

## 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9月14日（14:00～16:34）  
9月15日（9:00～12:02）

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	西川正郎	内閣府審議官（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	関根敏隆
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	柳原良太
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	加藤 涼

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

黒田議長

金融政策決定会合を開催する。今回の議事進行だが、まず本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、明日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案の取りまとめと採決、8月6、7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、内閣府からは西川正郎内閣府審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員および政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

## 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】に沿ってご説明する。前回会合以降、内外の株式、為替のマーケットに相当な変動がみられたが、まずオペレーション面からご報告する。図表2の国債買入オペについては、応札倍率はこのところ3～4倍が概ね確保できている。この背景としては、一部の大手機関投資家が、この夏から2年債などの短めの国債保有を圧縮

する方針に転じ、余資を日銀当預に積み上げるようになっているということがある。また、8月以降の世界的な株価や為替の変動のもとでも、日本をはじめ各国の債券市場は総じて小動きであったこともあり、極端な金利予想が出てこなかつたことも、1つの背景になっていると思う。なお、8月の買入国債の平均年限は7月と同じく8.6年であった。

図表4（2）の短国金利は、引き続き0%ないし若干のマイナスでの動きである。なお、このところ政府が2か月物の短国債の発行を取り止め、3か月物の発行も若干少なめにしているため、短国債の発行で日銀当預から吸い上げられる額もその分減少することになるので、マネタリーベースの目標達成のための短国債の買入負担も並行的に減ることになる。現在の試算では、毎週1兆円強の買入れを行っていけば目標達成は可能であるので、基本的には、このペースで買入れを行っていきたいと考えている。

続いて、内外市場である。前回会合以降、世界的に株式と為替で相当な変動がみられたが、その発端は中国であったと思う。図表5（1）は人民元レートであるが、中国は、8月11日、人民元の中間値の設定方法を変更し、その後、人民元は12日、13日と対ドルで合計3%程度下落した。

（2）の中国の株式市場では、大幅な調整はそれから暫く経った8月17日週から起こった。中国当局は、人民元の調整圧力が8月11日以前に3%程度蓄積されており、この調整が13日までの下落でほぼ済んだと説明している。しかし、市場では、中国当局がその後相当な元買い介入を行っているのではないかという見方が根強くあり、政策の真意が分かりにくいといった見方にも繋がっていた。また、内外の市場関係者が、中国という世界第2位の経済が実際にはどこまで減速しているのかといった不確実性や、これをマネージする当局の政策のキャパシティに関する不確実性を市場が強く意識したということが、8月中旬以降の相場の特徴であったように思う。この結果、6～7月の株価の調整は中国以外のマーケットにはあまり影響しなかったのに対し、8月の中国株価の下落は海外のマーケットにも大きな影響を及ぼす結果となった。図表5（参考）のFF金利先物レートから計算した9月のFedの利上げ確率は、（2）の中国株価と比較

的似たような動きとなっており、米国の実体経済はともあれ、中国の株価急落の影響から世界のマーケットが荒れているもとでは、米国もさすがに9月に利上げはしにくいだろうといった見方が市場で強まっていった。

もう1点、中国の影響が顕著にみられたのが、コモディティである。図表6をご覧頂くと、先程申し上げたように、8月の中国株価の下落は中国の実体経済そのものに対する懸念に結びついていたが、これが新興国全体としての減速懸念や原油や商品価格の下落にも繋がったことが特徴的であった。このような商品価格の下落が、後程申し上げる資源国通貨の下落にも繋がり、世界的な株や為替の変動に結びついたことが、8月のマーケットの特徴であった。こうしたマーケットの動向をご説明する前に米欧の金融政策に関する市場の見方を確認しておく。

図表7(1)はFedの利上げ予想であるが、前回会合時との比較では、8月の世界的なマーケットの変動を経て、9月のFOMCの利上げ予想は若干後退している。金先レートから計算される9月の利上げ確率は3割程度、またエコノミストへの各種のアンケート調査などでは約半数ないし半数弱のエコノミストが9月の利上げを予想するという結果になっており、結局今週のFOMCで利上げに踏み切るかどうかに関する見方は、なおかなり分かれている状況である。この間、(3)のEONIAスワップ・フォワード・レートは、9月3日のドラギECB総裁の記者会見がマーケットではハト派的と受け止められたことから、前回会合時との比較では若干下方にシフトしているということも特徴である。

8月以降のマーケットの変動のもう1つの特徴は、株式市場や為替市場の変動に比べ債券市場の変動が相対的に小さかったことである。図表9(1)の米欧日の長期金利は、8月中に中国の株価変動に伴って若干の振れはみられたが、あまり大きな振れではなかったようだ。図表10(2)のイールドカーブも、実は米欧とも前回会合からほとんど変わっていない。図表11(2)の日本のイールドカーブは、前回会合時との比較では若干下方にシフトしているが、全体としての変化幅は、株価変動や為替円高化との対比ではあまり大きなものではなかったようだ。

国債市場の流動性・機能度に関しては、金融市場局では幅広い指標を使って把握すべく努めているが、例えば、図表 13（2）の長期国債のビッド・アスク・スプレッドや（3）のG C – S C スプレッドをみると、市場の流動性は本年初から春先までの状況に比べ若干改善しているようにも窺われる。図表 14（1）は長国先物のいわゆる板の厚み、（2）は1単位の取引がどの程度価格を動かすかという価格インパクトを計測したものであるが、いずれも市場の機能度は春先までに比べれば幾分ましという姿が示唆されていると思う。図表 15 は先週 7 日に公表した債券市場サーベイの結果であるが、（1）の市場の機能度についての評価をみると、本年 2 月の段階では芳しくない回答が多くたが、5 月にはこれがある程度改善し、今回の 8 月調査では 5 月からはあまり大きくは変わっていない。

8 月入り後のマーケットのもう 1 つの特徴としては、投資家のリスクセンチメントが慎重化したこと、また、原油価格下落を受けて米国のシェール関連企業の信用力に対する見方が慎重化したことを背景に、図表 16（2）の米国のクレジット市場の流通スプレッドが上昇していることが挙げられる。この間、（3）の日本のクレジット市場は相対的には安定しているが、中には個社要因からスプレッドが高止まりする先もみられている。

次に、図表 17 の株価をご覧頂きたい。8 月以降のマーケットの特徴は、何と言っても（2）の中国株の急激な調整に伴い、（1）の米欧日の先進国株価が下落したことが挙げられると思う。この間、各国中銀との議論の中でも、7 月までにみられなかった中国株と先進国株の相関が 8 月には急激にみられるようになったという認識がある。（3）の日経平均と上海総合指数の相関をみても、8 月の中国株急落の中で相関が強まっている姿が窺われる。市場でも、現在東京マーケットの参加者は 10 時半の上海市場のオープンをときどきしながら見守っているという状況であり、実際に日中に両者が連関して変動するケースが増えているように思う。本日のマーケットもその 1 例だと思う。また、（4）の本邦株式の主体別売買動向をみると、この間の日本株の売りの中心は外国人勢であったことが窺われる。図表 18（1）の前回会合以降の各国の株価騰落率をみると、勿論中国株

の下落幅は大きいが、先進国・新興国・資源国を含め各国の株価はほぼ全て下落しており、しかも中国株の下落率の半分を上回る下落率である。また、(3) の各国の R E I T 指数は、投資家のリスクセンチメント慎重化や、先程申し上げたようなクレジットスプレッドの上昇などを背景に、水準を切り下げたことが特徴である。

図表 20 (1) の先進国の為替レートは、先程申し上げたように前回会合以降、米国の利上げ予想が若干後退したことで、ドルが円やユーロといった先進国通貨に対して安くなっている。その一方で、資源国や新興国の通貨は、先程申し上げたような事情でドルに対してさらに安くなっているので、(3) の名目実効為替レートをみると、ドルは結果的には名目実効ベースではなお上昇するかたちとなっている。図表 21 (1) の主要通貨の対ドル騰落率をみても、前回会合以降、ユーロや円といった先進国通貨は結局ドルに対して高くなっている。その一方、トルコ、ブラジル、南アフリカ、インドネシアといった脆弱性が意識されやすい国や、ロシア、ニュージーランド、オーストラリアといった資源国が下落している。

図表 22 (1) のドル／円相場と日経平均株価の動きをみると、8月の日本株の売りの主役は外国人勢であったが、外国人勢はどうしても日経平均とドル／円の相関に注目した取引を行う傾向が強いので、このところ両者の相関が再び強まっているようにもみられるところである。

以上のように、8月以降のマーケットは、中国の株価変動もさることながら、世界第2の中国経済そのものの不確実性とこれをマネージする政策当局のキャパシティを巡る不確実性がマーケットに強く意識され、従来はあまり大きくなかった中国の金融市場の影響がかなり大きくなった——恐らく初めてではないかと思う——ことが特徴だと思う。中国当局も、こうした経験を踏まえながら、コミュニケーションのスキルなどを磨いていくと思うが、世界経済の中での中国のプレゼンスが高まっていることや中国の金融市場の自由化や市場開放といったトレンドを踏まえると、先行きも中国市場が国際市場に影響を及ぼし得ることは、モニタリング上も念頭に置いておかなければならぬと考えている。また、現在市場がひとまず

落ち着きを取り戻す中で、目下のマーケットの関心は、言うまでもなく今週のFOMCであり、こちらも利上げに関する見方は相当分かれているので、いずれの方向の決定であっても、そのインパクトには留意していく必要があると思う。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

4点質問したい。1点目は、図表5の中国についてである。まず、為替に関して、オンショア人民元のCNYとオフショア人民元のCNHの乖離は、8月11日からの3日間の調整で一旦縮小したがまた拡大し、図表5(1)では足もとCNHの方が上昇するかたちで乖離がなくなっている。CNHの為替取引は、CNYのようなドル建て債務の返済や資本流出とは少し違うものだと思うが、どちらかと言うとCNHの方がより減価圧力が強い背景には、中国の経済政策全般に対する懸念があるのか。そのうえで、直近のCNHの上昇の背景が分かれば教えて欲しい。また、株式については、信用買い残高はまだかなり積み上がっており、PERも銘柄によっては相当高いので、どちらかと言うと株価は下落の方の圧力が大きいよう思う。こうした中で、サーキットブレーカーを今度導入する——まだ導入していなかったと思う——ということだが、既に過去のような下落銘柄の取引停止はなくなってきて、今は株式の買い支えのかたちでのサポートが中心なのか。今後の中国株価下落の可能性と、取引停止の状況について教えて欲しい。次に、中国が8月に1,000億ドル弱もの多額の外貨準備を売却したことに関し、バリュエーションエフェクトもあるので、全てが実額ではないと思うが、相当な規模である。この資金がどこに向かったのかについてであるが、この間、米独日の金利が若干下がっている。他にみえない影響があったのかもしれないが、この大量の外貨準備売りの影響をどのようにみているのか。

