予想が戻ってきた時の反動が恐ろしいので、自然なかたちで調整が行われることがむしろ望ましいと思っていたと思う。そのうえで、急変するとボラティリティが高まるので純粹に良くなく、インフレ予想、経済の改善に沿って自然なかたちで長期金利が形成されていくこと自体は良いことだ、という考え方だ

と思う。もう1つは、オペレーション部局からすると、あまりに長期金利が下がり過ぎてしまうと、 -0.2% という金利下限の縛りのもとでは買えるものがどんどんなくなってきた、オペの継続に疑念が生じてくるということもあったのではないかと、個人的には思う。

2点目の質問については、ディーラーの動向を直接的に統計面から把握するのは困難であるが、白井委員がおっしゃるとおり、ECBがこの政策を導入した当初は、この政策への協力やプレゼンス確保という観点からディーラー側が在庫として玉を予め揃えておく行動が結構みられたという報道が幾つかあった。足もとでは、そのような傾向は徐々に減衰しているのではないかとと思う。もし、抱え続けていけば、今回の局面では相当な損失を被っているはずだが、そのような報道も少ないと思う。

3番目の預金金利のマイナスについては、正直申し上げて現段階では判断が難しい。欧州では、ECBは金利の下限として「 -0.2% 」に言及してしまっているので、「 -0.2% 」に目線ができてしまっており、違う情報が入るとその均衡から別の均衡に跳ねやすいということはあったと思う。

4番目については、引き続き、ドイツ国債で品薄感があるという声を聞くように思う。その一方、レポについては、ECBのスタンスとしては、ECBのSLFはあくまでラストリゾートであると位置付けているようであり、極力これに頼らないように手当てをすることが懲罰されていると思う。

木内委員

1点目は、国内の国債市場に関し、今回の金利の上昇を受けた国債市場の参加者の認識の変化についてである。1月、2月に金利が跳ね上がり、落ち着いたと思ったら、かなり短期間のうちにまた4月末から金利が上がり、前回と同じ位のところで打ち返されて落ちてきた。前回は、外的な要因もあってアクシデントという感じでもあったが、今回も外的要因がきっかけとはいえ、短期間でこのようなことが繰り返されると、従来のJGBマーケットについての考え方というか、金利観、相場観が変わってしまう

た可能性はないのか。つまり、本行が買い入れている間は金利が下がり続け、しかも、ボラティリティも非常に低いという認識が年初位まで強まっていたと思うが、それが、例えば、金利がボックス圏にあるとか、あるいは従来よりもボラティリティが高まったのではないかというような見方に変われば、オペなどにも影響してくると思う。金利がやや上がったのでオペに札を入れる先が増えてきて、応札倍率もやや高まっていると思うが、従来に比べボラティリティが高まっている、あるいは順調に金利が下がらないと思えば、いわゆる日銀トレードのようなところが弱まってしまう可能性があるので、その意味では楽観できないという気もする。最初に申し上げたように、局面がやや変わったというような認識が出ているというようなことはないのか。

2点目は、海外からの円債への投資についてである。3か月のドル投の円転コストとユーロ投の円転コストのチャートをみると、昨年まではほぼ同じように動いていたが、今年に入ってからはかなり乖離があり、ドル投の円転コストは依然として大幅なマイナス——10bp程度のマイナス——、ユーロ投の円転コストはややプラスと、非常に乖離している。これは、ユーロ安が進んで為替市場での需給関係が影響しているからという気がするが、このような状況では、例えば、ユーロを円転してTBを買えば、マイナスかかなり小さなプラスしかつかないと思う。それにもかかわらず、海外からの円債投資は、依然として、中長期も短期も欧州勢が支配的であるという統計になっている。これはどのように解釈できるのだろうか。例えば、短国への投資では、ユーロベースでは下手をすると絶対水準でマイナスということであっても、ユーロ圏の短めの金利が大幅に下がっていることを考えればそれでも良いということで、欧州の中銀などが日本の短国をかなり買っているという状況にあまり変化はない、ということなのか。

山岡金融市場局長

最初のJGBマーケットについては、私の個人的な見方であるが、今の段階で金利観そのものが大きく変わったとは考えていない。変わったのは、

ボラティリティに対する市場参加者の備え、捉え方だと思う。1月の段階では、市場参加者から困ったといった声が相当あったが、その背景としては、one way bet でかなり大きなポジションを抱えていた中でポジションの巻き戻しが起こったということがあったと思う。今回も、欧州の金利変動に伴いわが国の金利も変動したが、それに先立ち一方向の大きなポジションを抱えている先があまりなかった。その辺は、ボラティリティに対するある種の学習効果があったのではないかと考えている。オペの難易度という点では、one way の金利の見方ができてしまうと、例えば、市場参加者の間では、どうせ金利は下がるので今回のオペで国債を日銀に売らなくても次のオペで売れば良いということで、オペの倍率が一時的に下がりやすくなるということはあると思う。引き続き、金利動向によってオペの難易度が変化し、また色々な振幅が出てくる可能性はあろうかと思う。

2つ目のユーロについては、分析は進んでいないが、個人的には木内委員のおっしゃるようなところだと思う。昨年までは、ポートフォリオリバランスといえ、日本円で他の通貨を買うことであり、特に、ドル資産への需要が強いのでスワップのコストが上がるということだったが、欧州でも日本の資産買入れと同じようなP S P Pという政策が導入され、これもある種のポートフォリオリバランスを促す面があるので、日本もユーロもなるべく自分の通貨以外のものを買う方向の政策を実施していることが、このようなユーロのスワップコストの変動に繋がる面があると思う。そうした中で、なぜ欧州の投資家が本邦への投資に積極的なのかについては、木内委員がおっしゃるとおり、欧州で普通に運用すると利回りはマイナスになってしまうからということが大きいのではないかと思う。直接関係はないかもしれないが、例えば、欧州で社債をマイナス金利で発行する企業があるが誰が買うのかというと、そのような社債でも買わずに預金をしておくと、大口預金にマイナス金利がついてしまうかもしれない、預金でマイナス金利になるのであれば小さなマイナスなら社債を買った方が良いということになり、マイナス金利の社債への需要があるという話を聞く。このように、ユーロエリアの一部の金利がマイナスであるということが、

引き続き効いていると思う。

中曽副総裁

株価については、日本では日経平均株価が2万円台になり、米国ではイエレン議長が株高にウォーニングを発した。そこで、日本株はバリュエーション的にみるとどうか。割高なのか、割安なのか。少し長い目でみると、QQE導入前後から株価は上昇してきているが、この間、個人投資家は株式市場への程度回帰しているのか、あるいは回帰していないのか。

山岡金融市場局長

図表14(1)の日米欧のPERをみると、バリュエーション的には、日本株のPERは米国に比べればなお低い。これを指して、日本株はまだ買えるという外国人投資家もそれなりにいる。もっとも、日米欧全てでPERが上昇してきているので、この議論にどこまで乗っかって良いのかというところはあるが、海外の主要市場との対比では、まだ決して割高ではないという見方も出やすいと思う。個人投資家については、これまでは確かに日本の個人投資家の動きは、まだ比較的鈍いと言われることが多かったと思う。日本の株価上昇は、基本的には海外投資家主導で、個別株を物色しているのも海外投資家であるということではあるが、あくまでもミクロ情報ではあるが、足もとにきて個人投資家の意欲も少しずつ出てきている。例えば、NISAの申し込みが非常に増えているといったことも含めて、最近では株式市場への関心も徐々に高まっているという指摘もある。そうしたことが、最近の株価とドル／円の相関が少し薄れてきた面にも出てきているのではないかと言う市場参加者もいる。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

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。「世界経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」という判断は変えていない。ただ、図表1（1）のグローバル製造業PMIの動きからも分かるように、前回会合以降、米国と中国、さらにはアジア地域までを含めて、特に製造業周りを中心に弱めの指標が目立ったという感じを持っている。

米国経済については、図表2－1（1）の第1四半期GDPは、まだ1次推計値であるが、前期比年率+0.2%とかなりプラスを維持しているという状況である。低い成長率となった背景は、マイナスに寄与している純輸出であるが、（2）の最近3月までの実質輸出入の実績をみると、港湾ストの影響が後退してきたことで輸入の方が先に伸びてきた関係で純輸出がかなり悪化しており、これを踏まえて第1四半期実質GDPの2次推計値はマイナスに転じる可能性が高いようである。港湾ストの影響も相応にあるが、（3）にあるように、新興国経済を中心とする外需の弱さにドル高が追い打ちをかけているということも見逃せないと思っている。これを受けて、（4）の生産も、足もとで反発している自動車を除くと、原油安を受けた鉱業、それとも関係する一般機械、中国の安値攻勢を受けている鉄鋼や非鉄など、いずれも下を向いており、（5）の機械投資も足もと頭打ち感が出ている。（6）のISM指数でご覧頂くと分かるように、製造業は引き続き50こそ超えてはいるが、昨年の終盤から水準がかなり低下してきている。一方、非製造業は歴史的にも高い水準を維持しており、米国の回復基調を支える構図となっていると思う。その意味で引き続き米国景気の牽引役が期待される個人消費であるが、図表2－2（1）にあるように、年初の寒波による落ち込みからのリバウンドは確かにみられている。ただ、一方で、（2）の小売売上高の4月の実績をみても、今一つ勢いがいないのも事実である。その説明として、港湾ストの影響、天候、あるいは各種財価格の低下等、多くの仮説が議論されているが、いずれも単独で説明できる決定打がないというのが実情である。

今後については、F O M C の議事要旨でも示されているように、個人消費は、(3) のしっかりとした雇用・所得環境の改善、(4) の高水準の消費者コンフィデンスに支えられて、次第に勢いを取り戻していくとみているが、世界経済の牽引役ということでもあるので、今後とも注意深くチェックしていきたい。この間、物価については、(6) の3月のP C E デフレーターは、コアベースでも+1.3%と安定して推移しており、(5) の賃金関連指標も、引き続き総じて緩やかな伸びにとどまっている。

次に、図表3の欧州経済である。(1) にあるように、これまで個人消費主導で着実な回復を続けてきている。複合P M I を追いかけるかたちで、今後もG D P は緩やかながら伸びを高めていく気配である。(3) の消費者コンフィデンスもかなりの水準に戻ってきており、失業率も緩やかながら着実に11.3%にまで低下してきている。(4) の輸出、生産も上向いてきている。ただ、(5) にあるように、ドイツを除くと、その勢いが設備投資に伝わっていく気配はまだ窺われない。(6) の物価については、4月のユーロ圏H I C P 総合が前年比0.0%と漸く水面上に顔を出した。エネルギーのマイナス寄与があまり変わらない中で、財コア、あるいは非加工食品のプラス寄与が少し効いた姿となっている。色々な民間の見通しをみると、当面は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となっている。

もう1つ悪かったのは、中国経済である。図表4(1)の製造業P M I が50近傍で推移するもとの、生産の伸び鈍化には歯止めがかかっていない。この主な背景としては、(2) の固定資産投資の減速が続いていることがあり、より具体的には(3) にあるように不動産市場で、一連の対策の効果もあって不動産販売こそ前年を上回り始めているが、不動産投資が減少を続けている。(4) にあるように3線級都市などを中心に住宅在庫がなかなか解消できていないということがあり、投資に前向きな動きが出てくるには時間を要すると思っている。これに加えて、少し気になるのが、(5) の名目輸出であるが、第1四半期まで増加基調にあったが、足もと4月は頭を下げてきている。先程申し上げた米国の第1四半期の減速や港

湾ストの影響といった攪乱要因もあるので、基調の判断にはもう少しデータの蓄積を待ちたい。中国当局は、このような減速に対して、金融・財政両面で刺激策を加速させている状況である。(6)にあるように、貸出基準金利は、昨秋以降3度目の引き下げが行われ、短期金利も急低下している。財政面でも、公共投資の積極化が党によって明確に打ち出されており、先週は、地方債発行の安定消化を促す各種方策が緊急で打ち出された。地方の財政改革と不動産市場の調整が進行するもとで、財政刺激策を執行する際の主役である地方政府の資金繰りが、タイト化している様子が窺われており、刺激策が遅滞なく執行されるか否かというリスクの存在を再認識させられたところである。この点を含めて、中国当局の安定化策が、いつ、どの程度の効果が出てくるのか、注意深くみていきたい。

中国を除くアジア経済を図表5でみると、(1)にあるように、第1四半期は、今申し上げた世界的な製造業の減速の影響がアジアにも出てきているかたちである。(3)の米国のアジアからの輸入は、米国の港湾ストの影響は徐々に解消してきていると思っているが、中国の減速にはまだ歯止めがかかっていない状況であるために、今後の新興アジアの輸出、生産のリバウンドのモメンタムには少し不確実性があると思っている。一方、内需は、(4)の自動車販売も良くみて横ばいであるし、(5)の消費者コンフィデンスも、これまで上がってきたが、足もと国ごとの様々な理由で垂れている。物価が落ち着いてきている中で、これまで一連の金融緩和策が採られてきているので、こうした効果がどのように効いてくるか、見守っていきたい。

最後に、図表6-1の国際金融市場であるが、ユーロ圏における長期金利の変動は山岡金融市場局長から説明があったとおりであるが、ファンダメンタルな背景には、(3)のユーロ圏のインフレスワップ金利がインフレ期待の上昇を示しているということ、(4)では先行きの経済見通し自体、幾分上方修正されてきているということがある。図表6-2(5)の原油価格については、北米での生産減少などを材料に、このところ若干強含むかたちとなっているが、先物カーブをみると、期先は極く緩やかな上

昇にとどまっているというのが、前回会合以降の主な動きだと思っている。
以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

中国と米国について質問する。中国については、全体として経済指標が弱く、GDP統計でみると第1四半期のデフレーターが前年比でマイナスになり——統計の精度がどの程度か分からないが——、さらに一部の雇用関連の指標も少し弱く出てきている。従来は、成長率が下がってきても、潜在成長率が下がっているので需給ギャップがあまり変わらずに安定的に推移しているという判断で良かったと思うが、雇用情勢も悪くなっている、物価もデフレーターでみて下がってきているとなると、成長率は潜在成長率よりも低い水準に落ちてきて、もはや安定状態が少し崩れているのではないかという見方もできるように思うが、そこまではみていない理由を教えて欲しい。また、政策効果について、預金準備率の引き下げや地方債の適格担保化など人民元貸出を増やすような政策は打たれているが、一方で、人民元貸出と社会融資総量の伸び率の乖離がかなり大きくなっている。シャドバンキング改革が進んでいると前向きに評価できるかもしれないが、シャドバンキングが相当絞られている中で人民元貸出が増えるだけで果して景気刺激効果が出てくるのだろうか、ということを考えると、対策を打ち始めたので大丈夫だと言うのもどうだろうかという気もするが、どうか。

次は、米国のGDPについてである。第1四半期の成長率はかなりゼロに近く、さらにこれからマイナスに下方修正される可能性が高いと思うが、一方で、サンフランシスコ連銀から、第1四半期は季節調整の歪みがあるという指摘があった。しかし、図表2-1(1)をみると、今年と去年は確かに第1四半期の伸び率は低いですが、2012年、2013年はそうでもないの

で、本当に第1四半期が凄く歪んでいるのだろうかとも思う。この点について、見解があれば教えて欲しい。また、図表2-1(2)の実質輸出入で、港湾ストの一巡で輸入が非常に増えているが、輸出と輸入で回復のタイミングが大きくずれるものなのか、そして、もしこれから輸出が遅れて戻るとすると、どのようなペースで戻るのか。輸入のように一気に戻るのではなく、もう少し時間をかけて戻る可能性もあると思うが、この辺りを教えて欲しい。

長井国際局長

中国については、ご指摘のとおりデフレーターが初めてマイナスになり、卸売物価的なPPIが3年以上マイナス圏ということなので、われわれもデフレ圧力を懸念している。ただ、先般の北京事務所電にもあったが、川上でのデフレ圧力はあるが、それが川下の消費者物価のところまで来るかというと、個人消費も、それほど高い伸びではないが意外としっかりしており、目先ここが崩れてくる感じはないようである。また、ファンダメンタルズではないが、食料品等の価格の動きをみると、当面消費者物価がどんどん落ちてくる感じはないという意味で、当局も、表面的にはそれほど強い懸念を表明してはいない。ただ、特に、製造業を中心とする生産過剰、過剰設備の状況をみると、潜在的にはデフレ圧力はかなりあるのではないかと考えているので、当面公共投資などで下支えされるかもしれないが、そのようなリスクを気にしていかなければならないと考えている。その意味で、当面は安定しているが、絶対大丈夫と安心している訳ではない。

それから、人民元貸出だけで支えられるのか、シャドバンキングがシュリンクしている中で本当に必要な資金を供給できるのか、という点は、まさに彼等が今悩んでいる点だと思う。今回、地方債の借換債を銀行に引き受けてもらうのにも、人民銀行による買取りなど一種補助金的なことを実施しており、それだけでは賄えない分については、取り敢えず融資平台への貸付けを延長するなどの方策を採らなければ、正規の銀行を通じた人民元の貸出だけ、すなわちマーケットメカニズムだけでは、今の安定成長

を維持するのはなかなか苦しいと思っているのではないかと考えている。その意味で、かなりイレギュラーな方策を採りながらやっているのですが、どうにかなると思うが、一方で、成長を促すような資金が銀行から人民元貸出でどんどん出ていくかという、銀行監督当局の指導もかなり厳しく、中小企業や民間企業など本当に資金を必要としているところに資金が回るかという、なかなか回りにくい状況になっている。貸出金利を下げて、それに乗せるスプレッドはなかなか下がらないといった状況もあると思う。そこは、引き続き金融面で、安定成長維持の制約にならないように色々な方策を尽くしていかなければならないという意味で、木内委員がご指摘になったような非常に大きな悩みは存在すると思っている。

米国の第1四半期のGDPの季節調整は、ご指摘のとおり今大論議になっている。私も含めて、これからガソリン安の影響も含めて結構強く出るだろうと言っていた人が、自分をディフェンドするために季節調整に興味を持つというのは非常によく分かるが、ご指摘のようにFedがペーパーを出しているが、実は、同じFedの系統から、季節調整が十分かかっていないというペーパーと、かかっているというペーパーが出ている。ペーパーを担当にみてもらったところ、同じようなアプローチだが、サンプル期間が結構違っていることで、seasonalityが残っているという結果と残っていないという異なった結果になっているようである。その意味では、サンプル期間によって結構ばらつきが出てくるので正解はよく分からないが、BEAという公的当局自身も、一部の指標についてはseasonalityが残っていそうだと言っており、このためにということではないが、定例の7月の統計改訂時に必要であれば見直すと言っている。今後、その見直しが起きる可能性はあると思っている。第1四半期が低い中で、等速で伸ばしていくと成長率はなかなか高まらないが、そのような改訂などで通年のGDPは読みにくい状況になっていると思っている。

