

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年6月18日（14:00～16:22）

6月19日（9:00～11:59）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 黒田東彦（総 裁）
岩田規久男（副 総 裁）
中曾 宏（ 〃 ）
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（18日）
	宮下一郎	財務副大臣（19日）
内閣府	中村昭裕	大臣官房審議官（経済財政運営担当）（18日）
	西村康稔	内閣府副大臣（19日）

（執行部からの報告者）

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

（事務局）

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

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行であるが、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、金融政策決定会合の運営の見直しに関する執行部説明、当面の金融政策運営および金融政策決定会合の運営の見直しに関する討議、政府出席者からのご発言、金融政策決定会合の運営の見直しに関する議案取りまとめと採決、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、5月21、22日開催分の決定会合の議事要旨の承認を予定している。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは迫田英典大臣官房総括審議官、内閣府からは中村昭裕大臣官房審議官（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。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

黒田議長

まず、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

資料－1、2（参考計表）【追加】に基づき説明させて頂く。まず、図表1であるが、金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約

80 兆円増加させるペースで調節を進めており、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 は、国債買入オペである。まず、平均残存期間は 4 月 8.8 年のあと、5 月は 8.7 年、6 月もこのままいけば 8 年の半ばから後半で着地することが予想される。応札倍率は、このところ概ね 2 ～ 3 倍台が確保されており、後程申し上げるとおり、海外金利の上昇を受けて損失が出たところがありこれを J G B の益出しで埋めるといった動きも反映しているようである。

図表 4 の短国買入れをご覧頂くと、金融市場局では、季節性にはある程度配慮しつつも、基本的にはなるべく一定額を買うようにしている。6 月初は、都銀が期末に向けたポートフォリオを固めていることを反映して、再び短国の売りが出にくい状況であった。このことを踏まえて、6 月初頭は買入額を少し落としたが、その後は徐々に買入額を戻している。こうしたオペ運営のもとで、短国金利は、引き続き 3 か月物はゼロ近傍、期間が長めで担保としての需要が強い 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。

続いて、内外市場である。現在、マーケットの関心は、主に海外、特に欧州の長期金利の上昇、ギリシャの債務問題、F e d の利上げ見通しといったところである。図表 5 は米国の政策金利の見通しであるが、前回との対比では、若干ながらカーブが上に上がったかたちである。この間の動きは、イエレン F R B 議長の 5 月 22 日の「経済が見通しどおりであれば今年のいずれかの時点で利上げをすることが妥当」といった発言、その他の F e d 幹部の発言や堅調な雇用統計などを受けて、市場では、やはり F e d は今年中には利上げを行うだろうという見方が広まり、イールドカーブが若干上昇した。そして昨日の F O M C を迎えた訳であるが、F e d は今年中に利上げを行う意向であることは市場に確認されたが、一方で、F e d のボードメンバーの 2015 年中の G D P 見通しや金利見通しを示すいわゆるドットチャートが下方修正されたことは、ハト派的と受け止められた。全体としては、若干ながら金利低下およびドル安方向に働いたかたち

となっている。

図表 6 の長期金利は、前回会合以降、各国で水準が切り上がっている。大きな流れとしては、原油価格が底を打って水準を切り上げていることもあり、各国で C P I が市場予想よりも少し良いという傾向が目立っていることを反映しているように思う。また、地域別にみると、とりわけ欧州の長期金利の上昇幅が大きく、次に米国となっている。日本の長期金利は、米欧に比べると上昇幅はかなりモデレートであると思う。この間、上昇が目立った欧州の長期金利について、図表 7（1）のドイツの長期金利は、前回報告のとおり C P I の予想上振れなどを受けて 4 月末から一旦急激に上昇した。その後、E C B 幹部の「E C B は国債買入れを少なくとも来年 9 月末までは続ける」といった発言を受けて一旦落ち着く傾向をみせていたが、今月 3 日の E C B の政策理事会後の記者会見でのドラギ総裁の「低金利のもとではボラティリティは高くなりがちであり、われわれは高いボラティリティに慣れる必要がある」といった発言を受けて、再び水準を切り上げている。

図表 8 の本邦長期金利も、ただ今申し上げたような米欧の金利上昇を受けて水準を切り上げているが、本邦の金利が上がる局面では、金利上昇を待っていた長期安定投資家からの買いも入っているという状況であり、本邦の金利上昇幅は、米欧に比べかなり抑制されたものとなっている。この間、図表 9（2）の長国先物のビッド・アスク・スプレッドといった流動性・機能度指標をみると、Q Q E 導入当初にビッド・アスク・スプレッドが高く、本年初もまた高くなっていたが、最近は本年初に比べれば落ち着いてきている。図表 10 の国債市場の流動性・機能度については、長国先物の板の厚みや長国先物の価格インパクトなどの指標をみても、本年初は市場の機能度や流動性が落ちる傾向が強かった。最近は、年初ほどはひどくないという結果になっている。

図表 11 は、先日 10 日に公表した債券市場サーベイの結果である。ここでも、市場の流動性や機能度は、水準としては引き続き高くはないものの、3 か月前に比べれば状況は若干ましであるという回答振りになっている。

また、先週末に開催した債券市場参加者会合でも、マーケットの方々からは同様の見解が多く聞かれた。

次に、図表 12 のギリシャ関連金融指標をご覧頂くと、このところ、ギリシャ、EU 双方から、かなり hostile な応酬が目立つようになっており、市場では、ギリシャのデフォルトがこれまでに比べ真剣に懸念されるようになってきており、ギリシャの金利上昇、株価下落傾向が足もと一段と強まっている。この間の特徴として、図表 13 をご覧頂くと、これまでギリシャからは比較的デカップルされていると言われていたスペインやポルトガル、イタリアといった欧州周縁国の金利も、このところじりじりと上昇してきている。やはり、ギリシャのリスクは周縁国にとって決して無縁ではないということを示唆しているように思う。また、図表 13（2）の米国クレジット市場は、この間、米国の長期金利の上昇を受けて search for yield の動きが若干弱まったことから、クレジット物についても若干スプレッドが広がってきている。（3）の本邦クレジット市場は、いずれも引き続き全体としてはべた風の状態であるが、幾つかの企業については、個社要因からスプレッド水準が切り上がっているという状況である。

図表 14 の株価をご覧頂くと、前回会合以降、株価は世界的に総じて弱めであった。（1）の欧州の株価は、先程申し上げたようなギリシャの懸念の高まり、それから欧州の長期金利上昇を背景に下落している。また、（2）の新興国の株価は、2013 年夏のいわゆる tapering tantrum の局面で 5 弱国と呼ばれた新興国のアセットが売られたが、今回マグニチュードとしてはまだ大きくないが、脆弱性が比較的意識されやすい新興国の株価が再び弱めである。個別にみると、例えばトルコの選挙や個々の要因もあるが、米国の利上げ予想が強まるとともに株価が下落する傾向が再びみられているという点には、留意が必要だと思う。この間、中国株は、引き続き上昇振りが突出した状況が続いている。

図表 15（1）をみて頂くと、前回会合以降、各国で株価が弱かったが、中国株だけはかなりの上昇を続けるという構図である。この間、日本株は前回会合以降、強くはないが他国に比べればそれほど悪くないというところ

るである。この間、下落している国々のネームをみると、勿論ギリシャは大幅に下がっているが、それ以外では、まず欧州勢とトルコ、南アフリカやインドネシアといった一昨年に 5 弱国と呼ばれたネームがまた挙がってきている。図表 16（2）の上海株と香港株の比較をご覧頂くと、前回会合以降、香港株は世界的な株価の軟調と平行なかたちでそれなりに調整しているように見えるが、一方で、上海株の方は上昇傾向が続いている。この結果、（3）の上海と香港の両方に上場している株式の株価の差が一段と拡大している。マーケットでは、引き続き金融相場的な警戒感が強まっているということであり、先行きの動向には留意が必要だと思われる。

図表 17 の為替レートは、前回会合直後は、米国の利上げ予想の強まりや比較的堅調な雇用統計などを背景に、全般にドル高傾向の動きが進んだ。マーケット的には、ドルを買う一方何を売るのかという話になるが、欧州では金利が上昇しているのでユーロは売りにくいということで、消去法的に円を売ってドルを買う動きが進み、ドル／円レートはするすると円安ドル高の動きをたどり、一旦は 125 円台まで円安が進んだ。その後、6 月 10 日の国会での黒田総裁発言を契機に、一時的にはかなり急な巻き戻しもあったが、その後、比較的速やかにドルの押し目買いも入っていた。その後は、概ね 123 円台で推移している。前回会合との対比でなおかなりの円安水準となっている。また、最近では、ドル高の動きに歯止めがかかっているが、この間、ユーロは前回会合直後のドル高局面では対ドルで横ばいを維持しており、その後、むしろ金利上昇を背景にユーロ高が進んでいる。図表 18（1）をご覧頂いても、前回会合以降、ドルに対して下落している通貨が多い中、ユーロの上昇が目立っている。この間、日本円はドルに対する下落幅が大きめの通貨の 1 つであるが、日本円よりも下落している通貨をみると、まず、6 月に利下げをしたニュージーランド、これ以外にはロシア、トルコ、南アフリカとここでもかつて脆弱性が意識されることが多かった新興国のネームが再び挙がっている。

以上申し上げたように、欧州金利の上昇を経て、現在のマーケットの関

心は、ギリシャ、それから米国の利上げ観測といったところにあるが、ギリシャについては、デフォルト懸念がこのところ真剣に取沙汰されるにつれて、周縁国の金利などにも影響がある程度みられるようになっている。また、結局周縁国については必ずしもギリシャからデカップルされていた訳ではなく、これまでの見かけ上のデカップルは、交渉の当事者は慎重なことを色々言っているが、結局欧州は何とかするだろうといった見方が多かったという面も大きかったのではないかと思う。これが、最近になってギリシャ、EU双方からの hostile な応酬が増えたことで、デフォルトの可能性が真剣に意識されるにつれて、これまであまり真剣に考えてこなかった市場経由のスピルオーバーのようなものの可能性も意識されるようになってきていると思う。米国の利上げについても似たような面があるように思う。勿論、個々の新興国には個別の事情もあるが、米国の利上げの可能性が間近なものとして意識されるにつれて、脆弱な新興国からの資金流出懸念や search for yield の巻き戻しといったことに対する市場の意識も、再び前面に出やすい局面があると思う。これらの点も踏まえ、今後とも注意深くマーケット動向をみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

債券市場について2点質問する。1点目は、足もと、国内の金利も海外ほどではないが上昇してきて、一部の銀行では従来の買入目線をやや引き下げて国債を買う動きが出ていると言われている。実際そうなのだろうと思うが、ただ足もとのように金利が上がって市場のボラティリティが高まる時は、普通は先行きのロールダウンの効果が期待できなくなるので、従来の調達コストに見合った買入目線はむしろ上がるのが自然だと思う。実際のところそうっていないのは、どうしてなのか。買入目線の引き下げといっても一時的なもので、短期的なディーリング感覚で金利が少し上

がったので買うという程度のものなのか、それとももう少し持続性のあるものなのか。

もう1点は、外債市場において4月、5月にかなり大きな調整があり、従来あった日本の金融機関の円債から外債へのシフトの動きにとって、逆風になっているようにも思う。しかし、極く足もとは少し売越しになっているが、5月の月間の対内・対外証券投資では、銀行や生保も外債を買越しており、むしろ押し目買いのような動きもみられている。このような海外市場の動揺を受けても、従来の円債から外債へのシフトが変わる兆候はないのか。また、足もとドルの調達コストが上がってきているが、これがヘッジコスト面から外債投資への抑制要因になっていくことはないのか。

山岡金融市場局長

1点目の買入目線については、大きな投資家では、表向き言っている買入目線と本音の目線が違うということがあると思う。例えば、有名なところでは、0.65%と言いつけている投資家が実際には0.47%で買っている。すなわち、実際の本音はもっと低いところにあり、安定的な投資家として、金利水準を吊り上げたいので高めの水準を言いながら、本音のところは低めで買っている。これは、目線を下げてきたというよりは、元々本音の目線は低かったということである。もう1つは、日本では、ボラティリティが米欧ほど高まるとは考えていないということがあると思う。

2点目の外債マーケットについては、木内委員ご指摘のと通りの動きかと思う。マーケット参加者が注目しているもう1つの点は為替リスクであり、基本的には円資産から外債へのシフトの流れは続いていると思うが、こうした中で為替のボラティリティが大きくなってくる時には一旦躊躇する動きもみられていると思う。それから、ドルの調達コストについては、恒常的に外債等外貨建て資産への本邦投資家の需要が強い中ではプレミアムが乗りやすい状況が続いていると思う。そうした中で、期末などについては、元々構造的に日本の金融機関が外貨資産を増やしていることによる圧力に加え、マーケットの一部では規制の影響を指摘する人もいる。

白井委員

1点目は中国についてである。図表 16 に上海と香港の株価の比較があるが、深圳ではP E Rが確か 70 倍位ともっと高く、深圳にもA株とH株があったと思う。深圳よりも上海の方がよく言及されるが、私には深圳の方が深刻にみえる。これについては、特に意味はなく単に上海の方だけをみせているということなのか。深圳の方も深刻だと思うが、その辺りをどのようにみているのか、教えて欲しい。

2点目はユーロ圏についてである。ユーロ圏では、E C Bが預金ファシリティにマイナス金利を設定したのが昨年6月、そして9月にマイナス幅を拡大し、今年1月からはQ Eへの期待もあってドイツの短国などがマイナス金利で推移——最近では若干変わってきているが——している。今のところ大きなマイナス金利に対する批判は聞かれておらず、以前私が伺った時には、銀行間市場は機能しているという話であったし、ヘッジファンドや短期筋が売却しているということもあると思うが国債の買入れはできており、貸出も増えている。わが国とは少し違う状況があるのかもしれないが、マイナス金利のユーロ圏の銀行間市場などへの影響について、どのようにみているのか。

最後に、日本では短国金利がマイナスという状態が昨年末からあり、短期の運用が非常に難しいという声がある。この前の債券市場参加者会合でもそうだったと思うが、M R Fなどの運用環境の問題も聞いている。その辺り、今の市場の状況をどのようにみているのか。また、その会合で、特定銘柄と日本銀行の保有銘柄との交換というアイデアが幾つかの証券会社からあったと思うが、S L Fとの兼ね合いについてはどのように考えているのか。

山岡金融市場局長

1点目は白井委員がおっしゃるとおりかと思う。深圳と上海は構造的には同じであり、中国の景気減速懸念が出ると政策面での梃子入れがあるだ

ろうということ、上海・深圳と香港との完璧な裁定は資本規制によりできないということ、国内に資産の運用手段を持たない個人などがリテラシーが低いまま株式市場に参入してきているという点で、上海と深圳は全く同じである。白井委員ご指摘のとおり、深圳の方がマーケットとしては銘柄の偏りが大きいのでより歪みが大きくなって現れやすいという見方もある。図表 16 では、あくまで上海をそういったものの代表として載せているが、深圳も基本的には同様だと思う。

2つ目のマイナス金利については、まずインターバンクの構造としては、オペで調達しているのは欧州の中では比較的格付けの低い周縁国などが多い一方で、余剰資金が積み上がっているのは中核国が多く、中核国からすると確かに余剰資金が積み上がっているが、これを周縁国に与信として出すことは信用リスク管理の観点からできないというように、欧州内での資金偏在の影響もあって、マイナス金利と与信の積み上がりが並行的に進んでいるということではないかと思う。マイナス金利への批判については、欧州の銀行も、一部大口向けの預金は別として小口の預金にはマイナス金利を回避し、一般の方々にマイナス金利のコストを負担させることはしていないので、そのような影響が現れていないということだと思う。そうした中で、マイナス金利そのものがどうかということであるが、ドラギECB総裁が「低金利の中でボラティリティが高まるのは当たり前」と発言したが、その意味で一般的にはなかなか難しい問題もあると個人的には思っている。非常に金利水準が下がってくると、中央銀行が最終的に買い手になることを見越した流動的なマーケットプレイヤーだけが残って、長期安定的な投資家は引いてしまい、そうした中で本当に買ってくれる投資家がいるのかということが懸念されると、ボラティリティが上がって金利が戻るということが繰り返されているので、個人的にはマイナス金利一般の問題としての難しさはあると思うが、先程申し上げたような事情によって短期のマーケットの問題は回避されていると思う。

3つ目の短国マーケットについては、昨年にと比べると、特に大手行で、何が何でも当座預金を潰して短国を持ちたいといった意欲が少し引いて

いる。その影響で、昨年秋以降に比べると3か月物のTB金利などはゼロ近傍まで戻ってきている。そうした中で、MRFを運用している人々からは、金利がプラスのアセットを何とかみつけて運用している、すなわちコールやCP、少しでも金利が水面上に浮いたTBなどを繋いで運用しているということかと思うが、これが長期的に続くようであればなかなか苦しいといった見解を、先日も伺ったところである。

銘柄の交換については、インフラ面の制約もあり直ぐにということとはなかなか難しい。キャッシュとの交換と銘柄の交換には、それぞれ一長一短があり、欧州、特にドイツのファシリティなどでは、逆に銘柄の交換しか認めておらず、この場合、ドイツ国債のように全ての銘柄でニーズが強く、全ての銘柄で玉が不足しがちということであると、銘柄と銘柄の交換では全体としての債券の不足状況がなかなか解消されないので、むしろキャッシュとの交換を認めて欲しいという声もある。このように、それぞれ一長一短あると思うが、引き続き検討していきたいと考えている。

中曽副総裁

国債市場の需給について、幾つかの変動要因があるのではないかと思う。先程、超長期金利が上がってくると機関投資家が入ってくるという要因があるという説明があったが、そのほかにはどのような要因があるのか。例えば、税収が大分良さそうである——最終的に実績が固まってくるのはもう少し先だろうが——が、こうしたことは需給、あるいは市場の需給観に影響はあるのか。また、GPIFのような機関投資家のリバランスの影響は、どのようにみておけば良いのか。そういうものも需給要因として考えられるが、その辺についての見解を伺いたい。

山岡金融市場局長

前者の税収の影響については、明確には観察されないと思う。後者のGPIFについてのマーケットトークは非常に盛んで、GPIFの売りテンポは非常に気にされている。最近のマーケットトークでは、売りのテンポ

は高まっておらず、むしろテンポがモデレートになっているといったような見方が、マーケットのあやを作っている部分もある。一方で、G P I Fに代わる売り手の存在も意識されており、これが釣り合うかたちで表面的な影響はあまり出ていないが、マーケットでは、G P I Fのような大口投資家の動きは常に気にされている。

佐藤委員

先程、0.65%の買入目線を持っていた大きな投資家の建前と本音の目線が違うという話があった。ということは、これまで、10年金利で0.65%という目線でいながらもそれ以下でも結構機動的に売買を繰り返していたということなのか。

山岡金融市場局長

こうしたことは時々あるが、機動的というよりは、半期の計画に縛られているという感じである。そのような投資家の投資計画は上意下達型で決まっているところがあり、例えば、半期ごとに投資計画を縛っている場合に、ぎりぎりまで買わずに頑張るが、期の後半になってくるとこのままでは言われた額を達成できそうにないということで、期の終わりになって急に言っている目線より低い金利で買いにくるということがあった。これを機動的と言って良いかどうかは別として、目線にかかわらず買うという動きはこれまでも散見されたところである。

佐藤委員

先般、金融機構局から、その金融機関の買入目線が変わったという報告があったが、当座預金の主要な供給先である彼等の買入れの頻度がこれから高まってくるということになれば、今後の本行の買入れの持続性に影響してこないのだろうかということが、少し気になっている。今は都銀の外債の含み損をオフセットするための益出し売りがあるので、取り敢えず本行の国債の買入れは非常に順調に進んでいるとの説明であったが、先々ど

のようになりそうなのか。

山岡金融市場局長

ご指摘の点は、留意していきたい点である。先程申し上げたように、これまでのところ、一部メガバンク、都銀勢がこれまでのように必死には当座預金を潰しにこないということがあります、主に彼等が超過準備を持っている。今おっしゃった先は当座預金の重要な保有主体でもあるので、その動向には注視していきたいと考えている。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。はじめに全体観であるが、「世界経済は、一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」との判断は変えていない。その中で前回会合以降の指標をみると、米国の雇用統計あるいは消費関連指標の強さが、これまでの先進国主導の回復シナリオへの自信を取り戻させた一方で、新興国経済で製造業周りを中心に調整の動きが続いていることが大きな特徴ではないかと思っている。

図表1は米国経済である。図表1－1（1）の第1四半期の実質GDPについては、第2回推計値が出て、鉱業投資、純輸出が足を引っ張って、前期比年率－0.7%と予想どおりマイナスになった。第2四半期入り後も、（2）の4月の個人消費があまり伸びずに、貯蓄率が幾分上昇するなどしたため心配したが、（3）の5月の雇用者数が28万人増としっかり増加し、労働参加率あるいは賃金上昇の中身をみても良かったということを契機に、米国経済の先行きに関する悲観論が一気に後退した感があった。（4）の5月の名目小売売上高、自動車販売も良い数字であり、（5）の消費者

コンフィデンスの回復とともに、個人消費が今後も牽引役としてある程度期待できるという自信を取り戻させてくれた。このような好調な家計支出を背景に、(6)のISM指数をご覧頂くと、非製造業は引き続き高い水準を維持している。ただ、その一方で、製造業は、50こそ上回ってはいるが引き続き冴えない水準にあり、今後の米国経済の消費主導の成長に対する重石として作用していることがみてとれると思う。その背景を図表1-2でご覧頂くと、(1)の原油・ガスの稼働リグ数、特に原油の稼働リグ数で、原油安の鉱業への影響が第2四半期も続いていることが分かる。

(2)の輸出入については、輸出は港湾ストの影響が徐々に捌けてきて戻ってきているが、ドル高や海外需要の弱さもあって輸入ほどの戻りは当面期待できないように思っている。この点は、(3)のISM輸出受注の推移からも確認できると思う。その結果、(4)の鉱工業生産も自動車などを除いて全体として垂れており、今の製造業の停滞感を示している。この間、物価面では、(5)の賃金関連指標も緩やかに伸び率が回復してきているが、水準としては依然として低く、(6)のPCEデフレーター伸び率も総合ベース、コアベースともに、これまでから変化はない。民間のCPI見通しは、総合ベースでみると当面ゼロ近傍で推移し年後半にプラス幅を徐々に拡大していくという見方が多いようである。