2点目は、国債市場の流動性についてである。全体としては流動性が改善していることを示すデータが多いとの説明であるが、例えば、イベントがあつてその時に一旦市場が不安定になったとしても、市場は段々慣れて落ち着いてくるのが普通である。今落ち着いていても急激に流動性が低下する可能性については、昨年10月の米国のようなこともあるので必ずしも分からぬところがある。イベント後の戻り方が遅くなっているような気がしており、このようなデータだけでは捉え切れないところもあると思うが、その辺りについてはどのように考えているか。

3点目は、新興諸国の株価や為替についてである。アジア、南米、中東欧と分けてみると、株価に関しては、中国との連動が大きいためかアジアの株価下落やミューチュアルファンドの資本流出が大きい。南米の方は、ほとんど流出していない。ところが、為替に関しては、南米の方が相当大きく下落し、次は中東で、アジアは下落率が1番小さくなっている。この背景として、1つの仮説として、アジアは外貨準備が沢山あるのでそれを売って通貨を下支えしているという気もするが、そのような考え方で良いのか。あるいは、他の要因があるのか。新興諸国の為替と株価の動きがかなり違うように思うが、これについてはどのようにみているのか。

最後に、短期国債もSLFの対象にしたということについて、これ自体は特に問題はないと思うが、日本の品貸料の50bpはフェイル時のチャージよりも安いのか。日本銀行は、フェイル慣行の定着を図るためSLFへのアクセスを促しているところもあると思うが、ECBの場合、通常の品貸料が40bpであるのに対し、フェイル緩和措置の方は100bpだそうであり、これはフェイルが起きても市場で対応してもらおうという発想のようである。今までの説明では、フェイルは外国の証券会社で多いということのようであるので、海外でフェイルに慣れていると思われる人達の間でフェイルが多いが、今のこのような品貸料設定についてはどのように考えているのか。

山岡金融市場局長

最初の中国関連については、オフショア人民元とオンショア人民元では、白井委員がおっしゃるとおり、オフショアの方が実勢を踏まえた取引が行われやすい一方で、オンショアとオフショアの裁定は完璧でなく、完全に自由化されている訳ではない。このため、マーケットでは、中国経済の情勢を踏まえると自然に人民元安圧力がある中で、オフショアの方が実勢を反映しやすく、一方、中国政府が人民元安を必死に抑えようとして介入しているのがオンショアでの動きに表れやすいとみられている。先日、中国がオフショアで介入を実施したという話が伝わり、乖離を埋めるような動きになったが、これは典型的なそのような動きの裏返しであるとマーケットでは捉えられているようである。

株式については、国際会議などでも頻繁に議論になるが、白井委員がおっしゃるように信用買い残は統計ではまだ相当残っているようである。ただ、当局は、こうしたレバレッジは相当程度調整されたという説明を繰り返しているが、マーケットには、統計からみると調整圧力は残っているようであるという警戒感は残っていると思う。

銘柄の取引停止については、まだある。中国市場における銘柄の取引停止は、当局が命じて停止する訳ではなく、これまでほとんどの取引停止は企業側が自主的に取引停止を申し出るかたちで行われており、実態としては、当局による価格支持というよりは自発的な取引停止がなお主流を占めていると思う。

白井委員

どの程度か。

山岡金融市場局長

正確な数字は手許にないが、数百銘柄はあると思う。

外貨準備については、マーケットの見方としては、これだけ株が下がって新興国でも減速懸念が出てきている中では、もう少し先進国の金利が下

がっても良さそうだが、そのわりには現実の先進国金利が下がらなかつたのは、一方で先進国債券の売り圧力があり、それが中国による外準売りではないかという見方がある。勿論、これについては統計では確認はできないが。

白井委員

今の話は米国の話か。

山岡金融市場局長

米国もそうだが、一部日本でも、特に先週末にはそのような声がマーケット参加者から聞かれたところである。いずれにせよ、中国が人民元買い・外貨売り介入をしようと思えばどこかで外貨資金を調達しなければならないので何らかの方法で調達しているはずである、というのがマーケットの見方で、普通の外貨準備の構成を考えればそれは相当程度米国債の売却を通じてではないかという見方であると思う。

2点目の国債市場の流動性については、まさに突発的な流動性、機能度の低下が、米国などが非常に気にしているところであり、国際的な議論の中心である。その背景には、非常に高頻度で取引を行ういわゆる high frequency 取引がある。順張り戦略を取る人が高頻度に取引をすると、一方向に弾みがかかり相場が同じ方向にどんどん動いてしまうことを気にしているということである。日本の場合は、これまでのマーケットの特性上、債券市場でこうした高頻度の順張りのプレイヤーのプレゼンスがあまり大きくなく、今のところマーケットへの影響は大きくないと思うが、注意してみていいきたい。また、イベント後の戻り方については、これまでのところ非常に大きな問題があるとは考えていない。

フェイルについては、勿論、S L Fで借り続けければフェイルチャージよりも高くなる。ただ、フェイルに関しては、やはりレピュテーション上の問題を気にする人が多いと思う。海外の場合は「同じ銘柄を持って来れなくて仕方ない」ということになるが、日本の場合、例えば、最終の機関

投資家は「銘柄に拘る訳ではない」とオフィシャルにはおっしゃる方が多いが、証券会社、特に外国証券会社は、大口の機関投資家の機嫌を損ねたら大変ということで、長期的なリレーション維持の観点から、多少損をしても注文された銘柄を持っていきたいという心情が強く、その結果として、多少腹切りレートのようなかたちになってでもフェイルを回避するというプラクティスに繋がりやすいのだと思う。これについては、SLFとは別にプラクティスの改善という観点から、金融市場局でも引き続き努力していきたい。なお、ECBのフェイルチャージの件は後程調べてご報告する。

新興諸国の為替と株式については、ご指摘のような事情はあると思う。アジアは、アジア経済危機の経験から、各国とも、特に今俎上に上っているような国では、相当程度外貨準備を積み上げているので、この結果として、投機筋がアタックをかけたとしても、為替についてはアジア通貨の方が南米通貨より崩れにくいと思われている面はあると思う。

#### 中曾副総裁

国債買入オペで応札倍率が戻ってきているという説明があったが、そうだとすると、今の市場参加者の応札姿勢からみてオペの持続性には、差し当たり問題がないとみて良いのか。あるいは、これまでの経験などを踏まえ、先行きオペの持続性について何か問題があるとすれば、どのような問題があり得るのか。主として国債買入オペを念頭に置いているが、それ以外の資産買入オペについても、オペの継続性という観点から留意しておくべき点があれば、教えて欲しい。

#### 山岡金融市場局長

まず、国債オペについては、新規発行量を上回る額を買い入れているので、勿論計算上未来永劫買い続ける訳にはいかないが、固定的な担保需要などは別にしても、当面、少なくともあと1年といったオーダーであれば、十分に買入れは可能だと思う。この間、金利低下予想が極端に強まってし

まうような状況では、次の国債の発行入札までの間に日本銀行のオペが何回もに入るため、黙って持つていれば国債の値段が上がる所以急いで日銀に売らなくても良いということになり、突然応札スタンスが慎重化し札割れに結びつく可能性も否定できないと思う。もっとも、突発的な札割れがあっても、それは必ずしも全体としてのオペの継続可能性を揺るがすものではないように思う。従って、あと1年位は、札割れの可能性はあるとはいえ、問題なく買えるのではないかと思う。その先は、これまでわれわれに国債を売ってくれた主体である都銀や公的年金が国債を概ね処分したあと、地銀、信金、生保といった固定的な国債の保有主体がどの程度売ってくるかということになってくる。こちらについても、先行きインフレ予想やCPIが上昇してくれば、金利が上昇する前、すなわち債券価格が下落する前に本行に国債を売りたいということになる。あるいは、リスク管理上国債をあまり持てなくなり、本行オペへの需要が増えることが考えられる。このように、現在の政策フレームワークおよびこのもとで形成されるインフレ予想を前提とすると、インフレ予想が一向に上がらないといった事態が起こらない限り、オペレーション面では国債買入れの継続は基本的には可能ではないかと考えている。

他の資産の買入れに関して1点申し上げると、J-REITは時価の変動に伴って買入可能額が変わるが、今のJ-REITの価格はQQE拡大後、1度急上昇しこれが戻ってきたので、買入拡大余地は昨年のQQE拡大時の見通しにほぼ戻っているかたちになっている。

### 佐藤委員

債券市場サーベイについて、市場の機能度は、春先に比べれば幾分ましであるという説明であったが、確かにビッド・アスク・スプレッド、価格アベイラビリティ、ロット・アベイラビリティといったところのDIをみると改善しているが、その一方で、取引頻度のDIや取引相手方の数についての判断は下がっている。改善項目について個別の項目をみると、先程、為替市場、株式市場に比べて債券市場の変動はこの間かなり小さいという

説明があったが、単にボラティリティの低下を映じているだけではないかと思う。これが、必ずしも債券市場の機能度について前向きな評価になるのかどうか、よく分からぬところがある。実際、債券市場の機能度についての水準判断D Iは、前回が-5%ポイント、今回も-5%ポイントと不変であるが、機能度の変化についての判断D Iでみると、前回の+11が今回は-8と、さすがに2月の-72と比べると全然ましたが、それでも方向性としては少し悪化している。この辺りの評価について、教えて欲しい。