最後に、輸出入のずれについてであるが、アネクドタルな話では、港湾ストでとまった時に、輸入して到着してしまっている物をまずどうにかしないと腐ってしまうというようなことがあり、輸入の方からはけさせて

まず場所を作ってそれから輸出、というような順序があるようである。そのため、輸入の方が先行している。その後の輸出のデータも段々出てきているが、輸入のように今までの落ち込みを一気に取り返すような姿になるかということ、基調として、海外需要の弱さ、ドル高の影響があるので、それほど impressive な戻りにはなってきておらず、今後も、一気に戻すほどは基調は強くないと思っている。

佐藤委員

先程の米国の seasonality の質問に関連するが、1～3月期に大幅な減速が生じた時の理由を調べてみると、それぞれの年でそれなりに違った理由があり、例えば、今年と昨年では全然違った理由で下げている。その意味で、果して本当に seasonality があるのかについては、個人的にはやや suspicious である。それに関連して、先程少し説明があったが、4～6月期も、これまで出てきている指標をみる限り、リテールセールス、I I P、あるいは設備投資関連にしても、それほど弱いとこのままでは下手をすると非常に低い成長率にとどまるのではないかという懸念があるが、この辺りはどのようにみているのか。振り返ってみると、このような外需の状況では、1～3月期のマイナス成長への改訂はほぼ間違いないと思うので、1～3月、4～6月を均してみると年前半はほとんどゼロ成長、ということにもなりかねない。米国経済に関しては、年初はいつも「今年は3%成長は堅い」と言っているが、そのあと段々「こんなはずではなかった」となるパターンが、ここ暫く続いている。4～6月期の足取りの鈍さが心配だが、この辺りはどのようにみているのか。

長井国際局長

季節調整については、確かに過去の1～3月期の減速は違う理由であり、B E Aが公的に出しているドキュメントでも、個別の指標がどうこうという話はなく、一般論として、彼等は、各統計作成省庁が季調をかけてきたものを積み上げて出しているなので、それぞれの季調は合っているかもしれ

ないが、もしかしたら aggregate したもので季節性が残っている可能性があるかもしれないとか、各省庁がマンスリーやクォーターリーで季調をかけた計数を無理矢理足し上げているので、この点でも何か問題があるかもしれないなど、色々なことを言っている。その意味では、特定の犯人がいるという有力な説はなく、先程も申し上げたように、検定でもサンプルによってパターンが違うので、もしかしたら季調に問題はないかもしれず、そのような可能性は全然否定するものではないと思う。

4～6月の出だしが悪いということは、佐藤委員がおっしゃるとおりであり、私も第1四半期だけで全てが終わったと言うつもりはない。第2四半期についての民間の見通しは、4月の小売統計が出る前でも、+2.9%程度が平均で、高いところで+4%、低いところで+2%なので、多分もう少し下がっていくだろうと思っている。民間の第1四半期の見通しの平均は-0.9%程度だと思うが、例えば、-0.9%の次にコンセンサスの+2.5%、その後も+2.5%の等速でいくと、通年で2%程度の成長になる計算である。その意味で、先程申し上げたように、今後、等速の回復を前提にすると、2%台前半の可能性が高いと思うが、先程申し上げたような季節調整の改訂等があると、どのようになるかよく分からない。去年のパターンは、第1四半期-2.1%のあと、第2四半期は+4.6%、そのあとは+5.0%、+2.2%となっており、このようなパターンをたどるとこれから意外と強いかもしれないというのが、昨日のFOMCの議事要旨でも書かれていたところである。このように、非常に数字を当てにくい状況になっていると思っている。

白井委員

サンフランシスコ連銀のレポートについては、2010年以降に第1四半期の下落が相当大きくなっており、residual な seasonality を調整したあとでも下落しているとのことである。2010年以降なので、世界金融危機以降の何かがあるのだろうという気もするが、とにかく2010年以降にはっきり出ている点は注目点だと思う。

1 点目の質問であるが、日本銀行では色々な financial condition index のようなものを作っているが、IMF も同様のものを作って各国の金融環境の状況を測定しており、このところアジアが全体的に緩和的ではないという結論を出している。アジアの国は3つに分かれており、緩和的な国は日本と韓国だけで、中国、台湾、香港のようにドルにペッグしているところはタイトになっている。それ以外のアジアは、ほとんどが中立で緩和的ではないということであり、世界金融危機後にそのような状況となっている。今のアジアの景気はそれほど良くないが、これには、中国やコモディティの要因、米国の第1四半期が良くないことなど色々な要因があると思うが、もう1つの要因として、金融環境がそれほど緩和的ではないということが背景にあるのかもしれないと思う。その理由としては、政策金利や中国の場合は預金準備率を下げたとしても、先程中国のところで長井国際局長から少し説明があったように、結局スプレッドが縮小しておらず、長期金利が結構高かったり、実質実効為替レートが増価しているということもあり、政策金利を下げてても全体的な金融緩和効果が十分発揮できていないという結論が出ている。中国も今一生懸命、預金準備率を下けているが、先程おっしゃったように、全体でみるとそれほど金融緩和的でもない。このことが、アジアが今若干減速気味であることの一因であるという指摘があるが、その辺はどのように考えているのか。

2 点目は、中国の株価についてである。先程の説明にもあったが、中国の株価は非常に高くなっており、PERは確か20倍位だったと思う。やはり、その影響は凄く懸念される。IMFのレポートによれば、株式のリターンとボラティリティの各国間の連動性は今非常に高まっており、これまでは先進国発のショックが新興諸国に波及していたが、今は逆になっているそうである。つまり、先進国はネットではショックを受ける方になっているそうであり、今のショックの発信源はアジア、中でも中国らしい。そうなってくると、これだけの株高にいつか調整が起こるとなると、アジア域内は勿論世界全体にも影響する可能性があるので、中国の株価動向は非常に懸念している。従って、この点は、もう少し分析した方が良いと思

う。もう1つは、資金がシャドバンキングと預金から株式の方に移動しているようである。それもあってだと思うが、人民銀行が、預金金利を基準金利の1.5倍まで拡大できると言っておきながら、窓口規制でそこまで預金金利を上げないように言っているということは、預金獲得競争が相当起っているということであり、その背景には、恐らく、資金が預金から株式に向かっているということがあるのではないか。そのため、マージンがスクイズされてしまうことを恐れて、預金金利をそれほど上げないようにと言っているようである。このように、どうも株式と関係があるようだが、その辺りに関し、預金の流出がどの程度深刻なのか、分かれば教えて欲しい。

長井国際局長

ご指摘のように、為替をドルとどのようにアレンジメントしているかによって、国によってばらつきが出ていると思う。タイトという意味では、例えば、中国についても、実効レートでは為替レートの水準はかなりきついのだろうと思っている。最近では、タイ中銀などで、必ずしも為替面できついのかどうかは分からないが、緩和措置を採って、同時にバーツ安を促すようなことをしている。このように、為替を何とかしたいという意識を、タイや韓国辺りが非常に強く打ち出してきているので、ご指摘のようなF C I的な意味での金融環境をかなり気にしてきているのだろうと思っている。その中で、アジア地域の不振は、中国の減速や米国の港湾の問題などがあるが、やはり内需面で、家計債務を中心に債務残高が積み上がっていくことが多くの国にとって悩みとなっており、国によっては、家計の債務状況がサブプライム前の米国に近いような状況になっているとの指摘もある。その中で、金利を通じた金融緩和を実施しにくいといったところが制約になっている国もある。そのようなところで、為替で対応するなど色々な制約に面しながら内需の弱さに直面しているという状況があると思っている。

中国の株価については、山岡金融市場局長からも説明があったが、確か

に少し危険だと思っており、われわれも非常に注意してみている。信用貸しのようなものもあるし、今まで株を買ったことがなく、学校も中学位までしか出ていないような人達が大勢、口座を開いて株を買っているというようなことが報道されているので、少なくとも国内については——海外へのスピルオーバーはまだ十分分析しきれていないが——、株価が下落すると社会的にダメージは大きいと思っている。そのように、安定が危うい状況なので、当局もそのようなことは避けようと動くという意味で、彼等もその点を気にしながら政策運営をするだろうと思っている。

最後に、確かに、預金の基準金利を自由化したが一方で行政指導で抑えているというようなことが言われており、そのようなことはわれわれも色々なルートから聞いている。資金が株式市場に流れないようにしている面もあるだろうが、一方で、先程も申し上げたように、銀行システムを通じて地方財政、あるいは国有企業も含めて、ある程度サポートしなければならない中で、全部自由化してマージンがスクイズされてしまうともたいないといったような配慮もあるのだろうと、個人的にはみている。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒーストップを取りたいと思う。再開は、15時04分でお願ひする。

(14時59分中断、15時04分再開)

3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

それでは、国内経済情勢について説明をお願いする。

前田調査統計局長

本日配付の資料－4（参考計表）【追加】で、昨日公表されたGDPの数字をご説明する。図表1（2）にあるとおり、1～3月の実質GDP成

長率は、前期比+0.6%、年率+2.4%と2期連続のプラスとなり、10～12月に比べても伸びを高めた。この結果、資料には書いていないが、2014年度通期では-1.0%で着地したことになる。1～3月の成長率の中身をみると、純輸出、外需は-0.2%と若干のマイナスとなった。これは、輸出は引き続き増加したが、輸入がサービス中心に高めとなったことの影響である。一方、国内需要の寄与度は+0.8%とかなり高めとなった。中身をみると、公的需要、公共投資は若干のマイナスに転じたが、民間最終消費支出、個人消費が3期連続のプラスとなったほか、設備投資も4期振りのプラス、住宅投資も4期振りのプラスとなった。名目GDPは、前期比+1.9%、年率+7.7%と2四半期連続で増加し、しかも極めて高い伸びとなった。原油安の影響がフルに効いてきたということであり、経済全体の所得形成は1～3月はかなり強かったと言えると思う。

ここでは、ネガティブに見える部分を2点申し上げておきたい。第1に、成長率に対する在庫のプラス寄与が0.5%とかなり大きく、これを除くと極く小幅の成長にとどまるという点である。確かに、この1～3月のプラス寄与が高かったために、4～6月に反動で少しマイナスに出る可能性があるもので、その辺りは一応慎重にみておく必要はあると思う。しかしながら、1～3月については、輸入の伸びが高かったのも、最終需要——ここには数字はないが——としては前期比+0.6%としっかりとした伸びとなっている。特に、民間最終需要がいずれもプラスになったことは、モメンタムがしっかりしてきたことを示していると思っている。また、在庫については、成長への寄与としてはプラスであったが、在庫投資自体はマイナスで、マイナス幅が縮小したことで成長率にはプラスに寄与したということであり、いわば在庫残高自体は減少しており、GDPの増加と相俟って在庫率は低下しているため、特に過剰感が高まっているという訳ではない。第2に、設備投資はプラスには転じたが、プラス幅が小幅にとどまり、少し鈍いのではないかという感じがする点である。1～3月の時点では、企業の投資にはまだ慎重さが残っていた可能性もあるので、その背景は詳しくは分からないが、場合によっては消費税の影響が残存した、あるいは

秋以降の急速な円安、原油安に伴う不確実性の高まりといったことが影響した可能性がある。一方で、技術的なことだが、昨年1～3月の設備投資はかなり高かった。消費増税前の駆け込みが多少あったと思うが、建設機械やPCなど色々な駆け込みがかなり強かったのも、その分、季節要素が少し強めに出て、従って季節調整後が少し弱めに出やすいということもあると思う。足もとの動きをみると、後述のように企業マインドに改善の動きがみられる中で、機械受注がしっかりしてきていることなどを踏まえると、設備投資の判断を修正するほどのものでもないと考えている。以上がGDPである。

次に、事前に配付している資料－4（参考計表）に沿ってご説明する。図表4の公共投資をご覧頂くと、GDPの説明で申し上げたとおりだが、（1）の月次指標の公共工事出来高は、ここにきて緩やかながら減少傾向に転じてきたのではないかと思う。一方、（2）の先行指標の公共工事請負金額は、4月はかなり大きく増加している。われわれが聞いているところでは、比較的多年度に亘る大型案件の集中によるということであり、方向としては、やはり公共工事は緩やかながらも減少していくということだと思っている。

輸出入については、前回会合で3月の実質輸出入をご説明したので、本日は国際収支について申し上げておく。国際収支は、3月の経常黒字が2.07兆円、年率で20兆円以上となるが、これは2007年10月以来の高水準である。これは、基本的には、輸入が春節の影響で3月に大きな反動減が出たことが影響しているのも、黒字はやや出来過ぎと思っている。ただ、図表6（3）の対外収支をご覧頂くと分かりますとおり、傾向的にみても経常収支はこのところ黒字が拡大してきていると思う。これは、所得収支の増加という基調的な動きに、輸出の持ち直し、そして原油安が加わったためであり、当面こうした黒字の拡大傾向が続くのではないかと思っている。

続いて、図表13の企業マインドの月次調査では、4月調査、一部で5月調査が出てきている。まず、企業ではないが、図表13の＜参考＞の景気ウォッチャー調査の4月調査が出ており、改善傾向が続いている。それ

以外の企業のマインドとしては、(5)の帝国データバンクの4月調査も、一頃に比べ改善してきていることがみて取れる。そして、資料配付後に出ている数字を申し上げると、QUICK短観の5月調査が出ており、製造業が3ポイント改善、非製造業が6ポイント改善と、ともにはっきり改善してきているので、様々な要因から企業のマインドは再びしっかりしてきているということで良いと思う。そして、資料にはないが、このところ1～3月の上場企業の決算が出ており、9割以上出揃ったので概要を申し上げておく。1～3月は、利益は前年の駆け込みの反動、商社の資源関係の特損、一部電機的大幅赤字が効いて、全体では少し減益となった模様である。もっとも、2014年度通期では、そのようなところを含めても1桁台半ばの増益で着地し、過去最高を更新した模様である。今のところ、2015年度の企業の計画では、前年比で10%弱の増益計画が示されており、1年前のこの時点の2014年度の計画では1桁台前半であったので、昨年度に比べるとしっかりとした収益計画になっている。

そのもとでの設備投資については、図表15、16で月次調査の四半期の動きをご覧頂くと、大体1～3月が出揃い、まず、図表15の資本財総供給の1～3月は横ばい圏内にとどまり、GDPと同じくあまり冴えなかった。これも、昨年1～3月が駆け込みで大きく増加し、今回季節調整替えが行われ、どうやら1～3月の季節要素が膨らんでいることも何がしか影響している感じがする。均してみれば、緩やかな増加基調ということで良いと思うが、図表16で機械投資の先行指標である機械受注も1～3月が出揃い、民需（除く船舶・電力）は1～3月の前期比は+6.3%とかなり高い伸びとなった。一方、4～6月の見通しが前期比-7%程度となっていることが若干気にならないではないが、機械メーカーからのヒアリングも併せて考えると、基本的には1～3月の大幅増の反動と考えており、受注残高の統計では3月にかけてさらに積み上がっているのも、何らかの基調の変化を示唆するものではないと、現時点では判断している。上場企業の決算発表時の今年度の投資計画をみても、増加するとする先が多いようである。

続いて、図表 17 で個人消費をご覧頂きたい。前回の会合で 3 月分の販売統計について既にご説明しているが、その後発表になった家計調査によると、消費水準指数（実質・除く住居等）の 3 月の前月比は+3.8%と、3 月の家計調査はどうやら強かったようである。一方、家計消費状況調査は、3 月の前月比は-4.4%と非常に弱く、本年入り後相当弱い。本年からの調査方法の見直し、あるいは回収の担当業者の変更という技術的なところが影響しているのではないかと考えている。4 月入り後の状況について分かっていることを申し上げますと、図表 19（2）で 4 月の自動車が、軽まで含めた全体で大きく落ちており、これは専ら軽自動車の落ち込みである。それを除くと横ばいが続いている。軽の落ち込みについては、以前から申し上げているとおり、大手 2 社のシェア争いのための販売促進が一服し、軽自動車税引き上げもあり反動減となっている。図表 20（1）で百貨店等の 3 月までの数字をご覧頂くと、百貨店あるいは年初まで弱かったスーパーについても、2 月頃から良くなっている。昨日辺りに出ている業界統計によれば、4 月は 3 月対比で横ばい圏内——百貨店は若干増え、スーパーは少し落ちている——となり、1～3 月と比べると増加しているので、堅調な状況になっていると思う。

図表 21 の消費者コンフィデンスについては、消費者態度指数は前回会合でご説明したが、その後出ている生活不安度指数——これも振れが大きいのははっきりしたことは言えないが——は、極く足もと少し改善し、両者とも改善している。景気ウォッチャーの家計関連についても、改善傾向が続いている。昨年末にかけて慎重化した消費者マインドも次第にしっかりしてきていると思う。

以上のように、個人消費については、まず、GDP ベースで 3 期連続の増加となったこと、月次統計も総じて良くなっていることとみられること、そして一頃弱かったマインド、あるいは地方を中心としたスーパーも改善方向にあることなどを踏まえると、消費の足取りは次第にしっかりしてきているとみて良いと判断している。

図表 22 の住宅については、住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸

数は、2月に年率90万戸台を取り戻した後、3月も小幅増加しており、今後住宅投資が増えていくことを示唆しているようにみられる。

図表24の生産・出荷は、前回会合で速報時点の計数をご説明し、確報で少し下方修正されているが全体の姿は変わっていない。すなわち、1～3月では、生産が前期比+1.5%と2期連続で増加し、伸び率も高まった。企業ヒアリングによれば、先行き4～6月に一旦横ばいとなったあと、今回初めてヒアリングした7～9月は、緩やかに増加といった感触を受けている。このうち、4～6月については、前月時点の見方と比べると小幅下振れている。その1つの理由は、自動車において、一部メーカーのリコールの影響、そして軽自動車の落ち込みが想定を幾分上回ったことである。もう1つは、鉄鋼において、そのような自動車の影響やアジア市況の弱さから幾分下振れていることである。最終需要の動きをみる限り、生産の緩やかな増加基調が崩れるとは思っていないが、当面は、下方へのリスクにも一応の注意が必要だと思っている。それとの関係で、図表26(2)の製造業PMIは、ここ数か月少し鈍くなって4月は50位まで落ちている。本日公表された5月は、4月に比べて1ポイント程度改善し51位であったので、一頃と比べて少し鈍いが、ずるずると下に行く感じでもないと思っている。

図表29、30辺りで雇用の傾向的な動きをみると、図表29(1)の労働需給では、3月は失業率が再び下がり、有効求人倍率は2月から横ばいと、労働需給は傾向的に着実に改善していると思う。賃金については、サンプル替えの影響でなかなか読みづらく、以前に比べると多少弱めになっているが、図表30(3)の所定内給与の傾向的な動きをみると、一頃のマイナスから水面上に出てきており、緩やかに改善してきているということだと思う。今後、今年度の賃上げを確認していきたいと思うが、ベアがほぼ反映されるのは6月であるので、そこまでの統計を待つ必要があると思う。

