

## 機密

<不開示情報：有（種類：審議・検討）>

# 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年7月14日（14:00～15:57）  
7月15日（9:00～12:13）

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（〃）  
白井さゆり（審議委員）  
石田浩二（〃）  
佐藤健裕（〃）  
木内登英（〃）  
原田泰（〃）  
布野幸利（〃）

政府からの出席者：

財務省	太田 充	大臣官房総括審議官（14日）
	宮下一郎	財務副大臣（15日）
内閣府	前川 守	政策統括官（経済財政運営担当）（14日）
	西村康稔	内閣府副大臣（15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	中村康治
国際局長	長井滋人

（事務局）

政策委員会室長	吉岡伸泰
政策委員会室企画役	福永憲高
企画局企画役	渡辺真吾
企画局企画役	武藤一郎

## 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、中間評価を含めた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の取りまとめと採決、6月 18、19 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紹介する。財務省からは太田充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。

## 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する。

山岡金融市場局長

本日お配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に基づきご説明する。図表 1 はマネタリーベースとバランスシート項目であるが、金融市場局では、引き続きマネタリーベースを年間約 80 兆円増加させるというディレクティブに沿って調節を進めており、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る。

図表2は国債買入れである。平均残存期間は、4月は8.8年、5月は8.7年、6月は8.4年であり、7月もこのままいくと8年半ばから後半辺りで着地すると思う。応札倍率は、引き続き2～3倍台の倍率が確保できている。春先は倍率が少し下がったが、最近は少し高めになっており、比較的順調に買入れができている。これについては、先月同様、海外金利の上昇に伴う損失をJGBの益出しで埋めるという一部銀行の動きを反映している面がある。

図表4の短国債買入額は、6月は季節的に短国債の売りが出にくかったので買入れを一時的に減らしていたが、7月に入ってからは、買入れを概ね元に戻している。こうしたオペ運営のもとで、(2)の短国債回りは、概ねマイナス圏内で推移している。最近では、3か月物の金利がかなり低下する局面がみられているが、これは、われわれのオペで売ることを見越して発行入札で大量に短期国債を落とすディーラーが一部にいることを反映している面が大きいと思う。

続いて、内外市場は、前回会合以降、とりわけ6月末以降はギリシャ問題、そして中国株価の急激な変動の影響を受けて大きめの振れを示す局面もみられた。もっとも、金融市場の各種の価格水準は、結果的には前回会合からあまり大きくは動かなかったので、マーケットは総じてresilientであったように思う。

図表5はギリシャ関連のニュースを受けたそれぞれの市場の日々の動きを示したものであるが、達観すると、ギリシャの国民投票のNoという結果を受けた7月8日、9日頃が、市場のセンチメントとしてはボトムであった。個別にみると、ギリシャ問題に対する市場の反応が徐々に小さくなってきて、落ち着いてきているようにもみえる。見方を変えれば、市場が若干ギリシャ疲れ、あるいはギリシャ慣れしているようにもみられるところである。1番分かりやすいのは(2)の欧州の金利だと思う。例えば、6月26日以降、週末のギリシャの国民投票実施宣言、欧州の支援プログラムの打ち切りを受けたリスク回避ということで、週明けの6月29日の

マーケットをみると、オープニングからドイツの金利が大幅に低下する一方、イタリアの金利が大幅に上昇するといったように、反応はかなり大きかった。その後、7月5日の国民投票で債権者提案へNoが多数を占める結果になったので、7月6日のマーケットでは再びリスク回避的な動きがみられたが、その程度は6月29日に比べると小さめであった。また、結局はEUとギリシャは合意に達するのではないかといった見方が強まっていることから、7月8日頃をボトムとして市場のセンチメントは徐々に回復しているようにみられる。結果的に、現在の米欧の長期金利水準は、6月26日以前の水準とあまり大きく変わらない水準まで戻してきている。

図表6の株価の反応をご覧頂くと、株価も長期金利同様、総じてみれば7月8日、9日頃をボトムに持ち直す展開であった。まず、(1)の日本株は、大きくみると、7月9日頃がボトムでその後持ち直すという流れであるが、細かくみると、例えば、7月6日午後の下落や7月8日、9日の朝方の下落は、ギリシャよりもむしろ(2)の中国の上海株の大きな変動の影響を受けた面が強いように思われる。中国株の動きは、グラフでは目盛が3,000ptsから4,500ptsと相当大きくなっているのであまり大きくはみえないが、この間の中国株は相当大きな変動を示した。日本株は、こちらの影響を受ける面が大きかったように思う。(3)の欧州、(4)の米国の株価も、達観すれば先週半ば頃がボトムで、その後は持ち直し傾向である。

次に、図表7の為替レートは、昨日のギリシャ支援に関する合意を受けて全般的にドル高傾向となっている。まず、ドル/円は、合意を受けて1円程度円安・ドル高となっており、現在は123円台半ばで推移している。ユーロも、合意発表直後は一瞬買われたが、その後はむしろユーロが売られ、ドルが買われる展開である。今回の合意がユーロ安に結びついた背景としては、マーケットでは、元々ギリシャに対する疲労感やギリシャ問題に飽きた感じが高まり、次のテーマが探されていた中で、ギリシャ問題が漸く一応の決着をみそつであるということで、米国の利上げシナリオやこれに伴う金利差拡大シナリオに安心してベットできるのでドル買いに向

かつたという説明が、マーケットでは多く聞かれている。これが理屈として合理的かどうかは別として、現在のギリシャ疲れの市場心理を現している面はあると思う。いずれにしても、市場の関心は、再びF e d の利上げに向かいつつある。

この間、大きめに水準が切り下がったのは図表 7 (3) のコモディティ価格である。この背景としては、例えば、原油については、米国内の原油在庫の上昇や米国内のシェールのリグ数のボトムアウトに加え、中国株下落に伴うエマージング諸国のコモディティ需要に対する慎重な見方や、当局が中国株の売却を制限する方策を採ったことを受けて、一部コモディティの売却によって流動性を確保しようとした投資家がいたのではないかという見方が、市場では聞かれている。

図表 9 の中国株は、前回会合以降大幅に下落し、その後、先週後半以降は、当局による各種の下支え策を受けて反転している。もっとも、(2) の上海と香港の両方に上場している企業の株価の比率をみると、先週後半以降、当局の対策を受けて上海株が反発した結果、上海株と香港株の乖離が再び拡大しているようにもみえる。ここからみる限り、上海株の反転はかなり人為的な梃子入れに支えられた面もあるようみえるので、先行きの調整圧力はなお残っているようにもみえる。

図表 10 (1) は米国の政策金利の見通しであるが、前回会合との対比では、利上げ予想が僅かながら後ずれしたかたちである。もっとも、この間の動きは、先程申し上げたように、ギリシャに対する見方が悲観的となり、中国株も下落していた先週半ばには、こうした動きが米国の利上げを遅らせる方向に働くのではないかという見方が市場で強くなり、フォワードカーブはさらに右側に寄っていた。これが、昨日のギリシャ支援に関する合意を経て、ギリシャ問題が米国の利上げの阻害要因となる度合いは減ったのではないかということから、フォワードカーブも再び左側に若干戻して、結果的には前回会合とあまり変わらず、よくみれば僅かに右側に移動した程度の姿になっている。

このような振れを経て、金利水準は結局前回会合時の水準とあまり変わ

らないところに戻ってきてている。図表 12 (2) のイールドカーブをみても、全体としては前回会合からあまり変わらない姿である。この間、あまり目立たないが水準を徐々に切り上げているのが、図表 14 (2) の米国クレジット物のスプレッドである。これらが徐々に拡大してきているが、この背景としては、今月初のペルトリコのデフォルトリスクの高まりや原油価格の下落といったこともあるが、全体としては、半年前に比べ世界的に長期金利の水準がやや切り上がっている中で、一頃みられたような search for yield によるクレジット物の物色の動きが若干弱まっているということがあるようと思われる。この間、(3) の本邦クレジット市場では、全体としては非常に安定しているが、幾つかの企業では個社要因からこのところスプレッド水準が切り上がっている。図表 16 (3) の東証 REIT 指数をみると、search for yield の巻き戻しやクレジットスプレッドのワイド化と並行して、J-REIT の価格も前回以降下落している。J-REIT はデット商品の代替として捉えられやすいことから、このところ世界的にクレジットスプレッドの拡大に伴って下落しているデット物が多い中で、J-REIT については、こうした海外勢の売りに加え地銀勢も買入姿勢を消極化させていることで、前回会合以降の下落幅が海外に比べてもやや大きめになっている。

以上申し述べたように、前回会合以降、内外金融市場はギリシャと中国に振られる展開となつたが、内外の金利や株価の水準は、結果的には前回会合時からあまり変わらない水準になっている。この点、市場は比較的 resilient であったと言えるようにも思える。また、ギリシャ問題の展開が週末にずれ込むことが多く週初に海外中銀と連絡を取ることが多かつたが、欧州以外の海外でも、総じて市場の反応は落ち着いていたという声が多かつたようだ。短期調達面でも特段の問題は生じていないという見方が、一様に聞かれていた。勿論、ギリシャ情勢自体、なお油断はできず、そもそも根本的なユーロ内の生産性格差の問題は残っているので、今後、同様の問題が色々なかたちで起こつくることはあろうかと思う。また、中国株はなお調整の余地があるようにもみえるが、取り敢えずの市場

の関心は、再び米国の利上げ、それからコモディティ価格下落の背景にある新興国経済の評価といったところに向かっているように思われる。こうした点も踏まえて、今後とも市場動向を注意深くみていきたいと考えている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

海外に関して3点質問する。1点目は、図表14(2)の米国のクレジット市場について、search for yield が少し減ってきてているという説明であるが、もう少し教えて頂きたいのは、ハイイールド債のスプレッドが上昇しており、以前はシェールガス等エネルギー部門のスプレッドが大きかったが、別の資料でみると、エネルギー関連のハイイールド債のスプレッドはむしろここ1か月位は縮小しているので、それ以外の部門のハイイールド債のスプレッドが上昇しているような気がする。それについて何かあれば教えて欲しい。また、ハイイールド債を購入しているのはミューチュアルファンドや資産管理会社だと思うが、ミューチュアルファンドの方は今は資金が少し流出しているというデータがあると思うが、資産管理会社の方もそのような動きがあるのか。ハイイールド債は、トリプルCの格付けの債券がB格よりもバランスシート上の問題があると言われているが、その辺りの問題が、金利引き上げ局面でデフォルトリスクが意識されてきているのではないかという感じもするがどうか。要は、ハイイールド債で何か新しい動きが出てきたのか、というのが1点目の質問である。

2点目は、図表10(2)のユーロエリアの短期金利について、ECBの6月の議事要旨で、——私自身も前から注視し質問してきたが——、銀行間市場の取引が減ってきてることへの言及があった。理由は、ここにもあるように、EONIAがどんどん低下ってきており、預金金利の-0.2%に近づき、利鞘が取れないということで出し手が減ってきて

るからという話があった。いよいよ銀行間市場の取引が縮小していると思うが、今後の見通しはどうか。こうした状況は、一時的なものなのか、それとも今後も続していくとみているのか。

3点目は中国についてである。取引を停止した銘柄が多かったと思うが、昨日までのデータでは、1,180銘柄程度の取引停止があったと思うが、今も取引を停止しているのか。上海総合株価指数は4,000pts近くまで戻しているが、まだその程度の銘柄が取引を停止しているのか。また、元々株価が上がっている時に、銀行株は、四大銀行や大手の銀行も低い水準にあったと思う。不良債権比率が公式データよりもかなり悪いのではないかという噂もあって銀行株は相当低かったと思うが、銀行株の動向について教えて欲しい。

#### 山岡金融市場局長

1点目のクレジット市場については、特にエネルギー部門で利回りが上昇している訳ではなく、ハイイールド債全般に亘って一様に上がっている。底流には、ハイイールドを求めに行く動きが、金利上昇の中で少し引いていることが大きな要因としてあるのではないかと思っている。アセットマネージャーからは限界的にはそのような声が聞かれている。ご指摘のあったMMFについては、米国の規制変更によって全体としてクレジット物からソブリン物へのシフトが起こっている中で、クレジット物が売られやすい展開である。アセットマネージャーもこうした流れをみながら、損をしないように少しずつシフトしているというようなことが、ヒアリング情報では聞かれている。

ユーロエリアの短期取引は、傾向としては、ECBが今の政策を採っている限り続くのではないかと思う。われわれの経験でもそうだったが、中銀が短期金利をゼロないしそれに近い水準に下げていくと、マーケットでの銀行間の取引が中銀との直接取引に代替されていくところがあり、その結果として、インターバンク市場の残高が減少し中銀との直接取引が増えるというように、欧州でもわれわれが経験したことと同じようなことが起

こっているのではないかと思う。われわれが経験したのは、2006 年に金利を引き上げた時に、本当にインターバンクの取引は戻るのだろうかと心配する声もあったが、金利が一定水準になってくると逆の動きが起こってきて、中銀とのバイラテラルの取引が今度は民間同士の取引に置き換わっていき、インターバンクの残高が回復していくという傾向があった。恐らく、欧州でも、同じようなことが起こっていくのではないかと考えている。

中国については、朝方報道をチェックしたところ、取引停止銘柄は 700 程度であった。銀行株の動向については、申し訳ないが手許に資料がない。

### 木内委員

短国金利とドル転コストについて質問する。1 点目の短国金利については、暫く落ち着いていたがここにきて下がった理由が今一つ分からない。従来の説明では、銀行が無理に短国を買ってキャッシュ潰しをしなくなつてきているので、短国利回りがゼロ近傍で落ち着くようになってきたという説明を何度か伺ったが、そのような姿勢が変化ってきて、短国需要が高まってきたていることが、足もとで金利が下がっていることの背景にあるのか。一方で、マネタリーベースを増やす手段として短国オペに皺寄せがいくと、金利が下がって困るので、メガが共担オペや貸出支援オペに積極的に応じる面があるという説明も聞いてきたが、足もとでは貸出支援オペの増加に急ブレーキがかかってきている感じがするし、一方で、共担オペはどんどん減って 10 兆円未満になってきているので、これについても姿勢が変わってきたのか。すなわち、金利が下がっても気にしなくなってきたのか。そうすると、先行きもう少し短国オペに皺寄せがいくかたちでのマネタリーベースの拡大ということになってくるという観測があって、それが短国金利を下げているという面もあるのではないかという気もするが、どうか。

2 点目は、ドル転コストについてである。ドル転コストはかなり上がつており、これは期末要因のせいだと思っていたが、期末を越えても 3 か月物などの円投ドル転コストはかなり上がっている。背景はよく分からない

が、期末を越えても上がっている。規制要因も期末に効きやすい要因で、最近になって急に始まった話でもない。需要面では、日本の金融機関の外債投資需要が強いということもあるとは思うが、6月辺りの統計をみると、足もとではむしろ少し慎重になっているといったことを考えると、7月入り後の上昇の背景は何なのか。一方で、ギリシャ問題などはあまり関係ないという説明だが、理由が今一つ分からないので、教えて欲しい。

### 山岡金融市場局長

1点目の短国については、足もとの上昇は、一部業者筋、すなわちディーラーが本行のオペに持ち込むことを見越して入札で短国を積極的に落としにきたことが大きいと思う。一方で、都銀のスタンスは、これまでのようには短国を使って当預を潰しにこないという点は変わっていない。一方で、海外筋の短国需要が少しずつ増えているので、これと都銀勢の短国需要減少が釣り合うかたちになっている。今のマーケットは、業者筋の本行のオペを見越した入札で決まる度合いが強くなっている。こうした中で、7月に入って期を跨いだことで、ディーラーのリスクテイク姿勢がこれまでに比べ制約を受けなくなった。それから、もう1つ大きいのは、われわれは期末要因から6月には短国の中買入額を減らしていたが、7月に増やしてくることは市場に予想されていたので、ある程度日本銀行が買わなければならぬだろうと予想されていた中、金利の変動を見越して、次は日本銀行は3か月物を買わざるを得ないだろう、ということで3か月物の短国を入札で仕込んだ面が大きかったと思う。その意味では、底流としては、短国金利は若干のマイナス基調が続くとは思うが、今の深いマイナスはそのような業者の行動による部分が大きいと思う。また、メガバンクの共担オペと短国の中選択についても状況に変化はなく、メガバンク1行は、本行の短国買入れの金額が大きくなり過ぎないようにとの配慮から、共担を全額ロールオーバーする姿勢を続けている。

2点目のドル転コストについては、図表22のドル調達コストをみると、昨年秋頃から趨勢的に3か月物辺りのドル転コストが若干上昇している。

また、各期末に1週間物が跳ね上がる傾向が顕著になっている。期末の跳ね上がりという現象から考えられるのは規制要因であって、期末のバランスシートの開示規制を気にする外銀筋が期末にかけて放出を消極化することが、影響しているように思う。ギリシャ問題のあった6月末についても、基本的にはドル調達プレミアムの水準そのものはそれまで3回の期末とあまり変わっていない。従って、ギリシャ問題を受けた動きというよりは、これまで同様の動きがみられたということだと思う。木内委員ご指摘のとおり7月入り後にドル調達コストが上昇しているが、これは、一部本邦投資家が前倒しでドル調達を行ったためである。この投資家は、比較的外債投資のウェイトが高い先であり、ここが7月に入って前倒しで調達に動いたということが、ドル調達コストの跳ね上がりに寄与している。その後は、比較的落ち着いて推移している。

## 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する。

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。予め全体像を申し上げると、「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」との判断は変わっていない。その中で特徴をみると、前回以降、新興国、特にアジアで輸出・生産面を中心に少し弱めの指標が目についた一方で、米国の雇用・消費関連指標の底堅さ、あるいはユーロ圏の緩やかな回復継続が確認されたところである。

米国経済については、図表1-1（1）の第1四半期GDPの第3回推計値は、個人消費や設備投資を中心に上方改訂され+0.2%となった。7月末には年次改訂が行われる予定で、注目を浴びている季節調整方法の見直しも実施される予定である。今回の回復の原動力である個人消費については、（2）の実質個人消費は4月横ばいのあと5月ははっきりと増加し

た。（3）の個人消費関連も緩やかな増加傾向にある。こうした動きの背景には、これまで同様、（4）の雇用の堅調な増加、あるいは（5）の高水準の消費者コンフィデンスに引き続きしっかり支えられていることがあると思っている。図表1-2（1）にあるように、米国経済を特徴づけている非製造業と製造業のコントラストは続いている。ただ、その中でも製造業のISMはじりじりと改善していることがみてとれると思う。（2）の原油の稼働リグ数は漸く底打ち感が出てきて、4～6月まで落ちたあと2週間連続増加を続けている。ただし、（3）の実質輸出入については、港湾ストの影響は徐々にはけてきているが、実質輸入は増加トレンドを維持し世界経済を引っ張る構図となっている一方、実質輸出は弱めの動きが続いている。ドル高と海外需要の弱さを映じていると思うが、こうした動きを映じて、（4）の機械投資も動意を欠いているというのが現状である。この間、物価面は、（5）の時間当たり名目賃金の伸びも引き続き低い水準にとどまり、（6）のPCEデフレーターの伸び率も総合ベース、コアベースともに基調は変わっていない。民間のCPIの見通しを総合ベースでみると、前年比は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の見方が多いようである。

次に、欧州経済である。図表2（1）のPMI生産指数は、製造業、サービス業ともに足並みを揃えて緩やかな回復を続けている。（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を促して、これまでのペントアップ需要もあるので、（3）にあるような個人消費主導の回復の原動力になっているという姿に変わりはない。それから、これまでのユーロ安の効果もあって、（4）の輸出、あるいは輸出受注PMIも上向いている。これを受けて、（5）の設備投資関連も、今までドイツの国内からの投資財受注は上向きだったが、ユーロ圏からの投資財受注も少し持ち直しの動きがみられている。この間、物価については、（6）の6月のユーロ圏HICP総合は、前月のカレンダー要因剥落もあって5月の+0.3%から+0.2%に小幅低下した。再び民間のHICP総合ベースの見通しをみると、当面0%台前半程度で推移したあと、景気回復あるいは

は既往のユーロ安の効果が徐々に効いてきて、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。

次に、中国経済である。図表3（1）が示すように最近は成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。（2）の輸出関連は、前月は単月で少し増加したが、均すと輸出はこのところ弱めになっている。（3）の内需面では、固定資産投資は前年比伸び率の鈍化傾向にまだ歯止めがかかっていない。不動産販売の前年比はプラス幅が徐々に増加してきているが、在庫が溜まっていることもあるが、それが前向きの投資活動に繋がるには時間がもう少しかかるという感じである。こうした状況に対して、中国当局は、金融、財政両面で刺激策を加速させている。（4）の財政支出の前年比が一段と伸びてきている。金融政策でも、5月に引き続いて6月末にも利下げが実施され、その際にはターゲットを絞った預金準備率の引き下げも行われた。ただ、6月末の金融緩和は、景気対策というよりも、山岡金融市場局長からも説明があったように株価急落への対応という面が強いよう思われる。株価は、このような当局によるなりふり構わぬ対策で漸く下げ止まっているが、その持続性は予断を許さない状況であると、われわれもみている。株価下落自体が個人消費や実体経済に与える影響について懸念する声も聞かれているが、株式の個人金融資産に占める比率が大体1割程度と小さいこと、あるいは、これまでの価格上昇局面でも然程消費は加速しなかったことから、今のところ、影響は取り敢えず限定的であるとの見方が多いようである。ただ、マインドへの影響など測りがたい面もあるので、注意深く見守っていきたい。

