

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2015年8月6日（14:00～16:08）

8月7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（6日）
	宮下一郎	財務副大臣（7日）
内閣府	西川正郎	内閣府審議官（6日）
	西村康稔	内閣府副大臣（7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
企画局審議役	高口博英（7日 9:00～9:06）
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
企画局企画調整課長	鈴木公一郎（7日 9:00～9:06）
企画局企画役	加藤 涼
企画局企画役	飯島浩太

I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、「補完貸付制度基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する執行部説明と採決、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、7 月 14、15 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。財務省からは太田充大臣官房総括審議官、内閣府からは西川正郎内閣府審議官である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いします。

II. 金融経済情勢に関する執行部報告

黒田議長

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

初めに、金融調節、金融・為替市場動向について説明をお願いします。

山岡金融市場局長

本日席上にお配りした資料－1、2（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。まず、図表1のマネタリーベースとバランスシート項目については、金融市場局では、引き続き、マネタリーベースを年間約 80 兆円に相

当するペースで増加させるというディレクティブに沿って金融市場調節を進めており、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３の国債買入れについては、前回会合でもご報告したとおり、このところ、応札倍率は大体３～４倍を確保できている。また、いわゆる見せ札も少なくなっており、年初に比べオペの応札状況は改善してきている。この背景として、市場では、一部の大手機関投資家がこれまでなかったような短期債の売却を行ってきており、この余資を日銀当預に積み上げているということが指摘されている。また、４月末以降の欧州金利の急上昇の際に、損失を被った先がＪＧＢの益出し売りを行っていたということも指摘されている。

一般的に、金利が低下方向に突っ込む局面では、持っていれば値上がりする債券を急いで売却する必要はないということから、応札倍率は下がりがちになることが指摘されている。図表３では応札倍率と金利の推移を並べているが、益出し売りといった特殊要因がよくあるので見えにくくなっているが、確かに、金利が低下していく局面では応札倍率も下がりがちになるといった傾向が、緩やかではあるがみて取れるように思う。

なお、７月の買入国債の平均年限は８．６年となっている。

図表５（２）の短国金利は、本行の巨額の短国買入れのもとで概ねマイナス圏内での推移を続けている。この間、（１）のレポ金利は、７月末には６月末と同様、一時的にマイナスとなっている。レポ市場は、現在、少数の参加者がかなり高いプレゼンスを占めるマーケットになっており、この中で、日銀当座預金残高に目安として一定の上限を設けて運営している先が、目安を上回った余資をレポで運用しようとする一方、日銀当預残高に上限を設けていない先では、こうした余資をレポで取って日銀当預に積むといったプラクティスが一般的になっていた。しかし、７月末については、レポの取り手となっていた大口先が一時的に取りを控える行動を取ったことが、レポ金利急低下の背景となっているように思う。なお、その後、レポ金利は速やかに元の水準に戻っている。

続いて、図表 7 の海外市場については、前回会合以降、ギリシャ問題が取り敢えずの鎮静化をみる中で、内外のマーケットの関心は、まずは中国経済、次に米国の利上げ時期に向かっている。具体的には、市場で中国の内需に対する慎重な見方が強まる中、これが、例えば中国と関連の深い新興国経済に対する慎重な見方や商品価格の下落、そしてこれを受けた資源国通貨の下落に繋がっているということではないかと思う。その一方で、マーケットの大勢は、F e d は 1 回は利上げをしたいのではないかという見方が少しずつ多くなっており、結果的にドルの独歩高になりやすい。F e d の政策運営については、図表 7 (1) の F F 金先のフォワードレートカーブは前回会合から結果的にはあまり変わっていないが、細かくみると、最近の F e d の情報発信を眺めて、やはり 9 月に利上げしたいのだろうという見方が徐々に増えていることから、期近のところは、8 月 5 日のラインが前回会合時の 7 月 14 日のラインよりも若干上に出ている。期先については、逆に、新興国経済に対する慎重な見方やコモディティ価格の下落、ドル高などから、先行きの利上げテンポはかなり緩やかになるだろうという見方がむしろ強まっていることから、直近のラインがむしろ若干下に出るかたちになっている。図表 8 は、先日 F e d が誤ってウェブサイトに掲載してしまいその後正式に公表したというスタッフ見通しと、ボードメンバーの見通しを対比させたものである。マーケットでは、とりわけ F e d のスタッフの先行き見通しがボードよりかなり慎重であり、市場見通しとボード見通しの中間位にあることが注目されている。

図表 9 は各国の長期金利である。米欧の長期金利は、先程申し上げたような新興国経済に対する慎重な見方やコモディティ価格下落などを受けて、前回会合以降、やや水準を切り下げてきた。もっとも、昨日は F e d の 9 月利上げ予想が一段と強まったことを受けて上昇している。図表 10 で米国の金利をみると、9 月の利上げ予想の強まりを背景に 2 年債金利は堅調である一方、10 年債や 30 年債といった長めの金利が低下している。(2) のイールドカーブをみると、短いところは上昇、長いところは低下するかたちでフラット化している。この間、ドイツの金利については、E

C Bも少なくとも来年9月まで資産買入れを続ける方針を繰り返し述べていることから、P S P Pの下限金利とされている-0.2%をアンカーとするかたちで、イールドカーブが全体にフラット化する姿となっている。

この間、図表 11 から本邦の長期金利をみて頂くと、日本の長期金利も、米欧の長期金利の低下を受けて若干低下しているが、日本のマーケットは総じて非常に安定しているという状況である。図表 12 の各種の流動性指標も、前回会合に比べるといずれの指標も総じてやや改善しているように思う。この間、図表 13 のギリシャ関連は、当面のマーケットの関心からは外れつつあると思う。

図表 14 のクレジット物市場をみると、(2)の米国のクレジット物の金利は、前回会合でもご報告したとおり、世界的にみると春頃に比べれば金利水準が切り上がっていることから、search for yield の動きが若干巻き戻される傾向にある。これを受けて、クレジットスプレッドはやや拡大する方向にあった。加えて、最近では、原油価格下落が米国のシェール関連企業のハイイールド債のスプレッド拡大に繋がっているということであり、スプレッドは全般にワイド化する傾向が続いている。この間、(3)の日本のクレジット市場は、全体としては非常に安定した状況が続いているが、この中で、最近では、個別企業の中に個社要因から信用スプレッドがワイド化し、現在も縮小に転じていない先がぽつぽつとみられている。

図表 15 の株価をご覧頂くと、前回会合以降、先程申し上げたような新興国への慎重な見方やコモディティ価格下落に伴う資源国への慎重な見方を背景に、株価は世界的にやや弱めの動きであった。こうした最近の株価の軟調は、(1)の先進国、(2)のエマージングの両方に共通していると思う。また、昨年後半については、原油価格も低下していたが、原油価格低下がコスト低下から企業収益にはプラスとなり先進国の株価の上昇に繋がるケースが目立ったが、最近では、原油価格の下落が新興国経済の慎重な見方を背景にしているため、先進国についても株価下落を伴うケースがやや目立っているようにも思える。この間、日本の株価は、本日もそうであるが、国内投資家の個別銘柄の物色といったことを背景に、国際比較

でも総じて堅調であったと言える。

図表 16（１）の各国の株価騰落率をみると、各国の株価が総じて下落する中で日本の株価は比較的堅調であったと言える。この背景には日本企業の収益増加期待があるが、加えて、最近では日本企業の中に配当や自社株買いを通じた株主還元をより積極的に打ち出す先があることを好感している面もあるように思われる。この間、図表 17 の中国株については、引き続き当局のスタンスを巡る思惑に左右されやすい振れの大きな展開が続いている。海外市場では、中国株の振れというよりは、中国の内需そのものへの慎重な見方が、海外の株価の軟調に結び付いている面もあるように思う。参考までに図表 18 をご覧頂くと、日本でも米国でも、中国の内需への依存度が相対的に高いとマーケットでみられているような企業の株価が、このところ相対的に弱いという傾向がみられている。

図表 19 の為替レートについては、新興国についての慎重な見方、商品価格下落を反映して資源国通貨も弱めであること、市場では本行と E C B はどちらも金融緩和継続のスタンスである一方で米国は利上げに向かうと思われていることから、現在、ドルの独歩高の様相が再び強まっている。

（２）の英ポンドは、B O E から先行きの利上げに対する情報発信があったことから、ドルに対して比較的堅調な動きをたどっている。図表 20（１）の主要通貨の対ドル騰落率をご覧頂いても、前回会合以降、ほとんどの通貨がドルに対して下落しており、まさにドルの独歩高に近い状況であるが、敢えて言えば、S D R 入りという問題もあって当局が意図的に下支えに動いているのではないかと市場でみられている人民元と先程申し上げた英ポンドの２通貨が、比較的堅調という構図である。この間、（２）のエマージング通貨は、このところドルに対して下落する傾向が一段と強まっている。

最後に、図表 23 のコモディティ市場である。（１）の原油価格は、このところ再び低下が目立っている。今年３月頃の局面と比較すると、最近では、W T I に加え北海ブレントやドバイ等、W T I 以外の油種の価格下落も目立っている。マーケットでは、W T I は米国のシェールといった供給

要因に比較的左右されやすいとみられており、足もとWT I 以外にも広範な油種の価格下落が目立っていることについては、米国内のリグ数のボトムアウトといった要因もあると思うが、中国や新興国の需要に対する慎重な見方が背景にあるように思われる。

以上、前回会合でも申し上げたように、このところの内外金融市場は、ギリシャ情勢への関心がひとまず後退する中であって、中国を初めとする新興国の経済や内需そのものの強さの度合い、そして米国の利上げに向かっていているように思える。先行き9月のF O M C が近づくとともに、市場がF e d の要人の発言や今週末の雇用統計など米国の経済指標への関心を強めていくとみられる中、今後ともマーケットの動向を注意深く見守っ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

3点質問したい。1点目は、私には、世界の投資家のリスクセンチメントが弱まってきているようにみえるが、その持続性について伺いたい。説明があったように、きっかけは中国の株価下落とその背景にある景気減速であったと思うが、それがコモディティ価格全体に波及し、中国では格付けの低い社債も影響を受けているようである。米国の金利引き上げ期待も重なって不安定感が少し出ているような気がするが、世界の投資家のリスクアペタイトについては、どのように判断しているのか。

2点目は、資金フローに関してである。E C B はP S P P を実施しており、今のところ順調に買えている。例えば、ドイツの場合、80%程度が外国人の保有で、その40%程度が中銀であると聞いているので、もしかすると、他国の中銀が外貨準備をE C B に売却してリバランスしている可能性がある。そのリバランス先として、ユーロはどこに向かっていているのだろうか。日本という可能性はないのか。最近発表された財務省の対外・対内

証券投資のデータをみると、対内投資で長期国債のネットの買入超が続いているので、場合によっては株よりも流入超になっている。その辺りは中銀のリバランスなのか。米国でも米国債に資金が結構入っているようであり、それが長期金利低下の一因かもしれない。ただ、日本の短期国債の場合、残高は変わっておらず流入超になっていないので、どうも長期国債に資金が来ているように思う。その点、リバランスとその結果としての資金フローの流れが分かれば教えて欲しい。

3点目は、中国人民元についてである。先程の説明では、中国政府は、SDRの関係もあって人民元を買い支え、人民元の減価を抑えているとのことであった。それに関し、今中国の資本フローは流出超になっており、外貨準備も減ってきている。聞くところでは、その背景は、どちらかと言うと、今まで中国への流入超になっていた海外の銀行が、流出超に転じているらしい。これまで中国に入っていた海外の金融機関が出て行っているという話も聞いているが、そのような流れなのか。あるいは、最近の株価下落で国内から資本が流出している可能性もあるが、そういった中で人民元の下落を抑えるために中国政府が買い支えているという理解で良いか。

山岡金融市場局長

1点目のリスクセンチメントについては、マーケットでもリスクアペタイト——リスクアペタイトの定義は難しいが——の後退の兆しを指摘する向きが多いように思う。元々リスクアペタイトについては、リーマン・ショック後の金融規制の中で、全体として銀行のリスクテイクに制約がかかりやすい状況があり、ファンドやグローバルな債券投資家のリスクテイクに依存する度合いが強まっていたということがあるが、様々なマーケットのボラティリティの高まりを受けて、こうした投資家も多少リスク回避的な姿勢を強めているのではないかという声は、しばしば聞かれるところである。マーケットインフォメーションとしては、そうした先では取り敢えずキャッシュへの投資を増やしているのではないかという話を聞くことがあるが、計数で把握するのは難しい。

2点目のECBの買入れについては、白井委員ご指摘のとおり、順調に買入れができており、例えば、図表7（3）をみて頂くと、買入れに伴ってECBでのエクセスリザーブは着実に増えてきている。基本的には、国債などの金融資産と中銀のリザーブの交換で、中銀のエクセスリザーブが積み上げられていることがメインだと思う。これがどの程度外に流れているかを判断するのはなかなか難しいが、残念ながら、そうした外国の中銀などの資金が日本の国債に流入してきているという情報は、今のところ把握できていない。この間、図表6（2）のユーロ投ドル転コストは、このところ若干高止まっていることから、潜在的にドル資産に対する需要があり、実際にそのような投資が行われている可能性は否定できないと思う。すなわち、米ドル資産については、必ずしも資金が入っていないとは言いきれないと思う。一方、本邦については、確たる証拠はない。

3点目の中国人民元については、ご指摘のとおり、現在の中国の内需、株式市場の情勢は、どちらかと言えば資金流出方向の動きである。マーケットの見方としては、昔のように米国当局が人民元レートについて敏感にものを言うという状況ではなくなってきており、人民元がミスアライメントであるというような発言もなくなってきた中で、放っておけば人民元安にしようと思えばできるだろうし、その方がもしかしたら中国のマクロ経済的にも望ましいかもしれないというマーケットの見方がある中で、敢えて中国当局がこの水準に人民元を維持しているということは、explicitあるいはimplicitな配慮があり、マーケットの方もそれを見越してトレーディングを行っているのではないかという見方が強いように思う。

木内委員

1点目は、図表5（1）の短期金利で、GCレポレートが7月末にマイナスとなったが、期末にマイナスになるのは過去もしばしばあったが、期末でない月末のタイミングでマイナスになったことを、たまたまという説明で済むのかどうか、よく分からない。報道では、規制の影響等色々なことが言われている。特に、キャッシュ潰しは7月末のタイミングではなか

なか生じにくいようにも思うが、規制の影響や根本的な流動性の低下の問題などが関係しているのか。また、それ以外の背景があるのであれば、教えて欲しい。

もう1点は、図表1の共通担保資金供給が足もと大きな動きがある訳ではないが、この数か月間、資金供給額に下げ止まりの傾向が強まってきていると思う。これは、いよいよ岩盤にぶち当たったということなのか、そうとも言えないのか。先々の短期資金供給という点で、貸出支援基金などが増えなくなっていることを考えると、共通担保オペが下げ止まってくれるかどうかはオペレーション上結構重要だと思うが、ここ数か月間の下げ止まりがいよいよ岩盤であるということなのか、そうではないのか。また、1行に依存する部分が非常に大きい、その1行の戦略、思惑についての情報があれば教えて欲しい。

山岡金融市場局長

1点目のGCレポレートについては、木内委員がおっしゃるとおり毎四半期末に下落する傾向が強いが、これについては規制要因で比較的説明が容易である。すなわち、レバレッジ規制の四半期末の報告義務を意識して、期末にバランスシートを圧縮したいということがあるが、7月末についてはこのようなストレートな説明は難しい。例えば、われわれが実施している短期金融市場サーベイでは7月末の計数を調査し、集計値を公表している——勿論、個別の名前は出さない——が、そういったものも踏まえて期末に他の銀行が放出するレポ資金を全て受けると相当な規模になってしまうので、レポの額をあまり大きくみせたくないという心情がレポ調達を慎重化させる方向に働いたというマーケットトークもある。ただ、実際具体的に何が決定的な原因かは、現状でも把握しかねている。

2点目の共通担保資金供給については、木内委員おっしゃるとおり、ドミナントなユーザーのプレゼンスが高く、こうしたユーザーは貸出支援基金と共通担保資金供給を一緒に管理する傾向が強い。いずれも日本銀行からの借入であるということから、全体で総合管理し、貸出支援基金を使う

とその分共通担保資金供給を削るという傾向が強いように思う。基本的には、貸出支援基金がそれなりに使われてきていることを反映している部分が多いと思う。そのうえで、メインのプレイヤーのスタンスは大きくは変わっていない。具体的には、現在の金利水準で借りても経済合理的に非常にメリットがあるという訳ではない中で、あまり貸出支援基金の利用を減らしてしまうと、結果的に日本銀行が短期国債の買入れを非常に増やさなければならず、そうすると短期国債の金利が急低下してしまうことがあり得るので、そうしたことは全体として好ましくなく避けたいと考え、貸出支援基金と共通担保資金供給を合わせてほぼ一定額を落としていきたいといったスタンスが、引き続き主流だと思う。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料－3）

黒田議長

次に、海外経済情勢について説明をお願いします。

長井国際局長

海外経済・国際金融の現状評価について、本日お配りした資料－3（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。最初に、全体観としては、山岡金融市場局長から説明のあったとおり、前回会合以降の大きな特徴として、新興市場経済の先行きに対する懸念が市場で強く意識されるようになり、これと相俟って、世界的に資源価格の下落が進んだことが挙げられると思う。先進国経済では、これからご説明するように、家計を中心とする緩やかな回復はしっかりと続いているので、これまでの「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」との判断は今回も変えていない。ただ、中国ブームと資源ブームが終わったあとの新興国経済の調整が長引く可能性もあるため、下方リスクとして今後データの蓄積を待ちつつ注意深く点検していきたい。

図表1－1は米国経済である。（1）の実質GDP成長率は、年次改定によって第1四半期が小幅のマイナスから前期比年率＋0.6％へと上方修

正された。それに続く第2四半期の第1回目の事前推計値は+2.3%と、はっきりリバウンドしている。個人消費の伸びが明確に高まっており、その動きは(2)の実質個人消費、(3)の名目小売売上高や自動車販売の動きでも確認できるところである。その背景にある雇用・所得環境の堅調な増加は、(4)の雇用関連指標でも確認できる。(5)の消費者コンフィデンスも、幾分水準を切り下げながらも全体としては緩やかな改善基調にあると思っている。その一方で、図表1-2で製造業をみると、ドル高と海外需要の弱さを映じて、例えば(2)の実質輸出は弱めの動きが続いている。(3)の鉱工業生産も横ばいの動きを続けており、(4)の実質設備投資の伸び率も、エネルギー関連投資の落ち込みを主因に弱めの動きが続いている。こうした製造業の弱さに対して、新興国経済の調整が今後どの程度影響してくるか、注意深くみていきたい。物価面では、(5)の雇用コスト指数も、前期の一部地域に偏った高い伸びの反動もあってか第2四半期は伸びが鈍化し、結果として、雇用統計の賃金指標と整合的な緩やかな伸びに戻ったと思っている。(6)のPCEデフレーターは、総合ベース、コアベースともこれまでと基調は変わっていない。

次に、欧州経済である。図表2(1)のPMIの生産指数が示すように、製造業、非製造業ともに足並みを揃えて緩やかな回復を続けている。回復の原動力である(2)の個人消費も増加を続けており、(3)の家計のコンフィデンスも、雇用・所得環境の緩やかな改善を背景に、依然として高い水準にある。(4)の輸出は、先行指標の輸出受注PMIは幾分頭を下げてはいるが、名目、実質の域外への輸出は、ユーロ安の効果もあって、これまでのところ順調に増加してきている。これを受けて、(5)の製造業コンフィデンスも改善基調にある。設備投資の先行指標である国内投資財出荷も緩やかな増加基調をたどっており、設備投資にも持ち直しの動きがみられている。物価については、(6)の7月のユーロ圏のHICP総合は、前月に続いて前年比+0.2%の伸びにとどまった。ただ、コアベースでは、財、サービスとも幾分伸びが高まっている。民間の見通しでは、景気回復あるいは既往のユーロ安の効果もあって、これから年後半にかけ

て徐々にプラス幅が拡大していくというのが中心的な見通しである。

次に、図表 3 の中国経済である。(1) の非製造業 PMI は依然として高い水準を維持しているが、製造業 PMI は 50 近傍をうろうろしており、成長モメンタムが鈍化した状態が続いている。その背景の 1 つは、(2) の輸出が弱めの動きを続けていることである。一方、(3) の中国の輸入も、昨年秋以降の減少が続いてきている。最終的に輸出するための部品輸入などを含む加工貿易が、ここ数年ずっと弱い、これは、中国における部品内製化といった構造的な動きを映じているのではないかと思う。これに、足もとでは、循環的な内需の鈍化も影響して下がってきているところである。(4) の内需のうち、固定資産投資の前年比伸び率の鈍化傾向には歯止めはかかっている。このような状況に対し、ご案内のとおり中国当局は、金融、財政両面で刺激策を加速させており、(5) の財政支出は伸びを高めてきている。こうした一連の下支えの効果もあって、明るいニュースとしては、(6) の不動産市場では、販売面積が前年比で水面上に顔を出したのに続き、新築の住宅価格も前月比で上昇に転じているということがある。

次に、図表 4 の新興国経済である。中国を除いたベースであるが、(1) は米国が N I E s ・ A S E A N からどれだけ輸入しているのかであるが、引き続き N I E s ・ A S E A N は米国への輸出に引っ張ってもらっているという構図は変わっていない。ただし、(2) にあるように I T 関連財の需要不冴えなどから、輸出全体として足もとは弱めの動きが続いている。このような外需面の不振に加え、家計債務の積み上がり、あるいはインフレ率下落に伴う実質金利の高止まりなどもあって、内需も勢いを欠いており、(3) のアジア諸国の輸入も足もと減少に繋がっている。この結果、前回会合以降第 2 四半期の数字が出ている(4) の韓国、台湾では、G D P も足もと減速している。その他の大きなエマージング経済である(5) のブラジル、ロシアをみると、資源価格の下落、あるいはそれぞれの固有の構造的な問題もあって厳しさを増しており、内需、小売売上高の前年比もマイナス幅を拡大している。こうした状況に対して、(6) で整理した