次に、図表2の欧州経済である。(1)の第1四半期GDPの第2回推計値が出て、結果的に8四半期連続でプラス成長を続けている。(2)にあるように、雇用・所得環境の緩やかな改善が家計のコンフィデンスの回復も促して、これまでペントアップ需要も大分溜まっているので、(3)の個人消費主導の回復の原動力となっているようである。また、(4)にあるように、既往のユーロ安の効果もあって、輸出、生産も上向いている。ただ、(5)の設備投資をみると、依然としてここに動意が窺われるほどにはまだ至っていない。(6)の物価については、5月のユーロ圏HICP総合が前年比+0.3%と予想を幾分上回る伸びとなり、コアもサービスを中心に+0.9%と伸びを高めた。ただ、カレンダー要因による振れの可能性も高いと思われ、われわれも、直ぐにインフレ率がどんどん高まって

いくとはみていない。また、民間の総合ベースの見通しは、当面0%台前半位で推移したあと、年後半に徐々にプラス幅を拡大していくといった見方が中心的となっている。

ここまでは明るい話であるが、図表3で中国経済をみて頂くと、(1)の製造業PMIは引き続き50近傍で推移しており、生産の伸び鈍化には歯止めがかかっていない。その背景の1つに、(2)の輸出がある。輸出は、4月に下落したあと5月は幾分戻ったが勢いを欠いており、4～5月で均すと弱めの動きとなっている。それよりも、(3)の内需で固定資産投資の伸び率鈍化が続いていることが1番大きく寄与している。(4)の不動産市場では、不動産販売が春以降の一連の対策の効果もあって前年を上回り始めている。今朝発表された5月の新築住宅価格は、ほぼ1年振りに前月比でプラスを回復している。ただ、その一方で、不動産投資が減少を続けており、3線級都市などを中心に在庫がなかなか解消せず、従って投資に前向きな動きが出るには時間を要すると判断している。

こうした景気の減速に対して、ご案内のとおり、当局は金融・財政両面で刺激策を加速させている。財政面では、特に(5)の地方政府支出を中心に財政支出が伸びを急速に高めている。同時に、(6)にあるように、地方財政改革と不動産市場の調整が進行するもとの、実際に地方政府が財政刺激策を執行する際の資金繰りが結構タイト化しているという状況があるが、これを助けるために、地方債務借換えのための地方債の枠が急激に増額されるといったことも行われている。こうした刺激策の効果が実際の需要としていつ現れるのかについて、注意してみたいと思っている。

図表4で中国以外のアジア新興国経済を中心にご説明する。(1)のNIEs・ASEANの輸出が少し苦戦しているが、資源安の影響に加え、今申し上げたような中国の調整の長期化、輸入減少の影響が大きく出ているようである。また、(2)にあるように、中国の輸入減少だけではなく、中国の素材を中心とする過剰生産業種による周辺諸国への大量の輸出も、地域のこうした素材関連の生産をかなり押し下げているように窺われて

いる。その他の大きな新興国経済については、(4)のインドでは、構造改革への期待、金融緩和策などを受けて、景気は内需を中心に着実に持ち直してきている。ただ一方で、引き続き悪いところが(5)の例えばロシアでは、相変わらず内需の落ち込みが激しく、インフレ率が15%を超える中でも利下げを繰り返して梃子入れを図っている。一方、ブラジルでは、こちらも相変わらず厳しいが、厳しい中でも最近では、中銀がインフレ抑制に向けた金融引締めを粛々と進めてきており、政府もマーケットの信認を取り戻すべく財政緊縮策を打ち出してきている。この辺りは、当面は苦しいが、長期的には改善に向けた動きだろうと思っており注目している。

市場面は山岡金融市場局長の説明と重複するので、説明は割愛させて頂く。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

米国の1～3月の実質GDP成長率は-0.7%、一方、企業収益と雇用者報酬が中心のGDIの伸びは+1.4%とかなり良く、両者で相当ギャップがある。これが、季節性の残差があるだろうということの根拠になると思うが、このギャップについてはどのように考えているのか。前回会合でも residual seasonality の話が出たが、BEAが認めたように、特に連邦国防指数についてはあり、それ以外も対応を検討するということであった。確かに偶然かもしれないが、世界金融危機後、輸出、石油を除く消費、国防指数が傾向として1～3月に落ち込みそのあとの3四半期で持ち直すという感じになっている。これについてはどのようにみているのか。

2つ目は、ドル高についてである。図表1-2(3)の輸出は急激に落ちてきている。これには、ドル高の影響もあるだろうし、世界経済の弱さもあると思う。ドル高については、実質実効為替レートがここ1年で10%以上増価し、IMFも、ファンダメンタルズを基にした推計によると幾分

過大評価となっており、これ以上のドル高は、米国の雇用、生産、物価にマイナスと言っており、実際にそれを織り込んでいると思うが、2016 年の米国の P C E の見通しは、昨日出た F O M C の見通しよりも低い。ドル高をかなり懸念した発言をしているので、その影響があるのではないかと思う。この辺についてはどのようにみているのか。

3 点目は賃金についてである。図表 1－2（5）の賃金の伸び率は、一応 2 %、あるいはそれ以上で推移しているが、イエレン議長は、昨日の記者会見で、賃金の伸び率が幾分抑制されていると発言されており、そのことをスラックがあることの証拠として話をされている。ただ、P C E などの総合インフレ率はゼロかマイナスなので、実質賃金は 2 %かそれ以上という状況である。一方で、労働生産性の伸びは 0 %程度なので、そこからみると、実質賃金が高すぎるという判断になっても良さそうに思う——私自身はこれまでのような賃金の判断に疑問があるが——が、それについてはどのように考えているのか。

最後に、中国についてである。図表 3（6）の地方債の発行額が、私の記憶では、今まで地方融資平台は銀行からお金を借りていたが、ある時から地方債の発行が認められどんどん発行するようになって社会融資総量に占める割合で相当増えてきた。2010 年頃の例の 4 兆元の対策以降は、地方債発行のほとんどが借換えであったと言われている。返済が難しいので、今度は地方債に変えるという話である。地方債に変えることによって低金利化・長期化を図るということだと思うが、地方にはかなりの在庫があるので不動産価格はそれほど回復しないということを考えると、それがどの程度地方経済の活性化に寄与するのだろうか。この点についての意見を伺いたい。また、今朝の資料によれば、中国人民銀行が金融システムレポートでストレステストを実施し、その結果、銀行の融資平台に対するエクスポージャーのリスクがかなり減っており、自己資本への影響はそれほど大きくは出ていないようである。ということは、銀行の地方融資平台への直接融資が減って社債に乗り換えられていくと、銀行以外が保有し銀行の直接のエクスポージャーがなくなったと判断して良いのか。その点、分

かれは教えて欲しい。

長井国際局長

米国においてGDIとGDPで差があるのは事実であり、GDIからみると第1四半期は必ずしも然程悪くはないということだと思うが、GDPでどの程度の measurement error があるかという時に、どちらかが必ず正しいという話ではないと思う。今回、当局も、GDIとGDPを平均した伸び率のようなものを公表していくということを言っているのです、その辺りを均して総合判断していくのが、妥当なところではないかと思っている。それを割り引いても、seasonal adjustmentの問題など色々あるが、第1四半期がある程度悪かったことは事実だろうと思っている。それで米国経済のシナリオがドラスティックに変わるとは思っていないが、最近の統計からみる限り一過性の要因が大きかったのだろうということが、足もとの指標で確認されたというのが、われわれの基本的なストーリーである。

米国のドル高については、それを心配する声があることは事実で、FOMC後のイエレン議長の記者会見でも、十分意識されており、今後もドラッグが残ることは指摘のうえで、それを織り込んでも米国経済自身回復パスをたどっていくという見方をされており、われわれも基本的にそのような判断で良いのではないかと思っている。加えて、これから利上げのペースやドル高に経済が耐えられなくなれば、利上げの先送り、あるいはそれに伴う為替の変化というかたちで、ある程度マーケットが自分でアジャストしていく機能も期待できると思う。

賃金が2%で伸びていることについては、実質賃金が高すぎるのではないかというご質問か。

白井委員

生産性からみると高いので、賃金は決して低過ぎることはないのではないか、ということである。

長井国際局長

ご指摘のとおりだと思う。今は労働生産性が議論になっており、これから上昇していくことを前提としているが、2%で緩やかに上がっていても、生産性が上昇してこないと、既にドル高で影響を受けている企業収益に労働コストが乗ってきて、持続可能な回復シナリオにとって、企業収益面が少し重石になってくるということは、白井委員ご指摘のとおりだと思っており、生産性と非常にかかわってくると考えている。

地方融資平台、あるいはそれに対する銀行の融資がどのように変わってきて、それが金融リスク上どのようなになっているかということだが、ストレステストで銀行のエクスポージャーが明確に変わったことに、地方政府の様々な財政改革の動きがどの程度反映されているのか、正直言って分からないところがある。加えて、白井委員ご指摘のように、今までの融資平台への融資が債券に代わって、今までよりも非常に低い金利になり長期化したことが、不動産市場の活性化に向けてどの程度刺激になるかという点、あまり前向きな刺激はなかなか期待できないと思っている。ただ、銀行が多少低めのクーポンでもこれを持つことによって、それを担保に人民銀行から融資を受けることができるのか、あるいはこれによって不良債権だと言われなくなるという監督上の requirement の面から心配がなくなるという意味で、銀行および地方政府の両方にとって、資金繰りはかなり潤沢になり、足もとの不動産市場の悪化をとめる効果があるのではないかと考えている。ただ、なぜこのようなことができるかというと、結局それを担保に人民銀行が流動性を出しているというところで、コストを負いつつ流動性の面での不安を取り除いているという仕組みだろうと思っている。

中曾副総裁

米国では賃金が上がり始め、U L C も上がってきているが、労働生産性の伸びは非常に低い状態が続いている。何度も出てきた疑問だが、なぜこれだけ生産性が低いままなのかについては、どのように考えているのか。

長井国際局長

結論から申し上げますと、よく分からないということだが、分からない中でも、これのうちどれかが関係しているだろうという議論の整理をすると、労働生産性自身は、ピークが 2000 年代初頭頃で 3 %を超えていたところから、山谷はあるがじりじりと下がってきて、足もとでは 0.5%程度まで下がってきている。1つの背景として明らかにあるのは、金融危機後の設備投資の停滞だと思う。この観点からは、R & D投資も含めて設備投資は戻ってきているので、低生産性が修正されていくという F e d の見通しは、ある程度は実現すると思っている。過去の米国の景気回復局面での労働生産性の推移をみると、回復が始まって 6 ～ 7 年が経過した成熟局面で生産性が上昇し始めるというパターンは、例外的なケースを除きあまりみられないので、果して今回そのようなことが本当に起きるのかについては、少し不安なところはある。このような危機後の循環的な話に加え、ゴードン教授が言っているような技術革新の低迷、あるいはサービス化の進展といった長期的、構造的な動きも、ある程度はあると思う。その割合が大きいとすると、今後の回復が期待しにくいと思っている。それから、構造的と循環的の間の話では、危機後に失業した労働者のスキルが陳腐化することで、循環的な要因が構造的な要因に変わってしまうという一種の hysteresis 効果も、労働生産性の低下に表れていると思っている。われわれもこの問題を非常に心配しており、多分 F e d も同じだと思うが、労働市場のスラックが限られてきているので、生産性が上昇しなかった場合に、賃金が非線形的なかたちで加速するとビハインド・ザ・カーブになるという意味で市場のショックが大きいということと、先程申し上げたように企業収益への重石は景気の持続性という観点で、少し心配しているところである。

森本委員

白井委員が指摘された中国の地方債に関連し、図表 3（5）の地方政府支出をみると、中国はこれから財政出動で公共投資関連で色々と手を打っ

てくると思うが、足もと結構増えている。ただ、コマツや日立建機などの日本の関連企業の現場からは、地方政府は反腐敗運動の煽りを受けているとか、支払段階でなかなか支払いが行われないなど、色々なミクロの話が聞かれている。足もと、地方政府支出は結構伸びてきているが、まだ2014年初程度の水準までは伸びていくのか、それとも既に結構良い水準に来ているのかについては、どのような感触か。何か情報があればお願いします。

長井国際局長

結論から申し上げますと、結果が出るまで伸び続けるのではないかと思います。色々な意味で金融政策に制約がある中で、財政支出で梃子入れしていかなければならないということは、当局も強く意識していると思う。野放図に出す訳にはいけないので効果を見守りながら徐々に出してきているので、急に加速することはないとは思いますが、先程申し上げたように不動産市場で動意が出てきているので、こうしたかたちで効果が出てくれば徐々に伸び率は緩まっていくと思うが、そこが明確にならない場合、引き続き出していくと思う。森本委員ご指摘のとおり、反腐敗運動の中、地方政府も実行したあとで後ろ指をさされても困るので、なかなか執行に踏み切らないといったことがあるようだが、その問題は中央も認識しているようであり、そこは心配がないように色々と手筈を整えて支出を促しているようであり、その辺りについてはかなり機動的に動いているというようなことを、北京事務所から報告を受けている。

木内委員

1点目は、欧州についてである。欧州では、足もと長期金利が上昇したが、これに対する当局者のコメントは、どちらかと言うと政策効果が出たことの反映としての良い金利の上昇であるというメッセージの方が多いように思う。ただ、一方で、日本ではV a Rショックとの類似性を指摘する人が結構多いが、それは悪い金利の上昇なのだと思う。V a Rショックとの類似性といっても、メカニズムが同じというよりは短期間で金利が非

常に上がったのが似ているという指摘の方が多いと思うが、少数ではあるが、日本のV a Rショック時のように金融機関が一気にリスク量を減らす動きが重なっているという指摘をする人もいる。そのようなこぞってリスク量を減らすような動きは、果してあるのかどうか。また、ニュースではあまり聞かないが、短期間でこれだけ債券価格が下がったので、欧州の金融機関の財務面に与える影響について、何か言われていることはないのか。

2つ目は中国についてである。先程の金融市場局の報告にもあったが、中国では株価は非常に強い一方、経済の方は非常に不安である。世界的にそのような傾向があるが、特に中国では、実体と株価の乖離が際立っているような感じがする。かつては、預金金利が規制もあって低過ぎるので、個人のお金が預金から不動産や、今は不動産が少し低迷しているので株式に動きやすいということが指摘されていたと思うが、実際預金金利がどんどん下がってきて水準としても低いので、中国の株価上昇の背景の1つに、個人マネーが預金から株式に移っているということが影響している可能性はあるのだろうか。一方で、預金金利の上限撤廃が近いという話が人民銀行から出ていると思うが、もしそれが比較的近い将来起こった時に、預金金利が一気に上がって、お金が株式から預金に一気に戻って株価の大きな調整に繋がるという可能性はあるのか。あるいは、元々そのようなことがないように上限を撤廃しても事実上コントロールするのか。

長井国際局長

欧州の長期金利の上昇について、良い金利上昇かどうかは別にして、ポジティブに捉える動きはあると思う。その意味で、われわれもポイントだと思っているのは、長期金利が変わるだけではなく、E O N I Aの先物に2017 年後半頃の利上げを織り込む動きもあるなど、単に今まで下げ過ぎていた長期金利が反動で上がったということ以上に、ファンダメンタルズに関するポジティブな見方という面が、ある程度——どの程度かは分からないが——織り込まれているという意味で、実際インフレ率が戻るかどうかという実現性は別として、マーケットがそのようにみているという意味

で、ご指摘のあったV a Rショックのようなことと比べると、ポジティブに受け取られる面がより強いという印象を持っている。今回の金利上昇で、それを保有している金融機関——確かに多くの欧州の金融機関が保有している——の財務面への影響について、今後多少出てくるかもしれないが、現時点でそれを非常に懸念するコメントは私はみていない。

2 番目の中国の株については、ご指摘のように預金マネーからシフトしている面はあると思う。初めて株を買う人が凄い勢いで口座を開き、そのような人が大した情報もなく雰囲気株に投資しているという状況だと思う。その背景には、預金金利の問題もあるだろうし、これまで1 番良い投資手段だった不動産投資が伸びなくなったので、残ったのは株しかないという背景があるのではないかと思っている。今後、人民元の国際化に向けて自由化はどんどん加速していくが、例えば、預金金利の上限撤廃については、過当競争に伴う金融システムの不安定化のようなことを恐れて、撤廃するが実際の上限をある程度は残すという行政指導的なことをするのはないかというのが、私の個人的な見方である。

原田委員

米国などの先進国の経済は良く新興国は悪い、というのが全般的なストーリーだと思うが、米国の実質GDPをみると、1～3月がマイナスのあと、これが一時的な要因であれば強いリバウンドがあっても良さそうだと思うが、そのようなものはみられない。また、先程議論があったように労働生産性が高まらないということも考えると、1～3月は一時的でその後また順調に上がっていくと言い切れるのかどうか。この点についての考えを聞きたい。

長井国際局長

原田委員ご指摘の点については、リスクとして認識している。米国は、リバウンドはするが消費主導のリバウンドだと思っており、一方で、製造業周りのドラッグは急になくなるようなものではないだろうと思ってい

る。その意味では、消費主導の原動力に製造業周りの重石がかかって、それでもなお景気を持ち上げていくというヘビーリフティングを、今後やっていかれるのだろうと思っている。第2四半期のリバウンドについての見方は、結構分かれており、平均では前期比年率+2.7%程度が市場の見通しであるが、2～4%位まで幅がありそこには不確実性があると思う。そのことが、先般のFOMCでの判断の難しさにも繋がってきているのではないかと考えている。ご指摘のリスクについては、われわれも注意してみていきたい。

佐藤委員

中国経済について、現状、先行きの総括判断が今のままで良いのかどうかについて質問したい。中身をみていくと、個人消費についての判断は、安定した伸びが続いているということであるが、一方で、固定資産投資の方は引き続き伸びが鈍化、輸出もこのところ弱め、生産は緩やかな伸びの鈍化、また輸入は減少が続いているということなので、個人消費以外のコンポーネントは全部弱いということになるが、現状も先行きも判断を維持している。先行きの判断を維持する根拠は、当局の財政・金融面からの景気下支え、要は、当局の景気下支え策だけということになるので、果してこのような判断で良いのかという気が若干している。その辺り何か意見があればお願いします。

長井国際局長

当面、確かに下向きのところが上がってきて安定した成長の範囲内の動きであるという判断の時に、何が支えかということそれは当局の刺激策だというご指摘はそのとおりである。それに加え、先程おっしゃられた輸出入でも過剰生産業種を抱えて調整が残る一方、先進国主導、特に米国、欧州の成長が乗ってくると、輸出は年後半にかけてゆるゆると戻ってくるだろうと思っている。その辺りに引っ張られて、引き続き通年で7%は維持していくかたちができることをもって、安定した成長が続いていると判

断している。数字上では安定しているが、コンポーネントの中身は変わってくるといった意味で、自律的な安定した成長かどうかと問い詰められると、そうではないのかもしれないが、政府の刺激策も加えて安定した成長を維持するという意味で、今の表現を使っている。

黒田議長

それでは、ここで5分間のコーヒブレイクを取りたい。再開は、15時08分でお願ひする。

(15時03分中断、15時08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

資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の1～3月の実質GDP 2次速報は、前期比+1.0%、年率+3.9%と国内民間需要が牽引するかたちで高い伸びとなっている。1次QEのそれぞれ+0.6%、+2.4%からはっきり上振れた。上振れの主因は設備投資で、寄与度で+0.1%ポイントから+0.4%ポイントへ上振れた。また、名目GDPは、前期比+2.3%、年率では+9.4%と極めて高い伸びとなり、原油安を受けて所得形成が強まったことを示していると思う。こうした1～3月のGDP統計の内容については、家計、企業両部門において、原油安にも支えられるかたちで、一頃やや鈍っていた所得から支出への前向きの循環メカニズムが、再びしっかりし始めたことを示していると考えている。なお、4～6月のGDP成長率は、現時点で確たる材料がある訳ではないが、第1に、1～3月の在庫投資がかなり大きなプラス寄与となり——もっとも、在庫が大幅に積み上がったという訳ではない——、ここまで高いプラス寄

与になると4～6月はさすがに何がしかマイナス寄与になるとみられること、第2に、後述のとおり、輸出が一時的だとは思いますがもたつく可能性が高いこと、第3に、消費についても、4月の基礎統計をみる限りやや鈍いことなどから、低めの伸びにとどまる可能性を念頭に置いておく必要があると思う。しかし、国内民間需要を支えるメカニズムは再びしっかりし始めているので、多少の輸出の鈍さなどによって景気の基調的なモメンタムが損なわれる訳ではないと判断している。

続いて、図表5の輸出入である。通関の輸出入は、前回会合以降、4月、5月の2か月分が発表になった。四半期でみると、輸出入ともに1～3月まで3期連続でプラスとなったが、4～5月の1～3月対比は輸出が－3.0%、輸入が－1.7%と減少している。特に、輸出は、5月単月で前月比－5.0%とかなり大きめのマイナスになった。図表7で輸出の中身を地域別に確認すると、4～5月の1～3月対比は、米国を含めてほぼ全ての国・地域で減少し、5月単月では－10.1%となった米国の大幅な減少が目立つ。こうした動きは、米国を含めて1～3月に海外経済が減速した影響がややラグを伴って現れたものとみているが、ここまでのマイナスが実勢かどうかについては、まず第1に、5月は通関日数が普通の月に比べて2割位少ないので振れやすく、第2に、米国については、自動車の現地販売は好調であるが、5月は自動車輸出もかなり落ちているので、振れという面が少しあり、足もとの輸出は実勢よりも弱めに出ている可能性があるのではないかと考えている。因みに、製造業のPMIに輸出新規受注があるが、これは一頃に比べると少し低下しているが50を維持している。本当に輸出が弱かった2011～2012年辺りは、50をはっきり下回っていた。輸出の先行きについては、4～6月を均してみれば恐らくマイナスで、目先弱めということかと思うが、海外経済が米国中心に再び成長率を高めていくという見通しを前提とすれば、当月も、円安の効果もあって緩やかに増加していくとみて良いと考えている。ただ、海外経済の減速が長引く可能性もあるので、下振れの不確実性に注意しながらみていく必要があると考えている。