もう1点は、ドル調達についてである。説明はなかったが、ドル調達の状況はどのようにになっているのか。1年や5年といった長めのベーススワップが9月に入って上がってきているので、今後どのようになるのか少し気になっている。9月末に、ボルカールールが全面適用されて初めての四半期末を迎えるが、期末にかけて市場の流動性は恐らく一段と落ちるだろうと思われる。そうすると、ドルファンディングの際のストレスも当然高まってくる。Fedが利上げをするかどうかは分からぬが、これにFedの利上げが加わると余計なストレスが高まり、こうした傾向に拍車がかかる可能性もある。今のところ邦銀のドル調達に特に支障はないと言っているが、この先果たして大丈夫だろうかというところが心配である。その辺りについてはどのようにみているのか。

### 山岡金融市場局長

債券市場サーベイについては、結果は2月ほどは酷くはないが、十分満足している訳でもなく、佐藤委員のおっしゃるとおり、単に価格があまり動かないから困っていないということかもしれない。例えば、取引の相手方数のようなものを見ると、ある程度構造変化が起こっており、債券市場のプレイヤーの数が減っている可能性——市場から退出したり、取引を諦めたプレイヤーがいる可能性——もなくはないと思う。このサーベイでそこまでの判断は難しいが、そのような可能性も併せてみていく必要があると思う。

ドル調達コストについては、事前に配付した資料－2（参考計表）の図表4(2)のドル転コストの対ドルLIBORスプレッドをみると、ドル／円、ユーロ／ドルとともに、長期時系列では、飛び上がるほどではないがじわじわと水準が上がってきているようにみえる。また、この上昇は円とユーロに共通してみられるので、例えば、邦銀の信用力に何か問題があるという状況ではないと思う。ミクロ情報などを併せて考えると、ドルの出し手側に何らかのバランスシート制約があり、従来に比べればドルを出し済っている可能性は否定できないように思う。その背景として最初に考えつくのは規制要因なので、そうした要因については丹念にみていかなければならないと考えている。ただ、急上昇はしていないので、いわゆる金融危機型で取り手の信用力が問われる結果として資金が調達できなくなるという状態とは違うという印象を持っている。

#### 佐藤委員

確かに3ヶ月物などはそれほど上がってないが、1年や5年のベースをみると、9月に入ってずいぶんと上がっているように見える。この辺りは、マーケットの構造変化や規制要因が相当あると思うので、注意してみていかなければならないと思っている。

#### 山岡金融市場局長

規制要因であれば長めのところが上昇し、短期的に取れないということであれば短期のところが上昇するはずなので、ご指摘のように構造的なものがじわじわと効いている可能性もない訳ではないとみている。

#### 木内委員

説明のあったとおり、8月以降、株、為替がかなり動く中で債券は安定しており、その背景は何かという点は非常に重要だと思う。先程の説明では、中国の介入の結果、米国債に売り圧力がかかり金利低下を妨げているということだが、確かにそのように言われており、そうしたことでも一因だ

と思うが、ただ、金額から考えるとグローバルに国債市場の金利低下を妨げている要因としては、そこまでのインパクトはないのではないかと思う。中国の8月の外貨準備の変化からすると1,000億ドル弱で、9月にも介入していると思うのでトータルではもう少し大きく、そのかなりの部分が米国債の売却で賄われているのかもしれないが、世界の国債市場の規模と比べるとそこまで大きな規模ではないので、米国債の金利の低下を妨げ、日本も含めて他国の金利低下を妨げるまでの影響はないだろうという気がしている。もっと他にも理由があると思う。例えば、国内では株価の調整は8月であるが、債券——円債あるいは外債——の調整は6～7月頃であり、そこで債券にかなりロスが出たためにリスクテイク力も相当落ちているので、債券を買えなくなってきて、それが金利低下の妨げになっているというような説もあるが、そのようなこともあるのだろうか。あるいは、株の調整がやや自律的な調整であり正常化であるということであれば、債券はそれほど動かないということもあるのかもしれない。また、例えば、中国や世界経済の評価、景況感について、株式市場、為替市場と債券市場でかなりずれがあるために動きが異なるなど、様々な解釈ができると思う。先程の説明以外にこのやや特殊な状況を補足的に説明する要因があれば教えて欲しい。

2点目はSLFについてである。今回短国もSLFの対象に加えられたが、短国市場での非居住者のプレゼンスが非常に強まって、その非居住者の事務ミスが結構頻発していることが導入の1つのきっかけになったと聞いている。短国の中銀には中銀が多く、かなりの比率で中銀ではないかと思うが、海外の中銀はそれほどいい加減で、こうした事務ミスが本当に多いのか。あるいは、発注ミス、事務ミスを減らすことについて、海外の中銀、投資家と国内の投資家との間にはかなり大きな認識のギャップがあるということなのか。

山岡金融市場局長

1点目は、中国の為替介入がグローバルに国債市場の金利低下を妨げた

一因である可能性は否定できないが、木内委員のおっしゃるとおり、全てこれに帰するのはさすがに規模的に無理があると思う。木内委員が示唆されたように、米国、欧州、日本の実体経済が基本的には堅調であるという見方が維持されていることが基本にあると思う。また、物価面でも、エネルギーを除いた物価などをみると、米国、欧州、日本とも比較的頑張っており、ファンダメンタルズに関する見方は崩れていないという大前提が、まずあると思う。そのうえで、前回会合でもご報告したように、ミクロの話としては、日本のプレイヤーの中にも債券でロスが出たことでリスクテイクキャパシティが低下し、欧州の債券価格下落による損失を益出しでカバーしようとした先があるが、中国の介入同様これがどの程度効いたかを定量的に把握することはできず、債券マーケット全体にどの程度効いたかを判断するのは難しい。基調としては、先進国の経済のファンダメンタルズが崩れていないというマーケットの見方が底流にあることは間違いないと思う。

2点目のSLFについては、事務ミスを起こしているのは、海外中銀などから委託を受けた証券会社であり、中銀自身が事務ミスを起こしている訳ではない。

## 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

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。結論から先に申し上げると、前回会合以降、米国、ユーロ経済では相変わらずしっかりと回復基調が続いたが、多くの新興国で景気減速を示す指標が相次ぎ、これを映じて、これまでの「海外経済は、一部にお緩慢さを残しつつも、先進国を中心に回復している」という判断を幾分引き下げ、「海外経済は、新興国が減速

しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている」とした。

まず、米国経済である。図表1-1(1)の第2四半期のGDPの第2回推計値が発表になり、前期比年率で+2.3%から+3.7%へ大幅に上方改訂されている。ただ、在庫投資や政府支出などの一時的な嵩上げの面もあるので、第3四半期は幾分反動が出る可能性があるとみている。回復の原動力である消費は、(2)にあるようにしっかりと増加を続けており、(3)の貯蓄率も年初に上昇して懸念されたが、統計の改定等もあって足もとは水準を戻してきており、基本的に所得の伸びに従って消費が順調に伸びる構図になっていると思っている。この間、(4)の住宅投資も、緩やかではあるが引き続き持ち直し基調をたどっている。こうした家計主導の回復に水を差しているのが(5)の輸出であり、ドル高や新興国減速の影響などから勢いがついていない。こうしたこともあって、(6)のISM指数は、好調な非製造業と、50は上回っているが低調な製造業のコントラストが一段と明確になっている。この間、図表1-2(1)の設備投資は、全体として持ち直しつつあると判断している。エネルギー関連が足を引っ張っているが、一方で構造物投資が大きく伸びている。構造物投資の内訳は、(2)の民間非居住者用建設支出をご覧頂くと、公益関連、娯楽・宿泊関連に加え、シェール革命を背景にした化学工場の建設も一定程度寄与しているようである。金融政策を巡る環境としては、(3)の雇用者数、(4)の失業率にみられるように、雇用市場は一段と引締まってきている一方で、(5)の賃金、(6)の物価については、基調が変わらずに低位で推移しており、リフトオフの判断も一段と難しいところに来ているのではないかと思っている。

次に、図表2の欧州経済である。(1)のユーロ圏GDPは第1四半期が改訂され、前期比年率+2.1%と大きく上方改訂された。それに続く第2四半期も+1.4%と、9四半期連続のプラス成長が続いている。(2)、(3)の個人消費周りの指標には相変わらず変調はない。(4)の輸出も、既往のユーロ安の影響もあって緩やかな増加基調が続いている。輸出受注PMIも50を優に上回っているという意味では、先進国では珍しい位置

付けになっている。(5)の生産は緩やかな回復が続いているので、投資財の受注にも持ち直しの動きがみられている。ただ、先行きについては、(6)のE C Bスタッフの経済見通しでは、新興国の減速を理由に成長率が幾分引き下げられている。物価面では、8月のH I C P前年比は総合+0.2%、コア+0.9%で横ばいであったが、先行きについては、原油安を理由にインフレ率の上昇テンポが緩やかになるとの見通しが公表されたところである。それに加えて、さらなるダウンサイドリスクもあると指摘され、必要であれば追加策が採られるとのドラギ総裁の発言があったところである。

一方、心配な方としては、図表3の中国経済である。中国経済は、総じて安定した成長を維持しつつも、製造業を中心に幾分減速していることは否定しがたいようである。(1)の製造業P M Iは、国家統計局ベース、Markitベースいずれも50を割り込んでおり、(2)の輸出関連指標も今のところ持ち直しの兆しはみられていない。その一方で、(3)の実質小売売上高は引き続き安定した伸びであるが、固定資産投資は前年比伸び率の鈍化傾向に歯止めがかかったとは言えない状況である。ただ、(4)の不動産市場は回復傾向を続けているし、(5)の財政支出は予算ベースで伸びを高め、次第に執行が進んできているので、公共投資の増勢が次第に強まってきている。これまで財政執行の制約となっていた資金繰りについて、お金をつける色々な方策が打ち出されてきており、汚職対策で萎縮していた地方政府幹部の尻を叩く中央からの指示も効いてきているようである。(6)にあるように、金融政策面でも株価の下落がとまらない中で、8月下旬には預金準備率と貸出基準金利が、久方振りに同時に引き下げられた。こうした財政、金融両面の刺激策もあり、中国の成長率は、第3四半期は一旦減速するが、第4四半期には伸び率を戻していくというのが、われわれの判断である。