ように、景気減速のもとでインフレ率の違い、あるいは米国のリフトオフも睨んだ資本フローへの配慮から、利上げ、据え置き、利下げと金融政策面の対応も分かれてきており、今後とも地域・国ごとのばらつきが大きい状況が続くそうである。

最後に、図表 5－1 の国際金融市場である。先程の山岡金融市場局長の説明と多少重複するが、中国における株価軟調、新興国の弱めの景気指標などをきっかけに、新興市場国の先行き懸念と資源価格の下落が相俟って進んだ。国別には、ブラジル、ロシア、トルコといったところが特に売られており、その中ではアジアは比較的軽症であったと思う。一方、図表 5－2 の先進国の金融市場では、今のところ資源価格下落、新興経済の先行き不安の影響は相対的に限定的であった。米国におけるリフトオフの時期に関する見通しも、(5) にお示ししたような中銀幹部の発言、あるいは景気指標に動かされて振れている状況であると思う。ただ、今までご説明したように新興国経済の足腰が少し弱っている時であるので、リフトオフがあった場合の金融市場の反応、あるいは資金フローへの影響は、ひときわ注意が必要だと思っており、その点も含めて、資源価格と新興国経済の動向には、引き続き国際局としても注視していきたい。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

木内委員

図表 3 (5) の中国の財政支出、特に地方の財政支出が伸びてきているという説明があり、インフラ投資を少し積極的に増やしているという報道もある。財政面でも景気対策が進んできているという感じがするが、地方で伸びている支出の財源を考えると、従来は、国有地の譲渡、すなわち使用権の売却益が地方の歳入の相当の比率を占めていたが、(6) の不動産関連も足もと少し戻ってきているとはいえ、譲渡収入の伸び率——この資料にはないが——がまだ依然として大幅なマイナスなので、財源を支えて

いるのは何だろうかと思っている。1つの可能性としては、地方債の発行額を増やしていくことが決まったと思うが、融資平台の発行している債券とこの地方債をコンバートしていくということであれば、ネットで歳出が増える訳ではないと思う。そうではなく、ネットで増えるように地方債の発行が増えておりそれでファイナンスされているのか。あるいは、中央政府からの補助金のような財政移転があって増えているのか。つまり、財源がどこから出ているのかについて、教えて欲しい。

2点目は米国についてである。細かな点だが、米国のGDPは、第1四半期が上方修正され、過去の計数についても、予想されたとおり、季節調整の修正により第1四半期と第3四半期がかなり修正され、上方修正幅は概ね予想どおりだったと思う。一方、第1四半期は当初マイナスで、GDIは高くこちらの方が信頼性があるという意見もあったが、今回GDIが大幅に下方修正され、確か逆転していたと思う。GDPの修正は季節調整の修正が主な背景だと思うが、GDIがこれほど大幅な下方修正になってしまった背景について、教えて欲しい。

長井国際局長

1点目については、木内委員ご指摘のように、ちょうど地方財政の改革を実施しているところで、そこでの資金繰りが1つの制約要因、あるいはリスクだろうとわれわれも認識しており、注意している。結局は、地方政府の債務とそうでないものを明確化し、それに対して予算をつけたり、地方債の発行を認めていくといったことが、今徐々に行われているところだと思う。そうしたことを騙し騙しやっている。如何に資金繰りをつけていくかという点で、北京事務所からの報告などによれば、銀行もどんどん貸し出す訳にはいかないので、開発銀行のようなところがお金をつけるかたちが増えてきているようである。木内委員ご指摘のとおり、ネットでの地方債の増加ではないかもしれないが、融資平台に対しても、案件を特定して構造改革に見合うものについては債券の発行を認可するかたちで資金繰りを助ける、というような話が出ている。その辺りを勘案しながら資

金をつけていくということだと思うが、図表 3 (5) は確かに予算であり、このペースで直ぐに執行できるかどうかは 1 つのリスクである。そこがこれからきちんと出てくるかどうか、われわれも心配しながらみているところである。当局も、この問題を強く認識している。地方政府の資金繰りとは別の話かもしれないが、報道されているところでは、民間銀行の貸出に対する保証基金のようなものを設立するよう指示が出たようなので、このような地方のプロジェクトの推進に資するようなかたちで、民間の方でも少し梃子入れしていくかたちで、総合戦略でこのギャップを埋めて改革の完了を待つ、ということだろうと思っている。

2 点目の G D I の下方修正の理由については、ご指摘のとおり両方とも修正されて今までの両者のギャップがなくなって良かったと思っていたが、それ以上には調べておらず十分には把握していない。

白井委員

1 点目は、先程山岡金融市場局長から説明のあった資料に、F e d のスタッフが誤って公表した 6 月の F O M C で使われた資料があったが、それについて意見を伺いたい。私は、2020 年までの潜在成長率が 2 % に達せず、予想インフレ率も 2 % に届かないという見通しに、まず非常に驚いた。日本銀行の Q - J E M (Quarterly Japanese Economic Model) に相当する F e d モデルの数字が誤って掲載され、その数字に私は驚いているが、米国経済の見通しを立てている国際局長として、その辺をどのようにみているのか。また、F F 金利の見通しで、金利が 1 番上昇するのが 2016 年度で、1 回当たり 0.25 % の引き上げとすれば 4 回の引き上げとなるが、かなり速いピッチである。2015 年は、彼等の経済成長率見通しが潜在成長率を下回り需給ギャップが悪化するので理解できるが、2016 年から潜在成長率も漸く経済成長率を上回る状況になって需給ギャップが改善していくが、それにしても年 4 回というのは非常に速い。数字に言及されている訳ではないので分かりにくいところはあるが、先行きのインフレ圧力を余程心配し、先手を打って金利を上げるような見通しを立てているように

みえる。こうした見通しについては、どのように考えているのか。

2点目は、米国経済では雇用が比較的堅調に推移し、失業率も相当下がってきたが、労働参加率がトレンドとして下がり続けている。中身をみると、25～64歳の男性の労働参加率が下がっている。これについては、日本も欧州も、カナダやイギリスも皆下がっているが、米国の25～64歳の男性の労働参加率の下がり方が非常に大きい。これは、よく言われるようなスキルのミスマッチや、あるいはフードスタンプへの依存といったこともあるかもしれないが、これだけ雇用が改善しているのに米国だけ突出して下がり続けていることについては非常に不思議なものを感じる。これについて何か意見があれば伺いたい。

3点目は、前回会合でも質問したが、図表2（4）のユーロ圏の輸出に関し、少なくとも資料にある欧州のデータは大体全部が回復方向に向かっているが、輸出は懸念材料になってきていると思う。名目域外輸出が相当上昇しているが、これはユーロ建てなので、ユーロ安の影響だと思う。一方、実質域外輸出は3か月移動平均で若干上昇しているが、輸出受注PMIは減ってきているので、ユーロ圏の輸出は弱い感じがする。これに関し、輸出価格は、日本と同じようなpricing-to-marketをしているのだろうか。現地通貨建てで輸出価格が上がっているということかもしれないが、それはドイツが価格を比較的高く設定できるということと関係あるのかもしれない。そうすると、それ以外のユーロ圏の先行きの輸出は大丈夫なのかという気がする。それについてはどのようにみているのか。

長井国際局長

1点目のご質問については、どのように数字を出しているのかよく分からないので感想ということになるが、確かに低いと思う。米国の成長になかなか勢いがつかないことについては、これまで secular stagnation のようなコンテキストで説明したり、所得や資産の不平等の拡大など様々な要因を挙げて説明してきたので、どんどんと加速していかないことについてはシンパシーを感じるころはある。その一方、白井委員ご指摘のよ

うに、利上げの回数については、確かにペースが少し速いと思う。新興国等が脆弱な中で、1回位利上げする方が世界経済的には却って不確実性が1回なくなるので良いのかもしれないが、それは、その後の利上げをゆっくり進めるという一種のコミットメントと一緒にというような条件付きで不確実性がなくなるという気もするので、このようなペースになりそうだというコミュニケーションについては、個人的には違和感もあり、マーケットも警戒するだろうという感想を持っている。

2点目の米国の労働参加率についてのご質問については、25～64歳の男性の労働参加率が、米国で突出して下がっているというデータをみたことがなかったので、これも感想ということになるが、米国では、より高いスキルが要求される雇用機会が増えており、スキルを上げていかないと成功できないために、大学院に行くなどして労働力市場に入っていない比率が日本や欧州よりも高いのだろう——間違っているかもしれない——と思う。

最後のユーロ圏の輸出については、足もとは確かに良いが、先行きについては、白井委員ご指摘のとおり、輸出受注PMIが足もと垂れているのは気になっている。いつまでもユーロ安が続く訳でもなく、これまでも何度かご説明したとおり、ドイツやユーロ圏の主な輸出としては、新興国に対する資本財の輸出のウェイトが大きいのは事実であり、新興国の足踏み状況をみると、この辺りが無傷でいられることはないだろうと思っている。その意味では、ユーロ圏全体としては、図表2（2）のように個人消費も結構強く、輸出も上がっているが、小売は単月でみると勢いが少し衰えてきているようなところもあるので、緩やかには拡大していくが、今までのような勢いが続くというのは現実的ではないだろうと思っている。その意味では、白井委員ご指摘のような先行きに対する一種のリザーベーションは共有しているところである。

中曽副総裁

今の質問にも関係するが、新興諸国の緩慢さの度合いがむしろ増してき

ているような感じがする。世界経済は、緩やかながらも回復していくというシナリオで、そのメカニズムは先進国が引っ張るということだと思うが、今のような話を聞いていると、新興諸国のもたつきが長引き過ぎると、それが先進国の経済の足を引っ張って、結果として今言ったようなメカニズムが作動しにくくなってしまうようなリスクもあると思うが、そのリスクをどの程度のものとして評価しておけば良いのだろうか。

長井国際局長

時間の制約がある中で特に悪かったところを中心にご説明したので、暗い話ばかりになってしまったかもしれないが、資源国を中心に悪かったという感じを持っている。加えて、大きなところでも今ニュースを賑わしている汚職の問題、政治の問題、地政学の問題などはかなり以前からあったが、中国ブーム、資源ブームで覆い隠されてきたものが水面上に出てきたという意味で、根が深いところがあると思っている。ただ、全部が全部そのような問題を抱えている訳ではなく、特に、アジアのエマージング諸国では、IT関係の一時的な不況の調整が終わってくると、先程申し上げたアメリカあるいはユーロ圏からの輸入に引っ張られて増加していくという循環的な上向きの力が、これから効いてくると思っている。その意味で要注意なのは、固有の構造的な問題を持ったところで、悪い循環に陥り、内需の低迷などで落ち込んでいくことである。まだ、第2四半期のGDPが出ているところもほとんどないので、その辺りのデータの蓄積を待ってみたいと思っている。

今後良くなるとすると、物価が落ち着いてきているところが多いので、例えば、ブラジルやロシアで、徐々に金融政策が利下げモードに入っていくことができれば——ロシアは既に利下げを始めている——、金融政策からの下支えも期待できる。また、例えばインドネシアでは、これから新しい体制も落ち着いて執行がスムーズになってくれば財政支出も出てきて、その面からの下支えもあるので、その辺りとの綱引きで、特に資源国中心にどの程度で調整が終わり、リバウンドしてくるのかをみていきたいと

思っている。今の時点では、どの程度の確率でリバウンドしてくるかはなかなか申し上げられないが、今回は特に心配な材料が妙に揃ったという感じを持ってご説明したところである。

黒田議長

他にご質問がなければここで5分間のコーヒブレイクを取りたいと思う。再開は、14時58分でお願ひする。

(14時53分中断、14時58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GDPについては、4～6月期のGDPは17日公表予定であるが、現時点でかなりの統計が利用可能となっているので推計してみると、マイナス成長となる可能性が高い。因みに、民間では平均で年率－2％程度と、1～3月の＋4％成長の半分程度の減少を予想しているが、われわれの推計もそこから大きな乖離はない。マイナス成長となる主な背景は、外需と個人消費の減少である。減少は一時的なものとみているが、特に外需については、海外経済に鈍さが残っているだけに、不確実性は高いと思う。いずれにせよ、まずは4～6月期の実績について2次QEまで含めて確認したうえで、7月以降の各種データも本当に改善していくかどうか、注意深くみていく必要があると思っている。

次に、図表4の公共投資である。進捗を示す公共工事出来高は、足もと少し増えているので、4～6月のGDPでも公共投資は恐らく一旦増加するのではないかと思う。ただ、足もと増えている理由は、先行する公共工

事受注高、あるいは公共工事請負金額が一時期増えていたことが足もとの進捗に影響しているためだが、受注等は再び減少しているので、公共投資については、これまで同様、均してみると緩やかな減少傾向にあるという判断を維持することで良いと思う。

図表5の輸出入については、前回会合以降、6月の通関統計が出ている。輸出が前月比+1.0%、輸入が+0.3%と、ともに5月減少のあとリバウンドしたが、増加幅は極く小幅にとどまった。上中旬の数字をみる限り、もう少し輸出がリバウンドするのではないかと思っていたが、結局のところ小幅にとどまった。この結果、4～6月は前期比-3.6%とはっきりとしたマイナスとなった。これを図表7で地域別にみると、いずれの国・地域向けとも第2四半期は減少している。この中で、米国については、その前の2四半期がかなり高い伸びであったので、その反動といった面もあると思うが、気になるのは東アジアと「その他」——「その他」は資源国を含んでいる——である。この2つは、第1四半期も横ばいないし若干の減少のあと、第2四半期についてもマイナスとなっているので、基調として少し鈍いのではないかという感じがする。中国経済の減速や資源価格下落の影響が、この辺りの経済に出てきているのではないかと思う。先行きについては、海外経済に関して、米国では基本的に春以降持ち直していること、あるいは中国でも政策面での梃子入れが始まっているということがある。また、日本の輸出を考えた場合、生産との関連が非常に強いが、生産面で先行きの持ち直しを示唆する情報がまだ相応にあるので、夏場から輸出も再び緩やかに増加するという見方を維持している。ただ、新興国・資源国経済についての不確実性は高く、むしろ少し高まっている。このところ、われわれが日本の企業に聞いても、資本財中心に受注が弱いといった声も増えているように感じられるので、輸出のダウンサイドリスクにはこれまで以上に注意が必要であると思っている。

続いて、国内面である。図表13の企業マインドの月次調査では、輸出が減少する、あるいはGDPも恐らく4～6月はマイナス成長であろうという中にあっても、企業マインドは、決してどんどん良くなっている訳で

もないが、良好な水準を維持しているように見える。昨日 7 月分が出た（５）の帝国データバンクの調査では、落ちずにむしろ若干持ち直したかたちになっており、底堅い動きである。この背景には、企業が輸出の減少は一時的であるという見方を恐らく崩していないことや、国内需要が堅調であること、そして何といたっても企業収益が好調を維持していることがあろうと思う。ここに計数はないが、上場企業の 4～6 月決算は半分以上出ているが、われわれの手許の集計では前年比 2 割程度の増益となっている。確かに、アジア需要の鈍さなどから減益となる先がある一方、全体としては、米国での主として車の販売好調、円安効果、それとも関連するがインバウンドの増加、そして原油安——化学工業等はその影響は大きい——などの収益増の要因が勝って、全体では増益が維持されている。ただし、足もと好調な先も含めて、決算発表時に、中国など新興国の需要の先行きの下振れリスクを指摘する声が増えている点には、注意が必要だと思う。

図表 14 の設備投資では、今のところ判断を修正するような材料は出ていない。先行指標では、建築着工床面積の 6 月が前月比－10.6%と減少しているが、これは、4 月に＋33.2%と大幅に増えたあとの反動といった面が大きく、4～6 月では前期比＋6.3%と増加している。また、大企業を対象とした日本政策投資銀行の 6 月調査では、2015 年度の設備投資計画は前年比＋13.9%と、製造業の＋24.2%を中心にかなり高い伸びとなっている。この点は、6 月短観の大企業＋9.3%と同程度、あるいはこれより幾分強めの結果となっている。いずれにせよ、現時点で先行きの設備投資の緩やかな増加という見方を変える必要はないと思う。ただし、先程申し上げたとおり、輸出のもたつきが長引くようであれば、製造業の設備投資にも影響を及ぼしかねないため、この点は輸出動向とともに注意深くみていきたい。

続いて、図表 18 の個人消費である。6 月の関連指標がほぼ出揃い、需要側の統計では、家計調査等もマイナス、小売販売額も 6 月は前月比－1.0%といずれも弱めであった。この背景は、企業からのヒアリングも併

せて考えると、長雨で梅雨らしい梅雨であり、低温といった天候要因が大きかったこと、あるいは百貨店がセールを7月に後ずれさせた要因が大きかったのではないかと思う。特に、この中では家電販売額が前月比－12.0%と弱い、エアコンの売行きが非常に悪かったと聞いている。この結果、図表 19（3）のわれわれがGDPの作り方に則して計算している消費包括指数は、6月が弱く4～6月はマイナスになりそうである。この4～6月の個人消費のもたつきについては、3四半期連続プラスのあとの減少ということになるが、現時点では、1つには、やはり4月の前半あるいは6月の天候が悪かったことの影響と、そして前回会合でも申し上げたが、前年比でみると前月の反動減の裏からプラスになるので、関連業種が販売促進に然程積極的ではなかったというようなことが影響していると思われるので、一時的な要因が主因であると判断している。事実、ヒアリングによると、7月の小売店販売は、暑さが本格化する中で、一部での販売促進の積極化もあって、特に月半ば以降改善した模様であり、百貨店からは、賞与増の影響からかボリュームゾーンも持ち直しているといった声も幾つか聞かれている。このため、当月も、個人消費の基調判断は底堅いという判断を維持したいと考えているが、一方で、基調に何がしか変化がある可能性もなくはなく、この背景が、例えば相次ぐ値上げあるいは値上げ報道が、家計の支出抑制に想定以上に繋がっている可能性も考えられなくはないので、予断を持つことなくみていきたいと思う。

家計支出の中で消費はややもたついている感じはあるが、一方で、住宅については、むしろしっかりしてきている。図表 23 の先行指標である新設住宅着工戸数は6月に年率103.3万戸と、2013年12月以来の水準となった。均してみても、4～6月は95.8万戸と1～3月からはつきり増えている。6月の103万戸は出来過ぎの感はあるが、傾向的にみても、一頃の反動減の影響が収束する中で、雇用・所得環境の改善、低金利環境、物件価格の先高観から持ち直してきていると考えて良いと思う。こうしたことも、個人消費の足もとのもたつきは一時的ではないかという判断に繋がっていると思う。

図表 25 の生産については、6 月が前月比+0.8%と 5 月の-2.1%から幾分持ち直しており、予測指数も 7 月+0.5%、8 月+2.7%と増加が続くかたちとなっている。このため、四半期では 4～6 月が前期比-1.5%と減少したあと、7～9 月は、(注) 2にあるとおり機械的な計算で前期比+2.1%と再び増加する見通しとなっている。これほど高い伸びになるとは考えにくい、このような予測指数をみる限り、生産の減少は一時的であるとのこれまでの見方がサポートされると思う。図表 27 (2) の 7 月の製造業 PMI は 50 を上回り、6 月から少しリバウンドしている。先行きの生産見通しについての企業へのヒアリングでも、7～9 月は、前月時点の予想よりやや下振れしつつも小幅リバウンドが予想されており、10～12 月も今のところ緩やかに増加するといった感触を得ている。このため、生産、そしてその裏側にある輸出は、7～9 月以降リバウンドするとの見方を当月も維持したいと考えているが、海外経済の不確実性の高さを踏まえると、下方のリスクにこれまで以上に注意していく必要があると考えている。

雇用については、労働需給については変化が出ていないが、当月の厄介な指標は、図表 29 の毎月勤労統計の賃金である。6 月の名目賃金の前年比は-2.4%と、最近にはない大幅な減少となった。所定内給与は+0.4%だが、6 月の速報段階でベアが十分に反映されているとは明確には読み取れない程度の計数であるが、均してみると、一頃の小幅マイナスから小幅プラスへと傾向的には少しずつ強くなっているということではないかと思う。一方、夏季賞与を示す特別給与は、前年比-6.5%と大幅減少になっている。ここにはないが、事業所規模別にみると 5～29 人が前年比+3.4%となる一方、30 人以上が-7.7%となっている。この点について、厚生労働省では、6 月の賞与支給事業所の割合が 30 人以上の事業所で昨年の 42%から今年は 38%と 4%ポイント低下していることから、単月の振れの可能性があり 7、8 月まで待つて判断する必要があるという珍しいコメントをしている。以前にも議論があったが、30 人以上の事業所については、本年 1 月から 3 年に 1 度のサンプル替えがあり、もしかすると賞与支

給時期の変動に影響している可能性があると思う。

図表 34 で賞与をご覧頂くと、2015 年度の夏季賞与は今回－6.5%だが、これほどの弱さは、リーマン・ショック後や、2002 年あるいは 1990 年代末辺りの金融危機頃に匹敵するものであり、なかなか腑に落ちない弱さである。また、規模別に中小が弱いのであればそれなりに説明ができるかもしれないが、先述のように収益が良い大きい企業の賞与が悪いことを踏まえると、やはり何らかのサンプル要因が出ているとみるのが自然ではないかと思う。ただ、これが、新しいサンプルでは支給時期が遅い先が多いためなのか、そもそも夏季賞与を支給しない先がたまたま多く含まれているのか——毎年、賞与を支給する割合は 100%ではなく 9 割程度で、サンプル替えて変動する——、どちらが要因かはっきりしないが、今のところ、基本的には前者の要因とみておきたいと思う。従って、7、8 月には増えていくと考えている。ただ、後者の要因の可能性もあるので、その場合は、普段は然程みないような他の給与関係の統計なども踏まえつつ、総合判断していく必要があると思う。