続いて、国内である。図表 12 の法人季報の売上高経常利益率は、1～3月の全産業全規模で 4.95%となり、既往ピークとなった 10～12月の 5.24%からは少し低下したが、引き続き高水準である。低下の主因は、営業外損益で、恐らくは海外子会社等からの受取の反動減であり、営業利益率——ここには書いていないが——は高水準横ばいとなっている。民間調査機関の企業収益見通しによれば、2014 年度実績は+7.0%と消費税増税の反動があった中にあっても利益は増え、2015 年度は+13.7%と 2 桁の増益見通しとなっている。3 月時点の見通しである+16.5%との比較では、非製造業が、資源関連で商社が下振れたことで下方修正となっているが、かなり高めの収益の伸びが想定されている。

図表 14 の月次のマインド調査をみると、全般に緩やかな改善方向ということで良いのではないかと思う。大企業のマインドが、QUICK短観、ロイター短観で公表されているが、(1)の製造業については、輸出の影響からか改善は相対的には緩やかだと思うが、そうは言っても底堅く、それ以上に非製造業が急速に改善している。中身は、ロイター短観で分かっているところで小売辺りがかなり改善しており、内需の堅調さが反映されているのではないかと思う。

そのもとでの設備投資を図表 15 でみると、法人季報の 1～3月の設備投資は、全産業で+5.8%と 3 期連続の増加、しかも高い伸びとなった。振れの大きい統計なのでやや出来過ぎではないかとも思うが、これまで鈍かった非製造業においても高い伸びとなっているので、出来過ぎとは言いつつも消費を中心に経済活動の持ち直しを反映しているとみている。月次の指標をみると、一致指数である資本財総供給は、4 月は少し弱い、それに先行する機械受注は 1～3月に続き 4 月もしっかりしており、建築着工床面積も、振れはあるが 4 月は少し高めの伸びとなっている。図表 19 はもう少し先までみた設備投資であるが、(1)の 6 月調査の日経の大企業の設備投資計画は、全産業で 2015 年度の当初計画が+10.5%となり、2014 年度の実績見込みが+4.0%なので伸びが高まっている。2014 年度の当初計画が+7.6%であったので、当初計画と当初計画を比べても 2015 年

度は少し高めではないかと思う。製造業・非製造業別にみると、製造業の伸びが高い。国内外別に分かる先の計画をみると、全産業で国内が+11.7%、海外が+7.1%であるので、国内に比重がかかるかたちとなっており、この辺りが製造業の伸びの高さに繋がっているのではないかと思う。以上を踏まえると、設備投資の基調の良好さを示唆する材料は増えつつあるように窺われるが、どの程度しっかりしているかについては、今後の短観や月次統計も踏まえて確認していきたいと考えている。

次に、個人消費である。個人消費全体としてみれば、GDPベースで1～3月まで3期連続の増加となったが、ほぼ出揃った4月のハードデータはまだら模様という感じであった。図表20をご覧頂くと、4月の1～3月対比は、家計調査の消費水準指数（実質・除く住居等）が-1.0%、家計消費状況調査が-3.8%と、需要側の統計は弱かった。乗用車（含む軽）——これは4～5月の1～3月対比である——は、軽自動車が弱いために-7.8%と弱い、軽を除いた乗用車については+3.4%とむしろ少し持ち直している。それ以外の統計については、百貨店、コンビニエンスストア辺りは、1～3月に続いてプラスになっている一方、スーパーは若干の反動減と区々となっている。図表24の消費者コンフィデンスは、色々あるが総じてみれば改善傾向が維持されているとみて良いと思う。

以上を踏まえ個人消費については、まず、個人消費を取り巻くマクロ環境は、消費税率引き上げの影響が収束してきているもとで、年金を含めた名目所得が増加してきていること、エネルギー価格低下の影響もみられること、さらに株価上昇などを踏まえると、一頃に比べると環境は良好と言えると思うので、前月の判断と同様、消費の基調は次第にしっかりしてきているとみて良いと考えている。そこで、4月のハードデータがまだら模様である点をどのように考えるかについては、基本的には、前半の天候不順など一時的な要因、あるいは需要側統計を中心とした統計の振れなどが影響しているともっており、業界からも販売の地合いは良好といった声がじわじわ増えているように思う。先程のロイター短観などはそれを表したのではないかと思う。ただ、相次ぐ値上げ報道が消費にマイナスに作用し

ている可能性も考えられなくはないので、引き続き予断を持つことなくみていきたい。

図表 25 の住宅投資については、先行指標である新設住宅着工戸数については、1～3月に 89.8 万戸とほぼ 90 万戸を取り戻したあと、4月も 91.3 万戸と幾分増加しているので、工事ベースでも 1～3月にほぼ下げ止まったあと、持ち直しつつあるのではないかと思う。

次に、生産である。図表 27 の鉱工業生産は、4月は前月比+1.2%となったが、4月の 1～3月対比は-0.4%と小幅の減少となった。予測指数は 5月+0.5%、6月-0.5%と横ばい圏内の動きで、予測指数から計算される 4～6月は前期比-0.2%と若干のマイナスとなっている。われわれが企業に聞いても、4～6月は小幅減少するとみているようである。4～6月の生産がもたつく背景は、1つ目は、軽自動車の在庫調整が下押し要因となること、2つ目は、海外経済減速の影響が、鉄鋼あるいは一部資本財などに現れるということだと思っている。われわれとしては、海外経済減速の影響が次第に薄れることを前提とすれば、生産の緩やかな増加基調が崩れるとは考えておらず、実際企業に聞いたところでは、7～9月には再び生産が増加するといった感触を得ている。ただ、先程輸出のところでも申し上げたとおり、海外経済の不確実性に起因する下方へのリスクには、引き続き注意が必要と考えている。

続いて、図表 31 の雇用である。まず、労働需給面で、有効求人倍率は 1.17 倍、失業率は 3.3%と、着実な改善傾向に変化はない。賃金は、毎月勤労統計の 4月の確報が今朝発表され、名目賃金は+0.7%と 1～3月に比べて伸びを高めている。中身をみると、特別給与が+10.9%で、恐らく昨年度の好決算を受けて各種の一時金、手当が 4月に支払われたとみているが、それ以外にも、所定内給与が 1～3月の+0.1%から 4月は+0.4%へと伸びを幾分高めている。所定内給与の動きは月々振れるので図表 33 (3)の所定内給与のやや長い目でみた傾向的な動きをみても、改善してきている。その背景には、一般労働者の賃金がじわじわ伸び率を高めてきていること、サンプル替え等によって振れはあるがパート比率も 2013 年

と比べると上昇テンポは鈍化してきていることがあると思う。恐らく、じわじわ正規化の動きが進んでいるのだろうと思う。現時点では、4月をみる限り、まだベアが然程反映されていないのではないかと思うので、今後それが反映される6～7月の統計まで待つて確認していきたい。

こうしたもとで、図表 35 の実質賃金、実質所得については——ここでは、パート比率の変化の要因を除くため一般労働者で実質賃金をみている——、(1) の一般労働者の実質賃金は、消費税増税の影響でマイナスが続いていたが、4月はその影響がほぼ剥落し、小幅のプラスになっている。全労働者の平均では、パート比率の上昇で-0.1%であったが、一般労働者でみると、実質賃金も前年比プラスになってきている。実質所得についても、はっきり2%程度の伸びになってきている。こうした実質賃金、実質所得の動きは当面続くと考えて良いと思うので、個人消費をしっかりと支える方向に作用していくと考えている。

最後に、物価である。図表 36 の国内企業物価は、3か月前対比で4月+0.3%のあと5月が+0.7%と、石油製品の動きを反映して緩やかに上昇している。消費者物価（全国、除く生鮮食品）は、4月の前年比は0.0%と3月の+0.2%から下がったが、前月時点で、0%ないしは若干のマイナスではないかと申し上げていたので、ほぼ想定どおりであった。5月の東京（除く生鮮食品）は+0.2%と4月から変わらず、除く食料・エネルギーでは4月の-0.1%から5月は+0.1%と若干改善している。これは、4月に日並びなどから一時的に弱かった宿泊料、外国パック旅行が改善したこと、生活用品や耐久財の上昇率が5月に少し高まったことなどが背景である。もう少し詳しくみると、当月から図表 42 に「総合除く生鮮食品およびエネルギー」を追加したが、これは、食料品や外食が上がっている。ここもみておいた方が良いのではないかということである。これをみると、+0.4%をボトムに3月+0.5%、4月+0.6%とじわっと上がっている。ここには書いていないが、東京も3月がボトムで+0.1%であったが、5月は+0.4%とじわじわ上がっている。図表 43（2）の上昇・下落品目比率は、4月はネットで上昇している品目比率が上がった。5月の

東京は、さらに幾分改善しているので、多くのものがじりじり上昇方向にあるように感じられる。東京などの動きから考えると、5月の全国は恐らくゼロないしは若干のプラスではないかと思っている。

以上をまとめると、景気は、前月同様、緩やかな回復という判断を維持することで良いと思う。中身は、前月は消費関連の指標が強めと申し上げたが、当月は設備関連の指標が強めとなっており、月々で内容が多少異なるが、これには統計の振れなども影響しており、基調としては、民間需要全体が底堅さを増しつつある、言い換えると、所得から支出への前向きの循環メカニズムが再びしっかりし始めていると考えて良いと思っている。ただし、海外経済減速の影響を受ける輸出や生産面で多少の鈍さもみられ始めているだけに、下方リスクには引き続き注意が必要かと思う。

消費者物価の前年比は、当面0%程度で推移するが、CPIの上昇品目数が増えていることや、業界からは、今のところ値上げも総じて消費者に受け入れられているようだという声が聞かれている点も踏まえると、今後エネルギー以外の物価上昇率は次第にじわじわ高まっていくという考え方を維持することで良いと思っている。ただ、この点についても、消費動向などと併せて、想定どおりに展開するか見極めていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問はあるか。

木内委員

図表7の実質輸出の5月の前月比-5.0%は、非常にショッキングであった。さすがにこれがトレンドだとは思っていないが、従来、実質値については為替の影響が大きいという説明があったと思う。特に、実質輸出と実質数量の違いについては、付加価値の構成の変化だけではなく為替の動きで振れやすいという話が何度かあったと思うが、5月についてはその点どうなのか。また、実質輸出の国別の内訳をみると、2割程度のウエイ

トを占める「その他」が非常に落ちているが、一体これはどのようなところなのか。

2点目は、景気ウォッチャー調査などをみても、ベアが上がった影響が賃金に跳ね返ってこれから消費にプラスに出てくることを期待するといったコメントがあるが、ただ一方で、大企業や中小・中堅企業についても、ベアは2月や3月など大分前に決まっている話である。消費に与える影響としては、決まってアナウンスメントされたタイミングなのか、それとも5月、6月に実際に給料が上がるかたちで所得が増えたタイミングなのか。どちらにより大きな影響を受けるのか。両方だとは思いますが、過去そのような分析がなされていれば、あるいは感覚的、イメージでも良いので、アナウンスメントと実際の給与支払いの消費への影響はどのような分布を描くのか、教えて欲しい。

前田調査統計局長

1点目については、通関時に換算する為替レートとその実質化に用いるわれわれの輸出物価指数の為替レートにずれがあるため、円安時にはどうしても実質輸出の抑制要因になってしまうというテクニカルな問題がある。ざっと計算するところ、この要因は5月に前月比で1%程度とみているので、その影響を除いても5月は弱かった。これが本当に基調的なものなのかどうかについては——われわれは、振れの部分が大きいと思っているが——、もう少しみていく必要があると思う。いずれにせよ、これまで3四半期連続で増加し、特に、昨年10～12月は4%程度増加していたので、四半期では海外経済の減速の影響が出るような時には、大きめの減少になることもあり得ると思う。次に、国別の「その他」については、減っているところは中東が中心で、中身的には自動車は5月は弱かったと聞いている。これは、船待ちの影響——5月末ではなく6月初めに出てしまうという意味での船待ち——も出ていると聞いているが、一方で原油価格が下がっている影響が需要要因として何がしか出ている可能性もあるので、その辺りはもう少しみていきたいと思う。

2点目の賃上げが消費に与える影響については、両方あると思う。勿論、給料が上がると思って実際に上がる前に使ってしまう人もいれば、給与明細をみて上がっていたら使うという人もいるので、両方あると思う。実際には、後者の方が多少多いかもしれないという気がしないでもない。消費マインド指数と消費の関係をみると、消費マインド指数は消費に若干先行するので、両方あるとは思いますが、やはり実際に給与明細をみないと信じられないという人もいると思う。3月に回答が出て妥結したのは4月、という先も結構あると思うので、それが実感として段々出てきている可能性はある。まだ広がっていないが一部の百貨店からは、5月後半頃になってボリュームゾーンが少し増え始めている感じもする、これは賃金が上がることを確信し始めたからではないかというようなコメントも聞かれているので、もし本当にそうであれば、5月あるいは6～7月にかけて消費のハードデータももう少ししっかりしてくるのではないかと思います。

石田委員

消費がぱっとしないが、一方で景気ウォッチャー調査などでは、これから給与増があって良くなるはずだという見通しが多い。ただ、昔、私が組合にいた頃は、ベースアップは賃上げだが定昇は全く関係ない——同じ年齢の人をみれば上がっていないのだから——、というのが常識だったはずだが、いつの間にか定昇を入れて給料が上がる、定昇込みという話が非常に強くなった。ただ、実際に消費に影響を与えるのは、そこで出てくる定昇込みの数字というよりも本当は裸のベースアップだけではないか、そうするとインパクトはあまりないのではないかという気がするが、その点どのようにみたら良いのだろうか。昔ベースアップがあった頃は、私は堅い仕事だったせいか、4月に遡って5月あるいは6月にもらった時から使った。そして、ボーナスについても、実際に出てからお中元を買ったりしたものである。

前田調査統計局長

おっしゃるとおりだと思います。われわれ自身も、定昇を含まない部分でみている。やはりベアが上がるのが重要だと思っている。

石田委員

2. 幾つというような数字が出て、期待が先行してしまっているのではないかと思う。

前田調査統計局長

連合のベアは大体大企業、あるいは中堅位までだが、別の調査で、ベアの実施企業割合をみると、大企業だけでなく中小企業などでも増えている。その数字には表れていないが、全般に給料は少しは——ほんの少しだが——上がるという感じになってきているのではないかと、期待半分だが思っている。先程、石田委員がおっしゃった、あとで遡ってまとめて支払われる分——例えば、6月に4月、5月分がまとめて支払われる分——は、毎月勤労統計上は特別給与に出ているが、結構な額になるので、そこは多分消費に何がしかプラスになると思う。

岩田副総裁

図表 20 の個人消費関連で、GDPベースで個人消費を考える場合、いつも、需要側統計と販売側統計を比べると販売側統計の方が良く、需要側統計は少しおかしいのではないかという話をするが、販売側統計にはインバウンド消費が入っており、それを除いてみないとGDPベースの消費は分からないのではないか。その点、販売側統計でインバウンド分を除いたデータは得られるのか。

次に、図表 36 の消費者物価について、全国の除く生鮮食品と除く食料・エネルギー、いわゆるコアとコアコアを比べると、今はエネルギーが下がっているのでコアコアの方が高く出る。ところが、意外なことに、東京都は逆である。除く生鮮食品の方が高く、除く食料・エネルギーの方が低

い。そういう傾向がずっとみられるが、どうしてなのか。また、公共料金はずっと上がっている。エネルギー価格低下で電気代やガス代が下がっているのかどうかみていないので分からないが、公共料金の中で大きなウェイトを占める電気代やガス代は、下がっていないのか。電気代は東電が改定していないから下がっていないのか。公共料金は、何が上がっているのか。下がっているものはないのか。その辺を教えて欲しい。エネルギー価格が下がっているので、公共料金も下がるのではないかと思ったので教えて欲しい。

前田調査統計局長

公共料金については、図表 42 をご覧頂くと、C P I コアに対する電気代の寄与度は、一頃と比べると少しずつ下がってきている。

岩田副総裁

電気代は、寄与度が下がってきているとはいっても、前年比ではまだ上がっているのか。

前田調査統計局長

前年比では上がっている。電気代は、確か過去 3 か月か 5 か月前の燃料の価格を反映させるということなので、結構遅れる。燃料も、原油だけではなく天然ガスもあるが、天然ガス自体が原油から遅れるということもあり、半年位遅れる。われわれは、前年比で電気代がマイナスに転じるのは 6 月頃と思っている。電力会社からは、燃料費調整などで 6 月頃からかなり下がると聞いている。

岩田副総裁

その頃には、公共料金の寄与度はマイナスになってくるのか。

前田調査統計局長

他のものもあるので分からないが、その可能性はあると思う。

東京のC P Iのコアとコアコアについては、東京の場合、エネルギー、特に石油製品のウェイトが小さく、確か全国の1 / 3位しかなかったと思うので、ガソリン価格低下の影響が効きにくいということがある。因みに、図表 42 で石油製品の4月のマイナス寄与は、全国の-0.62%ポイントに対して東京は-0.18%ポイントと、全国と東京では大分違う——東京では相対的に車に乗らないので——ということがある。その中で、食料に分類される食料工業製品や外食が結構上がっているため、今は、食料を含めた除く生鮮食品が若干高めに出る局面かもしれない。

消費については、おっしゃるとおりであり、インバウンドを除くことができると思うのだが、われわれは個別の百貨店から内々インバウンド除く数字をもらったりしているが販売統計全体として把握するのは難しい。百貨店からは、インバウンドのプラス寄与は非常に大きいですが、それを除いても良くなりつつあると聞いている。また、G D Pの個人消費を作る際には、統計上、販売統計を使わず、インバウンドを除く処理をしている。具体的には、サービス輸出の旅行収支の受取を除くようなかたちで推計されている。

白井委員

1点目は設備投資についてである。図表 15 の資本財総供給は、1～3月が前期比-0.9%、除く輸送機械で-0.3%、一方、法人企業統計を反映したG D P 2次推計値の設備投資は+2.7%と、ギャップが非常に大きいですが、この背景は何か。また、4～6月は、機械受注と資本財総供給を比べてもずいぶん動きが違ってみえるが、このギャップの背景を教えて欲しい。

2点目は鉱工業生産についてである。生産と出荷はそれほど悪くないが、はん用機械の在庫がここ4か月位積み上がってきている。その説明として、建設機械の中の掘削機械で、9月からの排ガス規制導入前の駆け込み需要を見込んだ生産と、新興諸国、特に中国の建設の不振で需要が落ちている

ということであるが、悪化しているのは建設機械だけなのか。それともそれ以外も悪化しているのか。その影響が大きいのか資本財の出荷が非常に悪くなっている。また、アメリカのエネルギー産業の影響もあるのではないかという気がするが、そこはどのようにみているのか。

3点目は実質輸出についてである。図表7の情報関連の輸出は、第1四半期が-0.4%、第2四半期が-3.9%だが、電子部品・デバイスはそれほど悪くないと思うので、この悪化の背景を教えて欲しい。

前田調査統計局長

設備投資については、われわれもなぜなのかと思っている。図表17(1)が資本財総供給、図表18(1)が機械受注だが、見比べて分かつとおり傾向的には同じような動きをする。機械受注の方が多少先行性があるので、均してみれば資本財総供給も増えていくとみているが、四半期では結構振れる統計なので、今のところ4月の弱さは一時的とみて良いのではないかと、というのがわれわれの見方である。資本財については、大きいものもあつたり、月によって出る、出ないということも結構あるので、いずれ増えてくるとみて良いと思っている。

白井委員

1～3月の動きについては、どうか。

前田調査統計局長

1～3月も含めて、一時的だとみている。設備投資の統計は、四半期の前期比ではこのような感じになるものである。今回、設備投資関連では、色々良い指標の方が多かったが、資本財総供給は若干弱めだったこともあり、強いと言うまでの確信は持ち切れなないということである。

在庫については、一般機械の在庫が積み上がっているのは白井委員ご指摘のとおりであり、例えば、4月に増加した中身はほとんど100%が建設機械の寄与である。1～3月についても、確か7～8割方が建設機械であ

る。これについては、排ガス規制前の作り込みだと聞いているが、おっしゃるような海外需要の弱さも何がしか影響しているとみておいた方が良いと思う。

実質輸出の情報関連の弱さについては、正直あまりよく分からないが、中身は、電子部品・デバイスというより科学光学機械のようなので、デジカメではないかと思う。いずれにせよ振れの大きいもの——デジカメは傾向的に弱い——ではないかと思っている。情報関連については、電子部品・デバイスについても、一頃は iPhone 6 向けにどっと出たが、今は iPhone 6 の次の新製品が出るまでの端境期に当たっているようなので、勢いが一時的に少し鈍っている面もあると思う。

中曽副総裁

輸出に関し、第1四半期の海外経済の弱さがラグをもって現れているという説明があった。何となくは分かるが、ラグというのはどういうことなのか。つまり、個々の輸出企業のどのような行動が反映されているということなのか。また、そのようなラグ関係は、過去にもみられた一般的なことなのか、あるいは今回は何か特殊性があるのか。

前田調査統計局長

われわれが、ラグ関係があると言う時は、過去の海外経済と日本からの輸出の関係をみると1四半期程度のラグがあるという経験則に基づいたもので、今回も1～3月の海外経済が弱く、そして足もとの輸出が少し鈍いところをみると、恐らくラグではないかということである。メカニズムとしては、日本から輸出してはみたものの、海外経済が実際に減速すると、販売が鈍り在庫が溜まるので、そうすると企業行動としては輸出を抑制しようということになるので、若干の認知ラグがある。他の国でそのようなラグがあるかまではみていないが、日本では経験則上そのようなラグ関係がある。

中曽副総裁

ということは、逆のことも起きるということか。

前田調査統計局長

起きると思う。海外景気が良くなれば、少し遅れて輸出も良くなる。もし本当に4～6月から海外景気が良くなれば、輸出は7～9月位から少し増えていく可能性もあると思う。

原田委員

賃金を、物価に影響を与えるコストと考えると、時間当たり賃金が大事だと思う。図表 33（2）では、パートの場合は時間当たり賃金で、一般の方は1人当たり名目賃金で、時間当たりではない。物価と賃金を考える場合には、両方とも時間当たり賃金を考える必要がある。また、賃金が上がっているか上がっていないかをみる時も、（3）でパート労働者比率要因など分析はしているが、時間当たり賃金で考えるのが1番直接的に分かるのではないか。日本の場合、ボーナスなど色々なことがあって時間当たり賃金を把握するのは難しいが、アメリカでは時間当たり賃金があるので、何らか工夫できないのだろうか。変動が大きくても、長期の傾向をみればかなり分かるので、その辺りの工夫はあり得ないのか。