図表4の中国以外の新興国経済は、(1)のN I E s・A S E A Nの実質G D P成長率は第2四半期まで出たが、輸出と設備投資を中心に第2四半期は減速している姿となっている。こうした状況は、(2)の輸出、あ

るいは（3）の生産の動きからも確認できるところである。こういった外需、企業周りに加えて、内需面でも家計債務の積み上がり、あるいは各国情との政情不安などの様々な理由から、（4）の消費者コンフィデンスも少し低下気味であるのが懸念されるところである。N I E s ・ A S E A N 以外の大きなエマージングである（5）のブラジル、ロシア辺りも、資源価格の下落や通貨安、各国固有の構造的な問題もあり厳しさを増しており、内需等も一段と落ち込んできている。こうした中で、唯一とも言える明るい材料は（6）のインド経済であり、グローバルな製造業のサプライチェーンに十分に組み込まれていないこともあるとは思うが、構造改革への期待、あるいは金融緩和措置などを受けて、景気は内需を中心に着実に持ち直しているという判断をしている。

このように、新興国全体では当面は減速した状態が続くという見通しであるが、長い目でみると、先進国の景気回復の波及、あるいは金融、財政両面からの刺激策による内需持ち直しから、徐々に成長率は高まってくると見込んでいる。ただ、一方で、国にもよるが、幾つかの国では高インフレ、過剰設備、家計債務の積み上がりといった問題があるので、中国の輸入も当面は弱めに推移するだろうということも踏まえると、新興国の持ち直しのペースは、上がってきても緩やかなものにとどまる可能性は高いと思っている。

次に、金融面であるが、図表5－1は先程の山岡金融市場局長の説明と重複するので割愛し、図表5－2（3）の新興国の金融政策変更状況をみると、このような不安定な国際金融市場環境の中でのエマージング経済については、新興国の中央銀行が、米国のリフトオフに伴う資本フローの動きへの配慮といったこともあって低インフレで景気減速懸念が高まる中でも身動きが取れなくなってきたというものが、今の状況ではないかと思っている。新興国全体では、過去と比べ総じて資本フロー変動への耐久力はついてきていると思うが、一方で、国ごとのばらつきがあるのも事実であり、図表5－2（4）の財政や対外収支面のインバランス、あるいは（5）の外貨準備の水準、（6）の外貨建て債務の水準といったところが、

市場が国を選んでいく際の注目点だと思っているので、われわれも注意深く見守っていきたいと思っている。以上である。

黒田議長

質問があればどうぞ。

木内委員

2点質問したい。1点目は、中国についてである。8月に外貨準備が減つており、それが国内の短期金融市場の逼迫に繋がっているようである。金額は分からぬが、ほぼ介入に見合った金額の資金供給を行い不胎化しているのではないかという見方もあるが、一方で国内の銀行間市場の金利は結構上がっている。これをどのように解釈するかであるが、十分不胎化できていないので引締まっているということなのか、あるいは需給面では中立化されているが金融システム不安のようなことで銀行の信用リスクが高まり、これが銀行間市場の金利上昇に繋がっているのか。後者であれば深刻な事態だと思うが、どのように解釈しているのか。

次に、図表5－2（3）で、今景気が悪くなって物価上昇率も下がっている中で、金融緩和で利下げしている新興国がむしろ減っており、景気への対策もなかなかできていないという状況である。先程の説明では、目先のF e d の利上げなどを睨んで一時的に金融緩和ができないとか、あるいは国によって状況が違うということであったが、果たしてそれは一時的と言えるのだろうか。ばらつきはあるが、双子の赤字を抱えている国が多くたり、図表5－2（5）の外貨準備も、中国、ブラジルは相当あるが相当減っている国も多い。あるいは、外貨建て負債が大きな国では自国通貨安にはなかなかできないので、currency war などとも言われるが、自国通貨安のデメリットも非常に大きい。こうしたことでも、金融緩和のための政策手段を封じている面がある。F e d の利上げを巡る一時的なものなのか、それとも全体として新興国の政策余地を小さくしている面がないのだろうか。その場合、どのようなかたちで新興国経済が浮上するシナリオ

が描けるのか。例えば、財政政策——難しいかも知れないが——やその他の政策で経済が浮上していくのか、それとも先進国の助けを待つしかないのか。この辺りに関し、世界経済のシナリオも含めて新興国の政策対応の余地について、教えて欲しい。

### 長井国際局長

1点目の中国のインターバンク金利の評価については、木内委員ご指摘のとおり若干上昇気味ではあるが、基本的には安定させたいのだろうと思っている。逆に言うと、インターバンク金利をさらに下げて金融政策で思い切った緩和をする気持ちはないのだろうと思っている。その意味では、若干上昇気味であるが、今の低位で安定させれば一応満足で、他の景気刺激策という意味では、財政政策、あるいはインターバンク金利の操作よりももう少しミクロ的な政策、例えば、地方財政の資金繰りをつけるために開発銀行を交えたり、人民銀行を絡めたりするなどして、資金繰りのルートから金融緩和を図っていきたいと考えているのではないかというのが、私の見方である。インターバンクの方は、為替との関係で金利をむしろ安定させていきたいという考えではないかと思っている。

次に、エマージング経済がなかなか身動きが取れず、利下げができないことが今後の回復の足枷になっているという私の説明に対して、これは一時的か否か、一時的でなければどのように回復していくのか、というご質問だと思うが、一時的か否かについては、リフトオフの不確実性がどの程度早く捌けてくるのかということになってくると思う。今まで、エマージング諸国でも、一般にはリフトオフは迷惑であるという感じのトーンが多くたたと思うが、メディア等では、早めに1回利上げし、その後上げないで済むのであれば、不確実性を除いてくれた方が良いという意見があるやに聞いている。そのようなことが上手く成功裏にできるのであれば、この面での制約は取れてきて、金融緩和もやりやすくなってくるのだろうと思っている。ただ、本当に、1回25bp上げただけで不確実性がなくなり、あと1年上げないで済むと保証できるのかというと、これも今の労働市場

の構造的な conundrum をみると難しい面もあると思う。今は中国の状況等で判断が難しいようであるが、あとになればなるほど、1回利上げしたあとに続けて上げなければならない可能性が高まってくるので、本当に一時的なもので、不確実性がリフトオフで払拭できるのかどうかについては、まだ議論の余地があると思っている。勿論、それ以外の要因もあり、構造的な問題や政情不安等様々な要因があって、リフトオフは不確実性の1つに過ぎないので、金利を下げにくい状況は国によっては続くと思っている。そうした中で、今後のエマージング諸国の回復メカニズムとしては、先進国の輸入による牽引に加え、先程申し上げたように、われわれの見通しとしては、第4四半期には、中国も、成長率は急激には高まらないが今の減速から徐々に戻ってくるので、これも少し追い風になってくると思っている。また、ITについても、様々なサイクルがある中で、今後どの程度強くなるかは別として、一応端境期は超えつつあるといったことも追い風だろうと思っている。一方、内需については、財政が中心になってくると思っているが、インドネシアやタイ等アジアへの出張者が、新しい政権が予算の執行を上手くできないというような悩みを聞いてきているので、財政がどの程度スムーズに出てくるかは、国によってばらつきがあると思っている。

### 白井委員

中国の外準が 1,000 億ドル程度減って——バリュエーションの問題があるので実際どの程度か分からないが 6,000 億元程度——、これを埋めるために、週2回の定例オペに7日物に加えて中期の資金も出して、相当大変だったと思う。その結果、8月のマネタリーベースのデータは持っていないが、M2 は +13.3% と 7 月と変わらず目標を超えていている。これは、外準の減った分を相当上回るオペがあったということもあるだろうし、預金準備率を引き下げたので、多少なりとも信用乗数が上がったのかもしれないが、なぜそれほど増えたのかは疑問である。どちらかと言うと、信用乗数よりもマネタリーベースが主因だと思う理由は、8月の人民元貸出のデ

ータが出たが7月よりも悪くなっている。数字が合わないので、信用乗数が上昇したというよりも、マネタリーベースを相当増やしたのではないかという気がしないでもない。中国では、今まで外貨準備を使って流動性を供給していたところを、より先進国的なオペをどれだけ実施できているのかという点で、相当無理をしているという感じなのか。要するに、持続可能なんだろうかということである。M2が+13.3%と比較的堅調にもかかわらず、元建て貸出が伸びないところをどのように考えるか。

その関連で、社会融資総量残高が2013年頃から段々減ってきていることに関し、色々な規制の強化もあったので信託貸出が減っているのは分かるが、銀行引受手形や外貨建て貸出もほぼなくなってきたり、増えていない状況であり、整理されてきている気がする。社会融資総量で増額を維持しているのが人民元貸出、社債、委託貸出なので、整理されてきた気がするが、これは、そのようなオフバランス的なところからよりフォーマルな銀行セクターへの回帰のかたちで起きているのか。その結果、これまで銀行になかなかアクセスできなかったSME向けの貸出が、最近の政府や人民銀行の奨励もあってか、前年比10~15%と少し伸びているようである。これは、フォーマルなセクターへもアクセスができる中小企業が増えているということなのか。その辺りの話を伺いたい。

次に、米国では、ミシガンサーベイなどでの消費者マインドは2014年頃から結構上がっており、それとほぼ並んで、実質可処分所得も結構上がってきていた。それが実質所得の改善とかなりリンクしていたような気がする。ところが、2015年頃から、ミシガンサーベイでもほぼ横ばいになってきて、実質所得もどんどん伸びていく感じでもなくなっている。今回株価が下がったが、2015年頃からの横ばい局面から、調整局面に入ったような気がしないでもない。実質所得の今後の見通しについては、どのようにみているのか。

長井国際局長

人民銀行の調節については、今まで資本フローを使って流動性を供給

していたが、昨年後半位から資本が流出し始めたために、白井委員がおっしゃるように、先進国のように自らのオペで供給しなくてはならないようになってきている。ほとんど毎月のように新しいツール、しかも最終的な貸出先に紐付けることで政策効果も狙ったツールが出てきているが、次々と出てきたのは、今一つ上手くいっていなかったからだと思う。そのような中で、1年以上かけて様々なファシリティを作つて練習してきているので、足もと、供給ファシリティが不十分なために不胎化が十分できていないという認識は持つてはいない。その意味では、今までかなり練習してきた面があるのだろうと思っている。