最後に、物価である。図表 40 の全国の消費者物価（除く生鮮食品）は、6 月も＋0.1%と 0 %程度となり、5 月から横ばいとなった。除く生鮮・エネルギーは、＋0.7%から少し上昇するのではないかと考えていたが、＋0.7%で同じとなっている。これは、四捨五入の関係で、5 月は 0.6 に近い 0.7、6 月は 0.8 に近い 0.7 であり、東京の動きなどをみると、恐らく 7 月には改善するのではないかと思う。除く食料・エネルギーでみても、0.2%ポイントほど改善している。一方、図表 42（1）の東京の 7 月は、除く食料・エネルギーは改善しているが、除く生鮮は＋0.1%から－0.1%へと幾分低下している。この差はほぼエネルギーだが、既往の原油安を受けた電力料金の低下のほか、6 月末以降の原油価格下落がガソリン価格などの下押しに作用したことも影響している。このような動きを踏まえると、7 月の全国は、除く生鮮で恐らくは 0 %、場合によっては－0.1%となる可能性もある。当面、このところの原油安が下押しに作用するので、除く生鮮でみて若干のマイナスも念頭に置いておく必要はあると思うが、エネ

ルギー以外の改善傾向が続くとみられるため、引き続き 0 % 程度という評価の範囲内で推移すると考えている。

以上を簡単にまとめると、景気は当月も緩やかな回復という判断で良いと思う。高水準の企業収益のもとで、前向きの循環メカニズムは維持されていると考えている。ただし、輸出や生産は、ここ数か月下振れ気味に推移しており、海外経済の不確実性も高いだけに、国内投資への影響も含めて下方リスクにこれまで以上に注意が必要だと思う。また、消費関連指標が冴えない点についても、基本的には大丈夫だと思っているが、もたつきが一時的にとどまらないリスクについても注意が必要だと思う。消費者物価については、秋以降次第に上昇率を高めていくとの見方を維持することで良いと思っているが、このところ下落している原油価格の展開次第では、そうしたシナリオも多少後ずれするリスクもある。物価の基調に影響を及ぼす消費の動向などと併せて、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

質問があればどうぞ。

木内委員

図表 34 の夏季賞与について、毎月勤労統計の 6 月の特別給与の大幅減は単月の振れだとしても、経団連や日経新聞のアンケート調査で 2015 年度の夏季賞与の前年比は 2 % 台で、伸びてはいるが昨年の夏季賞与や冬季賞与と比べると伸び率は大幅落ちてきている。毎勤ベースでは水準はもっと低くなるので、こうしたことを考えると、冬はもう少し持ち直すかもしれないが、マイナスではないにしても 0 に近いかなり小幅の増加になってしまうのではないか。その辺りは従来みていたよりもやや低めという評価にならないのか。1 人当たり賃金上昇率で所定内賃金以外の上積み部分があまりないとする、6 月の所定内が速報で +0.4 % で確報でまたやや下方修正されるとすると、全体として 1 人当たり賃金上昇率で前年比 +1 %

の達成はなかなか難しいのではないかと。夏季賞与に関し、従来の見方から修正の必要はないのだろうか。

次に、図表 31（3）の所定内給与の要因分解で、6月分が入って少しかたちが変わったが、先月まででみると、パート労働者比率要因のマイナス寄与が横ばい程度で、一般労働者賃金要因が押し上げている。このように、所定内給与の上昇は、直感的には一般労働者の賃金上昇率がどんどん高まっていることが主因というような印象になるが、ただ計算方法をよくみるとそうではなく、一般労働者賃金要因は前年の所定内給与総額に占める一般労働者の割合でウェイト付けされているので、一般労働者の比率が高まりパート比率が低くなるという構造変化の影響が、この一般労働者賃金要因、パート労働者賃金要因にかなり反映されており、パート労働者比率要因は残差を計算していることになるので、先程言ったようにややミスリーディングな感じにならないのだろうかという点が、少し気になっている。一般労働者の賃金がどんどん上がっているかという点と、（2）をみてもそうではない。代替案を持っている訳ではないが、このようなミスリーディングが起こらないような別の表示方法はないのだろうか。

前田調査統計局長

1点目の賞与については、一頃はもう少し伸びるかと思っていたが、6月頃の時点では、今年度のボーナスの伸びはどうやら少し低下しそうだということが分かっていたので、その時点と比べて、強いとは思わないが特に大きな下方修正要因があるとは思っていない。アンケート調査で伸び率が少し低下しているが、これは、収益の伸びが昨年は一昨年より少し低下したためだと思うので、その時点と比べて特段弱いとは思っていない。また、先程も申し上げたとおり、アンケート調査は大企業が中心であり、中小企業が弱ければこれ以上に賞与の伸びは弱くなるが、6月の5～29人の事業所の特別給与は前年比+3.4%で、必ずしも弱くない数字である。もし、大企業でアンケート調査程度の伸びが実現するのであれば、ゼロや極く小幅のプラスということではなく、実勢は——毎勤統計の数字がどう

なるかは別として——この程度の伸びになると言って良いと思う。

2点目の図表 31 については、私は問題ないと思っている。木内委員がおっしゃるとおり前年の割合を使っているが、前年はパート比率が上がり一般のウエイトが下がって下押しに作用していたので、今の寄与度の高い伸びに影響しているものではない。そして、ウエイトの変化はそれほど大きくなく、それよりも伸び率自体の変化の方が大きくなるので、ウエイトの変化によって一般労働者賃金要因の寄与度が高まっているということではないと、ご理解頂いて良いと思う。

原田委員

ボーナスに関して、非常に不思議な数字が出ているが、現実のところはよく分からない。新たにデータが出てくるのでそれを見るしかないと思う。

雇用関連の指標で、毎月勤労統計の労働者数はいつも前年比プラスだが、労働力調査では前年比マイナスの月もある。図表 32（1）でみても、毎勤はかなり伸びているが労調の方は伸びが低い。これについては、どのようにみれば良いのか、お聞きしたい。労調であまり伸びていないことは、気にしなくても良いのか。

前田調査統計局長

毎勤と労調の違いをどのように解釈するかは難しいところがあるが、過去の傾向をみると、どちらかというとならば労調が先に伸びている。なぜなら、毎勤は常用労働者、すなわち比較的長時間働く労働者である一方、労調はいわばマージナルな労働者を含んでいるので、景気の変化に先行するような部分があるからである。今回の局面で先行したかどうかについては何とも言えないが、2013 年は労調が少し先行したかもしれない。今、労調は、下がっているとまではみてないが 1 %弱程度で安定的に推移する中で、毎勤は伸びが高まっている。これについての解釈は難しいが、われわれは、基本的に企業が段々自信を持ってきて、どちらかというとならば長時間働く人を雇用する動き、あるいは正規化の動きが出ていることが影響しているの

はないかと思っている。労調の伸び率が上がってこないことをネガティブに評価すべきかどうかについては、伸び率が低下することで労働需給が緩むようであればネガティブに評価する必要があると思うが、失業率はじりじりと低下しているので、労調の伸び率が高まらないことが現時点でネガティブに評価されるべきことでもないと思う。リーマン・ショック前後では、労調の伸びが2008年頃からはっきりと低下し、2009年にはマイナスになった。図表30（1）の失業率と有効求人倍率をみても、2007年辺りをピークに有効求人倍率は低下し、失業率はどうやら上がりそうな感じになっていたが、これは労働需給の緩みを反映したものだったと思う。今のところ、今回はまだそのような状況を表している訳ではないと考えている。

白井委員

1点目は、食料価格と食料支出についてである。CPIの全国の6月まで、東京の7月までをみると、食料価格の上昇が目立っている。その結果として、食料への支出がついてきているかについて幾つかのデータをみると、例えば、東大のPOSデータでは売上数量がかなり良く、4%弱程度の伸びとなっており、このところも高い伸びとなっている。東大の同じ品目を使ったCPIでも、1%を超えている。ところが、サンプル数が多い一橋大のPOSデータではマイナスが続いており、少し違うようにみえる。一方、図表11の食料品の輸入は4～6月が+3.0%と伸び率は相当大きい——5、6月はマイナスだったが——ので輸入はかなり堅調とみられ、食料品に関しては、全体としてみれば需要を伴う価格の上昇、支出を伴う価格の上昇と考えているが、それについてはどのようにみているのか。また、食料品の実質輸入が+3.0%と比較的高い伸びとなっているが、これについて何か情報があれば、教えて欲しい。

2点目は、同様に外食についての価格と支出の関係である。CPIでは外食の価格は2%程度と高い伸びで、それが持続している。このCPIで外食の価格上昇が支出に繋がっているかをみると、外食産業の売上高は、天候要因かもしれないが、4月と6月の前月比がマイナスで捗々しくない

ような気がする。家計調査の6月も外食は良くなく、前年比－3%だったと思う。7月に入っても、日経消費DIでみると、外食は－15と前回4月調査から－15ポイントも悪化している。このように、外食は価格上昇が続く中で、どうも需要、支出がついてきていないようにみえるが、それについてはどのようにみているのか。

3点目は耐久財についてである。今までCGPIでみると、耐久消費財の価格は、円安もあって輸入価格が上昇しているのでずっと上昇していたが、以前に質問したようにCPIの耐久財価格は下落が続いていた。それが、6月の全国からプラスになり、東京も7月にプラスになっているので、CGPIからCPIに波及してきたと思う。一方、耐久消費財の需要は、出荷と生産のレベル感をみると、横ばいの中で在庫が減ったので出荷・在庫バランスは改善してみえるが、非常に停滞している感じがする。耐久消費財は一過性ではなく少し弱い気がしており、これには価格の上昇が影響しているような感じがするが、如何か。

最後は、設備投資についてである。設備投資は、全体としては良いのかもしれないが、資本財総供給は弱く、データも区々な気がする。図表11で資本財・部品の輸入をみると、4月は非常に伸びたが、5月、6月とマイナスとなり、4～6月では前期比－2.9%となった。昨年辺りでは設備投資が伸びる時には輸入が伸びると言われていたが、設備投資が堅調と言われるわりには、2013年、2014年と比べ輸入がそれほど伸びていない——足もとだけかもしれないが——感じがする。その点については、どのようにみているのか。

前田調査統計局長

食料品については、統計によってばらつきがあり、良いのかどうか分かりにくい。経産省の商業動態統計では、食料品販売業の販売は、実質ではあまり良くない。

白井委員

プラスなのか。

前田調査統計局長

足もとは実質ではマイナスである。ただ、これは名目の売上から、C P I と同じような構成であるという前提で価格を作って実質化しているので、その価格の歪みが出ているのかもしれない。われわれが食料品専門スーパーなどから聞いているところでは、食料品の消費はそれほど悪くなく、むしろしっかりしているというような話の方が多いと思う。従って、それほど良いかどうかは別として、基本的には、価格が上がっているわりには然程落ちていないと思っている。それに関連してご質問のあった輸入の食料品については、増加の最大の寄与が「その他」であり中身がよく分からないので、現時点でははっきりしたことは言えない。

外食については、おっしゃるとおり、良いのか悪いのかなかなかはっきりしないが、公表されている統計では図表 21（2）に外食産業売上高があるが、これをみると、一頃は結構落ちていたが漸く少し戻ってきている。ただ、この外食産業売上高は、全ての外食をカバーしている訳ではなく、大手ハンバーガーチェーンの影響が比較的大きいと言われており、特に、そこで色々な問題が発生したことが、この外食産業売上高に効いているということである。このため、実態的にどうかというのはなかなか分かりにくい。最近、そのようなチェーン店以外で比較的外食が増えている。短観でもご説明したが、宿泊・飲食業は、宿泊に引っ張られている部分もあると思うが、業況は比較的良かった。このように、外食は、非常に良いとは思わないが、外食産業売上高が示すほどは弱くなく、それなりに resilient ではないかと思っている。聞くところでは、比較的高単価のメニューもそれなりに受け入れられているようである。

耐久財については、白井委員おっしゃるとおりであり、今はあまり良くない。自動車販売は、軽を中心に7月も良くない。家電は、一頃テレビがデジアナ変換でどうしてもデジタルテレビを買わなければならないとい

う需要があって増えたが、今は駆け込みの反動減が出ている。このように、耐久財は決して足もと良いとは思っていない。短期的には、先程申し上げたエアコンの天候による振れなどで少し良い方向に向くのではないかと考えており、住宅がこれから回復していくのであれば、多少遅れて白物等の販売が幾らかでも改善するのではないかと、期待を込めてみている。

設備については、おっしゃったとおり、確かに全ての統計が良い訳ではないが、いつも申し上げているように、先行指標はしっかりしている、設備投資計画もしっかりしている、また、図表 17 の中小企業の設備投資実施企業割合もそれなりに底堅いので、白井委員がおっしゃるような点に注意する必要があるが、今のところは何とか大丈夫ではないかと考えている。

中曽副総裁

昨年来の原油価格低下の日本経済への影響について、交易条件の改善を通じた効果は、当初調査統計局がみていたものと比べ、どの程度良かったのか、あるいはどの程度小さかったのか。もし、乖離があったとしたら、何が要因だったのか。

前田調査統計局長

日本経済における原油価格低下の効果がどの程度かをお示しするのは難しいが、昨年からの原油価格の低下には需要・供給両面ある。IMFなども色々な試算をしていたが、世界経済が鈍いという需要面と、シェールも含めた長年に亘る供給増加の両方がある。後者が中心であれば日本経済にとってはプラスの面しかないと思うが、ここ半年から1年程度を振り返ると、IMFが言っていたよりも、世界経済の鈍さという需要要因の方が少し大きかったのではないかという感じがしている。足もとの原油価格下落にも、勿論イランの核合意やシェールの稼働率がまた上がりそうだという供給要因もあるが、やはり需要要因の方が強いと思う。その意味で、世界経済の需要が弱い分、外需が効いたのだらうと思われる。国内については、外需が弱いわりには何とか内需の堅調さが保たれていることからする

と、われわれの想定に比べ強いかどうかはさておき、原油価格低下が日本経済の堅調さ、企業収益の堅調さを何とか支えて、外需の弱さを起点としたマイナスの循環に陥らないように支えてくれているのではないかと考えている。

佐藤委員

年前半を振り返ると、ハードデータとソフトデータがかなり乖離してきており、4～6月期はそれが顕著に現れていると思う。例えば、1～3月期のGDPは年率4%近い高成長であったが、4～6月は先程の分析にあったように年率2%前後のマイナスになるだろうということである。ただ、この年前半に実体経済が本当にそれほど振れたのだろうかということ、確かに、輸出、生産の振れはあったが、個人的、直感的には、実体経済自体がそれほど振れたという感じはあまりない。実際のところ、短観や色々な民間サーベイも含めて各種のマインドデータは、説明にあったように好調さが維持されている。そうすると、このGDPの振れは一体何なのだろうということになる。以前、GDPについては、支出面が少し弱く出ている可能性があって、所得面あるいは生産面でみれば、支出面よりは良いだろうという説明があったと思うが、今回は、確かに支出面は弱そうだし、所得面でも、毎勤統計が正しいかどうかという問題はあるが、毎勤統計から推計するので所得面も弱いということになってしまう。全産業活動指数がマイナスだから生産面も弱いということになると、支出、所得、生産全部で弱いということになる。これがどうも肌感覚とは合わないが、その辺についてはどのように考えているのか。

前田調査統計局長

昨年度前半のGDPは非常に弱かったが、これは反動で落ちたためであり、あの時は実態的にもGDPは落ちていたと思うが、家計調査等の問題もあったと思う。今年は、1～3月のGDPは年率+4%、4～6月は-2%程度だと思うが、本当にそれだけの振れがあったかどうかについては、

よく分からない。季調済計数の年率は季節調整などでも振れるので、そこまでの振れはないのかもしれない。ただし、4～6月は、消費は販売統計をみても弱かったし、生産側の統計でも全般的にマイナスなので、何だかんだ言いながら4～6月が少しマイナス成長であったことは否定できないと思う。それでは、なぜマインドと乖離しているかということだが、私自身は、所得と支出、名目と実質の違いがあるのではないかと思う。4～6月は、原油安や円安の効果が企業収益を支え、経済活動が落ちたとしても、企業は、恐らくはそれは一時的だとみて、マインドは何とか崩れずにきているということではないかと思う。そのように考えなければなかなか整合的に説明できない。私も、4～6月は実態的にはマイナス成長ではなかったと言えるほどしっかりした確かな裏付けがある訳ではない。

4. 金融環境等に関する報告(資料－5)

黒田議長

次に、金融環境について、説明をお願いします。

内田企画局長

資料－5（参考計表）に沿ってご説明する。図表1、図表2は変更ないので、図表3をご覧頂きたい。（3）のコンセンサス・フォーキャストで長いところが出ており、前回4月調査に比べ0.1%ポイントであるが下がっている。6～10年後の平均は1.6%から1.5%、4～5年後の平均は1.4%から1.3%となり、1～3年後の平均は1.5%から1.6%へ若干上がっているが誤差の範囲である。大きくみると、1%を割る水準から大きく上がったあと、横ばいないし若干下がっている。1年前の昨年7月と比べると、それぞれの年限で0.1～0.2%ポイント程度下がっている。結局、QQE導入後の最初の1年間はわりと大きく上がり、2年目は横ばいないし若干弱かったという感じが出ていると思う。図表4の市場のインフレ予想については、（1）のQUICK月次調査ではこれまでの傾向と変わっていない。2年先から10年後までの平均値は、1.29%から1.25%とほと

んど変わっていないが緩やかに落ちている。(3)のBEIは、行ったり来たりして結局あまり変わらなかったが、前回会合時の7月15日が0.988%、昨日時点が0.981%なので1bp弱下がっている。この間、原油価格が結構下がっているので、米英欧は5～15bp程度下がったが、日本はあまり変わらなかった。前月に逆のことが起きていたので、それ自体は振れの範囲内だと思う。

図表7の貸出約定平均金利は、6月の新規の総合(除く交付税特会向け)は1.060%と、5月の0.973%から若干上がっている。ただ、四半期でみると、1～3月1.031%、4～6月1.037%とボトム圏内での横ばいの動きとみて良いと思う。

次に、図表11のボリュームである。今朝ほど7月のCP・社債が出たので計数を申し上げると、CP・社債計(末残)が6月-0.6%のあと+1.3%、CPが+5.2%、社債が+0.5%と一応プラスになった。償還その他の関係でプラスになったりマイナスになったりするが、後程ご説明する月報では、プラスになったことをメンションしたいと思う。国内公募社債は7月は5,667億円と5,000億円超であり、平均的なレベルである。エクイティ調達の株式調達額は、1兆648億円と1兆円を超える大きな数字となっている。自動車メーカー、電機メーカー、インターネット通販等の大型増資があり、それぞれ株主の裾野を広げたいとか設備投資資金等に使うということである。因みに、この株式調達額が1兆円を超えるのは、2012年の東電の発行を除くと2001年2月にNTTドコモ——個社名を申し上げて良いと思うが——が1兆円の公募増資をして以来であり、十数年振りの水準である。株価好調、業績好調といったところがエクイティファイナンスの好調に繋がっていると思う。

図表16のローンサーベイでは、季節調整値——ローンサーベイの季節調整値をどれだけ信用するかは別にして——でみると、企業向けは1～3月の-0から4～6月は+5、大企業向けは-1から+6、中小企業向けで-0から+3、個人向けが+5から+8と、いずれも小幅改善であり、資金需要はそこそこあるようであり、貸出自体が2%台のプラスであるこ

とと整合的だと思う。同じくローンサーベイの貸出運営スタンスは、大企業向けが「積極化」超幅が＋5から＋3に下がっている。中小企業向けの方は＋15から＋15で変わっていない。地域金融機関の1先が大企業向けに「やや慎重化」と回答してきたようであり、これはかなり珍しいことである。中身は、都内店向けでスプレッドが大きく縮小してきているので「積極化」とは言っていられないという感じが出てきているということであり、貸出競争が厳しい中であって、地元向け以外の部分でそのような面が少し出始めているのではないかと思う。若干気になる数字としては、資金繰りD Iの中小企業（日本公庫）——昔の中小公庫——の7月が－2.1となっている。中小公庫のD Iがマイナスの数字になることはあまりないが、7月はマイナスとなっている。これについては、中身までみることができるので中身をみると、季節資金が増えているためという回答が結構多いので、単月の振れの可能性が高いと思うが注意してみたいと思う。

最後に、図表19のマネー関連である。これもお配りしたあとにマネタリーベースが出て、6月＋34.2%のあと7月は＋32.8%となった。これについては、金融経済月報で3割台半ばの伸びと言っていたが、後程ご説明するように3割台前半と変更させて頂きたい。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

ドイツ、日本、米国のB E I、インフレーション・スワップ・レートについて質問したい。日本では大体横ばい、米国やドイツでは下がったと思うが、米国とドイツでは利付国債の方の利回りが結構下がったので、恐らくその影響が大きかったように思う。物価連動債の利回りというよりも利付国債の名目利回り低下の方の要因という気がするが、まずは、その点を確認したい。また、インフレーション・スワップ・レートの方はどうなっているのか。日本では10年物で若干下がっているだけであるが、ドイツ

と米国のインフレーション・スワップ・レートは日本よりも下がっているのか、あるいは同程度なのか。

内田企画局長

まず、日本について言うと、インフレーション・スワップ・レートはおっしゃるとおりで、5年先5年のところが下がっている。

白井委員

少し下がっているだけだと思う。

内田企画局長

その意味では、10年下がっていることを意味している。先程申し上げた欧州は、インフレーション・スワップ・レートで申し上げているので、10年のところを申し上げますと、1.473%から1.385%と9bp程度下がっている。最初におっしゃった点は、長期国債、いわゆるストレートボンドとTIPSの差で計算されるが、市場の大きさから言って、ストレートボンドの方は基本的にはある種のベースレートとして機能するので、どちらの低下が主因かと分けて考える必要はあまりないのではないかと思います。つまり、日本が典型的であるが、圧倒的に普通の国債の方のボリュームが大きく、例えば、日本では国債利回りは今0.4%程度で、0.4%の国債の保有者が1%程度のCPIと思っているはずがない。あくまで1%程度のインフレ率にヘッジをかけたいと思えば、一応ヘッジをかけることが可能な市場が一方にあるというように考えれば良いのではないかと思いますので、そこを分ける意味がそれほどあるとは思わない。