前田調査統計局長

原田委員ご指摘のとおりだと思うが、われわれが一般労働者について1人当たり名目賃金をみているのは、彼等の賃金が時間で支払われている訳ではなく基本的には今月は幾らというかたちで決まっており、しかも月によって日数が振れるからである。図表 33（1）をご覧頂くと、パートも全部合わせた時間当たり賃金をみているということに尽きるが、足もと下がっているが、これは、4月の労働日数が多く時間が増えてしまい、時間当たり賃金がマイナスになったからである。原田委員おっしゃるとおり、われわれも、物価などとの関係を見る場合は、時間当たり賃金を重視して

みている。その点、昨年度は0.9%上昇しているが、これが今年どの程度上昇するか分からないが1%を超えていくのかどうか、あるいは2%の物価上昇との整合的な時間当たり賃金の伸びは恐らく2%、あるいはそれを少し上回ると思うが、おっしゃったような長い目でみた関係をイメージしながら分析している。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5、7)

黒田議長

それでは、金融環境および成長基盤強化を支援するための資金供給等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は家計のインフレ予想である。(2)の消費動向調査における1年後の予想インフレ率は、4月に上がって5月に少し下がっており、行ってみて大きく言えば横ばい圏内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フォーキャストの6月調査は、2015年度、2016年度は前回と変わらず、それぞれ0.3%、1.2%である。今回2017年度が初めて出たが、消費税率引き上げを除くベースで1.3%と、2016年度より0.1%ポイントだけ高くなっている。(4)のESPフォーキャスト長期予想が出ており、7年度後から11年度後の平均、2年度後から6年度後の平均とも横ばいで、それぞれ1.5%、1.4%である。これは3回続けて同じ数字となり、QQEを始めて1年目が上がり、2年目がほぼ横ばいと、他の指標と似たり寄ったりという感じが続いている。図表4の市場のインフレ予想では、(1)のQUICKはこれまでと同じで、消費税の影響を除くとほぼ全部横ばいという感じである。(3)のBEIも、前回会合時の5月22日と昨日6月17日はほぼ同じ数字になっており、直近では1.12%である。前回会合時には1.13%であったので、ほぼ変わらずである。各国ともほとんど変わっていない。

図表 7 の企業の金利は、3 月、4 月の貸出約定平均金利が出ており、短期の方は振れを伴いながら横ばい圏内ということで良いと思う。長期は、3 月に 0.826% となっているが、これは既往ボトムである。4 月は 1.023% と少し上がっているが、これには、石油会社向けに 60 年という長期の劣後ローンが出ているという特殊要因が入っているので、長期については、トレンドとしては引き続き低下傾向が続いているのではないかと思う。

図表 10 は企業の ROA と平均支払金利、すなわち企業にとっての調達コストと収益性の比較であるが、前回とほとんど変わっておらず、両者には非常に大きな開きが引き続きある。図表 11 の民間部門総資金調達は、4 月の +1.2% に対し 5 月は +1.0% と、0.2% ポイント下がっている。原因は 2 つで、銀行・信金・外銀計の貸出と、社債のマイナス幅が拡大していることである。まず、銀行貸出の方は、4 月から 5 月にかけて +2.7% から +2.6% と少し下がっているが、これは都銀で +1.6% から +1.3% へと下がっていることによるものであり、昨年食品会社の大型の M&A 案件があったことの裏である。社債については、国内公募社債計が 4 月 3,160 億円、5 月 4,280 億円と少し少なめになっている。この間、金利が少しボラタイルであったので、資金繰りに余裕があることもあり少し様子見をしていたというような話が聞かれている。ただ、6 月に入り、パイプラインはかなり復活しており、現時点で 8,200 億円位の起債が予定されているので、状況が悪いということでは全くないと思う。エクイティ調達については、転換社債発行額、株式調達額ともにあまり大きな数字にはなっていない。これは決算前のためであり、パイプライン等をみると、6 月はもう少し大きな数字になりそうな感じであり、社債市場、エクイティ市場に特に変わりはない。

図表 18 の企業倒産は、5 月は 724 件と引き続き少なめで、金額も前年比マイナスである。

図表 19 のマネーストックをみると、貸出は上昇幅が低下しているが、M2 は +4.0% と拡大している。現象としては、法人の流動性預金が増えており、6 月 1 日の消費税の支払いに向けて企業が納税待機資金として流

動性預金を持っていたということであり、一時的な現象ではないかと思う。基本的には、貸出の伸びが2%台半ばから後半、その中でM2が3%台半ばから後半という動きは変わらないと思っている。資料－5（参考計表）については以上である。

次に、資料－7をご覧頂きたい。「成長基盤強化を支援するための資金供給」と「貸出増加を支援するための資金供給」について申し上げる。Ⅰ. 成長基盤の1.にあるように、今回、本則で6,685億円の実行があった。ただ、ほぼ同額の期日返済・減額ロールあるいは期日前返済があったので、残高はほぼ横ばいの4.5兆円となっている。何先かが、残高維持の方針に転換してきており、貸出は受けるが同額位の返済を行うというような感じである。気にしているのは、1つはレバレッジ比率、もう1つは一般的な資金余剰感、というような話が聞かれている。

次に、Ⅱ.の貸出増加支援の方であるが、こちらは2.1兆円程度の新規貸出があったが、同時に期日前返済が1.4兆円程度あり、ネットでは7,000億円強の増加にとどまっている。その結果、ネットでは、大手行の利用率が4%、地域金融機関等の利用率が9.2%となり、大手はほぼ100%、地域金融機関は3割程度使うという元々の試算上の前提から大きく下振れている。その意味では、残高が（参考）にあるように23兆円と、前回の22兆円強から1兆円弱しか増えていない。この時点で、元々の試算から10兆円程度下振れている。原因は、先程のレバレッジ比率のほか、担保制約があるので、担保を調達してきてまで使うにはレートが悪いということであり、保有担保の範囲内で借りるという先も出てきているようである。今後は、どちらかと言うと、残高横ばいという感じが段々出てくるのではないかと考えており、30兆円に届くという感じはない。

最後に、今の2つ両方に関係することであるが、先般拡充した非取引先の利用状況である。成長基盤では、本則および小口特則で使われていた。Ⅰ. 2.の（注）をみて頂くと、本則での非取引先の利用は143億円、27先、それから4.の（注）をみて頂くと、小口特則で20.44億円、13先であるが、いずれも信用組合である。それから、Ⅱ.の貸出増加支援の（注

3) をみて頂くと、非取引先の貸出増加支援の利用は、1,056 億円、38 先であり、こちらは信用組合および労金である。合計で 1,200 億円と意外と大きな数字となっており、利用されたという感じである。因みに、農林系については現在準備中と聞いており、9 月に成長基盤から利用したいという意向を伺っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

資料－5（参考計表）の図表 1（2）の消費動向調査で、1 年後の予想インフレ率が、加重平均でみて 4 月に上がって 5 月にまた結構落ちているが、もしかすると季節的な要因があるのではないか。4 月は色々なものが値上げされるので先行きも上がるのではないかという期待が出るが、5 月になるとそうでもないということで落ちている、というような要因があるのではないか。ところで確認だが、元の統計は原計数で加重平均はこちらで独自に試算していると思うが、これは季節調整はされていないということの良いか。

内田企画局長

季節調整はされていない。

木内委員

図表 4（2）のインフレーション・スワップ・レート of 5 年先 5 年は、春先に上がっており、他の指標とちょっとずれた動きになっている。ここは 5 年先 5 年であるが、10 年で比べると、2013 年以降、インフレーション・スワップ・レートの 10 年は新物国の 10 年とかなり接近して動いていたが、年初から少し乖離が生じ、そのあと乖離を埋めて今はほぼ同じ位の水準になっている。5 年先 5 年のインフレーション・スワップ・レートで

も同様に、何らかの理由でB E I と乖離が起こり、その後その乖離を埋めるような中で一時的に上がったということであって、何らかの期待の変化といったようなことではない、という理解で良いか。

貸出支援基金オペについては、ここへきて急ブレーキがかかってきたという印象がある。規制、余剰感、担保制約などいずれも短期的には解消されるようなものではないということを考えると、増えなくなってきたのではないかという気がする。唯一まだ増やせるとすると、金利面で0.1%に相対的な魅力が出てくるような金融環境の変化があればまた増えるだろうが、そのようなことがなければ増やすのは難しいという感じか。

内田企画局長

まず、最初の家計のところについては、おっしゃるようなことはあるかもしれないが、振れの範囲ではないかと考えている。確かに4月はちょっと色々なニュースがあったので、季節性というよりはそのようなものに反応した面があったのかもしれない。

インフレーション・スワップ・レートについては、今はぴったり合っている感じであり、数字で申し上げると、B E I が1.1%程度、5年先5年が1.3%程度、5年物が0.8%程度なので、足すと大体合う感じになっている。今まで合わなかったのが追いついてきたということである。理由はよく分からないが、インフレーション・スワップ・レートは通信社が集計しているもので、クォートはしているが実際の取引がないようなものも恐らく入っている一方、B E I は何だかんだ言っても取引はありそちらが先にきちんと動いていて、それが反映されていなかったのもインフレーション・スワップ・レートは動いてなかった、という程度の話ではないかと思っている。

貸出支援等については木内委員おっしゃるとおりで、レバレッジ比率の制約は解消する余地があまりない話だと思う。担保については、「担保のある範囲で」という言い方——言い方は色々あるが——をしている裏には、担保を調達してまで今のレートで借りても仕方ないということがあるの

で、金利環境が変わってくる、つまり金利が上がってくれば、担保を調達してでも借りにくくすることはあり得ると思う。ただ、今はそのような感じにはみえないので、大きく改善する可能性はそれほどないのではないかと思う。なお、今既に使っている先も、今後についてはレートも考えながら、ということは前回位からずっと言っている。その意味で、これまでご説明してきたとおりではあるが、この金利環境では今後は残高維持に近い方向になることがありそうな想定である。

白井委員

今の質問に関連し、もう少し教えて頂きたい。先程、利用率が大手行で4%、地域金融機関で9.2%という説明であったが、どちらも相当低かったと思う。レバレッジ規制や担保の制約は恐らく大手行の方が大きく、地銀等はあまりないと思う。その中で、これだけ利用率が低いということは、やはり地域金融機関はそもそも需要がないということなのか。

また、今回、残高が3月対比でみて7,600億円位しか増えていないので、2.1兆円の新規借入に対して償還が1.4兆円位あったということになるが、その償還もほとんどが大手行ということで良いのか。つまり、大手行は償還分に少しプラスαして借り入れているという状況で、今後もそのような状況が続くとみているのか。

内田企画局長

レバレッジ比率を言っているのは大手行だが、担保については両方から声が聞かれる。資金余剰感という3つ目の要因については、どちらかと言うと地域金融機関からよく聞かれる話である。その意味では、元々預超傾向の中でどこまで資金を取りにくくのかという感じがあった中で出てきている話だと思う。

それから、期日前返済の額を申し上げると、大手行が約9,000億円、地域金融機関が約5,000億円と、どちらも相応にあり、事情は今申し上げたことと変わらない。基本的に残高維持にしたいところは、そのようなやり

方をしてきているようである。

佐藤委員

先程の説明では、貸出支援基金等で当初見通しから 10 兆円位下振れて推移する見通しであるということだが、当然、今後のオペ運営にも絡んでくると思うが、どのようにこの穴を埋めていくのか。短国オペで埋めるにしても短国市場にストレスがかかってしまい難しいと思うが、どうか。

内田企画局長

今短国残高は 40 兆円程度だと思うが、元々この問題は、マネタリーベースの増加額が 60～70 兆円、長国の増加額が 50 兆円だったことに伴うところが大きい。今は、マネタリーベース 80 兆円、長国 80 兆円と、同じペースで買っているので、その意味では残高が維持される限りにおいて——残高が減れば話は別だが——、バランスシートに占める大きさは変わらず、さらに短国にヒッチがかかることはないと思う。従って、無理に短国を増やして買わなければならないところまではいかないのではないかな。昨年 10 月末に長国と短国の買入れのバランスを変えているので、この残高が維持される限りにおいては、そこがネックになることは恐らくないだろうと思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

最後に、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

亀田調査統計局経済調査課長

「金融経済月報「概要」の前月との比較」に沿って、月報の概要についてご説明する。まず、実体経済パートについては、冒頭表現は変更していない。内訳については、現状のところの住宅投資のみ変更している。前月は「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」だったが、

先行指標である新設住宅着工戸数の増加傾向が続いているので、当月は「持ち直しつつある」と、少しだけ前向きの表現にしている。文章が短くなったので、個人消費と合わせ1つの文章にしているが、消費の判断は変えていない。

実体面の先行きパートについては、輸出、鉱工業生産ともに「振れを伴いつつも」という言葉を挿入している。これは、先程前田調査統計局長からも説明があったとおり、1～3月の海外経済の減速がラグを伴うかたちで足もとの輸出、生産に影響しており、今のところ一時的とみられるとはいえ、4～6月はマイナスの伸びになる可能性が高まっていることを踏まえたものである。5月単月の輸出のマイナスについては、先程の説明どおり、割り引いてみておくべき点が幾つかあると考えているが、引き続き、海外経済の下振れリスク、そのもとでの輸出、生産の4～6月の着地、あるいは7～9月以降の見通しについては、注意してみていきたいと考えている。

物価面については、国内企業物価の現状および先行きについて、このところの商品市況の動きを踏まえて変更している。具体的には、現状について、前月の「下げ止まっている」という表現から、当月は「緩やかに上昇している」と変更している。前月の先行きのところに記述していたものなので、前月の予想どおりの動きだったということである。先行きについては、現状の判断の変更に合わせてかたちで、当月は「緩やかな上昇を続ける」としている。なお、前月の物価の先行きパートにあった「消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベースでみると」という言葉を、当月の先行きパートからは削除している。次に公表される5月の消費者物価の前年比については経過措置の対応も終わるので、消費税率の調整が全く不要になるためである。来月の月報では、物価の現状パートからこうした言葉を削除していくことになろうかと思う。

正木企画局政策企画課長

次に、金融面については、総括判断は「わが国の金融環境は、緩和した

状態にある」という判断を維持している。個別の項目についても、判断の実質的な変更はなく、新たに公表された計数を踏まえたアップデートである。順にポイントを申し上げると、マネタリーベースはこのところ前年比「3割台半ばの伸び」を続けている。銀行貸出は、緩やかな増加基調に変化はないが、前年比伸び率は3月+2.7%、4月+2.7%のあと、5月は+2.6%であったので、「2%台半ばのプラス」という表現に修正している。CP・社債については、先程の説明にもあったように良好な発行環境が続いているが、発行残高の前年比は小幅のマイナスになっているので、表現は変えていない。マネースtockは、3月+3.6%、4月+3.6%の伸びだったが、5月は+4.0%となったので、表現を改めている。ただ、内容については、先程内田企画局長からもあったように、法人の流動性預金が増加しており、納税待機資金等の一時的なものかもしれない。ここは、事実を踏まえて数字を修正している。

次に、マーケットである。ターム物金利については、短国レートは引き続き0%ないし小幅のマイナスであって、「横ばい圏内の動き」としている。その他の市況は、前回会合の5月22日終了時点で10年債利回りが0.41%台、日経平均株価が20,170円位、ドル/円レートが120円90銭台であった。その後の動きをみると、長期金利は、欧州金利の上昇もあって一時0.5%を超えるところまで上昇する局面もあったが、足もとは再び落ち着いており、0.45%を割っている。従って、こちらは前回対比で「概ね同じ水準」としている。株価については、6月初にかけて一時20,500円台まで上昇したが、その後暫く20,000~20,500円のレンジで推移したあと、本日は大きめに下げており20,000円を割っている。前月との対比では200円程度の変化なので、こちらも横ばいで宜しいかと思う。為替相場はかなり動いた。120円台から一時125円台位までつけたが、足もと123円前後と、大体2円強の円安になっているので、こちらは「円の対ドル相場は下落」ということで宜しいかと思う。いずれについても、明日までの状況を踏まえて適宜修正したいと考えている。以上である。

黒田議長

何かご質問あるか。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22分中断、19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、金融政策決定会合の運営の見直しに関する執行部説明、当面の金融政策運営および金融政策決定会合の運営の見直しに関する討議、政府出席者からのご発言、金融政策決定会合の運営の見直しに関する議案取りまとめと採決、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、5月21、22日開催分の決定会合の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは宮下一郎副大臣、内閣府からは西村康稔副大臣である。会合中でのご発言は全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 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。中曽副総裁からお願いする。

中曽副総裁

最初に、国際金融資本市場であるが、欧州では、デフレ懸念の後退から債券ポジションの巻き戻しが続き、ドイツの長期金利は一段と上昇した。その後はギリシャ問題から周縁国の金利が上昇するなど、リスクオフの動きとなっている。そのギリシャ情勢であるが、旧トロイカとギリシャ政府との対立が感情的なレベルにまで高まり、昨日のユーログループ会合も、予想どおりではあるが物別れに終わり、容易に溝が埋まりそうもない中で、焦点は、密かにではあるが月末の対IMF債務のデフォルトを前提としたうえでの資本規制などの善後策のあり方に移っているかのような印象すら受ける。週明けに開催が招集されたユーロ圏緊急サミットで打開できるのか、重大な関心を持って見守りたい。

海外経済については、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」、先行きについても「緩やかな回復が続く」という評価で良いと思う。

まず、米国経済であるが、第1四半期は1年振りのマイナス成長となったが、その後は、5月の雇用統計で雇用・所得環境の改善継続が確認できたほか、これを背景に4月、5月の小売売上高が堅調な伸びとなったことなどからみて、第1四半期の落ち込みは一時的なものだったと判断して良さそうに思う。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。

欧州経済については、ユーロ安を背景に輸出が緩やかに持ち直しているほか、労働市場の改善を受けて個人消費が増加するなど、景気は緩やかな回復を続けているとみている。物価面では、HICP総合は前年比+0.3%と市場予想を上回り、市場ではデフレへの警戒感が後退しているようである。ただし、金利の急上昇など市場の急激な変動が景気回復モメンタムを損なうことがないか、今後の展開を見極める必要があると思う。

中国経済については、構造調整に伴う下押し圧力がかかり、成長モメンタムが鈍化していると思う。これに対して、政策当局は、ここにきて金融、財政の両面から積極対応する姿勢を強めており、先行きは、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っている。ただし、政策効果は公共関連の固定資産投資が中心となるとみられるので、成長率を維持できたとしても、他国からの輸入を誘発する効果はこれまでほどではなくなる可能性があると思っている。

次に、わが国経済であるが、1～3月の2次Q Eは、設備投資を中心に前期比年率+3.9%へと上方修正され、わが国経済が民需を中心に緩やかに回復していることを改めて確認できたと思う。

部門別に、まず企業部門であるが、過去最高水準で推移をしている企業収益を背景に、設備投資は緩やかな増加基調にあると思う。4月の機械受注がしっかり増加するなど、先行きも企業収益の改善を背景に、設備投資は緩やかな改善基調を続けるとみている。

この間、輸出は、足もと4～5月は大きめの減少となった。1～3月の米国、中国の景気減速がラグを持って影響していると思われるが、好調な販売を続ける米国向け自動車輸出が大きく減少するなどやや不可解な面もあるので、一過性のものなのか、来月以降の計数で見極めていきたいと思う。いずれにせよ、海外経済が緩やかに回復するという前提に立てば、先行きの輸出は、為替円安にも支えられ、緩やかに増加していくとみている。

このように、目先、輸出が弱いとなると、これを補っていけるかという点で、家計部門の今後の動向が景気判断の鍵を握るとみているが、この点、雇用のタイト化が続くもとで、雇用者所得は緩やかに増加している。今後、春闘でのベースアップを含めた賃上げの実施に加えて、消費税率引き上げの影響の一巡もあって、実質賃金は持続的なかたちで前年比プラスになっていくだろうとみている。こうした雇用・所得環境の着実な改善を背景に、家計支出は底堅く推移するとみている。

生産については、4～6月は輸出のもたつきもあって、持ち直しのモメンタムが鈍化すると思うが、その後は、内外需の回復を背景に、振れを伴いつつも緩やかに増加していくと考えている。

以上を踏まえると、国内民需の底堅さが増しつつあるので、目先、多少

輸出が鈍くても景気のパラダイムが損なわれることはないと判断している。従って、景気の総括判断については「緩やかな回復が続けている」、先行きについても「緩やかな回復が続けていく」との判断を維持することで良いと考えている。

次に、物価面だが、CPI（除く生鮮食品）前年比は引き続き0%程度となっており、先行きも当面は0%程度で推移するとみている。もっとも、今後はベアを含む賃上げの効果が期待できるほか、企業の価格設定行動では、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる動きがみられている。実際、東大日次物価指数などでも、新年度の価格改定の動きが広がりつつあるように窺われる。このように、雇用・賃金や企業収益の増加を伴いながら、物価上昇率が徐々に高まっていくという好循環が働いている。つまり、経済の体温は次第に温まってきていると判断している。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、わが国経済の現状であるが、緩やかな回復が続いているものの、本年4月入り後も減速を示す指標もみられる。日本銀行が予てより主張する所得から支出への好循環については、企業部門では、収益の改善から設備投資の拡大へと前向きの動きが明確になっているが、家計部門では賃金・資産価格の上昇から消費支出の改善への動きは、まだ明確ではないと思う。以下、最近の経済動向と先行きおよびリスクについて、企業部門、家計部門の順に3点意見を申し上げる。物価については次のラウンドでお話する。

第1に、企業部門の製造業に注目すると、4月の機械受注は一段と増加しており、先行きについても、企業の設備投資計画によれば、製造業大企業を中心に更新投資や省エネ・省力化投資が進展していく見込みである。この背景には、円安による円ベースの輸出物価の上昇と原材料輸入物価の