社会融資総量については、足もと1～2か月は、前年差では少し伸びてきている。その中で人民元貸出も、前年比の伸び率でみるのか、前年差でみるのかという問題はあるが、回復してきている。中国の当局者も、この人民元貸出の回復を、今後も中国経済は大丈夫だと言う時の材料に最近よく使っていると思う。白井委員ご指摘のように、危なくグレーなものはどんどん減らす一方、真正面の人民元貸出は伸ばしていくという努力が、意外と実ってきたと思っている。ただ、SME向けの数字は承知していないが、多少増えたとしても、非常に小さいものが少し増えている程度で、全体の社会融資総量を大きく変えるほど銀行が心を改めているということではないと思う。引き続きこの点は大きな制約になっている。信用リスクの判断能力やキャパシティの問題があり、そもそもクレジットカルチャーがまだ確立していないと思うので、そこはもう少し時間がかかる問題だろうと思っている。

ミシガンサーベイと実質可処分所得の関係については、よく確認していないが、昨日出たミシガンサーベイでは、足もとまで横ばいできたが結構落ちていた。内訳をみると、株式市場を非常に気にしており、中所得者を中心に少し「びびった」というのが現状だと思う。最近の動向をみると、どんどん落ちていく感じはまだ持つておらず、それなりの高い水準のまま横ばいで推移していくのではないかと思っている。所得については、名目賃金の緩やかな伸びに物価面でのディスインフレ傾向が加わって、今まで

のトレンドにあまり大きな変化はないとみており、可処分所得は極めて緩やかだが安定的に伸びていくのではないかというのが、われわれの想定である。

### 佐藤委員

中国の景気刺激策という点では、今のところ説明のあったような人民銀行による金融緩和以外、特に目立った方策が出ていないように思う。今年の目標である7%程度の成長の実現に向けて、当局はどのようなタイミングでどのような対策ができるのだろうか。タイミング等に関して何か考えるヒントはあるのか。例えば、今月下旬に米中首脳会談があるが、このあと中国当局は人民元の一段の下落を許容するのではないかといった見方もあるが、そのような蓋然性も含めて教えて欲しい。

### 長井国際局長

景気刺激策があまり出ていないという印象があるのは、技術的なものがばらばらと出ているがトータルな政策パッケージとして出でていないので力不足感があるのだろうと思う。私が重要だと思うのは、公共工事の発注は非常に増えており、段階を経て強化する方針が打ち出されていることであり、より重要なのは、先程少し申し上げたが、公共工事の執行に当たり資金制約に直面していた地方政府などに、資金繰りをつけるような方策が徐々に出てきていることである。具体的には、例えば融資平台について、ある程度の使用目的のものについては社債の発行をより広く認めるとか、あるいは国家開発銀行が債券を発行し、それを郵貯のようなところに買い取らせて、その資金で地方の公共工事推進のためのエクイティに使うといったような方策が次々と出されており、この辺りが、予算ベースでは前年比でかなり高い伸びとなっている財政を上手く遂行させるという意味で、かなり効果的に出ているのではないかと思っている。

どのタイミングで出てくるかを判断するのはなかなか難しいが、この前のダボスでの会合で李克強首相が「中国は大丈夫だ」と言っている根拠の

1つに、彼等がずっと言い続けている雇用の安定がある。これについては、都市部の新規雇用者数は、昨年の第4四半期、今年の第1四半期は前年比純増数が少しマイナスになったが、第2四半期になってほぼ前年並みに戻ってきてている。都市部での新規雇用が、一時期はどんどん増え続けていたが、少し伸び悩んできて、純増分が下がり始めているような動きがある。この辺りがもう少し悪くなってきて、都市部の雇用が安定的だとは言いづらくなつたような時に、もう少し景気刺激策が出てくるのではないかとみており、私はこうしたことを重視してみているところである。

人民元の為替レートについては、このように弱い外需環境の中で、さらに2～3%切り下げる景気の下支えには限界もあると思うので、今の国策として人民元の国際化を重視する意味で、元の減価はそれほど許容しない方針ではないかとみている。

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15分でお願いする。

(15時10分中断、15時15分再開)

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

黒田議長

国内経済情勢について説明をお願いする。

関根調査統計局長

本日配付の資料－4（参考計表）【追加】に沿ってご説明する。図表1の4～6月期の実質GDPの2次QEは、法人季報を反映して前期比－0.3%と1次QEから0.1%ポイントの上方修正となった。これは、法人季報で民間企業設備投資が0.1%ポイントの下方修正となつたが、それを上回る在庫投資の上振れがあったことにより、全体でも上方修正となつた。

改めて4～6月を振り返ると、消費が-0.4%ポイント、設備投資が-0.1%ポイントと、国内民需が、天候要因、家計調査の振れ、また工期が長めの投資案件が集中したといった一時的な要因もありマイナス寄与となった。この点については、7～9月期のデータを踏まえて後程詳しく述べてご説明する。続いて、純輸出は、1～3月の-0.1%ポイントに続き、-0.3%ポイントの下押し寄与である。この点に関しては、今月、輸出の基調判断を変えているので後程ご説明する。輸出の説明の前に、図表2(3)のマクロの所得形成をみると、実質GNIは4～6月にかけても伸び率をしっかりと高めている。これが示しているのは、円安、原油安の影響から日本全体としてはしっかりと稼ぐものは稼いでいるということだと思う。

次に、図表5の実質輸出入をみると、実質輸出は4～6月の前期比-3.6%に続き、7月の4～6月対比は-0.5%となり、横ばい圏内の動きとなった。これを図表7で地域別にみると、米国の7月の4～6月対比は-1.1%であった。4～6月-3.6%のあと-1.1%であるが、内容については、米国での自動車販売が好調ということもあるため主力の自動車関連はしっかりとしており、あまり心配はしていない。実際に米国向けの実質輸出の水準をやや長い時系列でみると、振れを伴いながらも増加基調は一応維持している。EU向けについては、7月の4～6月対比はプラスに転じている。気になるところは東アジア向けで、こちらは4～6月の前期比-4.1%のあと、7月の4～6月対比は-1.7%である。内容的には、中間財や情報関連が弱いが、より大きな背景としては、先程の長井国際局長から説明があったとおり、中国経済が減速しており、それが東アジア域内へ波及し、また東アジア域内の中では、資源価格の下落や政治情勢などそれぞれの国で問題を抱えて内需がぱっとしないといったことの表れだと考えている。こうした動きを踏まえ、われわれの輸出に関する基調判断は、「新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている」に変更している。先行きについても、このような東アジア向けの状況を受け、「当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと

考えられる」としている。

続いて、企業セクターに移る。先程、実質GNIでみると伸び率がさらに高まっていると申し上げたが、そうしたところは企業収益に顕著に表れている。図表13では、規模別、製造業・非製造業別に収益状況を示しているが、売上高経常利益率をご覧頂くと、(2)の製造業中堅中小企業だけが4～6月に垂れているが、残りのセクターでは全て上昇しており、既往ピークを更新している。既往の円安、原油価格の下落を受けて、全産業全規模でみても売上高経常利益率は5.79%となり、これも既往ピークを更新した。

このような企業収益を受けた設備投資については、図表18の先行指標でみれば、取り敢えず設備投資の方にも少しずつではあるがお金は流れているのではないかと考えている。まず、(1)の機械受注は、直近7月の4～6月対比は下がっているが、月次では振れの大きな統計なので均してみるべきだと考えている。実際、機械受注の内訳をみると、大口受注の反動減といったところもみてとれるので、7月単月の数字をそれほど大きく心配することはないと判断している。(2)の建築着工床面積は、しっかりと増加している。

続いて、家計セクターに移る。図表19の個人消費関連の各種指標をみると、7～9月の前期比——7月あるいは7～8月の4～6月対比——はマイナスがあつたりプラスがあつたりとまだら模様の状況である。家計調査といった需要側の統計ではマイナス——例えば、家計調査の消費水準指数が-0.4%、除く住居等も-0.3%——、自動車の新車登録台数は、含む軽ではプラスだが除く軽ではマイナス、商業動態統計では小売業販売額でみると+0.2%とまだら模様だが、これらを足し合わせるとどの程度かについては、われわれの試算では、図表20(2)の消費包括指数の7月の4～6月対比は+0.5%となる。こうしたことから、先程申し上げたとおり4～6月の弱さは一時的なものにとどまったと判断している。

こうした状況を踏まえた消費マインドは、図表23(1)の消費者態度指数は大体横ばいとなっており、特にここにきて基調が崩れている訳では

ない。因みに、<参考>の景気ウォッチャー調査では、景気の現状判断は、足もとにかけて徐々に水準を切り下げているが、これは季節性をある程度反映したものと判断している。われわれの方で現状判断のところに季節調整をかけてみると、このような下落は窺えず、大体横ばい圏内である。その一方、先行き判断についても季節調整をかけると、実は8月に落ちている。これについて、景気ウォッチャー調査のコメントをみると、やはりここにきて中国に言及する例が増えているという特徴がある。因みに、コメント数を数えてみると、先行き判断で中国という言葉に触れたものが、7月段階の52件から8月は185件となっている。その一方で、現状については、中国に触れているものは34件にとどまっているので、ウォッチャーの方々がここにきて中国経済について先行きも懸念を高めているということではないかと思う。実際、コメントをみると、中国株価の下落が何らかのかたちで日本経済に影響を及ぼす——例えば、インバウンドの観光客が減る——のではないかといったコメントが多数ある。ただ、ここにきて何か具体的に目にみえるかたちで中国経済の変調の影響が出てきているというようなコメントは窺えなかった。

以上が家計セクターで、これを受けた図表26の鉱工業生産は、4～6月の前期比−1.4%のあと、7月の4～6月対比は−0.6%となっているが、本日発表の確報では−0.8%と若干の下方修正となった。これを受けて、8月、9月の予測指数を用いて算出した7～9月の前期比は、+0.6%から0.2%ポイント下振れ+0.4%となった。われわれの企業ヒアリングでも、7～9月の仕上がりは横ばい圏内の数字になるのではないかといった見方である。10～12月は、輸送機械で北米向け自動車輸出の増加が見込まれ、電子部品・デバイス等では新型iPhoneの部品の増産が見込まれるという話が聞こえてきており、このようなところをみると、今のところ10～12月は小幅増加になるのではないかという感触を持っている。