木内委員

社債の発行レートやスプレッドはともに月々振れはあるが、少し遡ってみても意外と下がってきているという感じがある。一方で、セカンダリーマーケットの方をみると、流通利回りは、全体では安定しているが、例え

ば、長期、超長期を取り出してみると結構上がっているとようだ。世界の潮流では、山岡金融市場局長から説明があったように、クレジットリスクが今高まってきている状況であり、報道では、セカンダリーマーケットでは長期、超長期を中心に中国リスクなどが意識され、スプレッドが開いているという話である。タイミング、時期のずれかもしれないが、長期、超長期のところで発行レート・新発レートと流通レートに乖離が起こっているとすれば、どのようなことが理由として考えられるのか。

内田企画局長

図表7でいつもみて頂いている社債はA A格であるが、木内委員がおっしゃるようになんかなり振れがある。発行銘柄に限られるので、特に、7月のスプレッドが+0.16%と小さくなったのは、個社名を申し上げて問題ないと思うがJ Tの発行があり、この発行レートが低かったことの影響であり、これは振れの範囲内だと思う。流通利回りと発行利回りで若干差が出ることはあると思うが、そこに、今回発行利回りは低いけど流通利回りの方に問題がある、あるいはその逆というようなことは、特にないのではないかと思う。ご承知のとおり、個別の2つ程度の銘柄の流通利回りが高くなり、スプレッドが拡大しているものはあるが、それ以外についてはそのような動きがあるというようには思っていない。ただ、流通利回りは過去に発行したものの利回りであり、発行後の様々な情報が反映されやすいが、そもそもそのような問題があれば発行しないので、スプレッドが上がるような状況を個社が抱えている場合には、発行レートには出てこないけど流通レートに出てくるという例はあり得ると思う。

5. 金融経済月報に関する報告

黒田議長

それでは、金融経済月報の概要について説明をお願いします。

中村調査統計局経済調査課長

金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」に沿ってご説明する。まず、実体経済の現状パートでは、総括判断に変更はない。内訳では、住宅投資を変更している。前月は「持ち直しつつある」としていたが、新設住宅着工戸数が4～6月にしっかりと増加したことを踏まえ、今月は「持ち直している」と前向きの表現に変更している。なお、前月記述していた業況感については、今月は短観の公表月ではないので削除している。

次に、実体経済の先行きについては、総括判断に変更はない。内訳は、現状パートと同様、住宅投資を変更している。前月は「持ち直していく」としていたが、現状パートを変更したために、先行きについては「持ち直しを続ける」という表現に変更している。

物価については、現状、先行きともに変更はない。

正木企画局政策企画課長

次に、金融面では、総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」とし前月から変更はない。個別項目についても、判断の実質的な変更はないが、先程内田企画局長から説明があったとおり、資料配付後に公表された統計が幾つかあるので、2点ほど表現を修正したい。まず、最初のパラグラフのマネタリーベースについて、前年比伸び率が6月の34.2%から7月は32.8%となったので、「3割台半ばの伸び」を「3割台前半の伸び」と修正したい。こちらは、年間80兆円ペースと定額で増加させているため、伸び率自体は逡減していくが、何か変わったことが起きているということではない。次に、企業金融周りでは、銀行貸出およびマネースtockは来週の公表のため、前月のまま表現を変えていない。CP・社債については「良好な発行環境が続いている」としているが、この両者の合計、すなわちCP・社債合計の発行残高の前年比が、先程の説明のとおり、6月の-0.5%から7月は+1.3%となったので、前月の「CP・社債の発行残高の前年比は、マイナスとなっている」を「CP・社債

の発行残高の前年比は、プラスとなっている」と修正したい。

マーケット関連では、ターム物金利については、短国レートは引き続き 0% 台ないし小幅のマイナスで推移しており、「横ばい圏内」である。その他のマーケットについて簡単に振り返ると、前回会合の 7 月 15 日終了時点で、10 年債利回りが 0.46%、日経平均株価が 20,400 円台、ドル／円は 123 円 40 銭台であったが、その後の展開は、ギリシャ情勢が一旦落ち着きをみせる中、一方で米国の利上げが意識され、他方でコモディティ価格下落などを受けて新興国の動きが少し心配であることから、両方相俟って、比較的値動きの小さい展開であった。従って、いずれも前月と概ね同じ水準である。なお、株価については、年初来高値が 6 月 24 日の 20,868 円だが、昨日、今日辺りはそこに少し近づいた感じになっている。いずれにしても、明日の会合終了時までの動きを踏まえて、適宜修正したいと考えている。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

確認だが、現状パートで、輸出と鉱工業生産は「持ち直している」となっているが、これは、4～6 月は輸出も生産もマイナスだったが、6 月はどうちらも前月比でプラスに転じ、生産では 7、8 月のプラスが見込まれるということ为宜しいか。

中村調査統計局経済調査課長

おっしゃるとおりである。

白井委員

次に、個人消費の「底堅い」という表現についてであるが、事実としては 4～6 月のデータは前期比マイナスで、GDP でも消費はマイナスにな

ることが見込まれる——これについては、私も一時的と捉えたいと思っているが——中で、対外的な説明として「底堅い」と表現することが妥当なのだろうか。ここで、「底堅い」の定義を今一度確認したい。

中村調査統計局経済調査課長

先程前田調査統計局長から説明があったとおり、4～6月については、天候要因という景気のメカニズムとは違うところで、極めて一時的な要因で落ち込んだところが表れている。需要統計ではその要因がさらに強く表れているかもしれないという、一種の統計の振れのようなものもあるのではないかと思う。百貨店の販売促進活動の変化ということもある。これらに関しては一時的と捉えたうえで、雇用・所得環境の改善が消費に影響を与えていくというメカニズムを考えると、7～9月はしっかりとした改善が見込まれる。それを含めて「底堅い」で良いのではないかと考えている。

黒田議長

それでは、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08分中断、7日9時00分再開)

黒田議長

会合を再開する。まず、はじめに本日の議事進行をご説明する。本日は、「補完貸付制度基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決、「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する執行部説明と採決、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、7月14、15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します。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので、宜しくお願いする。

Ⅲ. 「補完貸付制度基本要領」の一部改正等に関する執行部説明と採決 (資料－７)

黒田議長

最初に「補完貸付制度基本要領」の一部改正等に関する件である。資料－７について執行部から説明してもらい、質疑応答ののち、採決を行いたいと思う。

高口企画局審議役

資料－７に沿ってご説明する。今回の付議の趣旨は、新日銀ネット第２段階開発分の稼動開始に伴い、金融政策手段にかかる実務面の取扱いに変更が生じることから、関係する基本要領の一部改正についてお諮りしたいということである。具体的には３点ある。

まず、補完貸付制度基本要領についてである。これは、補完貸付の利息徴収について、現行の割引の方法、すなわち先取りの方法から後取りの方法に改めるものであり、共通担保資金供給オペレーションなど他の貸付一般の取扱いと揃えるものである。なお、システム障害時には現物の手形を使い、手形貸付の方式で行うことを想定しているが、手形貸付は市中慣行が割引方式であるので、この場合は引き続き割引の方法にさせて頂きたいと考えている。

２点目は、補完供給を目的として行う国債の買戻条件付売却基本要領である。新日銀ネット第２期の稼動開始に合わせて、国債振替決済制度における振替停止期間——これは国債の利払日前数日間には利払いの準備のた

め振替を不可とするものである——を廃止することに伴い、本制度により本行が売却した国債の買戻しは、従来は振替停止期間にかかる時はこれを跨いで行っていたが、これを一律に売却日の翌営業日に行うこととするものである。

3点目は、資金供給円滑化のための補完当座預金制度基本要領である。これは、国債DVP同時担保受払機能、いわゆるITC機能提供のための専用の当座勘定の廃止に伴う技術的な文言の改正である。実施日については、今後政策委員会通常会合で決定される新日銀ネット第2段階開発分の稼動開始日とさせて頂きたいと思う。

2頁以降は具体的な規程の改正案である。内容は今ご説明したとおりなので説明は省略させて頂く。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。なければ採決をお願いします。

〔「補完貸付制度基本要領」の一部改正等に関する件〕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

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

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

IV. 「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する執行部説明と採決

(資料－ 8)

黒田議長

次の議題である「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する件に入る。資料－ 8 について執行部から説明してもらい、質疑応答ののち、採決を行いたいと思う。

内田企画局長

資料－ 8 でご説明する。本件は、6 月の会合で決定頂いた金融政策決定会合の運営の見直しに関する案件である。7 月 28 日に日本銀行法施行令の一部改正が閣議決定されたことに伴い、金融政策決定会合の年 8 回開催が可能となったので、来年の会合の日程の決定、および関連の手続き面の改正を行うものである。

まず、手続き面であるが、別紙 1 の「政策委員会議事規則」の一部改正である。2 点あり、1 つ目は、政策委員会議事規則の第 10 条第 1 項の招集に関する規定について、従来、議長は毎年 6 月と 12 月にそれから先行き 1 年分の日程を決め公表するということになっていたが、今後は「年に 1 度、年央頃を目途に」、翌年 1 年分の日程を公表することに改めたいと思う。「年央頃」としているのは、毎月開催ではないため月を特定することが難しいためである。2 つ目は、議事要旨に関する第 14 条の見

出しを「議事要旨等」と改め、今回新たに導入した「主な意見」に関する規定を置いている。具体的には、「議長は、金融政策決定会合における主な意見を、同会合の1週間後を目途に、議長が適当と認める方法により、公表する」としている。いずれも、これまで議論させて頂いたとおりである。

次に、別紙2をご覧頂きたい。別紙2は、今年の子りの9～12月の決定会合の開催予定日であるが、開催予定日については既に公表しているものと全く同じでこれを追認するかたちである。来年の日程が固まったので、本年12月の決定会合の議事要旨の公表が来年2月3日となる。その結果、12月の決定会合については議事要旨公表まで間隔がかなり空くことになるので、先行的に「主な意見」を作成し、2016年1月上旬に公表することとしてはどうかということである。

最後に、別紙3は2016年の金融政策決定会合の開催予定日であり、事前にご了解を頂いているとおりである。

本日この3点についてご決定頂いた場合には、「主な意見」、議事要旨についての具体的な公表日時も併せて公表することとしたいと思う。以上である。

黒田議長

本件についてご質問があればどうぞ。

木内委員

来年以降も金融政策決定会合の場で決定するのは会合の開催予定日だけ、つまり別紙3だけなのか。別紙2では議事要旨の公表日程も入っているが、これは既に発表しているからここにあるということで、来年以降は議事要旨の公表日はこの場では決めないということか。

内田企画局長

これまでは、公表するものをそのままご決定頂いていたが、実質的に重

要なのは開催日程であるので、そちらを決定頂きたいと考えている。ただ、議事要旨については、議事規則で、次回会合の2営業日経過後と規定されているので、実態としてはそれで決まっている。「主な意見」についても、今回新たに決定頂く「同会合の1週間後を目途に」で、自ずと大体の公表日程は決まってくる。具体的には、中5営業日頂き、6営業日後の朝8時50分に公表することとしたいと、今の段階では考えている。いずれにしても、この場でのご決定は開催日程だけということになる。

黒田議長

それでは、本件に関する採決を行う。

〔「政策委員会議事規則」の一部改正等に関する件〕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

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

本件については、本日、会合終了後、適宜執行部から対外公表することとする。

V. 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。石田委員から願います。

石田委員

まず、海外経済であるが、前回会合以降、新興国の弱さが目立ってきている。下振れリスクの顕現化については注意が必要であると思っているが、海外経済全体の判断については、執行部案で結構である。

米国については、足もと幾つかの指標に弱さがみられているものの、良好な雇用・所得環境に支えられた家計支出を中心に回復を続けるとの見方に変わりはない。欧州も、自動車販売の伸びも堅調であり、緩やかな回復基調にあるものとみている。

中国については、暫くの間は、各種調整圧力が強まっていくものとみているが、成長維持に向けた政府の下支えにより、概ね安定した経済成長を維持していけるものと考えている。

新興国については、中国向け輸出の減速の影響が大きくなっている。N I E s については、第2四半期の実質GDPの成長率が全体として弱めとなっているほか、A S E A N についても、経済規模の大きいインドネシアやタイでの自動車販売の前年比マイナスにみられるように、内需にも弱めの動きが出てきていることは、懸念材料である。

また、このところ、原油をはじめコモディティ価格の下落が一段と進んでいるが、資源関連の資本投資支出を中心に調整圧力が強まっていくことが、海外経済の成長のさらなる重石になる可能性には留意しておく必要が

あると思う。

次に、わが国の景気については、前回会合以降に公表された経済指標は限られているが、「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。4～6月のQ Eは当初予想を下回りマイナス成長となることが見込まれている。このことの心理面のネガティブな影響には留意する必要があるが、7～9月以降は、こうした踊り場的な状況を脱し、再び緩やかな増加基調を続けるものとみている。

輸出、生産とも、米欧経済の回復や在庫調整の進捗などから、増加基調を続けるとの見方を維持している。先程申し上げた新興国経済の下振れリスクについては相応に大きいものとみているが、既にかなり減速が進んでおり、これから下振れるとしても、大きく崩れることまではないのではないかとみている。

個人消費については、雇用・所得環境が改善を続けていることから基本的に底堅く推移していくとみている。特に、食料品や日用品の価格上昇にもかかわらず、4～6月のスーパーの売上が前年比プラスを維持していることは、株高の資産効果が働きがたいマス層の消費がまずまずであることを示しているとも言える。ただし、今後、消費の増加ペースが切り上がっていくためには、好調な企業業績を受けた賃上げの動きが一層広がりを持っていくことで、さらなる雇用者所得の増加を伴う必要があるように思う。

設備投資については、これまでも申し上げているが、建築着工の動きや機械受注の受注残高の積み上がり状況からも、今後、増加していくものとみている。足もと発表された日本政策投資銀行の設備投資計画調査をみると、若干下方修正されるクセを考慮しても、強い数字となっていると思う。

物価については、次の金融政策運営に関する討議で若干詳しく申し上げることとする。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、昨日の執行部見解どおりで概ね良いと思うが、前回申し述べたように、新興国、資源国の情勢等に鑑み、下方リスクを相応に意識する必要もあると考える。

海外経済について、前回会合後の追加的な情報は限られるが、米国では4～6月期GDP統計で経済の巡航速度への持ち直しが確認され、また7月FOMCで雇用の基調判断が上方修正されたことから、市場では年内利上げ開始の可能性が改めて意識されている。このため、一部の新興国で資金流出の動きがみられ、通貨安・株安となっているほか、米国への資金回帰を映じたドル高の裏返しで原油価格はこのところやや軟調に推移し、資源国経済や資源開発関連投資への懸念が再燃している。とりわけ、ロシア、ブラジルの経済情勢は悪化している。

また、中国も4～6月期GDPは公式統計で一応7%成長と出たものの、輸出入や製造業PMIをみる限り、実体経済は引き続き減速している可能性がある。6月以降の株式市場の混乱が尾を引く中、住宅価格を含めた資産価格下落の実体経済への影響も注視する必要がある。このように新興国、資源国が全般に弱めに推移していることから、その先進国への跳ね返りのリスクを意識しておく必要もあると思う。

一方、欧州では、ギリシャ問題がEU首脳レベルで一応の合意をみたものの、今週5週間振りに再開された株式市場は銀行株を筆頭に急落し、実体経済の混乱継続とそれに伴う銀行の資産内容劣化の進行が懸念される状況である。経済立て直しのため、銀行への資本注入の早期実施が待たれるが、銀行救済の前提として預金のペイルインの必要性が取り沙汰されるなど混乱收拾には程遠いように見受けられる。

国内経済については、前回会合で申し述べたように、4～6月期は1～3月期の世界経済の減速を受け、輸出、生産が足踏みとなったうえに、個人消費の足取りも天候要因等から低調であったことから、昨日の執行部報告にもあったように、GDPベースではやや大きめのマイナス成長となっ

た模様である。もっとも、足もと7～9月期に関しては、6月の実質輸出が持ち直しているうえ、7～8月の製造工業生産予測指数が2か月連続の増産傾向を示していることから、少なくとも輸出、生産については緩やかながらも4～6月期の停滞を脱するとみて良いであろう。

一方、個人消費については、6月の実質家計消費支出（除く住居等）が一段と下振れたことが気になっている。統計のサンプルバイアス等の問題があるかもしれないが、背景として、6月中の天候不順や毎勤統計における名目賃金の予想外の低下が影響した可能性もある。前者が主要な理由であれば、7月以降は猛暑効果に支えられ夏物消費が堅調となることに期待したい。また、6月の現金給与総額の予想外の下振れも、7～8月の賞与の支給状況やベアの追払いの状況をみていく必要があると思う。もっとも、毎勤統計ベースの雇用者所得がこれまで概ね堅調に推移してきた中でも、このように消費が全体として今一つ勢いを欠く背景として、やはり消費の中で相応のウェイトを占める年金受給者の実質所得の動向が影響している可能性をみていく必要があるように思われる。このことは、長い目でみた日本経済の先行きをみるうえで避けて通れないとの思いを強くしている。

最後に、物価について、7～9月期の消費者物価において、エネルギーのマイナス寄与が極大化すると見込まれる中で、このところ市場関係者の間でよく取り上げられる「除く生鮮食品・エネルギー」というカテゴリで生鮮食品を除く消費者物価の先行きをイメージすることは、本行がみている物価の基調を分かりやすく示すうえで有用であると思う。また、除く生鮮食品・エネルギーが、6月の前年比が+0.7%と引き続き強めに推移していることは、生鮮を除く食料、なかんずく食料工業製品の全般的な値上がりを映じており、こうした食料工業製品の値上がりは、物価上昇局面では他の財・サービス価格に先行的に動く性質があることにも留意している。食料工業製品の値上がりのわりにマインド統計が然程悪化していないことからすると、毎勤統計ベースの雇用者所得がこれまで緩やかに増加してきた中で、消費者が企業のこうした価格戦略をほどほどに受け入れる素

地が整ってきつつあるともみている。

先行き年末にかけて、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落し、食料工業製品等の値上がりの影響が物価統計により直接的に出てくる時の消費マインドや消費への影響を注視していきたい。ただし、最近やや軟調な原油価格は本行の物価見通しのワイルドカードである点も申し添えておきたい。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、先進国を中心に回復している」という執行部の見方に賛同する。ただし、米国経済の回復は安定的になりつつあるが、中国経済が、傾向的に鈍化している中でさらに悪化するリスクがある。中国政府が発表する統計には疑問があるが、輸出入のデータは他国のデータとの裏表なのでより信頼できる。それをみると、原油価格下落の影響を考慮する必要はあるが、輸出入とも大きく落ち込んでおり、中国経済が現実にはより停滞しているとみることも可能である。これが日本経済、特に世界経済に与える影響は看過できない。

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。しかし、消費、輸出、生産の動きは弱いものとなっている。4～6月の消費は、GDPの実質消費に合わせて作成した合成指標でみてマイナスとなる。実質輸出、生産も同じくマイナスである。ただし、消費の減退には天候不順などの要因があり、主要百貨店の販売などからみて7月は回復するようである。また、スーパーなどの売上は安定しており、消費の基調が大きく崩れている訳ではないようである。

輸出は、米国の港湾ストの影響が後ずれしているなどの一時的要因で低下したことから、今後は増加すると思われる。しかし、今後中国経済が失速するとなれば、下振れの可能性がある。生産は、輸出の一時的なマイナ

ス要因がなくなることによって回復が期待され、予測指数でみても7月以降プラスとなる。雇用は、有効求人倍率や失業率でみると改善が続いているが、6月の名目賃金がマイナスになったのは驚きである。これには毎勤統計の技術的問題もあるので、今後の数字を見極めたい。

以上をまとめると、足もとの経済状況は、改善の基調を揺るがすほどのものではないが、冴えない状況にある。

次に、物価の先行きについて申し上げる。物価は、当面、一時的にマイナスになる可能性はあるが、ゼロ近辺で推移すると思う。生鮮食品とエネルギーを除く物価でみると、5月、6月とも+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ことは間違いないと思う。ただし、4～6月実質GDPがマイナスであることが予想されていることを考えると、需給ギャップの改善は遅れ、物価の上昇もまた遅れることが予想される。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

前回会合以降、原油やその他商品市況の低下傾向が強まったことが注目される。背景には、米国での石油掘削リグ数の増加や中国経済の減速観測などといった経済要因と、ドル高傾向という金融要因の双方があると思う。年初にかけての原油価格下落の影響をグローバルに振り返ると、個人消費を中心とするプラス効果は総じて期待されたほどではなかった一方、エネルギー関連産業での投資、生産、雇用の調整などを通じたマイナス効果は、米国を中心に予想以上に顕現化した。足もとの原油価格の再下落を受けて、米国、欧州、豪州のエネルギー関連企業の間では、新規投資を見合わせる、あるいはコスト削減をさらに進める動きが既に広がっている。加えて、昨年来の商品市況の下落が資源国の国内需要の低迷をもたらしている点も考慮すると、足もとの原油価格の再下落は、先行きの世界経済の下振れ要

因として意識しておく必要があるように思う。

米国経済は、年初の落ち込みから持ち直しているが、上期の平均成長率が従来のトレンドを下回ったことに加え、足もとで輸出、設備投資の減速傾向が続いていることを踏まえると、従来のトレンドを早期に取り戻すことができるかどうかは疑問である。中国では、シャドーバンキング改革の影響や通貨安容認が難しい環境といったことから、度重なる金融緩和の効果は今のところ限定的である。この結果、経済の弱さはなお払拭されていない。この点は、当局による過度な市場介入が内外投資家の信頼を低下させてしまったことと合わせて、株式市場の不安定な動きを長引かせる背景ともなっている。さらに、中国の株価下落は、各国企業や各国金融市場に、中国経済の減速リスクを俄かに思い起こさせるきっかけともなっている。こうした中、年初から急減速を示している中国の輸出の刺激が、政策の選択肢として重要度を増しているように思う。ただ、こうした当局の姿勢が低価格を通じた輸出ドライブを促す場合、貿易相手国の経済への打撃をもたらし、その影響が中国の輸出環境悪化に跳ね返ってくる可能性や、世界経済の懸念である市況の低下をさらに助長する可能性も考えられる。