下落による交易条件の大幅な改善があり、先行きについても、円安期待とコモディティ価格の緩やかな上昇ペース予想もあって、経常利益の一段の改善予想がある。やや気になる点は、5月景気ウォッチャー調査において製造業の景況判断が悪化し、横ばいを示す50を下回っていることである。また、法人企業景気予測調査でも、製造業大企業の自社の景況判断が足もと4～6月期に大きく下落して「上昇」超から「下落」超に転じている。同時期の製造業大企業の国内景況判断については「上昇」超を維持していることから、自社景況判断の悪化の主因は、外需の弱さにあるとみている。実際、実質輸出は、昨年10～12月期の回復の強さと比べてこのところ減速している。特に、資本財・部品の実質輸出が本年1～3月期から2期連続下落が続いており、中国・ASEAN経済の減速や米国・資源国のエネルギー産業における設備投資の落ち込みが影響しているようである。このほか、自動車の国内販売と輸出の弱さから高い在庫水準が続いていることや、中国の安価な鋼材等の輸出攻勢によって鉄鋼業の生産が弱いことが、大企業の自社景況判断の悪化に寄与したと考えている。先行きについては、夏場以降に改善が見込まれるが、輸出や国内消費の回復が予想以上に遅れると、現在の製造業の設備投資の勢いが下振れるリスクがあるとみている。

第2に、企業部門の非製造業についてであるが、本年1～3月期の設備投資が大きく拡大し、実質GDP 2次推計値の上方修正に貢献した。4月入り後については、機械受注が弱めな一方で、建築着工床面積が大きく増えているが、2015年度の投資計画では、製造業対比で生産・営業用設備DIの「不足」超が大きいにもかかわらず、設備投資の伸び率は小幅にとどまるようである。ここには、企業収益の伸び率が、中小企業を中心に円安による輸入物価の上昇や人手不足の深刻化もあって、規模の経済性を追求できる製造業ほどの改善が見込めないことも反映している可能性がある。また、第3次産業活動指数が3月、4月と2か月連続で下落し、減速気味な点も気になる。中でも、運輸・輸送や複合サービスは2か月以上連続して下落しており、人手不足と生産性の低さから大幅な賃金上昇も難しく、事業拡大が多少抑制されている可能性もある。非製造業の活動が緩慢

な点は、法人企業景気予測調査の非製造業大企業の自社景況判断が足もと4～6月期に幾分悪化しており、5月景気ウォッチャー調査も悪化しているのと整合的である。ただし、先行きについては、法人企業景気予測調査や6月ロイター短観等からは改善が予想されており、今後の動向を注目している。

第3に、家計の消費回復が緩慢でかつ4月に悪化した指標が多い点を多少懸念している。実質消費支出、小売業実質販売額、家電実質販売額、スーパー売上高、外食産業売上高などが前月比悪化しており、回復傾向が続く百貨店売上高と対照的である。この動きは、消費者態度指数が4月、5月と2か月連続で幾分下落している点とも整合的で、構成項目の暮らし向きや収入の増え方が5月に多少改善したものの依然低い水準にとどまっていること、また4月の実質賃金は春闘の賃金交渉の結果が十分反映されていないこともあってか、前年比は大きく改善したがまだ精々横ばいであることが背景にあるようである。実質賃金の伸び悩みには、65歳以上の労働者の非正規労働者としての再雇用の増加、およびその就業機会が医療福祉やサービス産業などの生産性の低い業種に集中していることも影響を及ぼしている。賃金動向については、年金受給世代の労働者とそれ以外の労働者に分けて今後みていく必要があると思う。夏季賞与を含めた賃金の改善が消費の改善に繋がるには、もう少し時間がかかるように思う。一方、前向きの動きとしては、住宅着工戸数が分譲住宅を中心に改善傾向がみられることで、足もとの建設財の生産や出荷・在庫バランスの改善に寄与しているようである。

最後に、景気の現状・先行き判断については、執行部案を概ね支持する。以上である。

黒田議長

石田委員お願いします。

石田委員

まず、海外経済については、今月に入って公表されたOECDや世銀の世界経済見通しは、年前半の米国や中国の減速を主因にいずれも下方修正されるなど、引き続きぱっとしない状況が続いている。

先行きについては、各見通しとも緩やかに成長率を高めていくシナリオが維持されているようであるが、このところ一連の下振れの傾向が続いており、楽観視することはできないと考えている。これまでのところ、原油安の消費等への浮揚効果が予想されたほどみられない中で、米国における原油安、ドル高を背景とした鉱工業部門の調整圧力のほか、中国経済の一段の減速やそれに紐付く新興国・資源国の下振れなど、世界経済の回復がもたつくリスクは相応に大きいと考えている。また、欧州についても、景気回復の信頼性は徐々に高まってきているとみているが、山場を迎えているギリシャの債務交渉の帰趨は予断を許さない状況にある。

世界全体については、「一部になお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」という判断を維持することで結構であるが、引き続き下振れリスクの顕現化に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、1～3月のQEは2次速報で上方修正され、年率+3.9%と高めの成長だったことが確認された。上方修正の主因は、法人季報の結果を受けた設備投資の上振れであるが、これまで、設備投資は高めの計画にもかかわらず、なかなか支出として現れてこない状態が続いてきたが、ここにきて漸くはっきりと増加に転じたものである。今年度についても、日経設備投資動向調査などのサーベイ調査では、引き続き高めの計画が策定されているほか、機械受注などの先行指標もしっかりとしていることから、緩やかな増加基調は続くものとみている。

個人消費については、足もとは天候不順の影響などもあって、実勢を掴みづらい状況となっているが、雇用・所得環境の改善に支えられて底堅く推移しているとみている。ただし、このところ高所得者層や訪日外国人の消費が堅調との話は多いものの、マス層の消費について、所得増を背景とした改善の話が聞かれない点、やや心配なところである。また、このとこ

ろの食料品や日用品の価格上昇が家計のマインドに及ぼす影響や、言われているエルニーニョ現象による気象変動の影響についても注意していきたいと考えている。

国内景気の現状判断としては、「緩やかな回復を続けている」を維持することで結構であるが、4～6月については、年前半の海外経済の減速の影響で、輸出の回復モメンタムが一時的に鈍化するほか、生産も、軽自動車の在庫調整や関連する素材業種の下振れなどからマイナスとなる可能性があり、景気は一旦踊り場的な状況になるとみられる。もっとも、企業・家計部門とも、所得から支出に繋がるメカニズムはしっかりしており、年後半以降、再び緩やかに成長を高めていくとみている。

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はない。このところ、財や外食、あるいはサービス品目の一部で、為替円安などによるコスト高の転嫁や人件費の上昇を受けた値上がりがみられており、食料品や日用品を対象とする東大物価指数などもはっきりと上昇してきている。当面は、エネルギー関連品目のマイナス幅拡大の裏で、そのような物価の基調的な動きを形成するような品目がしっかり上昇していくのか、賃金とのバランスや消費との関係なども意識しつつ、よくみていきたいと考えている。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・先行き判断は執行部見解どおりで概ね良いと思う。海外経済と国際金融資本市場の動向について、前回会合以降の主な変化点を取りまとめると、米国では、5月の雇用統計で堅調な雇用拡大が確認され、市場の利上げ予想時期が若干前倒しとなったこと、また、ユーロ圏では物価統計の改善からデフレ懸念が一段と後退する中、ECB首脳が5月以降の長期金利の上昇について市場の動きを特段牽制しなかったことを受け

て米欧の長期金利が続伸し、日本の長期金利にも幾分影響したということが、第1に挙げられると思う。

新興国では、中国について、一連の金融緩和を含む政府の相次ぐ景気対策でも、経済指標が輸出をはじめいずれも引き続き精彩を欠く中で、緩和マネーの流入から株式市場が過熱気味で推移したことも特徴的であった。もっとも、新興国の中でも脆弱性の残るところでは、通貨安、株安が進んでいる。

この間の世界経済の動向については、米国では1～3月期のマイナス成長のあとも4～6月期の持ち直しのペースに然程力強さがみられないこと、また先に述べた中国の状況もあり、世界経済は1～3月期の減速した状態を十分に脱し切れていないように見受けられる。

米国について補足すると、一昨日のFOMCの声明文とドットプロットに示されるように、引き続きFedは来るべき利上げは今後の指標次第とし、国際金融資本市場にストレスを与えないよう一定の配慮を示しつつも、9月FOMCに向け利上げ開始の自由度は残しているという状況であると思う。これまでのFedの慎重かつ周到な情報発信により、FF金利先物市場などでは、年内の少なくとも1回の利上げは市場も織り込み済みであることからすると、この間の米長期金利の上昇は米国債市場が漸く利上げを織り込み始めたという点で自然な動きであると思う。ただし、各種金融規制の結果として、米国債市場でさえ流動性の低下が各方面から指摘されていること、また実際に政策金利引き上げとなればドル調達のさらなるタイト化から金融システムの一部にストレスがかかる可能性もあり、来るべき利上げのもたらす潜在的な影響については引き続き注視している。

また、このところの欧州長期金利の動向であるが、2003年夏場の日本のVaRショックを彷彿とさせるボラティリティの高い展開で、EONIAの長めの金利は、長期金利につれて先行き2年程度のタイムスパンで利上げさえ織り込む水準となっている。もっとも、欧州経済の現況やギリシャをはじめとする債務問題の存在を考慮すると、デフレ懸念が払拭されたとはいいがたく、足もとまでの動きはやや行き過ぎの面があるように見

受けられる。欧州の長期金利動向については、実体経済や貸出金利への影響など、現時点では統計が出揃っていないため見極めがたいということもあり、今後の動向を注意深く見守っていきたいと思う。

国内経済については、家計調査や商業販売統計などにみる4月の消費の足取りが、恐らく天候要因からか思いのほか鈍いということがやや番狂わせであった。また、4～6月期は1～3月期の世界経済の減速がラグを伴って効いてきているとみられ、4～5月の輸出の足取りは鈍く、自動車、鉄鋼、資本財の在庫調整を主因に、鉱工業生産も前期比で幾分減産となる見通しである。このため、輸出と生産の現状については、単純に「持ち直している」という判断で良いかどうかという若干の問題意識はある。実質GDPについては、1～3月期の年率4%近い高成長のあと、4～6月期の成長率は前期比横ばい程度に減速する可能性があるとも思う。もっとも、その場合でも、年前半を均してみれば年率2%前後の成長率ということであり、潜在成長率が0%近傍の経済のもとでは十分高い成長と言えると思うし、年後半に向けては、米国を筆頭に世界経済は幾分成長率を高めるとみられることから、総括判断としては、引き続き「緩やかな回復が続いている」ということで良いと思う。ただし、リスクとしては、年後半も米国を筆頭に海外経済の成長率が然程高まらず、中国も減速した状態が続く中で、日本の輸出、生産が期待したほどには持ち直さないことであろう。

最後に、消費者物価については、生鮮食品を除くベースで引き続き前年比0%程度で推移するという見通しで良いと思うが、7～9月期にかけてエネルギー価格のマイナス寄与が幾分拡大することが見込まれるため、0%程度という表現のアローワンスを超えてマイナス幅が拡大するリスクがあると思われる。一方、このところの円安の動きは、そのようなマイナス要因を一部相殺する可能性もあると思う。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

海外経済は、一部になお緩慢さを残しつつも回復しているという執行部の見方に賛同する。ただし、米国経済は1～3月期のマイナス成長のあとでも力強いリバウンドはみられないようである。中国も勢いがみられず、ギリシャやウクライナ問題など、様々なリスクがあることを引き続き注視する必要がある。

日本経済は、緩やかな回復を続けているという執行部の見方にも賛同する。2015年1～3月の実質GDPが上方改訂され非常に高い伸びとなり、消費と投資の回復が確認できた。設備投資の伸びは+2.7%で、消費、投資の両者とも所得から支出への好循環が確認できた。ただし、これは過去の話であり、その後の進展には幾つか懸念すべきことがある。

まず、海外景気の減速を反映して輸出の伸びに勢いがみられない。ただ、投資は先行指標などからみて堅調である。消費は指標ごとに様々な動きをしているが、内閣府の消費総合指数でみると低調である。鉱工業生産指数も、予測指数から作った4～6月期の指数は前期比マイナスになる可能性がある。

ただし、雇用関連の指標は順調に改善している。1人当たり賃金はなかなか伸びておらず、これはパート雇用の拡大の影響が入っている。パートと一般に分けてみる必要があるであり、それぞれを時給でみるなどより工夫する必要があるのではないかと思う。1人当たり賃金は低迷しているが、賃金×雇用でみると、4月は前年同期比+3%となっており、所得面の好調さは続いている。

続いて、物価の先行きについては、物価は当面マイナスにならずに推移する可能性が高いと思っているが、その後、エネルギー価格の低下の影響がラグを持って影響するためマイナスになる可能性がある。ただ、それは一時的なものであると思う。賃金の物価に与える影響を総合的にみるユニット・レーバ・コストが安定的に上がる中で、秋以降、徐々に上昇していくことが見込まれる。以上である。

黒田議長

木内委員をお願いします。

木内委員

世界経済は緩やかな減速傾向を続けているとみている。下振れ傾向が顕著であった米国と中国の経済については、目先は特殊要因の剥落や景気対策の効果から一時的に改善する可能性があるが、堅調を取り戻す目途はみえていないと思う。他方で、高水準の民間債務が積み上がり、脆弱性を抱えるアジア諸国の経済の下振れ傾向が、米・中経済の下振れの影響が波及する中でこの先より顕著になる可能性がある。また、金融緩和を受けた金利低下、通貨安、株高によって一時的に高まったユーロ圏経済の改善モメンタムは、今後は徐々に落ち着いていく可能性をみておきたいと思う。既に今まで景気の牽引役を担ってきた個人消費関連指標には、変調の兆しも窺える。米国では、天候や港湾ストなどの一時的要因の剥落から、5月分雇用統計などに、持ち直し傾向がみられ始めている。しかし、第1四半期のマイナス成長のあと、その反動から昨年のように第2四半期の成長率が強く上振れる可能性は低い状況で、今後予想されるGDP統計の改訂の影響を考慮しても、成長のトレンドが従来と比べて下振れる状況が、少なくとも暫くは続く可能性がある。需要面に注目すると、輸出と設備投資の低調が変わらない中、個人貯蓄率が高止まりを続けており、良好な雇用・金融環境のもとでも、ガソリン価格低下や所得増加分を消費に回すことに予想外に消極的な消費者の姿勢がみられる。

国内経済については、足もとで比較的良好な設備投資関連指標が一部にみられることは、生産性上昇率や潜在成長率など供給面への影響も含めて好ましい動きとみているが、輸出鈍化の影響なども踏まえ、その持続性をなお慎重に見守りたいと思う。個人消費については、総じて弱めの動きが目立つと考えている。他方で、先行きの輸出環境には不確実性が高まっており、当面の景気のリスクは、内需から外需にそのウェイトをシフトさせているように見える。そうした中、4～6月期の国内景気は踊り場局面と

なることが、供給、需要双方の指標から濃厚になってきた。鉱工業生産統計の4月の実績、5、6月の予測調査結果から判断すると、4～6月期の生産は3四半期振りに前期比マイナスになる可能性が高い状況である。また、第3次活動指数が、3、4月と予想外に低下したことで、全産業活動指数も、4～6月期は1年振りに前期比マイナスになる可能性が見込まれる。需要面では、4～6月期の個人消費および純輸出の成長寄与がともに低めになる可能性が月次指標で示唆されており、さらに1～3月期の成長率が予想以上に上振れた要因の1つである在庫投資の寄与度が大きく低下することが見込まれるため、4～6月期の成長率は、一転してかなり低めになる可能性が高まっている。

今後注目されるのは、踊り場局面後の年後半の経済情勢である。公共投資の減少、輸出鈍化などの逆風は受けつつも、良好な雇用・所得環境、企業収益環境に支えられて、個人消費、設備投資を軸に、国内経済は緩やかながらも改善していくというのが、私自身のメインシナリオである。ただし、踊り場後も景気のもたつき感が予想外に長く続く可能性も排除できない。その要因として注目しておきたいのが、輸出の下振れ、生産調整の雇用・所得への波及、日用品の値上げ観測の高まりの3点である。

第1に、5月の実質輸出は予想外の大幅悪化となったが、足もとの貿易統計などをみると、東アジア向け輸出の悪化傾向が特に顕著になっている。輸入についても同様の傾向があり、アジア地域全体の貿易が顕著に縮小し始めた感がある。第2は、7～9月期には春闘の効果が賃金に表れ、所得環境が改善することが期待される。しかし、4～6月期の製造業の生産調整の影響が、雇用の調整へと波及する場合には、こうした効果が打ち消される可能性もある。第3に、最近の円安進行が、日用品を中心に消費者の先行きの価格上昇観測を高め、消費に抑制効果をもたらす可能性がある。4月以降、食料品や衣服など日用品の価格引き上げが広くみられるが、景気ウォッチャー調査や消費動向調査からは、これらが消費者心理に悪影響を与えている可能性も窺える。4月の家計調査の実質消費支出が、季節調整値で3月の増加分を打ち消して余りある大幅な減少となった点も気掛

かりで、日用品の価格引き上げが実際の消費行動に悪影響を与え始めた可能性も考えられる。

最後に、物価動向であるが、消費者センチメントに影響を与えやすい年度初めの日用品や一部サービスの価格引き上げの動きが広まっているにもかかわらず、4月全国、5月東京都区部の消費者物価指数からは、物価情勢全体には目立った変化はみられず、前年比上昇率が浮上していく兆候はまだ確認されていない。それでも物価上昇率は早晚浮上を始めるとはみているが、需給ギャップの改善ペースが緩やかである点、賃金上昇率が比較的緩やかである点、世界的にデフインフレ傾向が続いている点などを考慮すれば、物価上昇率はかなり緩やかにしか高まらず、展望レポートの中央値で示された2015年度から2016年度の上昇率は、達成が相当難しいと、引き続き私自身は考えている。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、NIEs、ASEANなどで中国経済の減速の影響がみられるなど、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、企業部門の回復ペースに幾分鈍さがみられるが、個人消費は良好な消費者マインドのもとで引き続き堅調であり、第1四半期のマイナス成長も一時的要因との見方が大勢で、家計部門を中心に堅調な回復基調は続いている。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・所得環境を背景に、家計部門が牽引するかたちで回復傾向は続くともみている。

次に、欧州経済は、個人消費がしっかりと増加しているほか、ユーロ安が輸出や企業業績の改善に寄与しており、緩やかな回復を続けている。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E C Bの金融緩和効果が浸透する中で、緩やかな回復を続けるとみている。

中国経済は、固定資産投資や生産の伸び率鈍化が続いており、輸入の減少傾向に加え、輸出もこのところ弱めとなるなど、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、政府は金融面で強力に下支えしているほか、財政政策の強化により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、こうした政策効果も見極めつつ、不動産市場や設備過剰対応による影響、新規雇用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、設備投資を中心に上方修正されるなど、10～12月期に続いてしっかりとした成長が確認された。先行き、4～6月期は一時的に在庫調整の影響等が見込まれるものの、景気の前向きな循環メカニズムは持続し、緩やかな回復傾向は続くともみている。

需要項目別にみると、個人消費は、天候不順の影響が一部にみられているが、所得の改善期待などから消費マインドが改善を続けるもとで、株高による資産効果もあり、底堅く推移していると判断している。この間、雇用環境は、労働需給がタイト化するもとで、引き続き改善傾向で推移している。こうした中、好調な企業業績を背景に一時金の支払い等もあり、名目賃金が上昇し、雇用者所得も緩やかに増加している。先行きも、最新の連合集計で、中小企業を含め昨年を上回る賃上げが実施されているほか、大企業の夏季賞与も2年連続の前年比プラスが見込まれるなど、所得環境の改善は続くともみている。足もとの食料品等の価格上昇が消費マインドに影響を与えるか注視が必要であるが、こうした所得環境の改善は、個人消費の押上げに寄与することが期待される。この間、住宅投資は、持ち直しつつある。

次に、設備投資は、1～3月期GDP統計でしっかりとした増加が確認された。機械受注も堅調に推移し、2015年度の投資計画についても日経調査によれば、製造業を中心に国内への投資ウェイトを高めつつ、全体で

も2桁の増加が見込まれている。また、商工会議所による中小企業を対象とした調査では、「今年度の設備投資を見送る」とした割合が10%程度減少するなど、設備投資の実行に向けた動きが示唆されている。

この間、輸出は、足もとの米中経済の影響等からやや下振れがみられるが、基調は緩やかな持ち直し傾向にある。先行きも、中国の景気減速に伴うアジア全体への影響などに伴う下振れリスクには注意が必要であるが、海外経済は全体として回復が見込まれることや、円安による下支えなどから、振れを伴いながらも緩やかに増加していくとみている。以上の内外需要のもとでの生産である。4～6月期は、一旦資本財や軽自動車の在庫調整の影響などから弱含み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等も踏まえると、振れを伴いつつも緩やかに増加していくとみている。

次に、物価である。消費税影響を除く消費者物価の伸び率は、原油価格の大幅下落の影響などから、足もとはゼロ%程度まで縮小しているが、新年度入り後も上昇品目比率が下落品目比率をしっかりと上回っているほか、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も上昇傾向を維持している。また、5月の東京のコアコア指数は、外食や耐久消費財等の値上げの動きなどを映じてプラス転化している。こうした背景には、消費者行動の変化を踏まえ、企業が付加価値を高めながら販売価格を相応に引き上げる姿勢を明確にしつつあることも影響していると考えられる。

先行きは、こうした動きがある一方、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、当面の間ゼロ%程度で推移すると思われる。もっとも、今年度の後半以降は、原油価格に左右される面はあるが、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などから、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

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

世界経済と日本経済の金融経済情勢については、昨日の執行部の説明と概ね同様の考えを持っている。

世界経済について、米国では、原油安やドル高の影響を受けて鉱工業部門に弱い動きがみられる。しかし、先の雇用統計が示すように、雇用は堅調に増加しており、個人消費も底堅い。従って、先行きは、良好な雇用・所得環境に支えられて、個人消費を中心に内需主導の成長を見込んでいる。

ユーロ圏経済については、労働市場の改善により個人消費が堅調で、ユーロ安により企業業績も輸出も改善している。先行きも、ユーロ安と金融緩和効果により、景気は緩やかに回復し続けると考える。

中国経済は、成長モメンタムが鈍化している。そのため、当局は財政・金融面から景気の下支え政策を次々に導入している。先行きは、こうした財政・金融政策の効果がどの程度になるかに依存することに留意する必要があるが、概ね安定した成長を維持できると思われる。

一方、新興国経済は、冬のアメリカ経済の落ち込みや中国経済の減速の影響を受けて、成長に勢いを欠く状態が続いている。先行きについては、一部の国は厳しい状況が続くと思われるが、全体としてみれば、先進国の景気回復の波及や金融緩和政策および為替安に支えられて、緩やかであるが次第に持ち直してくるとみている。