企業ヒアリングについて、2点補足する。1点目は、今申し上げた予測指数には天津での事故の影響が入っていないが、われわれのヒアリングの感触を申し上げると、天津の影響を勘案してもその影響は比較的小さなもの

のにとどまるだろうとみているということである。ご案内のように、既に稼働が再開されているものもある。写真等をみると大変大きな被害があつたようにみえるが、最近の事例では、タイの洪水がサプライチェーンに大きな影響を及ぼしたが、それに比べると災害の規模が違うと思う。また、企業サイドも、過去の経験から、こういったことについての Business Continuity Planへの工夫を凝らしているといったコメントも聞かれており、こうしたことでも影響を小さくしたのではないかと考えている。2点目は、先程の景気ウォッチャー調査と同じような話だが、ここにきてわれわれのヒアリングでも、中国をはじめとする新興国経済の減速の影響に対する懸念を言う先が増えているということである。実際に影響が出てきたと言っている先は建機メーカーなど一部に限られており、これも景気ウォッチャー調査の話と同じような話だが、どちらかと言うと漠とした不安といった話が聞かれている。過去の経験からすると、何らかの海外発の負のショックが日本経済に加わった時には、足の短い実質輸出の統計のほかに、こうした企業ヒアリングが頼りになるので、われわれとしては、こうしたところのモニターをしっかりと続けようと考えている。

続いて、雇用関連である。これはあくまでも確認だが、図表 31（1）の失業率や有効求人倍率は改善を続けているので、労働需給はさらにタイト化が進んだ。その一方で、賃金は、図表 32（3）の所定内給与の要因分解をみると、確報ではパート比率要因がマイナス幅を大きくすることが予想されるので若干の下方修正が見込まれるが、一般労働者の賃金はしっかりと上がってきていることがみてとれる。この間、問題は図表 34 の特別給与である。（2）で 2015 年度夏季の賞与が前年比 -4.1% となっているが、これは 6 月と 7 月の特別給与の平均である。6 月に大きく減少し、7 月にある程度挽回するのではないかと思ったが、そこまではいかず、全体で -4.1% という数字になっている。ただ、この数字が（3）のアンケート調査と違うのは一目瞭然で、例えば、法人季報、税務統計、家計調査のような他の統計と正負があべこべという状況になっている。このため、この統計だけをみて特別給与が今年の夏に非常に落ちたと考えるのは、些

か無理があるのではないかと考えている。やはり 30 人以上の事業所のサンプル入替えに伴う統計的なノイズも大きいのではないかと思っている。加えて、もう 1 つの傍証としては、先程消費者マインドは横ばいと申し上げたが、仮に、今年の夏季賞与が前年に比べ 4 % も減っていれば、とてもこうしたマインド調査のような出方にはならなかつたはずと考えている。こうしたこと踏まえて、図表 35 の実質賃金、実質雇用者所得をみると、6 月に先程申し上げた特別給与の影響でマイナスに転じているが、それを除いてみると、ここにきて実質賃金はプラスになり、実質雇用者所得は伸び率を高めるかたちでしっかりとしていると判断できると思う。こういったところからみても、個人消費の基調が弱くなっているとは考えられないと思う。

最後に、物価である。まず、図表 38 の国内企業物価指数は、3 か月前比で 7 月の -0.5 % が 8 月は -1.3 % まで下落幅を拡大している。その内容は、為替・海外市況連動型——これには石油製品が入っている——、電力・都市ガス・水道で燃費調整がラグを伴って効いてきているので、その 2 つが大きく効いてマイナス幅が拡大している。最近の国際商品市況の動向からすると、マイナスは来月以降、暫く続くと考えられる。続いて、CPI を図表 40 で月次の動きを確認すると、まず（1）で確認したいのは、公共料金がマイナスに転じている点である。これは、先程申し上げた燃費調整の関係で電気代・ガス代がマイナスに転じたということである。（2）の財（除く農水畜産物）の要因分解では、石油製品がガソリンの値下げを受けて若干マイナス幅を拡大しているが、それを打ち消すように「その他財」——具体的にはポリ袋、輸入ハンドバックといった細々としたもの——が伸び率を高めているので、全体としては -0.2 % で変わっていない。（3）の一般サービスの要因分解をみると、まず家賃が根雪のようにマイナス寄与を続けているが、外食などのそれ以外の部分は伸び率を高めている。「他のサービス」では、携帯料金で前年の引き下げから 1 年が経ち、その影響が剥落した。また、宿泊料金も上がっており、全体としても伸び率を高めるかたちになっている。こうした状況を踏まえて、先行

きのCPIは、燃料費関連で原油価格の下落の影響が出てくることもあり、9月頃にマイナス幅が1番大きくなり、-0.2~-0.3%位までマイナス幅が拡大するかもしれないと考えている。ただ、そうは言っても、物価の基調が崩れているとは考えていない。図表42(2)の総合(除く生鮮食品・エネルギー)は前年比で+0.9まで上昇してきているし、(3)の上昇・下落品目比率もさらに改善している。

以上、色々ご説明したが、今月の特徴を3点ほどにまとめると、まず第1のポイントは、新興国経済の減速を受けて、わが国の輸出、生産はこのところ横ばい圏内の動きとなっているということである。第2のポイントは、企業収益や家計所得といった所得形成面では、毎勤の特別給与の異常値——敢えて、「異常値」という言葉を使うが——を除けば、今までの改善傾向に変化は窺われないと判断されるということである。その結果、所得形成面から設備投資、個人消費といった支出への循環メカニズムも、なおしっかりとしていると思われるということである。そして、第3のポイントは、これらのこと踏まえると物価の基調的な動きもしっかりとしているということである。実際、日本経済全体を川の流れと考えると、上流部分の輸出で若干流れが細くなってきたと思うが、国内民需や物価形成といった中流部分や下流部分はまだしっかりと流れている。上流部分についても、中国経済等について不安感が台頭しているのは事実だが、ここにきてハードデータとしておかしくなっているものは少ないので、その点は割り引いて考える必要があると考えている。とは言いながら、われわれとしては、こういったところに変化があるかどうかについて、来月以降もしっかりとモニターし続けるつもりである。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 29 の在庫・出荷バランスをみると、資本財の在庫が積み上がって、在庫・出荷バランスが悪化している。従来から、建設機械の排ガス規制強化前の特需に備えて在庫を積み増していたので、いずれは在庫水準は正常化するという説明だったと思うが、これに関するリスクについてはどのようにみているのか。1点目は、在庫が積み上がったタイミングをみると、むしろ年初の出荷が落ちているタイミングと重なっており、その面からすると、前向きの積み増しもあるとは思うが、一方で、建設機械の特に外需の弱さなどを反映したやや後ろ向きの在庫積み増し、すなわち在庫積み上がりも紛れ込んでいるのではないかと思うが、どうか。2点目は、建設機械の生産をみると、あまり増えていないので、ここからの類推ではそれほど前向きの在庫積み上げをしているのだろうかと思うが、どうか。3点目は、勿論前向きの積み増しをしているのだろうが、果たして需要がどの位読めるのだろうか。足もと僅かに建設機械の出荷が伸びてきているので、そろそろ駆け込み需要の特需が出てきているとは思うが、果たして積み上げた在庫がはけるほどの特需が生まれるのだろうか。そうでなければ、その後生産をかなり落とすことになってくる。こうしたことが、生産見通し全体の下方リスクになつていかないのかどうか、教えて欲しい。

## 関根調査統計局長

木内委員がおっしゃるようなリスクはあると思う。実際に、特需の関係で在庫を積み増しているという話が聞こえてきているが、その一方で、中国の動向に1番影響を受けているのは建機メーカーで、そうした建機メーカーから、ここ1か月位で外需の見通しをずいぶん下方修正したという話もヒアリングで聞かれているので、そのような諸々のことがここに影響してくる可能性が十分にあり得ると思う。ただ、われわれが聞いている範囲では、10~12月にかけて生産計画をさらに下方修正した建機メーカーは一応なかった。

## 白井委員

5点質問する。1点目は、図表13の企業収益についてである。確かに売上高経常利益率が非常に高いところも多いが、国内の売上高との乖離が非常に大きくなっていると思う。業種別、規模別に4つに分けた売上高の前期比の伸び率をみると、プラスになっているのは製造業大企業と非製造業中小企業だが、下がっているところもあり、全体では売上高の伸びは0%となっていると思う。この背景としては、円安もあって海外子会社からの配当の増加とコストの削減——原油価格の下落もあると思う——であるが、利益と売上の乖離が大きくなっていることが気になっている。名目の売上高は価格が上がっているので増えていると思うが、そうだとすると実質的な売上はそれほど増えていない可能性もある。収益が良くても、国内の売上が伸びていないとすると、国内向けの設備投資はどうなるのだろうかという点が若干気になっているが、この乖離をどのようにみているのか。人件費抑制の背景には人員の削減があるようだが、人手不足にもかかわらず人員が減っていることを、どのように捉えれば良いのだろうか。生産性が改善しているのか、あるいは人手不足だが人を集められないでのその分ビジネスが抑制されているというような面はないのか。その辺りについては、どのようにみているのか。

2点目は、設備投資についてである。7月の機械受注は一時的な要因で下がっているという説明で、私もそのように思うが、GDPの設備投資の構成項目である機械投資は、1～3月も4～6月もずっとプラスなのでそこは私は心配していないが、構造物投資は1～3月も4～6月もマイナスである。構造物投資に近いのは建築着工床面積だと思うが、これは先行指標であり、以前説明を受けたところでは、少し時間がかかるものも入っているということだが、説明とは合わない感じもする。この点、構造物投資が悪い背景について、どのようにみているのか。

3点目は、図表23の景気ウォッチャー調査について、日本銀行で季節調整をかけると、現状はプラスで先行きはマイナスということで、内閣府の季節調整も、現状改善、先行き悪化と同じ結果である。これは、違う季