国内経済であるが、全体的には安定していると判断できるものの、製造業の活動、需要サイドでは個人消費と輸出に弱さがみられる。4～6月期に前期比で減少した鉱工業生産は、7～9月期についても輸送機械、IT関連等を中心に見通しは思わしくなく、明確な持ち直し傾向はまだ確認できない。他方、経済活動を供給面から包括的に捉える全産業活動指数も、4～5月平均は1～3月期対比マイナスである。注目されるのは、全体の約63%を占める第3次産業活動指数が3か月連続で減少したことであり、近年では、景気後退時、震災時、消費増税時以外にはこれほどの急速な落ち込みはみられない。民間予測機関の間では、4～6月期の成長率が前期比マイナスとの見方が強まっているが、全産業活動指数はその蓋然性が高いことを示唆している。また、鉱工業と合わせて全体の82%に及ぶ産業の活動が4～6月期に悪化したことの影響は、雇用情勢の変化などを通じて、7～9月期にも残ると予想される。7～9月期以降も、市場の期待を

下回るやや冴えない経済情勢が続くと考えている。

6月の家計調査の実質消費および6月の実質小売販売額は前月比で下落し、個人消費の不振を改めて裏付けた。ともに4～6月期の平均は前期比マイナスになったうえ、6月の水準も4～6月期平均を下回っている。双方から窺えるのは、所得の伸びが依然緩やかな中で、食料品など生活用品の値上げが、自動車、家電、衣料品など幅広い品目で防衛的な消費傾向を生じさせている可能性である。他方、輸出の先行きにも引き続き不安が残る。6月の実質輸出は前月比+1.0%と、5月の-5.1%という大幅減少のあととしてはかなり小幅な増加にとどまった。7～9月期に対しては1%強のマイナスのゲタを履いた状況で、4～6月期の減少のあと、7～9月期の実質輸出が明確に持ち直す兆しはまだみられない。4～6月期の実質輸出を地域別にみるとASEAN諸国、財別にみると資本財・部品が、それぞれ前期比ベースで最大のマイナス寄与となっている。中国の景気減速を起点とするアジア地域全体の成長鈍化、エネルギー関連投資需要の弱さなどが、輸出減少の背景にある。米国向けの輸出は7～9月期に緩やかに持ち直すとしても、中国、東アジア向けの輸出は持ち直しがなお期待できないと思う。輸出の鈍化傾向は、国内製造業の設備投資の回復傾向に水を差す可能性も考えられる。

最後に、消費者物価の動向についてであるが、コアコア指数の前年比でみると、幾分上昇率を高め始めた可能性も考えられる。ただし、消費増税後で価格上昇率が鈍り、また携帯電話料金が引き下げられた前年の影響も含まれており、なお明確な基調の変化とは読みにくい。他方、食料品など生活用品の値上げが防衛的な消費行動を促すことで、先行き物価上昇率の高まりが抑制され、それが足もとで弱さが目立つ個人消費の安定回復に繋がっていくという、昨年後半から今年年初にかけてと似た経緯をたどる可能性もみておきたいと思う。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

世界経済の現状は、執行部の評価と同様に、一部になお緩慢さを残しながらも先進国を中心に回復していると考えている。前回会合後との比較では、ギリシャ情勢はある程度改善したが、中国をはじめとする新興国や資源国の成長モメンタムは低下したままであり、景気のダウンサイドリスクとして注意していく必要がある。中でも、中国の成長鈍化は、アジアの新興国経済に対して大きなマイナスの影響をもたらし、中国と新興国の成長低下は日本の輸出にもマイナスの影響をもたらすだけに、注意が必要である。ただし、中国当局は適切な景気下支え政策により、成長率は次第に切り下がるものの、安定的な成長経路をたどると考えている。

次に、日本経済であるが、4～6月期の消費の弱さが懸念材料である。特に、6月の弱さが天候要因による一時的なものであるかどうかを見極める必要がある。この点で、近年の年金生活者の増加、特に低所得年金生活者の増加が消費増税後の消費の弱さの一因であるかどうかを精査する必要があると思っている。年金生活者のマインドを内閣府の消費動向調査でみると、年金生活者全体の暮らし向きDIは、消費増税後に急速に悪化したものの、2014年の終わり頃からは改善に転換し、現在も改善傾向が続いている。こうしたことを考えると、年金生活者の消費の弱さをそれほど懸念する必要はないかもしれない。いずれにしても、年金生活者の消費に弱さがあるとすれば、それを相殺して消費が今後も堅調に推移するためには、現役世代の賃金が安定的に増加していく必要がある。この点で気掛かりなのは、8月の毎月勤労統計の速報で、6月の特別給与の前年比が－6.5%と大きく落ち込んだため、これまで順調に増加してきた雇用者所得の前年比が－0.3%になったことである。しかし、経団連や日経新聞などの各種のアンケート調査では、この夏の賞与は、2014年の夏季賞与ほどではないにしても、前年比2～3%で増加するという結果になっている。さらに、そもそも企業収益が過去最高を記録する中で夏季賞与が前年よりも減少すること自体、信じがたい。執行部報告にあったように、毎月勤労

統計の今年1月のサンプル替えが影響して、6月ではなく7月に賞与を支払う企業が増えている可能性がある。そうであれば、7月には特別給与の前年比はプラスに転換する可能性が大きい。

以上から総合的に判断すると、先行きも所得環境の改善のもとで消費は底堅く推移するとの判断を維持することが妥当だと思う。

一方、過去最高水準に達した企業収益を背景に、短観や日本政策投資銀行のアンケート調査や機械受注統計などから判断して、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う。これは、デフレマインドのもとで設備投資に消極的だった企業が、漸くデフレマインドから転換したため、足もとの消費の弱さにもかかわらず、長期的な視点に立って設備投資を実施するという積極的な姿勢に転じたことを示していると考えられる。

設備投資の増加は所得環境の改善に資する。従って、雇用者所得も7月以降は増加に復帰する可能性が高いと考えている。これらを総合して考えると、先程申し上げたように、足もとの消費の弱さは一時的なものにとどまると考えている。一方、住宅投資は持ち直しがはっきりしてきた。住宅投資の持ち直しは、家電や家具などの耐久消費財消費の増加にも繋がると思予想している。

輸出は、米国向けは5月に前月比で-10%と大きく減少したのち、6月は+3.2%の増加となり、振れが大きくなっているが、米国経済の回復が続くことを考慮すると、先行きは増加基調に戻ると予想する。EU向けは、4月は弱含んだが5月以降改善してきている。一方、成長モメンタムの弱い新興国と資源国向け輸出は低調である。先行きの輸出は、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が、中国をはじめとする新興国の成長鈍化はマイナス要因であり、ダウンサイドリスクとして注意していきたい。

消費者物価については、エネルギー価格の低下を主因にその上昇率は0%台前半になっているが、2%に向けた物価の基調は維持されていると考えている。より詳しくは、第2ラウンドで述べる。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

国際金融資本市場は、ギリシャ情勢や中国株価下落の影響は取り敢えず一服しているが、この間、新興国通貨・株価および資源価格は大きめに下落している。この背景には、中国経済減速の影響がサプライチェーンを通じて新興国に波及する可能性を、市場が先回りして織り込んでいるところもあると思う。市場でのこうした価格形成が定着してしまうと、成長期待を押し下げること世界経済の減速に繋がる惧れがあり、そのリスクには注意が必要である。ただ、後程述べるように、世界経済については、リスクに留意しつつも、引き続き先進国を中心に緩やかな回復が続くとみておいて良いと思っている。

まず、米国経済だが、雇用・所得環境の改善が続くもとで、家計支出に支えられた回復が続いている。4～6月のGDP統計は、1～3月の大幅な減速からはっきりとリバウンドしたことが改めて確認されている。先行きも、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。

欧州経済については、ユーロ安を背景に輸出が緩やかに増加しているほか、労働市場の改善に伴う消費者心理の回復基調など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。

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みている。ただ、政策当局は、金融・財政両面から積極対応する姿勢を強めており、4～6月の実質GDP成長率は前年比+7.0%と、1～3月と等速となるなど、市場の反応が示唆するよりは経済パフォーマンスは安定しており、先行きも、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路をたどると考えて良いと思う。

新興国経済については、アジアでは、中国経済減速の影響やIT関連財

需要が冴えないことなどから、また、ロシアやブラジルではこれまでの資源価格の下落の影響などから、このところ弱含んでいる。先行きについても、当面成長に勢いを欠く状態が続くとみざるを得ない。もっとも、その後、いずれは先進国の景気回復の好影響が波及するとともに、金融緩和によって内需も持ち直すと予想されることから、成長率は徐々に高まってくると考えている。

わが国経済については、足もと、輸出、生産の増勢が鈍化しており、また、天候不順の影響などを受けて個人消費の一部にもたつきがみられている。このため、4～6月の成長率にブレーキがかかることは避けられないとみている。ただ、景気の回復メカニズムとしては、企業、家計の両部門における所得から支出への前向きの循環は働き続けていると判断しているので、わが国経済は、民間需要を中心に緩やかに回復している、という判断は変えなくて良いと考えている。

まず、企業部門だが、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、企業の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。企業の設備投資計画はしっかりしており、機械受注が増加を続けていることを踏まえると、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が、これは一時的なものと判断している。実際、7月、8月の生産の予測指数は2か月連続でプラスとなっている。また、企業が総じて良好な業況感と前向きな投資スタンスを維持していることは、企業が輸出、生産の鈍さを一時的なものと捉えている証左だと思う。先行きは、海外経済が緩やかな回復を続けられれば、国内需要が改善するもとで在庫調整も早晩一巡するとみられることから、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。その意味で、海外経済の帰趨が鍵を握っている。

次に、家計部門については、個人消費は、天候不順の影響等もあって、このところ一部にもたつきがみられている。もっとも、雇用・所得環境が着実な改善を続け、消費者マインドも改善傾向にあることから、全体とし

ては底堅さを維持していると判断している。賃金については、6月毎勤速報では、1人当たり名目賃金が前年比-2.4%となった。特別給与が大きいマイナスとなったことが背景で、その解釈は悩むところではあるが、昨日の前田調査統計局長の説明にあったように、ボーナス支給月のずれやサンプル替えなどが影響していると考えられる。いずれにしても、7月以降の指標に注目したい。先行きは、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増えてくること、また、各種アンケートをみると、夏のボーナスについても増加が続く姿となっていることから、名目賃金の改善は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予想されるため、今後、個人消費については底堅さを増していくと考えている。

この間、住宅投資については、6月の新設住宅着工が年率で100万戸を超えるなど、持ち直している。その背景は、基本的には、雇用・所得環境が着実に改善していることだと思うので、先行きも、住宅投資は持ち直しを続けると予想している。

以上を踏まえると、輸出、生産、賃金など、7月以降の計数を待って見極める必要がある指標が幾つかある。その点で、今は「我慢の夏」といったところであり、暑い中にあっても冷静な景気判断を要する局面だと思う。目下のところは、景気の総括判断は「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で良いと思っている。物価については、次のセッションで述べたい。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の経済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。今月も自動車データを交えながら、私の理解する金融経済情勢を地域ごとに述べていきたい。

まず、米国である。米国経済の趨勢は、春以降続いている拡大基調に変化はないと思う。雇用環境も基本的に順調であるとみており、個人消費も増加している。自動車市場は、3月以降5か月間平均で年率1,700万台を超える高水準が続いている。特に、ガソリン価格がガロン3ドル以下の安価であるため、GM等の米自動車メーカーが強みを有する個人乗用用途にも使われる燃費の悪いトラック系が好調である。ただ、1点特記事項としては、高水準の一部に、利上げ観測からの駆け込み需要が含まれている可能性が否定できないことである。

次に、ヨーロッパである。英独仏など中核国の個人消費は増加しており、緩やかな回復を続けている。自動車市場の好調にも変化はない。なお、ギリシャ問題は、ひとまず金融面でその影響を封じ込めることができることを期待しているが、これができれば実体経済への影響は小さいと想定している。ギリシャの名目GDP規模は、神奈川県とほぼ同じであるが、自動車で見ると、神奈川県の新車登録台数は年間約30万台である一方、ギリシャの自動車市場はさらに小さく10万台に満たない規模である。

中国については、先般の上海株式市場の下落は、高度成長から安定成長、いわゆる新常态への軌道修正、言い換えれば経済の減速を映じた動きであり、懸念材料である。本年前半の自動車市場は、かろうじて前年を超える水準にとどまっており、伸びはリーマン・ショック以降で最低となっている。中国の自動車市場は、過去数年、年平均約200万台のペースで市場を拡大し、今や年率2,000万台を超える世界最大規模で、日本の4倍以上の大きさとなっているので、その成長がとまることは、中国経済は勿論、アジア周辺国や資源市場に与える影響が広範囲なものになる可能性を孕んでいる。因みに、自動車市場の相対的規模感は、年率でみて中国2,400万台、米国1,700万台、日本500万台、英独仏がそれぞれ大体200万～300万台、ロシア140万台、インドネシア100万台、神奈川県30万台、ギリシャは10万台以下と、自動車市場の規模からみて中国の実体経済が如何

に巨大であるか、お分かり頂けると思う。従って、中国の場合、株式など金融市場の動きに加えて、実体経済の動きをしっかりと注視するつもりである。自動車販売の直近の状況としては、株価下落の当座は来店客の減少やオーダーキャンセルもみられたが、今は一旦落ち着きを取り戻しつつあるようである。

その他の新興国は、国ごとにまだら模様となっている。自動車市場をみると、ブラジル、ロシア、インドネシア、タイに勢いがいない一方、インドが堅調である。インドネシアやタイの経済の不調の背景には、ここ数年の中国経済の成長鈍化に伴う中国への輸出の減少があると思われる。新興国の経済状況がまだら模様にある中で、今後の米国の金融政策の変更に伴うインパクトは、国ごとに相当違ってくる可能性があるかと注目している。

日本経済は、緩やかな成長を続けている。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。家計部門では、雇用・所得環境に着実な改善がみられている。もっとも、個人消費を中心に今一つ勢いが感じられないことは気掛かりである。自動車市場では、税制変更の影響を受けている軽自動車の低迷が続く中、軽を除く市場も力強さはない。

以上を俯瞰した私の見方の第1点は、世界経済は緩やかな成長を続けているが、基本的に米国の景気が世界経済全体を牽引する姿であり、世界経済全体は非常に壊れやすい不安定な状態にあるということである。第2点は、こうした中で、日本経済は緩やかな成長軌道を一步一步進んでいるが、中国経済の減速や米国の金融政策変更に伴う影響が懸念されるN I E s ・A S E A N諸国の状況など、わが国と経済関係が緊密なアジア近隣国のリスクが幾分拡大しているとみている。今後、これらのリスクをしっかりとウォッチしていくことが重要だと思っている。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、前回会合以降、引き続き中国の株式市場とギリシャ支援に関して高い不確実性が続く一方で、原油価格を含む様々なコモディティ価格が下落しており、世界経済に対する不確実性が幾分高まっているように思われる。

こうした中、わが国経済については、本年4～6月期の経済活動は低調だったとみている。住宅投資は回復しつつあるが、輸出と消費が前期比下落している。堅調とされる設備投資も、資本財の生産、出荷が昨年対比で然程増えていない中で在庫水準が高めに推移しており、同期の設備投資が減速している可能性もある。これらの結果、4～6月期の鉱工業生産は幅広い業種で下落しており、経済成長率は前期比でマイナスに転じ、需給ギャップは再び悪化することが見込まれる。7月入り後は猛暑もあって消費が高まり、設備投資も計画に沿って拡大する一方で、輸出低迷が続けば7～9月期の経済成長率についても想定より緩やかになる可能性を意識している。

物価については、6月コアCPIは0%近傍で推移しているが、食料・エネルギー価格を除くCPIは+0.6%へと幾分上昇している。つまり、円安による輸入物価等の上昇とエネルギー価格の下落の影響が拮抗している状態である。わが国では、円安が物価上昇に及ぼすラグ効果は、円安開始から1年後辺りをピークとしてその後も暫く影響が残る傾向がある。現在は、昨年末からの円安のラグ効果がピークに向けて強まる段階にあると思われる。円安による物価上昇はこのように粘着性が高いため、それをもとに今後も物価上昇が持続すると錯覚しがちであるが、いずれその効果は剥落するので、基調判断ではこの点を割り引く必要があると思う。重要なのは、円安等がきっかけで自律的な賃金・物価の好循環が実現していくことである。この点、6月の実質賃金は大幅に下落したが、大企業勤労者世帯を中心に消費が拡大しているとのヒアリング情報もあり、所得の改善が窺える。このため、7月以降の実質賃金は、ボーナス支給も反映され改善するとみている。ただし、当面は、4～6月期の需給ギャップの悪化が、

2～3 四半期のラグを伴って今後の物価を下押しし、その分予想インフレ率の上昇タイミングが少し後ずれする可能性を意識している。

次に、わが国経済の下振れリスクとして重要なのが海外経済情勢であるので、このラウンドでは、新興国に焦点をあてて意見を申し上げる。米国経済については次のラウンドで触れたいと思う。世界経済を概観すると、新興国経済の勢いが弱まっている。ここには、資源価格が需給関係の変化を反映して低迷していることも影響しているが、この他に中国経済とドル高という2つの要因も資源価格下落やその他の貿易チャネルを介して新興国に影響を及ぼしていると考えられる。

第1の中国経済については、年初からの経済減速感に加えて、一連の政府による株価対策が、中国経済・資本市場の異質さを改めて意識させるきっかけとなっており、世界の投資家および企業の不安感を高めているように思う。また、不動産投資や製造業部門の不振もあって輸入の低迷が続いていることも、資源国と非資源国の輸出をともに下押ししている。

第2のドル高については、ドル高とコモディティ価格は負の相関があることが知られている。従って、昨年半ばからのコモディティ価格の下落は、ドル高も一因となったように思う。ドル高とコモディティ価格の関係が資源国経済に与える影響をみると、相反する効果があるようである。まず、コモディティ価格の下落を通じて資源国の所得、総需要を抑制する負の所得効果をもたらす一方で、資源国の通貨安を通じてコモディティ以外の輸出や輸入代替生産を増やす正の支出代替効果ももたらす。これまでの経験では、資源国では、前者の負の所得効果が後者の正の支出代替効果を上回ることが多く、今回もその状況が当てはまるようである。また、ドル高は、ドル建て債務の大きい非資源国の債務負担を増やし、さらには新興国への資本流入を逆回転させることで、設備投資や生産活動に打撃を与え得るように思う。

このうち、中国問題は構造的で改善に時間がかかること、ドル高はFOMCの金利正常化によって一段と進む可能性があり、新興国の景気回復を遅らせ、輸入が停滞を続ける可能性がある。そうなると、わが国では、新

興国向け輸出の低迷による生産、設備投資が伸び悩む一方で、コモディティ価格下落による交易条件等の改善による設備投資、消費を拡大する効果との間で綱引き状態が続くことになる。これら相反する効果が同程度であれば、ぱっとしない経済成長が今後も続き、わが国経済見通しが下振れるリスクがある。

なお、世界のファンドフロー動向をみると、このところ新興国への資本流入は増えていないようである。株式投資については、2013 年末から流出超幅が拡大しており、債券投資については、2013 年半ばから流出超に転じてからは一進一退が続いている。住宅価格については、数年前の不動産ブームから一転して香港を除く多くの国で伸び率が低下している。以上の要因等が重なって、多くの新興国通貨が 2013 年頃から減価傾向にある。新興国の動向については今後も注視していきたいと思う。

最後に、経済・物価の現状・先行き判断に関する執行部案は、消費の現状判断が多少楽観的な印象を受けるが、もう少しデータの蓄積を待って判断したいので、今回はこれで良いと思う。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、ギリシャ情勢あるいは中国株などについての不確実性は相変わらず残っているが、差し当たり事態は一応落ち着いているという状況である。ただ、多くの委員が指摘されたように、資源価格は幅広く下落しており、その背景として意識されている新興国経済の動向を含めて注意が必要という意見が多かったと思う。

海外経済については、米国は、良好な雇用・所得環境を背景に個人消費が増加しており、家計支出に支えられながら回復しているということであろうと思う。欧州も、緩やかな回復を続けており、輸出が伸び、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。一方、中国は、成長モメンタムが鈍化しているようであるが、当局は様々な景気刺激策を打ち出しており、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。他方で、中国経済の構造変化もあって、中国の輸入、逆に言うとアジア諸国の輸出に対しては下押しの圧力が効いているように思われるということであった。そうしたこともあり、新興国経済はこのところ弱含んでおり、アジアの新興国も先程申し上げた中国経済の動向などによって、生産や輸出には弱さがみられているということかと思う。また、ブラジル、ロシアなど様々な問題を抱えている国の経済情勢は、このところ厳しさが増しているということであり、資源国の状況について多くの委員方がリスクを指摘された。海外経済については、全体として、一部になお緩慢さを残しつつも先進国、特に多くの委員が指摘された米国など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、わが国経済の動向については、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を背景に、前向きな投資スタンスが維持されており、業況感も総じて良好、機械受注も増加を続けているということであったと思う。ただ、輸出、生産については、4～6月は前期比マイナスとなったが、これをどのように判断するかについては、多くの委員も指摘されていたように、一時的な要素が大きいのではないかとと思われる。先行きについては、先程申し上げたような海外経済の回復、あるいは既往の円安による下支え効果などを背景に、輸出は振れを伴いつつも緩やかに増加していくと考えられる。生産についても、輸出が緩やかに増加していく中で、在庫調整も進捗するにつれて緩やかに増加していくとみられている。