最後に、物価についてである。図表33の国内企業物価は、4月に前月比で+0.1%、3か月前比で+0.3%と、小幅ながらプラスに転じており、ほぼ下げ止まったと言って良いと思う。この動きは、原油の動きを反映し

たものであり、従って当面緩やかに上昇するとみて良いと思う。一方、C P Iについては、3月の全国の除く生鮮の前年比は+0.2%となり、2月に比べ0.2%ポイント改善した。われわれは、0%か0.1%と思っていたが、耐久消費財が若干上振れたことで、3月は若干強めであった。逆に、4月の東京は、3月の+0.3%から+0.2%、除く食料・エネルギーで+0.2%から-0.1%と、若干弱い。東京の中身について申し上げると、図表41(2)の財については、マイナス幅が縮小しているが、何が上がったかという点、特に、食料工業品の上昇率が高まり、耐久財も少し改善している。財は少し上がったが、サービスは小幅のプラスから小幅のマイナスに転化した。この背景には、比較的大きなものとして宿泊料、外国パック旅行が弱かったということがある。これには日並びの問題、あるいは原油価格が下がったことがサーチャージにフルで効いているということがあり、1か月だけとは言わないが一時的な要因も相応に影響しているようである。財は言うまでもなく、サービスについても上がっている品目が増えている。このようなことを考えると、基調的にはサービスも上昇率を高める方向にあるのではないかと考えている。ただ、一方で、上昇している品目をみると、私どもが想定したよりも少し上昇率が鈍いという感じも少なくはない。いずれにせよ、東京と全国の動きは去年も異なっているので、まずは4月の全国をみる必要があると思う。

最後に、以上を踏まえて簡単にまとめさせて頂く。景気は、GDPが2期連続でプラス成長となり、鈍さが残っていた家計支出でも改善基調が徐々に明確になるなど、足取りはよりしっかりしてきていると判断している。名目GDPにみられるような所得形成面の足もとの強さを踏まえると、今後景気のパラダイムは次第に強まっていくと考えて良いのではないかと考える。ただ、生産面、あるいはその背景にある外需面で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。一方、消費者物価の前年比は、当面、若干のマイナスの可能性も含めて0%程度で推移するという見方である。基本的に個人消費はしっかりしているし、業界からは、4月に値上げをしたがどうやら何とか

消費者に受け入れられているのではないかといった声が、特に、昨年と比べると多いようである。このため、今後エネルギー以外の物価上昇率は次第に高まっていくとの考え方を、現時点では維持して良いと思うが、4月の東京で多少弱めの感もあるので、本当に想定したような動きとなるかどうか、時間をかけて見極めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

原田委員

図表5の実質輸入の2015年1～3月の季調済前期比は+0.7%と、あまり大きな伸びではないが、GDPでは非常に大きく伸びている。この違いは何なのか。この実質輸出入から、GDPがどの程度になるかを予測していると思うので、これらが大きく違っているとGDPの予測が違ってしまう。この違いは何かを教えてください。

前田調査統計局長

これには2つ理由があると思っている。1つは、通関輸入とGDPの輸入の大きな違いは、サービスの輸入である。サービスの輸入は国収統計から作られる——勿論財も結局は国収統計から作られる——が、1～3月は、GDPの輸入は前期比+2.9%だったが、サービスは+5.8%とかなり高かった。資源の権益関係の払いがあったからと聞いているが、そういったものを中心にサービスの輸入が強かった。ただ、財についてもGDP統計では+2.3%と通関よりは少し強い。国際収支統計では所有権移転時点なので通関統計とは多少概念が異なっており、そのようなことが影響していることもあるが、大きな理由としては、リーマンショックで非常に大きく振れた時に、通関輸入ではそれを季節要素ではなくダミー処理しているが、GDPではどうもダミー処理されていないことから季節要素が違うということ、われわれの方でも認識している。このため、通関はこうだがG

D Pの輸入はこうなるだろうということは事前にほとんど把握できており、出てきた数字はそれに近かった。

佐藤委員

G D P統計の在庫について、今回から1次速報段階で在庫の内訳を前期差のかたちで実数値が公表されるようになったので、その中身、すなわち原材料在庫、仕掛品在庫、製品在庫、流通在庫がどのような動きをしているか分かるようになった。それをみると、前期差でプラスになってG D Pにプラス寄与しているのは仕掛品在庫で、+0.3%ポイントの寄与である。一方、流通在庫はプラス寄与だが、減り方が少なくなることでプラス寄与になっている。製品在庫はマイナス寄与になっているが、これは、減り方が大きくなってマイナス寄与となっている。トータルでは、仕掛品在庫と流通在庫のプラス寄与が結構大きく、全体としても前期比で+0.5%ポイントのかなり大きい寄与が立つかたちになっている。これが、先程説明のあった生産のイメージとどうも合わない。合わないというのは、例えば、自動車で、軽を中心に在庫調整——流通在庫だと思うが——があるであろう、鉄鋼も自動車の生産調整、あるいは中国の需給のだぶつきを受けて在庫調整があるだろうということだが、そのような生産の横ばい圏内という見通しの理由と、このQ Eベース、S N Aベースの在庫のイメージが今一つ合わない。これをどのように整合的にみていけば良いのかについて、何か考えがあれば教えて欲しい。

前田調査統計局長

まず、在庫の推計は非常に難しいので、内閣府も苦勞されていると思う。どのような点が難しいかというと、在庫を実質化してそれを差し引きするのだが、例えば、在庫評価では後入先出など色々な方法が適用されており結構難しい。何を申し上げたいかというと、1～3月の在庫が本当にG D P統計のような姿かどうかは分からない、ということである。さらに申し上げると、今回仕掛品在庫が増えているが、1次Q E段階では、原材料在

庫もそうだが、何か統計がある訳ではなく 10～12 月までの実績を A R I MAモデルで伸ばしているということなので、法人季報が入ってまた推計し直した時にどのようになるか分からない。そのうえで、佐藤委員もおっしゃり、私も冒頭に申し上げたが、在庫が全体として非常に積み上がっている訳でもなく、減り方が小さくなったということである。昨年 4～6 月は、反動減で在庫が積み上がってしまい在庫投資がプラスになったので、調整圧力は比較的に低かったが、今回はそこまでは強くない。生産については、佐藤委員もおっしゃったように、自動車の一部や鉄鋼で軽度の在庫調整があるだろうと考えているが、われわれとしてはあくまでも調整は軽度であろうと考えている。在庫調整によって 4～6 月の生産全体にそれほど大きな下押し圧力がかかるとも思っていない。4～6 月の生産は、前期比で若干のマイナス程度ではないかと思っているが、1～3 月に 1.5%増えたあとの若干のマイナスなので、特に大きく崩れるとはみていない。従って、G D P の姿とわれわれが理解している製造業の姿が大きく乖離しているかということとそうでもなく、何とかぎりぎり整合的に考えられなくもない、という感じでみている。

白井委員

G D P 統計の名目雇用者報酬は、毎勤統計の雇用者所得と少し違う動きをしている。雇用者報酬の方の伸び率は足もとどんどん下がってきているが、雇用者所得ではそのような感じはみえない。これは、毎勤統計に入らない何かが下落しているからだと思うが、その点、もし何か分かれば教えて欲しい。

2 つ目は、以前からここでも議論されているが、毎勤統計の 1 人当たり現金給与総額は、パート比率の高まり、すなわちパートへのシフトというシフト効果があるので、全体でみた平均賃金はどうしても高くない傾向があったと思うが、昨年頃からパートの雇用が難しいとの声が聞かれるのでそのような傾向が弱まるのかと思ったら、最近また高まっている。これは、65 歳以上の男女の方が退職後に非正規で再雇用されるケースが多

いのかかもしれないが、パートへのシフトの傾向が強まっているような感じがする。ここ1～3月には、それもあって平均賃金が結構伸び悩んでいるという感じがする。この傾向が長く続くという見方もあるが、シフト効果やその影響、今後の見通しなどについてはどのようにみているのか。

3つ目は、新規求人数が今少し減りつつあり、超過労働時間も主として製造業中心に減ってきている。これだけみると、経済活動がそれほど活発ではないような気もするが、これは一時的なものとみているのか。

4つ目は、長期失業率あるいは構造的失業率についてである。以前に原田委員もおっしゃったが、高齢の労働者が増えていることに関し、高齢者は経験があることもあり失業率が一般的に低いので、全体に占める高齢の労働者のシェアが増えることによって、構造的失業率が下がってきているのではないかと、従って、見た目よりスラックがあるかもしれないという米国での研究がある。日本でもそのような状況が出てきて、高齢化による構造的失業率への影響があるかもしれない。実際の失業率が3.4%まで低下してきて、日本銀行の構造的失業率の推計値である3%前半に入ってきているが、その辺りはどのように考えているのか。

原田委員

関連してコメントしたい。日本銀行では、UVカーブを使って構造失業率を計算しているが、UVカーブ自体が景気の局面によってシフトするので、そこから計算される構造失業率がそもそも構造的なものと言えるのか大きな疑問がある。さらに、物価が上がってない以上、full employmentという意味での構造失業率にはまだ達していないということを、強く認識しておくことが大事ではないか。

前田調査統計局長

まず、GDP統計の雇用者報酬と毎月勤労統計で計算した雇用者所得の違いについては、GDP統計は、毎月勤労統計の賃金と労働力調査の雇用者数を掛け合わせて、それ以外のものは独自のデータで推計されており、

白井委員がおっしゃったように、われわれが毎勤などで計算すると、10～12月から1～3月にかけては雇用者報酬の伸びがむしろ少し高まって良いということは理解しているが、今回のGDP統計で雇用者報酬の伸び率がかなり低下したことについては、若干パズリングな部分がある。色々な理由があるがその1つには、10～12月のGDPの雇用者報酬がかなり高くその反動が出た可能性がある。10～12月は通常の両者の関係以上に高かったが、考えられる仮説としては、例えば、退職金が結構出た、あるいは人事院勧告が決まって公務員の給与が払われた、ベアが決まって追払いを含めて払われたといった仮説が考えられる。すなわち、10～12月が高過ぎたのでその反動が出た可能性がある。もう1つは、推計には内閣府もその時々で色々苦労されていると思うが、もしかしたらわれわれが認識していないような推計方法があったのかもしれない。これらはあくまでも仮説であるが、いずれにしても、四半期ごとにみれば両者は結構ぎくしゃくすることがあるので、傾向的な動きをみていく必要があると思う。

2点目のパート比率については、1月以降かなり増えているが、われわれが掴んでいるところでは、サンプル替えの要因と考えている。新しいサンプルでは、パート比率が高いサンプルが取られており、パート比率は継続せずに出しているので、前年対比でみるとパート比率が非常に上がるということが起きているようである。

3点目の新規求人については、ここ数か月、新規求人数が少し下がってきている点は、われわれも認識している。ただ、図表29(2)の新規求人数を移動平均でみると、年初にかけて飛び上がってその反動かもしれないので、もう少しみてみたいと思う。われわれは、今のところ、企業の求人意欲が衰えたとはみていない。人を採れないので求人を諦めたという話もたまにはあるが、基本的には、求人意欲はまだ強いと思っている。

最後の構造失業率については、非常に難しい問題だと思う。原田委員からご指摘があったように、構造失業率には色々な捉え方があり、UVカーブのどこの傾きを取るかというような問題もある。原田委員がおっしゃった、物価や賃金が上がっていないならそこから逆算して構造失業率を導く

べきであるというNAIRUのような考え方で推計する分析もある。いずれにせよ何が良いのか分からないので、引き続き研究を深めていくしかないと思っている。白井委員がおっしゃった、高齢者が増えると構造失業率はどうなるのかという議論については、若者は仕事を選び好みするので失業率は高いが、高齢者は比較的選り好みせず、どんな職でもやりますという感じがあるので、理屈的には、高齢者が増えると構造失業率が下がるということはあるかもしれないが、それによって構造失業率が大きく下がっているのかどうかについては、何とも言えないと思う。

木内委員

1点目は機械受注についてである。4～6月の機械受注のコアの先行き見通しが非常に下振れているが、これは1～3月の反動であるという説明であった。確かに、1～3月、特に1月と3月には大型案件が集中しているので、均してみるの正しいとは思いますが、均してみた場合はほぼ横ばいになる。そうすると、順調と言うのはちょっとどうかと思う。また、1～3月のGDP統計の設備投資や資本財総供給については、1年前の駆け込みの影響で季節調整の問題が指摘されていたが、機械受注についてはどうなのか。資本財総供給と比べるとそれほどはっきりはしないが、図表16の機械受注でみても、昨年1～3月に1度ピークをつけているので多少季節調整の歪みもあるように思うが、この辺りを考慮した場合、実勢としての1～3月、4～6月のイメージはどのようなものになるのか。

2つ目はCPIについてである。4月は料金改定が多い月で、実際に、食料品やサービス関連などで値上げの動きがかなり報道されていた。ただ、4月の東京のCPIをみると、思ったよりも少し下振れていたが、これは、思ったほどには値上げが広まらなかったということなのか、それとも、値上げは広がったが1年前と比べると値上げ幅が小さかったということなのか、どちらなのか。東京が下振れたので全国も下振れそうだとは思いますが、1年前のことを思い起こすと、4月は東京が若干下振れて、全国が若干上振れたというように、東京と全国で結構ずれたという記憶もある。このよ

うにずれは生じ得ると思うが、一方で、今回東京のC P Iで下振れたサービスの宿泊料、外国パック旅行、サーチャージの部分は全国C P Iとの共通品目だと聞いているので、全国も東京と同じような影響が出ると思う。この影響は寄与度でみても結構大きく、その点からすると、全国の不確実性は高いとはいえ、東京と同じように下振れしやすいのではないかという感じもするが、そのような理解で良いのか。もし、東京以外の地域で既に数字が出ているのであればそれらも踏まえて、4月の全国のC P Iの見通しについて、分かる範囲で教えて欲しい。

前田調査統計局長

機械受注については、図表 16 にあるように昨年1～3月は強かったが、1～3月に跳ね上がったというよりは傾向的に増えていたので、消費増税前の駆け込みのダミーは多分検出されないだろうし、季節要素のせいにするのもちょっと難しいと思う。1～3月が6%強増え4～6月が仮に7%減ったとしたら、4～6月の10～12月対比は横ばいとなるが、1～3月は上がっているので、1～6月は10～12月対比で3%程度増えていることになる。このように、平均的にみれば増えているという理解で良いと思っている。

全国の消費者物価については、蓋を開けてみないと分からない。東京のC P Iについては、基本的にサービスで宿泊料と外国パック旅行が足を引っ張っており、財も含めて上昇・下落品目比率をみると、ネットで10%程度上昇品目の比率が高い。昨年4月が3%程度であったので、ネットの上昇品目比率は昨年4月よりも高く、じわっとではあるが一応上昇の動きは広がっていると思う。ただ、われわれは、サービス関連ではもう少し値上げがあっても良いのではないかと思っており、そこまで高い伸びでもなく思っていたより多少弱めという部分がある。ただ、いずれにせよ、全国もみて、かつ昔と違ってサービスも4月に全て上がるものでもないのも、もう少し時間——数か月——をかけてみていく必要があると思っている。

石田委員

海外でエネルギー・資源関連の投資計画が大きくカットされてきていると聞いているが、機械受注や輸出受注で大口のキャンセルが出ているというような話は聞いているのか。

前田調査統計局長

われわれもその点は気にしており、メーカーからは多少弱くなっているという話は聞いているが、今のところ、機械受注の統計面にはっきり表れているという段階にはないと理解している。

4. 金融環境等に関する報告(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

資料－5（参考計表）に沿ってご説明する。図表1の家計のインフレ予想では、(2)の消費動向調査で新しい数字が出ており、若干上がっている。大きくみれば横ばいであるが、足もとについては、日用品中心に値上げのニュースもずいぶんあったので、家計の現在の実感インフレ率、ないし1年後位までの予想インフレ率は、少し戻ってきて上がってきていると思う。図表3(2)のESPフォーキャストでは5月調査分が出ているが、4月とほとんど変わっていない。5月調査の2015年度は+0.33%、2016年度が+1.22%であり、原油価格下落の影響が漸くほぼ織り込まれて、これ位が今の民間の見方ということになると思う。興味深い点としては、(1)の四半期ごとの数字でみても、民間のエコノミストは、平均ではマイナスにはならない程度のイメージでみているということである。

図表4は債券市場のインフレ予想である。(1)のQUICK調査では、今後1年間のところが少し下がっているが、これは消費税の影響で、消費税の影響を除くと全て横ばいという感じであった。(3)のBEIも横ば

いであり、前回会合の4月30日が+1.13%、昨日時点が+1.11%と横ばいである。米国、欧州、英国もほぼ横ばいで、これは、この間原油価格がほとんど変わっていないからではないかと思う。(2)のインフレーション・スワップ・レートは、5年先5年のところが若干上がっている。ただ、これは元々BEIが上がっていく中で、インフレーション・スワップ・レートがついてこなかったのが、5年と5年先5年を足すと、今のBEIと概ね合った水準にあるので、漸く合ったということだと思っている。全体としては、横ばい圏内の動きという評価で良いと思う。

図表11はボリュームである。こちら前月対比であまり変わっていない。民間部門総資金調達の前年比は、3月の+1.1%から4月も+1.1%と同じであった。銀行計の貸出の前年比は、3月+2.7%、4月+2.7%と変わっていない。四半期では、7～9月+2.3%のあと、10～12月+2.7%、1～3月+2.6%、それから4月単月が+2.7%と、ここ半年位で2%台後半に切り上がってきたという感じである。切り上がった主因は、都銀と地銀・地銀Ⅱを比べると、都銀の方の伸び率が高まったが、伸び率自体は地銀・地銀Ⅱの方が高いので、両方が寄与しているということで良いと思う。

図表13で貸出の内訳をみると、(2)の企業規模別では、大企業の方がこの間伸びを高めているが、中小企業の方もじわじわと高まってきている感じはある。資金使途別では、運転資金もここへきて伸びが高まっている面があるが、一貫して伸びているのは設備投資の方である。設備資金には、不動産が入っているのでその分の寄与がボリューム的には大きいと思うが、アネクドタルには、このところ、中小企業を含めて設備投資の案件が出ていると聞いている。それから、業種別では、資料配付後に出ているデータがあるので口頭で申し上げると、まず、非製造業が、12月末が+3.5%、3月末が+3.4%とほぼ同じであった。製造業の方は、12月末+1.2%、3月末+1.6%と若干伸びを高めている。製造業は、輸送機械や化学など比較的幅広い業種で寄与度が上がっているので、業種別に特徴があるという感じはない。一方、非製造業は、これまで申し上げていた傾向と同じであるが、不動産、リース——中小企業の設備投資関係だと思う—