図表4は中国を除く新興国経済の状況である。（1）はIMFの2015年の世界経済見通しがどのように改訂されてきたかを示しているが、ブラジルに代表されるラ米やロシアは下方改訂を繰り返してきたが、アジア、中東欧は踏みとどまっている。その原動力は、（2）の米国のアジアからの輸入、すなわちアジアから米国に対する輸出であると思っている。ただ、最近の動きをみると、（3）のNIEs・ASEANの生産は前年比小幅マイナスとなっている。これは、IT財の出荷・在庫のバランスが悪

化し、これにＩＴの端境期が重なって、中国の減速の影響も効いて、輸出・生産がこのところ苦戦しているという状況である。これと同時に、(4)の中国、N I E s・A S E A Nの輸入の減少が象徴しているように、エマージングアジアの内需も足もと弱まっている点が気になっている。日本の貿易相手先としても重要な場所であるので、注意深くみていきたい。その他の大きな新興国経済としては、(5)のインドは構造改革への期待や金融緩和策などを受けて上向きの指標が相次いでいる。一方で、(6)のブラジル、ロシアの自動車販売は、相変わらず厳しい状況が続いている。このように、引き続き地域・国ごとのばらつきが大きい状況が続いている。

図表5－1の先進国の金融市場は山岡金融市場局長からの説明と重複するので割愛する。図表5－2(5)、(6)をご覧頂くと、中国株の下落が中国経済のモメンタム弱まりへの懸念と相俟って、資源価格の下落と関連する新興国株の下落など色々波及効果をもたらしている。ご説明したように、中国をはじめとする新興国経済の実体経済面での調整がまだ完了していないだけに、今回の中国の株価下落のような金融面のショックが、金融と実体経済の負のフィードバックを起こすことがないように、引き続き注視していきたいと思っている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

原田委員

中国の株価下落が中国の消費などに与える影響は、それほど大きくないのではないかという説明であったが、原油価格やコモディティ価格に対する影響や、中国およびアジアの輸出、輸入に対する影響には、かなり大きいものがあるのではないかと思うが、如何か。

長井国際局長

中国の内需に関して、個人消費については先程のご説明のとおりだが、

企業活動でも企業のファイナンスにおけるエクイティの位置づけは極めて小さいので、金融面から企業活動が急に一段と悪化する確率は高くないのではないかと思っている。その意味で、今回の株価下落のダイレクトなインパクトで中国の内需が悪化し、それが近隣のアジア諸国に波及するといった直接的な効果は、なかなか見い出しにくいと思っているが、今回のエピソードからも分かるように、何分中国経済は不確実性が高いので、調整がどこまで行き、どこが底か分からぬところがあるので、そのような不安が市場を通じてスパイラル的に悪循環に陥るリスクはあると思っている。加えて、N I E s ・ A S E A N も中国の影響、あるいは彼等自身の内需の弱さが足もと少し目立っているので、この点、どこが底か分からぬといった意味でも実体経済面での不確実性が高いと思っている。株価下落の心理的なインパクト、あるいは資本フローを通じたインパクトは、注意してみなければならないと思っている。

#### 佐藤委員

今の質問に関連するが、中国株は昨年末頃から急騰し、その過程では実体経済への影響は然程みられず、むしろ実体経済は株価とは全く別の動きをしていたと思う。今回の株価急落でその影響を懸念するということは、実体経済と株価の関係についての見方が非対称のような気がするが、これほどどのように解釈すれば良いのだろうか。

#### 長井国際局長

実体経済が悪い中で株価が上昇していたので、資産効果はあって資産効果なかりせば経済はもっと悪化していたというような話もある。また、資産効果は非対称に効くというような仮説を唱える人もいる。実体経済と株価の乖離という点で、今まで株価上昇の実体経済へのインパクトがないのであれば、株価下落の実体経済へのインパクトもない、というような見方は、一見もっともらしいが不確実性が残っていると思っている。

## 白井委員

中国では、家計の金融資産に占める株の割合が 10%、多くて 15%程度なので、株価下落はマクロ的にみて消費に影響がないという指摘が多くあるが、株式投資をしている人達は圧倒的に証券取引所のある都市部の人達で、日本のGDPを超える中国のような巨大な国では、全体でみれば小さくみえても、北京や上海といった地域でみると影響は大きいかもしれない。以前から、中国は地域的に非常に違うのでマクロでみるのは危険だと言われているので、その点、注視していきたいと思う。それと関係するかどうか分からぬが、自動車販売も減ってきており、先程の輸入の激減をみて、株価下落の影響があるかもしれない。マクロ的にみて消費への影響がなくみえるのは、不動産投資が減っており、不動産価格が下落していることに紛れてしまっているということかもしれないので、本当にそうなのかという点はきちんと分析した方が良いと思う。その点、執行部に期待したいと思う。そのうえで、中国の株価については、政府がかなり促進した面もあったと思う。1つは、投資から消費へのリバランスを進めたかったということであり、もう1点は、今のところマクロのデータでは分からぬが、銀行がシャドーバンキングの理財商品を発行してそこから大量の資金を得て、それが投信等を通じて株の信用貸出に回っていたという話がある。その時に株価上昇を促した理由が、理財商品で調達した資金の運用先で相当焦げ付き含み損があったということであり、それを助けるために株価を上げようとしたという話も聞いている。そうだとすると、これだけ株価が下落するともっと酷くなつたのではないかという気がする。中小銀行は理財商品に相当かかわっていたということなので、上場していない銀行がどうかというところも、今後教えて頂きたいが、現時点で何か情報があれば教えて欲しい。

2点目は、図表2(4)の欧州の名目域外輸出が昨年中旬に比べ8%近く増えている。名目輸出なので価格×実質輸出だが、輸出受注の方はぱつとしない。するとユーロ安になっているので輸出価格が上昇していることによるとすれば、実質輸出はどの程度増加していたのだろうか。実質輸

出もしっかりと伸びているのか。そうだとすると、欧洲からどこ向けに実質輸出が増えているのか。

### 長井国際局長

1点目の中中国についてのご指示は承った。個人投資家は都市部に多いのはおっしゃるとおりで、この点、不安な点はある。個人投資家は共産党員より少し多い9,000万人と言われており、4割以上が30歳以下で、一方で半分程度が日本円で200万円以下の小口投資家である。加えて、上位30%の大口投資家が株式全体の9割を保有しているというような統計もあり、株式保有という点では非常に偏在している。株価が下落しているといつても、前年比ではまだ9割程度も上昇しているので、損をしたのは、知識もなく小口の信用取引で最近株式市場に入ってきたような人達で、勿論大変お気の毒ではあるが、マクロ的にみるとマージナルである。ただ、このような人達、すなわち都市に住む若い人達は、共産党としては1番気になるところなので、彼等の反応の真剣さはそのようなことを現しているのではないかと思う。消費については、伸びを弱めながら安定してきているという点はこの場でも何度かご指摘があり、われわれも調査を深めているところである。足もと第1四半期までの弱さについての説明で、もっともらしいと思っているのは、汚職対策や僕約令のインパクトが、旧正月を挟んだ第1四半期には特に強くデータに出やすいというものである。そのような効果が剥落し良くなることを期待しているが、賃金の伸び率自体も徐々に落ちてきているので、白井委員がおっしゃっているような消費へのリバランスが頓挫しないか、注意深くみていきたいと思う。政府が株式投資を促したのは白井委員がおっしゃったとおりで、消費と投資のリバランスをサポートしたいということがあったとは思うが、われわれは、国有企业の改革でもう少しディシプリンを効かせたいとか、資金調達手段をもう少しばらけさせたい、あるいは銀行は国有企业にばかり貸出をするので、新興企業、あるいは民間の中小企業によるIPOを通じて資金供給面からの成長の足枷を外したいといった思惑の方が、強かったのではないかと

思っている。

2点目の実質輸出については、手許にデータがないが、為替の関係で名目輸出ほどは上がっていないが、緩やかに上がっている。輸出先としては、米国向けが伸びており、これまで強かったエマージング諸国もじりじりと出ている。足もとこそ少し変調があるが、中国も極く最近までは順調に伸びていたところがある。

### 白井委員

日中の貿易は、輸出も輸入も非常に減っている。日中間の貿易が突出して減っている——1～6月で10%程度ずつ減っている——背景について、何か情報があれば教えて欲しい。

### 長井国際局長

申し訳ないが、そのような問題意識でみていなかつたので、よく分からぬ。

### 木内委員

中国と欧州について質問する。1点目は中国についてである。事前に配付されている資料-3（参考計表）の図表4-6（2）の社会融資総量をみると、伸び率は急速に落ちている。これは、シャドーバンキング改革を進めているからだろうと思うが、一方で、これだけ金融緩和をしても——最後は株価対策だったかもしれないが——、年初から人民元貸出の伸び率が高まらないのが意外であり、結構厳しい状況なのだろうという感じがしている。もしかすると、従来と比べ、政策の感応度のようなものが大分落ちているのではないか。従来、人民元貸出を代替するかたちでその他のシャドーバンキングが広がったという経路からすると、シャドーバンキングを縮小させる中では、むしろ人民元貸出に戻ってきても良さそうなものである。特に、最近では、預貸比率規制も撤廃の方向である。しかし、その効果はまだ現れていないと思うが、このようなところからみても、こ

れだけの政策を実施しながら、人民元貸出の伸び率が頭打ちということはやや解せないところもある。それほど資金需要が弱いとすると、経済状況はかなり厳しいのではないかという気もするが、この辺の解釈を教えて欲しい。

2点目は、欧州の貸出金利についてである。資料－3（参考計表）の図表5－11の欧州各国の貸出金利をみると、各国間の格差が少し縮まっているのではないかという感じがしている。特に象徴的なのは、スペインの貸出金利が年初からドイツを下回ってきていることであるが、これは、従来言われていた fragmentation の問題の影響が AQR やストレステストによって多少なりとも緩和されてきていることの表れなのか。

#### 長井国際局長

人民元貸出が金融緩和のわりには思うほど伸びない点は、われわれも気している。それでは、資金需要が全くないのかというと、そのようなことはなく、民間の中小企業などの資金需要は満たされていないという感じがむしろ強まっている。レバレッジをみると、これまで国有企業はレバレッジを非常に高めてきて、同時に民間企業のレバレッジはどんどん下がっていた。資金が不採算な国営企業にばかり行くというこのようなトレンドをどうにかしてリバースさせたいという当局の意向があると思うが、幾ら緩和しても、信用調査をして信用スプレッドを乗せて民間の中小企業などに貸し出すといったクレジットカルチャーのようなものが、まだ銀行に根づいていないのではないかと思っている。加えて、不良資産比率自体は足もとまだ低いが、景気悪化で名目金額は徐々に増えてきているので、マクロ的には緩和したくても監督当局からはきちんとリスク管理をしろという指導があり、実際の基準金利への上乗せ幅はむしろ高まっている感じがある。そのような信用リスク面での懸念もあってなかなかお金が回りにくい状況があるのではないかと思っている。

2点目の fragmentation については、われわれも、確かに緩和してきていると思っている。特に、Single Supervisory Mechanism などで信認が

確立されて時間が経ち、その中で、特にスペインでは景気が良くなっているので、信用リスクの面から金利が下がりやすくなってきたと思っている。そのような意味で、ギリシャの問題は別にして、E C B も含めてトランスマッショ n・メカニズムが整備され金融緩和が効きやすくなってきたという感覚を持っているように感じている。

中曾副總裁

ギリシャの銀行セクターは相当傷んでいるようにもみえるが、どのように評価しているのか。昨日の合意の中身の読み方がよく分からないところもあるが、ESMあるいは新しく作る基金の一部を資本増強に充てられるとも読める一方で、中身のアセスメントは「after the summer」と書いてあり、ずいぶん悠長な感じもする。

## 長井國際局長

ソルベンシーの問題は、ここ数か月、あるいは数週間でもかなり悪化してきていると思っている。それに対して、資本注入の方向で、金額やそれらを含めたベースでの支援額が取り沙汰されているが、実際にＥＳＭを使って資本注入するにしても、ある程度預金者のベイルインをしていかなければならぬということになっている。ある程度の大口預金の保有者といつても、ギリシャで大口預金者といえば中小企業などであり、今の政治環境の中で、ソルベンシーが重要とはいえそのようなところに踏み込めるかどうかは、今後の交渉で重要な大きな制約になるのではないかとみている。

門間理事

若干補足する。昨日合意された成案の中には、銀行の救済に使われる資金として、100 億～250 億ユーロというレンジが入っている。250 億ユーロというのは、現時点において直近数週間の不良債権比率の増加や不良債権をヘアカットした場合に戻ってくる金額を考えた場合に、レンジとして

推計されるのが 160 億～250 億ユーロであると、 は言って  
いる。250 億ユーロはその上限の数字なので、そこまでみておけば大丈夫  
であろう、というのが昨日の合意の内容である。ただ、内容をしっかりと精  
査してストレステストも実施しなければ、最終的に金額は決まらず、そこ  
まで悠長に待っていられないかもしないので、250 億ユーロのうちの  
100 億ユーロについては、ESM 支援が発効したら immediate に available  
になる緊急枠として取ってある、という説明を受けている。

黒田議長

それでは、ここで 5 分間のコーヒーブレイクを取りたいと思う。再開は  
15 時でお願いする。

(14 時 55 分中断、15 時 00 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

本日お配りしている資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。  
まず、図表 1 は短観の業況判断である。6 月短観でみた業況感は、製造業、  
非製造業とともに、大企業では改善、中小企業では横ばい圏内の動きとなっ  
た。この結果、全産業全規模の業況感は +7 と 3 月から横ばいとなつたが、  
良好な企業収益を背景に、水準としてはリーマン・ショック前のピークに  
ほぼ並ぶ高めの水準を続ける姿となつた。業種・規模別に敷衍すると、製  
造業大企業が足もと輸出が鈍いにもかかわらず小幅改善したのは、1 つ目  
は円安が収益を改善させていること、2 つ目は設備投資関連業種ではつき  
り改善したことがあろうかと思う。非製造業大企業については、全般的に  
多くの業種で改善しているが、特に、インバウンドの影響を受けやすい小

売、宿泊の改善が顕著であり、円安が非製造業にもプラスに効いていると思う。大企業と比べて中小企業が多少鈍い背景には、1つは円安の効果に差があること、2つ目にこのところ少し減少している公共投資の影響が中小企業に大きめに影響していることがあると思う。

続いて、図表6の輸出入である。通関統計は、前回会合以降、月次の新しい数字は出でていない。5月の計数は前回会合でも分かっていたが、そのうえで2点申し上げておきたい。1点目は、4～5月の輸出は1～3月対比-3.0%となり、前回会合以降に明らかになった後述の5月の生産動向も踏まえると、海外経済減速の影響から足もと4～6月の輸出は鈍いことがほぼ確認されたということである。2点目は、上中旬まで出ている6月の通関をみる限り、輸出は5月に前月比-5%と落ち込んだあと相応のリバウンドになりそうであり、5月の-5%という減少は実勢より少し大き過ぎるのではないかということである。輸出の先行きについては、4～6月はマイナスになりそうだが、その後は緩やかに増加していくという見方を、当月も維持している。ただし、先程も議論があったとおり、中国、あるいはその影響を受けるアジア経済の動向を中心に、輸出を取り巻く環境は下振れ方向のリスクにより注意しておいた方が良いと思う。

先程、白井委員から日中間の貿易が減少しているということであったが、図表8で地域別の輸出をみると、四半期でみて中国向けが2015年第1四半期が前期比で-2.2%、第2四半期が+0.2%、実質輸出全体が第1四半期+1.0%、第2四半期-3.0%なので、特に中国向けだけが弱いという感じではないと思う。

白井委員

私がみているのは中国側のデータなので、違うかもしれない。

前田調査統計局長

取り敢えず、日本からみる限りはそのような感じである。

続いて、設備投資である。図表17、18は月次の設備投資関連の指標だ

が、5月分まで出ており、図表17(1)の機械投資の一致指数である資本財総供給は、足もと少し鈍い感じがする。図表18の先行指標である(1)の機械受注、(2)の建築着工床面積とともに、足もとしっかりとしているので、資本財総供給の足もとの鈍さは一時的とみて良いと思う。先行指標については、機械受注、建築着工床面積とともに製造業の増加が目立っている。図表19の短観の設備投資計画の足取り表をみると、2015年度の修正状況は、全般的に過去の平均並み、あるいはそれより強く、特に、(1)の製造業大企業の設備投資計画の強さが目立っている。この点は、先程の先行指標の動きと整合的であり、収益の高さや円安による国内強化の動きが下支えになっているためと考えている。これらを踏まえると、先行き設備投資が増えていく蓋然性は高まりつつあるとみている。また、製造業の投資スタンスがしっかりとしているという点は、今のところ足もと輸出は弱いが、輸出の鈍さによって基調的な景気のモメンタムが損なわれるとみる必要はない、ということを示唆していると思う。

続いて、図表20の個人消費である。各種統計の5月分がほぼ出揃い、5月分の前月比は、例えば、家計調査の消費水準指数(実質・除く住居等)は前月比+0.9%、商業動態統計の小売業販売額(実質)が前月比+1.0%と5月はリバウンドしているが、4~5月の1~3月対比では、家計調査、小売販売とも若干のマイナスであり、少し鈍いのではないかとみている。

図表21(3)のGDPの作り方に即してわれわれが試算している消費包括指数、内閣府が出している消費総合指数についても、5月はリバウンドしているが、4~5月でみると若干鈍くなっている。GDPの消費については、今後の基礎統計の出方次第ではあるが、4~6月の消費がもたつく可能性も念頭に置いておく必要があると思う。

図表23で小売販売を業態別にみると、コンビニは強く、一頃弱いと言われていた全国スーパーもしっかりとできている一方、通常、株高の効果が期待されるはずの百貨店が足もと反落している。若干腑に落ちないような動きとなっており、いずれにせよ、もう少しみないと分からぬ。

図表24の消費者コンフィデンスをご覧頂きたい。関連指標の景気

ウォッチャー調査（家計動向関連）は6月に反落している。天候要因、長雨等が影響したのではないかと思っているが、水準としては50程度と高めで、景気の先行き判断DIは現状より高めの状況が続いているので、特段弱い訳でもないと思う。（1）の消費者が答えていたアンケートである消費者態度指数は、2か月連続で若干低下したあと6月は再び幾分改善し、昨年の夏よりも高めの水準となっている。中身を細かくみると、年金所得者を含め収入の増え方や暮らし向きが改善傾向にあることが、改めて確認されている。また、個人消費を取り巻くマクロ環境を考えると、消費税率引き上げの影響が収束するもとで、年金を含めた名目所得が増加しており、エネルギー価格は低下、株価は上昇と、一頃に比べて良好と判断して良いと思っている。以上を踏まえると、4～6月の個人消費のもたつきは、基本的には一時的な要因ではないかと思っている。1つは、4月前半に雨が多くなったことや6月の天候不順があると思うし、もう1つは、なかなか理解しがたいところはあるが、昨年4～6月が消費税引き上げの反動減で相当落ち込んだ結果、今年の前年比がプラスになる中で、小売業が販売促進にあまり積極的でなくなっていることが、どうも季調済みでみた数字に影響しているのではないかという印象も持っている。ただ、同時に相次ぐ値上げ、場合によってはCPI以上の値上げが起きているかもしれないので、この辺りが想定以上に家計の支出スタンス抑制に繋がっ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27の生産は、5月が前月比-2.1%と大きめの減少となっている。これは、先程の輸出の弱さ、あるいは軽自動車の在庫調整などを反映したものであり、1～3月に増加したあと4～5月の1～3月対比は-1.4%と減少している。予測指標をみると、6月+1.5%、7月+0.6%と持ち直す計画となっており、企業ヒアリングでも、4～6月減少のあと7～9月にはプラスに転じる見通しということなので、生産についても、輸出と同様、減少は一時的という判断を、当月も維持している。ただ、このところ下振れ気味に推移しており、また海外経済の不確実性も高いだけに、下方のリスクに注意してみていきたいと考えている。

次に、雇用、賃金である。図表 31、図表 32 が傾向的な動きであるが、図表 32 をご覧頂いて分かるとおり、労働需給は着実な改善傾向を続け、完全失業率は低下傾向、有効求人倍率は上昇傾向である。特に、有効求人倍率は、5 月に 1.19 倍と 1992 年 3 月以来の高さとなっている。賃金については、図表 31 の名目賃金は 5 月速報で前年比 +0.6% と、4 月の +0.7% に続いて一頃に比べ少し高めの水準になっている。ベアは 6 ~ 7 月にかけてほぼフルに反映されていくと考えられるので、今後、夏季賞与の動向と併せ、どの程度賃金が上昇するか確認していきたい。図表 36 で実質賃金、実質所得の動きを確認しておくと、(2) の実質雇用者所得は、前年比でみて、消費税の影響も剥げ落ちたことから、+2% 程度の実質所得の伸びとなっているので、これが個人消費をしっかり支える方向に作用すると考えて良いのではないかと思っている。