日本経済については、1～3月のGDP 2次速報値に示されているように、設備投資がしっかりしてきた。企業収益は、過去最高水準に達するまで増加しており、収益から設備投資へという前向きな動きが明確になってきたと思われる。さらに、量的・質的金融緩和により予想実質金利が極めて低い水準にあること、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っていること、為替円安の定着による製造業の国内生産回帰がみられることなどを考慮すると、今後、設備投資は堅調に推移すると予想している。

個人消費については、最近のデータは区々であるが、先行きは、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一層改善するため、消費は次第に増加軌道に復帰してくるとみている。緩和した金融環境と賃金上昇期待を背景に、消費増税後に落ち込んだ住宅投資も回復してきた。

一方、輸出と生産については、足もとでは弱めの動きになっている。輸出については、米国の寒波や港湾ストなどの一時的要因により、1～3月の世界経済が減速したことがラグを持って影響を与えている可能性がある。生産の鈍化もこうした輸出の鈍化が影響していると思われる。先行きは、世界経済が緩やかに回復する一方で、日本経済においては、今後個人消費と設備投資が改善していくため、輸出も生産も、振れは伴うものの基調としては緩やかに増加していくと予想している。

以上から、先行きは、個人消費と設備投資が中心になって、さらにそれに緩やかな輸出の増加が加わって、日本経済は緩やかな回復を続けるとみている。以上のメインシナリオにとっての当面の最大のダウンサイドリスクは、ギリシャの政府債務問題の行方だと思っている。

物価については、暫くエネルギー価格の下落が続くため、当面0%程度で推移すると思われる。しかし、雇用需給の引締まりから賃金が増え続け、堅調な内需増加により需給ギャップも縮小し、予想物価上昇率も長い目でみて上昇傾向にあることからみて、物価の基調は着実に改善していると思われる。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、国際金融市場では、ドイツなど欧州コア国の長期金利が、4月半ばに0.1%を下回る水準まで低下したあと、最近では1%前後まで反転、上昇するなど、引き続き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いるように思われる。

海外経済については、多くの委員が米国経済について発言をされたが、原油安、ドル高の影響から確かに鉱工業部門で調整の動きがみられている。

もともと、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が冬場の落ち込みからリバウンドしているなど、家計支出に支えられた回復基調が続いているとみられる。

欧州は、緩やかな回復を続けている。ユーロ安などを背景に輸出は緩やかに持ち直しており、個人消費も、雇用情勢が改善するもとで引き続き増加している。この間、物価をみると、エネルギー価格下落の影響が徐々に和らぐもとでインフレ率は0%を僅かに上回る水準まで復している。なお、多くの委員から、ギリシャ債務問題の行方がユーロ圏、その他欧州経済に与える影響について懸念が表明されたところである。

一方、中国は、総じて安定した成長を維持しているが、構造調整に伴う下押し圧力などを背景に成長モメンタムが鈍化していることは確かのようなのである。新興国経済については、全体として勢いを欠く状態が続いていると思う。アジアでは、引き続き原油安あるいは金融緩和の効果が景気を下支えしているが、先程述べたような中国の構造調整あるいは成長モメンタムの鈍化といったことの影響が出てきているし、また冬場の米国経済の一時的な落ち込みの影響もみられている。ただ、全体としてアジアが他の新興国と比べると良い状況にあることは事実であり、ブラジルなどの他の新興国あるいはロシアなどの移行国は、構造問題あるいは政情面での不安を抱える国があって、景気停滞が続いているというような状況だと思う。全体としては、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、企業部門では、多くの委員が指摘されたように、収益が過去最高水準まで増加していることなどを背景に、前向きな投資スタンスが維持されており、この点は、1～3月のGDPの第2次速報でも確認されたところである。ただ、輸出、生産については、増加が続いてきたが、足もとではやや勢いを欠いているということが、多くの委員から指摘された。輸出については、米国の寒波、港湾ストなど一時的な要因があって1～3月の海外経済が大きめに減速したことの影響があ

と思われる。また、生産については、このような輸出の動きに加えて、一部セクターで在庫調整圧力が強まっていることなどから、モメンタムが一時的に鈍化しているように思われる。もっとも、先行きについては、海外経済が回復し、国内需要も改善するもとの、輸出、生産は振れを伴いつつも緩やかに増加していくと考えて良いのではないかと思う。

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、昨年末以降、消費者マインドも改善しているが、何人かの委員が指摘されたように、前向きの循環が続いていることは事実であるものの、一部に弱めの動きもみられている。ただ、個人消費が底堅く推移していること、そして住宅投資も持ち直しつつあることについては、概ね意見が一致していたと思う。

このように、企業・家計部門ともに、所得から支出への前向きの循環メカニズムがしっかりと作用し続けており、今後、それがよりはっきりしていくということではないかと思う。従って、緩やかな回復が続いているとの総括判断を維持することが適当という見方が共有されていたと思う。また、先行きについても、緩やかな回復を続けていくという見方で概ね一致していたと思う。

物価面では、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は、消費税率引き上げの直接的な影響を除くベースでみて0%程度となっており、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%で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば全体として上昇していると判断される。

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

白井委員

中国とユーロ圏について申し上げる。中国については、今年1月からの

輸出入動向をみると、輸出の前年比は、2月以外、1、3、4、5月とずっとマイナスである。輸入の方は1月から5月まで連続してマイナスである。マイナスが結構長く続いているという気がする。そのうえに、輸出と輸入を合わせた貿易総額でみると、これも1月から5月は大きく下落しており-11%である。1番気になるのはどことの間の貿易総額が変わっているかということだが、1番減っているのは日本との貿易で、-11%である。EUは-7%なので、日本の方がずっと落ちている。米国は+2.6%、中国の影響を相当受けて落ち込んでいると言われるASEANでも+0.3%であり、明らかに日本との関係で相当落ち込んでいるので、もう少し調べていく必要があると思っている。落ち込みの主因は、輸出に関しては建設機械と自動車と言われているが、その辺に関し日本と中国の経済・貿易関係をこれからもう少しみていく必要がある。昨日も申し上げたように、不動産価格の下落がまだ止まっていない中で、地方の歳入が減っており地方の歳出が明らかに落ち込みつつある。また、非常に割高感のある株高が下落した時の国内への影響が大きいかもしれない。聞くところによれば、株価が上昇しているから消費が上昇している訳ではなく、株価が上昇することで消費を控えてさらに株式に投資しているということらしい。従って、それを考えると、株価が暴落するとその影響は計り知れないところもある。その点は、中国がわが国の輸出先としても全体の20%を占める国ということもあり、よくみていきたい。

ユーロ圏については、確かに成長率は+0.4%と上がってきて、潜在成長率を今のところ超えていると思う。ただ、ユーロ圏の場合、慢性的に総需要が弱いという問題があり、その背景には設備投資がある。設備投資が弱いために資金需要がなく、家計のローンは遂にプラスになったそうであるが、これだけ金融緩和を行っても、企業向けの貸出は改善したといってもまだマイナスである。このように資金需要がなかなか伸びないが、その背景は、まだバランスシートの調整が続いていることに加えて、ギリシャ問題がマインドに影響するということもあるが、最近報道が少なくなっているがやはりロシア・ウクライナ問題が大きく効いていると思う。それに

加えて、中長期金利がこれだけボラタイルな状況になってくると、銀行の貸出スタンスに影響し、潜在的なリスクが出ていると思う。もう1つは、銀行の貸出スタンスが改善しているとはいえまだ慎重であることの背景には、IMFが指摘しているように、不良債権比率が7%と米国の3倍で、米国はしっかり write off など不良債権を処理してきているが、その点ユーロ圏は相当遅いということがある。こうしたことも供給側で貸出が伸びない背景と言われており、ユーロ圏が本当にしっかり立ち上がるにはまだ時間がかかるとみている。

木内委員

ユーロ圏の話の延長になるが、賃金の上昇率が足もとで落ちてきているという数字がECBから発表されている。1～3月の加盟国の賃金は、前年比で+1.5%となり、昨年後半の+1.7%から徐々に落ちてきている。特に、顕著なのがドイツ、フランス、ベルギーといった中核国で、ドイツは、最低賃金を引き上げたにもかかわらず賃金上昇率は落ちてきており、やや予想外である。今までは、非常に高い失業率の中でも名目賃金が比較的高く、一方でインフレ率が下がってきたので実質賃金が非常に高く、これが個人消費主導の回復に繋がる反面、企業にとってはコストアップとなり、設備投資の弱さと組み合わせになっていた。ここに来て物価上昇率がやや高まってくる一方で名目賃金の上昇率が落ちてくると、今まで引っ張ってきた消費で、少し勢いが落ちてくるのではないかと思う。そして、それが足もとの消費者センチメントや小売、自動車販売に多少表れてきていると思う。賃金の上昇率が低くなるということは、今までほどはサービス価格が上がらない可能性が出てくるということであり、このような点も考えると、政策効果が出てきて急激に経済が良くなりそれを背景に金利が大きく上がっているが、やはり少し過剰反応なのではないかと思う。

中曽副総裁

国際金融市場では、ギリシャ問題を指摘される委員が多かったが、もう

1 点、油断禁物で見過ごしではならないと思っているのは、視野に入ってきている米国の政策金利の引き上げである。一言で言うと、新興諸国の備えには脆弱性があるのではないかと思う。つまり、F e d はことあるごとに緩慢な利上げ姿勢を繰り返し強調し、発信しているが、現に新興諸国の株価、通貨は下落してきており、その背景には米国の利上げを巡る思惑があると思う。このようなことを申し上げるのは、先日、

中央銀行の集まる
会議に出席
してきたが、

個別の新興諸国の金融当局が持っている手段は限られているという印象を持ったからである。具体的には、例えば外貨については、外準はあるがそれに限られている。また、自国通貨建ての流出を防ぐ手段はそれなりにあるが、流出が始まったような場合に新規に流動性を供給する手段は非常に限られているという印象を持った。これまでの資本流入局面では自国通貨売り・外貨買いの為替介入で国内への流動性供給をしていた経緯もあって、新規の資金供給手段が非常に未発達であるという印象を受けた。こういうことが、実際に資本フローが逆回転、しかも短期間に大規模に生じてきた時に、どの程度対応力があるのかというところに、多少不安を覚えているので、この辺もよくみていく必要があると改めて思った次第である。

黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関してご意見をどうぞ。追加的なご意見がなければ、今から 10 分程度コーヒブレイクを取りたいと思う。10 時 08 分に再開する。

(9 時 58 分中断、10 時 08 分再開)

Ⅳ．金融政策決定会合の運営の見直しに関する執行部説明(資料－８)

黒田議長

会合を再開する。まず、討議に入る前に、金融政策決定会合の運営の見直しに関して、執行部から説明をお願いします。

内田企画局長

資料－８をご覧頂きたい。まず(参考)の方からご覧頂くと、近年主要国の中央銀行において金融政策決定会合の運営方法を見直す動きが広がっている。昨年７月にＥＣＢが開催頻度を月１回から年８回に変更し、それまで公表してこなかった議事要旨の公表を開始すると発表し、今年から実施している。昨年１２月、イングランド銀行は、頻度を同じく月１回から年８回に変更し、議事要旨——これまでも公表はしていたが——を当日公表することを発表し、今後実施する予定になっている。見直しの背景として、イングランド銀行のカーニー総裁は、年４回のインフレーションレポートによる見通しの公表とその中間に年４回の会合を開くことで、そのサイクルを確立したいということを言っている。ＥＣＢも同様の趣旨のようである。これにより、既に同様の枠組みを持っているＦＲＢと合わせ、主要国の中央銀行の運営が揃うことになった。すなわち、年４回、経済・物価見通しを公表し、レビュー会合を含め、年８回会合を開き、早期に議論の内容を公表するということである。各国中央銀行の金融政策決定会合の開催頻度をみて頂いても、わが国が今１４回であるが、主要国は全て８回で揃い、新興国を含めて考えても、１２回以上はかなり少数派になっている。因みに、韓国は１２回になっているが、新聞情報によれば年８回化を検討しているようである。

こういう状況であるので、わが国においても、経済・物価の見通しをベースに議論をし、早期に議論の内容を公表することを実現するという観点から、以下４つの見直しをしてはどうかということである。

１つ目は、展望レポートを年４回にし、また公表のタイミングについても、これまで当日３時としていたが、例えば、昨年１０月の政策変更の際、

先に政策変更の公表文が出てあとで見通しが出るかたちになり、若干の混乱があったと思うので、公表文と同時、会合終了後直ちに公表するようにしたいと思う。なお、展望レポートを年4回化することに伴い、毎月出している金融経済月報は、これに統合していくということかと思う。

2つ目は、展望レポートの内容の見直しということであるが、これまでの大勢見通しに加え、全ての委員の見通し、それぞれの委員が考えておられるリスクバランスを公表することにしてはどうかということである。これに伴いリスク・バランス・チャートは廃止するということになるかと思う。

3つ目は、決定会合における参加者の「主な意見」を作成し、これを1週間位を目途に公表することにしてはどうかということである。その場合も、議事要旨は、法律上の要請があるので、従来どおり次回会合で承認のうえ公表することになるかと思う。

最後の4点目は、会合の開催は、展望レポートを議論する会合を4回、その間の4回、合わせて年8回開催としてはどうかということである。

なお、以上の実施時期については、4点目の年8回化のためには、日本銀行法施行令の改正が条件になり、また、見直しが多岐に亘るので、実務的な検討の時間も若干必要である。さらに、これも1つの理由であるが、今年12月までは既に会合の日程を公表しているということもあるので、公表していない来年1月からの実施とすることでどうか考えている。

黒田議長

ただ今の説明に対するご質問があればどうぞ。意見については後程のラウンドにおいて表明して頂く。

V. 当面の金融政策運営および金融政策決定会合の運営の見直しに関する 討議

黒田議長

それでは討議に移る。このラウンドでは次回決定会合までの金融政策運

営方針等と金融政策決定会合の運営の見直しについて、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。中曽副総裁から願います。

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。量的・質的金融緩和のもとで、企業や家計まで緩和効果が浸透していると思う。

今回は、主として、先程内田企画局長から説明のあった金融政策決定会合の運営の見直しについてお話ししたい。トップバッターということもあり、網羅的に4点申し述べたい。

第1に、経済・物価見通しの公表についてである。この点については、海外でもGDP統計が四半期ごとに公表されることから、四半期に1度公表している中央銀行が多いように思う。われわれも、展望レポートの中間評価まで含めれば、現在年4回出していることになるが、中間評価は展望レポートの標準的な見通しのレビューとの位置づけであり、経済・物価の見通しをフルストーリーで全面展開して示すのは年2回にとどまっている。金融政策運営については、経済・物価の見通しをベースに政策を議論していくことが本来、建設的である。そうした観点から、展望レポートの公表回数を年2回から年4回へと増やすことが適当だと思う。これは、日本銀行の経済・物価の見方に関する情報発信の充実という観点からも望ましいと思う。

第2に、金融政策決定会合の開催回数である。従来は月1回という中央銀行が多かったように思うが、以前から年8回だったFRBに加え、ECBも年8回の開催になったほか、BOEも年8回化の方針を示している。いずれの中央銀行も、年8回開催のもとで、四半期ごとに経済・物価見通しを出し、その間に中間レビューを行うというスタイルを取っている。年8回化の理由の1つとして、先程、カーニーBOE総裁の言葉が引用されていたが、BOEのいわゆるWarshレビューでは、政策スタンスを変更する場合、経済データが持続的、persistentに変化したことを確認することが前提になるが、1か月ではそうした変化を確認できるだけのデータは

なかなか蓄積しないことを指摘している。この論点は、日本にも該当すると思う。回数が減ることによって政策の機動性が低下するとの指摘については、これまで同様、必要があれば臨時会合を開催できることを説明して懸念払拭に努めれば良いと思う。決定会合の頻度は政令マターであるので、以上の点を踏まえ、政令改正を前提に決定会合の開催頻度を年8回とすることが適当だと思う。

第3に、会合終了後の情報発信については、今日では、次回会合前に会合での議論を公表することが事実上グローバルスタンダードになっており、BOEに至っては、会合終了当日に議事要旨を公表する方針を打ち出している。情報発信はスピードと内容のバランスが重要だと思うが、日本銀行の場合、法律上、議事要旨が決定会合での承認事項となっていることを前提に、そのバランスを考える必要がある。この点、会合での「主な意見」を会合終了後1週間程度という早期に公表し、これまでどおり議事の概要を記した議事要旨を次回会合後に公表するという組み合わせは、工夫を凝らした良い案だと思う。

第4に、情報発信に関して付け加えたい点であるが、政策委員の経済・物価見通しに関する情報発信ツールとして、現在展望レポートではリスク・バランス・チャートを示している。しかし、各委員の見通し分布を足し上げて作成した分布チャートから、委員全体のリスク評価を的確に読み取することは、委員間で中心的な見通しに相応のばらつきがある現状では、なおさら難しくなっているように思う。代わりに、各委員の見通しとリスク評価を公表することで、政策委員の経済・物価に対する見方をより分かりやすく伝えられると思う。

以上、今回の金融政策決定会合の運営の見直しは、最近の環境変化などを踏まえたものであり、主要国中銀の間で共通となりつつある3つの要素、すなわち四半期ごとの経済・物価見通しの公表、それを踏まえた年8回の決定会合開催、会合後早期の情報発信といういわばグローバルスタンダードにも適合しているという意味で適切な案だと思う。

実施のタイミングについては、内田企画局長の説明にあったように、準

備に時間を要することや、既に本年 12 月までの日程は公表済みであることを踏まえると、政令の改正を条件に、来年 1 月から実施することが適当だと思う。また、年 8 回開催のもとでの決定会合の日程については、政令改正の動きを踏まえつつ、先行きの決定会合で承認し、後日公表することにはどうかと思う。なお、対外説明をしていく場合には、年 8 回に決定会合の回数が減ることが、万が一にもネガティブに受け取られないよう、他の情報発信の充実策と併せて、今回の見直しが金融政策運営やコミュニケーションの改善に繋がるものであることを、しっかりと説明していく必要があると思う。

最後に、当面の金融政策運営については、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、先程省略した物価動向について意見を申し上げる。コア C P I と食料・エネルギーを除くコアコア C P I については、消費税率引き上げの影響を除けば 0 % 近傍で推移している。食料工業品や外食で値上げが目立つが、円安や構造的な人手不足を原因とするものも多いと思われる。実際、消費支出動向と消費者態度指数からみて、需要の強さに基づく物価上昇圧力はまだ弱いと判断される。また、このことは、日本銀行の推計によれば既にプラス領域にあるとみられる需給ギャップの大きさには不確実性があること、また、C P I 変化率の需給ギャップに対する感応度の推計についても不確実性が高く、需給ギャップと物価との関係については慎重に判断すべきことを示唆している。

先行きについては、需給ギャップの改善を伴いながらコアコア C P I を中心に上昇していくとみているが、食料工業品や耐久消費財の価格の上昇は円安の影響が大きいと見込まれるので、消費の増加を伴っているのかも

しっかり確認しつつ、物価の基調が高まっているのか判断していくことが重要である。

予想物価上昇率については、当面は上がりにくい状態が続くとみている。予想物価上昇率を示す指標の中で、エコノミスト、市場参加者や市場ベースの指標については、コアコアCPIが伸び悩むと予想する見方が多いため、日本銀行の見通しに沿って予想外の上昇となった場合には、予想物価上昇率が上昇するきっかけとなる可能性がある。しかし、家計、企業の指標についてはラグを伴って変化すると想定している。最近では、家計の需要増加を反映した販売価格の引き上げも一部でみられており、そうした動きが広がることを期待している。

なお、家計の予想物価上昇率の動向だが、消費動向調査によると、1年後に物価が上昇するとの回答割合が、振れはあるものの、2013年当初から8割を超える高水準で推移している。しかし、そうした短期の物価上昇期待は、これまでのところ円安による食料品価格や公共料金の値上げ等によるもので、名目賃金の相応の上昇および上昇期待を伴っていない。このため、物価上昇が予算のタイト化と意識されており、足もとの消費を促す一方で、持続的な消費拡大を抑制している可能性がある。従って、1年程度の短期的な予想物価上昇率の上昇をもとに「金融政策の効果がある」といった楽観的な主張は避け、中長期の予想物価上昇率、上方バイアス、足もとの物価観と物価上昇の容認姿勢、所得環境等を総合的に考慮して、判断していくべきだと考えている。

2%程度の緩やかなインフレ社会を実現するには、実質賃金の上昇が続いていくことが重要である。過去2年間の実質賃金は下落が続いたが、今年度は漸く対前年比でプラスに転換するので、物価を容認する姿勢が少しずつ高まるとみている。実質賃金の上昇継続には企業の生産性の改善が不可欠である。厚生労働省の「賃金引上げ等の実態に関する調査」によれば、賃金改定で重視する要因は、1位の「企業業績」が過半数を超えており、企業業績が良好であることが賃金改善の基礎条件であることは言うまでもない。ただし、直近2014年調査ではこの他重視する項目として「労働

力の確保・定着」や「世間相場」の回答割合が増えており、人手不足による賃金引き上げの必要性が意識され始めていることが窺える。つまり、実質賃金を引き上げても良好な収益環境が維持されるように生産性を高める企業努力が重要で、2%物価安定目標の達成可能性にも影響する。この点、政府による企業の稼ぐ力の向上を重視したコーポレートガバナンス強化に向けた制度的な枠組みの整備については、時宜に適ったもので、高く評価する。

以上を踏まえ、金融市場調節方針は、現状維持で良いと思う。この先、現在の内容での買入オペの継続が難しいと判断されるような場合には、まずは平均買入年限のレンジの拡大、あるいは7年以上といった柔軟な年限の設定を検討するのが適切と考えている。そのうえで、必要があれば買入資産の内容変更等を検討すべきと考えている。ただし、買入資産の内容、あるいはさらに進んで買入額の上下双方向での修正を検討する場合には、日本銀行の金融政策に対する信認を維持しつつ、かつ市場の混乱を最小限にすべく、時間をかけて対外的な説明を準備する必要があると思う。いずれにせよ、物価上昇傾向がしっかり確認されるまでは、少なくとも現在の資産買入方針の継続が適切だと判断している。金融市場局からは、オペ遂行で大きな問題があるとは聞いていないし、先日公表された債券市場サーベイ5月調査結果によれば、債券市場の機能は、2月調査対比で多少改善している。とはいえ、依然として「さほど高くない」もしくは「低い」とみる先が大勢となっているので、引き続き注意深く点検していきたいと思う。