節調整をかけているのか。内閣府の季節調整で私が困るのは、景気ウォッチャー調査の現状の基調判断だけで、各項目の季節調整がない点である。もし可能なら、中身をみたい。

4点目は、生産についてである。生産は、新しいデータが出てまた悪くなっている。取り敢えず予測指数を用いた7～9月の前期比は+0.4%で、10～12月も確かにプラスの見込みだったと思う。その1つの理由が、スマートフォンの新商品向けに電子部品・デバイスが出るということだが、市場の約1／3を占める中国で普及してしまっており、販売が前年比で減ってきてているそうだが、大丈夫なのか。この点、どのように考えているのか。

最後に、新設住宅着工戸数の直近7月は前月比マイナスになったが、戸数自体は多く比較的堅調だとは思う。景気ウォッチャー調査の住宅関連をみると、現状が2.5ポイント改善しても50を下回っている。先行きは下落してまた50を下回っているので、少し合わない感じがある。この辺の景気ウォッチャーのデータとの整合性をどのようにみているのか。

#### 関根調査統計局長

1点目の法人季報の企業収益について、利益の源泉は何かということだが、PQ分解、すなわち価格面と数量面に分けると、ここにきて収益に貢献しているのは、Pの部分でありQの部分ではない。このことが設備投資にどのような影響を及ぼすか、PでもQでも利益は同じということなのか——黒い猫でも白い猫でも鼠を捕るのが良い猫だということなのか——、あるいはPで儲かった時とQで儲かった時で企業としては手応えが違うので、設備投資に差があるのかといったことについては、現在分析中であるが、PであってQでないので設備投資を少し手控えるというようなことがある可能性は否定しない。人件費については、人員削減のところまでデータをみていなかったので改めて確認するが、労働市場全体でみれば雇用はしっかりと増えているので、人員削減の影響かどうかはよく分からぬ。

2点目の建設投資、構造物投資の出方が今一つ悪いのではないかという

点については、われわれは一応ラグの関係と考えているが、もっと大きな目でみれば、更新投資が主だったものであれば機械は入れ替えるが、新しく工場を建設するといったことは少し手控えられる可能性はある。そうは言っても、ご案内のように運輸関係などでは色々な物を作っているので、構造物投資が全く出ていないということではないと思っている。

3点目の景気ウォッチャーについては、内閣府の方で全体の季節調整はかけているが、先程言及したのは小売セクターであり、われわれは細かいところも季節調整をかけてみている。担当者はさらに細かいところもみていて、どのようななかたちで報告するのが良いのかは検討したいが——どんどんグラフを増やせば良いということでもないと思う——、細かいところまでみているということは申し上げておきたい。

4点目のiPhone関連、スマホ関連については、中国で普及が進んでいるので、今年に限っては力強さはあまりないかもしれないという話も聞こえているが、さは然りながら作るものは作ることもあるので、そこでプラスを見込んでいるということである。

最後の新設住宅着工戸数については、景気ウォッチャーと整合的かどうかまではしっかりとチェックはしていないが、貸出統計などをみると、最近ではアパート・マンションローン等も出ており、実際、新設住宅着工で増えているのは貸家系なので、その点では整合性はしっかりと取れており、そのようなところで徐々に上がってきていると判断してもおかしくないと思っている。因みに、今朝発表になったマンション販売も、決して悪い数字ではなかったので、住宅投資を取り巻く環境が何か悪くなっているようには思っていない。

### 白井委員

マンション建設の方は、物件がないので減っていると思うので、その関係ではないかという気がする。

### 関根調査統計局長

マンションについては、4～6月に結構出て、その反動という面がある。図表 25（1）をご覧頂くと、4～6月に分譲が結構出ており、これは大口の案件が出たということであり、その反動もあり——全てを振れで説明するよう恐縮だが——足もと少し減っている。従って、振れを均してみれば、大きな変調を来たしているとは考えていない。

### 原田委員

2点質問したい。1点目は中国についてである。中国経済はどうなっているのか、あるいはどのようになるのかについてはよく分からぬが、中国の日本経済に与える影響であれば、日本の輸出をみれば良い。中国も含めて大きく東アジアでみると、日本の輸出は既にかなりのマイナスになっているので、その影響はもう現れているのではないか。また、将来的にも本当にまた回復するのかについて疑問があるのでないかとも思うが、如何か。

2点目は住宅関連についてである。図表 25 をみると色々振れているが、貸家系は安定的に伸びている。ただ、これには相続対策が効いていると思うので、そのうちなくなってしまうと思う。住宅も相続対策が一巡すればまたなくなってしまうとすると、経済全体についてもあまり安心できないという気がするが、如何か。

### 関根調査統計局長

中国経済、あるいは東アジア全体の減速の影響については、日本の輸出のシェアは5割を超えてるので、そこが減速してくれれば当然大きな影響が出てくる。徐々に減速してきていることの影響は、もはや日本経済に来ていると思うが、私が先程企業ヒアリング等で聞かれた話として申し上げたのは、ここにきて中国株価の変調に伴って経済が disruptive に減速しているかなどについては、不安は言うが実際に影響を受けているようにはみえないということである。そういうことを踏まえて新興国経済がどの

ようになるかについては、国際機関等では、取り敢えずいつかは良くなるだろうというようなことなので、ここに下方リスクがあることは十分分かっているが、緩やかな回復をベースラインシナリオと考えても良いのではないかと考えている。

住宅着工については、相続税関係の話も聞こえてきているので、この貸家系がどんどん伸びていくかどうかについては、少し注意してみていかなければならないということは、原田委員ご指摘のとおりである。

### 佐藤委員

賃金とマクロの所得形成に関して、2点質問する。1点目は、賃金に関して、先程、毎勤の賞与について説明があったが、毎勤統計で6、7月の特別賞与をみると、例えば、製造業の500人以上のカテゴリーでは、0.2%程度の前年比プラスとなっている。非製造業は、企業規模を問わず賞与が弱い。法人企業統計の4～6月期の季報で非製造業の大企業、中堅企業というカテゴリーでみると、賞与は前年比マイナスになっており弱い。具体的には、情報通信や卸小売、医療・福祉といったところがマイナスになっているが、法人企業統計季報でも非製造業が少し弱いということからすると、今回の賞与の下振れの全部を毎勤統計のサンプルバイアスと言ってしまって良いのだろうか。一概にそうとも言えないのではないかという気もあるが、この点に関して考えがあれば教えて欲しい。

2点目は、マクロの所得形成に関してである。GDI、GNIの説明があり、4～6月のGDPの2次速報では、ヘッドラインはマイナスだったが、GDI、GNIは前期比年率でそれぞれ+0.4%、+2.4%とかなり堅調であったと思う。中身をみると、交易利得がかなりのペースで増えている。そこから言えることは、日本経済にとっては、円安によるコスト増というマイナス面はあるが、その一方でエネルギー価格、資源価格の低下のベネフィットをそれなりに受けていると思う。海外からの所得の受取も4～6月は堅調に推移しているので、これがGNIに寄与している。ただ、少し気になるのは、このようなマクロの所得形成が非常に堅調である一方

で、先程の賞与も含めて下流の賃金への流れが非常に弱い点である。統計のバイアスを差し引いてもやはり弱いと思うのだが、これをどのように理解すれば良いのだろうか。その辺りについて教えて欲しい。

#### 関根調査統計局長

毎勤統計については、佐藤委員ご指摘のように、セクター別、規模別にみていくと、合っているところもあれば全然合っていないところもある。細かくみた時の最大のパズルは、30人以上のところでサンプルがおかしいと申し上げたが、この中の30人以上の499人以下という中途半端なところで幅広く変なサンプルが入っており、これが上手く説明できないというところである。大きいところや小さいところはそこそこ合っているという感覚はあるが、真ん中のところで余程変なサンプルを拾ってしまったのではないかというのがわれわれの仮説だが、これを証明しろと言われても難しい。先程申し上げたように税務統計などをみて色々と判断している。民間のエコノミストでも、今年の夏季賞与が前年比マイナス、しかも一4%だと言っている人はさすがにいない。ある程度、程度論のようなところがあると思っているが、夏季賞与が減っているということまではいかないということである。

#### 佐藤委員

ただ、500人以上のところはほぼ悉皆調査と聞いている。そうであれば、サンプルバイアスなどは出てこないのではないか。そこで、非製造業が500人以上のところで-8%というのは、やはり弱いということではないか。

#### 関根調査統計局長

非製造業の500人以上の大企業が、法人季報でも毎勤でも弱いのはそのとおりである。法人季報で非常に強く出ているのは中堅中小といったところであり、これが先程申し上げた30人以上499人以下のところのサンプ

ルのどこかに引っかかっているのではないかとみている。そもそも統計の作りを聞けば聞くほど、木に竹を接ぐような統計だというようなところもあるので、これは結構厳しいというのが率直なところである。厚生労働省がしっかりと作っている統計であり、われわれも統計メーカーなので人の統計の粗探しはしたくないが、さすがにこれはおかしいのではないかとうところもあるという話である。

マクロの所得形成面が強いにもかかわらず支出面が弱いのはなぜかというご質問については、これは人件費だけではなく、設備投資についてもある程度当てはまると思う。法人季報でキャッシュ分析のようなことをすると、ある程度はM&Aで投資していることはみてとれるが、一方でキャッシュを積み上げていることも数字として出ている。こういったところが佐藤委員ご指摘のところかと思うが、国際会議などでこの手の話になつた時には、マクロでみた不確実性の高まりなどで一応説明されると思う。裏を返せば、期待成長率がそれほど高くないということかもしれない。

### 岩田副総裁

図表 15 の機械受注や設備投資計画のアンケート調査をみていると、設備投資の先行きをどのようにみたら良いのか分からなくなってしまう。例えば、2015 年 1～3 月や 4～6 月の機械受注は好調だが、これは遅れて 7～9 月や 10～12 月の設備投資が良くなると考えて良いのか、逆に、6～7 月の機械受注が悪いということは、10～12 月の設備投資がかなり悪くなると考えた方が良いのか、というようなことである。機械受注との関係でみると、4～6 月の設備投資は、法人企業統計では全産業で -2.7%、GDP 統計でもマイナスだが、それはその前の機械受注が相当悪かったからなのか。ラグがあるとすると、どの程度のラグをもってみれば良いのか。また、2015 年度の設備投資計画は、短観でも日本政策投資銀行の調査でも 6 月調査では好調なのに、6、7 月の製造業の機械受注がなぜこれほど悪いのかがよく分からない。計画はしたが早速減らしているということなのか、あるいは設備投資計画を先送りしているのか。それとも、設備投資