最後に、物価である。図表 37 の国内企業物価は、6 月の前月比が -0.2% と若干ながらマイナスに転化した。その結果、3か月前比は +0.1% とほぼ横ばいとなった。中国経済の弱さなどを反映して非鉄市況が弱いことなどが影響して、前月時点での想定に比べ 6 月は幾分下振れた。当面、国際商品市況の動向に左右されるが、3か月前比では若干のマイナスを含め横ばい圏内で推移するとみておいた方が良いと思う。一方の消費者物価については、図表 43 の全国の総合除く生鮮食品は、5 月が前年比 +0.1% と引き続き 0% 程度で推移している。総合除く生鮮食品およびエネルギーでみると、5 月は +0.7% となり、1 月、2 月の +0.4% のボトムからじりじり上がっており、5 月には +0.7% まで上がってきた。東京の動きなどを踏まえると、6 月には 5 月の +0.7% から +0.8 ~ +0.9% にもう一段じりじりと上がってしていくのではないかと思う。これに関し、図表 44 で傾向的な動きをみると、(2) の除く生鮮食品・エネルギーは、昨年春にピークをつけたあと、消費がもたついたことなどの影響で低下していたが、その後再びじりじり上がってきている。(3) の上昇・下落品目比率も、昨年春にピークをつけて一旦下がっていたが、今年に入ってから上がり始め、4 月以降その傾向がさらに明確になってきており、上昇品目の広がりが確

認できると思う。このように、物価の基調は、個人消費が昨秋以降持ち直している中で、円安、賃金上昇に伴うコスト高の転嫁の動きがあるので、次第に物価上昇率を高めていくと考えて良いと思う。除く生鮮の前年比は、当面、エネルギーを除くベースでの改善と、エネルギーの低下が相殺し合い、引き続き0%程度で推移するという見方で良いと思う。

以上を簡単にまとめると、景気は、当月は緩やかな回復という判断で良いと思う。輸出や生産は、ここ数か月下振れ気味に推移しているが、企業の投資スタンスはしっかりとしており、現時点において前向きの循環が損なわれる兆しはみられない。ただ、海外経済の不確実性は高いだけに、先行きの輸出は下方リスクに注意が必要であり、国内投資への波及についても注意してみていきたいと思う。一方、消費については、ハードデータがなかなか冴えない点が若干気になるところではあるが、消費を取り巻くマクロ環境を踏まえると、私自身は、然程心配する必要はないと思っている。ただ、もたつきが想定以上に長引かないか、一応の注意が必要だと思う。消費者物価については、概ね想定どおりに推移しており、先行きについては、当面0%程度で推移したあと、秋以降エネルギーのマイナス寄与が減衰するに伴って、次第に上昇率を高めていくという見方を維持することで良いと思う。ただし、シナリオどおりとなるかどうかについては、消費の動向などと併せて今暫くしっかりと見極めていきたい。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

物価について、図表44(3)の上昇・下落品目比率が非常に上昇してきているのが印象的だが、一方で(1)の刈込平均値、ラスパイレス連鎖指数などはそこまでダイナミックな動きにはなっていない。過去の推移をみると、上昇・下落品目比率が必ずしも先行指標になっているという感じもないが、このように大幅に乖離しているのはなぜか。可能性としては、

上がっている品目のウエイトが小さめである、あるいは上がっている方が小幅に上がって下落の方が大幅に下がっているという可能性が考えられると思うが、乖離の主な理由は何か、教えて欲しい。

2点目は、図表27の第3次産業活動指数が足もと落ちているのが気になるが、製造業の生産も落ちているのでやや連動している面もあると思う。過去、第3次産業活動指数は、景気後退の時か震災の時か、あるいは昨年の消費税増税のような比較的大きなショックがあった時でないと、ここまで落ちないという気もしている。勿論、背景は構成品目によるということだが、製造業は一時的としても、第3次産業活動指数が3か月連続でここまで大きく落ちている背景は何か。

#### 前田調査統計局長

2点目の第3次産業活動指数については、4～5月の1～3月対比は-0.9%と足もと大きめの低下となっているが、その前の3四半期は比較的しっかりと増加——そのわりにはGDPが弱かったが——しているので、3期連続増加の反動という面が大きいと思っている。中身をみると、卸売業が1番落ちており、輸出や生産が足もと弱いことが少し強めに反映されていると思う。それ以外については、4、5月で大きく落ちているものはないので、製造業の影響、特に、5月にかけては輸出も生産も弱いので、その影響が強めに出ているのではないかと、現時点では考えている。

1点目の上昇・下落品目比率については、上昇・下落品目比率が跳ね上がっているわりに、例えば、除く生鮮食品・エネルギーでみてもそこまで上昇していないのは、言うまでなく、上がっているものの上昇率が比較的小さく、下がっているものの下落率が比較的大きいことが影響している。今、多くの品目で少しづつ上がっていることが、CPIで確認されている。一方、下落している品目をみると、エネルギーを除いたベースでは、例えば、外国パック旅行がサーチャージの影響等で比較的大きめに下がっており、このウエイトは結構大きい。それから、ウエイトの大きい家賃が下がっている。携帯電話も前年比ではまだマイナスになっている。これらが大き

めに下がっていることが影響していると思う。ただ、先行きは、家賃は分からぬが、携帯電話も外国パック旅行も段々マイナス幅が小さくなっていく、あるいはプラスになっていくと思われる所以、両者の乖離は徐々に縮小していくのではないかとみている。

原田委員

第3次産業活動指数の不調に関連して、図表27の全産業活動指数もあまり良くない。全産業活動指数は供給側GDPに当たり、普通は支出側GDPをGDPとしている。以前、分配側GDPは支出側GDPよりも良いのではないかという分析の説明があり、非常に興味深く説得力があった。そうだとすると、数字上は、供給側GDPも支出側GDPも悪いが分配側GDPは良い、というような関係になっているが、これについてはどのように考えれば良いのか、教えて欲しい。

前田調査統計局長

ご質問は4、5月についての話か。

原田委員

直近だけではなく、そのような動きになっている。少なくともここ1年あるいは1年半は、分配側でみたGDPは支出側あるいは供給側でみたGDPよりも高い。

前田調査統計局長

支出側のGDPは公表されているが、分配側のGDPは公表されている訳ではない。われわれで一応の試算をしているが、支出と分配の乖離については、われわれとしては、分配は出来過ぎ、支出は弱過ぎるので眞実はその中間だと思っている。支出側GDPが弱いのは、家計調査など諸統計で実勢より弱過ぎるものがあるからではないかと思っている。一方で、分配については、昨年の消費増税の影響で需要が落ちたであろう小さい企業

の収益が十分には入っていなかったということがあるのではないかと思う。恐らくは、両者の中間位が真実ではないかと思っている。生産側GDPと分配側GDPに差があるというご質問であるが、分配側が強過ぎるのかもしれないが、生産側についても、過去の母集団に基づいて推計されているので、新たに出てきたような企業や産業、製品やサービスを捕捉し切れていないので、場合によってはそのようなものがここ2年位大きめに出ている可能性がある。例えば、ヘルスケア産業や情報通信産業のような分野が生産側でも十分に捉えられていない可能性があると推測している。

#### 白井委員

図表34(3)の所定内給与の要因分解で、パート比率要因のマイナス寄与が減ってきてているが、これをトレンドと捉えているのかどうか、質問したい。このデータは、毎勤統計の雇用者数の伸び率をみていると思うが、それによると、確かに5月は一般労働者の雇用者数が伸び、常用パート雇用者数の伸び率が若干減っているので、そこから来ているのだと思うが、常用的パートの求人倍率は非常に高く、正社員の求人倍率よりもずっと高い。労働力調査で正規社員と非正規社員の雇用者数をみると、5月は逆に、非正規の雇用者数の方が増えている。パート比率低下は、毎勤統計ではトレンドのようにみえているが、もしかするとトレンドではない可能性もあると思うが、どうか。

第2点目は、図表35(1)の雇用者数の伸び率をみると、毎勤統計と労働力調査で伸び率の乖離が目立ってきてていると思う。これまでには、乖離があっても、どちらかと言うと方向性は比較的一致していたと思うが、このところ、毎勤統計の方は+2%台の高い伸び率である一方、労働力調査の方は、直近の4、5月でみると+0.5%なので、かなり乖離が出てきているという気がするが、この理由を伺いたい。その関連で、図表36(2)の実質雇用者所得をみると、これは賃金×雇用者数をCPIでデフレートしたものであるが、確かに、毎勤統計の+2%の雇用者数の伸びでみると実質所得は相当良くみえるが、労働力調査の方を使えば、毎勤統計では

+2.7%位のW×Lが+1.1%にしかならず、実質雇用者所得はここまで伸びていないという結果になり、インフレーションも違ってくると思う。以前、毎勤統計と労働力調査の議論をした際、同じデータベースをみる方が良いので毎勤統計をみているという説明であったが、乖離が大きくインフレーションは違ってみえる。これについてどのように考えているのか。

最後は、耐久消費財についてである。販売統計などをみると、4、5月の家電実質販売額は弱く、鉱工業生産をみても、耐久消費財の生産・出荷はこここのところ2か月位弱いと思う。企業物価指数の耐久消費財をみると、伸び率は結構高い。これは、圧倒的に円安の効果で輸入品の伸びが相当高くなっているが、CPIでは下落幅は改善しているがまだ下落している。ここから推察するに、需要が弱いために、川下に移るにつれて流通段階でマージンのスクイーズのようなことが起きているようにも思う。その辺りで何か情報があれば教えて欲しい。

#### 前田調査統計局長

最後の点は、白井委員がおっしゃるようなことだと思う。ただ、CPIと企業物価で品目構成が違うことによる差もあるので、毎月毎月の動向をあまり厳密に追いかけても分かりにくいと思うが、足もと6月もエアコンが全然売れなかつたというような話や価格が下がっているのではないかというような話もあるので、足もとの耐久財の鈍さが影響している可能性もあると思う。

1点目のパート比率については、サンプル替え等ではっきりしたことは言えないが、図表34(3)の所定内給与の要因分解でパート労働者比率要因等のマイナス寄与が小さくなっている、つまりパート比率の上昇テンポが鈍ってきてていることが、毎勤統計からは窺える。労働力調査も、振れは大きいが傾向的にみれば、2014年に入って以降、非正規比率はどうも頭打ちになってきている。前年比ではまだ少し上がることもあるが、それまで大きく上がっていたところがそうではなくなってきている。

白井委員

4月、5月は非常に増えている。

前田調査統計局長

われわれがみている季節調整値では、ほぼ横ばい、あるいはむしろ少し下がっている。

白井委員

季節調整値ではそうかもしれない。

前田調査統計局長

その意味では、似たような動きになっている。また、企業では、雇用確保の観点から良い人は正規社員にしたいという雰囲気になっているので、そのようなアネクドーツの情報も踏まえると、非正規比率がどんどん上昇するような状況ではなくなってきたと思っていると思う。ただ、一方で、女性の労働参加、団塊の世代や65歳以上が労働市場に入ってくる時にはどうしても非正規ということになる。これは、需要側の要因というよりは供給側の要因なので、ここから非正規比率が下がるかと言うと、恐らくそうではなく、上昇テンポが緩まる程度にみておいた方が良いと思う。

2点目の雇用者所得については、白井委員がおっしゃったとおりであるが、われわれは絶対的に毎勤統計ベースでみている訳ではない。GDPの推計では、労働力調査の雇用者と毎勤統計の賃金を掛け合わせて計算しているので、両方みている。従って、図表35(3)には両方の雇用者所得を載せており、両方みる必要があるということである。両者の実質所得で1%ポイント弱程度の乖離はあるが、傾向としてみれば、昨年はマイナスであったが今はプラスになってきてること自体には、あまり差はないと考えている。

#### 4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

それでは、金融環境について説明をお願いする。

内田企画局長

資料－5 (参考計表) 【追加】をご覧頂きたい。まず、図表1の家計のインフレ予想であるが、(1)の生活意識に関するアンケート調査では、数字で聞く質問の結果はほとんど動いていない。現在の実感インフレ率は+5%、今後1年間の予想インフレ率が+3%、今後5年間の予想インフレ率が+2.5%から+2.0%となった——これは2.5%だったり2.0%だったりする——が、大きく言えば横ばいである。「上がる」、「下がる」の質的質問から推計したインフレ率も大きく言えば横ばいであるが、今後5年間の予想インフレ率は、前回の+0.94%から今回は+0.82%と、若干ではあるが0.1%ポイント程度下がっている。ここは足もとやや下がっているのではないかという感じがする。ただ、大きな傾向としては横ばいということで良いと思う。(2)の消費動向調査の1年後の予想インフレ率は、5月に下がって、6月は横ばいあるいは若干下がっている。いずれの指標をみても、大きく言えば横ばい、あるいは足もと若干下がったものもあるという感じである。

図表2の短観でみた企業のインフレ予想は、(1)の価格判断も大きく言えば横ばいで、足もとだけをみれば少しだけ上がっている。(2)の物価、CPIの見通しについては、今回は、1年後が+1.4%から+1.4%、3年後は+1.6%から+1.5%、5年後は+1.6%から+1.6%と、大きく言えば横ばいであるが、1年前と比べると、いずれも0.1%ポイント程度低下している。これについて、図表3で+1%程度、+2%程度、+3%程度以上と回答した企業の構成比——質問は何%程度かを整数で聞いている——をみると、1年後、3年後、5年後のいずれの年限をみても、+1%程度、+2%程度の回答比率が上がっているので、平均値が下がっている最大の理由は、+3%程度以上と高い数字を回答していた人達が減ってき

ていることである。以前、個人や家計で2%の回答に収斂する傾向がみられると申し上げたが、企業についても似たような傾向がみられるのではないかと思われる。図表2(3)の販売価格の見通しは大きく変わっていない。1年後が+0.9%、3年後が+1.7%で変わらず、5年後は+2.2%から+2.1%となっているが、これもそれほど大きな違いではないと思う。

図表4のエコノミストのインフレ予想については、(2)のESPフォーキャスト調査で7月調査の結果が出ているが、2015年度+0.33%、2016年度+1.22%、2017年度+1.31%と、ほとんど変わらずであった。図表5の債券市場のインフレ予想については、こちらも消費税率引き上げの影響を除くと概ね横ばいであるが、細かくみると、2年先から10年後までの8年間の平均値はこのところ小幅低下しており、先程家計で申し上げたのと似たような傾向がある。(3)のBEIは、0.1%程度下がっている。前回6月19日が+1.08%、昨日が+0.96%であるので、0.12%ポイント程度下がっている。これは、この間、コモディティ、特に原油価格が7ドル程度下がっているので、その影響のようであるが、英、米、欧では、結果的に行って来いで大きく動いていないので、日本が少し大きく下がった感がある。これについては、たまたま原油価格が下がった時期に物国債の入札があり、入札自体は悪くなかったが、その後の売れ行きが良くなかったというような話が、マーケットでは聞かれている。

次に、資料-5(参考計表)をご覧頂きたい。図表7は資金調達コストであるが、5月の貸出約定平均金利は、新規・長期が0.850%、新規・総合(除く交付税特会向け)が0.973%となり、いずれもボトムではないがほぼボトムである。貸出金利は、引き続き低下方向にある。

図表11はボリュームである。民間部門総資金調達が、6月速報で+0.9%と、2013年10月以来1年7~8か月間1%を超えていたが、久方振りに1%を切った。原因是、貸出が+1.5%から+1.4%へ0.1%ポイント落ちたこと、このところ社債がマイナスになっているという辺りであろうと思われる。民間銀行計の貸出の前年比は、5月の+2.7%から6月は+2.6%へ0.1%ポイント低下している。別途、金融機構局からも報告

があったとおり、M&A案件等はこのあともまだパイプラインにあるので、単月の振れの可能性もあり、もう少し様子をみていく必要がある。国内公募社債は、4月3,160億円、5月4,280億円と少なかったが、6月は8,705億円と相応の数字となり、4～6月平均では5,000億円程度に戻った。転換社債発行額と株式調達額もそれぞれ1,004億円、3,035億円と大きな数字となった。因みに、7月は公募増資がかなりのロットで行われるようであり、自動車、電機、通信販売などで、結構大きな数字になると思われる。このように、エクイティ調達は引き続き好調と思われる。

図表16の企業金融関連では、短観の貸出態度判断DIは、全産業で20から20、中小企業では15から16となった。資金繰りDIは、全産業で12から12、中小企業は4から5となった。図表17(1)、(2)でレベル感をみると、貸出態度判断DI、資金繰りDIとともに、2000年代中盤のピークの水準と大体同じ辺りにある。図表18の倒産については、6月は824件と引き続き極めて少なくなっている。

最後に、図表19のマネー関連では、M2は、5月に+4.1%と1か月だけ4%台に乗ったあと、6月は+3.8%になっている。これは、先月申し上げたが、6月に消費税を払うため5月に法人が待機資金として法人預金を貯めていたが、それが財政の税揚げで元に戻ったということであり、M2は大体3%台半ばから後半で推移している傾向に変わりはないと思われる。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

2点質問する。1点目は社債の発行についてである。図表11で、6月は社債の発行が結構あったという説明であったが、債券市場が結構ボラタイルだったと思う。特に、月初には金利がかなり上がったが、このような時は発行は少し後ずれしやすいのではないかという気もしたが、そのよう

なことはなく非常に増えている。この背景は何か。4、5月に予定されていた案件が後ずれして6月になったということもあるのか。金利が月初に上がって、表面利率が高めだったので需要があったということなのか。また、銀行貸出の伸び率が5、6月と落ちてきて、これがトレンドかどうかまだ分からぬという説明だったが、銀行貸出からのシフトもあったようみえるがどうか。

2点目は、非常に細かな点であるが、図表22(2)の地価・住宅価格で、不動産研究所の住宅価格指数、つまり東京都の既存マンションの価格が、足もと前年比で結構落ちていて、先程出た新築では依然として好調という感じなので、ちょっと解せない感じがある。これは、ファンダメンタルズを反映した意味のある動きなのか、それとも全く意味のない数字、あるいは技術的な要因なのか。何か分かれば教えて欲しい。

#### 内田企画局長

1点目については、単月の動きだと思う。6月は大きな数字になっているが、4、5月に様子見していた人達が若干発行しているという程度の話ではないかと思われる。この間、全般に、おっしゃるようにボラティリティが上がったこと、あるいはベースレートが結構動いたことから、様子見はあったが、結果的に発行した人達は仕上がりの金利はそれほど高くないで満足しているという話が、発行サイドからは聞かれている。貸出からのシフトという話はあまりない。社債を発行できるような企業であれば、社債発行を見送るのであれば貸出をするところは幾らでもあるが、銀行が引いたので社債を発行するというような話はあまり聞かない。単月の動きではないかと思う。因みに、7月は今のところあまりパイプラインに案件は入っておらず、引き続き社債は発行しようと思えば発行できるが、このあとどの程度戻ってくるのかはみづらいところがあるので、引き続きみていきたいと思う。

2点目については、特段調べている訳ではないが、あまり大きな意味はないと思う。元々リピートセールス方式でそれほどサンプルがない中で同

じ属性があるだろうと思うものを取っているので、6%位から4%位に下がっているが、これは単月の動きであまり関係ないと思う。この指標については、前年比でプラスが続いているという程度の評価が適当と思うので、そのようにみた場合、マンション価格は比較的強めで推移しているということで良いのではないかと思う。

## 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をお願いする。

中村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」の「差し替え」に沿って、変更点をご説明する。まず、実体経済の現状パートについては、総括判断に変更はない。内訳については、輸出と鉱工業生産を変更している。前月はいずれも「持ち直している」としていたが、4～5月の指標、企業からのヒアリング情報等を踏まえ、「振れを伴いつつも」という表現を加えている。これは、1～3月の海外経済の減速がラグを伴うかたちで影響し、足もとの輸出および生産が鈍化していることを踏まえたものである。ただ、こうした輸出、生産の鈍化は一時的とみられるため、傾向的には「持ち直している」との判断は維持し、「持ち直し」との表現は変えていない。一時的な鈍化と傾向的な持ち直しの動きは、輸出、生産ともに同じであるため、両者をまとめて記述している。

今月は短観が公表されたので、企業の業況感に関する記述を加えている。表現としては、「業況感は総じて良好な水準で推移」としている。前回は4月に同様の記述をしている。

次に、実体面の先行きパートについては、設備投資を変更している。前月は「緩やかな増加基調を続ける」としていたが、今月は短観の設備投資計画が強めであったことや機械受注の増加を踏まえ、先行きの緩やかな増加の確度は高まったと判断し、「基調」という言葉を取った。

物価パートでは、国内企業物価を変更している。国内企業物価の現状については、前月は「緩やかに上昇」としていたが、6月の実績値を踏まえ「横ばい圏内の動き」としている。先行きについても、前月は「緩やかな上昇を続ける」としていたが、商品市況の動きなどを踏まえ、「横ばい圏内で推移」と変更している。消費者物価については、変更していない。ただ、前月まであった「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」という文言は削除している。これは、5月の消費者物価の前年比では、いわゆる経過措置の対応が終わったためである。