家計部門をみると、個人消費は多くの委員が指摘されたように、特に4～6月は弱めであり、これは、需要統計側でも販売統計側でも同様の状況であるが、それには天候不順などの影響もあったと思われる。雇用・所得環境は、着実な改善が続いており、また今後も続くと思われるので、個人消費は、全体としては底堅く推移していると思われる。なお、特に今後の消費動向、あるいは6月の毎勤統計での賃金のマイナスについての意見もあったように、7月以降の動向をよく注視していく必要があると思う。住宅投資はかなり明確に持ち直しており、これは、雇用・所得環境の着実な改善に裏打ちされたものではないかとと思われる。

以上のように、全体としてみると、企業部門、家計部門ともに所得から支出への前向きな循環メカニズムがしっかりと作用し続けていると思われる。従って、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。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。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。なお、委員方から特に指摘はなかったが、昨日の執行部の説明等にもあったように、予想物価上昇率はやや長い目でみれば全体として上昇していると判断されると思う。

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に、海外経済とわが国の経済・物価情勢の2つに分けて議論したいと思う。まず、海外経済に関してご意見があればどうぞ。

木内委員

中国経済については、引き続き慎重にみているが、年後半、年末にかけて加速的にどんどん悪化していくとまで思っている訳ではない。1つの明るいサインとしては、不動産がやや戻ってきているということである。1番明確にみられるのは不動産販売統計であり、これに対して実際に経済に影響が出るのは不動産投資であるが、販売に対してラグがあるので不動産投資はまだ戻っていないと思うが、今後は戻ってくるのではないかとみている。工業用投資などは依然として弱いとしても、不動産投資などが戻ってくる分、景気刺激効果は出てくるのではないかと思っている。それに関連して、少し懸念があるのは、不動産販売の動きにやや遅れて住宅価格が上がってくるという傾向があるが、歴史的にみると、中国では住宅価格と株価はやや逆相関で、特に2013年以降はその傾向が非常に明確である。例えば、昨年後半は株価が非常に上がる中で住宅価格は下がっていた、あるいは住宅価格が下がっているので資金が株に向かい株価が上昇したと

思う。そうすると、今後不動産が持ち直してきて、今1線級都市でみられているような住宅価格の動きが全国に広がって住宅価格が上がってきた時に、それ自体は結構なことではあるが、一方で、株価にマイナスの影響が出てこないかというのが、1つの注目点である。勿論、それは、どのような政策が採られるか、あるいは預金金利の上昇を容認するのか抑えるのかといったことにも依存するので明確には分からないが、過去の経緯からすると、そのような可能性も考えられると思う。

白井委員

先進国では米国経済の成長率が1番高く、そこに依存しているところが大きいということは私もそのように思っているが、ただ、米国経済自体それほど強くなく、実力対比でみれば全然低いので、その点はよくみておかなければならないと思う。今年4～6月の成長率は+2.3%と非常に高かったが、1～6月で均すと+1.5%となり潜在成長率を下回ると思う。従って、4～6月の+2.3%というのは、われわれから見ると非常にうらやましいが、米国の需給ギャップを縮小させるような水準ではないので、まだまだ米国も弱いという感じがする。様々な意見が出て、私も大体同じような考えだが、製造業、鉱業について、ISM指数でも出ていたが輸出が非常に弱い点が気になるところである。また、住宅市場が回復しているといっても、中古の販売が多く、新築も伸びてはいるが件数は非常に少ない。まだまだ低水準のところでゆっくり上がっているという状態で、持ち家比率が下がり続けている中で、新築の家を買おうという動きが漸く少し出てきた程度である。その意味で、米国は良い方向にあるが、まだ様々な問題を抱えていると思う。

中曽副総裁

中国について、木内委員がおっしゃった点とも関連するが、過度な楽観も過度な悲観もせずに冷静にみていく必要があると思っている。中国経済は、確かにモメンタムは鈍化しているが、資源価格などをみていると、新

興諸国への影響を先回りして悲観的な方向にオーバーリアクトしている面もあるのではないかと思う。実際色々な指標をみても、中国経済は、減速はしているが失速している訳ではない。政策当局も下支え姿勢を鮮明にしているし、原油への影響が言われているが、実際の中国の原油輸入量を見ると、四半期ごとの前年比では7.5%程度増加を続けている。要するに、引き続き増加しており、そのような面もみておく必要がある。一方で、過度に楽観してもいけないと思うのは、限界的には、例えば邦銀からは、現地の貸出が落ちてきているとか、あるいは、貿易量の収縮を反映していると思うが外為の取扱額がかなり減っているという話も聞く。いずれにしても、中国については様々な指標をよくみていく必要があると思っている。

石田委員

中国についてやや意外なのは、このところバルカー、ばら積み船の運賃が非常に上がっているが、その理由が、中国による鉄鉱石の輸入だと言われている。港の在庫は捌けてきて問題ないということなので、国営企業などは、もう1回固定資産投資のドライブをかけることを知っていて仕入れているのかもしれない。そうすると、もう1回表面の数字は上がってくる——それが本当に良いのかどうかは別にして——可能性がある。

黒田議長

確かに、中国の動きは非常に注視すべきことであると思うが、何人かの委員が言われたように、プラスの面、マイナスの面や様々なリスクもあるので冷静にみていく必要があり、また、次々に新しい統計も出てくるのでそれらを注視していく必要があると思う。

次に、わが国の経済・物価情勢に関して、さらにご意見があればどうぞ。

原田委員

木内委員の経済情勢の見方についてご質問したい。物価が上がることによって実質の消費、あるいは実質の所得が減ると考えておられるようだが、

他の条件が一定で物価だけ上がれば実質所得、実質消費が減るのは当たり前である。現在、日本銀行は、予想物価上昇率を押し上げることによって実質金利を下げ、その結果、為替、株価その他の資産価格に影響を及ぼし、雇用を拡大させ、雇用の拡大から実質所得を増やすというメカニズムで、最終的に所得も物価も上がって、当然支出も増える、という考え方に則って現在の政策を進めている。これに関して木内委員はどのようにお考えなのか、お聞きしたい。

また、木内委員は、中国の金融緩和があまり効いていないとおっしゃったが、中国のM2などをみると伸び率は過去に比べて減っている。ということは、金融緩和の効果がまさにマイナスに効いて中国経済が悪化しているとも言える。これは、逆の意味で金融緩和の効果があるという例ではないかと思うが、如何か。

木内委員

1点目のご質問は、政策の話なのでこのセッションでお話しするのはどうかと思うが、バランス良く所得と物価が上がるのであれば結構な話であるが、必ずしもそのようになっていないのではないかというのが、従来からの私の問題意識である。所得が期待したほどには伸びていないと思っている。前回の会合でも、小売店の先行きについて、ベースアップ、夏のボーナス、プレミアム商品券の影響が出てくるという期待は行き過ぎではないかということを指摘した。そのうち、ボーナス、所定内賃金については、足もとのデータをみてもそうだと思う。ボーナスについては、毎勤の6月の特別給与については技術的な問題なので特に気にはしていないが、昨日の執行部の説明時にも質問したが、日経新聞の調査や経団連のサーベイでも、夏のボーナスは前年比+2%台と、伸び率としては昨年夏よりも大分低い。一方で、中小企業を含めれば、日経新聞や経団連がカバーしている超優良企業よりも全体の平均はかなり低くなると思う。そうしたことから考えると、毎勤ベースで今後確認されてくるボーナスは、6月のマイナスはイレギュラーだとしても、全体としては僅かなプラス程度だと思う

ている。また、基本給については、6月の毎勤統計で——これは統計のバイアスをあまり受けていないと思うが——、所定内賃金が+0.4%である。これは速報であり、確報では下方修正され+0.2%や+0.3%となる可能性が高い。6月なのでベアの影響は既にかかなり入っていると思う。7月以降にベアの影響が出てくるという見方もあるが、例えば、昨年の基本給の動きをみると、安定している一般労働者の部分については、4月からそれなりに跳ね上がっているの、企業によってベースアップ分を支払うタイミングがずれたとは思いますが、6月段階では既に相当出ているだろうと思う。それで+0.2~+0.3%であれば動きとしては鈍く、今後若干上がってくるとしても年度平均で0%台半ば程度ではないか。一方、ボーナスについては、夏のボーナスならかなりゼロに近い小幅プラスで、冬はもう少し良くなるにしても、ボーナスのウエイトは1人当たり賃金全体の2割程度ということを見ると、年度平均として+1%はなかなか難しいのではないかと。こうしたことと物価との関係を見ると、実質所得の環境が必ずしも良い訳ではないと思っている。

中国については、原田委員ご指摘の点が今一つよく分からなかったが、金融緩和の効果は従来より出にくくなっていると考えている。その理由の1つとしては、シャドーバンキング改革を実施しているということがある。社会融資総量の伸び率は、着実かつ大幅に下がっている。人民元貸出を増やすのが緩和策だと思うが、年初以降、あれだけ金融緩和をしてもあまり伸びていないところを重視している。シャドーバンキング改革は構造改革なので仕方ないが、それ自体が緩和効果を削いでいる部分がある。緩和効果がなかなか出てこないもう1つの理由としては、従来であれば金融緩和で通貨安を容認し、それが緩和効果を高めていたが、今はそうした手段ができなくなっている。対外的な配慮もあって通貨安容認ができないということもあるし、一方で資金流出の傾向が強まり、金融緩和によって資金流出が強まると介入しなくてはならず、そうすると人民元を買うのでその分国内の資金が逼迫し、緩和効果を打ち消すという部分がある。このような理由で、従来よりは金融緩和の効果が削がれている面があるのではな

いかと思っている。

佐藤委員

物価と消費の関係について若干補足したい。昨年、一昨年の動きを振り返ってみると、一昨年であれば円安とそれに伴う輸入価格の上昇、昨年であれば消費税率の引き上げで物価が上昇し、結果として消費マインドが悪化し、消費に下押し効果を及ぼしたと思うが、今年に関しては、これまでの展開をみると、円安の一方でエネルギー価格が下落しているので、消費者物価全体では横ばいで推移するかたちになっている。先行きについては、エネルギー価格の動向次第だが、仮に、本行のシナリオどおりエネルギー価格が推移するとして、エネルギー価格の物価へのマイナス寄与が剥落してくることになれば、消費者物価に関しては、食料工業製品の値上がりの影響がより前面に出やすくなってきて、年度後半——来年入り後だと思うが——、物価は上がりやすくなってくると思う。その時に消費マインドがどのようになるのか、消費者が物価上昇をどのように捉えどのように受け入れていくのかがポイントになってくると思う。今後の物価動向やそれが消費マインド、ひいては消費に及ぼす影響をじっくりとみていく局面で、中曽副総裁は「我慢の夏」とおっしゃったが、そのような局面だと思う。ただ、今のところ、食料工業製品などが値上がりしているわりには、景気ウォッチャー調査などでは、若干垂れてきていることは事実だが、季調値では4～6月平均の方が1～3月平均よりも高く、食料工業製品の値上がりで消費マインドが悪化しているということではないと思う。その背景としては、2年連続のベア実施もあって消費者が値上げを受け入れるような所得面での素地ができてきているのではないかと思う。今回は毎勤統計の問題があるので本当に所得が回復しているのかどうかについては、賞与やベアの追払い等の状況をじっくりみながら確認していく必要があると思うが、少なくとも今までのところ、そうしたマインドの悪化が出てきていないというところは、昨年、一昨年とは少し違う点だと思う。その点は、ポジティブにみても良いと思う。

原田委員

私は木内委員に、現在日本銀行が行っているＱＱＥのメカニズムについてお聞きしたが、それについてはお答え頂けなかった。

中国において金融緩和の効果が出にくくなっているということだが、そもそも貸出の総量が減っているので、これは金融緩和を実施していないから金融緩和の効果が出ないのは当たり前ということで、金融緩和の効果が減少しているということにはならない。

白井委員

消費と物価については、例えば、食料工業品、耐久消費財、外食などと財別に細かくみるのも1つの方法だが、基調をみる時には消費全体と物価の関係でみる必要があると思う。今のところ、アグリゲートした消費は、4～6月の前期比だけでなく6月も弱いので、その中でエネルギーを除いた物価上昇率が上昇しているからといって、物価の基調がどんどん強まっていると言うのは、常識的に考えて無理があると思う。ただ、そのうえで食料工業品、耐久消費財、外食等に関しては、昨日も議論が出たように、一部は消費の弱いところがあると思う。外食については、幾つかの指標では価格は上がっているが売上高が弱いところもあり、食料工業品については、昨日申し上げたように指標によって違うが、経済産業省の指標ではマイナスというように、ミックスなところがある。今のところ、消費がどんどん落ちているという感じではないが、多少弱さがあり、その原因が天候なのか値上げなのかは分からないが、これからよくみていきたいと思う。そのうえで、希望的にそれほど地合いが悪くないと思っている背景は、過去に何回も指摘したように、生活意識に関するアンケート調査でみると、現在の収入も1年後の収入も以前よりは改善傾向が明確なものと、支出も、今までは足もとは増やしているが1年後は減らすという回答が多かったが、6月調査では1年後の支出も伸びるとの回答が増えてきている。これは、今までみられなかった兆候なので、マインドもどんどん悪化している

という感じでもない。その意味で、この4～6月の動きは一時的と思っていたが、今後のデータを確認したいと思う。

新興諸国に関しては、このように景気が減速する中で、米国での金利上昇期待が高まると、金利を下げにくくなると思う。新興諸国では、今は、金利を下けている国の方が上げている国よりも圧倒的に多いが、金利を下げるのは段々難しくなると思う。中国も同じだと思う。物価も低いので金利を下げて景気対策を実施したいと思っても、資本流出の懸念が出てくるので、新興諸国にとって金融政策での舵取りが難しくなるのではないかと考える。

黒田議長

それでは、ここで10分程度、コーヒーストレイクを取りたい。再開は10時33分とする。

(10時23分中断、10時33分再開)

VI. 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。石田委員からお願いする。

石田委員

物価動向についてお話しする。6月のコア物価指数は、前年比+0.1%と「当面ゼロ%程度で推移する」という見込みどおりになったが、最近の原油価格が再び下落基調にあることから、暫くは若干のマイナスとなることも可能性として出てきたとみている。一方、基調的な物価の動向は、コアマイナスエネルギーの指標でみて、6月は、5月と同じ前年比+0.7%となったが、東京の同指数は5月+0.4%のあと、6月+0.5%、7月

+0.6%となっており、引き続き上向きであるとみている。コアマイナスエネルギーの指標の上昇は日常の買い物の対象の価格が上がっているものであり、これまでのところ消費はますます堅調とはいえ、今後、消費者の値上げに対する反応次第で、消費が腰折れする恐れもそれなりにあるものとみている。この点、各種ヒアリング情報でも、ボリュームゾーンの消費の勢いが今一つという声も多く、今後とも物価の基調が上向きの勢いを保っていくためには、名目賃金面での明確な後押しが必要な局面となってきたものと考えている。

その観点から、ベースアップの遡及支給やボーナス支給が期待された6月の毎月勤労統計調査で、「特別に支払われた給与」が前年比-6.5%となったことはネガティブサプライズであった。厚生労働省は6～8月の状況を総合的に判断すべきとのことだが、私は、先般のサンプル替えの影響が大きく、7、8月をみても本統計がどれほど改善されるのかやや疑問としている。一方、サンプル数が小さいという難点はあるものの、家計調査報告の2人以上の勤労者世帯の名目収入をみると、6月の世帯主の臨時収入・賞与は前年比+1.6%の増加を示しており、これまでの各種報道等を勘案すれば、こちらの方が実態に近いのではないかと考えている。また、勤労者世帯全体の名目収入が4月+2.8%、5月+2.2%、6月+3.3%と、しっかりと上昇していることは注目されることである。

今後、毎月勤労統計調査の数字が結果として弱いものに終わった場合には、「物価を上げていくには賃金上昇が低すぎる」という見方が広がり、折角の物価上昇の期待を削ぐ恐れがある。賃金の動向についてどのように評価していくのか、十分な注意を要するものと思っている。

原油をはじめコモディティ価格が大きく低下しているもとで、わが国の交易条件は引き続き改善しているとみている。「大手企業の賃上げは進んでも、中小零細企業の賃上げは困難である」という声が多く聞かれるが、交易条件の改善は広く企業部門に均霑していくはずであり、円相場も一定の安定を保ったもとで、中小零細企業の収益状況もそれなりに改善されていくものとみている。また、労働需給のタイト化だけでは、正規労働者の

賃金がなかなか上がりにくい日本的雇用慣行のもとでは、引き続き、賃上げに向けた各方面からの強い働きかけがこれからも必要であると考えている。物価の上昇基調維持のためには、当たり前ながら、まずもって賃金の上昇が必要であると改めて思う次第である。

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

佐藤委員お願いします。

佐藤委員

次回会合までの金融市場調節方針等については、以下の理由から現状維持で結構である。第1は、先のセッションで述べたとおり、内外経済の基本シナリオは執行部見解どおりで概ね良いと思うが、足もとは新興国・資源国の一段の下振れリスクと先進国への跳ね返りを相応に意識すべき局面と思われることである。なかんずく中国がさらに減速すると日本の輸出・生産に及ぼす影響は無視できないため、情勢を注視する必要がある。中国は、過去3年に亘り、経済政策の重点を成長ペースから質に移す中で、年前半の景気減速リスク顕在化に際しては、小刻みな景気刺激策を小まめに打つことで年央以降成長経路に押し戻すといったある種の政策パターンがあったように見受けられる。しかし、本年前半の金融緩和を含む一連の景気刺激策の効果は、実体経済を潤すというよりは株式市場を刺激した感がある。日本の輸出・生産は、6月以降持ち直しに転じた模様ではあるが、1～3月期に落ち込んだ世界貿易は、4～6月期も概ね横ばい圏内にとどまっており、7～9月期の回復モメンタム、ひいては日本の輸出・生産の回復モメンタムにも若干不確実性があるように思われる。

第2は、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率が当面0%程度で推移すると見込まれる中で、足もとは消費者物価上昇率の低下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悪影響を及ぼさな

いかどうか、引き続き慎重に見守るべき局面にあると思われることである。もともと、先のセッションで述べたとおり、生鮮食品を除く食料、なかんずく食料工業製品の値上げが広がる中で、足もとは食料品の値上がりによる悪影響をエネルギー価格下落の好影響が相殺することから、人々の実質所得は緩やかにプラス圏で推移し、消費者マインドにも今のところ目立った悪影響は出ていない。また、資産価格が概ね堅調に推移していることからすると、やや直感的ではあるが、人々の中長期的な予想物価上昇率が低下している印象は、今のところない。先行きエネルギー価格が本行の7月中間評価の前提に沿って推移する中で、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落し、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率が足もとの除く生鮮食品・エネルギーベースの消費者物価上昇率に近づく蓋然性が強まると判断できれば、その時点で改めて金融市場調節方針および資産買入方針について、私なりに再考したいと思う。

この点について敷衍すると、仮に、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比上昇率が今年度末頃に2%達成のパスに沿って急加速するような状況になれば、先行きインフレ加速の可能性を全く織り込まず足もと0.4%程度にとどまっている長期金利（10年金利）は、やや長い目でみた出口の可能性を嗅ぎ取り、幾ばくかの反応を示すかもしれない。前回、前々回会合で、私は、量的・質的金融緩和による名目金利の押し下げ効果は逡巡している可能性があるとし上げたが、市場が出口を自然に織り込み、インフレのリスクプレミアムが上昇するかたちで名目金利が上昇するならば、それは人々の予想物価上昇率の変化の表れかもしれないので、量的・質的金融緩和が所期の効果を発揮しているものとして、本行としてはむしろ歓迎すべき変化であろう。この場合、出口戦略については、ビハインド・ザ・カーブで市場の変化を追認するかたちで情報発信を始めていけば良いと思う。ある意味市場が出口に連れていってくれるということで、2年前の米国の taper tantrum のように、中央銀行の情報発信が混乱の引き金になるということではないと思われるので、ある意味で理想的なかたちであろう。

問題は、消費者物価の前年比上昇率が先に述べたようなシナリオどおりの展開とならず、従って市場もなかなか出口を織り込みにいかない場合である。原油価格が足もと軟調に推移しているため、その可能性もなきにしもあらずということである。その場合、本行が現状規模の買入れをどこまで続けられるかという、オペの持続可能性の問題も絡んでくると思われるため、本行としては現状の国債の大量買入れを軸とした量的・質的金融緩和に代わるプランBを策定する必要があるかもしれない。私自身全く腹案がない訳ではないが、財政規律等への影響を考慮しつつ、今後知見を深めていきたい。以上である。

黒田議長

原田委員お願いします。

原田委員

日本経済は、足もとでは冴えない状況にあるが、基調的には改善している。従って、これまでの政策を続けることが必要である。ただし、中国経済のさらなる悪化など、状況が大きく変わることがあれば、躊躇なく追加緩和することが必要である。追加緩和の手段については、幾つかの手段を考えておく必要がある。

また、調査統計局が、生鮮食品とエネルギーを除く総合の物価指数という新しい指標を作成したことを評価したい。国内の経済状況、金融政策の影響を受けにくい品目を除いたことによって、物価の基調的な動きを判断しやすくなる。外部では、日本銀行が目標とする物価指数を変えるのではないかという議論があるが、これは、あくまでも基調的な動きを判断するための指標であるということを、日本銀行としても説明する必要があると思う。以上である。

黒田議長

木内委員お願いします。

木内委員

次回会合までの金融市場調節、資産買入方針、並びに今後の金融政策運営方針については、前回までの自身の提案が妥当と引き続き考えており、同様のものをあとで提出したいと思う。

量的・質的金融緩和のもとで現行の政策方針を変えないことは、言葉のうえでは現状維持ではあるが、実際には異例の大規模緩和をさらに強化するという重い決定を毎回行っていることを意味している。従って、それによって得られる追加的な効果がどの程度なのか、それは将来に亘って見込まれるコスト、副作用に見合っているのかなどを、毎回の会合ごとに冷静に問い直す作業が求められ、政策が自動操縦になることを避ける必要があると思う。