最後に、年末にかけて重要になるイシューとしては、仮に、日本銀行の基本的見解である2016年度前半頃に2%程度の達成の実現性が低く、むしろ私の見通しである2016年度末に2%程度に近づく可能性が高いことが明らかになってきた場合、あるいは物価の基調があまり高まらず2%程度の達成が見通しづらくなった場合など、幾つかのケースを想定し、それぞれに応じてどのような対応策が考えられるのか、しっかり時間をかけて検討していく必要があると思っている。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継続することで結構である。

次に、金融政策決定会合の運営方法見直しについては、全体として時宜を得たものであり、賛成である。なお、見直しに関して、私としての考えを申し上げますと、まず、年間開催頻度については、これまで会合間の間隔が経済・金融情勢の動向、変化を測るにはやや短過ぎると思われる場合がしばしばあったことは事実である。年8回となれば、次回会合までに状況変化を踏まえての議論がしやすくなると思う。また、国際経済・金融情勢の影響度の大きさを考えると、主要外国中銀とほぼ同様のタイミングで会合を持つことともなり、海外での状況変化も従来以上に勘案することが可能となると考えられ、望ましいものと思う。

次に、展望レポートの年4回化について申し上げます。従来より、年4回経済・物価見通しを公表していることから、その基となる経済・物価の見込まれる道筋についても、公表すること自体、異議はない。ただ、展望レポートにおいては、結論に至る道筋について、あまり詳しく記述する必要はないのではないか、基本的な見方、考え方を簡潔にまとめれば良いのではないかと考えている。今回、年4回ペースで文章を作成することになり、負担も増すことから、全体としてももう少し簡素化できないか検討する必要があると思う。

次に、政策委員全員の経済・物価見通しおよびリスク評価の公表については、執行部案で結構である。ただし、実際の公表の仕方については、時間の余裕もあり、色々な方式をよく検討したいと考えている。

最後に、「主な意見」の公表については、導入自体は結構だが、実際にどのようなものにするのか、各方面からの十分な検討を要するものと考え

る。会合当日の公表文や総裁記者会見と次回会合後に公表される議事要旨との中間にあり、一連の流れの中でどのように位置付けるのか、委員間で認識を一致させておく必要がある。また、やり方によっては、市場をミスリードしたり、過剰反応を惹起したりする恐れもある。実施まで時間もあるので、幾つかの形式について具体的なシミュレーションをして慎重に決めていくべきものと考えている。また、これに関連して、既存の議事要旨についても、「主な意見」の公表が事前に行われることにより、そのあり方も調整される必要があると思う。これまでは、会合での決定に至る議論の状況、経緯を取りまとめ、伝える目的のほか、各委員の個別意見の紹介についても配慮したものとなっていたと理解している。今回の見直しに伴い、前者の議論の状況、経緯について明らかにする目的がより鮮明となることから、一貫した編集がなされる仕組みが必要だと思う。そのため、委員の個別の意見については、議事要旨については執行部でその観点から取捨選択して原案を作成することとし、委員は全体としての妥当性について判断するということが良いのではないかと考えている。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

先程執行部から説明のあった金融政策決定会合の運営見直しの提案については、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実に資すると見込まれること、また、他の主要国中銀で主流となっている運営の枠組みに揃えることにより、各方面で様々な好影響が見込まれることもあり、私は賛成する。政府におかれては、この場で決定となった場合、関連政令の速やかな改正をお願いしたい。

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。前回までの会合で申し述べてきたように、量的・質的金融緩和の継続の是非について、私は毎回の会合で予断を持たず考えていくつもりであるが、

以下の点から、現時点で量的・質的金融緩和の枠組みを見直す必要はないと判断する。

第1に、先程のセッションで述べたとおり、4～6月期の海外経済に1～3月期の減速の影響が残る中、国内経済は1～3月期の高成長の反動もあり、4～6月期は概ね0%近くに減速の可能性がある。かつ、世界経済が7～9月期以降、順調に成長率を高めていくかどうか不確実性がある。

第2に、これも先程のセッションで述べたとおり、消費者物価（生鮮食品を除く）の前年比上昇率は当面0%程度で推移するとみられるが、7～9月期はエネルギー価格のマイナス寄与が深まることから、全体でもマイナスに転じる可能性がある。なおかつ、足もとはこうした消費者物価上昇率の低迷がバックワードルッキングに人々の中長期的な予想物価上昇率に影響しないかどうか、引き続き慎重に見守るべき局面にある。

もともと、量的・質的金融緩和の継続に当たっては、以下の点に留意し、効果と副作用をしっかりと見極めていくこともまた重要である。第1は、名目長期金利の動向である。足もとは、海外の長期金利の高いボラティリティの影響が日本国債市場に幾分及ぶ中、市場参加者はボラティリティ上昇分のプレミアムを金利に上乗せする傾向がみられ、結果的に本行の大規模な買入れの継続にもかかわらず、名目金利の押し下げ効果は逡減している可能性がある。こうした長期金利動向は、海外金利の影響のみならず、やや長い目でみた経済・物価予想の変化を映じている可能性もあり、その評価については慎重であるべきだが、既に長期金利は極端な低水準にあること、また中期ゾーンでは0.10%の付利金利水準との裁定が意識されること、さらに一般には金利の非負制約もあることから、本行の買い入れる量と金利の間にリニアな関係を想定することは直感的にも難しくなっている。このため、とりわけ量的・質的金融緩和拡大以降、名目金利の押し下げ効果が逡減しているとの見方にはある程度説得力があるように思われる。こうした中で、先行きさらなる政策効果を追求していくには、予想物価上昇率の押し上げによる実質金利の一段の押し下げが必要となるが、果して、本行の強く明確なコミットメントのみにより人々の予想物

価上昇率を押し上げていけるかどうかは、不確実性があると思う。

第2は、為替市場の動向である。前回会合以降、為替市場では米雇用統計公表を契機として、米利上げ時期前倒しを織り込む動きから急速に円安ドル高に振れる展開となった。もとより、円安の影響は経済主体によって様々に異なり得るが、実質実効レートで既に歴史的な円安局面となっていることからすると、先行きは一段の円安が全体として悪影響を及ぼさないかどうか、注意深く見守る局面にあるように思われる。無論、金融政策は物価の安定を目的とし、為替政策に割り当てられるものではない。また、物価安定を追求する中で、内外金利差拡大の予想から名目レートが円安に振れることは、ある意味、自然な動きではある。ただし、仮にこうした動きが行き過ぎると、やや長い目でみた物価の安定が脅かされるリスクも念頭に置く必要があるように思われる。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

まず、政策判断については、これまでの政策を続けることに賛成する。現在、日本経済は、下方のリスクはあるが緩やかに回復している。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。金融的不均衡が蓄積している状態ではないということについては、様々な指標でみて確認できる。こういう状況であるので、当然、現在行っている政策を続けることが必要である。

金融政策決定会合の運営方針の見直しについて賛成する。理由については、皆様方から既に十分な議論を頂いたので、私からさらに追加することはないが、1つだけ申し上げれば、必要があれば臨時会合を行うということで金融政策についての機動的な決定を妨げることはないということをしつかりと発信した方が良いと思う。以上である。

黒田議長

木内委員をお願いします。

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引き続き妥当と考えており、同様のものを後に提出したいと思う。

既に繰り返し申し上げてきた点だが、金融政策は、効果のみを追求するのではなく、効果と副作用のバランスを最適にすることを目指すことが非常に重要である。昨年前半までを中心にした実質金利の低下に基づく累積的な政策効果は相応に大きく、足もとの雇用・所得環境、国内民間需要などへもプラスの波及効果を十分にもたらしていると考えている。資産買入れの残高を減少させない限り、このように既に経済活動に十分に定着した累積効果は損なわれにくいと考えている。しかし、一方で限界的な効果と副作用に注目すると、資産買入れを着実に進める中でも、追加的な効果は明確に逡減する一方、追加的な副作用は逡減しておらず、両者のバランスは既に悪化していると、私は考えている。

政策効果の主な源泉は実質金利の低下にあると考えているが、その余地が限られてきたことが、追加的な効果の逡減に繋がっている。10 年国債利回りは、昨年までの低下基調は年初で一巡し、前回会合以降も上昇傾向にある。こうした名目金利の動きは、欧米など海外での金利の動きに強く影響されているとはいえ、例えば、近年の日本国債のタームプレミアムの著しい低下が既に限界に近いといった、国内要因に根差した側面もあると思う。

また、中長期の予想物価上昇率は、各種指標でみて足もとで大きな変化はなく、2%の物価安定と整合的な水準には依然大きな隔たりがあるもとの、比較的安定した状態を続けている。中長期の予想物価上昇率は、原油価格下落による物価上昇率の顕著な低下を受けても目立って下振れする兆しはない一方、今後前年の原油価格下落の反動で消費者物価上昇率が高

まっても、それと連動して顕著に高まっていくことも期待しにくいと考えている。原油価格の小幅反転の影響もあり、ユーロ圏ではデフレ懸念が後退しているが、成長が加速感を欠き、また商品市況が総じて低迷を続ける中、デysinフレ観測はグローバルに依然根強い状況である。こうした環境のもとでは、国内の中長期予想物価上昇率を継続的に高めていくことは難しいとみている。

こうした点を踏まえ、資産買入額を減額することで、追加的な効果と副作用のバランスを改善させ、先行きのリスク顕現化の可能性を低下させることが、安定した経済・物価情勢を持続させる鍵であると考えている。また、そうした緩やかでも息の長い景気回復の実現を支えることを通じて、実質所得拡大に貢献する生産性向上や潜在成長率上昇に向けた政府や企業の取組みを支援することができると考えている。そして、こうした取組みを金融面から粘り強くサポートしていくことこそが、2%の物価安定達成の近道になるというのが、私自身の提案の底流にある考え方である点は、従来から申し上げてきたとおりである。

金融緩和の効果としては、円安、株高を通じた間接的な経路も考慮する必要があると思うが、昨年来の動きをみると、それらが実体経済に与えた影響は明確ではない。また、やや長い目でみると、為替・株式市場のボラティリティの上昇が経済活動を阻害する可能性があることに加え、為替については、円安傾向が消費者の当面の価格上昇観測を通じて防衛的な消費行動を招く可能性に、従来以上に留意する必要があると考えている。量的・質的金融緩和の導入当初は、政策の影響を受けて実質金利が低下を続ける一方、所得制約要因となる先行きの実質所得見通しには大きな変化が生じなかったため、将来の消費を前借りする金融緩和効果が一時的に生じたと考えている。しかし、現局面では、緩和効果を発揮する実質金利の低下が一巡していること、賃金上昇率が物価上昇率に簡単には追いつかないとの見方が広まっているように見受けられることから、円安の影響などを受けてガソリン価格、電気料金、各種日用品の当面の値上げ観測が広がれば、当面の実質所得見通しが悪化し、消費活動がより抑制的になる可能性があ

る。今後、値上げ観測が個人消費に悪影響を与えていることが確認された場合には、2%の物価安定目標の達成を短期間で目指すのが果して妥当なのか、それが「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資する」という金融政策の最終目標に適っているのかといった点が、改めて深く問われることになるのではないかと考えている。

最後に、会合制度の見直しについては、執行部案に賛成である。具体的には後でコメントさせて頂く。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。国際金融資本市場では、欧州で緩やかな景気回復が続くとの見方が強まったほか、物価もプラス転換したことや、米国では雇用統計等が市場予想を上回ったことから利上げへの意識が強まり、欧米金利は上昇している。今後、米国の経済成長や雇用・所得環境の改善等をベースにした利上げへの様々な思惑から、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、引き続き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、海外金利の上昇から前回対比で幾分上昇しており、短国レートは、海外投資家の堅調な需要等を背景に、概ねゼロ近傍ないし若干のマイナス圏で推移している。株価は、期間を通じてみれば横ばいの動きである。この間、ドル／円は、米国における年内利上げへの意識の高まり等から若干円安方向の動きとなっている。

前段の経済・物価情勢や以上の金融動向を踏まえた次回会合までの金融

市場調節については、現在の方針を維持することが適切と考えている。今後、現在の大規模な金融緩和政策を遂行するうえでは、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っていくことが必要である。

ここで、現在の金融緩和政策について、私なりの考えを若干申し述べたいと思う。量的・質的金融緩和は、導入後2年強経過したが、その後の経済・物価の動きをみると、効果を発揮してきたと考えている。実体経済面では、所得から支出へという前向きの循環メカニズムがしっかりと働いており、わが国経済は緩やかな回復を続けている。物価面では、デフレマインドからの転換は図られつつあり、物価の基調は着実に改善している。

なお、こうした効果が発揮されている一方で、当初からの大規模緩和に加え、昨年10月末に追加緩和を実施したこともあって、本行の保有する国債等の資産残高は、欧米対比で突出し、各中央銀行の資産規模の対名目GDP比率をみると、2015年3月末で米国の25%程度、欧州の20%程度に対して、本行は65%程度と極めて大きな規模となっている。このうち長期国債については、年間発行額の8～9割を本行が買い入れており、直近の残高では全体の約3割を占め、1年後には4割弱に達する見込みである。こうしたもと、債券需給は引締り度合いを強めている。また、ETFについても現状10数兆円の市場規模に対し、足もと5兆円弱の残高となり今後も年間3兆円のペースで買入れが増加していく予定で、本行の存在感が相当程度大きくなっている。当初のリスクプレミアムに働きかけるといふ狙いから、現状はやや性格が変質してみられている点も気掛かりである。勿論、こうしたことは政策遂行に伴った結果ではあるが、原油価格の大幅下落により、当初の目論見より大規模緩和の実行期間がより長くなり、また規模も格段に膨らんでいくことは否定できない。こうした状況下で円滑な買入れをどこまで持続できるのか、また金融面での不均衡の蓄積のリスクや市場の流動性低下リスク、さらには金融仲介機能への影響等が増加していくことが懸念され、今後もしっかり政策効果と副作用の検証を行いつつ、そのリスクの顕在化をとめるよう引き続き努力していく必要がある

と思う。そして、E T F等の買入れについても、本行が多額のリスク性資産を長期に亘り保有することの影響をしっかりと認識しておく必要がある。現在の金融緩和政策は、量・質の両面から市場に対し極めて強いインパクトを持つ、いわゆる異次元の政策であり、本来長く続けていくことには多くの難しさを孕んだ政策ではないかと考えている。展望レポートでは当年度後半に物価は上昇率を高めていく姿となっているが、今後、経済の好循環がしっかりと軌道に乗り、物価目標の安定的な達成が見通せると判断できる段階に至った際には、早期に正常化に向けた議論を行うことが大事だと考えている。そうした判断に際しては、欧米主要国等の適用各国と同様、柔軟なインフレーションターゲットを導入という位置付けを再認識しつつ、C P Iの総合指標をベースにその時点の経済・物価情勢や家計・企業の物価観、さらには賃金設定状況等を総合的に判断すべきことは当然であるが、物価指標の中で全体の16%を占める帰属家賃を除いた数値も大きな判断材料とすべきだと考えている。人口減少が進むもとでの家賃を巡るわが国の特異な状況や賃金の実質化時はこれを除外しているなど、消費者の生活実感と整合のとれた物価面での配慮が極めて重要だと思う。そして、そうしたタイミングでは、市場や金融環境の急変を招くことで緩和効果が減殺されるリスクを回避するため、米国の今次出口局面の様々な経験や欧州市場におけるボラティリティ上昇などを教訓としつつ、市場への情報発信の時期やその方法には細心の注意を払って、市場との緊密なコミュニケーションを図っていくことが不可欠である。現在の大規模な量的・質的金融緩和を継続するうえでは、財政への信認が大前提であり、引き続き政府による財政健全化に向けた着実な取組みを強く期待しているが、こうした中、今後早期に、円滑な出口の判断を迎えることができることを心から願っている。

次に、展望レポートの年4回化等の金融政策決定会合の運営の見直しの方針については、皆様からコメントがあったとおり、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実に資するものであり、近年の主要中央銀行で主流となってきている枠組みに沿うものでもあるので、賛同したいと思う。今後も、新方式のもとで適切な政策運営を行い、説明責任をしっかりと果

していくことが重要であると考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

金融政策運営については、第1ラウンドで述べたように、物価の改善基調に変化がないので、現状維持が妥当である。現状維持の政策を継続していれば、雇用需給のタイト化が一層進む一方で、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、その拡大が予想物価上昇率を引き上げ、予想物価上昇率の上昇がさらに実際の物価上昇率を高める、という循環が働くため、物価は次第に賃金の上昇を伴いながら、物価安定目標の2%に近づいていくと考えている。

次に、金融政策決定会合の運営の見直しについては、既に皆さんおっしゃっているので付け加えることはないが、いずれにしても執行部の提案に賛成である。以上である。

黒田議長

委員方の意見を私なりにまとめると、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あったと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

企業や家計の支出行動を支える金融環境については、執行部の昨日の説明にもあったように、企業からみた金融機関の貸出態度が改善傾向を続け、貸出金利は既往最低水準にあるなど緩和した状態にあるという見方で一

致していたと思う。

金融政策決定会合の運営の見直しについては、委員方の意見を集約すると、金融政策に関する審議と情報発信の一層の充実を図るため、金融政策決定会合の運営を見直すべきであるということで一致していたと思う。具体的には、展望レポートの公表をこれまでの年2回から年4回に増やし、全ての委員の個別見通しとリスク評価を公表する。また、決定会合における「主な意見」を作成し、決定会合終了後1週間を目途に公表する。そして、金融政策決定会合を年8回開催するという4つの見直しを実施することで一致していたと思う。これらの見直しによって、政策決定の基礎となる経済・物価見通しをより高い頻度で、より詳しく示すとともに、会合後速やかに会合における「主な意見」を公表することとなる。こうした枠組みは、近年主要中央銀行で主流となってきたものであり、日本銀行としてもこれに移行することが適当ではないかと思う。

以上が私なりのまとめであるが、さらに委員からご意見があれば、議論したいと思う。議論を整理するため、金融市場調節、金融政策運営の論点と金融政策決定会合の運営の見直しの2つに分けて議論したいと思う。まず、金融政策運営に関してご意見があればどうぞ。

白井委員

金融緩和の効果に関し、実質金利が既にかなり低くなっておりそれがさらに下がっていないから云々という議論がある。それはそのとおりで、できればインフレ期待が上昇し実質金利が一段と低下することが望ましいが、それが直ぐには無理だとすれば、重要なことは、下げ圧力を維持していくことであると思う。これから米国の金利も上昇していき、世界的にも様々な問題が起きてタームプレミアムが上昇することもあるだろう。そのような時に、今の政策を維持し実質金利の下げ圧力を維持していくこと、中立利子率——様々な推計があるが——を下回る水準を維持することが重要だと思う。現在は、企業や家計がデフレインドから脱却しつつあり少しずつ良い兆しが出てきているところであり、確かに今の物価は円安に

よる効果が大きいが、私は、今はそれで良いと思っている。需給ギャップの改善や賃金の上昇および上昇期待を伴って、段々とより望ましいかたちで物価上昇に繋がっていくことが大事であり、私はそれが起きるだろうとみている。そのようなことを考えると、政策の効果と副作用の両方をみていく必要はあり、様々な意見もそのとおりだと思うところはあるが、今インフレ率が0%の状態金融引締めと思われるアクションを採ることについては、金融政策としては考えづらいと思う。

原田委員

木内委員に質問したい。効果と副作用のバランスをみるべきであるということは、一般論としては全く正しいが、具体的に3点考える必要があると思う。1点目は、木内委員は、残高を低下させない限り金融緩和の効果があるとおっしゃったが、残高を増やさないということは、日本銀行の物価安定へのコミットメントを弱めることであるため、当然、将来のデフレ脱却を不確実にする。しかも、そのような政策を行うことによって、直接的には急激な円高や株価の急落を招く可能性がある。このことについてどのようにお考えか、お聞きしたい。

2点目は副作用についてである。副作用ということは何度もおっしゃっており、私はこれまで何度もお聞きしているが、副作用についての合理的な根拠は示されていない。これまで、国債市場の機能低下、財政の信認の問題についての潜在的リスクがあるという説明であったが、潜在的リスクとは何か、この潜在的リスクはどのような指標でみることができるのかについて、ご説明頂いていない。前回会合では、「感性で判断していく」というお言葉を頂いたが、感性とは何かについてもご説明を頂いていない。

3点目は、木内委員の経済に対する見方は、この場の議論の主流の見方に比べて弱いと思うが、経済の見方が弱い中で金融政策を引締め方向に転換することの根拠は何か。以上3点、質問したい。

木内委員

これまでの会合で頂いた質問への回答と重なるので簡単にお答えしたい。私の提案は、残高を減らすということではなく、残高の拡大ペースを多少落としていくのが良いのではないかという提案である。金融緩和の効果は、基本的には残高と連動していると思うが、金利低下には限界があるので、今のような局面になってくると残高をどんどん増やしていても金利が下がらなくなってくる。他方、買入れのフローの増加分を減らすことで金利が一気に上昇して今まで蓄積されてきた緩和の効果がなくなってしまうのではないか、ということについては、疑問に思っている。一方で、副作用については——これもこれまで申し上げてきたが——、残高に対しては逡巡せず増加し、さらにフローの影響もあると思う。その意味では、買入額を多少減額することによって、追加的效果には影響を与えず、多少なりとも追加的副作用を抑える効果があるのではないかということで、残高を減らすということではなく、増やすペースを多少緩めるのが妥当であるというのが、従来申し上げてきた考えである。その時には、おっしゃったように金融市場に対するコミュニケーションは重要だと思っており、私自身も、過剰な反応が起こらないようなフォワードガイダンスを提案の中に入れている。ただ、勿論、市場の反応は重要だが、それを恐れるあまり出口がなくなってしまう、市場の反応が怖いので問題を先送りするというのは、1番良くないことだと思う。

副作用についての基本的な考え方は、これまで申し上げてきたとおりである。具体的な指標、例えば、P E Rや修正P E Rをみて云々というのは、決定会合の場では馴染まないのではないかと、むしろ大まかな考え方を申し上げてそれに対して色々な意見を引き出すのが良いと思う。本当に、明確なバブルの兆候が指標で言えるのであれば、既に調整は起こっているということになるので、金融当局としては preemptive に考えていかなければならないと思う。