### 正木企画局政策企画課長

金融面では、総括判断は「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」という判断を維持している。個別項目についても、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だけである。順にみていいくと、まず、マネタリーベースの前年比は、5月が+35.6%、6月が+34.2%と「3割台半ば」の伸びを続けている。6月短観が発表されたが、「企業からみた金融機関の貸出態度は、改善傾向が続いている」、「企業の資金繰りは、良好である」と、こちらも表現はえていない。いずれも細かくみると、大企業では前回からほぼ横ばいであるが、中小企業では極く小幅ながら一段と改善している。銀行貸出残高は、5月が前年比+2.7%と+2.6%から少し上方修正されたが、6月が+2.6%であり、「2%台半ば」でのプラスを続けている。先程、説明にもあったように、基調としては現時点で変化ないとみている。C P・社債については、発行残高は前年比小幅のマイナスで推移しているが、「良好な発行環境が続いている」との表現はえていない。マネーストックについては、法人の流動性預金が納税待機資金で伸びたことなどから5月の前年比伸び率は+4.1%と伸びたが、6月はこれが剥落し+3.8%となった。従って、「3%台後半の伸び」と修正しているが、傾向としてはこのところ3%台後半の伸びが続いている。

最後に、市況であるが、ターム物金利は、短国レートは引き続き小幅の

マイナスであり、「横ばい圏内」で良いと思う。その他の市況については、前回会合終了時点の6月19日は、10年債が0.43%、日経平均株価が20,100円台、ドル／円レートが122円90銭台であった。その後はいずれの市場も、米国の金融政策を巡る思惑、ギリシャ情勢を巡る不透明感、さらには中国株価の下落などを受けてかなり振れの大きな展開となったが、前月と比較すると、いずれも「概ね同じ水準」ということで良いと思う。敷衍すると、長期金利は一時期0.510%まで上昇する場面もあったが、足もとでは0.4%台前半ないし半ばである。株価は、一頃20,800円台まで上昇したあと、一時は2万円を割り込む局面もみられたが、足もとは再び2万円を超えている。為替もかなりボラタイルであり、一時124円台まで円安が進んだあと、リスクオフの流れから120円台まで入る局面もあったが、足もとは123円台半ばでの取引となっている。いずれにしても、このところ市場の動きが大きいので、明日の会合終了時までの動きを踏まえ必要に応じて適宜修正したいと考えている。以上である。

### 黒田議長

他にないか。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では、厳正な機密管理をお願いする。

(15時57分中断、15日9時00分再開)

### 黒田議長

金融政策決定会合を再開する。まず、本日の議事進行をご説明する。本日は、中間評価を含めた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、6月18、19日開催分の議事要旨の承認の順に進めていく予定である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介する。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斷の際や閉会後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正在している。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願ひする。

### III. 金融経済情勢に関する討議

黒田議長

最初に、金融経済情勢に関する討議を行う。本日は、展望レポートの中間評価を行うので、執行部は政策委員の見通し計数と分布を配付して頂きたい。

[事務局から資料を配付]

それでは見通し計数と分布について、執行部から説明をお願いする。

内田企画局長

参考1をご覧頂きたい。中央値で申し上げると、実質GDP成長率は、2015年度は+1.7%、前回4月の+2.0%から0.3%ポイントの下振れとなっている。2016年度、2017年度については、それぞれ+1.5%、+0.2%で変わっていない。CPIは、2015年度が+0.7%、前回4月の+0.8%から0.1%ポイントの下振れ、2016年度は+1.9%で前回の+2.0%から0.1%ポイントの下振れである。2017年度は、消費税率引き上げの影響を除くベースで+1.8%となり、前回の+1.9%から0.1%ポイント下振れとなっている。これまでの慣例では、成長率については0.3%ポイント程度の変化では、「不变」と書いたケースもなくはないが、「幾分下振れ」としているケースが多いので、2015年度については微妙なところだが「幾分下振れ」というのがこれまでの書き方である。2016年度、2017年度は、変わらない。CPIについては、0.1%ポイントの上振れあるいは下振れ

の場合には、これまで「概ね見通しに沿って」としている。いずれも 0.1% ポイントの下振れなので、これまでの慣例に従えば「概ね見通しに沿って」ということになると思う。

また、事前にお願いしていたが、注 3 で、「原油価格（ドバイ）については、1 バレル 60 ドルを出発点に、見通し期間の終盤にかけて 70 ドル程度に緩やかに上昇していく」という想定にしている。前回は、55 ドルを出発点にして 70 ドル台前半に上昇という想定であったので、足もとのところはやや上げて、全体的に少し緩やかな上昇という想定である。その際のエネルギー価格の寄与度については、前回の記述と全く同じである。

リスク・バランス・チャートについては、実質 G D P 成長率は上下にほぼバランスした姿、C P I は下振れリスクが若干大きく、いずれも 4 月と同じような形状である。以上である。

### 黒田議長

それでは、最近の金融経済情勢および中間評価について、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、白井委員からお願いする。

### 白井委員

前回会合以降の変化としては、ギリシャ金融支援交渉の難航と中国の株価暴落が重なったことで、世界の金融・商品市場が大きく変動し、幾分リスク回避的な動きがみられたことである。わが国でも、株価の荒い値動きと幾分の円高に直面したが、現在は落ち着きを取り戻している。ただし、これらの問題が解決した訳ではないので、海外情勢、市場動向を注視していく必要がある。

そのような不透明さが残る中、本日は、展望レポートの中間評価を行うので、まずは、その前提となる環境について、前回 4 月時点との主な違いを 3 点指摘する。第 1 に、本年 1 ~ 3 月期の G D P 成長率が在庫投資の増加を主因に市場予想対比で大きく上振れたこと、第 2 に、海外経済の成長

見通しが米国、アジア等の本年前半の減速等によって下振れていますこと、第3に、原油価格の先物カーブが3ドル程度下方へシフトしたため2017年までに70ドル程度に達するとの見通しへと下方修正が必要なことである。これらの変化を反映した現状と中期見通しについて、以下で私の見解を申し上げる。

まず、わが国経済の現状であるが、企業部門をみると、本年4～6月期の鉱工業生産は下落が予想される。理由は、軽自動車等の国内販売の落ち込みと幅広い業種・地域向けの輸出の下落が見込まれるからである。7～9月期についても、ミクロヒアリング調査によれば、僅か1%程度の生産増加にとどまる見込みである。そのような鉱工業生産の弱さと対照的に堅調なのが、設備投資である。6月日銀短観の2015年度設備投資計画でも、製造業大企業は前年比+17%の増加と強気で、大企業のマインドが高水準で推移しているとの整合的である。ただし、その設備投資計画は、需要拡大予想に基づくというよりも、更新投資や省力投資を中心のように思われる。なぜなら、日銀短観の国内需給判断DIと海外需給判断DIが、足もとおよび先行きともに改善ペースが緩慢であるほか、2015年度の売上高計画が対前年比1%程度の増加に過ぎないからである。やや気になる点は、6月景気ウォッチャー調査の景気の現状判断DIが2か月連続で悪化しており、先行き判断DIも悪化に転じていることである。輸入原材料の高騰や人材のミスマッチが指摘されており、中小企業を中心に厳しい収益状況や人手不足による経済活動の制約が強まっている可能性がある。

一方、家計部門の現状については、実質賃金は緩やかに改善しており、良好な雇用の伸びにも支えられて、家計マインドは改善している。特に、注目しているのは、6月消費動向調査の消費者態度指数における「収入の増え方」と「暮らし向き」が2か月連続で改善していること、並びに6月の生活意識に関するアンケート調査において、収入DIと支出DIとともに、現状および1年後の見通しが全て改善している点である。家計が所得改善を認識し始めたと思われ、また物価上昇を望ましいと回答する割合も少し増えた点は前向きの動きと言える。とはいえ、こうした前向きの姿勢は、

5～6月の悪天候等の一時的な要因もあってなのか、まだマクロ的な消費支出の拡大として顕在化していないようである。

経済の中期見通しについては、雇用・所得環境の改善と海外経済の持ち直しによって本年7～9月期から経済成長率が上昇し、需給ギャップもプラス幅を緩やかに拡大していくとみている。2015年度の成長率見通しは、足もとまでの輸出、消費の弱さと在庫投資の反動を織り込んで4月評価時点から下方修正を行い、1%台半ば程度とした。2016年度以降の見通しには変化はない。

リスク評価については、海外経済情勢を中心に、下方に傾いていると判断している。特に、ギリシャについては、債権団側が提示した財政改革案に対してギリシャ政府が大筋合意し、本日15日までに具体的な法案が議会で投票にかけられる。仮に、成立してつなぎ支援が得られたとしても、第3次支援の詳細に関する詰めの交渉はこれからであるので、交渉が長引くと、ユーロ圏域内の企業・家計マインドを悪化させて景気回復に水を差す懼れもある。また、ギリシャにおいては、これまでの緊縮財政のもとで2013年以降2年間に亘り辛うじてプライマリーバランスを均衡させている。しかし、GDPが2008年対比で消費の大幅減退によって約25%も下回り、失業率も25%程度という厳しい状態のもとで、来年以降再び黒字化を継続するのは厳しく、経済プログラムが頓挫するリスクが高いとみている。

中国についても、株価の大幅な下落と異例の株価維持政策によって市場の信認の回復に時間がかかる可能性もある。中国経済が、本年入り後、既に減速気味で企業収益も前年対比で減少している中で、有効な景気対策が採られない場合には、経済が予想以上に下振れし、わが国を含むアジアや資源国経済を下押しするリスクがある。仮に、ギリシャ・中国問題が長引くもとで、米国FＲＢが年内に利上げを実施すると、資本フローが急変動し、世界の金融・商品市場が不安定化するリスクが高まる可能性もある。

物価の現状については、コアCPIは0%近傍で推移しており、秋口までは現状程度で推移するとみている。中期見通しについては、全期間に

直って幾分下方修正をした。理由は、本年4～6月期の経済成長率の下方修正によって需給ギャップの改善ペースが幾分緩やかになると見込まれること、および、次のラウンドで触れるが、幾つかの予想インフレ率やトレンドインフレ率が多少低下していることから、コアCPI変化率が着実に上昇傾向を強めていくにはもう少し時間がかかるとみているからである。2016年度末にかけて2%程度に近づくとの見通しは維持している。リスク評価については、引き続き下方に傾いているとみている。以上である。

黒田議長

石田委員お願いする。

石田委員

まず、海外経済であるが、「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」との判断を維持することで結構である。欧州は、ギリシャ問題による金融市場での緊張はあったが、引き続き緩やかな回復を続けているほか、米国も、原油安やドル高などを背景に鉱工業部門で調整の動きもみられるが、基本的に家計支出の改善に支えられて回復しているとみている。一方、新興国については、対照的にこのところ弱さが目立っている。特に、中国については、過剰投資の下押し圧力が根強いもとで、株式市場が大きく調整している。今回の政府の株価への強力な介入は、成長維持に向けての政権の意志の強さを示す一方で、中国の特異さを際立たせるものとなり、将来的な不安定性を印象づけるものとなつたとみている。

次に、わが国の景気については、「緩やかな回復を続けている」との判断を維持することで結構である。

6月短観の結果については、高水準の収益が維持されるもとで、業況感は大企業を中心に改善しており、総じてしっかりとした内容だったと受け止めている。特に設備投資については、自動車などの加工業種を中心に強めの計画となっており、機械受注など他の先行指標の強さも踏まえると、引

き続き増加を続ける蓋然性が高まってきたとみている。

輸出・生産については、足もとの実績はやや弱めであるが、年前半の海外経済の減速がラグを伴って影響した面も大きいとみており、その後の米国経済のリバウンドや、輸出受注PMI、製造工業予測指数といった先行指標の改善をみる限り、トレンドの変化に繋がる可能性は小さいと思っている。ただし、中国経済のさらなる減速懸念や世界的なエネルギー関連投資の落ち込みといった下振れリスクのほか、国内でも鉄鋼業における在庫調整がやや長引くとのことであり、夏場以降、踊り場的な状況を脱していくか、注視していきたいと考えている。

この間、個人消費に関しては、足もとの販売統計は、天候要因や統計のバイアスもあるよう弱めのものがみられるが、所得環境の改善が続いているもとで、基本的に底堅く推移しているとみている。このところの東大・一橋物価指数の強さも、販売現場における価格設定スタンスの強さを示しており、消費が底堅いことの証左でもあるとみている。もっとも、今後も底堅さが持続していくためには、足もと0%程度の実質賃金がしっかりと改善していくことに加え、天候面での安定が必要と考えている。

物価については、コアCPIは、当面0%程度で推移するとの見方に変わりない。このところ上昇してきているエネルギーを除く総合指数の動きを中心にみていくことで、引き続き物価の基調的な動きを確認していくと考えている。

最後に、展望レポートとの関係であるが、成長率については、2015年度について4～6月の下振れを織り込むかたちで若干下方修正しているが、基本的に展望レポートのシナリオに沿った動きとなっているとみている。また、物価についても、僅かに下方修正しているが、2016年度にかけて、エネルギー関連品目の下押し圧力の減衰とともに、上昇ペースを加速させていくとの見方に変わりない。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いする。

## 佐藤委員

内外経済の現状評価と見通しについて、メインシナリオは執行部案で概ね結構であるが、足もとのギリシャ・中国情勢に鑑みて下方リスクも意識しておく必要もある。

海外経済について、まず、米国経済は、雇用の堅調な拡大が続くもとでも年初来足踏み状態にあった消費に、振れを伴いつつも持ち直しの動きがみられる。ドル高・原油安による輸出、生産、設備投資の足取りの鈍さといった下押し要因は残るが、消費の回復から本年後半は概ね巡航速度、ないしそれ以上のペースに復するものと楽観視している。

一方、この間、株式市場の混乱に見舞われた中国経済は、4～6月期も当局の金融緩和を含む一連の景気刺激策のもとでも7%の成長目標をやや下振れて推移したとみられるうえに、今回の株式市場の混乱が消費をはじめとする景気動向にどのように影響するか、これまでのところ株価と景気に相関はみられないものの、情勢を注視している。元々過熱気味であった株式市場は相応の調整リスクがあるとみていたが、時価総額の半分近い銘柄の取引停止等、一連の経過は悪材料払拭には却って逆効果のように思われ、足もとの反発でも先行き調整は長引くのではないかとの感触を持っている。

さらに、瀬戸際外交を続けるギリシャ情勢の帰趨次第では、この間生じかけた世界的なリスクオフの流れが再燃しかねない。ギリシャ支援を巡っては、13日に漸くEU首脳間の合意をみたものの、様々な事情から事態はまだ予断を許さないように思われる。既に原油価格の急落等、あとで申し上げる経済・物価見通しの中間評価の前提が、一時的かもしれないものの、微妙に変化しつつあることにも留意する必要があるようと思われる。

国際金融資本市場の先行きをみるうえでポイントの1つである米国の利上げに関して、先月末から今月初にかけ米国に出張し、当局や市場関係者と意見交換したところでは、 の要人からは、ギリシャ情勢などが利上げに影響する可能性についての懸念が一部から聞かれたが、市場関係

者は概ね限定的との見方であった。9月のFOMCまでまだ2か月あるため、この間の経済・金融情勢次第ではあるものの、仮に9月利上げとなる場合、国際金融資本市場に一時的にせよ追加的な逆風となることも想定される。

国内経済については、4～6月期は1～3月期の海外経済減速の影響から輸出、生産が振るわず、また個人消費の足取りも鈍く、概ね0%から小幅マイナス成長にとどまったとみられる。7～9月期は輸出、生産が在庫調整の進捗等から幾分持ち直すと期待される。もっとも、2～3か月先の景気動向に先行するとされる景気ウォッチャー調査の各種DIは若干垂れ気味である。

一方、短観6月調査にみる企業の業況感は引き続き良好で、設備投資計画も大企業製造業を中心に堅調である。1～3月期の年率+10%近い設備投資の伸びはさすがに出来過ぎの感があるが、各種先行・一致指標の動きから判断して、設備投資は緩やかな回復経路にあるとみて差し支えないであろう。

以上のことから、本年後半の国内経済については、海外経済にリスク要因があるものの、個人消費の持ち直しや設備投資の緩やかな回復、また製造業の在庫調整進捗を映じて年率+2%程度の緩やかな回復軌道に復するとみている。

私自身の2015年度の見通しは、1～3月期の年率+4%近い高成長によるゲタの上昇と4～6月期の0%成長見通しが相打ちとなるかたちで、前回4月の展望レポート時から不変とした。2016～2017年度の見通しについても、現時点で前回見通しに修正を加える新たな材料はなく、やはり不変とした。

最後に、物価について、5月の全国消費者物価指数において、除く食料・エネルギーのいわゆるコアコア部分の上昇がエネルギー価格の影響を受けるコア対比で目立ってきた点は、このところ幾分強めの傾向を示す東大・一橋物価指数の動向と並び、企業の価格設定戦略の変化を間接的に示すものとして興味深く受け止めている。ただし、7～9月期はエネルギー価

格のマイナス寄与が極大化し、除く生鮮食品の前年比上昇率が一時的にせよマイナスに転じる可能性が相応に残っていることなどから、2015年度の私自身の見通しは前回と不变で、今回の政策委員会の中心的な見通し対比慎重にみている点も同様である。2016～2017年度については、エネルギー価格のマイナス寄与がこの年末から来年初にかけプラスに転じることを主因に、前年比上昇率はやや高まるとみている。それでも、人々の中長期的な予想物価上昇率が、1%台の成長率や1%未満の賃金改定率のもとで一段とかつ急速に上方シフトすることは想定しがたく、2016～2017年度の見通しも今回の政策委員会の中心的な見通し対比慎重にみている。以上である。

黒田議長

原田委員お願いする。

原田委員

まず、海外経済については、「一部に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、米国経済の回復は力強いものではなく、中国経済が傾向的に鈍化している中で、株価は急伸ののち6月後半から急落している。この株価の急落を、どの程度実体経済の変調と捉えるべきかの判断は難しいところがあるが、これが中国経済ひいては世界経済に与える影響は無視できない。さらに、ギリシャ問題の先行きなどについて、様々なリスク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賛同する。所得から支出への連関のうち、設備投資については、短観の設備投資計画や、機械受注、建築着工など投資の先行指標から、確かな動きが確認できた。しかし、消費への連関はまだ弱く、内閣府の消費総合指数でみても4～6月期合わせてもマイナスの模様である。生産も、予測指数から作った4～6月期の指標は前期比マイナスとなるようであるし、在庫はマイナスだが、在庫率は高まるようでもある。ただし、雇用関連の指標は傾

向的に改善している。1人当たり実質賃金の増加率はゼロ前後だが、賃金×雇用の雇用者所得でみれば実質でもプラスになっている。要するに、着実な改善はみられるものの、力強い回復はみられていないということである。

本行の地域経済報告、いわゆるさくらレポートでも、北海道の景気判断が改善したほかは、4月と同様の判断となっている。さらに、先程述べた設備投資の回復も、米国・中国経済の先行き次第によっては、頓挫する可能性もある。

物価の先行きについて申し上げる。物価は、当面ゼロを下回らない程度で推移すると思う。食品およびエネルギーを除く物価をみると、5月は+0.7%となっている。エネルギー価格下落の影響がなくなる秋以降、徐々に上昇していくであろう。賃金の物価に与える影響を総合的にみるユニット・レーバー・コストも安定的に上昇しているので、物価が徐々に上昇していくことは間違いないと思う。

これまでの経済の動きを、前回の展望レポートの内容と比較すると、私の予測は、実質GDP、物価とも僅かずつ引き下げた。その理由は、4～6月期の経済の足踏み、中国経済情勢の先行き不安、それが世界経済、わが国経済に与える影響を考慮したことである。なお、物価は2017年度に2016年度より低下すると予想しているが、これは消費税増税の影響が、直接的に物価を引き上げるとともに需要を減退させ、消費税増税が直接物価を引き上げる効果を除いた物価を引き下げる影響をもたらすからである。しかし、これは消費税増税のやむを得ない効果であり、それによって物価の基調を崩す訳ではないと考えている。以上である。

黒田議長

木内委員お願いする。

木内委員

前回会合以降、ギリシャ・中国情勢を受けて、世界の金融市場は株価を

中心に不安定な動きを強めたが、現時点ではこれが深刻なグローバル金融ショック、信用収縮に繋がるものではないと考えている。当面の事態は改善に向かっているようにみえるが、多少長い目でみれば、事実上のユーロ圏離脱の可能性も含めて、ギリシャ情勢が一段と悪化する事態をなお覚悟しておく必要がある。それでも、他の欧州周縁国に直接波及するリスクは大きくなないと考えている。

米国経済は、全体としては持ち直してきているが、個人消費にお弱さがみられる。年前半の平均成長率は従来のトレンドを下回るとともに、年後半の成長ペースがトレンドを回復するかどうかはなお不確実である。労働生産性上昇率の下振れ傾向が解消されない場合には、成長トレンドの下振れ観測も加わり、良好な雇用情勢だけでは景気の先行きに楽観論は広がりにくいと考える。中国では、なりふり構わずの株価対策は、当面の市場安定には寄与するとしても、金融改革に関する海外からの信認を大きく損ね、市場の健全な発展の障害になり得ると思う。他方、株価下落による短期的な景気への悪影響はそれほど大きないと考えているが、それを除いても、もはや潜在成長率の低下に見合っているとは言えないほどの成長率の下振れ傾向は当面変わらないと思う。また、成長鈍化に加えて、スマート需要の低迷が、サプライチェーンを通じて日本、N I E s 諸国を中心にアジア地域の経済、貿易活動に抑制効果を生じさせている。