一、それからクレジットカード等の消費者金融関係が伸びている。

図表 11 の社債をみると、4月単月の動きではあるが残高前年比は－2.8%となった。この背景には2つあり、1つ目は償還が多かったこと、2つ目は、フローの発行が4月に3,160億円と例年に比べて少し少なめであったということである。5月に入っても、今のところパイプラインに入っているものはあまり多くないということなので、公募社債はここのところ若干少なめになっている。3月に電機大手の1社が大口の起債をしたことで、そのあと若干様子見の感じが出ている。もう1つは、ここへきて金利のボラティリティが若干上がっているので、その中で様子見の動きが若干出ていると聞いている。一方、エクイティファイナンスは、株式調達額は、途中まであまり調子良くなかったが、最後の方で出て、例えば、4月の株式調達額は2,123億円と非常に大きな数字となっており、エクイティ調達は引き続き好調である。

図表 19 のマネーストックをみると、今申し上げたとおり、貸出は少しエッジアップし、社債は若干下がっているので、全体としての流れは変わっていない。M2の前年比は、3月の+3.6%から4月も+3.6%と3%台半ばの伸びが続いている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

来月、支援オペが実施されるが、新方式になって1年で、期限前返済ができるようになる。これが大きいとマネタリーベースの計算にも影響が出てくると思う。金融機関から直接聞いているところで、期限前返済の意向を持っているようなところはあるのか。また、金融機構局を通じて何か聞いていることがあれば、教えて欲しい。

内田企画局長

まだ確定している訳ではないが、今聞いている限りでは、大手行では、担保の制約があるので、今回新しく借り入れるが、新しい借入の方が条件が良いので古い分をほぼ同額、期限前返済することを考えているようである。それから、別の1行が、新規分の申し込みをしないようである。これは、主としてレバレッジ規制を気にしていると聞いている。それ以外のところは申し込みをしてくと聞いているが、3月末で本当は伸びなければならないところではあるが、全体としては、今までに比べると残高はあまり伸びないのではないかというのが、今のところの感触である。

木内委員

2つ目の銀行もメガなのか。

内田企画局長

そうである。

木内委員

あるメガから、預金が結構伸びていないという話を聞いたが、総量として意外と伸びが弱めに出る可能性があるという感じもするがどうか。

内田企画局長

貸出自体の伸びは、先程ご説明したような感じである。

木内委員

マクロではそうだが、個別行の話とはいえ大きいところで意外と伸びなかったという話も聞いたので、そうだとすると総量としても意外と大きな影響が出てくるのではないか。

内田企画局長

今申し上げたのは大きなところ——3つしかないが——の話なので、総量的にはそれなりの影響が出ると思うが、預金動向というよりは、今申し上げた担保と規制の問題であると聞いている。

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する。

亀田調査統計局経済調査課長

月報の概要について、事前にお配りしている「金融経済月報「概要」の前月との比較」でご説明する。まず、景気の冒頭表現は、当月は「わが国の景気は、緩やかな回復を続けている」としている。前月の「緩やかな回復基調を続けている」から「基調」の2文字を取っている。「緩やかな回復基調」から「緩やかな回復」への小刻みの変更ではあるが、元々この「基調」という言葉は、個人消費について駆け込みの反動という局面が過ぎたあとも、マインド面中心に慎重さが残っていたことを踏まえて、冒頭表現に付けていたものである。先程の前田調査統計局長からの説明のとおり、当月は、消費がGDPベースで3期連続のプラスとなり、また月次の指標でも、マインドの持ち直しを伴いつつ足取りがしっかりしてきており、そうした中で1～3月のGDP全体も消費その他の最終需要の増加を伴うかたちで2期連続のプラスとなった。そうしたことを踏まえ、冒頭表現から「基調」の2文字を取ったということである。

内訳では、個人消費の動きはただ今説明したとおりだが、表現としては、前月までの「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」という部分と、それとセットの、そのあとの「全体としては」という表現を取っている。また、同じ家計支出面の住宅投資については、GDP統計や先行指標の新設住宅着工戸数の動きも踏まえ、前月の「駆け込み需要の反動減が続いてきたが、足もとでは下げ止まりつつある」という表現から、当月は「下げ

止まっており、持ち直しに向けた動きもみられている」と、判断を少し前進させている。公共投資については、従来の想定どおりの動きだが、GDP統計等を踏まえて、前月の「高水準で横ばい圏内の動きとなっている」から当月は「高水準ながら緩やかな減少傾向に転じている」と変更している。鉱工業生産については、「持ち直している」という基調判断に変わりはないが、前月の「在庫調整の進捗もあって」という部分を取っている。これは、在庫計数の遡及改訂等の影響もあって、在庫全体では高めの水準が続く姿に変わったことを受けた、ややテクニカルな修正である。

先行きパートでは、景気全体の表現としては、当月は「緩やかな回復が続いていくとみられる」と、こちらでも前月から「基調」の2文字を取っている。内訳では、公共投資と住宅投資の先行きの2か所を変更しているが、これらは現状判断の修正に合わせた変更である。リスク要因については、欧州について一部の文言を変更しているが、これは4月の展望レポートの表現に沿った変更である。

物価パートについては、国内企業物価の現状および先行きに関して、このところの国際商品市況が下げ止まりから小幅の上昇に転じていることの影響を踏まえて、表現を変更している。具体的には、現状については、前月の「これまでの国際商品市況の大幅な下落を反映して、3か月前比で下落している」から、当月は「国際商品市況の動きを反映して、3か月前比で下げ止まっている」としている。先行きについても、前月の「当面下落幅を縮小していく」から、当月は「当面緩やかに上昇していく」としている。消費者物価については、現状、先行きとも変更はない。

正木企画局政策企画課長

次に、金融面である。総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持しており、個別項目についても、実質的な変更はなく、新たに公表されたケースを踏まえたアップデートである。

まず、マネタリーベースは、前年比が3月、4月とも+35%なので「3

割台半ばの伸び」との表現を続けている。銀行貸出については、4月の1回目の会合との対比となるが、3月、4月の2か月分の計数が公表され、前年比は2月+2.6%のあと、3月+2.7%、4月も+2.7%となっており、先程の説明にもあったように、やや長い目でみれば、伸びを少し高めるようなかたちになっている。このところは「2%台後半のプラス」としている。一方、CP・社債については、良好な発行環境が続いているが、社債償還の集中などから、発行残高は、3月の小幅プラスから4月単月ではマイナスに転化している。こうしたことを受けて、マネースtockは、前年比で2月+3.5%のあと、3月+3.6%、4月も+3.6%と、前年比3%台半ばの伸びを続けている。

市況については、ターム物金利は、短国レートが引き続き0%ないし小幅のマイナスで推移しており、「横ばい圏内の動き」としている。その他の市況については、前々回の会合の4月8日時点で、10年債利回りが0.36%台、日経平均が19,700円台、ドル/円は120円20銭台であった。その後の動きをみると、長期金利は、欧州金利の変動等を受けて、やや振れの大きな展開となった。この間、0.28%台から0.45%台位で動いているが、足もとは0.4%前後で、4月の1回目の会合との対比では、概ね同じ水準である。株価は、4月下旬にかけて一旦2万円を回復したあと、少し低下したが、このところ再び2万円台を回復している。大体±500円位を境にしているので、「同じ水準」と「上昇」のちょうど境目位である。明日までみて判断したいと考えている。為替相場も、4月下旬に一時118円台まで円高が進んだが、足もとは121円前後で、4月の1回目の会合時との対比でみて1円程度円安になっている。慣例で±2円程度の変化を目安にしているので、「概ね同じ水準」ということかと思っている。いずれについても、明日の会合終了時までの動きを踏まえて適宜修正したい。以上である。

黒田議長

何かご質問あるか。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 09 分中断、22 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。本日は、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、4 月 30 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。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは前川守政策統括官（経済財政運営担当）である。会合の中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。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と思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

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う。まず、岩田副総裁からお願いする。

岩田副総裁

日本経済については、2015 年 1 ～ 3 月期の個人消費は前期比 +0.4% と、3 四半期連続でプラスになり、回復の足取りがしっかりしてきたと思う。消費者態度指数や景気ウォッチャー調査では、株高や 2 年連続のベア実施に代表される賃金上昇を背景に、今後の賃金上昇期待から消費者マインド

が改善していることが分かる。そのためもあって、住宅投資も 2015 年 1～3 月期は前期比で増加に転じた。今後は、雇用需給のタイト化や予想物価上昇率の上昇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、実質賃金の持続的上昇が見込まれる。2015 年度前半は、原油の大幅安による家計の実質所得の改善もみられるため、今後は、これまで以上に、個人消費は堅調に推移すると予想している。

設備投資も 4 期振りに前期比プラスに転じた。量的・質的金融緩和政策により、予想実質金利が極めて低い水準にあること、個人消費の伸びの高まりが売上高の増加に直結すること、その結果、企業収益の改善が続くこと、企業マインドも改善し続けていること、賃金上昇に対応する生産性向上の必要性が高まることなどを考慮すると、今後、設備投資の増加率は高まると予想される。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である。

輸出は、2014 年 7～9 月期から 3 四半期連続で改善している。今後は、為替円安定着の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、緩やかな回復が続くと予想している。

一方、世界経済は、一部に緩慢さを残しつつも、先進国中心に回復しているが、先行きについては、やや懸念材料があると思う。これまで世界経済を牽引してきたアメリカ経済については、消費がやや力強さに欠け、鉱工業生産にドル高・原油安のマイナスの影響がみられるのが、懸念材料である。今後、アメリカ経済が消費主導型の回復という本来の姿に戻っていくかどうかを注意してみていきたい。もっとも、良好な雇用・所得環境は維持されており、消費者マインドも良好であるから、2015 年 1～3 月期のアメリカの成長率低下は、一時的な要因による可能性が高いとみている。他方、ユーロ圏経済はギリシャの政府債務問題に不安があるものの、緩やかな回復が続くと思われる。それに対して、中国をはじめとする新興国経済の回復については、前回会合よりもダウンサイドリスクは大きくなったと思われる、回復基調にある日本の輸出にマイナスの影響が及ぶ可能性には

注意が必要である。

以上から、日本経済については、国内発のダウンサイドリスクは小さいが、海外発のダウンサイドリスクが存在すると思う。

物価については、次のラウンドで金融政策運営との関連で述べる。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、欧州では、経済や物価指標の改善を契機として債券ポジションの巻き戻しが起こり、長期金利が急上昇し、こうした動きは米国やわが国にも波及し、株式市場にもネガティブインパクトを与えている。足もとでは、市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、実際に先進国の金融政策が変更される際には、相応の影響を受けることは避けがたいと思っている。また、目先は切迫するギリシャ情勢から目が離せないと思っている。旧トロイカとギリシャ政府は、Grexit は回避したいという立場は共有しているようだが、ギリシャ政府の綱渡りの資金繰りの状況からみて、デフォルトリスクを排除できないとみている。

海外経済については、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」、先行きについても、「先進国を中心に、緩やかな回復が続く」という評価を維持したい。まず、米国経済だが、既往の原油安・ドル高などの影響から鉱工業部門でモメンタム鈍化の動きがみられるが、良好な雇用・所得環境を背景とする堅調な家計支出に支えられ、全体としては回復基調が続いているとみている。先行きは、堅調な家計支出を起点として、民需を中心とした成長が続くとみているが、鉱工業部門への原油安・ドル高の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・株高もあって個人消費がはっきりと増加するなど、景気は緩やかな回復を続け

ていると思う。物価面では、原油相場の底打ちやユーロ安もあって、H I C P 総合は前年比 0.0%とマイナス圏を脱したが、市場筋が言うようなデフレ懸念の後退が本物かどうかは、なお、今後の展開を見極める必要がある。

中国経済は、総じて安定した成長を維持しているが、固定資産投資の伸びが一段と鈍化する中で、成長モメンタムは鈍化している。こうしたもとで、政策当局は、経済下振れに対する警戒度を引き上げ金融緩和を行うとともに、財政政策の積極化方針を示している。先行きは、こうした施策の効果もあって、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路をたどるとみている。

新興国経済については、アジアなどで持ち直している国においても、第 1 四半期の米国や中国の景気減速の影響もあって、そのモメンタムが鈍化している。また、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引き続き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と思っている。

次に、わが国経済である。一昨日公表された 1～3 月の GDP は、前期比年率+2.4%と 2 四半期連続のプラス成長となり、わが国経済が民間需要を中心に緩やかに回復していることが確認できた。

部門ごとにみると、まず企業部門では、企業収益は 2014 年度の上場企業が増益となり、過去最高水準に達している。こうした好調な企業収益を背景に、設備投資は緩やかな増加基調にある。先行きも、企業収益が改善傾向をたどる中で、設備投資は緩やかな改善傾向を続けるとみている。この間、輸出は、1～3 月まで 3 四半期連続で前期比増加するなど、為替円安の効果や米国経済の回復などを背景に持ち直していると思っている。

次に、家計部門をみると、失業率が 3%台半ばまで低下するなど雇用のタイト化が続くもとで、雇用者所得も緩やかに増加している。今年の春闘でのベースアップを含めた賃上げ見通しを踏まえると、夏場以降、雇用者所得はさらに増加していくと期待できる。また、4 月以降は、消費税率引き上げの影響が一巡し、実質賃金も持続的なかたちで前年比プラスに転じ

てくるとみられる。個人消費は、こうした雇用・所得環境の着実な改善を背景に、底堅く推移している。

今回は、足もとの指標から次の３点を確認できると思う。第１に、消費者マインドの持ち直しが明確になっており、消費者態度指数は昨年夏頃を上回っていること、第２に、こうしたもとの、各種販売統計をみると、百貨店売上が改善しているだけでなく、相対的に弱めの動きが続いていたスーパーの売上も持ち直していること、第３に、ＧＤＰの個人消費が３四半期連続で増加していることである。以上を踏まえると、個人消費の表現については、先月までの「一部で改善の動きに鈍さがみられるものの」という文言を外して「底堅く推移」とすることで良いと思う。こうした最終需要の持ち直しなどを背景に、生産は持ち直しており、１～３月の生産は、前期比＋１.５％としっかりと増加した。先行きも、内外需要の回復を受けて、緩やかながらも増加していくとみている。

以上を踏まえた景気の総括判断については、企業、家計両部門において、所得から支出へという前向きな循環メカニズムがしっかりと働いていることと、ＧＤＰが２四半期連続のプラス成長になったことも併せてみれば、「回復基調」から「基調」を取って、わが国の景気は「緩やかな回復が続けている」と評価を一步進めるのが適当だと思う。先行きについても、こうした前向きな循環メカニズムが働くもとの、景気は「緩やかな回復が続けていく」とみている。

次に、物価面だが、３月のＣＰＩ（除く生鮮食品）前年比は＋０.２％と、引き続き０％程度となっている。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と思っている。しかし、その間も、需給ギャップや予想物価上昇率は改善が続くため物価の基調を押し上げる力は働き続けるとみている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず初めに、わが国経済の動向であるが、緩やかな回復が続けている。本年1～3月期の実質成長率は、前期比+0.6%となり、市場予想対比でも上振れ、2四半期連続のプラス成長を実現した。在庫投資が大きく寄与したものの、民間消費と輸出は3四半期連続で増加しており、住宅投資と企業設備投資も漸く増加に転じている。また、経済成長率は潜在成長率を大きく上回っており、需給ギャップも改善していることが確認された。ただし、2014年度全体の経済成長率をみると、4月末の展望レポート評価時点と比べて幾分下方修正となった点は、見通しの下方修正の繰り返しに歯止めがかからず、残念な結果となった。また、民間消費と住宅投資は、景気回復ペースが緩やかなため、それぞれの水準自体はQ QE導入前の2012年10～12月期と同4～6月期の水準に戻ったに過ぎない。民間消費の回復力の弱さは、名目雇用者報酬が2014年度全体で+1.7%と比較的大きな改善を実現しても、実質雇用者報酬は-1.2%下落したことが影響している。特に、雇用は拡大しているが、65歳以上の高齢者や専業主婦等による非正規雇用が中心であるため、労働時間が短く賃金も正社員と比較して低いことから、労働市場全体の平均賃金が上昇しにくいことも背景にあるようである。前向きの動きとしては、輸出がQ QE導入後最も高い水準に達し、設備投資も駆け込み需要で盛り上がった2014年1～3月期を除くと、Q QE導入後最も高い水準まで改善している点を指摘できるが、消費税率引き上げなどによる負の影響を相殺するほどの改善幅ではなかった。

本年4月入り後の経済状況は、入手可能なデータに基づけば、個人消費については、自動車販売が本年4月のエコカー減税の基準厳格化および軽自動車税の引き上げの影響もあって下落しているが、百貨店販売は外国人旅行者と富裕層向けに増加している。やや気になる点は2点あり、第1に、昨年12月から改善が続いていた消費者態度指数が4月に僅かに下落し、中でも構成項目の「耐久消費財の買い時判断」が4か月上昇後にやや大き

めに下落したことである。ここには、東京都区部C P I で確認される耐久消費財の販売価格のここ数か月下落傾向が4月に一服したことが影響している可能性もあり、そうであれば低価格志向の消費者行動が存続していることが示唆される。第2に、消費者態度指数の構成項目で、相対的に水準自体が低迷しつつも昨年10月以降改善傾向にあった「暮らし向き」と「収入の増え方」も4月に下落しており、これらは4月からの食料品等の値上げで家計予算のタイト化が意識されていることを反映している可能性がある。このことから、ボリューム層を中心とする本格的な消費回復が生じるには、賃金の改善がしっかり実感される必要があり、夏場以降になるとみている。

また、設備投資については、ミクロヒアリングによれば、4～6月期の鉱工業生産が前期比下落し、7～9月期も1%弱程度の増加にとどまる見通しとなっており、設備投資活動が強まっていく環境にはみえない。実際、3月までの資本財在庫が積み上がっており、4～6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）見通しも前期比で下落している。この背景には、国内およびアジア等の乗用車販売の伸び悩みがあるようであるが、今後の生産、輸出、設備投資の動向を注目している。

次に、物価の動向であるが、4月の東京都区部の伸び率がコアC P I で低下しただけでなく、食料・エネルギーを除くC P I でマイナスに陥った点が注目される。原因は、昨年の電気料金、公共サービス、携帯電話料金等の上昇の反動に加え、外食、宿泊料、食料工業品等の押し上げ効果が弱かったことにある。また、G D Pデフレーターの動向にも言及すると、本年1～3月期の前期比伸び率が大きく上昇しているが、原油価格等の輸入物価の下落による交易条件の改善が原因である。一方、民間需要デフレーターの変化率は、民間最終消費支出デフレーターを主因にマイナスに転じているので、注意が必要である。これは、耐久消費財と半耐久消費財の価格が大きく下落したため、価格の下落によって実質消費が幾分押し上げられた面もあるので、需要が旺盛でないことの裏返しと考えられる。一方、人手不足、中間財・建設資材の上昇を反映して、民間住宅や公的需要のデ