私自身の考えは、従来から申し上げているように、実質長期金利の低下が一巡し、その低下に依存する限界的な政策効果は既に大きく逡減する中、一方、各種の潜在的なコスト、副作用は逡減していないこと、他方で、資産買入れの残高を削減しなければ過去の累積効果は損なわれにくいこと、そのうえで、購入額というフローにも影響を受ける限界的な副作用は資産買入れの減額措置で低下させることが可能であり、それを通じて限界的な効果と副作用のバランスを改善させることができると考えている。量的・質的金融緩和の成否は、その途中経過ではなく、正常化を円滑に完了した時点で評価される点に留意が必要だが、金融市場の変動リスクや前回申し上げた正常化の過程における本行の資本毀損、予想外の国民負担の顕現化などといった問題は、政策方針を維持している間は強く意識されることはなくても、正常化の過程で一気に顕現化しやすい性格のものである。この点を予め対外的に丁寧に説明しておくことも重要だと感じている。そして、これらの問題は、現行の政策方針を長く続けるほど、深刻化する傾向にある。私自身はやや懐疑的ではあるが、2%の物価安定目標を早期に達成できると考えるのであれば、正常化の過程での短期金利の引き上げ幅はかなり大きくなり、本行の資本毀損、国民負担の問題はより深刻になるという

点を認識しておく必要があると思う。さらに、前回も指摘したが、こうした問題は本行の独立性の議論にも発展するという可能性を考えると、物価安定の達成という業務の遂行にとっても障害となり得る重要な問題であると、引き続き考えている。

中長期の予想物価上昇率を示す各種指標は、B E I が原油価格の変動の影響を受けている点を除くと、概ね安定した状態にある。民間予測機関のサーベイ調査をみると、6～10年後の見通し平均値は、リーマン・ショック前の2000年代半ばとほぼ同じ水準が昨年初めから続いている。この間に実際の物価上昇率が大きく変化した点を考慮すると、中長期の予想物価上昇率がバックワードルッキングに決まる側面は必ずしも強くはないと考えられる。そのため、今後、仮に、エネルギー価格や食品価格が主導するかたちで表面的な物価上昇率が高まっても、それが中長期の予想物価上昇率に与える影響は不確実である。こうした点も踏まえると、中長期の予想物価上昇率を短期間で押し上げるのは難しく、その中長期の予想物価上昇率の2%程度での安定が必要条件となる2%の物価安定目標の達成を短期間で目指す方針は、妥当ではないと引き続き考えている。

この点に関連して、最新の金融経済月報では、生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数が示された。物価安定目標は消費者物価指数の総合に基づき、展望レポートでの予測や物価に関する記述は生鮮食品を除くコアに基づく一方、物価の基調を判断するうえで様々な指標に目を向けることは重要で、この指数もその1つと位置づけることができる。ただし、特定の指数に過度に関心を集めるような情報発信は避けるべきではないかとも考えている。原油価格の大幅な下落を受けて、今年1月の展望レポート中間評価では、エネルギー価格の影響に関する試算値が示され、事実上、生鮮食品とエネルギーを除く指数の予測値が注目を集めるような配慮が既になされていたと思う。その際、この指数が従来のコア指数に変わる新たなベンチマークと誤解されることへの懸念を私自身は表明した。そして、今年4月以降に食料品価格の上昇率が高まると、この指数をさらにハイライトし始めたようにもみえる。しかし、状況次第で特定指標への注目を誘

導するようなことがあるとすれば、それはややご都合主義的で、本行の信頼性を損ねることにも繋がりがねないと思う。物価の基調を判断する際には、カバレッジの低さという問題はあるものの、国際的にも広く用いられている食料・エネルギーを除くコアコア指数の有効性は、依然高いと思っている。それは、食料工業品、エネルギー関連品価格ともに、国際商品市況と為替市況によって大きく振れるためであり、両者の輸入比率が高めの日本ではなおさらその傾向が強くなると思う。足もとで食料品の値上げ傾向が強まる中で、食料品の売上があまり落ちないため、消費者が値上げを受け入れているとの見方も一部に聞かれる。しかし、エネルギーとともに食料品は概して必需品の性格が強く、消費の価格弾性値は相対的に低いことが背景にある可能性も考えられる。その場合、食料品の値上げがその他財・サービスの消費抑制に繋がり、ひいては物価全体の抑制に繋がる可能性も考えられる。この点からも、食料品の値上げを過度にハイライトすることには慎重である方が良いと思っている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いします。

岩田副総裁

第1ラウンドで述べたように、2%に向けた物価の基調は維持されている。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傾向にあること、第2に、需給ギャップは、振れはあるが縮小傾向——需給ギャップについては、需要が供給よりも多い方向に変化しつつあるので、需要から供給を引く需給ギャップは、「縮小」というよりむしろ「拡大」という表現の方が良いと思う——にあること、第3に、予想物価上昇率も長い目でみて上昇傾向にある。これらの経済指標からみて、物価の基調は改善していると思うが、これらの指標が、短期的にはなく中期的に変化を生ずる場合には、金融政策の対応が必要であるとみている。

物価の基調をみるうえで、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価前年比を量的・質的金融緩和開始以前と比較してみたい。量的・質的金融緩和開始以前の2011年12月には、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数の前年比は-0.5%で、その後も月を追うごとにこの低下率は大きくなり、ちょうど量的・質的金融緩和を開始する直前の月である2013年3月には、-0.8%にまで低下率が拡大していた。つまり、量的・質的金融緩和を開始する前の物価の基調は、デフレが深まりつつあるという基調であった。それが量的・質的金融緩和を始めた途端、このデフレ基調が緩やかなインフレ基調に転換した。生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価前年比は、2014年8月頃から消費税増税後の消費の弱さなどの影響を受けたと思われるが鈍化し始め、2015年1月には消費税増税の影響を除くベースで+0.4%まで低下した。しかし、この1月を底に上昇に転じ、5月と6月は+0.7%と2014年9月の前年同月比の水準まで回復した。さらに違う指標で物価の基調をみると、上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標も既往最大まで拡大を続けている。

以上から、今後も2%に向けた物価の基調は続くと言われるので、金融政策運営は現状維持が妥当であり、先程述べたような3つ位の指標で判断して、短期的だけでなく中期的にもそれらが変化している場合には、金融政策での対応が必要であるということを繰り返し述べておきたい。以上である。

黒田議長

中曽副総裁お願いします。

中曽副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にある。低水準の企業の資金調達コストのほか、量の面でも貸出増や良好な起債環境に加え、7月はエクイティファイナンスの面で、好調な市況を背景に大型案件が相次いだ。以上の点からみて、量的・質的金融緩和のもとで、企業や家計まで緩和効

果が浸透していつていると思う。

次に、物価については、C P I（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギー価格のマイナス寄与の強まりと、基調的な物価の上昇が概ね相殺し合うかたちで、当面、0%程度で推移するとみている。その後は、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、需給ギャップの改善と予想物価上昇率の上昇により、物価の基調は着実に高まっていくと考えられる。こうしたもとで、本年度後半以降は、今後の原油価格の動向にもよるが、消費者物価の前年比上昇率が、かなり速いピッチで高まり2%の物価安定目標に接近していくとみられるので、2016年度前半頃に物価安定目標の2%程度に達するという見方を維持することで良いとみている。

物価の基調については、着実な改善が続いているとみている。6月の消費者物価の前年比をみると、生鮮食品を除くベースでは+0.1%だが、これにはエネルギー価格の下落が大きく影響している。一方で、食料およびエネルギーを除くベースでは+0.6%と、前月からプラス幅を拡大している。生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価は、本年1、2月の+0.4%をボトムに直近6月は+0.7%まで伸びが高まっている。また、このほか、消費者物価指数の上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標は、2008年の直近ピークを超える30%台半ばまで上昇している。さらに、東大・一橋物価指数もプラス幅の拡大を続けている。

このように物価の基調の改善が続いている背景としては、企業の賃金・価格設定行動が変化していることが指摘できる。このうち、価格設定行動の面では、企業が、これまでの低価格戦略一辺倒から、付加価値を高めて販売価格を引き上げる戦略に切り替える動きがみられていると思う。また、景気回復が続くもとで、仕入価格や人件費などの上昇を販売価格に転嫁できる企業が増えてきているようにもみえる。実際、価格改定の動きをみると、販売不振から値上げが続かなかった昨年度とは対照的に、今年度は、値上げの動きに広がりを持続性がみられていると思う。

以上を踏まえると、わが国経済では、雇用・賃金の増加を伴いながら、物価上昇率が緩やかに高まっていくというメカニズムが働き始めていると言って良いと思う。もっとも、こうした動きが持続するためには、個人消費の動向が鍵を握ると思うので、その動向には注意してみていきたいと思っている。

なお、物価の基調との関係では、生鮮食品およびエネルギーを除く消費者物価の動きに注目が集まっている点について、一言述べておきたい。この指標は、エネルギー価格とそれ以外の部分に分けて物価のメカニズムを説明するのに大変適しており、また、エネルギー価格の変動が大きい場合に物価の基調をみるのに有用な指標だと思う。その意味で、公表を開始したことは有意義であったと思う。ただ、日本銀行がこの指標を政策判断の中心に据えた新指標であるかのような誤解が生じないように、対外的な説明振りには気をつける必要がある。これは、原田委員、木内委員のおっしゃるとおりだと思う。物価安定の目標は、消費者物価の総合で2%という枠組みのもとで、政策判断において重要なのは物価の基調である。この物価の基調を把握するためには、一時的な攪乱要因の影響を取り除いた様々な物価指標を点検しつつ、それらの指標の背後にある経済の動きや予想物価上昇率の動向といったものを併せて評価していく必要があると考えている。

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おり、基調的な物価は改善傾向を続けている。従って、金融政策運営については、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、現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

布野委員お願いします。

布野委員

わが国の金融環境は緩和した状態にある。企業の資金調達コストは低水

準で推移し、金融機関の貸出態度も改善傾向が続いている。銀行貸出残高は、中小企業向けも含め緩やかに増加している。

次に、物価動向についてである。物価を取り巻く環境は、様々なファクターが交錯する複雑な状況だとみている。まず、第1のファクターは石油価格である。一旦底を打った石油価格は、ここに来て再び下押ししており、今後1～2年は必ずしも右肩上がりの傾向ではなく、様々な要因の影響下で方向性のはっきりしない上下動を繰り返していく蓋然性を消去し切れないとみている。今後、イランを巻き込んだ動きが出てくること、また中国経済減速の市況への影響など、予断を許さない事態だと思う。従って、前回の中間評価における予測の前提条件と実際の動きとの乖離については、常に注視していくことが肝要であると思っている。

第2は、為替である。好調な米国経済を背景に、これから2016年にかけて米国の利上げの可能性が強まるが、この際、為替は、その程度は不透明だが円安方向への圧力が高まり、物価押し上げ方向に作用する可能性を想定している。

第3は、需給ギャップである。日本経済は緩やかな成長を続けており、直近での弱さはあるものの、軌道の変化はないとみており、先行きの需給ギャップは改善方向の動きになるとみている。さらに、予想物価上昇率については、やや長い目でみれば上昇していると判断される。

以上の物価を取り巻く各種ファクターの動向を踏まえ、今後の物価は、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みているが、以下の点には十分な留意が必要とも考えている。第1に、消費税と石油価格の影響が思いのほか長引いたために、現在の物価水準がゼロ近傍まで下がっていること、第2に、国内の弱い自動車市場などに象徴されるように、消費動向に今一つ力強さに欠けること、第3に、中国経済の減速や米国の利上げに伴うNIEs・ASEAN等へのインパクト、そこから波及する日本経済への影響である。今後、こうした要因などによって物価上昇が想定を下振れるリスクを含めて、そのパスをしっかりと点検していくと同時に、複数の物価指数を総合的にみていきたいと思う。

以上のような環境のもとで、現在、量的・質的金融緩和に対する国民全般や経営者の大方の評価は、「所期の効果を発揮しており、デフレ脱却は進んでいる」という前向きなものである。実際の現象として、雇用と賃金の上昇などが体感され始めており、金融政策への信頼性は高い水準にあると考えている。企業経営者の間では、業績向上も踏まえて、投資意欲も向上しており、一部には国内への生産回帰の投資も出てきているとみている。このように、現在の金融政策が遂行されるもとで、経済の好循環が徐々に回復してきていることを踏まえると、現在の金融政策方針を継続することが上策であるとする。以上である。

黒田議長

白井委員お願いします。

白井委員

このラウンドでは、先程時間の都合で割愛した米国経済について、ドル高の影響と物価の基調を中心に、意見を申し上げる。

米国では、本年4～6月期の経済成長率が前期比年率+2.3%となり、わが国と比べ高い成長率を実現している。とはいえ、潜在成長率とあまり変わらない成長率のため、需給ギャップの改善にはまだ2～3年程度の時間がかかるとみられ、2%程度の経済成長率では米国の実力からみて十分ではないと言える。

気になるのは、ドル高の動向である。米国では2014年半ばから実質実効為替レートベースでドル高が進む局面に入っているが、今後、FOMCの金利正常化とともにさらにドル高が進行することが予想される。過去に実質金利の上昇を伴ってドル高が急速に進んだ事例として、例えば、クリントン政権時代の1993～2000年頃があるが、経済成長率は+4%程度と高く、ドル高が経済成長を抑制することはあまりなかったとの指摘がある。実質金利の上昇による資本流入も景気拡大の一因となったようである。

一般的には、ドル高が米国経済に負の影響を及ぼす理由は2点考えられ

る。第1に、最初のラウンドで指摘したように、中国経済への懸念とコモディティ価格の低迷が続くもとでのドル高は、新興国経済への負荷が大きくなり、米国の輸出を下押しする可能性がある。第2に、ドル高は企業の pricing-to-market 行動の違いを反映することで、米国経済を下押しする可能性がある。ある研究論文によれば、米国ではコモディティ取引を除いても輸出と輸入の取引の大半がドル建てだが、企業の pricing-to-market 行動が、米国へ輸出する外国企業と、外国へ輸出する米国企業の間で、非対称性があると指摘している。すなわち、米国に輸出する外国企業は、ドル高になってもドル建て販売価格を引き下げず自国通貨建ての企業収益を高めようとするため、米国の輸入価格はドル相場の変化率ほど低下しない結果、輸入量は然程増えないようである。一方、外国に輸出する米国企業は、現地の輸入業者がドル高をほぼフル転嫁して現地販売価格を引き上げるので、米国の輸出量が減少する傾向があるようである。このようにドル高は輸出量を中心に減少させるので、米国経済の下押し圧力を高めているようである。新興国経済が減速感を強めている現在は、こうした価格設定行動の違いが米国の輸出量を一段と下押ししている可能性がある。

実際、ここ数四半期の米国企業の決算によると、外国販売比率が高い企業ほど収益が低下している。しかし、先行きの収益予想については、売上高の増加によって改善が見込まれているので、これ以上のドル高が進まないと企業が見込んでいる可能性もある。また、IMFは、ドルが既に過大評価されており、これ以上のドル高は米国経済にとってマイナスとの評価をしている。このことから、予想以上にドル高が進展すれば米国経済や輸出企業の収益、株価を下押しし、わが国にも影響を及ぼすため、今後の動向に注目している。

次に、米国における物価動向だが、総合PCEは3年以上も2%目標を下回る状況が続いている。BEIは、原油価格下落もあって足もと+1.7%程度まで低下しているが、エコノミストの中長期予想インフレ率はアンカーされており、そのもとで物価の基調は少し強まっているようである。まず、第1に、本年4～6月期の実質個人消費の伸び率が前期比年率+2.9%

と堅調な中で、コア P C E が前期比年率+1.8%へと上昇したことにある。第 2 に、中長期の予想インフレ率について S P F 調査 (Survey of Professional Forecasters) をみると、P C E ベースの今後 10 年の予想インフレ率は、元々 2 %を少し上回る状況で長く推移してきたが、2012 年 1 月に F O M C が 2 %インフレ目標を導入したあとに、きっちり 2 %程度で一段と安定するようになっていく。S P F の特別調査によれば、回答者の 7 割程度が「自身の長期予想インフレ率が 2 %と異ならない」と当初から答えており、多くのエコノミストが 2 %は実現可能とみていることが分かる。第 3 に、米国ではインフレ予測において、中長期の予想インフレ率が統計的に有意で重要な決定要因となっていることから、アンカー効果があることが複数の実証研究で明らかにされている。第 4 に、フィリップス曲線を推計した最近の研究によれば、経済スラックを示す幾つかの代理指標を用いて推計すると、これらの経済スラックが 0 %のときの P C E 上昇率はいずれも 2 %弱となっていることを示している。このことは、コモディティ価格、為替相場、需給等に関するショックが存在しない時、すなわち需給ギャップが 0 %程度の状態にある時に、米国はしっかり 2 %インフレ率を実現できていることを示している。

わが国も、米国のような状況に少しでも近づけるように金融緩和を実施している。ただし、本年 4 ～ 6 月期については、実質個人消費が伸び悩む中で、食料・エネルギーを除く C P I は前年比で幾分上昇しているので、必ずしも前向きな物価上昇ではないように思われる。また、日本銀行のスタッフ研究では、トレンドインフレ率の推計値を公表し、Q Q E 導入以降の上昇を予想インフレ率の上昇の結果と解釈している。この点、I M F は別の統計手法を用いて、日本では物価上昇は円安等の粘着的な性質によるところが大きいため、トレンドインフレ率の上昇と解釈すべきでないと指摘している点は一理あるように思う。もう少し考察を進めていく必要があるように思う。

最後に、金融市場調節方針は現状維持で良いと思う。以上である。

黒田議長

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

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

金融政策運営や金融環境に関して、さらにご意見があればどうぞ。

白井委員

日本銀行が採用する物価安定目標の参照指標について、外部でも様々な意見が聞かれており、本日も原田委員、木内委員、中曽副総裁から意見があったので、簡単に論点整理をしたい。

第1に、日本銀行の物価安定目標の参照指標は、主要国と同じ総合CPIである。コアCPIは参照指標そのものではなく、あくまでも物価の基調をより正しく把握するために、一時的な攪乱要因を総合CPIから取り除いた指標である。また、国によってこの一時的攪乱要因の定義は異なっている。ここで、日本銀行が生鮮食品を除くCPIを物価の基調を把握するコアCPIとして採用するに至ったプロセスを紹介したい。まず、この指標の候補として、①生鮮食品を除いたCPI、②食料・エネルギーを除いたCPI、③農水畜産物・エネルギー・公共料金を除いたCPIを取り上げ、次に、2つの手法を使ってどの指標が適切か検証している。1つは、候補の指数がトレンド総合CPIと近い動きをしているかどうかを分析

する手法で、もう1つは、候補の指数がどの程度総合CPIの変化率を予測するかを分析する手法である。この結果、いずれの手法を使っても、生鮮食品を除くCPIが他の指標よりも優れていると判断されている。このことから、生鮮食品を除くCPIをコアCPIとして将来の物価動向を予測する際にも用いるのが妥当だと言えるので、これまで政策委員見通しをコアCPIベースで公表しているのは、この点からも正当化される。

第2に、エネルギー価格が一時的攪乱要因とみなされてこなかった理由は、新興諸国等の経済成長による需要の増加もエネルギー価格に影響を及ぼしており、その影響は比較的永続的な性質だと判断されたからと理解している。しかし、昨年後半からの原油価格の急落で、エネルギー価格のボラティリティが従来以上に大きくなっており、物価の基調に歪みが生じている。このため、7月の金融経済月報から、コア指数からエネルギーを除いたCPI指標を新たに掲載し始めたことは、妥当な判断だと思う。ただし、日本銀行は、従来から、物価動向を、コアCPIのほかコアコア、連鎖指数、10%刈込平均値、コアCPI上昇・下落比率、品目別動向でみているほか、CGPIやSPPI等も併せてみている。よって、コアCPIからエネルギーを除いた指標を新たに掲載したのは、あくまでも物価の基調が見かけほど悪くないことを示すためであって、金融政策の運営方針を変えた訳では全くないことを、対外的にしっかり説明し、理解して頂く必要があると思う。

中曽副総裁

第1ラウンドで、佐藤委員は原油価格がワイルドカードであるとおっしゃり、布野委員も原油の動向が定まらないことが物価の不確実性の1つとして指摘されていたので、原油について述べたいと思う。もとより、原油価格の先行きを見通すことは困難だが、需要要因と供給要因に分けて考える必要がある。需要要因については、本日議論に出たように、中国を含めて新興諸国の需要動向次第だが、供給要因については、3点ほどチェックポイントがあると思っている。1点目は、増産を続けてきたサウジアラ

ビアがこの先どのように動くかである。市場は減産しないと読んでいると思うが、もし、サウジアラビアが減産に踏み切れば原油価格にとって上昇材料になる。2点目は、イランの核合意を受けた増産のタイミングと規模である。市場の予測値は振れはあるようだが、2016年第1四半期の増産規模を30～50万バレルと推測しているようなので、実際に増産の規模がこれを上回れば原油価格に下落圧力、下回れば上昇圧力が加わることになる。3点目は、備蓄のキャパシティである。以前、この場で、備蓄のキャパシティが満杯になれば産出が抑制されて価格反転のきっかけになるのではないかという趣旨のことを申し上げた。確かに、陸上の貯蔵施設は余剰スペースが乏しくなってきたようであるが、タンカーの洋上備蓄という手があるようであり、それまで含めると貯蓄キャパにはまだ余裕があるという見方もできる。タンカーでの洋上備蓄は陸上に比べコストがかかるので、洋上備蓄が拡大して使われると期近物やスポット物にむしろ低下圧力がかかる可能性があることも要因としてみていく必要があると思う。いずれにしても、金融政策関係ではわれわれがみていくべきことは、必ずしも原油価格そのものではなく、それが予想物価上昇率を通じて物価の基調的な動きに影響を与えないかということであり、そのような観点から、原油価格をよくみていく必要があると思っている。

原田委員

金融緩和の程度を抑制すべきであるとおっしゃっている木内委員に質問したい。現在行っているQQEの副作用を考えるべきだというご意見だが、具体的にその内容として、特に、本行バランスシートの毀損、それを通じた国民負担の増加——納付金が減少すること、あるいはマイナスになることだと思うが——をおっしゃったが、そうだとするとこれまでのデフレによる国民負担をどのように考えておられるのか。納付金が減少する、あるいはマイナスになることにより国民負担が増加するということだが、現在景気が回復し税収が非常に増えていることは考えないのか。金利が上がれば一時的に本行バランスシートの毀損はあり得るが、金利が上がれば