国内経済・物価は安定した状態を続けているとみている。過去に累積された金融緩和の効果は経済に好影響を及ぼし続けているが、他方で、輸出環境の変調や値上げ観測による消費抑制効果によってそれが相殺される面があるため、先行きの経済、物価の改善ペースはかなり緩やかにとどまり、展望レポートの中心的見通しと比べて大きく下振れる可能性を私自身は引き続きみている。当面は、4～6月期の景気の踊り場後の情勢が注目される。先般発表された6月短観は、大企業製造業を中心に経済の安定を再度確認させる内容であったが、大企業と中小企業の間では景況感の改善に格差が目立ち、中小企業では円安によるコスト高を十分に価格転嫁できずに収益が損なわれるとの不安が影響していると思う。他方、中小製造業

も含む鉱工業生産統計は、踊り場後の経済情勢になお不確実性が高いことを示しているように思う。7～9月期の生産が、マイナスが見込まれる4～6月期から明確に持ち直すサインは、予測調査からはまだみえていない。自動車、鉄鋼の生産調整の後ずれに加えて、輸出の下振れの影響が考えられる。予測調査の7月の生産水準を4～6月期と比較すると、電子部品・デバイスなどIT関連財の生産計画の弱さが目立つが、これは中国でのスマホ需要の弱さ、アジア地域内での関連需要の弱さを背景にしていると考えられる。

消費者心理には一部統計で改善がみられるものの、実際の消費活動は、引き続き冴えない動きを続けている。また、家計調査、消費財生産、実質小売販売、新車登録台数などの主だった消費関連指標をみると、これまでに公表された計数からは、4～6月期平均は、いずれも1～3月期平均と比べてマイナスとなる見通しである。今後は、製造業の生産調整が雇用情勢の軟化を通じて消費に与える影響や、食料品など日用品の値上げ観測が防衛的な消費活動に結びつく可能性を注視したいと思う。

物価情勢については、民間発表の小売価格統計には、食料品を中心に明確な上昇傾向がみられるが、より広範囲の物価指標である全国消費者物価統計には、なお大きな変化はみられていない。コアコア指数の前年比上昇率は、5月まで低位横ばいの状況が続く一方、季節調整値では前月比横ばいと4か月振りの低水準となった。円安の影響を受けやすい食料工業品価格の上昇率の高まりは、公共料金の上昇率低下などで相殺されている。消費者物価上昇率が顕著に高まった2013年から2014年初めにかけての状況と足もとを比較すると、需給ギャップの改善ペースに大きな差があることに加え、電気製品の価格が、今回は円安のもとでも比較的落ち着いている点に違いがある。スーパーなどでは、食料品価格を引き上げても売上げが落ちないため、メーカーの値上げを販売価格に反映したり、販売促進目的でのセールを控える動きがみられている。ただし、これは、昨年の消費増税前の駆け込みの反動減の影響で、4月以降前年比の売上高が高めに振れたことを、売上げの堅調さの表れと小売店が過大に評価をしている可能性

も考えられる。この場合、食料品など日用品の価格引き上げが、この先消費者の防衛的な消費姿勢を助長し、再び値上げの動きが抑えられることがある可能性も考えておきたいと思う。

こうしたもとで、4月の展望レポートでは、2%程度に達する時期は2016年度前半頃になる、中長期的な予想物価上昇率も2%程度に向けて次第に収斂していくとの表現などに反対し、修正する提案をしたが、現時点でも、その考え方には変わりない。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

世界経済の現状と先行きについては、執行部の見解と概ね一致している。そこで、ここでは、世界経済の先行きのダウンサイドリスクについて述べる。

第1に考えられるダウンサイドリスクは、ギリシャ債務問題である。ユーロ圏緊急首脳会議は、5月13日にギリシャへの金融支援の再開について条件付きで合意した。しかし、ギリシャは、ユーロ圏という単一通貨圏のメンバーとなる条件を全く満たしていない。それを考慮すると、この金融支援は問題先送りに過ぎず、根本的な解決策にはならないと考えている。従って、ギリシャ債務問題による国際金融市場の混乱は、一旦は鎮静化するものの、中長期的には不透明な点が多く、今後も国際金融市場への影響には注意が必要である。しかし、ギリシャ債務問題がどのように最終的に決着するとしても、ギリシャのユーロ経済に占める大きさは極めて小さいことからみて、世界経済に対する実質的なマイナスの影響はほとんどないと予想している。

第2のダウンサイドリスクは、中国経済の成長鈍化である。今後、株価の調整は次第に落ち着いてくると思われるが、構造調整に伴う下押し圧力は長期的に続き、成長抑制的に働くと考える。当局が成長率の低下をどの程度許容するかによって、景気下支え政策も異なってくるため、今後の中

国経済の成長鈍化の程度については不確実性が高いとみている。

第3のダウンサイドリスクは、中国経済の成長鈍化が大きくなつた場合に新興国経済が悪化するリスクである。中国経済の調整が予想以上の大きさになると、新興国経済は対中国輸出の減少と国際商品市況の悪化等により、その回復が一段と遅延するリスクがあると考えている。中国経済と新興国経済のダウンサイドリスクは、日本の輸出に対して下押し圧力として作用する。

次に、日本経済であるが、需要面からみると、過去最高水準に達した企業収益を背景に、収益から設備投資へという前向きの動きが明確になってきた。6月短観の設備投資計画も製造業大企業を中心になっかりしている。従つて、設備投資の増加は今後も続くと予想している。個人消費は、4月は予想外に落ち込んだ。しかし、5月の消費関連統計、最近の消費者態度指数にみられる消費者マインドの改善、昨年から続いている実質雇用者所得のなっかりした改善などからみて、今後は堅調に推移すると予想している。一方、輸出は、昨年7～9月期以降3四半期増加したあと、2015年5月に大きく落ち込んだため、2015年4～6月期の前期比はマイナスになりそうである。しかし、この減少は、米国の寒波や港湾ストなどの一時的要因により、1～3月期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。今後は、円安の定着と先進国を中心とする海外経済の緩やかな回復を背景に、増加基調をたどると予想している。公共投資は緩やかに減少すると予想されるが、日本経済は個人消費と設備投資などの民需の増加と輸出の回復とに支えられて、緩やかな成長を続けると予想する。

以上から、2015年4～6月期の輸出の鈍化と在庫調整を反映して、2015年度の実質経済成長率は、4月展望レポート対比若干下振れすると思われる。一方、2016年度と2017年度については、4月展望レポートと変わりはない。こうした見通しのダウンサイドリスクは、既に述べたが、中国経済の成長低下とそれを原因とする新興国経済の成長の低下にあると思う。物価については、エネルギー価格の下落が4月展望レポート対比でみて、

やや長引きそうである。しかし、エネルギー価格は当面は物価引き下げ要因であるが、中長期的にみれば物価引き上げ要因であると考えている。物価の基調を3つの指標から判断すると、第1に、雇用需給の引締まりから賃金が上昇を続けている。第2に、堅調な内需増加により需給ギャップも縮小しつつある。第3に、予想物価上昇率も長い目でみて上昇傾向にあると考えている。これらの経済指標からみて、物価の基調は着実に改善していると思う。物価の基調をみると、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価前年比を消費増税の影響を除いてみると、2015年1月の+0.4%を底に上昇に転じ、5月は+0.7%と2014年9月の伸び率まで回復した。今後もこの基調は続くと予想している。また、価格上昇品目比率から価格下落品目比率を差し引いた指標も拡大している。

以上から、今後の消費者物価上昇率については、2015年度と2016年度は、海外経済の下振れの日本経済へのマイナスの影響を考慮すると、4月展望レポート対比で若干の下振れリスクがあると思われるが、2016年度前半に2%に達するという見方は変えていない。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いする。

中曾副総裁

最初に、国際金融資本市場は、ギリシャ情勢と中国株要因でリスクオフの動きがみられた。ギリシャ情勢については、ギリシャ政府とEU諸国との間の合意成立により、一応ギリシャのユーロ圏離脱というシナリオはひとまず回避された。国際金融市場でも、事態の進展を好感した動きとなっている。ただ、今回の合意は、ESMからの金融支援を受けるための条件について合意したことであり、入り口に立ったに過ぎない。今後、ギリシャを含め各国の議会で必要な手続きが成立するかなど、まだクリアすべきハードルは多いし、その間にもギリシャ経済は日々衰弱している。ギリシャの債務問題が解決に向けて着実に進展するか、今後の展開をなお注

視していく必要がある。

中国株の下落については、中国経済の減速懸念と併せて語られることが多いよう思うが、私は、中国経済の減速が長引くリスクと、中国株が短期間で急騰し下落したこととは、分けて考える必要があると思っている。今回の中国株の大幅な下落は、株価が昨年後半の2倍以上に上昇するもとで元々高値警戒感が広がっていたところに、個人の信用取引が一気に巻き戻されたことから、大きめの調整が生じたということではないかと思う。

海外経済については、「一部にお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」という評価を維持することで良いと思う。

米国経済については、雇用・所得環境の改善が続くもとで、個人消費は冬場の落ち込みから脱し、はっきりと増加している。1～3月の落ち込みは寒波や港湾ストに伴う一時的なものだったと取り敢えず判断して良いと思う。先行きは、堅調な家計支出を起点として、民間需要を中心とした成長が続くとみている。

欧洲経済については、ユーロ安を背景に輸出が緩やかに増加しているほか、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。物価面では、H I C Pの総合が小幅ではあるがプラスで推移しているので、デフレへの警戒感は和らいでいるようである。

中国経済は、構造調整に伴う下押し圧力がかかる中、成長モメンタムは鈍化していると思う。この点が市場でも警戒感を持って受け止められているが、政策当局が金融・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、当面は概ね安定した成長経路をたどると考えて良いと思う。

新興国経済については、当面成長に勢いを欠く状態が続く可能性が高い。この点、中国経済が成長率を維持できたとしても、公共関連の固定資産投資が中心になるとみられるので、アジア周辺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であろうとみている。ただ、先行きは、先進国の景気回復の好影響が及んでくるもとで、新興国経済は徐々に成長率を

高めていくとみている。

わが国経済については、前回会合以降の指標は、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を確認できる内容であった。先の支店長会議での各地からの報告からも、景気回復が地域的な広がりを伴っていることが改めて確認できた。

部門別にみると、まず企業部門では、原油安・円安に支えられて過去最高水準で推移している企業収益を背景に、業況感は総じて良好な水準で推移しており、設備投資は緩やかな増加基調にあると思う。この点は、6月短観にもはつきりと現れていた。特に、製造業大企業の2015年度の設備投資計画は、円安傾向の定着を眺めた国内投資の積極化の動きもあり、この時期としては2004年以来の強い計画となっている。また、機械受注がしっかりと増加を続けるなど、先行きも、設備投資は緩やかな増加を続けるとみている。

一方で、輸出、生産は、足もとでは増勢が鈍化している。その要因であるが、輸出については、1～3月の米中の景気減速がラグを伴って影響していること、また、生産については、こうした輸出の動きに加え、軽自動車や鉄鋼の在庫調整が強まっていることが背景と考えられる。もっとも、海外経済の1～3月の減速は一時的とみられるし、国内民間需要も改善を続け、在庫調整の動きも早晚一巡するとみられる。従って、今後、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いる。

家計部門については、労働需給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。こうしたもとで、個人消費は、天候要因もあってか販売統計の一部に弱めの動きもみられるが、全体としては底堅さが続いていると思う。先行きは、今年度ベースアップを含む新たな給与水準での賃金の支払いが6～7月頃にかけて増えてくること、また、夏のボーナスについても増加が見込まれることから、名目賃金の改善が一層明確になってくると思われる。加えて、消費税率引き上げの影響の一巡や原油安もあって、実質賃金は持続的なかたちで前年比プラスになるとみている。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。

以上を踏まえると、景気の総括判断については、「緩やかな回復を続けている」、先行きについても、「緩やかな回復を続けていく」との判断を維持することが適當と思っている。

中間評価との関係では、成長率は、4月の展望レポート時点と比べて、2015年度は足もとの輸出、生産の弱さから幾分下振れるが、それ以外に見方を大きく変える材料は出でていない。すなわち、2015年度、2016年度は、家計、企業の両部門で所得から支出への前向きの循環メカニズムが働き続けるもとで、円安・原油安の追い風もあって、「潜在成長率を上回る成長を続ける」、2017年度にかけては、消費税率引き上げなどの影響などから成長率は減速はするが「プラス成長を維持する」という、4月の展望レポートで示した見方を維持することで良いと思っている。

物価面では、CPI（除く生鮮食品）前年比は、当面は0%程度で推移するとみている。中間評価については、原油価格が現状程度の水準から先行き緩やかに上昇していくとの前提に立てば、エネルギー価格のマイナス寄与は夏場をピークに剥落し、来年夏頃にはマイナス寄与はゼロとなる。この間、物価の基調は着実に高まっていくと考えられるので、今年度後半以降には、消費者物価が、物価安定目標の2%程度に向けて高まっていくパスが想定できると思っている。従って、2%程度への到達時期を2016年度前半頃とする4月の展望レポートでの見通しを変える必要はないと考えている。以上である。

黒田議長

布野委員お願いする。

布野委員

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。今回は、私にとって初めての会合でもあるので、金融経済情勢についての私の見方を、自動車のデータを材料にして説明させて頂く。

自動車市場は、経済の現状を比較的オールラウンドに映しているほか、自動車市場のデータは他の経済指標よりも早くかつ容易に手に入るため、サプライチェーンの出口にいる消費者の動きがリアルタイムで把握しやすいというメリットがある。その意味で、生産や投資、また経済全般に対する先行指標として使えると思っている。

まず、米国である。今年は年初厳しい冬のため、自動車市場は低調で、GDP低迷の一因となった。しかし、3月には冬の待機需要が表出し、年率換算ベースで1,720万台の高水準となり、それ以来4月、5月、6月と10年来の高水準が続いている。1～6月累計では年率1,690万台、前年比+4.4%である。このように、米国では自動車販売の強い状況が続いている。フォードなどは夏休みに臨時出勤で増産するという情報が流れている。

次に、欧州である。UK、ドイツ、フランス、イタリア、スペインの自動車市場は、軒並み前年を上回る好調が続いている。金融緩和に対して、実体経済がビビッドに反応しているようで、個人消費の回復が予想以上の速いペースでみられている。今のところ、ギリシャの状況が自動車市場にどのように影響するかは不透明である。

中国は、米国を上回る世界最大の自動車市場で、昨年の販売は2,350万台となり、米国と日本を足した規模である。今年は1～6月合計では、前年の水準を維持しているが、4月以来3か月連続で、若干であるが毎月前年を割り込んでいる。しかも、販売の質が悪化しており、円ベースで数十万円単位の値引き合戦が続いている。背景には、供給能力が元々余剰であることや、計画重視の硬直的経営マインドから車の作り過ぎが続いていることや、業界全体で在庫が大変過剰であることがある。これはちょっとしたショックで、大きくつまずくリスクを孕んでいると解釈している。こうした状況下で、上海株式市場の下落が発生したので、金融資本市場と実体経済の両面で、今後の影響の広がりに注目している。

最後に、日本である。昨年4月の消費税アップ以来、1年以上たった今も、自動車市場は低迷が続いている。1～6月の市場は前年比で約10%

減少している。また、本年4月に軽自動車の税金が上がった。このため、全体で低調、軽自動車は特に悪い状態である。結局、自動車市場の回復は小売業全般などよりも若干遅れ気味だと言える。自動車がこのような調子では、景気全般の回復も、まだ本格的とは言えず、時間がかかるとみて良いのではないかと思っている。

以上を俯瞰した私の見方は、足もとの日本経済は緩やかに回復しているが、内需に弱さが残り、息を吹き返すプロセスが始まったところであるというものである。海外経済については、米国と欧州は好調であるが、中国は大きなリスクを抱えている。米国経済の強さについては、金利引き上げにも繋がるため、それは、すなわち世界にショックウェーブを引き起こしかねないリスクでもあるというパラドックスであり、世界全体は緩やかな成長を続けながらも、非常に壊れやすい不安定な状態にあると思う。

最後に、中間評価であるが、私は今回、初めて経済・物価見通しを作成しているが、成長率の見通しは、2015年度と2016年度は潜在成長率を上回る成長を続けるとみている。2017年度にかけては、消費税引き上げの影響等を受けて、潜在成長率を幾分下回る程度に減速しつつも、プラス成長を維持すると考えている。また、物価の見通しは、原油価格が今後緩やかに上昇していくとの前提に立てば、2016年度前半頃に2%程度に達し、その後は安定的に推移する姿を想定している。なお、経済情勢と物価情勢に関するリスクは、やや下方に厚いと考えている。以上である。

### 黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢と中間評価について委員方のご意見を私なりにまとめると、国際金融市場について多くの方が触れられたが、ギリシャ情勢を巡る不透明感、あるいは中国の株価下落などを受けて振れの大きい展開となっている。特に、ギリシャの債務問題の処理に関しては、欧州各国でつい先日原則合意があったが、今後とも引き続き注視する必要があると考えられる。海外経済については、米国は原油安あるいはドル高の影響から鉱工業部門で調整の動きがみられるが、明らかに寒波などが影響

した冬場の落ち込みを脱して、良好な雇用・所得環境を背景として、家計支出に支えられながら回復していることは確かのようである。また、欧州は緩やかな回復を続けている。輸出は伸びているし、特に、個人消費が雇用情勢の改善のもとで引き続き増加している。一方、多くの方が触れられた中国については、構造調整に伴う下押し圧力を背景に成長モメンタムが鈍化しているが、当局は様々な景気刺激策を打ち出しているので、先行きは総じて安定した成長を維持するのではないかと思われる。ただ、これも多くの方が触れられたように、最近の中国の株価下落の影響については、直ちに実体経済に大きな影響があるかどうかは別として、様々な影響には引き続き注視していく必要があると思う。また、安定した成長を維持するとしても、それが公共投資などを中心とするものだとすると、貿易誘発効果があまり大きくないということになるので、アジア経済あるいはわが国の輸出への影響なども見極めていく必要があると考えられる。

新興国経済はやや弱含んでいる。アジアでは、引き続き原油安や金融緩和の影響が景気を下支えしているが、中国経済の減速あるいは構造変化の影響がみられており、ブラジル、ロシアなどの構造問題あるいは政情面の不安を抱える国は引き続き厳しい情勢が続いている。こうした各国・地域の動向を踏まえて、海外経済については、一部にお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、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いる、あるいはよりしっかりときており、この点は6月短観において設備投資計画が上方修正されたことでも確認できた。輸出、生産については、振れを伴いつつも持ち直していると考えられる。このところ、輸出はやや弱めの動きが続いているが、これは、寒波などの影響を受けた3月の米国経済の減速、あるいはこのところのアジア経済のもたつきなどが一定のラグを伴って影響しているとみられる。また、こうした輸出の動きに加えて軽自動車などの一部業種における在庫調整が、生産の鈍さにも繋がっていると考えられる。ただ、これもまた多くの委員が指摘されたように、先行

きについては、海外経済の回復などを背景として、輸出は振れを伴いつつも緩やかに増加していくとみられる。生産も、輸出が増加し、在庫調整が進捗するに伴って緩やかに増加していくと考えられる。家計部門では、多くの委員が指摘されたように、個人消費は、足もと若干弱めの動きもあるが、雇用・所得環境の着実な改善が続くことで、基本的に底堅く推移している。住宅投資も持ち直しているということだと思う。

以上のように、企業・家計部門ともに、所得から支出への前向きな循環メカニズムが作用し続けているので、緩やかに回復している、あるいは緩やかな回復を続けているという総括判断を維持することが適当という見方が共有されていたと思う。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0%程度となっているが、先行きについても、エネルギー価格下落の影響から当面0%程度で推移するとみられる。この間、予想物価上昇率については、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。

中間評価については、4月の展望レポートで示した見通しと比較すると、成長率は2015年度について幾分下振れる一方、2016年度、2017年度については概ね不变であり、消費者物価は、概ね見通しに沿って推移するとの見方が共有されていたように思う。

わが国経済については、2015年度はこのところの輸出の鈍さなどから幾分下振れているが、2015年度から2016年度にかけては潜在成長率を上回る成長が続き、2017年度は消費税の影響などから減速するもののプラス成長を維持するというのが、大方の委員の見方だったと思う。

次に、物価情勢の先行きについては、生鮮食品を除く消費者物価の前年比は当面0%程度で推移するとみられるが、物価の基調が着実に高まり、原油価格下落の影響が剥落するに伴って、物価安定の目標である2%に向けて上昇率を高めていくと考えられる。2%程度に達する時期については、原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提に立てば、2016年度前半頃になると予想されるというのが、多くの委員の見方だつ

たと思う。また、白井委員、佐藤委員、木内委員は物価の見通しについて、より慎重な見方を示された。物価の見通しに委員間で幅があることについては、記者会見等では留意して発言したいと思う。