景気の見方については、これも従来から申し上げていることだが、今の日本経済の潜在成長率を考えれば、現状十分安定しており、過去2年間の

Q E の効果によって安定していない状況から安定した状況を取り戻したという意味では、既に非常に大きな効果があったのではないかと考えている。確かに、コンセンサスに比べると私の見方は弱気の方だが、私としては、比較的安定した状態が既に取り戻されたのではないかと考えている。

原田委員

依然として私の質問にお答え頂いていない。まず、円高、株価下落の懸念についてどのように考えるのかについて、お答え頂いていない。副作用については、個別の指標で議論するのはこの場合は相応しくないとおっしゃったが、景気や金融情勢について皆様は具体的な指標で議論されているのに、なぜこの場合は相応しくないので、私には全く理解できない。大まかな考えを示して皆さんの議論を喚起したいということだが、私には、大まかな考えさえも示されていないのではないかとと思われる。

木内委員

趣旨は理解した。

中曽副総裁

Q Q E の効果については、白井委員がおっしゃった点に同調する。Q Q E の効果としては、natural rate、つまり自然利子率よりも低い実質金利を維持し、最近のスタッフの分析を踏まえて言えば、実質金利の全てのマチュリティーについて均衡イールドカーブよりもかなり低い水準に抑え込む効果が非常に大きいと思っており、当面はこの効果を維持していくことが大事だと思う。

効果と副作用については、昨日の金融市場局の説明にもあったように、われわれのオペの持続性を直ちに阻害するような意味での副作用は生じてきていないということだと思う。これは、各種の指標をみてもそのように言えるのではないかと考えている。この点、金利上昇と市場機能について、昨日の説明にもあったが、欧州の国債金利が上昇して1番ほっとして

いるのは、多分ECBのオペレーションデスクではないかと思う。つまり、彼等が懸念していたドイツ国債の買入持続性についての懸念は、金利が多少上昇してきたことによって後退しているのではないかと思う。必ずしもそれと符合する訳ではないかもしれないが、国内的にも、金利が若干上昇した中で行われた最近の債券市場サーベイで、前回の2月調査と比べ全般に改善している。もとより機能度が絶対的に低い水準は十分に留意する必要はあるが、方向としては改善したところに若干注目している。欧州や日本の経験から何を読み取るかは大変難しいが、市場の流動性が蒸発するような状況でなく、長期金利が徐々に上がっていくことであれば、むしろそれ自体に市場機能を活性化させたりオペの持続性に寄与する面があるのかもしれない、ということである。政策との関連では、物価上昇期待が高まってくる、つまり政策効果が発揮される中で徐々に長期金利が上昇するのであれば、それ自体に市場活性化、あるいは買入オペの持続性を増す面があるのではないかと思う。実際、過去の2006年まで行われた量的緩和政策の中でも、その中盤期には当時のオペ——短期資金供給オペ——が頻繁に札割れをしてオペの持続性に疑問符がついた時があったが、結局、物価が上昇し、利上げ観測が浮上するにつれてこの問題が解消していったという経緯があった。その意味で、QQEとの関係で言えば、今後、物価あるいは期待インフレ率が想定どおり上昇していくかどうか、市場機能あるいはオペの持続性についても非常に大きな意味があるのではないかと思っている。

3点目は、森本委員から2年間のQQEの効果とその課題について包括的なコメントを頂いたが、いずれの点についても非常に的確なコメントであった。残る者として、重く受け止め、今後の政策委員会の議論に役立てていきたい。

佐藤委員

政策効果について、追加的にコメントしたい。QQE拡大後、名目金利がリスクプレミアムによって低下しにくくなっているということは、

先程申し上げたとおりであるが、それに対して、実質金利が低い状態を維持することが重要であるという中曽副総裁のご指摘は、そのとおりだと思う。今の政策は、イールドカーブ全般に亘って均衡イールドカーブよりも低く抑え込むことによって政策効果の発現をじっくりと待つという趣旨だと理解している。ただ、イールドカーブ全般に亘って金利を均衡イールドカーブよりも低く抑え込んでいることに関しては、これだけの大規模な買入れ、すなわち昨年 10 月末の買入れの拡大が果して本当に必要だったかどうか、あるいは今も必要かどうかについては、昨年 10 月末の量的・質的金融緩和の拡大に反対したこともあり、若干疑問なしとしないところである。マーケットでは、この前の企画局のスタッフペーパーの中でマネタリーベースという言葉が一言も出てこないことが評判になっているようだが、そこでの政策効果は、名目金利の低下、予想物価上昇率への働きかけによって、実質金利を低下させるということであったが、名目金利に関しては、イールドカーブに働きかける方法としては、買入以外にも色々な方法が考えられると思う。例えば、フォワードガイダンスを工夫する、資金供給のタームを長期化する——極端な例で言えば、補完貸付を数年、あるいは 10 年に亘ってべた貸しする——といったことも考えられると思う。要は、イールドカーブに働きかける方法は国債買入以外にも色々な方法があるということであり、今後この政策を続けていく中で、そのようなオプションを色々検討していく必要があるのではないかと思う。

木内委員

中曽副総裁、佐藤委員のコメントに関連して 2 点申し上げたい。均衡イールドカーブと実質金利を 10 年で比較した場合の分析がスタッフレポートにあったが、1 つ気になったのは、ほとんどの期間で——推計期間は 1980 年以降だったと思う——10 年の実質金利の方が均衡イールドカーブよりも低い状態にあって決してゼロ金利制約があった訳ではないということである。足もとは、確かに実質長期金利が均衡金利よりも 100 ベーシス強下がっておりこれは金融緩和効果が出ているのだとは思いますが、ただ、

2000 年代半ば辺りも 100 ベーシス程度の差はあった。そのようなことを考えると、佐藤委員の話とも関連するが、均衡イールドカーブよりも低い実質長期金利を達成するには今の政策手段でないとできないという訳では必ずしもないと思う。

2 点目は、債券市場サーベイについてである。今回の債券市場サーベイが前回の 3 か月前との比較では改善しているのはそのとおりだと思うが、3 か月前が特殊な時期にあったことを考えると、前回の調査が機能度について過大評価になっており、今回の調査が逆に過小評価になっている可能性があると思っている。債券市場の機能度の評価について、水準に注目した場合、「さほど高くない」が 7 割近くに達し、「高い」と「低い」については「低い」方が僅かだが多くなっているので、問題がないという訳ではないという評価であり、この点も一応考えておく必要があると思う。いずれにしても、この種のサーベイはもっとデータを蓄積しないと明確な評価はできないが、個人的に少し気掛かりなのは、設問が「高い」、「さほど高くない」、「低い」の三択になっており、例えば「高い」、「さほど高くない」、「中立」、「さほど低くない」、「低い」であれば分かるが、「さほど高くない」と答えている人が「中立」よりも「高い」方なのか、「中立」よりも「低い」方なのか、あまり明確ではない。「さほど高くない」は一般的にはややネガティブに捉えられている面があるとはいえ、回答する人によっては、中立よりもやや高いと思って答えている人もいるかもしれない。D I を計算する時には真ん中の「さほど高くない」は入ってこないので影響はないが、7 割もの回答が「さほど高くない」となっていることを考えると、解釈は難しく、説明の仕方がこれで良かったのだろうか、いまさらながらだが思っている。

石田委員

森本委員から、QQE は異例の政策であって長期に亘り実行していくことは想定されておらず、今はそのタイミングではないが、将来の収束に向けて十分備えておくべきだという趣旨の話があった。実際に、中心的見通

しでも1年後に目標を達成するという時間帯にきている。2016年度末に達成するとする委員もいらっしゃるが、それでもそれから6か月後と非常に近く、かなり前から様々な兆候が出てくると思う。私も、森本委員の考えと同様、そのような方向でこれからしっかりとそのような兆候を見逃さないように注意を払っていきたいと考えている。

白井委員

実質金利に関し、日本銀行のリサーチペーパーにも出ているが、今までのゼロ金利政策、QE、包括緩和とQQEとの大きな違いは、中期、長期の実質金利が、均衡金利に対してもそうだが、大きく下がっているということである。今までは短期、精々3年までが中心であり、そこが大きく異なっており、ポートフォリオリバランスやより健全なリスクテイクを促すという観点からみれば、今回のQQEがこれまでの政策と大きく違うことは明らかである。各中央銀行は、経済理論や実証分析とともに政策を進めているが、それによれば、ゼロ金利制約がある時の金融政策は、大きく分けるとシグナリングとポートフォリオリバランスだが、シグナリングについては、わが国の場合は、長らく長期金利が他国よりも相対的に低いこともあって、その効果は限定的である。他の国はゼロ金利政策を長く続けることで長期金利を下げる可能性があったが、日本銀行は、多少はそのような面はあったが、インフレ期待やポートフォリオリバランスにより依存する必要がある、そのような経緯でQQEを導入した——このことは周知されていると思うが——ことを考えると、程度の差こそあれポートフォリオリバランスが重要であることは、多くの量的緩和政策を実施している国の間でコンセンサスができている。先程私は、年末にかけて様々な可能性を提案し議論する必要があると申し上げたが、今の政策を変えるようなこと——taperingとはそういうことである——は、相当周到に進めないと、今までの枠組みが大きく変わることになり、そこには大きな違いがあるので、そこをきちんと説明できることが大事である。その意味で、今はQQEを維持することが大事であると思う。

昨年 10 月の追加緩和については、あの時は予想外に需要が弱いことが明確になり、消費税率を引き上げた時は予想の範囲内の動きだとみんな言っていたが、数か月後に、明らかに家計や企業のマインドが悪化してきて、インフレ期待も様々な事情があるとはいえ下がっていたことが段々分かってきた中で、金融政策で何もしないということは考えづらかった。そのため私は賛成したが、それは重要な決断であったと今でも思っている。

黒田議長

次に、金融政策決定会合の運営の見直しに関してご意見があればどうぞ。

木内委員

金融政策決定会合の運営の見直しに関する執行部案には賛成である。そのうえで、気がついた点を 3 点申し上げる。第 1 に、会合の頻度を見直すこと、すなわち頻度が下がることが注目を集めやすいが、それによってクオリティーが上がるということを前面に押し出すべきだと思う。データが蓄積されるのでそれに基づく関連部署の分析もより深いものになると思うし、各委員もしっかり準備する時間もできるので、会合の頻度を減らすことで逆に会議の質が向上するということを強調した方が良いと思う。

第 2 に、展望レポートの公表頻度を高めることについては、近年展望レポートに対する金融市場の関心が非常に高まっている点に留意する必要があると思う。特に、展望レポートの中で、物価が 2 % に達する時期に関する記述、および記述の変化についての市場の関心が非常に高まっている。因みに、E C B が開催頻度を月 1 回から年 8 回に変更した際、その目的の 1 つとして、政策対応への市場の期待が頻繁に高まることを避けることを挙げている。日本については、今回の見直しで全く逆のことが起きる可能性があり、それが市場のボラティリティを一段と高めることにならないかという点を心配している。対応策としては、金融市場で根強い展望レポートと金融政策の思惑の連動性を弱めるということだが、例えば、物価が 2 % に達する時期に関する記述は、各委員の物価の見通しを総括したもの

であって、2%の物価安定目標の達成時期に関するコミットメントではないという点を改めて説明することで、そのような思惑の連動性を多少なりとも弱めることができるのではないかと思う。

最後に、「主な意見」についてである。「主な意見」については、量よりも迅速さが重視されるということなので、議事要旨のような包括的な記述にはならないとなると、議事要旨でいつも書かれているいわゆる決まり文句が毎回提示されるとは限らず、前回会合の「主な意見」と今回会合の「主な意見」で内容が違ふとか、表現が微妙に違ふというようなことが起こるので、これが良くない憶測を生んでしまう可能性もあると思う。従って、「主な意見」を出すことの目的を説明するとともに、議事要旨との違い、棲み分けを事前にしっかりと伝えておくことが非常に重要だと思っている。

白井委員

金融政策決定会合の運営の見直しに関して意見を申し上げる。まず、金融政策決定会合の回数を、現状の年14回から年8回へ変更することに賛成する。併せて、展望レポートの公表を年4回に変更することにも賛成する。

さらに、この機会に、来年度から展望レポートの内容についても、改善の余地がないか検討するのが良いと思う。2013年度から私が指摘し続けていることだが、日本銀行の基本的見解として示す見通しが、一貫して楽観的な点はともかくとして、その前提や背景とするメカニズムについて説得力ある説明が十分なされておらず、改善が必要だと考えている。「基本的見解」では量が多いということであれば「背景説明」になると思うが、そこはMPMの決定マターではないので議論が必要だと思う。この点については、IMFも直近の第4条協議終了に当たっての代表団声明において、「日銀は、需給ギャップや賃金・物価のダイナミクス、さらにはインフレ期待を引き上げる要素を含め、見通しを支える要素をより明確に説明すべきである」と指摘しており、私と同様の見解を示している。

次に、MPM後1週間を目途に新たに公表することになる「主な意見」についてである。本来、「主な意見」や議事要旨を対外公表する趣旨は、他の主要中央銀行と同様、対外コミュニケーションの一環として、日本銀行の金融政策スタンスについての国民、市場の理解を促進し、それによって将来の政策の方向性についての彼等の予測可能性を高めることで、不必要な金融市場のボラティリティを抑制することにある。この点、「主な意見」は次のMPMの前に公表されることになるため、次のMPMの議論の方向性を予測するのに有用な判断材料となり、議事要旨よりも重視される可能性がある。従って、単に異なる意見を羅列するだけでは、意見の多様性を示す意味はある一方で、必ずしも政策委員会が決定・維持しているスタンスの理解深耕を図り、予測可能性を高めることにはならない可能性もある。執行部の説明によると、「主な意見」は各政策委員の見解をリストアップするのに対して、議事要旨は議論の流れを重視してより包括的にカバーすると理解している。「主な意見」の内容や量といった具体的な形式については、これから検討するが、以上のような役割、議事要旨との棲み分け、および日本銀行法第20条との整合性を踏まえて、対外コミュニケーションツールとしての有効性の観点からしっかり検討していく必要があると思う。

黒田議長

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

宮下財務副大臣

先般、6月8日に公表された本年1～3月期の実質GDP成長率（2次QE）は、前期比+1.0%となり、1次QEから上方改訂された。その背景としては、1次QE後に公表された法人企業統計において、企業の設備投資が中小企業や非製造業を中心に高い伸びとなったこと等を踏まえて、設備投資等が上方改訂されたものと承知している。景気が緩やかな回復基

調にあるという認識に変わりはないが、引き続き経済の動向を注視していく。

政府としては、経済再生と財政健全化の両立を目指しており、2020年度の基礎的財政収支の黒字化に向けた財政健全化計画については、まずは、成長戦略や規制改革等の政策を総動員して、できる限り税収増を図ったうえで、それでも残る基礎的財政収支の赤字については、歳出改革等を通じて黒字化を図ることが必要であると考えている。その際、現政権では、これまでも経済再生と両立しながら様々な歳出改革に取り組んでおり、今後現政権のこれまでの取組みを強化し、聖域なく徹底した見直しを進めていく必要があると考えている。今月末の計画策定に向け、早急に議論を集約していく。また、先月、5月27～29日にドレスデンにて開催されたG7財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から日本の経済状況と成長戦略の実施および財政健全化に向けた取組みを説明し、各国の理解を得たところである。引き続き、経済再生と財政再建の両立を実現していく。

本日、金融政策決定会合の運営の見直しについての議論があった。政府としては、こうした日本銀行の取組みにより、金融政策についての審議の充実および透明性の確保が、一層図られることを期待するとともに、今後とも、政府との十分な意思疎通を図って頂きたいと考えている。また、これが決定された場合には、必要となる政令改正等の手続きについて、今後、政府で検討を行う。

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

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣お願いします。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、緩やかな回復基調が続いている。6月8日に公表した

2015 年 1 ～ 3 月期 GDP 速報（2 次 QE）では、実質成長率は、民間企業設備投資が大きく上方改訂されたことなどにより 1 次速報から上方改訂され、前期比年率+3.9%と 2 四半期連続のプラスとなり、名目成長率は前期比年率+9.4%と、現行基準の国民経済計算で遡及できる 1994 年 4 ～ 6 月期以降で最大の伸びとなった。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。

財政健全化については、6 月 10 日の経済財政諮問会議において、「骨太方針 2015」の骨子案を審議した。「骨太方針 2015」には、2020 年度の財政健全化目標の達成に向け、経済再生と両立する財政健全化計画を盛り込むこととしている。同計画では、インセンティブ改革等により公共サービスの質や水準を低下させることなく、経済への下押し圧力を抑えつつ、公的支出を抑制するとともに、社会保障、地方財政を重点分野として、歳出全般に亘って聖域なく徹底した見直しを進めることとしている。

また、6 月 11 日の産業競争力会議において、成長戦略改訂の骨子案を審議した。需給ギャップの縮小を踏まえた生産性の向上、供給制約への対応といった課題に取り組むための方策を盛り込み、民需主導の持続的な経済成長を実現していく。規制改革については、6 月 16 日の規制改革会議において答申が取りまとめられた。以上のような様々な重要政策分野に関して、今月末頃に向けて「骨太方針 2015」、「日本再興戦略」改訂 2015、「まち・ひと・しごと創生基本方針 2015」、「規制改革実施計画」などを取りまとめていく。

また、生産性の向上のためには、わが国の GDP の約 7 割を占めるサービス産業の生産性向上が課題であるが、4 月 2 日の政労使会議決定に基づき、「サービス業の生産性向上協議会」を立ち上げ、昨日、総理官邸で第

1 回の協議会を開催した。今後、5 分野それぞれについて議論を進め、取組みを進めていく。

金融政策決定会合の運営の見直しについては、日本銀行の判断を尊重したいと考える。なお、金融政策決定会合の回数が減ることにより、金融政策の機動性が失われるのではないかという誤解を、市場等に万が一にも与えないことが重要である。また、政府と日本銀行の意思疎通の機会を確保することも重要である。そのため、今回の運営の見直しの趣旨を十分説明されるとともに、必要に応じて臨時会合を行うことを願います。また、必要な場合には、経済財政諮問会議において追加的な議論を行うこと等により、政府と十分な意思疎通を図って頂きたいと考えている。

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

VI. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、議案の取りまとめに入りたいと思う。まず、金融政策決定会合の運営の見直しについて、議案の取りまとめ、採決を行ったあと、金融市場調節方針等の議案に移ることとする。執行部は、金融政策決定会合の運営の見直しについての公表等に関する議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

決定して頂く内容は2点である。1つは、別紙の対外公表文——後程ご説明する——、もう1つは、2. の「2016年の開催予定日については、「政策委員会議事規則」第10条第1項の定めにかかわらず、今回の金融政策決定会合では定めないこと」という点である。2点目についてご説明すると、政策委員会議事規則では、毎年6月および12月に開催する決定会合において、その翌月から1年分の開催予定日を定めることにしているので、

本来であれば今回6月なので定めなければならないが、先程申し上げたとおり、開催頻度の見直しには政令改正が必要ということもあるので、今回の会合では定めないことを決めて頂くという趣旨である。以下、対外公表文を読み上げながら、ご説明する。

〔「金融政策決定会合の運営の見直しについて（案）」を読み上げ〕

「（２）政策委員全員の経済・物価見通し及びリスク評価の公表」について、別添をご覧頂きたい。これはプロトタイプであるが、具体的には次のようなものを考えている。すなわち、それぞれの点の位置が各委員が示す最も蓋然性が高いと考えられる見通しの数値になっており、それぞれの委員が、○は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と意思を示して頂き、9個の○、△、▼がつくというかたちを想定している。

脚注で、注1として、見通し分布チャート、いわゆるリスク・バランス・チャートの作成を取り止めること、注2において、議事要旨は従来と同様、次回決定会合で政策委員会の承認を受けたうえ公表すること、注3として、既に公表している本年中の日程は変更せず、来年の日程は後日公表すること、注4として、金融経済月報の作成・公表は取り止め、展望レポートに集約すること、注5として、F R B、E C BおよびB O Eの最近の情勢を書いている。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見があればご発言頂きたい。なければ、本議案に関する採決をお願いします。

〔議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁
中曽副総裁
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

本件については、全員一致で決定された。本件については、金融政策決定会合の開催頻度を定めた日本銀行法施行令の改正が実施の条件となっている。政府におかれては、本件の実現のため、同施行令の改正を検討して頂くよう宜しくお願い申し上げます。なお、対外公表文は、会合終了後直ちに公表することとしたい。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、次に、金融市場調節方針の議案、資産買入方針の議案、当面の金融政策運営についての対外公表文の議案の取りまとめを行いたい。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針に関して、従来と同様の提案をしたい。それから対外公表文の当面の金融政策運営について、議長案の6.について、従来と同様の提案をしたい。考え方については、先程申し上げたとおりであり、従来と同じである。

黒田議長

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

金融市場調節方針の決定から申し上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、資産買入方針である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

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]

最後に、木内委員案である。まず、金融市場調節方針および資産買入方

針について、(1) でマネタリーベースを 45 兆円、(2) で資産買入れについて、長期国債を約 45 兆円、平均残存期間を 7 年程度、E T F および J - R E I T をそれぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円とされており、従来どおりの案である。それから、公表文案の 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。」と修正する案である。

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」、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 42 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

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

[木内委員の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：木内審議委員

反対：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、執行部は採決結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

2 頁の脚注をご覧頂きたい。いつもと同じだが、注 1 として、「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」、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。

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 53 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、いずれも反対多数で否決された。

VII. 議事要旨（5 月 21、22 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、5 月 21、22 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いする。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

木内審議委員

原田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

議事要旨は原案どおり承認された。議事要旨は 24 日水曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

VIII. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、7 月 14、15 日に開催する予定
である。

森本委員は、今回が最後の決定会合となる。2010 年 7 月に就任されて
以降、日本銀行がデフレ脱却に向けて様々な取組みを進めていく中で、企
業経営者としてのご経験も踏まえた多角的な視点から、決定会合における
議論に多大な貢献をして頂いた。森本委員、長い間本当にお疲れ様でした。
ありがとうございました。

森本委員

お世話になりました。ありがとうございました。

黒田議長

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

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 04 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 04 分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府からの出席者におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(11 時 59 分閉会)

以 上