長期的には毎年の通貨発行益が増えることになるので、長期的には問題がないと思う。これらについてどのように考えておられるのか、お聞きしたい。

これまでの金融政策決定会合の中でも、量的緩和の副作用、デメリットを過去の審議委員も述べておられるが、その理屈は全く意味不明である。7月31日に公表された2005年4月28日開催の金融政策決定会合の議事録によると、当時の福間年勝委員は、量的緩和の縮小を提案し、その理由として、市場機能の妨げになる、金融規律の低下を通じて将来的にインフレリスクを高めるようになると述べておられる。その後、再びデフレになったので、インフレリスクを高めるようなことがなかったのは自明である。また、市場機能の回復とは何かということが全く説明されていない。私は、当時の委員が、このような曖昧な議論に対して「それはどのような意味か」と質問しなかったことが、金融政策決定会合の議論の質を非常に低下させていたと思うので、当時の委員に、より高い責任感を持って議論して欲しかったと思っている。今後、定義のない曖昧な言葉で議論することはやめるべきであると思う。

木内委員

原田委員ご指摘の点は重要であり、議論が分かれる点だと思う。私が前回会合、今回会合で指摘している本行のバランスシートや自己資本の毀損、国民負担は非常に重要な問題だと思っているが、勿論これだけがリスクだと思っている訳ではなく、ハイライトしているのは、従来から申し上げている様々な副作用のうちの1つで、比較的計算できるリスクだと思うからである。もう1つ重要なのは、今の政策を長く続ければ続けるほど、潜在的なリスクが高まってくるものの例であるので、前回会合、今回会合とハイライトさせて頂いた。国民負担は、もっと幅広い概念で考えなければならず、前回会合で申し上げたように、われわれの政策が財政の領域にやや入っており、出口すなわち正常化の過程では納付金が減る、自己資本が毀損される、場合によっては政府から資本増強を受ける——そのようなこと

になるかどうか分からないが——というように、目にみえるかたちで国民負担になってくる。そこまでいかなくても、納付金が数年間滞るだけでも負担になるが、それに対して、今回の政策によって景気が非常に良くなって税収も増えたことが評価されるのであれば、国民としては素直に受け入れるので問題はない。勿論、そのような可能性もあると思うが、それは少し楽観的な前提であって、Q QEのこのようなコスト、副作用がどれだけ世の中に理解されているのだろうか。実際に、正常化の過程で予想外に国民負担が出てきた時に、果たして国民は素直に受け入れてくれるのだろうか。この点、私自身は疑問である。その点で、これは非常に大きな潜在的なコストであると考えている。一時的なバランスシートの毀損や自己資本の減少は大きな問題ではないのではないかという議論も従来からあり、確かに、例えば外貨建て資産で損失が発生することによって自己資本が一時的に減っても、長い目でみると将来のシニョリッジでカバーされるので問題はないというのは、普通の状態ではそうかもしれないが、今は、リスク資産だけではなく超過準備のところで非常に大きな負担が生じ得る非常に特殊な政策を実施しているということである。これに対して、正常化のちにシニョリッジで回復するということだが、非常に長期にみれば回復するかもしれないが、まず、今後どのような政策が採られるかにもよるが、バランスシートが非常に肥大したまま暫く進む中で、長期国債は償還見合いでゆっくりと減らしていくとなると、国債買入れを行わない時期がかなり長く続く可能性がある、あるいは国債を買うとしても僅かしか買わないことになる。これがまさに正常化ということだが、ということは、仮に長期金利が上昇していてもシニョリッジを稼ぐ機会は相当先になってくるということを考えると、果たして、自己資本の毀損は一時的で長い目でみると問題ないと言えるような規模なのかどうかというと、そうではないのではないか。その意味で、日本銀行の自己資本、国民負担、そしてそれは日本銀行の独立性の議論にも跳ね返ってくるということになる、われわれの本来の目的である物価安定の達成にも何らかの障害になってくるので、非常に重要な事象ではないかと考えている。

原田委員

木内委員は、計算ができるリスクだから本行のバランスシートの毀損を問題にしているとおっしゃっているので、その計算を示して頂ければ非常に説得的だと思われるが、如何か。

木内委員

様々なリスクのうち、比較的計算でき、今の政策を長期間続けると非常にリスクが高まるので、分かりやすいこともあって申し上げている。これについては、対外的には公表していないが内部的に試算しており、それには委員も参加されている。そして、その時の試算よりも状況はもっと悪くなっていると思う。その時の資料を再度ご覧頂きたいと思うが、ベースケースでも複数年間、経常赤字になる。その時の試算では、今年末頃に正常化との前提だが、それは延びてくる。あるいは短期金利の引き上げについても、残高を維持しかなり経ってから緩やかに上昇してくるという前提になっているが、実際にはそうではないかもしれない。前回会合で申し上げたとおり、2%の物価安定目標に対してかなりフォワードルッキングに政策運営を行うのであれば良いが、そうでなければ目標達成直後から金利を上げなくてはならないということも起こり得る。既に内部的に示されている試算値をベースにしても、それ以上にリスクは高まっており、私自身は債務超過の可能性も十分あると思う。

原田委員

曖昧なことをおっしゃるのではなく、基本的なベースシナリオがあるのだから、そのベースシナリオがこのように変わった時にはこれほど大きなものになる、というようにおっしゃった方が、私は説得的だと思う。

本行のバランスシートが債務超過になるということだが、そのような可能性もあるために自己資本を積み増している訳である。例えば、過去に円高によって外貨の評価損で資本が毀損したことがあるが、それは全く問題

とせず、今回QQEを実施し景気が良くなっている中で、景気が良くなっていることの効果をみずに、本行のバランスシートだけを見るというのは如何なものかと思う。

木内委員

前回会合でも申し上げたが、外貨建資産から生じる損失は、ある意味、高が知れている。われわれは外貨建資産を7兆円近く保有しているが、それが何らかの理由で半分になったとしても3～4兆円程度であり、超過準備の付利から生ずる利払い負担はそれとは全く違うレベルである。例えば、内部での試算では2015年末に超過準備がピークをつけてそこから正常化という想定だが、仮にそれが1年延びると、来年末の超過準備は320兆円程度で、金利は直ぐには上がらないとしても、インフレ率が上がるのであれば短期金利が均衡水準に比較的早めに上げる可能性も出てくると思う。その時の水準は、物価上昇率2%、潜在成長率0.5%であれば2.5%程度であり、もし景気が過熱しているのであれば、一時的にはそれ以上に引き上げなければならないことになる。そうすると、320兆円に対して2.5%の金利が付くと利払い負担は年間8兆円になる。シニョリッジは年間1兆円強、われわれの自己資本は7兆円ちょっとしかないので、場合によっては1年間でそれが吹っ飛んでしまう位のインパクトがある。勿論、これについても、どの程度短期金利が上がるか、現金がどのようなペースで還流してくるのかというような様々な不確実性がある。決め打ちで試算することはできないが、このような簡単な計算でも、自己資本を積み増しても全然足らないほどのインパクトがあり得るということだと思う。ただ、私自身はそこまで物価が上がるとは思っていないので、そこまで大きなリスクだとは思っていないが、短期間で物価が2%になるという強い見通しを持っている方々ほど、そのようなリスクをより強く意識しなければならないと思う。

原田委員

320 兆円に対して 2.5%を付利しなければならないとするとそのようになるというのは単純な計算だが、それにどのような意味があるのか。その時の経済情勢も考慮した試算をみせて頂きたい。

白井委員

話は変わるが、先程中曽副総裁から原油の供給についての話があったので、私が意識していることを 1 点付け加えたい。米国では、然程コストをかけずに産出量を引き上げられる油井が 3,000 以上あるそうであり、生産余力はかなりあるということである。そのうえ、中小の開発企業がハイイールド債などでレバレッジをかなり高めてきてしまったために、その債務返済のために原油価格が下がるともっと生産せざるを得なくなるということも、供給側で意識しているところである。

また、長期金利が上昇してきた時に、金利の期間構造モデルで何が押し上げたかある程度推察できるので、インフレ期待が上昇したのであれば成功ということになるが、それ以外で上がってしまったのであれば、金融政策が成功して上昇したということにはならない。その辺は分析をすればみえてくると思う。

中曽副総裁

木内－原田論争については、日銀の財務へ影響はどのようなシナリオを置くかによって結果は違ってくるので、実際には出口が展望できる状況になった場合にお二人の間にあった議論のような文脈でよく考えていくことではないかと思う。

原田委員が指摘された 2005 年当時の市場機能に関する議論について、当時政策委員ではなく執行部で金融市場局長の立場にあった者として多少説明させて頂くと、当時も全くの抽象概念だけで議論していた訳ではない。当時の量的緩和政策は、主として短期オペで当預を積み上げる政策であったので、市場機能と言った場合、本来市場で行われる取引が全部中央

銀行のバランスシート——負債サイドの当預、資産サイドのオペ——に置き換わってしまうことによって、われわれの金融市場調節にとっての中核市場である無担保コール市場の収縮に繋がるのではないかという問題意識があった。より具体的には、当時、コール市場からデスクを撤廃するような銀行が出てきたり、無担保コール市場では相手に対するクレジットラインを持っていなければならないが、それが必要なくなりカウンターパーティーの審査をしなくなり、クレジットラインがなくなってしまうということがあった。これは、事後的には修復にある程度時間がかかった市場機能であったと思う。そのような市場機能の重要さはその後意識され、QQEのもとでは相当意識されていると思う。勿論、今回のQQEは国債を大量に買い入れる政策なので、市場機能という文脈で意識されている論点は、主として国債市場の流動性だと思う。この点は、色々と議論してきているように、国債市場の流動性という観点から、様々な指標をみながら評価していくことが既に行われていると思う。いずれにしても、市場機能についてはよくみていかなければならない。特に、国債市場の流動性は、QQEのもとでは注目すべき市場機能であると思っている。

岩田副総裁

短期市場や国債市場の市場機能が損なわれるという文脈での議論が多いが、重要なことは、2%の物価安定目標に向けてQQEを進める際に進むのが難しくなるのかどうかで判断すべきである、ということである。幾つかの流動性の指標があるが、そのようなものにあまり囚われずに、それが2%に向けたQQEの運営を難しくする場合に問題になるかどうか、を考えた方が良いと思う。

木内委員が指摘される日本銀行の自己資本の問題については、私は、公には言っていないが、中央銀行に自己資本が必要だとは考えていない。実際、スイス、オーストラリア、カナダでは、ほとんど自己資本なしで中央銀行が運営されている。そこは不換紙幣と兌換紙幣の違いである。日本銀行の目標は物価安定であって、納付金の最大化を目指して運営している訳

ではないので、そのようなことをいちいち気にするのは、本来おかしいことである。ただ、そのようなことを如何にも大変だと市場に対して言うから市場の人々が錯覚してしまっている、というのが本当のところだと思う。これはなかなかご理解頂けないが、日銀の自己資本はどれだけあるのか、日銀は納付金をどれだけ納めているのか、日銀の黒字はどの程度か、というようなことをいちいちみながら、日本銀行券を使っている人がいるのだろうか。このような本質的なことを考えると、実は中央銀行の自己資本は全然問題にはならない。ただ、こんなことを言うと国会などで大変な問題になるので言わないが、そのような誤解あるいは神話が横行していることは問題である。むしろ、物価安定の目標を達成することが日本銀行の使命であって、その過程で、特にデフレからの脱却の過程では、日本銀行の収益が振れるのは致し方ないということを、少なくとも政策委員会では共有して頂きたいと思う。

木内委員

中央銀行の自己資本についての議論には哲学論争的なところがあり様々な考え方があるが、普通の民間銀行とは考え方は違うと思う。自己資本が毀損するのと、赤字になって納付金が払えなくなって国民負担が生じるのは、別の話だと思う。中央銀行の自己資本は重要ではないという見解もあり得ると思うが、従来からのわれわれの見解を考えると、恐らくそうではない。毎回、バランスシートの状況をチェックしたり、依然として自己資本比率 10%の目標を維持しているのは、自己資本の安定は様々な意味で重要だという従来からの姿勢が続いているからである。もし、QQEを実施するうえで日本銀行の自己資本比率の目標は、むしろ障害であるというコンセンサスができるのであれば、今の会計規程に書いてある自己資本比率の目標を見直していく方向で議論をすべきであろう。そうでない限り、自己資本を厚めに持つことを重視しているというのが、われわれの姿勢だと思う。

金融政策決定会合の運営の見直しに関して、1点申し上げておきたい。

日程については同意したが、唯一不安が残るのは、従来から申し上げている「主な意見」の公表についてである。議事要旨との住み分けについて、われわれなりの考え方は整理できているが、果たして市場がそれを上手く消化してくれるのだろうかという点は、依然として気掛かりである。主な論点は3点ある。1点目は、「主な意見」は、会合で示された主な意見、つまりコンセンサス的な意見が出てくると理解している人が多いように思う。つまり、賛成多数で合意された対外公表文的なものが公表されるとイメージしている人が多いと思うが、実際に出てくるものは全然違うので、そこで大きな認識ギャップが生じる可能性がある。2点目は、「主な意見」には、議事要旨とは異なり意見にウエイトがついていない。「ある委員」、「複数の委員」、「多数の委員」のような表現でそれがどの程度支持されているかというウエイトがついていない。あるいは、同じ意見の支持が時系列でどのように変化しているか、例えば、「ある委員」の意見であったものが「複数の委員」の意見と議事要旨で記述されれば、段々とそこに支持が集まっていると読み取れるが、「主な意見」ではそのようなことがないので、読み手の憶測やスペキュレーションが広がる余地が大きいと思う。3点目は、マイナーな点であるが、「主な意見」と議事要旨の住み分けについて、概念的には住み分けができて、具体的な内容をどのように書き分けるかはまだ決まっていないように思う。そうすると、議事要旨は執行部が原案を作るが、「主な意見」は各委員が原案を出すので、作成主体が異なり、その意味では上手く住み分けて調整されるのが難しいという点も残されている。結論としては、特に1点目と2点目は依然として不安があるので、実際の公表時や直前ということではなく、前倒しで、総裁の記者会見や議事要旨などでコミュニケーションを強化して説明しておく必要があると思う。

黒田議長

「主な意見」については、以前からわれわれの間で様々な議論を重ねており、執行部でもトライアルを実施することになると思うので、そのよう

なことも踏まえて適切なかたちで公表していくことにしたい。新しい試みでもあるので、マーケットの受け取り方は色々とあり得ると思うが、このように新しいかたちで透明性をより高めていく中で、市場の理解も段々進み、慣れてくると思っている。

石田委員

先程岩田副総裁がおっしゃった点に関し、QQE自体、物価安定のために実施しており、そのようなことを実施することが独立体として日本銀行に委ねられていることは確かである。だから、われわれは責任を持って実施している。ただ、最初から合意を得て実施している訳ではない、つまり国民が全てを理解して、日本銀行に「QQEをやして下さい」と言った訳ではないので、その結果について、外からみて、それが色々引き起こしたことでもし国民の反応が非常に悪くなるというようなことが起こった場合、成否はともかく、日本銀行としての信認が欠けてしまうような惧れがあるということだけは、われわれはいつも考えておかねばならないと思う。

岩田副総裁

私も、石田委員がおっしゃるとおりの考えを持っている。2%の物価安定の目標を通して国民経済に資するということであるので、それは、日本銀行の資本がどうなったかとは関係ない。国民経済に資するというのは、例えば、雇用が良くなるとか、企業収益が良くなって賃金も増えるということであり、私は、特に雇用を重視している。

石田委員

ただ、雇用は雇用、損は損である。現実には、日本銀行が外貨資産で損をした時は、国会で注意するようにとの附属の決議が行われたということがあるので、それについてわれわれはよく考えていかなければ危険だと思っているので、敢えて申し上げる。

黒田議長

それでは、ここで政府からの出席者にご発言を頂きたいと思う。最初に宮下一郎財務副大臣お願いする。

宮下財務副大臣

先日 7 月 29 日、財務局長会議が開催され、全国の景況判断について各財務局から、これまで比較的回復の実感が乏しかった地域においても回復の段階となっているとの報告があった。これは、地方の財務局における景況感も漸く上向き始めていることを示していると考えられる。これを踏まえ、平成 27 年 7 月の全局総括判断を「緩やかに回復している」としているが、引き続き地域経済の動向について注視していかなければならないと考えている。また、ギリシャ情勢や中国経済の動向等、海外経済情勢についても、予断を持つことなく注視していきたいと思う。

7 月 24 日の閣議において、「平成 28 年度予算の概算要求に当たっての基本的な方針について」が了解された。平成 28 年度予算は、先般 6 月 30 日に閣議決定された「経済・財政再生計画」の初年度の予算である。この計画をしっかりと具体化し、本格的な歳出改革に取り組むとともに、施策の優先順位を洗い直し、無駄を徹底して排除しつつ、予算の中身を大胆に重点化していく。

先程議論のあった金融政策決定会合の運営の見直しについて、政府としては、日本銀行法施行令の改正を行った。今般の取組みにより、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。

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。先行きについては、緩やかに回復することが期待されるが、中国経済をはじめとした海外経済の下振れなど、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。内閣府年央試算では、実質GDP成長率は、27年度は2月の政府経済見通しと同じ+1.5%程度、28年度は+1.7%程度と見込んでいる。名目GDP成長率は、27年度は2月見通しより若干上昇して+2.9%程度、28年度も+2.9%程度と見込んでいる。消費者物価は、27年度は2月見通しより低下し+0.6%程度、28年度は+1.6%程度と見込んでいる。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だと考えられる。

7月22日の経済財政諮問会議において、「平成28年度予算の全体像」を取りまとめるとともに、「中長期の経済財政に関する試算」を報告した。この試算において、目標年次である2020年度の国・地方のプライマリーバランスは、本年2月の試算と比べて3.2兆円改善し-6.2兆円、対名目GDP比では-1.0%となっている。引き続き、「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針のもと、経済と財政双方の一体的な再生を目指していく。そのため、歳出改革については、今後、経済財政諮問会議のもとに専門調査会として設置した「経済・財政一体改革推進委員会」において、関係府省庁における取組状況のヒアリングを行うことなどをスタートし、主要歳出分野ごとのKPIの設定、改革工程表の作成等について年末に向けて検討を進めることとしており、第1回の推進委員会を来週8月10日に開催する予定である。

また、7月23日の経済財政諮問会議において、「健康増進・予防サービス・プラットフォーム」の開催について報告を行った。健康増進・予防サービスに関する優良事例の全国展開は重要であり、積極的に横展開を図つ

ていきたいと思う。また、公共サービスのイノベーションについてもプラットフォームを開催する予定である。このようなプラットフォーム、すなわち協議会を開催することにより、社会保障、地方財政、社会資本整備などの分野の歳出抑制を具体的に促していきたいと考えている。なお、健康・医療戦略については、「健康・医療戦略の実行状況と今後の取組方針2015」等を決定し、新薬の開発、医療の海外展開などを成長戦略の一環として強力に推進していく。

7月30日に厚生労働省の中央最低賃金審議会が行った答申では、今年度の地域別最低賃金の引き上げ額の目安は、全国加重平均で18円と一昨年度の15円、昨年度の16円を上回り、最低賃金が時給で決まるようになった2002年以来、最高の引き上げ目安額となった。さらに、最上位と最下位の引き上げ額の差が、昨年の6円から今年は3円に縮まった。

T P Pについては、先日ハワイにおいて閣僚会合が開催された。今回の閣僚会合においては、物品貿易、投資、環境、金融サービス、法的・制度的事項など、多くの論点が決着し交渉は大きく前進した。しかしながら、幾つかの限られた論点について引き続きの協議が必要との結論に達した。今回の会合の成果を踏まえ、今後も交渉の早期妥結に向けた努力を継続するとの認識が各国で共有された。残された論点について、各国が持ち帰ったうえで、なるべく早期に次回の閣僚会合を開催できるよう努力を継続しているところである。次回閣僚会合で最終決着し、国益を最大限実現できるよう全力を挙げていく。

7月16日の経済財政諮問会議の「金融政策、物価等に関する集中審議」においては、デフレ脱却と経済再生に向けた進捗状況を確認した。日本銀行においては、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。

VII. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

それでは、金融市場調節方針の議案、資産買入方針の議案、対外公表文

の議案の取りまとめを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意して頂きたい。

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節方針、資産買入方針並びに先行きの金融政策運営方針について、従来と同様の提案を提出したいと思う。考え方は従来と同じである。

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]

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。

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、対外公表文の議長案である。

〔「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ〕

最後に、木内委員案である。金融市場調節方針および資産買入方針について、議長案と違うところを申し上げる。マネタリーベースについて年間約 45 兆円、資産買入れは、長期国債について年間約 45 兆円、平均残存期間について 7 年程度、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 億円である。公表文については、「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」である。

議長案の公表文案だが、変更点は 3 . の部分で、昨日金融経済月報で説明したとおり、住宅投資について「持ち直している」としている。また、今月は短観月ではないので、業況感についての記述を削除している。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。ないようであれば、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 56 分 政府からの出席者退室〕

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

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します。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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

中曽副総裁

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

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

黒田議長

修正後の対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。対外公表文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

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 07 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。

VIII. 議事要旨（7 月 14、15 日開催分）の承認

黒田議長

最後に、7 月 14、15 日に開催された決定会合の議事要旨についてお諮りする。お手許に配付されている議事要旨案についてご異議はないか。それでは採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：黒田総裁

岩田副総裁

中曽副総裁

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 12 日水曜日 8 時 50 分に
対外公表する予定である。

IX. 閉会

黒田議長

以上で本日の議事を終了する。次回は、9 月 14、15 日に開催する予定
である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席
者限りとし、議事要旨および議事録という一定のルールに沿って開示する
取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者
の方々や関係者も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお
願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

福永政策委員会室企画役

申し上げる。解禁時刻は 12 時 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願います。政府からの出席者におかれて

は、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 13 分閉会)

以 上