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

米国と中国について、皆さんから重要なポイントは出ていたと思うが、コメントしたい。まず、米国については、昨日発表されたコア小売売上高をみると下落しているので、4～6月の消費は結構弱くなりそうな感じである。1～3月も弱かったので、消費はそれほど伸びていない可能性がある。設備投資についても、イエレン議長が直近のスピーチでもおっしゃっているように、企業は現金を潤沢に保有し、ファンダメンタルズも非常に良いわりには伸びていない。建設投資も、住宅ローンへのアクセスの問題があつてまだ非常に軟調だという言い方をしている。米国の成長率が2～2.5%程度だとすると、米国の潜在成長率は2%以上なので、需給ギャップはなかなか縮小しない。2017年になって本当に需給ギャップが閉じるか閉じないかという状況になつてくると、金融政策運営としても難しい問題が出てきている可能性があるのではないかという点が、気になっている。

次に、中国についてである。最近の株価下落は、今直ぐに消費に影響するかどうかは分からぬが、私は、3つの点で注目している。1点目は、投資から消費へのリバランスの点である。今は、公共投資以外はほとんどの投資が減速している。製造業の設備投資も、過剰生産なので伸びないし、住宅投資も伸び悩んでいるので、公共投資しかない。その中で、消費を伸ばさなければならぬということで、株価を押し上げていきたいということがあったと思う。住宅投資も伸び悩み、住宅価格も1線級都市以外はまだ下落している中で、消費へのリバランスが後退してしまったリスクがある。

2点目は、銀行が色々ななかたちで株価高騰に影響している点である。証券会社への直接の融資だけではなく、シャドーバンクの理財商品を通した影響も大きいので、そこを考えるとむしろ引締め的になってしまう。今でも中小企業に対しては融資がかなり引締め的であることに加え、IPOもしにくくなってしまうので、このようななかたちで金融環境が少し後退し、引締め的になるのではないかという感じがする。

3点目は、中国の外貨準備が減っている点である。昨年第2四半期から外貨準備が減っており、今年の第1四半期も第2四半期も減っているようである。どうも中国銀行が外貨を売っているようである。その背景は、米国の金利が引き上げられるという予想と中国の成長の減速から、中国の企業や個人が対外投資に積極的になっていることがある。住宅も駄目、株も駄目となると、海外投資が規制の網をくぐって色々ななかたちで出ていく可能性があり、そのような状況下では資本取引の自由化が遅れる可能性も出てくる。このようなことを考えると、株価下落の中国への影響は、単に目先の消費への影響ということではなく、中長期的にもう少し全体的にみた方が良いと思っている。

### 木内委員

中国について、中曾副総裁から、足もとの株価下落の影響ともう少し構造的な成長鈍化とを分けて考えた方が良いということであったが、私もそのとおりだと思っており、そのように申し上げた。昨日も申し上げたが、これだけの金融緩和を実施しながら人民元貸出が年初からなかなか増えないということは、それなりに深刻な事態だと思っている。昨日の長井国際局長の説明では、資金需要がないというよりは資金需要が偏在しており、銀行は国有企业に貸した方がインプリシットなギャランティーもついていて安全であるので、銀行が審査能力を高めてクレジットリスク分を上乗せして貸すような動きになっていないという構造的な問題があるということであった。一方、今回の株価下落の影響で本来必要な金融改革が後退してしまう可能性があるとすると、今申し上げたように、銀行が資金需要

のあるところに資金を回すことをしないということであるので、短期的な株価下落の影響は小さいと思うが、改革の動きが後退する、海外からの信認も落ちること自体が、もう少し長い目でみた経済成長に大きなマイナスの影響を及ぼす可能性もあるのではないかと、慎重に考えている。

### 中曾副総裁

ギリシャと中国について申し上げる。ギリシャについては、中央銀行の視点から、銀行セクターは大丈夫だろうかと改めて思っている。今年に入ってから預金流出が既に全体の2割に達しており、日本の1990年代の銀行危機の経験からすると、2割というのは1つの閾値であり、これを超えると当該銀行の存続可能性、viabilityは一気に低くなる。そのような閾値を既に超えている。また、数値的にELAの増加分と預金の流出額を比べてみると、預金の流出額の方がELAの増加分より大きい。これが何を意味しているかというと多分2つある。1つは、企業が借入を返済してその代わり預金も落ちる、すなわち、両建てで落ちるという動きである。もう1つは、銀行が健全資産を売って預金流出に対応しているという動きであり、このような2つの動きを表しているのだろうと思う。両建てで落としているということは、貸出が減っているということなので、実体経済には収縮的に働く。また、健全資産を売却しているということは、残っている資産は不良資産ということになるので、不良債権比率が一気に上昇する。このように具合の悪い状態になっている。さらに、今は窓口が閉鎖されているので、資本規制によって輸入決済などがとめられているようである。これも実体経済にとって非常に良くない。つまり、銀行の健全性およびこれに依存する経済が日々衰弱していると申し上げたのは、このようなことが背景である。

われわれとして彼等に言っていくべきことは3つ位ある。まず、早急に、EMSを通じた資本注入で再構築を図って健全性を回復する。同時に、ELAを通じた流動性支援によって金融機関の機能をとにかく維持、回復させるということである。それから、昨日の議論では、ベイルインが前提に

なっている議論もあるということだったが、大口預金者は既に逃げてしまっているので、残っているのは多分企業であり、企業は預金と貸出を両建てで持っていると思うので、大口預金をカットしようということになると企業はとにかく借入を返そうとするだろうから、これがまた経済にとつて収縮的に働く。従って、ベイルインは、規律という意味では大事だということは理解できるが、今のギリシャにとっては非常にカウンタープロダクティブではないかと思う。

中国については、先程も申し上げたように、実体経済への影響は取り敢えず大きくないだろう。なぜなら、国際局の分析にもあったと思うが、中国の家計に占める株式の比率は小さいため、逆資産効果はそれほど大きくない。また、企業の資金調達に占める株式の比率も低いので、影響は限定的だと思う。ただ、勿論、コンフィデンスへの悪影響は大きかった。先程、何人かの委員の方がおっしゃったように、中国当局の対応は、極めて異質性を際立たせ、今後の政策対応は大丈夫なのだろうかというイメージ的なマイナス面も含めて、信認という点でマイナスの影響が大きかったと思う。これが結果的に金融改革の遅れに繋がるのではないかという点は、木内委員がおっしゃったとおりだと思う。

### 石田委員

ギリシャについて、通常、バンクランは、ソルベンシーの問題があって銀行は潰れるのではないか、そして銀行が潰れると預金が下ろせなくなるのではないか、ということで起こる。今回のギリシャの場合は、ユーロのデノミネーションの預金がドラクマになるのではないかということから、資産保全に走っている部分がある。それをソルベンシーの問題として、ユーロの当局者がベイルインなどと言うのは非常に問題があると思う。それ自身は体制の問題であり、そこをしっかり支えたうえでの銀行経営であるので、2段構えでみていかなければならぬ案件だと思う。

## 黒田議長

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、追加的なご意見があればどうぞ。

## 木内委員

足もとの消費はかなり弱く、4～6月の実質個人消費は恐らくマイナスになると思う。勿論、これは実勢ではないと思うが、一方で、小売業の認識は、色々なサーベイやヒアリング、景気ウォッチャー調査などをみると、比較的楽観的だという印象があり、ここに若干の不安がある。1つは、売上高が前年比効果で上振れていることを実勢と誤解している面はないだろうか、ということである。景気ウォッチャー調査をみると、足もとの消費には弱さがあるが今後は持ち直していくという期待もあり、その時にキーワードとして出てくるのが、ベア、ボーナス、プレミアム商品券である。

ベアについては、6～7月頃、つまりこれから出てくるという見方もあるが、本当にそうなのだろうか。企業によって色々なケースがあるが、例えば、毎勤統計の一般労働者——パートは振れが大きいので一般労働者——の所定内賃金は、昨年の動きでみると4、5月だけでも結構上がっているので、その意味では、企業によってばらつきがあるとはいって、4月からベアの効果は出ているところも相応にあるのではないかと思っている。一方、5月の一般労働者の所定内賃金の上昇率は+0.2%——確報で変わるかもしれないが——、昨年が+0.1%であったので、それほど変わらないというのが現状だと思う。また、前回も議論になったが、ベアが妥結した時点でアナウンスメント効果として消費にプラス効果が出ている面もあるということを考えると、本当にこれから凄い後押しになるだろうかという点には若干疑問がある。

ボーナスについては、日経新聞のサーベイ結果が数日前に出ていたが、+2.1%であった。ただ、昨年の冬、昨年の夏と比べると相当鈍化している。主要企業だけでなくもっと中小企業を含む毎勤ベースでは、かなり小

幅のプラスという程度だと思うので、これも本当に追加的な後押しになるかというと、若干疑問である。

プレミアム商品券についても、事業規模としてはGDPの僅か0.05%程度しかなく、それが全部追加的な消費に回る訳ではなく、1/3、1/4程度だとすると、消費の押し上げとしては0.01~0.02%程度である。景気ウォッチャー調査では、小売業のコメントとして、プレミアム商品券への期待が出てきているが、若干期待先行の部分があるのではないかと思っている。

あとは、先程も申し上げたが、値上げの反動のようなものがどこかに出てこないかということも、注目材料だと思っている。

### 佐藤委員

生産と輸出に関しては、若干下方リスクを意識しておいた方が良いのではないかと思っている。4~6月期の生産の見方については、月ごとに下方修正されていた。足もとでは、生産統計ベースで前期比-1.4%の減産となっており、調査統計局のミクロヒアリングでも似たような結果になっている。7~9月期は、生産統計、調査統計局のヒアリング調査結果で大体1%台に持ち直すといった見方があるが、これも月ごとに先行き下方修正にならないだろうか。下方修正の背景としては、海外経済が1つの要因として考えられるが、先程、米国の消費に関し、6月の小売売上高の動きが少し鈍いということなので、7~9月期に順調に消費が持ち直していくかどうか若干の不透明感があり、結果的に年後半も消費のペースが雇用の拡大のわりには緩やかなものにとどまるリスクもある。また、中国の株価下落については、実体経済と株価は全然別だとは思うが、さは然りながらこの影響がどのように出てくるかについては、先々不透明感がある。その点で、7~9月期の生産と輸出に関しては、基本的には執行部の見解どおりで良いとは思うが、若干下方リスクを意識しておく必要もあると思う。

### 布野委員

わが国の消費を自動車のアングルからみると、軽自動車は税金が上がったので当然苦戦しているが、軽自動車を除く普通車の方は少し上がってきている。レベル的には一昨年に近づいたという感じで、その中身をみると、個人需要はまだ弱く、どちらかというと法人需要に引っ張られている。そのような需要構造なので、個人消費は未だ弱いのではないか。

輸出については、米国の景気は、先程申し上げたとおり自動車は結構良いが、需要構造をみると、ガソリン安のために米国メーカーが強い分野の車が強く、日本車が強い環境系の車への需要はそこまでは強くない。その辺りが、日本からの輸出のペースが一直線には上がってこない背景を形成していると思う。

中国については、ほとんどの車は現地のメーカーが生産しているが、さは然りながら、部品など様々な財が日本から輸出されている。そのため中国の景気はわが国にとって非常に重要であるが、中国の成長がとまりつづあるということがわが国に非常に大きな影を落としていると思う。先程も申し上げたが、中国の自動車市場は世界一で米国を遥かに超えるレベルであるので、その影響たるや結構深刻である。このため、日本からの自動車関係の部品輸出にも影を落とすことがあるので、中国についてはよくみていかなければならぬと思っている。

### 白井委員

輸出については、昨年10～12月の勢いから落ちてきて、1～3月も弱かったし4～6月もマイナスになりそうであり、やはり海外経済の需要の下振れリスクがあると思う。中国については、中国の輸入が前年比-6%と8か月連続のマイナスである。ここに株価の下落が加わるので、株価下落の影響はマインド中心かもしれないが、実体面への影響もあり得ると思うので、株価下落の影響を軽んじてはならないと思う。中国の輸入が弱いことの日本の輸出への影響はみておかなければならぬと思う。米国については、小売売上高が弱いということだが、先程の話に追加すると、小売

売上高で今回強かったのは、ガソリン価格上昇による名目のガソリン消費とエレクトロニクスだけで、実質の消費ではない。このように全体的に弱かったので、日本からの輸出についてはしっかりみていく必要があると思う。

消費に関しては、確かに外食などが良くなっている、食料品の売上も増えている。その点は私もプラスにみているが、6月の消費動向調査のサービス支出DIなどをみると、ほとんど改善しておらず、7～9月は悪化の見込みになっている。もしかすると、食料品の値上げ等が他のサービス消費を減らしている可能性もあるので、注目しておく必要がある。景気ウォッチャー調査の企業動向関連、非製造業の先行きも歩々しくなく、景気ウォッチャー調査の家計動向の先行きも下落しているので、個人消費はボーナスの影響もあって上がっていくとみているが、下振れリスクも意識しておく必要があると思う。

#### 中曾副総裁

個人消費について何人かの委員からご意見があったが、景況感との関係で個人消費をどのようにみれば良いのか、というポイントもある。例えば、景気ウォッチャー調査などをみると、消費者コンフィデンスはそれほど悪くないし、支店長会議の報告を聞いていても、景気回復は地域的な広がりを持っているという報告が多かった一方、確かに販売統計の一部は弱く、景況感については、NHKの世論調査などをみると、景気回復の実感がないという回答がまだ半分位あり、実感しているという人の割合は確かに2割弱程度と、ハードデータとの間で結構ギャップがある。この辺りは不可解な面もあるが、私自身は、ベアとボーナスが反映されてくる6、7月以降の賃金の上昇が景況感の回復に結びつき、景気回復を人々が実感するようになると変わってくるのではないか、つまり、一部に弱めの動きがあるような販売統計などにもこの辺りから底堅さが加わってくるのではないかと、期待を込めてではあるがみている。

黒田議長

それでは、今から 10 分程度コーヒーブレイクを取りたいと思う。10 時 30 分に再開する。

(10 時 20 分中断、10 時 30 分再開)

#### IV. 当面の金融政策運営に関する討議

黒田議長

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

白井委員

本日は、中間評価ということもあり、物価の基調について意見を述べたいと思う。以下、物価指標、需給ギャップ、予想インフレ率の順に、話を進めていく。

第 1 に、物価の基調を示す代表的な指標をみてみると、日々の動きをしている。まず、コア C P I とラスパイレス連鎖指数については、エネルギー関連価格の下落圧力を主因に、対前年比 0 % 近傍で推移している。一方で、食料・エネルギーを除く C P I と 10% 削込平均値は 0.5% 前後の伸び率で相対的に上昇方向に向いている。コア C P I 上昇品目比率も 65% 程度へと上昇している。上昇品目の増加は、円安による輸入物価の上昇が主因だと思われるが、前向きの動きとしては、食料工業品、外食サービス、宿泊料を中心に、売上高の増加を伴った価格上昇が継続しており、需要に根差した価格設定行動が少しずつ広がっている。しかし、当面は、エネルギー価格の下落がエネルギー以外の物価も間接的に下押しするので、基調が強まる状態にはなりにくいとみている。

第 2 に、物価の基調に大きく影響する需給ギャップに注目すると、本年 1 ~ 3 月期は極く僅かにプラス領域へ移行したと見込まれ、需要不足が平

均的にみてほぼ解消していると思われる。しかし、日銀短観の全産業全規模ベースでみた国内需給判断DIと海外需給判断DIは、昨年から現在までほとんど改善していないし、販売価格判断DIもこれと整合的に緩慢な動きをしている。このことから、需給ギャップの推計値については幅を持って解釈する必要があるとともに、需給ギャップと物価変化率の関係についても、過去とは異なる変化が生じている可能性もあり得るとみている。すなわち、人手不足が顕在化しているわが国では、需給ギャップが改善しやすい状況にあるが、多少賃金を引き上げても物理的に人が集まらない業種、中小企業も増えており、新規のビジネス機会や既存ビジネスの拡大機会が失われて、経済成長を抑制する面も多少強まっているようである。その結果、経済成長が潜在成長率を大きくは上回らず、需給ギャップが物価を押し上げる力はその分緩やかになる可能性も、下振れリスクとして意識している。

なお、需給ギャップが物価を押し上げる経路について補足すると、主に、需給ギャップの改善自体による経路と需給ギャップに対する物価の感応度の高まりによる経路が考えられる。後者の経路はフィリップス曲線の傾きに相当するが、日本銀行スタッフの推計によれば、この感応度はQE導入後に少し上昇した程度にとどまっている。つまり、需給ギャップが物価を押し上げる圧力は、これまでのところフィリップス曲線の勾配のステイプ化よりも、需給ギャップ自体の改善によるものと思われる。前述したように、仮に需給ギャップの今後の改善ペースに不確実性があるとすれば、物価の感応度の高まりによって物価を押し上げる経路が今後より重要になってくる。物価の感応度については、価格改定頻度が高まっているのかが鍵を握るので、可能であれば、この点について、調査統計局によるヒアリング調査等を検討して頂ければ幸いである。

第3に、物価の基調を左右する最も重要な要因が予想インフレ率だが、指標によって日々の動きとなっている。市場データに基づく予想インフレ率によれば、足もとでは幾分持ち直しているが、原油価格の下落に沿って、10年物のBEIやインフレスワップレートが低下している。1年物や5

年物のインフレスワップレートは然程変化がないのに 10 年物の指標が低下しているのは不可解だが、一時的なものか注目していきたいと思う。企業の予想インフレ率については、日銀短観の 3 年後の物価全般の見通し（平均値）が幾分低下しているが、企業販売価格 D I の短期見通しは低下していない。家計の今後 5 年間の見通し（中央値）も、3 月調査からは幾分低下しているが、現在の実感インフレ率は 5 % 程度の高水準で推移しており、インフレ予想が大きく変化しているようには見受けられない。

なお、以上の予想インフレ率を示す指標は各々固有のバイアスや流動性プレミアム等の問題があるため、トレンドインフレ率の動向も参考にするのが良いと思う。この点、日本銀行スタッフによる推計では、推計方法によって水準には違いはあるが、QQE導入後に概ね 0.5 % 前後上昇している。しかし、2014 年半ばからは、実際の物価上昇率の低下に影響されて幾分下落している点がやや目立つ。ベイズ推計法の枠組みに基づいたトレンドインフレ率の推計値によれば、トレンドインフレ率が 2 % をとる確率が幾分低下し、2 % 物価安定目標の実現性が遠のいたようにみえる。ただし、0 % をとる確率が大きく減っており、デフレに戻る可能性が低くなっている点は重要である。当面、物価上昇率が上昇に転じるまでは現状程度で推移し、為替円安や原油価格の動向にもよるが、来年入り後に 2 % 確率を再び高めていくとみている。

以上をまとめると、物価の基調を示す指標は横ばい圏内の状態にあり、先行き緩やかに上昇していくとみている。物価の基調が悪化するとは見込まれないので、金融市場調節方針については現状維持が適当だと判断する。前回も指摘したとおり、当面は現在の資産買入れを維持していくことが重要だが、仮に、買入れが難しくなるような場合には、まずは買入資産の平均残存期間を長期化する等の工夫を検討するのが良いと思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いする。

石田委員

金融政策運営について申し上げる。物価上昇率を規定する主たる要因の1つである中長期の予想物価上昇率については、現状何らかの基準によりその水準について確たることを言うことが困難な状況にある。今のところ、家計や企業、市場関係者に対するサーベイ、B E Iなど市場の指標を総合的にみていくほかないものと理解している。家計の予想物価上昇率については、今月公表された本行のワーキングペーパーにおいて、概ね目標水準に安定しているとされており、この点については、異議はあまりないものと思うが、その他の指標については、2%の下方にあり、特に、B E Iについては1%にとどまっている状況である。将来を展望すると、本行のインフレーション・ターゲティング政策が安定して機能していると言えるためには、これら各指標が2%目標周辺に収束している必要があると思う。

諸外国において予想インフレ率をみる場合、諸々のサーベイデータ等もみていくとは言いながら、やはり市場で観察される指標——米国で言えばB E I、ユーロ圏で言えば5年先5年のインフレスワップレート——が客観性のある水準を示すことにより中心となる指標となっている。わが国としても、将来は、この種の客観的で明確な指標を、予想インフレ率を表す主たる指標としていく必要があると思う。その場合は、やはりB E Iを使う以外は難しいと判断している。また、B E Iの信頼性が上がっていけば、企業や市場関係者の予想インフレ率も、そこに集束されてくるとみており、B E Iの有用性が高まってくると考えている。

わが国のB E Iの現状の問題は、物価連動債市場の流動性が極めて低く、流動性プレミアムの存在が価格を歪めている懼れがあること、また、取引も不活発なため、そもそも価格が信頼できるのかというところにあると思う。さらに、私見ながら、利付国債については本行が大量に買い入れているもとでタームプレミアムが大きく圧縮されている一方、物国についてはその効果がそのまま波及せず、両者の裁定が不十分となっている可能性があるとみている。このような状況のもとで算出されるB E Iが、市場のインフレ期待を十分反映しているとは認めがたくなっていると思う。現状、