フレーターは増加が続いている。なお、幾つかの企業調査によれば、企業が販売価格の上昇を多少抑制する動きも確認されており、当面、物価上昇率が0%近傍で推移する間はこのような状態が続くとみている。その後は、需給ギャップが改善していることもあり、所得の持続的な改善を伴いながら家計の物価上昇を容認する姿勢が高まるにつれて、企業の価格設定力も高まっていくとみている。全体として、金融緩和は過剰な円高によるデフレ圧力や流通業界でのディスカウント競争を緩和し、新規需要を開拓して適正な価格設定を志向する企業の意欲を引き出すことに寄与していると、私は評価している。

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、前回会合以降、欧州の回復基調に変化はないが、引き続き米国と中国を中心に、やや弱めの指標が目立っている。米国については、4月の小売売上高や鉱工業生産が勢いを欠く結果となるなど、1～3月の減速からの持ち直しペースは今のところ捗々しくない。雇用関連指標は基本的に堅調であり、景気の回復基調自体が途切れることはないとみているが、原油安やドル高などが鉱工業セクターに及ぼす影響やその波及については、引き続き懸念されるところである。

中国については、足もとの輸入や固定資産投資などが弱めであり、成長モメンタム鈍化の傾向が一段と強まっているとみている。中国当局では、安定成長の維持に向けて、財政政策や金融政策で矢継ぎ早に政策対応を講じてきているが、そのような動き自体、状況の深刻さを示しているとも言え、今後の展開には注意が必要とみている。

世界経済全体の判断については、執行部案で結構であるが、米国や中国

の弱めの動きが新興国等に及ぼす影響も含め、先行きの回復シナリオの下振れリスクの顕現化については、十分注意していく必要があると思っている。

次に、わが国の景気であるが、一昨日発表された1～3月の1次QEについては、個人消費が3四半期連続の改善となったほか、設備投資や住宅投資が4四半期振りにプラスに転化するなど、「緩やかな回復を続けている」という判断をサポートする結果となった。内訳をみると、在庫投資の押し上げ寄与が大きく、最終需要の伸びが力強さに欠ける面はあるが、全体として、予想を上回る伸び率となったこと自体、心理面へのポジティブな影響は大きいと思っている。

個人消費については、先行して持ち直していたマインド指標に実際の支出が漸く追いつき始めた段階であり、今後、ベア実施による所定内給与の改善や夏季賞与の増加など所得面の下支えも期待できることから、引き続き底堅く推移するとみている。設備投資については、回復ペースは依然として緩やかであるが、上場企業の収益が今期も2年連続で過去最高を更新する見通しとなっているもとで、増加基調を続けるとみている。4～6月にかけては、軽自動車を中心とした輸送用機械の在庫調整圧力や、関連する素材業種の生産下振れなどから、景気のパラダイムが一旦弱含む懸念もあるが、海外で大きなショックが起こらない限り、緩やかな回復を続けるとみている。原油価格の低下による実質所得の増加の効果が予想されたほどには出ていないこと、また、エネルギー関連の投資の削減が大きいことが、海外、国内を通じてこのところ成長の勢いが今一つとなっている大きな要因だと思う。

最後に、物価であるが、コアCPIについては当面0%程度で推移するとの見方に変わりない。新年度入り後の価格改定のタイミングを捉え、需要好調な業態を中心に、価格の引き上げを図る先が徐々に増えているようであるが、個人消費の改善や賃金の上昇が進むもとで、そのような動きが全国の物価にもしっかりと表れてくるのか、エネルギーを除くCPIなどで物価の基調をしっかりと見極めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員をお願いします。

佐藤委員

内外経済の現状と先行きについて、執行部見解に違和感はない。前回会合から日が浅いが、この間の内外経済・金融情勢についての主な変化点は、欧州をトリガーに世界的に長期金利の上昇がみられたことである。一時0%近くに低下したドイツの10年物国債金利は、4月下旬から上昇に転じ、足もとは若干戻ったとはいえ、一時0.7%台とECBによるP S P P実施前の水準に戻す振れの激しい展開であった。つれて、日本や米国の長期金利も上昇した。米長期金利は、FRB議長が5月6日に株・債券市場の価格形成に異例に言及したことも幾分影響したとみられる。実体経済面では、米国では4～6月期も生産、小売といった主要指標の足取りが鈍く、改訂後のベースでマイナス成長に転じたとみられる1～3月期に続き、4～6月期も低成長が続く可能性が出てきた。実体経済が想定より弱めであることから、FRBの利上げのタイミングについても、市場の中心的な見方は後ずれ気味である。

一方、欧州では1～3月期GDPでプラス成長継続が確認されるなど、エネルギー価格下落やユーロ安による家計・企業マインドの改善といったソフト面の好材料がハードデータに反映され、インフレ率もドイツを中心に僅かに改善している。この間の長期金利動向については、ECBの大規模な買入れや主要なマーケットメーカーのリスク許容度低下で、市場の流動性が低下する中、実体経済や一部インフレ指標に幾分明るさがみえたことで動きが増幅された面があるように見受けられる。P S P P実施当初の急激な金利低下が一服したことで、先行きの金利低下ペースは緩やかとなり、ECBによるオペレーションの持続可能性も当初考えられていたよりは長続きする可能性が出てきたように思われる。

この間、中国は金融緩和の発動等により実体経済への梃子入れの姿勢を

明確にしているが、地方政府の資金繰りの問題が出てきているようであり、対策の実効性には不確実性がある。

国内経済については、一昨日公表の1～3月期GDPでは在庫の寄与度の高さが気になるが、消費は底堅く、輸入は堅調で、在庫を除き輸入を加えた最終需要はしっかりとした伸びを続けている。欲を言えば、設備投資が力強さを欠くため、好調な企業収益を映じた所得から支出へという回復メカニズムに今一つ力強さがみられない。今後は、堅調な雇用情勢や好調な企業業績を背景に、所得から消費、投資へという回復メカニズムは次第に確からしさを増していくと考えているが、一方で、エネルギー価格下落による家計の実質購買力拡大や企業収益改善が、期待したほどには支出の拡大に繋がらず、結果として貯蓄超過圧力、すなわち経常収支黒字の拡大圧力がなかなか和らがないリスクも一応念頭に置いておく必要があると思う。

4～6月期は、中国の景気減速を受け鉄鋼等の素材産業が在庫調整局面にあるほか、自動車も軽中心に在庫調整局面となっていることから、生産は横ばい圏内で推移の見通しである。とはいえ、円安一服やエネルギー価格下落を受けたマインドの改善などから3月以降の個人消費関連指標が比較的良好であること、また今春の賃金交渉の結果が次第に所得面に反映されると見込まれることもあり、先行きは個人消費中心に回復の動きが幾分強まることを期待している。

以上のことから、月報の基本的見解において「回復基調」から「回復」へと、景気判断を半歩前進させるという執行部判断で結構である。

リスクとしては、先に述べたように米国経済が4～6月期も低成長にとどまる可能性、また中国経済も対策効果の出方に不確実性があることから、世界経済が年前半を通じて精彩を欠く展開となり、日本経済も相応の影響を受ける可能性を念頭に置く必要がある。

最後に、物価について、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率は0%程度となり、先行きも当面小幅マイナスを含む0%程度で推移するとみられる。全国消費者物価の先行指標である4月の東京都区部のコアコア

の弱さは、サービス価格の主要な改定期に当たる4月も然程値上げの影響がなかったことを示唆しているように思われる。

先行きは、足もとの需給ギャップ改善が次第に反映されること、また、エネルギー価格が先の展望レポートの前提に沿って推移するとして、エネルギー価格のマイナス寄与が徐々に剥落することを期待している。ただし、電力料金への影響の大きいLNG価格は、原油価格に3～6か月程度遅延することから、エネルギー価格のマイナス寄与は7～9月期頃に極大化すると見込まれる。このため、消費者物価は当面伸び悩むと見込んでいる。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

海外経済は、「緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」という執行部の見方に概ね賛同する。ただし、執行部も述べているように、アメリカの回復は弱く、ヨーロッパも予想よりは悪くないという状況である。中国経済は、期を追って鈍化しているようである。

日本経済については、「緩やかな回復を続けている」という執行部の見方に賛同する。2015年1～3月の実質GDPが年率+2.4%と高い伸びになったのは、過去の経済情勢の確認ではあるが、心強い結果である。消費は3期連続のプラスであり、消費の回復が確認できた。ただし、実質GDP前期比+0.6%に対する在庫の寄与度が+0.5%ポイントであることを考えると、4月以降は心配が残る。従って、回復が安定的になるのは、賃金やボーナスの増加が実感できる6月以降にずれ込むのではないかと思う。さらに、景気のリスク要因として、執行部は、輸出は「海外経済の回復などを背景に、緩やかに増加」としているが、海外経済の回復が弱いとすれば、輸出の回復もさらに緩慢なものとなる可能性がある。生産については、未だ在庫調整が完了しておらず、今後生産が下振れする可能性もあ

る。

ただ、公共事業拡大の頭打ちが景気を悪化させるのではないかという議論が一部にあったが、今期のGDP統計をみると、公的固定資本形成がマイナスになる中でGDPが成長できたことは力強い事実である。公共事業のこれ以上の拡大が見込まれない中、これは重要なことである。

物価の先行きについては、当面0%近傍で推移する可能性が高い。食料・エネルギーを除いたベースでも、上昇の動きはみられない。労働需給のタイト化は緩やかであり、非正規から正規への動きも緩やかであるので、労働需給のタイト化が十分な賃金上昇圧力を生み出し、物価上昇に結びつくまでは時間がかかると思う。従って、現実の物価上昇が物価上昇期待をもたらし、現実の物価と物価上昇期待が相互依存的に物価を引き上げていくまでには、さらに時間がかかるリスクがあると思う。ただし、インフレ予想は1%程度で安定しており、低下する兆しはみられない。多少の時間はかかるにしろ、物価は今後基調的に上昇していくことが期待できる。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

世界経済は、米国、中国を中心に下方リスクが徐々に高まっていると考えている。米国経済については、海外景気鈍化、ドル高、エネルギー価格下落等の影響が、製造業の生産活動、雇用情勢などに既に相応に波及しており、第1四半期の成長率の大幅低下ののち、短期間で堅調な回復軌道に戻るのには難しい情勢である。他方、中国経済は減速傾向に歯止めがかからない状況が続いている。以前から弱さが目立つ投資関連に加えて、足もとでは自動車販売の落ち込みなど、個人消費の不振も確認されている。こうした動きは、前回指摘した1～3月期のGDPデフレーターが前年比でマイナスとなったことと併せて、中国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下振れしつつある可能性を示唆していると思う。3月に続いて4月の輸出入が前年比で予想外の大幅減少となったことも注目される。これは、中国の輸出環境の厳しさや内需の弱さを反映するのみならず、他のアジア地域の貿易動向を併せて考えると、アジア地域全体の貿易活動が鈍化していることの表れでもあると考えている。一時は米国の需要やスマホ関連需要で活性化されたアジア地域内の貿易活動が足もとで再び鈍化している点は、日本の輸出環境にも逆風になると思う。

国内経済および物価情勢は、潜在成長力に概ね見合った安定を取り戻した状態にあり、この先もこのような比較的良好な状況が続くと私自身は考えている。しかし、これを展望レポートの見通し中央値との対比でみれば、先行きは下振れリスクが高いという見方になる。1～3月期の成長率は事前予想よりも上振れたが、在庫投資の寄与を除けばほぼ横ばいで、設備投資の弱さは依然目立っている。また、鉱工業生産統計は、4～6月期の生産が前期比ゼロあるいは小幅減少の踊り場局面になる可能性を示唆している。それには輸出環境の変調も影響していると考えている。個人消費は、センチメントが緩やかに戻る中でも総じて力強さを欠いていると思う。4月の消費動向調査、景気ウォッチャー調査にも表れているように、日用品を中心とした物価上昇懸念がその背景の1つに挙げられる。その一方で、雇用情勢が引き続き良好であることは、個人消費の安定にそれなりに寄与している。ところで、企業の旺盛な雇用意欲の背景には、将来の人手不足への強い警戒感があるように思う。すなわち、足もとの人手不足傾向をみて、先々必要な労働力を確保できなくなるとの懸念を強めた企業が雇用意欲を高め、これが人手不足傾向を一層強めるという循環に陥っている面もあると感じている。また、人口減少という構造問題も、労働の希少性に関する企業の意識を高める一因になっていると思う。他方、人手不足への警戒が、企業の省力化投資のインセンティブを広範囲に高める方向には、まだ作用していないように見受けられる。むしろ、企業は資本装備率を低下させており、こうしたもとでは、労働生産性上昇や資本の蓄積を通じた潜

在成長率の向上が顕著に進む環境にはまだないと感じている。

最後に、国内物価動向であるが、3月の全国消費者物価コアコア指数の前年比上昇率は、増税の影響を除いて僅かに上昇した。しかし、全国の先行指数となる東京都区部の4月のコアコア指数が、増税の影響を除いて3月の前年比+0.2%から-0.1%に大きく下落したことを踏まえると、上昇率が下げ止まったとはまだ言えないと思う。4月は食料品を中心に値上げの動きが広く聞かれたが、消費増税分の転嫁と同時に値上げを実施しやすかった昨年4月ほどの広がりではなかった可能性も考えられる。物価上昇率は、先行き徐々に改善に向かうと考えているが、そのペースはかなり緩やかなものにとどまると、引き続きみている。賃金上昇率の高まり、需給ギャップの改善は、いずれも今後の物価上昇率にプラスに作用すると期待されるものの、その影響がやや過大評価されているように思う。足もとの所定内賃金上昇率は、統計の歪みの影響も受けている可能性はあるが、前年比でゼロ近傍である。これは、昨年春に0.4%程度上昇した春闘ベアが、全体の賃金動向に与える影響は必ずしも大きくなく、また、その指標性に問題があることを示していると思う。こうした点を考慮すると、今年度の所定内賃金上昇率も精々0%台半ば程度にとどまるのではないかと考えている。また、先程述べたように、今年前半の平均成長率は展望レポートの中心的見通しよりも下振れるとみているが、その場合、需給ギャップの想定も下振れ、需給ギャップの変化が物価に与える影響の時間差を考慮すると、年後半あるいは年度後半の物価見通しには下方修正要因になり得る。従って、今年度後半以降に物価が顕著に上昇するとのシナリオにはかなり無理があると、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の景気は、緩やかな回復を続けているとの執行部判断に違和感は

ない。まず、海外経済であるが、新興国経済は総じて成長に勢いを欠く状態が続いているが、先進国を中心に全体としては緩やかに回復している。米国経済は、回復ペースに幾分鈍さがみられるが、天候要因や港湾ストの影響が和らぐ中、個人消費は、引き続き良好な消費者マインドのもとで堅調であり、家計部門を中心にしっかりとした回復基調が続いている。先行きも、ドル高の影響等から、生産面や設備投資に調整圧力が強まる可能性はあるが、良好な雇用・所得環境を背景とした堅調な家計部門が牽引するかたちで、回復傾向は続くともっている。

次に、欧州経済は、堅調な個人消費や輸出を中心に緩やかな回復が続いている。先行きも、物価のモメンタムなどに留意が必要であるが、ユーロ安やECBの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、固定資産投資や生産の伸び率鈍化が続いているほか、輸出の伸びにも若干陰りがみられるなど、製造業を中心に景気の減速感がやや強まっているように窺われる。こうした中、この半年で3回の利下げを実施するなど、金融面で強力に下支えしているほか、中央政治局会議において拡張的な財政政策をさらに前傾化するスタンスが示されるなど、政府は矢継ぎ早に対策を打ち出しており、7%程度の成長率を目標に安定成長を目指す強い姿勢を示している。先行きは、こうした政策効果も見極めつつ、不動産市場や過剰設備対応による影響、さらにはやや鈍化がみられる新規雇用者数の動向等を注視していきたいと思う。

こうしたもとでのわが国の経済であるが、1～3月期の実質GDP成長率は、年率+2.4%と10～12月期に続きしっかりとした成長となった。在庫増加の寄与で押し上げられている面はあるが、民間最終消費が3四半期連続でプラス寄与となったほか、設備投資や民間住宅も漸くプラス寄与に転化している。先行きも、景気の前向きな循環メカニズムが持続するもとで、緩やかな回復傾向が続くとみている。

需要項目別にみると、個人消費は、家計消費支出が緩やかに持ち直しているほか、所得の改善期待などから消費マインドが引き続き改善している。

販売統計面では自動車販売に回復の鈍さがみられるが、ヒアリング情報を含めると、訪日客による好影響もある百貨店はもとより、スーパーも漸く持ち直しつつあるなど、全体として緩やかな改善基調にあり、個人消費は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、雇用者所得も前年比+2%程度の緩やかな増加となっている。今春の賃上げは、連合による最新の集計でもベアが前年を上回ったほか、民間調査によれば、今夏の賞与についても2年連続の前年比プラスが見込まれている。先行きも労働需給のタイト化が進む中、こうした所得環境の改善は続くと思込まれるほか、消費マインドの改善とも相俟って、個人消費の押し上げに寄与することが期待される。この間、住宅投資も漸く下げ止まり、持ち直しの動きがみられている。

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、緩やかな増加基調にある。先行きも、機械受注が緩やかに回復しているほか、今次企業決算発表においても、企業収益が好調に推移する中で、積極的な設備投資計画を示す先が多くみられることを踏まえ、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、中国の景気減速に伴う影響などに留意が必要であるが、海外経済は全体として回復が見込まれることや、契約通貨ベースの輸出物価指数も今年に入り低下傾向が深まる等、輸出競争力が強まっているとみられることなどから、緩やかに増加していくと思込まれる。

以上の内外需要のもとの生産は、4～6月期は一旦、資本財の在庫調整等の影響から横ばい圏内の動きになると見込まれるが、その後は、ヒアリングによる見通しも踏まえると、緩やかに増加していくと考えている。

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、足もとは0%程度まで縮小している。引き続き、上昇品目比率が下落品目比率を上回っており、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で、燃調制度による電気・ガス料金の値下がりの影響などから、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。なお、速報値ながら4月東京のコアコア指数が、

一般サービスの下押しなどから若干のマイナスに転化しており、全国でも同様の動きがみられる可能性があるので、その動向には留意したいと考えている。

もっとも、今年度の後半以降は、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、マクロ的な需給バランスの改善に加え、実質賃金の改善が期待されること、さらには原油価格がこのところ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、展望レポート見通しに沿った動きになっていくとみている。以上である。

黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、まず、国際金融市場で、ドイツなど欧州のコア国の長期金利が4月半にかけてかなり低い水準まで低下したのち、5月半にかけてやや大きめに上昇するなど、振れの大きい展開となっている。こうした動きは米国などにも波及しており、この点については何人かの委員が指摘されている。

海外経済については、米国は、原油安やドル高の影響から鉱工業部門で調整の動きがみられているが、良好な雇用・所得環境などを背景に、個人消費も冬場の落ち込みからリバウンドしているので、家計支出に支えられた回復基調は続いているのではないかと思われる。欧州は、緩やかな回復を続けている。多くの委員が指摘されていたように、従来みられていたよりも改善がしっかりしていると思う。ユーロ安などを背景に輸出は持ち直し、個人消費が、原油安や株高の効果が続いて雇用情勢が改善するもとの、はっきりと増加している。この間、物価面でも、エネルギー価格の下落幅が徐々に縮小するもとの、ユーロ安の影響もあって総合ベースのインフレ率がゼロ近傍にまで戻ってきている。一方、中国は、これも多くの委員が指摘されたように、総じて安定した成長を維持しているものの、構造調整に伴う下押し圧力や不動産市場の動向など幾つかの要因から、成長モメン

タムは鈍化しているように思われる。新興市場国は、アジアを中心に持ち直している国もあるが、一方で、ブラジル、ロシアなど構造問題等を抱える国では、景気停滞が続いており、新興国全体としては、成長に勢いを欠く状況が続いているのではないかと思われる。

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、概ね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、輸出、生産の持ち直しが続いており、収益は過去最高水準まで増加し、前向きの投資スタンスも維持されている。そうしたもとで、設備投資は、緩やかではあるが増加基調にあると思う。家計部門をみると、雇用・所得環境の着実な改善が続いており、このところ消費者マインドの持ち直しも明確になってきている。一部で鈍さがみられていた個人消費についても、今回公表されたGDP統計で3四半期連続のプラスとなり、底堅さを増しているのではないかと思われる。住宅投資にも、持ち直しに向けた動きがみられている。

以上のように、企業・家計部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用しており、そのもとで、わが国の景気は回復に広がりを伴いつつ、足取りがよりしっかりしてきているのではないか、従って、総括判断としては、「緩やかな回復を続けている」とすることが適当という見方が、概ね共有されたのではないかと思われる。先行きについても、緩やかな回復を続けていくとの見方で一致していたと思う。なお、内外のリスク、特に外国発のダウンサイドリスクに注意すべきであるという意見が、何人かの委員から出されていた。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでみて0%程度になっており、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、やや長い目でみれば、全体として上昇していると判断される。

以上が私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば議論したい。議

論を整理するために、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済について、ご意見等があればどうぞ。

白井委員

欧州については昨日も議論があったが、考えていることを申し上げたい。E C Bの金融政策は、昨年後半から金融緩和度合いが高まってきて、1月以降、Q Eへの期待も含めてかなり金融緩和的になっていたが、昨日公表になったE C Bの政策理事会の議事要旨でも、確かにこの結果ローンも少しずつ改善してきており、家計や企業への貸出金利は下がってきているが、十分には下がっていないと指摘されている。その背景は、イタリア、スペイン、フランス等の大国の銀行ではまだデレバレッジがみられていることもあって、それだけ金融緩和をしてきてもまだ十分金利が下がっていないことが指摘されている。このような状況のもとで、4月末から5月13日までの金利急騰の影響を考えると、長期の実質金利は、今年1月初と現在を比較するとほとんど下がっていない。E C BはP S P Pの買入れができるので喜んでいる反面、実質金利の点ではほとんど改善していないうえに、ボラティリティがこれだけ高まると、銀行が今でも貸出に慎重なのに余計に貸出金利に跳ねてきて、彼等が心配している金融政策のトランスミッションメカニズムが改善しないリスクが出てきているという気がする。そのように考えると、貸出チャネルというE C Bが非常に望んでいるところが発揮しにくい可能性がある。E C Bのクーレ理事がおっしゃったように今月、来月と買入れを増やして夏場の流動性の低さに備えるといっても、このような政策を始めているのでボラティリティが相当大きいとなると、今後その状況が続く可能性を念頭に置いておく必要がある。そうすると、残るチャネルはユーロ安からの輸出拡大ということになってしまい、本当に望んでいる貸出チャネルのところが心配である。それから、1番貸出チャネルが効くのはデレバレッジをしていないドイツである。そこは経済が足もと軟調になってきているので、1番の頼みの綱であるドイツの経済と貸出動向をみる限り、欧州については、手放しでは喜べないと思っている。

森本委員

多くの委員から米国と中国、特に、中国のダウンサイドリスクを指摘する声があったと思うが、私も全くそのとおりだと思っている。多くの委員が生産、固定資産投資、外需の減速傾向を指摘されたが、加えて個人消費がこのところ、10%を少し超える水準は維持しているが、引き続き俟約令が実施されており、新規雇用者数が昨年第4四半期、今年第1四半期とマイナスになってきているが、特に、第1四半期は6%近くのマイナスになっている。こうしたことも加わって、自動車販売の伸び率は、環境規制の関係もあるのかもしれないが大分落ちてきている。世界最大の消費国でもあるスマホについても、今年第1四半期の出荷が落ちたという報道があったが、そのような面から消費についても結構弱くなっていくのではないかとと思っている。ただ、政策当局が必死で対策を打っているのも事実で、年全体では7%程度で辻褄を合わせてくると思うが、ここ暫く厳しい状態が続いて、これが世界経済、特に、新興国経済に与える影響について心配しているということを、付け加えておきたい。

原田委員

ドイツの金利上昇が世界的に波及した事実について、白井委員から、それが金融政策のチャネルとしてどのような意味があるのかについての議論があった。私は、それと同時に、現在日本が行っている政策によって金利が低くなっているが、金利が上昇した時にどのような状況が起こるのかについて考えておくために、金利上昇の事例とそれが経済に与える影響について、研究しておく必要があると思う。

佐藤委員

欧州の長期金利の動向について、若干付け加えたい。状況としては2003年夏場の日本のVaRショックによく似ているという感想を持った。日本の場合、株価が非常に低迷する中で4月末に株価が底入れした。きっかけ

は大手行への公的資金投入の決断で、当局が金融システムを守るというスタンスを明確にしたことで、株価が4月末をボトムに急上昇に転じたということがあった。加えて、当時は中国の鉄鋼ブームなどがあり、内外景気の見方に明るさが出てきたということがあった。その中で、長期金利が、確か6月中旬に0.4%台——0.43%——とボトムをつけて、その後、反転上昇に転じ急上昇した。当然、長期金利の上昇が実体経済へ悪影響を及ぼすのではないかと、私も含め懸念したが、振り返ってみれば影響はほとんどなく、むしろ株高の資産効果が長期金利上昇のデメリットを上回り、金融システムはむしろ安定したし、貸出金利面への影響もほとんど出なかった。その点で、当時の日本の状況が今後どの程度欧州に当てはまるか分からないが、1つの参考にはなると思う。

石田委員

今の点に関連し、以前は、2年の内外金利差が重要と言われていたが、超低金利で最近では10年と言われており、今問題になっているのは、そのような長いところの大きな金利変動が、実体経済にどのような影響を与えるかだと思う。日本に限って言えば、貸出の平均的な金利決定期間が非常に短いので、10年物が影響を与えることはほとんどないと思う。精々、少し短めの中期ゾーンまでの金利を上手くコントロールしていけば、貸出の問題は解決できると思う。ただ、問題は、心理的に円相場や株式市場に跳ねてきた時で、その時は別問題だと考えている。

中曽副総裁

佐藤委員から、ドイツ金利急騰が日本のV a Rショックと似ているという意見があり、原田委員は、実体経済への影響を研究しておく必要があるとおっしゃられた。実際、ここからは、様々な教訓を引き出せる要素があると思う。その中の1つの要素として、米国金利も1回スパイクを起こしたことがあるが、その時言われていたのは、現物市場と先物市場の裁定が働かなくなった、あるいは裁定を取ったうえでアルゴリズムのような取引

が助長した面もあったのではないかとということである。これは、まだ結論がみえている訳ではないと思うが、いずれにしても、日本でこれから起き得るということも念頭に置くと、このような動きをよく分析しておくことは必要であると、改めて思ったところである。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢について、ご意見等があれば願います。

中曽副総裁

株価は重要なトランсмисシオンチャネルだが、これまでの日本の株式市場の主体別売買動向をみると、日本の株価の押し上げは基本的に外国人投資家主導であった。2012年頃から累積的にみても、個人は17兆円程度の売越しになっている。その代り金のほとんどは日本株には向かっておらず、外国株や、投信でもその他の資産で運用する投信に向かっており、日本株に戻ってくるのは少ないようである。一方、この間、個人の中長期投資の受け皿であるラップ口座等の契約状況をみると、QQE導入後飛躍的に高まっている。つまり、個人投資家の中長期投資意欲自体は高まっているようにみえるにもかかわらず、ラップ口座の場合も、日本株ではなくほとんどが内外債券に向かっているようであり、どうも日本株には戻ってきていないようである。QQE、アベノミクスのもとで貯蓄から中長期投資へという志向ははっきりと出てきているが、日本株への回帰には繋がっていないと思う。言い換えれば、良い兆しは出てきているので、どのように個人投資家を日本株に呼び戻すことができるか、ということである。昨日の山岡金融市場局長の説明にもあったように、日本株自体はバリュエーション的にみてもまだ上昇余地があるということであれば、個人投資家を呼び込むことによって、これまでどちらかというと海外投資家主導であった株式市場が、よりバランスの取れたかたちでの上昇地合いに繋がっているのではないかと考えている。

白井委員

先程の欧州の件で一言だけ申し上げておきたい。欧州の場合、金融市場の分断という問題と貸出の供給側の問題があることを忘れてはならないと思う。そのうえで、中長期金利の動きをしっかりとみていく必要があり、貸出チャネルは日本とは違う意味で重要性を持っていると思うので、しっかりとみていく必要があると思う。

次に、賃金についてであるが、ここ1年位の正社員と非正社員、製造業と非製造業における賃金の違いについての実態調査によれば、賃金が伸びているのは圧倒的に製造業である。製造業が大企業も中堅企業もここ1年位で上がってきた。製造業が円安で海外での利益の増加も含めてかなり恩恵を受けたという気がする。ところが、非製造業では、大企業でもそれほど賃金は上がっておらず、中堅中小企業は言わずもがなで、課題は非製造業の賃金が上がっていくかどうかだと思う。今後1年間上がっていくかどうかという調査でみても、少ないながらも製造業は規模に関係なく上昇するという予想になっているが、非製造業は、大企業を含めて上がりにくいという結論である。日本の問題は、大企業は海外マーケットもあり生産性の伸びも高いので賃金が上がりやすい面はあると思うが、非製造業は、元々生産性の伸びが相対的に低いので賃金が上がりにくいところである。ここが上がっていくことが、物価上昇を考えるうえでも重要だと思っているので、しっかりとみていく必要があると思う。

木内委員

中曾副総裁が個人の株式投資について述べられたが、個人投資家は他の投資主体と比べ中長期の視点が強い、すなわち、短期のキャピタルゲイン狙いというよりは、中長期のリターンを重視する。そうすると、イエレン議長も指摘されたように、長期金利が下がることとの裁定として株式の現在価値が上がっていき、配当利回りが下がってくるので、株価が上がることによって先行きの期待リターン自体は下がっていくので、個人投資家が株式投資のウェイトを上げることはならないのではないか。その意味で

は、なかなか合理的に行動しているという気がしている。

原田委員

賃金については、多くの委員は上がっているとみていると思うが、白井委員からは製造業と非製造業でかなり違いがある、木内委員はそもそも上がっていないのではないかという話があった。これは事実に関することなので、共通の認識を得ておいた方が良いと思う。

白井委員からは、生産性が上がらないと賃金は上がらないという話があったが、高度成長期をみると、確かに製造業で生産性が上がって賃金が上がり収入が増えたので、床屋さんの値段も上がり、結果的に床屋さんの賃金も上がった。非製造業の生産性が上がった方が良いが、労働需給がタイトになっていけば賃金は上がる。当然、生産性の高いところから賃金が上がってその結果として生産性の低いところも賃金が上がるという方が公平であり、かつ効率的でもある。そのような賃金の上がり方が良いと思うが、それには時間がかかるので、物価が上がるのにも時間がかかると思う。

岩田副総裁

高度成長期もそうだが、同じようなことは、首都圏で賃金が上がってくると賃金の低い周辺部から人口移動が起こることでも起こる。生産性が上がった方が実質成長率が高いのでより良い経済だが、全体的にはそのように賃金が上がってくる、賃金の上がり方にはそのようなメカニズムが働くということだと思う。原田委員は、それには時間がかかるという意見だが、私はそうでもないと思う。この点、見方は少し違う。

森本委員

白井委員から、生産性との関連で非製造業の賃金の話があったが、非製造業の生産性を引き上げていかなければならないということは日本全体での大きな課題だと思う。その中でも、非正規の問題については、今回の

毎勤統計のサンプル替えて卸・小売のウエイトが上がって、正規化が進んでいたところが非正規が増えてしまったというような統計上の問題はあるが、いずれにしても非正規の動向は賃金動向全体にとっては非常に大事だと思っている。その面では、アネクドタルな話だが、今春の賃上げについては、人手不足を背景に非正規にも手厚く配慮しているとの調査や報道が多かったし、現実にもそのようなことではないかと思っている。生産性の向上を図っていく必要があると思うが、暫くは人手不足の面から非製造業、とりわけ非正規の賃金は相応に上がっていくのではないかと考えている。その辺が、物価にも好影響があることを期待している。

佐藤委員

GDPの見方についてであるが、一昨日の数字では在庫の寄与が大きく、在庫を除けば成長率はほとんど横ばい圏内にとどまったという見方は当然あると思うが、消費税率引き上げ前後からGDP統計の在庫の動きは非常に大きい。元々潜在成長率が低く成長率が低めに出やすい中で、在庫の寄与が非常に大きいので、これがノイズになっている。1つの見方としては、在庫を除いてみることも重要だが、もう1つは需要そのものの大きさをみるという点で、最終需要に着目することも重要ではないか。すなわち、在庫を除いて輸入を足す——輸入は国内の所得形成にはかかわらないので、足すこと自体どうかという問題はあるかもしれないが——ということであるが、最終需要の動きをみると、消費税率引き上げ後の昨年4～6月期に前期比－4%超と非常に大きなマイナスを示したが、その後、昨年7～9月、10～12月、そして今年1～3月については、前期比で+0.4%、+0.8%、+0.7%——四捨五入の関係で0.1%程度の誤差はあるかもしれないが——というような動きになっている。最終需要の動き自体は、緩やかに伸びているということであり、しかも10～12月、1～3月については、ほぼ同程度の伸び率を維持しているので、需要の動き自体はそこそこしっかりしているという評価で良いと思う。また、GNIに着目すると、10～12月は前期比+1.5%と非常に高い伸びを示した。これは、海外から

の所得の受取、交易利得の拡大の両方が寄与したが、1～3月はGNIは+0.9%と若干減速している。これは、海外からの所得の純受取がマイナス方向に寄与しているのではなかたちになっているが、調べてみると、経常収支の第1次所得収支の季節性が関係しているようであり、あまり本質的な問題ではないと思う。そうすると、GNIに関しても、10～12月、1～3月も+1%前後の安定した伸びを維持していると言えると思う。つまり、所得形成自体は、特に企業部門中心に非常にしっかりしている。それに対して、最終需要の伸びは、先述のとおりそこそこしっかりしているものの、所得の伸びと比べると若干弱い。所得に比べて支出面が弱いということになると、これは貯蓄・投資バランスにおける貯蓄超過の拡大ということになり、裏返せば、経常収支黒字の拡大ということにもなる。実際、足もと、経常収支は、一時期赤字化を懸念したが、実態は正反対でむしろ黒字基調が拡大してきている。これは、一面では、将来の円高圧力を溜め込むことになるので少し要注意だとは思っているが、長い目でみれば、このような貯蓄・投資バランスにおける貯蓄超過の拡大が国内支出の増加に繋がっていくものと思われる。このように、GDPの見方については、色々なノイズを捨象して基調をみていくと、今申し上げたようなかたちになっているので、この回復のメカニズムを緩和的な金融環境によってさらに後押ししていくことが重要であると思う。

白井委員

雇用については、新興諸国や過去の日本のように、総需要が増えているところでは自ずと労働需要は高まってきて賃金が上がるというメカニズムが想定できるが、日本のように成熟した社会、すなわち総需要がどんどん増えていくことがないところで人手不足が起こっているので、非製造業の生産性の改善は死活問題だと思う。

GDPについては、在庫投資の寄与が大きかったことは否定できないが、absorptionが相当大きく、輸入が相当大きかったので、absorptionが大きいというところで需要が出てきているとみることができると思う。今回、

実質輸出が非常に良かったが、ここには、非居住者の国内での直接買入がサービスのところに入るので、そこが非常に大きかった。昨日の説明では、商社の権益も入っているということだが、やはり観光客の買入需要も大きかったと思う。

黒田議長

それでは、ここで10分程度、コーヒースタイルを取る。

(10時13分中断、10時23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います。岩田副総裁からお願いします。

岩田副総裁

金融政策運営については、前回会合の見方を変えていない。前回会合でも述べたように、賃金の動向をみると、2年連続のベア実施やパート時給の持続的上昇に示されているように、好調な企業収益や予想されるインフレ率を反映して決定されるようになってきていると思う。企業のビジネスモデルも、専ら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ティブ型ビジネスに転換しつつあり、実際にそのようなビジネスモデルへの転換に成功した企業が高い収益を上げていると思う。

今後も、雇用需給がタイト化するもとで、企業収益の増加が見込まれるため、実質賃金の上昇が期待される。個人消費の伸びは消費税増税の下押し圧力によって鈍化したが、今後は、実質賃金が増加するため、次第にそ

の伸びは高まると予想している。実質賃金の上昇と原油価格下落の中長期的な実質所得増加効果は、エネルギー関連以外の財・サービスの価格引き上げ要因として作用すると思う。一方、原油価格の下落は、ラグを伴いつつ、エネルギー関連の財・サービスの価格引き下げ要因として作用する。2015 年度半ば頃までは、後者の物価引き下げ効果が前者の物価引き上げ効果を上回るため、消費者物価前年比は 0 % 程度で推移するとみられる。しかし、その後は、前者の物価引き上げ効果が後者の物価引き下げ効果を次第に上回るようになるため、消費者物価前年比は 2016 年度にかけてプラスに転換すると予想している。さらに、物価の基調を規定する要因の 1 つ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。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予想している。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する。実際の消費者物価前年比の上昇も予想物価上昇率を引き上げる要因になる。

以上から、2 % の物価安定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思うので、金融政策運営は現状維持を続けるべきであると思う。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