様々な問題があるとしても、B E I の信頼性を高め、将来の主たる指標として育てていくためには、まずはセカンダリーの取引をより活発にして、流動性を高めていく必要がある。

物国については、27年度国債管理政策の主要施策のうち、物価連動債市場の育成が挙げられており、国債全体での市場発行額が減少するもとで増額発行となっている。また、先般の債券市場参加者会合でも出席者より「物価連動国債発行増を踏まえ、日銀オペでの買入増額を検討して欲しい」との要望が聞かれているところである。こうした状況を踏まえて、この際、市場流動性改善の呼び水として物国の買入増額を図ることが望ましいと考えている次第である。輪番オペ対象として、物国発行中断のあとも一定の買入を続けて来たところから、6月末で発行残高の2割強を本行が保有することとなっているが、発行再開のあと、足もとでは3か月で5,000億円の発行に対し、オペでの買入れは2か月で200億円であり、フローベースでみれば6%にとどまっている。本行の買入増額の余地は十分あるものとみている。

最後に、当面の金融政策運営については、金融市場調節方針、資産買入れとも、現行政策を継続することで結構である。以上である。

黒田議長

佐藤委員お願いする。

佐藤委員

量的・質的金融緩和継続の是非について、私は、毎回の会合で予断を持つことなく点検していく構えであるが、今回、以下の2点の理由から、次回会合までの金融市場調節方針等について現状維持が適当と判断する。

第1に、先のセッションで述べたように、内外経済の先行きについて、基本的には執行部判断どおりで良いが、足もとは下振れリスクを相応に意識すべき局面と考える。海外経済は、ギリシャ・中国情勢を主因に先行き不透明感が強まり、国際金融資本市場は一時的にせよリスクオフ気味と

なった。原油価格の下落など国際商品市況の変調が、一時的なリスクオフなのか、あるいは世界的な需要の変調を示唆するのか、このところ新興国経済全般が一段と弱めであるだけに、先行き慎重に見極めていく必要性を感じている。また、国内経済についても、4～6月期が消費と輸出の低迷から0%から小幅マイナス成長となったとみられるうえに、7～9月期の出足も不透明感が強い。7～9月期は、輸出・生産や消費の持ち直しから景気は緩やかな回復軌道に復するとみているが、海外経済次第では輸出・生産の持ち直しが後ずれするリスクがあろう。消費も昨年の夏場同様、天候要因がワイルドカードである。

第2に、物価の先行きについて、基本的には執行部判断どおりで良いが、これも原油市況の動向等から下振れリスクを相応に意識すべき局面と考える。消費者物価指数の前年比上昇率が、当面、0%程度ないしは若干のマイナスで推移すると見込まれるなか、足もとは物価上昇率の縮小ないし低下が人々の中長期的な予想物価上昇率の形成過程で、バックワードルッキングにマイナス影響をもたらさないかどうか、引き続き注意深く点検していく必要性を感じている。ただし、これまでのところ、人々の中長期的な予想物価上昇率が現実の物価上昇率の影響を受けている明確な形跡はみられない。これは、食料工業品や日用品でこのところ値上げの動きが広がっていること、ギリシャ・中国情勢の影響を受けた直近の状況を除けば、株式市場をはじめ資産市場が概ね堅調に推移してきたことが寄与したと考えている。言い換えれば、資産市場の不安定な状況が続くと、人々の中長期的な予想物価上昇率にマイナスの影響が及ぶ可能性があろう。

量的・質的金融緩和が、とりわけ昨年10月末の拡大以降、資産買入規模に見合った効果を挙げているかどうかについては、引き続きやや懐疑的にみており、効果と副作用を丁寧に検証していく必要性を感じている。すなわち、量的・質的金融緩和の効果を実質金利低下により説明するとすれば、名目金利の低下と予想物価上昇率の上昇継続を想定する必要があるが、前回会合で申し述べたように、名目金利は既に十分に低く、買入進捗によるリニアな低下トレンドは直感的にも描きにくくなっている。また、市場

では、本行のプレゼンス拡大による流動性リスクプレミアムも相応に意識されており、名目金利は一層下がりにくい状況である。この場合、実質金利押し下げのためには、人々の予想物価上昇率を引き上げていく必要があるが、本行の強く明確なコミットメントのみでこれを押し上げていくことが可能かどうかは不確実性がある。

最後に、量的・質的金融緩和の継続について、本行は、「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」というフォワードガイダンスを示している。すなわち、政策継続の是非については、もとより物価安定の目標の安定的な実現の観点から検討することとしているが、仮に、実際の物価が、私自身が先のセッションで申し上げた見通しのように、今回の政策委員見通しの中央値をやや下振れて推移するとしても、政策の継続については基本的に見通しベースで判断していくべき良いし、実際のフォワードガイダンスもそのような書き振りになつていると私は理解しているので、念のため申し添える。以上である。

黒田議長

原田委員お願いする。

原田委員

金融政策運営に関して申し上げる。経済の情勢は、展望レポートにほぼ沿った動きをしている。展望レポートよりはやや弱い動きではあるが、これまでの判断を変える必要があるというほどの弱い動きとは思わない。従って、これまでの政策を続けることが必要であると判断する。

追加的に申し上げると、金融不均衡の兆候もないし、また、金融緩和の副作用もみえないでの、これまでの政策を続けることで結構である。以上である。

黒田議長

木内委員お願いする。

## 木内委員

次回会合までの金融市場調節、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、同様のものをあとで提出したいと思う。提案の背景にある考え方を再度確認すると、金融政策は効果のみを追求するのではなく、現時点では明確ではなくとも、将来顕現化すれば手の打ちようもなくなるような潜在的な副作用にも十分に目配りをして、効果と副作用のバランスを最適にするよう運営されることが重要だと思う。昨年前半までを中心とした実質長期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もたらしている。このように既に経済活動にしっかりと定着した累積効果は、資産買入れの残高を減少させない限り損なわれにくいと考えている。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、限界的な効果は明確に遞減する一方、限界的な副作用は遞減しておらず、両者のバランスは既に悪化していると考えている。効果、副作用共に、資産買入残高というストックに影響される面が強いと考えているが、現状は、国債買入残高を増やしても、もはや実質長期金利がこれ以上下がりにくい局面、つまりは限界的な効果が生じにくい局面に、既に至った可能性が考えられる。他方、副作用については、国債市場の流動性や価格発見機能に与える影響等は、ストックのみならず、買入額というフローにも影響される面があると思う。この場合、買入額を減額することで、限界的な効果には大きな影響を与えずに、限界的な副作用を低下させることを通じて、両者の限界的なバランスを改善させることができると考えている。

自身の資産買入れの減額提案は、買入資産残高を削減することまでは視野に入れていないが、金融市場の安定に配慮すると、将来の買入資産の残高削減および超過準備の削減には相当の時間を要することを覚悟する必要がある。この点を踏まえると、量的・質的金融緩和を、足もとの経済・物価情勢の変化に合わせて微調整するファインチューニングの手段とし

て用いることは適切でない一方、中長期の視点に立って、他の政策よりも格段にフォワードルッキングに運用していくことが重要である。F R B も、政策効果発現の時間差などに配慮して、失業率、物価上昇率が目標値に達する相当手前の段階で資産買入れの減額を開始し、既に完了させ、さらに金利引き上げを視野に入れるという、相当フォワードルッキングな政策運営をしている。

因みに、仮に、今後金融市場を動搖させるような大きなショックが生じた場合には、量的・質的金融緩和の方針は維持したまま、緊急的な時限措置として潤沢な円貨、外貨の供給を実施することで、金融システムの安定維持に万全を期する政策を機動的に打ち出すことが妥当と考える。また、それが、経済の安定維持にも大いに貢献すると思う。

現状の方針のもとで量的・質的金融緩和が長期化するほど、正常化の過程で金融市場が不安定化するなどのリスクは高まり、それが、経済・物価環境の安定回復をもたらした量的・質的金融緩和の今までの成果を、大きく損ねてしまうことも考えられる。

量的・質的金融緩和の長期化に伴うリスクについては、こうした面に加えて、本行の収益に与える悪影響にも注目したいと思う。量的・質的金融緩和のもとで、本行の国債購入に伴う利子収入は、会計上、年間1兆円を上回る規模に達している。その多くは国庫に納付され歳入となるため、本行の国債購入および保有が長期化すると、その分歳出を増やす余地が生じて、景気浮揚効果を生じさせるとの見方もある。しかし、正常化の過程では、国債の新規購入を停止して国債保有残高が償還見合いで減少する中で利子収入は減少していく一方、累積した超過準備に対する付利金利を相応に引き上げていけば、その利払いがいずれ利子収入を上回り、本行の収益環境を悪化させ、自己資本を毀損させる可能性がある。その場合、国庫納付金が減る、あるいは滞る事態になるが、こうした潜在的なリスクを考慮すれば、先程述べた景気浮揚効果への期待は、実際には容易に高まらないと思う。本行の収益悪化や自己資本の毀損は、本行の財務の健全性に対する不安を生じさせ、通貨価値の安定に何らかの悪影響が及ぶ可能性に留意

する必要があると思う。

さらに、国庫納付金の減少を受けて、それ以前はみえにくかった量的・質的金融緩和のコストが、国民に明確に認識されるきっかけになることも重要な点である。本行が、量的・質的金融緩和を通じて、財政政策の領域である本来政府が担うべき政策的な所得分配にかかわり、最終的には国民負担を生じさせたことが広く認知されることになる。これは、民主主義国家における中央銀行の独立性という難しい議論に発展しうると思うが、量的・質的金融緩和が長期化するに及んで、こうした問題も追々深刻になつていくことにも、現時点から留意しておくことが必要と考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

金融政策に関する民間の考え方についての私自身の考え方を述べたい。特に、民間エコノミストの間では、ＱＱＥは既に出口に向かうべきであるという考えがある一方、足もとの消費者物価前年比が0%台で、物価安定目標の2%から遠く離れている状況からみて、追加緩和が必要との主張が散見される。そこで、後者の「物価目標の2%から現状遠く離れているので追加緩和が必要である」という考え方について、私の考えを述べたい。

そもそも、金融政策は、物価がコストプッシュ型で上がるのではなく、雇用の改善とそれを背景とする賃金の上昇を伴う、すなわちディマンドプル型で2%に向けた上昇基調にあるかどうかに注目して運営されるべきである。第1ラウンドで述べたように、物価がディマンドプル型で上昇する基調には変化がなく、原油価格の動向などの一定の条件を置いて、2016年度前半頃に2%に達する可能性は高いと思っている。従って、金融政策は現状維持が妥当である。日本銀行がこうした物価の基調を維持するよう金融政策を運営している限り、日本銀行の物価安定に向けた信認が失わ

されることはないと考える。また、その信認をさらに高めるうえで、今述べたような日本銀行の金融政策運営上の考え方をもう少し分かりやすく人々に伝えていかなければ、いつまで経っても誤解はなくならない。

なお、金融緩和政策に伴う金融システム上のリスクについては、マクロ・プルーデンス政策を割り当てるべきである。その意味で、金融システムを注意深く監視することは重要である。

最後に、木内委員から、将来日銀の納付金が減少することが非常に問題だという意見があったが、日本銀行は納付金を沢山納めるための機関ではない。基本的には、物価の安定と信用秩序の維持を目的としており、物価の安定を通じて国民経済の発展に資すること——例えば、雇用が良くなること——を重視しているのであって、納付金が減ったからといって日銀券の信用が落ちるということは決してあり得ないことである。そのようなあり得ないことを心配しながら金融政策を運営して物価の安定を損なう、といったことの方が、むしろ副作用であると考える。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いする。

中曾副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にある。資金調達の金利面をみると、企業の資金調達コストは低水準で推移しており、量の面でも、銀行貸出は2%台半ばの伸びとなっている。CP・社債市場でも、良好な発行環境が続いている。企業の資金繰りも良好である。こういった点からみると、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判断している。

次に、物価の見通しに関して何点か述べておきたい。われわれの中心的な見通しに沿って経済・物価が展開していくとすれば、暫くは物価上昇率は0%程度で推移することになる。ただ、エネルギー価格のマイナス寄与度が強まっていくもとでも0%程度を維持するということは、エネルギー

価格以外の部分は高まっていることを意味している。つまり、これは物価の基調の改善を意味していると思っている。しかし、表面的には0%程度の物価上昇率が続くため、物価の基調が高まっていることが理解されにくい状況が続くことになる。一方で、先行きを展望すると、夏場以降、状況が変わってくるのではないかと思っている。つまり、エネルギー価格のマイナス寄与が縮小していくと、物価の基調の高まりとエネルギー価格のマイナス寄与の縮小がダブルで効いてくることになる。エネルギー価格のマイナス寄与は、今年の7～9月がピークで、その大きさは-1%ポイント強の下押しとなると予想される。従って、その影響が剥落するだけで、消費者物価上昇率を1%ポイント強押し上げることになる。これに、先程申し上げたように物価の基調の高まりも加わるため、本年秋以降、消費者物価上昇率は、かなり速いピッチで高まっていくことも想定できる。われわれが2016年度前半頃に2%程度に達すると考えている背景には、このようなメカニズムがある。しかし、この点について、必ずしも一般的な理解が浸透しているとは言えないで、実際に速いピッチで物価が上昇を始めた場合には、意外感をもって受け止められるかもしれない。従って、今後情報発信を行っていく際には、このメカニズムについて丁寧に今のうちから説明していく必要があると思う。

以上に関連して、企業の価格設定行動についても一言述べておく。個人消費の底堅さにも支えられて、今年は、新年度入り後の価格改定の動きに広がりと持続性がみられていると評価している。このことは、消費者物価指数で、上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標が既往ピークの36%まで上昇していることや、東大・一橋物価指数が拡大したプラス幅を維持していることからもみてとれる。今年の春闘で昨年を上回るベースアップが実現したことと併せて考えると、企業が将来の物価上昇を前提に価格設定行動を変化させる動きが広がっているようと思われる。もとより、こうした動きが持続するためには、個人消費の動向がカギを握るので、今後も、賃金・個人消費の改善を伴いつつ、物価の基調が高まっていくかどうか、その動きを引き続き注視していきたい。

最後に、当面の金融政策運営については、量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮しているので、金融政策運営については、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であり、現状維持で良いと考えている。以上である。

黒田議長

布野委員お願いする。

布野委員

物価安定目標の2%は、難易度の高い目標なので、その達成は長い道のりだと思う。ここまで経済情勢をみると、消費税引き上げのマイナス影響と原油価格下落の影響もあり、軌道は複雑でかつ巡航速度はスローではあるが、デフレ脱却と経済回復の双方が徐々に定着し始めているとみている。さらに、実体経済の現象としてだけではなく、国民全般や経営者の心理面でも、デフレ脱却のコミットメントについて、信頼性が上がってきている。従って、今は、ガイダンスの観点からみて、期待に働きかける心理面で非常にクリティカルな段階にあると思われる。こうした信頼性が揺らぐと、折角始まってきた設備投資などは、しぼんでしまうリスクが大きいと思う。経済がグローバルとなった現在、多くの企業は設備投資の内外の振り分けを検討しているため、日本経済の回復に対する期待感の持続が重要である。また、日本への直接投資を検討している外国企業に対しても、政策の安定性が重要である。

今後については、様々な要因が物価押し上げサイドに効いてくると思う。今後、デフレ脱却は本格化していくと思う。ただ、現在の発射台が前年比0%程度という低いところまで下がっているので、2%達成に向けた上昇パスが現在の想定どおりに進んでいくのか、しっかりと点検していきたいとも思っている。

それでは、個々のファクターをみていく。第1は原油価格である。これまで強い下押し要因であった原油価格は、40ドル台で一旦底打ちした。

今後、昨日のイランとの核協議合意を受けて、制裁解除がどのようなかたちになってくるか、イランの石油政策がどのようになるか、OPEC諸国はどのように対応するか、さらにマーケットはどのように反応するか等は不透明である。今後、予断なくウォッチしていくことが重要である。しかし、私は、現段階での当面の想定としては、大体 50~70 ドルのレンジでの上下動を考えて良いのではないかと思っている。この想定をベースに、2016 年にかけての物価上昇にとって、原油価格のさらなる下落という重石は一旦外れたという見方をしている。

第 2 は、為替が米国の利上げ観測を織り込んで、1 ドル 120 円超えの円安に振れやすい状況となっていることである。120 円水準までの円安を完全に織り込んだとは言えない現状のもとで、120 円超えの水準が続けば、物価への押し上げ圧力が強まる可能性がある。なお、現在の 120 円前後というのは、日本経済としても、外需とインバウンド需要に支えられながら、内需の復活も期待できるほか、円安のデメリットもどうにか許容範囲という微妙なバランスの水準ではないかと考えている。

第 3 は、失業率等にみる雇用の状況と、賃上げの状況が改善を続いていることである。これらは着実に消費動向に影響してくると思う。

第 4 は、その他の経済指標も改善していることである。緩和的な金融環境のもと、個人消費、住宅、設備投資などがプラスに転換してきていることは、経済に自律的な好循環が発生し始めていることを示唆していると思う。

第 5 に、海外経済が、欧米を中心に全体として小康状態を保っていることである。新興国は勢いのない国も多く、将来、米国の金融政策が大きなショックを与えるかもしれないと注視している。ギリシャと中国の情勢は予断を許さない状況にあり、今後の動向を見守っていきたいと思う。

以上を総括して言えば、今後の動向について予断を持たずに点検していく必要はあるが、現状はバランスを保っている状況と判断しているので、現在の金融政策はそのまま継続すべきと考える。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當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當との意見で、概ね一致していたと思う。すなわち、「日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う」ということである。

企業や家計の支出行動を支える金融環境については、昨日の執行部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ことであったと思う。

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。

## 原田委員

金融緩和の副作用の考え方について質問したい。木内委員は、金融緩和の潜在的、限界的副作用が効果を上回ると再三おっしゃっているが、副作用について何度か質問したが明確なお答えはなかった。今回の会合では、これまでの説明に多少の追加があり、国債市場の流動性に配慮する必要があること、目標値に達する以前に前もって金融緩和の縮小を考えなければならぬこと、本行の収益に対する影響も考えなければならないという3点を説明頂いた。

1点目の国債市場の流動性については、このままQQEを続けると金利上昇のリスクがあるとおっしゃっているが、現在、緩和をとめれば短期的には金利は急上昇すると思うが、これはリスクではないのか。木内委員がおっしゃるような政策を実行した場合、どのような金利のパスになると予想されているのか。また、それに対して株価、為替、実体経済がどのように反応するとお考えか、お聞きしたい。

2点目は、目標値に達する前にQQEの縮小を考える必要があるとおっしゃっているが、木内委員は、実体経済について目標値には達しないと予想されているので、目標値に達成する前に先をみてQQEの縮小を考えるということはあり得ないのではないか。

3点目の本行の収益に対する影響については、日本銀行は日本経済全体を考えて行動する機関であり本行が儲かるよう行動すれば良いというものではないので、この議論には意味はないと思う。だが、そのうえで本行の収益について考えてみたい。かつての円高時に、日本銀行は外貨の評価損を被り、政府全体としても外貨の評価損は非常に大きかったが、それでは、その時、日本銀行が損をしたので日本銀行券の価値が下がるというようなことを木内委員はお考えになったのか、お聞きしたい。国庫納付金については、金融緩和あるいはQQEの過程で本行の収益は増えてきたが、それを縮小する過程では当然国庫納付金が減ることがあり得る。だが、それでは長期的にみた国庫納付金の金額はどのようにになっているのか、つまり、過去に国庫納付金が増えた分と将来減る分を考えなければ、本行の収益に対する影響を議論しても意味がないのではないか。

最後に、なぜ私がこのようなことを再三質問しているかを申し上げておきたい。今後いずれQQEを縮小しなければならないこともあると思うが、その時に、極めて曖昧な根拠で議論するのではなく、しっかりととした根拠、しっかりととした金融政策についての考え方に基づいて議論すべきであると考えるからである。現在では、木内委員の提案はどうせ1対8で否決されるので何の影響もないが、これから非常に微妙になっていく時に、もっとしっかりととした根拠で議論しなければ日本の金融政策にとって非常に危険があるので、私は再三申し上げている。

### 白井委員

金融政策運営に関して、確かに、実質金利に下げ圧力をかけ続けることは重要で、名目長期金利に下げ余地があまりないことは元々分かったうえで実施しているのでそこは問題ではなく、インフレ期待が上昇していくか

どうかが重要だと思う。その時に、日本銀行の政策のみでインフレ期待が上がるかどうかについて不確実性が高いという点は、私も慎重にみているので理解できるが、逆に言えば、日本銀行の政策なくしてインフレ期待を上げられるのかという点が大事であって、その答えは No である。そのようなことはあり得ず、日本銀行の政策以外にインフレ期待を上げることができないので実施している。色々な角度からみて 2 %が重要だから実施しているので、そこは問題ではない。上がっていくかどうかについての確実性については私も慎重だが、だから QE を縮小するというのは筋が違うと思う。むしろ、なぜ 2 %が重要かを様々なコミュニケーションを通じてもっと工夫して説明していくことが大事だと思っている。もちろん、企業の生産性向上や政府の努力も必要だということはあるが、金融政策なくしてインフレ期待を上げることは考えられないし、そのような理論も実証もあり得ないと思う。