金融環境については、引き続き緩和した状態にあると思う。企業の資金調達コストや量、資金繰り、いずれの面からみても、量的・質的金融緩和のもとで、企業や家計まで緩和効果が波及していると思う。

第 1 ラウンドでも皆さんが触れられた点であるが、欧州では E C B が資

産買入れを拡大し、大規模な金融緩和を進めるもとの、一時、ドイツ国債金利が9年物までマイナス金利となるなど非常に急ピッチで金利低下が進んだあとの反転、急騰については、基本的には、高値警戒感が広がる中で比較的良好な経済指標やH I C Pがマイナス圏を脱したことを受け、欧州のデフレ懸念が幾分後退したとの見方が広がったことを契機とした correction、ポジション巻き戻しといった側面が強いと思う。この間、市場では様々な憶測が交錯したようであり、例えば、E C Bが大規模な資産買入れを当初の期限である少なくとも2016年9月までよりも前にやめてしまうのではないかとの思惑が台頭し、これが債券売りを加速させた面もあると思う。その後、ドラギ総裁が講演で、資産買入れは当初予定どおり完遂すると述べたこともあって、長期金利はひとまず落ち着いた状況になっているが、それでも高値圏にあると思う。ところで、足もとの欧州の長期金利は、E O N I Aのフォワード金利の形状——例えば、2年先1年物の金利——などをみると、そこからみえてくるのは、市場の織り込みとして、2016年9月の買入停止とこれに続く利上げを織り込んでいるようにみえる。一方、足もとのE C Bの2016年の物価見通しは、+1.5%であるので目標としている2%まで依然として隔たりがある状況である。そのような意味で、足もとのやや先走った市場の織り込みとE C Bの政策意図——E C Bは、インフレ目標と整合的な物価パスに戻るまでオープンエンドで継続するという趣旨の政策意図を発信している——との間には乖離があるようにみえる。今は一旦落ち着いているが、欧州の金利にはさらなる調整圧力が内在していると思っている。いずれにしても、先程来出ている議論ではあるが、今回の事例は日本にとっても学ぶところが多い。つまり、改めてみると、経済・物価情勢が改善してきた時に、先行きの政策についての期待や思惑をコントロールすることの難しさを示したという点で示唆に富むと思っている。わが国では、現時点では物価の先行きについて慎重な見方が多いが、展望レポートの見通しに沿って2016年度前半頃の2%程度の実現が視野に入ってくると、先行きの政策変更への思惑から市場がボラタイルになることは十分考えられる。こうしたことを踏まえる

と、経済・物価情勢に対する評価や金融政策スタンスについて、従来にも増して丁寧な情報発信に努めていく必要があると、改めて思った。

次に、前回の会合以降行ってきたQQEの効果についての情報発信について少し触れておきたい。QQE導入後2年を経過したこの時期を捉え、展望レポートのBOXや日銀レビューなどを通じ、QQEの効果についてその波及メカニズムと定量的な検証結果を示したことは、QQEの理解深耕に役立つ情報発信だったと思う。私自身も、こうした材料を国際会議での対外発信に用いたが、QQEの効果について具体的な数字を示した説明への手応えを感じた。そのうえで、日銀レビューの中で明示的にマネタリーベースに言及していない点を捉えて、「日銀はマネタリーベースという量を捨てたのではないか」との反応がみられたのはやや意外であった。改めて言うまでもないが、QQEは、2%をできるだけ早期に実現するという強く明確なコミットメントと、それを裏打ちする量と質の両面での大規模な金融緩和を組み合わせて効果を発揮する政策である。その政策波及メカニズムについての考え方は、導入以来一貫しており変わっておらず、そのように説明してきたつもりだが、それにもかかわらず、今申し上げたような意味でのやや意外な反応があったことは、われわれとしては引き続き充実した情報発信に努めていく必要があることを、改めて示唆するものだと思っている。

最後に、当面の金融政策運営については、QQE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ことが重要だと考えている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。

次に、本年4月の展望レポートでは、量的・質的金融緩和政策の効果の

検証を行い、2%目標の達成には予想物価上昇率の一段の上昇が必要と指摘している。この見解は、私が2013年から主張してきた「2%目標の達成には予想物価上昇率の上昇が重要であり、それには2年より長い時間がかかる」との見解と整合的だと思う。予想物価上昇率の動向は、今後益々重要になってくるので、本日は、その動向を判断するうえで私が重要と考えるポイントについて、見解を申し上げる。

日本銀行では、予想物価上昇率の動向を、エコノミスト、市場参加者、家計、企業等のサーベイの指標、および市場データに基づいて判断している。このうち、エコノミスト、市場参加者の指標や市場データに基づく指標は、日本銀行の見通しとの整合性やその実現可能性をチェックするのに有用であるし、インフレのポジティブサプライズがあると比較的早く反応する、いわゆる適応型インフレ形成をする傾向があるように思う。また、ラグを伴いつつも家計、企業の予想物価上昇率にも影響し得ると考えられる。そうした動向を注視しつつも、物価安定の判断に当たり重要なのは、家計の物価観や予想物価上昇率、および企業の価格設定力だと考えている。2%程度の物価安定の実現で重要なのは、消費者物価という言葉からも明らかのように、家計のインフレ予想とそれらに基づく支出行動である。勿論、物価安定を考えるうえでは、販売価格や賃金を決定する最終主体である企業も重要である。しかし、企業は利益を確保するために、需要を無視して販売価格を永続的に引き上げることはできないので、物価の安定で最終的に重要なのは、やはり家計の物価観や予想物価上昇率になると思う。家計と企業の予想物価上昇率の動向については、本年3月に私が欧州で実施した講演で詳しく述べているが、本日は改めて関連部分について簡単にご紹介する。

第1に、家計の予想物価上昇率は、企業よりも高くなる傾向がある。この一因としては、企業と家計が念頭に置く物価が異なることが考えられ、実際に、家計に対しては購入する物やサービスの物価全体を聞き、企業に対してはCPIをイメージするよう明記している。家計にこうした聞き方をするのは、CPI情報を持ち合わせていない回答者も多く、見通しを立

てにくい実態に配慮しているからである。

第2に、もう1つの要因として、家計の所得はデフレが長く続いて伸び悩んできたため、予算のタイト化を常に意識していることから物価上昇に敏感で、物価が高いと感じやすいと考えられる。一方、企業はマクロ経済情報とともに、業界の販売価格見通しも意識しているので、予想物価上昇率は全体として家計よりも慎重になり、実際の物価上昇率に近い回答が得られやすくなると思われる。

第3に、家計は、物価上昇を、予算タイト化を連想させ「好ましくない」とみなすので、物価上昇の局面ではそれを容認しない姿勢が強まる傾向がある。ここには、現在の所得が減少したと常に感じているだけでなく、将来の収入予想も改善しないと予想していることも影響しているようである。

第4に、こうした家計の物価観や物価上昇を容認しない傾向もあって、特に、大企業は先行きの販売価格については慎重な見通しを立てているようである。また、大企業では最終需要財を中心に厳しい内外競争に直面するもとの、先行きになるほど自社販売価格を見通しにくいと認識し、「分からない」との選択肢を選ぶ回答が増えている。一方、中小企業は相対的にマージン率が低いため、生産コストの上昇が見通しに反映されて、高めの販売価格予想を形成する傾向があるようだ。しかし、大企業の販売価格見通しが中小企業よりも低く慎重であるとすれば、大企業が設定する慎重な価格設定が、取引関係を通じて中小企業にも影響を及ぼすと考えられる。その結果、中小企業が見通しどおりに自社販売価格を高く設定できず、経営状況が厳しくなる企業も増えると思込まれる。

最後に、家計の中長期の予想物価上昇率にどの程度金融政策が影響しているかについて触れたいと思う。予想物価上昇率の情報源の選択肢に対する回答割合をもとに重要性を確認すると、金融政策を選択する回答割合は全体の10%超程度で、しかも変化はほとんどない。一見すると金融政策の影響が限定的な印象を受けるが、上方バイアス等を調整、平滑化した分布によれば、QQE導入後には家計の予想物価上昇率が2%近辺に集中し

ており、金融政策の変更がある程度影響を及ぼし、2%程度へと回答が集中する効果があったことが窺える。

以上をまとめると、家計の予想物価上昇率の動向については、上方バイアスを意識しつつ、平均値、中央値ともに分布状況も確認した方が良く、現在の所得環境と将来の所得見通しを含めた総合的な判断が必要と言える。なお、2015年度と2016年度は所得が名目、実質ともに改善が見込まれるため、家計の物価観や物価上昇を容認する姿勢に前向きの変化が生じていくことが期待される。しかし、2017年度に消費税率引き上げが控えるため、将来の所得見通しも十分改善しないと、駆け込みを除いた個人消費の拡大は抑制的になる可能性もあり、予想物価上昇率に影響を与える可能性もあるとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、当面の金融政策運営については、金融市場調節方針、資産買入方針とも、現行政策を維持することで結構である。今後、4月展望レポートの中心の見通しどおり、年後半から物価が上昇の度を強めていけば、2%目標の実現を市場が織り込み始めることになる。また、一方で、物価が上昇していかなければ、本行の追加緩和への期待が強まることになる。どちらにせよ、年内には政策そのものが問われるタイミングがくるのではないかとみている。既にQQEの導入から2年が過ぎ、時間の経過とともに政策効果の発現状況なども当初想定との比較ができるようになってきている。当面の間、時間的に余裕のあるところで、現行政策の枠組みなどについて、考え方を整理しておく必要があると思う点について、幾つか申し上げる。

まず1つは、政策目標に位置付けられているマネタリーベースについてである。マネタリーベースの拡大が株価や円相場に大きな影響を与えたこ

とは確かだが、よく言われているとおり、それが貸出やマネーストックの増加に直接結びつくメカニズムは明らかではなく、物価や成長率との関係もはっきりしないということだったと思う。当初導入の際には、各種資産の買入金額よりマネタリーベース増加額の方が大きく、目標自体に意味があるかたちになっていたが、昨年 10 月末の政策変更により両者の金額がほぼ等しくなったことから、資産買入を進める結果としてマネタリーベースが増加するともいえるかたちになっている。しかし、国債買入を進めていく中で、今後例えば中長期ゾーンがマイナス金利となったりすると貸出支援基金の返済が生じる可能性も高く、短国買入に非常に大きな負担がかかる惧れがある。その場合、マネタリーベース目標自体に意味があることを前提にしなければ、そこまですることの合理的な説明は困難になってしまう。マネタリーベースを政策目標として位置付ける考え方を整理しておく必要があると思っている。

次は、E T F、J－R E I T の買入についてである。これらについては、リスクプレミアムを圧縮するという目的で導入された。その後、これらの価格は上昇しているが、現在のリスクプレミアムが適正であるか否かは、もとより判定困難であるが、本行が現行のように大規模購入を続けていく必要があるほどリスクプレミアムが大きいという見方はなかなか難しくなっていると思う。その意味で、市場は買入自体歓迎するにしても、金融政策として継続していく理由については、整理しておく必要があると思う。

ポートフォリオリバランスについても、一部に為替ヘッジなしの海外資産の購入や株式へのシフトが実施されているが、国内貸出への転換が進まないもとで、リスク性資産へのシフトをこれからも誘導していくことについて、E T F、J－R E I T 同様、考え方を整理しておく必要があると思う。

最後に、実質金利の低下が投資を刺激し、経済を拡大させるというストーリーについてである。成長期待が高まらないと実物投資などフォワードルッキングな意思決定に基づく支出は出てこないと思う。元々、名目金

利がゼロ近傍にあること自体、経済の成長期待が低下し、投資意欲も弱いということである。金利要因が投資に効果を有することは否定しないが、既に長らく低金利の状態が続いているもとで、実質金利の低下が投資の増加をもたらすことをあまり強調することには、違和感を覚えるところである。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

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

量的・質的金融緩和から2年超が経過し、その継続の可否について、私は、毎回の会合で都度判断していく考えだが、先のセッションで述べたように、世界経済が年前半を通じ幾分減速する可能性がある中、国内経済については、所得から支出への好循環のメカニズムが設備投資を中心に今一つ力強さを欠くこと、また消費者物価の前年比上昇率は、エネルギー価格下落が主因とはいえ、先行き小幅マイナスを含む0%程度で推移の見通しであることから、今はまだ出口に関する情報発信を始めるタイミングではないと思う。出口に関する現時点での情報発信は、折角の緩和効果を減殺する可能性があり、そのタイミング等については細心の注意を要すると思う。

ただし、量的・質的金融緩和の継続に当たっては、先に述べた経済ファンダメンタルズ以外にも、効果と副作用の比較衡量、および大規模な資産買入れの持続可能性等のチェックは必要であり、また極端な低金利に慣れた市場がやや長い目でみてスムーズに出口を迎えられるような環境整備も必要と考える。そうした点では、出口に関する情報発信をいつ始めるかという問題意識は常に持っている。

前者の効果と副作用については、先の企画局ペーパーあるいは展望レ

ポートのBOXの中で量的・質的金融緩和の効果の定量的検証を公表し、市場関係者の評価を率直に問うことを試みた点については評価している。ただし、量的・質的金融緩和の政策効果の柱である大規模な資産買入れによるイールドカーブ全体への働きかけについては、量的・質的金融緩和後に加え、量的・質的金融緩和の拡大後といったフェーズごとの肌理細かな分析の必要性を感じている。もとより、既に極端な低水準にある長期金利について、今後の買入進捗による名目金利の押し下げ効果について、リニアな経路を想定することには若干無理があるように思う。仮に、先行き名目金利の低下幅が限られるならば、実質金利低下、すなわち中長期的な予想物価上昇率の上昇に今後の政策効果を託すかたちになる。しかし、その場合、本行の強く明確なコミットメントのみにより予想物価上昇率を押し上げていくことになるため、過去2年間の政策効果の試算結果をみても、今後政策の難度は一層高まるであろう。いずれにせよ、量的・質的金融緩和拡大後は、流動性プレミアムの拡大等から名目金利の低下効果が逡減している可能性があり、巨額の買入継続の金利形成に及ぼす効果のほか、投資家やディーラーの目線の変化を丹念にモニターしていく必要性を感じている。

後者の大規模な買入れの持続可能性という点については、以前から申し上げてきていることなのであまり繰り返さないが、金融機構局の定例モニタリングによれば、本行の取引先金融機関の国債保有スタンスに大きな変化はなく、一部を除けば期日償還に対し一定の再投資需要がみられる。一方、保険会社、年金基金、投資信託といった本行非取引先の国債保有スタンスについては、本行取引先ほどタイムリーには分からないため、最終投資家の全体像をリアルタイムで定量的に把握するのは現状やや難しいと思う。ただし、公表されている情報では、一部生保や年金基金は、年間投資計画策定に当たり国債保有割合を減らす方針を明確にしている。

本行による買入れの持続性は、その時々金利環境や最終投資家の再投資方針次第という面があり、クリティカルポイントがどこにあるかを現時点で見通すことは率直に言って困難である。ただし、3月に一時的に応札

倍率の低下をみたように、今後も半期末や四半期末といった節目で再び季節的に応札倍率が低下する可能性はあると思う。非取引先金融機関の国債保有スタンスも含め、今後丹念にモニタリングする必要性を感じている。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、金融面については、金融は緩和的な状況であるが、金融的不均衡が蓄積している状態ではないと思う。株価は、株価収益率でみて合理的な水準であるし、地価は大都市商業地のみ僅かに上がっている程度である。現在の株価が合理的な水準であるということは確かだろうと思う。かつ、景気は緩やかに回復しているし、物価も基調的に上昇している。そのようなことから考えると、これまでの金融政策決定会合で議論してきた経済・物価情勢のシナリオから大きく離れているということはない。従って、これまでの政策を続けることが必要である。

日銀がマネタリーベースを捨てたという議論について、一言コメントをしたい。当座預金という言葉はレポートの中に書かれており、マネタリーベースは当座預金と現金を足したものである。現金はそれほど動かないので、マネタリーベースの拡大はほとんどが当座預金の拡大になる。従って、当座預金という言葉が書かれており、当座預金が拡大したことの効果を分析している訳なので、なぜマネタリーベースを捨てたということになるのか、非常に不思議な議論である。そのような不思議な議論をする人達に対して上手く説明することは、非常に難しいことだと思う。情報発信というのは本当に難しいものだというのが、私の感想である。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

次回会合までの金融市場調節および資産買入方針、並びに今後の金融政策運営方針については、前回までの自身の提案が妥当と引き続き考えており、のちに議案を提出したいと思う。量的・質的金融緩和は、今後も相当期間続くことを覚悟する必要があるので、決して簡単なことではないが、先行き相当な期間に亘る政策効果と副作用を考慮に入れて、現在の政策運営を慎重に進めることが重要であり、通常の金融政策よりも中長期の視点を持ってフォワードルッキングに運営していく姿勢が強く求められると考えている。これに関連して、3点申し上げる。

第1に、資産買入に伴う実質金利の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。この点は、先般の展望レポートでも実証的な分析の結果が示された。しかし、追加的な効果は、金利低下余地が限られてきていることなどから、明らかに逡減していると私自身は考えている。これは、先般の分析ではカバーされていない重要な点である。他方で、緩和の副作用は、本行が国債保有残高を着実に積み上げていく中で、その潜在リスクが逡減することなく高まっていると考えている。副作用は、現時点で明らかに確認できなくても、どこかの時点で顕現化すれば、上手く対応することができずに手遅れになることもあるため、長い目でみた効果と副作用のバランスが最適になるような慎重な政策運営を心掛ける必要があると、引き続き考えている。

私自身は、現状のように、景気が潜在成長力に見合ったペースで、緩やかでも息の長い回復をこの先も続けていくためには、現在の大幅に緩和された金融環境を維持しつつも、金融市場の大きな混乱に将来繋がり得るような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ることが重要だと考えている。緩和強化のペースをやや低下させる措置を私が提案している背景には、このような認識がある。

第2に、主として需要面に働きかける金融政策が、現在の経済状況下で担うべき役割は、良好な金融環境の維持を通じて、いわゆる潜在成長力が

2%の物価上昇率と整合的になるような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あると考えている。別の言
い方をすれば、私自身は、短期間で物価を無理に押し上げようと過度に緩
和を強化すれば、経済、物価の安定をむしろ損ねてしまうリスクが高いの
ではないかとの懸念を持っている。足もとのコアCPIは前年比で0%近
傍にとどまっているほか、中長期の予想物価上昇率についても、多くの関
連指標はなお2%の水準までに相当の距離があることを示している。現時
点では原油価格下落の影響を僅かにしか受けていないと考えられるコア
コアでみても、前年比が0%近傍にあることを踏まえれば、このような物
価見通しの下振れの理由を、予想外の原油価格下落だけに求めるのは適当
ではないと思う。消費税率引き上げ後の消費動向が予想外に弱かった側面
もあったとは思いますが、それも説明としては十分ではないように思う。私自
身は、物価上昇率の基調を高めるような構造変化が一段と進まない限り、
金融政策のみでは安定的に2%の物価を実現することは現時点では難し
いと考えている。物価安定目標の達成時期について柔軟に見直すことを提
案している背景には、このような見方がベースにある。