もう 1 点は、中途半端でやめることの危険性は大きいということである。木内委員は色々な副作用についておっしゃっているが、私自身、分からぬこともなく、そのように感じるところはあるが、QE という異次元の金融緩和を実施した理由があるので、それを中途半端でやめるように思われてしまうと取り返しのつかない信認の喪失になるので、仮に tapering 的なことを考えるにしても、基調がしっかりと上がってきたことを示しながら、次の政策の変化を考えていく必要があると思っている。

物価の基調が強まっているとの意見が一部の委員からあったことについては、確かに、生鮮食品とエネルギーを除いた物価上昇率は前年比 +0.7% と高くなっているが、この理由は食料工業品や宿泊料、外食である。中には需要増を伴っている面もあると思うが、消費全体は弱いので、円安の影響によるコストパッケージを否定することはできないと思う。そのため、「今、物価の基調が強まっている」という言い方をすることには躊躇があって、そこは慎重である方が良いと思っている。

最後に、予想インフレ率について、1 つだけの指標を使っているような中央銀行はない。企業のインフレ予想があるところはそれを使い、ECB

のように家計のインフレ予想のデータが非常に限られているようなところでは市場のデータを使わなければならないが、一般論としては、家計、企業、エコノミスト、市場のデータをみて包括的に判断するということを、どの中央銀行も実施していると思う。そのうえで、私はエコノミストのインフレ予想を重視している。エコノミストはわれわれと同様にマクロデータや推計手法を使って予想しているので、彼等が2%に上がっていくかどうかをどのようにみているかが重要である。その点でエコノミストのインフレ予想は大事だと思う。BEIやインフレ・スワップ・レートも重要だが、どうしても流動性の問題があるので、他の指標といっしょにみていく必要がある。最終的には、家計と企業が1番大事で、バイアスの問題があるのでわれわれのスタッフもそれを修正したものをみているが、要すれば、完璧なもののは1つもないという意味で、総合的に判断していく必要がある。ただ、これだけ散らばりがあると基調の判断は難しいので、どのようにインフレ予想が2%に向けて安定していくか、しっかりと検討していく必要があると思う。

### 木内委員

先程の原田委員のご質問の趣旨は、1点目は、副作用にどの程度配慮して政策運営するのかということだと思う。副作用については、国債市場の流動性だけではなく、非常に多様でそれについては従来から申し上げているとおりである。果して市場のリスクはそれほどあるのかという点と、政策変更した際に金利が上昇するのではないかという懸念だと思う。2番目は、予想ベースで政策運営を行うのはある意味当たり前の話だが、予想したとおり物価が上がってくるという見方ではないのに、今 *preemptive* な政策を採るべきかどうかという話だと思う。3番目は、国庫納付金が減るのが本当に問題なのか、過去にもあったではないか、日銀の目的は利益を上げることではないのではないか、という趣旨だと思う。いずれについても、これから述べるように、私の考えはかなりオーソドックスではないかと思う。

1点目の副作用については、その中身を色々と言うことはためらわれるが、今は顕現化していない様々な副作用に予め配慮しながら政策運営を行うことは、中央銀行としては極く当たり前のことであり、まだ明確なリスクにはなっていないので大丈夫、というのは当たらないと思う。国債市場については、買入れを増やしていくほど正常化の時に金融市場が動搖するリスクが高まると考えるのは、当たり前だと思う。従って、今 preemptive に政策調整を実施して金利が上昇して今までの政策効果が台無しになるという議論も分かるが、先程も申し上げたとおり、それをどんどん先送りした場合、そのリスクはもっと高まると思う。因みに、現時点での減額を実施した時にどのような反応になるかは勿論分からぬが、市場が全く反応しないということはないと思う。ただ、例えば、先程も米国の例を申し上げたが、米国では 2013 年に tapering 観測が起こった時に金利が 2 %弱から 3 %まで一気に上昇したが、今年入り後は 2 %前後に戻っている。このことからすると、基本的にはストックで決まるのではないかと思う。従って、金利は一時的に上がるかもしれないが、残高の削減を提案している訳ではないので、大幅な金利上昇が継続的に起こるということにならないような工夫ができるのではないかと思っている。金融市場が動搖した時の経済の抵抗力を考えると、現状は足もと経済はあまり強くはみえないが、需給ギャップがほぼニュートラルになっているというような面で言えば、私は、状況はかなり安定しており、金融市場で何か起こった時の抵抗力は比較的高いのではないかと思っている。因みに、今後さらに需給ギャップが逼迫し人手不足が強まる、あるいはインフレ懸念が高まっていくといったような経済状況になった時の方が、むしろ色々な歪みもあり人手不足の制約も出てくるので、そのような時に金融市場が動搖したら、経済が受けるダメージはもっと大きくなるのではないかと思っている。

2 番目については、ご指摘はごもっともなところがあるが、先程申し上げた時は説明を省いたが、私としては、展望レポートに示されるようには物価は簡単には上がらないと考えている。ではなぜ減額か、ということだ

が、先程申し上げたように、限界的な効果を下げることなく限界的な副作用を低下できるのであれば減額を考えるべきだと考え、物価の水準などとは独立してこのような提案をしている。仮に、展望レポートに示されているように 2016 年度前半頃に 2 %になるのであれば、今からみれば急カーブを描いて上昇することになる。通常、金融政策にはラグがあるので、大勢がそのように信じているとすると、米国の例も先程申し上げたが、事前に政策を調整するのは極めて自然ではないかと思う。しかも、私が提案しているのは、残高を減らすというような金融緩和の方向を転換することではなく、金融緩和の急激なペースを若干緩めるということ、すなわち初期段階でのある種の調整を提案しているということである。

3 点目は、岩田副総裁のコメントにあったような日銀が儲けるとか儲けないというようなことを言っている訳ではなく、私の議論はかなりオーネドックスなもので、長く議論されてきたことである。つまり、中央銀行が所得配分に影響を与えるような財政政策に関与して良いのか、という議論である。勿論、全く関与しないということはあり得ず、現にリスク資産も比較的長期間購入しており、先程は外貨の話もあった。ただ、今回の政策は規模が異なり、従来の外貨資産の変化に伴う納付金の増減とは規模感が大分違う。そうすると、果して中央銀行がここまで財政政策に近い政策を行うのが良いのかどうか、ということである。今は、多くの人には量的・質的金融緩和のコストがみえていないと思うが、そのような事態になった時に、歳入が減るという大きなリスクがある政策を実施しているということが国民に初めて認知されることになり、そのリバーカッションも、純粋な経済的な意味だけではなく考えておく必要があるのではないかと思う。国債を買い入れていけば利益が上がって資本も増えていくが、一方で、将来、国債の買い入れをやめて付利を上げていくとマイナスになる。限的なところだけでなくトータルで考えればどうかということだが、その点は、今後の政策運営で付利金利をどの程度上げていくかにかかってくるので現時点では予想できないが、今の政策を続けて超過準備の水準が上がれば上がるほど、例えば、1 %にせよ 2 %にせよ短期金利が上がった時のコス

トが非常に高くなる。その意味では、これまで国債買入れで得た利子収入を帳消しにし、それを上回る利払い負担になり、資本が毀損される可能性も考えておく必要があると思う。

石田委員

先程、岩田副総裁から、マクロプルーデンス政策についての言及があつたが、私の認識不足かもしれないが、私は、日本にはいわゆるマクロプルーデンス政策はまだ存在していないのではないかと思っている。

岩田副総裁

だから、それをもっときちっとやった方が良い、ということである。

石田委員

ないものを当てにする訳にはいかない。

岩田副総裁

石田委員がB E Iについておっしゃったことでもっともだと思ったのは、流動性が低いため流動性プレミアムがあり、そうでない場合に比べて物価連動債の利回りが高くなり、予想インフレ率が低く出るはずだという点である。ということは、B E Iは予想インフレ率を低くするバイアスを持っていることになると思う。これに関し、企画局では、生活意識に関するアンケート調査で家計のインフレ率に関する歪度や尖度を分析しているが、物価連動債についても同様の分析をしてもらえると——このような場でお願いするのは変かもしれないが——、物価連動債から真の予想インフレ率、あるいは潜在的な予想インフレ率が分かるのではないかと思う。そうすると、物価連動債、B E Iをもう少し活用できるのではないかという印象を、石田委員の意見をお伺いして持った。

原田委員

木内委員からお答え頂いたが、お答え頂いていない部分が多くある。それについて縷々言うのもどうかと思うが、幾つか申し上げる。まず、「副作用の中身を言うのはためらわれる」とおっしゃったが…。

木内委員

「繰り返し、時間をかけて申し上げるのはためらわれる」という意味でそのように申し上げた。

原田委員

今までおっしゃっていないと思うが…。

緩和をやめると金利が上昇すると思うが、どのような金利のパスを予想しているのか、それに対して株価、為替、実体経済がどのように反応するを考えているのかについても、お答え頂いていない。

本行の収益に対する影響は計算できないとおっしゃっているが、これは計算できるし、長期金利がどうなるかということは当然事前に考慮して金融政策を考えておられると思うので、長期金利がどうなるか分からぬから計算できないというのは、非常におかしな議論ではないかと思う。この2点だけ申し上げておく。

木内委員

「緩和をやめて」云々とおっしゃったが、私は「緩和をやめる」とは一言も言っていない。私は、緩和の強化のペースを若干調整するのは如何かという提案をしている。これに対する金融市場の反応については、1%上がった場合の影響を厳密に計算できる訳ではないが、米国の例でも申し上げたように、長期金利はストックに影響を受けるので、フローの調整で一時的に影響を受けるかもしれないが鎮静化させることは可能であると申し上げた。

収益に対する影響については、シナリオを置けば計算できるがシナリオ

自体に不確実性があるので厳密には計算できない、ということである。そこで、長期金利は重要ではなく、重要なのは短期金利である。つまり、国債買入れをやめて残高を一定にした場合、償還見合いで減っていけば金利収入は減っていくが、一方で付利金利を上げていけばコストが発生する。このバランスで収益が決まるが、当預水準が積み上がれば積み上がるほど短期金利を上げた時のコストは高まってくる。シナリオ次第では、従来の利益を上回る負担になる可能性は十分ある。ただ、これについてもシナリオを置けば計算できると思う。

### 中曾副総裁

議論になった副作用のうちの国債市場の流動性、F e d の政策との比較、日本銀行の収益との関係、マクロプルーデンスについて簡単に述べたい。

まず、国債市場の流動性については、大きなロットの取引を短時間で価格への影響を然程大きくなく執行できる状態を市場流動性の高い状態と定義すると、今の国債市場の市場流動性は、ある程度低下している部分は否めないとは思うが、国債市場の機能を大きく損なうとか、日本銀行の国債買入れの継続を危うくするような状態まではいっていないとみている。さらに、この先政策が成功すれば、つまり物価が上がって金利観が上昇していく時には、むしろ取引が活発化するという意味で流動性が増し、われわれの国債買入オペもより実施しやすくなるという面もあることを、付言しておきたい。

F e d の政策については、2013 年に tapering をほのめかした時に長期金利が大きく上昇したことがマーケットの混乱に繋がったと思うが、それ自体が当時の政策効果を減殺する部分があったのではないかと思う。それでも、米国の方がフォワードルッキングな対応を採りやすいという部分は、何度も議論になっているが、日本の場合、米国では 2 % でわりとよくアンカーされているインフレ期待そのものを上げていかなくてはならないという違いがあり、米国よりも難度が高い。この違いを念頭に置いて政策運営していく必要があると思う。

次に、日本銀行の収益が振ることについては、F e d の政策も全く同じである。これについて深く議論するつもりはないが、前提の置き方によって数値は色々と変わってくる。収益が大きく変動することは、米国も日本も同じだろうと思う。我々が準備金を厚めにしておくという対応を探っているのは、収益の変動を念頭に置いたものだ。

マクロプルーデンスについては、確かに今回のグローバルな金融危機の中で海外において議論が先行的に深まった部分があるのは事実だと思うので、まず、海外でどのような議論がなされているか、どのような対応が採られているかについて、キャッチアップするのが先決だと思う。

### 佐藤委員

中長期的な予想物価上昇率を金融政策のみで押し上げていくことができるかどうかについては、金融政策が重要であることは当然だが、ただし金融政策だけで決まるものでもないと思う。その点で、本行の政策のみでこれを押し上げていくことが可能かどうかについては、不確実性があると思う。中長期的な予想物価上昇率は、様々な要因、例えば、内外経済の現状と先行きに対する見方、資産価格動向——為替相場もそのうちの 1 つに入ってくる——で決まってくる。国内経済に関しては当然日本銀行が責任を持っている訳だが、海外経済の現状と先行きに対する見方の変化については、日本銀行ではコントロール不可能であり、国内でも財政要因で経済のパフォーマンスは変わり得る。実際昨年は消費税率引き上げの影響が予想以上に長引いたが、本行としては、消費税率引き上げの影響、冷夏に伴う経済のパフォーマンスの低下といったことが、人々の中長期的な予想物価上昇率に影響する可能性に配慮するという理由で、昨年 10 月に Q QE を拡大したということだったと思う。このように、財政要因、海外要因は経済のパフォーマンスに大きく影響してくるので、この点で不確実性があると思う。

### 原田委員

米国が tapering を匂わせた結果、金利が 2 %から 3 %へ上昇したが、また戻ったので問題ないのでないか、という議論だと思うが、それと木内委員の提案の意味は全く異なるのではないか。つまり、米国は匂わせただけだが、木内委員の提案は、ストックでは増えているが増え方を減らすというように現実に何かを実施する訳である。そのため、米国の例は、現実に何かを実施しても影響は小さいという論拠にはならないと思う。

### 石田委員

米国の長期金利に関しては、元々、実施すると言って反応したので、本当に実施する時には、1 度ガスが抜けていたのであまり反応がなかったというのが、マーケットをみての私の理解である。先に言うか言わないか、要するに、方向性についてマーケットにシグナルを送れば反応するということであって、結局同じことである。

### 岩田副総裁

今の点に関しては、最初に tapering に言及した時に、民間の人達は、実体経済に比して tapering は早過ぎるのではないかと判断したのだと思う。現にあの頃の雇用指標はそれほど良くなかった。それが、tapering を遅らせているうちに、9 月頃——tapering に言及したのは 5 月末頃——に、過去に遡ってデータが良かったということが判明し、民間も、経済指標が良いのだから tapering してもおかしくないというようになった。このように、コミュニケーションのギャップがあったと思う。木内委員のような案を言った時に、民間が tapering は当然だと思うような経済指標、あるいは将来の経済指標の予想と整合的でなければ、色々な混乱が起こると思う。

### 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する。

宮下財務副大臣

日本経済の足もとをみると、本年4～6月の企業倒産件数は、年度として24年振りに年間1万件を下回った平成26年度の4～6月期と比較して、さらに低い水準で推移している。また、本年5月の有効求人倍率は1.19倍となり、平成4年3月以来23年振りの高水準を記録している。こうしたことを見ると、およそ四半世紀振りの良好な状況を達成しつつあるということかと思う。こうした結果は、景気は緩やかな回復基調が続いているという経済全体の傾向を反映しているものと考えているが、引き続き経済の動向を注視していく所存である。

なお、最近のギリシャ情勢が日本経済に及ぼす影響について懸念を指摘する声があるが、財務省としては、必要に応じてG7諸国とも緊密に連携していくし、日本銀行ともしっかりと協議させて頂きたいと考えている。先日のユーロ圏首脳会合において、支援協議の開始に向けて進展がみられたことと承知しているが、今後ともギリシャ問題への対応に遺漏がないよう、予断を持つことなく市場の動きを注視していきたいと思う。また、先週には中国株が一時急落する場面もみられたが、中国経済の動向についても引き続き注視していきたい。

先般、6月30日に閣議決定された「骨太方針2015」の中で、「経済・財政再生計画」を決定した。この「経済・財政再生計画」では、「デフレ脱却・経済再生」、「歳出改革」、「歳入改革」の3本柱により、2020年度の基礎的財政収支の黒字化の実現を目指すこととしている。財政健全化に向けて、実効的かつ具体的な計画を示すことができたと考えており、今後この計画に基づいて、経済再生と両立させつつ財政健全化の取組みを進めていきたいと考えている。

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ところである。以上である。

黒田議長

西村康稔内閣府副大臣お願いする。

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。7月2日に連合から春闘の最終結果が公表され、月例賃金の賃上げ率が2.20%と、1998年以来17年振りの高い水準となった。こうした動きは、中小企業や非正規雇用労働者も含めて広がっている。このように雇用・所得環境は引き続き改善し、好循環がさらに進展するとともに、交易条件も改善する中で、堅調な民需に支えられた景気回復が見込まれる。なお、地域住民生活等緊急支援のための交付金によるプレミアム付商品券等の発行が本格化することによって、今後、地方における消費が喚起されることが期待される。先行きのリスクとしては、海外景気の下振れや金融資本・商品市場の動向等に留意する必要がある。物価動向の判断に当たっては、GDPデフレーター等も含め総合的にみていくことが重要である。

政府は、6月30日に「骨太方針2015」、「日本再興戦略」改訂2015、「規制改革実施計画」および「まち・ひと・しごと創生基本方針2015」を閣議決定した。今回の骨太方針では、経済と財政双方の一体的な再生を達成するための具体的な計画として、「経済・財政再生計画」を策定した。計画では、「経済再生なくして財政健全化なし」を基本方針に掲げ、公的サービスの産業化、インセンティブ改革、公共サービスのイノベーション等を通じて、「経済・財政一体改革」を推進することにより、2020年度のプライマリーバランス黒字化を実現し、そのためプライマリーバランス赤字対GDP比を縮小し、また債務残高の対GDP比を中長期的に着実に引き下げていくこととしている。改訂成長戦略では、人口減少下の供給制約を乗り越えるため、未来投資による生産性革命の実現とローカル・アベノミクスを両輪として進めていく。

国家戦略特区については、テレビ電話を活用した遠隔医療と薬の処方、自動走行などの近未来技術の実証実験、日本発の革新的医療機器の試験期

間の大幅短縮といった、新たな規制改革事項を成長戦略に盛り込んだ。そうした成長戦略を推進するとともに、国民のニーズに対応した多様な選択肢を提供するための環境を整備すべく、規制改革実施計画には計182項目の規制改革事項を盛り込んでいる。「まち・ひと・しごと創生基本方針2015」に基づき、人口減少問題の克服と成長力の確保を実現するため、地方創生の深化、ローカル・アベノミクスの実現に取り組んでいく。

日本銀行においては、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定の目標の実現に向けて着実に取り組むことを期待する。また、金融政策運営の状況や物価の見通しなどについて、引き続き、経済財政諮問会議等の場で十分ご説明頂きたいと思う。以上である。

## V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、議案の取りまとめを行いたいと思う。まず、委員方には、成長率と物価の見通しおよび分布を再提出して頂く。今回見通しおよび分布の変更を行わない方は、配付された用紙の「変更なし」に丸を付けて、封筒に入れて頂きたい。

[事務局が委員方の見通しおよび分布を回収]

内田企画局長

変更なしである。

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、見通し計数も含めた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

金融調節、資産買入方針、今後の金融政策運営見通しについては前回と同様の提案をしたいと思う。考え方はこれまでと同じである。

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]

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する。その後討議を行う。

内田企画局長

金融市場調節方針に関する議長案から申し上げる。

[「金融市場調節方針の決定に関する件」を読み上げ]

続いて、資産買入方針に関する議長案である。

[「資産買入れ方針の決定に関する件」を読み上げ]

次に、議長案の対外公表文案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

参考1、参考2は今朝ほどご説明したものをつけている。

木内委員案では、まず、市場調節方針および資産買入方針に関しては、(1) マネタリーベースについて年間約 45 兆円、資産買入については①の長期国債について保有残高が年間約 45 兆円、買入れの平均残存期間を 7 年程度とされている、それから、②の E T F および J - R E I T について、それぞれ年間約 1 兆円、年間約 300 億円とされている。対外公表文については、7. を「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」としている。

対外公表文の議長案の前月からの変更点は、昨日ご報告したとおり、3. の輸出や鉱工業生産について、「振れを伴いつつも」という言葉を入れている。また、短観月なので、前回の短観時と同様、業況感に関して、「総じて良好な水準で推移」としている。また、技術的だが、消費者物価について、消費税の影響がなくなったので、その点の記述を取っている。5. については、先程申し上げたとおりである。

### 黒田議長

ただいま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では、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11 時 53 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

中曾副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

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

中曾副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員  
布野審議委員  
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  
中曾副総裁  
白井審議委員  
石田審議委員  
佐藤審議委員  
原田審議委員  
布野審議委員  
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

中曾副総裁

白井審議委員

石田審議委員

佐藤審議委員

原田審議委員

布野審議委員

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

それでは2項目をご覧頂きたい。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场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。以上である。

黒田議長

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

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曾副総裁

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

布野審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

吉岡政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[12 時 05 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。

## VII. 議事要旨（6月 18、19 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、6月 18、19 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

中曾副総裁

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

布野審議委員

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 21 日火曜日 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、8 月 6、7 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では、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 18 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 18 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する。政府からの出席者におかれて

は、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時13分閉会)

以 上