第3に、足もとの市場動向についてである。前回会合以降、主要国では
国債利回りが上昇し、それが株価下落を一時的に誘発するなど、金融市場
は総じて不安定な動きを示した。その底流には、国債の大量購入・保有を
含む各国での積極金融緩和の影響があるように思う。近年の金融緩和策の
もとで進んだ名目・実質金利の低下は、投資家に search for yield の投
資行動をもたらし、様々な金利スプレッドを歴史的低水準にまで押し下げ
るとともに、資産価格の上昇、公的・民間債務残高の累積などを促してき
た。特に、日本の量的・質的金融緩和は、国債買入れを通じたリスクフリー
金利の低下と、ETF購入を通じたリスクプレミアムの低下の両面から、
株式の現在価値を押し上げる政策となっている。最近では、本行による大
量のETF購入が、株式市場全体あるいは個別銘柄の価格体系に歪みを生
じさせているとの指摘も聞かれるようになっている。こうした歪みが、行
き過ぎた末に何かのきっかけで逆回転を始め、経済に大きな打撃を与える

といった潜在的リスクの顕在化を回避するためにも、緩和の副作用の抑制に努めることは重要であると考えている。

量的・質的金融緩和の導入から2年が過ぎたが、2年という期間は、未知の政策の効果を推し量る観点からは、かなりの情報を得ることが可能な期間だと思う。他方で、導入時の政策に調整を施しても、累積された政策効果が一気に巻き戻されることなく一定の効果が定着することが期待できるのに十分な期間であると思っている。こうした点から、このタイミングで政策の設計の修正を検討することは適切であると、引き続き考えている。以上である。

黒田議長

森本委員お願いします。

森本委員

わが国の金融環境は、緩和した状態が続いており、企業の資金調達コストは低水準で推移し、資金繰りも良好である。前段でも議論があったが、国際金融資本市場では、4月末以降、欧州金利の急上昇がみられ、これが米国金利等にも波及し、ややボラタイルな展開となった。この背景には、経済の回復傾向や商品市況の上昇を受けて物価下落が短期的にとどまるとの見方が強まったことから、これまでECBの資産買入を意識して造成されていたポジションが急速に巻き戻されたことがあるとみられる。今回は、欧州発のポジションの巻き戻しの動きであったが、今後、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、構造問題を抱える新興国を含めて、金融資本市場の混乱に繋がるリスクには、引き続き警戒が必要である。また、原油価格の動向はもとより、依然予断を許さないギリシャ情勢やウクライナ・中東情勢等の地政学的リスクにも十分な注意が必要である。

この間、わが国の金融資本市場では、長期金利は、海外長期金利の上昇を背景に、0.4%台半ばまで一旦大きく上昇する場面がみられるなど、前

回対比で上昇している。短国レートは、海外投資家の堅調な需要などを背景に、概ねゼロ近傍ないし若干のマイナスで推移している。また、株価は、堅調な米国株価やわが国の良好な企業収益、さらにはGDP統計の公表等を受けて、前回対比で上昇している。この間、ドル／円は、やや円安方向の動きとなっている。

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円滑なコミュニケーションを図りながら、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、物価動向について簡単に付言したいと思う。足もと、スーパーの食料品や日用雑貨等を主な調査対象とする東大日次物価指数の7日間移動平均値が上昇傾向を示している。これまでも、消費増税時の昨年4月をはじめ暫くの期間プラスの伸びを維持したことはあるが、昨年4月時も20日程度の持続といずれも比較的短期間に終わっている。一方、今回は4月中旬以降、1か月以上プラスの伸びが継続している。この上昇の背景については、3月以降に売上数量が拡大したことで価格引き上げの動きが強まったことがあると解説されており、これまで節約志向が強く値上げが困難であったとみられる日用品などでも値上げが実現していることが示唆される。このところ、企業側では、家計行動の変化を踏まえて、従来の低価格戦略を見直して付加価値を高めながら販売価格を引き上げる動きがみられているが、消費者や企業のデフレマインドの相応の変化が、日用品等の物価指数にも反映され始めている証左ではないかと考えている。

こうした物価上昇が先行き安定的に実現していくためには、その持続性が課題となるが、その際の鍵となるのは、物価上昇を受け入れ可能とする所得環境の改善であると思う。この点、高水準の企業収益を背景に、昨年に続き物価動向等にも配慮した賃上げの動きが広がっており、連合や財務局調査等によれば、大企業だけでなく中堅・中小企業でも、人手不足感の強まり等もありベアも含めた賃上げの裾野が広がっていることが挙げられ

る。もっとも、現時点では、東大物価指数については、上昇が特定品目に限られており長続きしないのではないかとこの見方もあるので、今後、物価上昇の動きが値上げ品目の増加を伴って拡大するのか、賃上げが実際に生活者の懐に反映されていくとみられる来月以降の賃金・所得環境の動向、さらにはシニア層の消費行動等も注視しながら、見極めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との意見であったと思う。先行きの金融政策運営についても、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適当ということで概ね一致していたのではないかと思う。

そうした中で、現在の量的・質的金融緩和の市場への影響等について指摘される委員が何人かいて、また市場との対話の重要性を指摘される委員もいた。こういった点には今後とも引き続き留意していく必要があると思っている。

なお、企業、家計の支出行動を支える金融環境については、昨日の執行部からの説明にもあったとおり、企業からみた金融機関の貸出態度は改善傾向を続けており、貸出金利は既往最低水準にあるなど、色々な指標をみても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。

佐藤委員

買入れの持続可能性について、追加で申し上げておきたい。思考実験として、今後、一時期みられたように5年等の中長期ゾーンでマイナス金利化してきた時にどのようなになるかを考えると、マイナス金利のもとでは最終投資家は買えないので、マーケットでの買い手は本行のみになると思う。その意味では、マイナス金利化の良し悪しは別にして、本行の買入れは

却って楽になる可能性があると思う。現実には、一時期5年物金利がそうであったように、金利がマイナス化するとさすがに最終投資家の需要はなくなるので、業者だけのマーケットになり、金利は上に跳ねてボラティリティも高まることになるのだろう。恐らく、今後もそのような展開が何回か出てくるのではないと思う。そのようなかたちで金利が上に跳ねると、再投資需要が出てきて今後の買入れは相対的に難しくなり、四半期末といった季節的な要因で、買入れの応札倍率が低下する局面が出てくる可能性があると思う。そのような微妙にプラスの金利が残っていて投資家の最終需要がある時に、起こり得ることは、例えば、1～3年、3～5年、5～10年と短いゾーンから順に買入れが難しくなってくることである。そこについて、長いゾーンはイールドが残っているので、例えば、現在のディレクティブの平均残存期間である7年～10年を伸ばせば買いやすくなるかもしれないが、そこは、政策効果と副作用をどのようにみるかについて、かなり大きな判断になると思う。いずれにせよ、今後の買入れの持続性については、その時々金利状況、金利環境によって投資家の最終需要が変わってくるので一概には言えないが、実際に買入れを進めていく中で、執行部は年限ごとに細かな調節をされているが、引き続き肌理細かくみていく必要があると思う。

白井委員

QQEの検証にマネタリーベースという言葉が入っていなかったとの指摘が市場からあった点については、言われてみればそのような面もあると思う。QQEがインフレ期待を引き上げていくことを重視しているという点でこれまでのやり方と違うにもかかわらず、インフレ期待と量の関係が書かれていなかったことについては、説明が足りなかった——前回会合で、私はその点を申し上げた——と思われたところがあったと思う。マネタリーベースを採用した理由は人によって違うと思うし、私はインフレ期待との関係でマネタリーベースに合意した訳ではないが、QQEではインフレ期待の引き上げを重視していると対外的に説明してきたことからす

れば、時間がない中で検証の公表を少し急ぎ過ぎた面は否めないと思う。

中曽副総裁から指摘のあった欧州の経験については、金利が跳ねやすいという点は日本銀行も注意してみていかなければならないところだが、今回あれだけ跳ねてもECBがかなり冷静であった背景には、インフレ期待が上がってきていることへの自信もあるのではないかという気がする。インフレ期待が昨年後半から下がってきた背景は、原油価格の下げもあるが、予想対比実際のインフレ率が落ちてきていて、ネガティブサプライズが多かったことが市場ベースのインフレ期待を下げる方向に働いたという説明があったが、逆に、今度はドイツのCPIが予想対比上がってきたことがポジティブショックになった。これを日本銀行のフレームワークでみれば、物価が上がらないと思われている中ではショックはないが、仮に、今後予想よりも物価上昇率が高いとインフレ期待は上がりやすくなり、これはインフレ期待を上げるという目的にはプラスだが、長期金利には跳ねてくるので、それとの見合いで難しい舵取りを迫られることになる可能性があると感じている。

木内委員

長国の買入れに関し、難しいと思うのは、本行の長国買入オペの供給曲線がみえていないという点ではないかと思う。横軸を量、縦軸を価格とすると、われわれの買入れである需要曲線は垂直であるのに対し、供給側の曲線は右斜め上に伸びているが、QQEを始めた当初に多くの人が想定していたのは、段々と売りにたくない人から無理に買うことになるので、プレミアム、つまり価格をかなり上げる、金利をかなり下げるかたちで買っていき、供給曲線は下に凸のようなかたちになっていて、最後の瞬間は凄い勢いで金利が下がって買えなくなる——供給曲線が垂直になる——ということだったと思う。しかし、今までの2年間の経験からは必ずしもそのようにはなっておらず、2年間の政策効果の分析の中に長期金利の推計式があるが、われわれが保有している国債残高の説明力が次第に下がってきていることからすると、当初の想定とは違っている。何が違うかというと、

加速的に金利が下がってくれば買えなくなるというウォーニングサインと言えるのではないかと思っていたが、実はそうではなく、突然買えなくなることがあるということではないかと思っている。

原田委員

先程の木内委員の提案では、なかなか物価が上がらないから量的・質的金融緩和政策を長期に続けるしかなく、長期に続けるために買入額を減額するというように聞こえたが、それはかなり弁証法的というか、アクロバティックな議論で理解しがたいものがある。今の長国買入の供給曲線がみえないという議論もそれに似ており、金利がなかなか上がらなければ、普通は暫くはなかなか上がらないと思うのだと思うが、あとでいきなり上がるのではないかという議論になっており、これもアクロバティックな議論だと思う。

また、私は、金融緩和の副作用としての金融不均衡の蓄積とは何かについて、度々説明を求めているが、なかなか説明して頂けない。前回会合では、名目金利がファンダメンタルズから離れているとおっしゃったが、なぜそのように言えるのかについての説明はなかった。今回は、「金融の不均衡」という言葉はなくなり、「緩和の副作用」という言葉になっている。これは、「よく分からないが、もし現れたら大変で手遅れになる」というもので、これは、言葉の定義から言えば当然正しいが、その言葉の実体、つまり、副作用とは何か、どのようなかたちで現れるのか、それが現れることは事前に何らかの指標によって認識することはできないのかなどについての説明を伺いたい。

木内委員

買入の供給曲線についての話は、意味がよく分からなかったが、最初におっしゃったのは、物価がなかなか上がらないので長く続けるということではなく、私が提案しているのは、取り敢えず、長国の買入残高を一定にするところまでしか視野に入れていない。途中で国債を売るのはリスク

が高いので、買入額を減らしていき残高を一定にするところまではできるとしても、そのあと売することは難しいと思う。また、自然な償還に任せたかたちで残高を削減すること自体も、市場へのインパクトが大きいことを考えると、相当期間は残高を通常のレベルよりも多く保有しなければならないという意味で、量的・質的金融緩和がかなり長期化することは覚悟しなければならない。ということは、10年か20年か分からないが長く続くことを前提に、その効果と副作用を比較衡量をしなければならないということであり、それは非常に難しいことだと思っている。その意味では、足もとの景気だけではなく長期間の影響も考えながら政策を続けていこうというのが、私の提案の趣旨である。一方、物価については、これも従来から申し上げているが、私は、今の状態がかなり安定した状態ではないかと思っている。2%の物価目標は中長期の目標としているので、2%が達成できないので長期化するというわけではない。

金融不均衡については、過去2回の会合でご質問があり、私としてはお答えしたつもりである。例えば、原田委員がおっしゃられたP E Rの過去の平均との比較も1つの指標ではあるが、一方で割高であるという議論もある。今の時点で不均衡かどうかは確かに証明できないと思うが、イエレン議長や最近ではドラギ総裁もおっしゃっているように、今の非伝統的な政策は国債市場に直接影響を与え、国債市場の歪みが様々な金融指標に波及するという経路があるのではないかと思う。これについては、正直言って、数値で今どの程度の不均衡があるかを言うことはできないが、この点は、どのように感じるかだと思う。このような問題は、まさに、9人の合議制で決めることの意義が発揮しやすいテーマだと思う。それぞれの感性や経験を踏まえてどの程度のリスクがあるのか——リスクはないという考えもあるかもしれないが——というのは、合議制の意義が発揮されやすいテーマだと思う。

原田委員

確認だが、私が「減額する」と言ったのは、「買入額を減額する」とい

う意味で申し上げたのであり、もし「残高を減額する」と言ったのであれば私の言い間違いである。私は、「木内委員は買入額を減額することを提案している」と言ったつもりである。

9人の合議制の意義については、それは、9人の感性の違いで議論するのではなく、事実と理論に基づいて議論すべきである。感性の違いを幾ら議論しても、私は、時間の無駄だと思う。

黒田議長

他にご意見等がなければ、ここで政府からの出席者の方々にご発言を頂きたいと思う。宮下一郎財務副大臣からお願いします。

宮下財務副大臣

5月20日に公表された本年第1四半期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.6%となり、2四半期連続のプラス成長となった。その要因としては、個人消費が前期比+0.4%と3四半期連続のプラスとなったこと、住宅が前期比+1.8%と4四半期振りにプラスとなったこと、設備投資が前期比+0.4%と4四半期振りにプラスとなったことなどがあり、景気が緩やかな回復基調を続けていることが確認されたものと考えている。

財政健全化計画については、6月末頃までの取りまとめに向けて経済財政諮問会議等において、検討を進めているところである。この計画においては、財政の持続可能性に対する内外の信頼を確立するため、具体的かつ実効性ある内容を示す必要があると考えている。その際には、まずは、デフレ脱却・経済活性化を通じて経済再生ケースを実現させることが重要な課題であるとともに、それでも2020年度には9.4兆円の基礎的財政収支の赤字が残る見込みであるため、歳出改革等を通じて赤字を解消し、基礎的財政収支の黒字化を図ることが必要であると考えている。引き続き、財政健全化計画の策定に向け、今後、さらに具体的な議論を進めていく。こうした一連の施策により、経済再生と財政再建の両立を実現していく。

日本銀行におかれては、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

次に、内閣府の前川守政策統括官（経済財政運営担当）をお願いします。

前川政策統括官（経済財政運営担当）

2015年1～3月期GDP速報では、実質成長率は前期比年率+2.4%と2四半期連続のプラス、名目成長率は前期比年率+7.7%と2011年7～9月期以来14四半期振りの高い伸びとなった。また、雇用者報酬は実質で前期比0.6%のプラスとなった。一方、2014年度の実質GDP成長率は前年比1.0%のマイナスとなったが、この背景には、年度前半において、個人消費や住宅投資に消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動減があったことに加え、消費税率引き上げ等の影響を含めた物価の上昇に家計の所得が追いついていないことなどにより、個人消費に弱さがみられたことなどがあると考えられる。2015年1～3月期のGDPデフレーターは、原油価格下落の影響により輸入デフレーターが下落した結果、前年同期比で3.4%上昇し、前期よりもプラス幅が拡大しており、デフレ脱却に向けて好ましい状況となっている。物価動向の判断に当たっては、こうしたことも含め総合的にみていくことが重要であると考えられる。

先行きについては、緩やかに回復していく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。

昨年末に政府が取りまとめた緊急経済対策の進捗状況については、内閣府が3月末時点で全数調査をした結果では、国が実施する事業について件数ベースではほぼ全ての事業が着手段階に至り、さらに約6割が契約開始段階に至るなど、全体として順調に執行されている。

また、経済再生と財政健全化を両立する計画については、経済財政諮問会議において論点整理がなされたところであり、今後、精力的に審議を進め、本年6月末頃までに取りまとめる「骨太方針2015」の中で、2020年

度の財政健全化目標を達成するための計画を策定していく。さらに、成長戦略のさらなる進化のため本年6月末頃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。

なお、非製造業の生産性向上が所得環境の改善等に重要であることは政府としても認識しており、4月2日の政労使会議でサービス業の生産性向上に向けた取組み策等を決定したところである。これに基づき、流通業、道路運送業、介護業などの業種において、関係各省、関係業界、経済界による協議会を近く発足させ、取組みを推進していく予定である。

5月12日の経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。

日本銀行におかれては、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まれることを期待する。以上である。

V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針、対外公表文の先行きの金融政策運営方針について、前回と同様の提案をしたい。考え方は同じである。

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]

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

それでは議長案から読み上げさせて頂く。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、資産買入方針の議長案である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、議長案の対外公表文案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

木内委員案については、金融市場調節方針および買入方針について議長案と異なる部分を申し上げる。マネタリーベースについては約45兆円、長期国債については約45兆円、平均残存期間については7年程度、ETFおよびJ－REITについてはそれぞれ年間約1兆円、年間約300億円とされている。

最後に、木内委員案の対外公表文案だが、議長案の対外公表文の6.について、「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」と変更する

案である。

3 番目に申し上げた議長案の対外公表文で、変更点は、3. の全体評価を「緩やかな回復」として、「基調」を取っている。公共投資、個人消費、住宅投資、それから生産について、昨日ご報告したとおりの変更を加えている。4. でも「緩やかな回復」として、「基調」を取っている。5. のリスク要因では、欧州のところで「景気・物価のモメンタム」という言葉に変更している。以上である。

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方針、次に、議長提出の金融市場調節方針と資産買入方針、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。

[11 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。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します。

[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

対外公表文の最終案である。2 頁目で（注 1）として、賛否を書いたあと、「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、（注 2）として「木内委員より、2 %の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、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

ている。いずれも前々回の会合と同じである。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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。

[11 時 39 分 政府からの出席者入室]

金融市場調節方針と資産買入方針は、ともに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（4 月 30 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、4 月 30 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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 27 日水曜日 8 時 50 分に
対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、6 月 18、19 日に開催する予定
である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席
者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する
取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者
の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお
願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 11 時 49 分である。

黒田議長

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

(11 時 44 分閉会)

以 上