計画そのものが元々当てにならないものなのか。つまり、設備投資は、足もとが強いのか弱いのか、そしてこれから強くなるのかどうか、よく分からぬといふ感じがするが、どうか。

#### 関根調査統計局長

機械受注については、工期が長いものかどうか、息の長いものかどうかはある程度ブレークダウンでき、それによると主に4～6月期に出ているものは、どちらかと言うと工期の長そうなものが多いので、岩田副総裁が指摘されたようにある程度のラグを伴って設備投資に影響してくるとみている。GDP統計の作り方に沿って言うと、そのような機械受注が資本財の供給、出荷に出てきていて、それがGDP統計にはねていくことでラグが出てくる。4～6月の資本財総供給はマイナスだが、今後は工期の長いものが出るとみている。7月の機械受注が心配ではないかと言われそうだが、心配ではあるが、われわれとしては一応振れの範囲であると考えているので、これが8月位にもう少し上がってくれば、それほど大きな影響は出でこないのではないかと、取り敢えずは考えている。

#### 岩田副総裁

6ヶ月位の工期だとすると、1～3月や4～6月の機械受注が良いということは、7～9月の設備投資のハードデータは良くなると考えて良いのか。

#### 関根調査統計局長

資本財の出荷は7月に一応プラスに転じている。除く輸送機械などみると少し違うものもあるが、足もとはそれほど悪くはなく、7～9月のGDPベースで設備投資がどんどんマイナスを続けることはないだろうと、今のところは判断している。

アンケート結果等との乖離については、長い目でみれば大体似たような動きを示すというのが経験則——縦軸を大きなスケールで書けば、という

ことだが——である。アンケートの数字がいい加減というようなことは絶対ないと信じているが、状況によって先送りすることは、企業にしてみればあり得る話だと思っている。先程佐藤委員から支出面が弱いのではないかというご指摘があったが、そこに不確実性があるという話になると、例えば、足もと中国経済について漠たる不安があるというような状況では、企業経営者にしてみれば、「設備投資を計画どおり実施するか」と言わわれると「もう少し様子をみよう」というように、アンケートなどではまだ下方修正するほどではないが直ぐにゴーサインは出さない、といったところが、どうしても出てくる可能性はある。

#### 岩田副総裁

ただ、6月調査で設備投資計画は強かったのに、6月、7月に機械受注が悪いということはどういうことか。製造業は非常に元気で、日本政策投資銀行の調査では2015年度に+24.2%も伸ばすと言いながら、6月も7月も機械受注を減らしており、どういうことなのか。6、7月は8月に中国経済の減速がはっきりしてくる前なので、GDP統計での消費の弱さをみているというようなことはあるのだろうか。

#### 関根調査統計局長

8月に中国経済の減速がはっきりしてくる前だが、原田委員が指摘されたように、徐々に減速してきているので輸出、生産が今一つぱっとしないという感じを持っていたかもしれない。

#### 岩田副総裁

消費の弱さと言うよりは、そのようなことが効いているということか。

#### 関根調査統計局長

製造業ではその可能性が高い。ただ、図表16の法人季報でみると、中堅中小企業の製造業では結構設備投資を頑張っている。

岩田副総裁

ここだけはそうである。

関根調査統計局長

私も、ここはしっかりしているというイメージでみている。

白井委員

先程の賞与に関して 1 点確認しておきたい。例えば、法人企業統計などは大企業であり、図表 34 のアンケート調査の日本経済団体連合会、日本経済新聞社、労務行政研究所も大体が上場企業や大企業であると思う。それによる違いもあると思うし、例えば、先程、税金関係のデータでは好調という説明があったが、所得税を払っていない非正規の人達が相当いると思うので、そういうサンプルの違いもあると思う。必ずしも毎勤統計の -4.1% が正しいと言う訳ではないが、counter example として出されたデータも、どちらかと言うと良い企業に集中しているので、その間位かもしれないという気がしている。要は、それほど伸びていないような気がするが、どうか。

関根調査統計局長

佐藤委員ご指摘のように、非製造業大企業は法人季報、毎勤ともマイナス、製造業大企業は、毎勤がマイナスだが法人季報は 5 % 以上のプラスである。それらを含めて全体で -4.1 % なので、どちらを重視するかといったような話になるが、全く間違いということでもないが、それではこの全体の数字を信用するかと言われると、違うところもあるのではないかと思う。その点で、よくありがちだが somewhere in between と言われればそのとおりだと思う。

白井委員

私は、そのように思っている。

#### 4. 金融環境等に関する報告(資料－5、7)

黒田議長

次に、金融環境および成長基盤強化を支援するための資金供給等について説明をお願いする。

内田企画局長

事前にお配りしている資料－5（参考計表）に沿ってご説明する。図表1の家計のインフレ予想は、大きく言えば横ばい圏内である。短いところを中心に、この1、2か月は少し弱めの数字が並んでいる。（2）の消費動向調査では、前回会合以降7月分、8月分の数字が出ているが、加重平均で6月+2.82%、7月+2.87%、8月+2.67%と、一度上がったがまた下がり、結局0.15%ポイント程度下がっている。これには、ガソリン価格の下落等が反映されているのではないかと思う。図表3はエコノミストのインフレ予想であるが、（2）のESPフォーキャスト調査では、前回会合以降8月、9月と出ており、2015年度が8月0.28%、9月0.18%、2016年度が8月1.17%、9月1.04%と、7月と比べるとそれぞれ0.15%ポイント、0.18%ポイントの下方修正となっている。因みに、2017年度は、消費税率引き上げの影響を除くベースで、1.3%程度で変わっていない。これに伴い、（1）の四半期では、2015年の第3四半期がマイナス予想になってきているのが、もう1つの特徴である。図表4は市場のインフレ予想であるが、（1）のQUICK調査では、2年先から10年後までの8年間の平均値は、8月は前月の1.25%から1.20%に、5bpではあるが緩やかに下がってきてている。最後に、（3）のBEIは、前回会合時8月7日の0.97%から、先週金曜日の9月11日には0.89%と、8bp下がっている。これは、世界中で大体似たような感じである。因みに、米国が7bp、欧州が10bp、英国が11bpと、似たりよったりの落ち方をしている。

この間、原油価格は上がったり下がったりした結果、ほぼ横ばいなので、原油価格だけの影響というよりは、世界経済全体の先行きの弱さのようなものが多少影響している可能性があると思っている。

図表 7 では 7 月の貸出約定平均金利が出ている。新規の総合・除く交付税特会向けをみて頂くと、6 月の 1.060% が 7 月は 1.099% と若干上がっているが、劣後ローンなどが出ているということなので、振れの範囲内とみて良いと思う。貸出約定平均金利は、引き続き、極めて低水準で大体横ばい圏内の動きである。新規の貸出金利は下がってきて横ばい圏内であるが、ストックでは下がり続けており、その一方で、ROA は先程説明があつたとおり最高益ということなので、図表 10 の平均支払金利と ROA の差は非常に大きく開いており、ROA は前回の 3.81% が今回は 4.28%、支払金利はほとんど変わらず足もと 1.19% なので、その差が 3.09% となつておらず、過去最大レベルになってきている。これだけ企業にとっての金利環境は良い、ということになると思う。

図表 11 はボリューム関係である。民間部門総資金調達は、6 月に +0.9% と 1% を切ったが、7 月 +1.1%、8 月 +1.3% とまた 1% 台に回復してきた。主因は貸出で、6 月 +1.4%、7 月 +1.5%、8 月 +1.7% と貸出増加幅は拡大している。銀行貸出の前年比は、6 月 +2.5%、7 月 +2.7%、8 月 +2.8%、特に都銀の増加幅が +1.2%、+1.4%、+1.7% と増えている。M&A 等が主因であるが、幅広い業種に貸出が出ているということである。地銀・地銀 II も、+3.8% で伸び率は変わらないが高い伸びを続けている。アパ・マンローンを中心に不動産向け等が出ているようである。一方、国内公募社債は、6 月に 8,705 億円と大きな数字となっているが、7 月が 5,667 億円、8 月が 3,530 億円のあと、9 月も今バイプラインに入っているものが 3,500 億円程度と、若干少なめになっている。元々、8 月はそれほど多い月ではないが、もしかすると、貸出の伸びが社債を喰っている部分があるのではないかと思う。

図表 16 の資金繰り D I をみると、日本公庫の中小企業の資金繰り D I は、暫くマイナスはなかったが、7 月 -2.1% ポイント、8 月 -2.9% ポイ

ントとマイナスになっている。商工中金の中小企業も若干のマイナスとなっている。図表 17 の資金繰りをみると、短観の中小企業——これは比較的大きめの中小企業である——では資金繰り判断がどんどん良くなっているが、商中や日本公庫の調査では、少し頭打ちの感じになってきている。これは売上の影響だと思うが、この辺りは引き続き注意してみていきたい。図表 19 のマネーストックは、8月のM2が前年比+4.2%と、貸出の増加を主因に4%台に伸びを高めている。

次に、資料一7で、成長基盤強化を支援するための資金供給および貸出増加を支援するための資金供給についてご説明する。まず、成長基盤の方であるが、本則で貸付額が5,489億円、貸付残高4.7兆円となっている。今回大手行の1行が、元々のほぼ1兆円の枠に達している。枠を2兆円に増やしているので問題ないが、積極的に利用されている。ABLはあまり変わらず、貸付残高が1,000億円程度で推移している。小口特則は、貸付額が10.08億円、貸付残高が112.55億円となっている。増えている10億円のうち5億円強が信組の利用であり、非取引先を対象に加えたことがこの辺には効いてきている——小口であるので出やすいと思う——ようである。米ドル特則の貸出残高は、120億米ドルの上限に達している。

貸出増加の方は、貸付額が7,286億円となった。今回は4~6月の増加額を使うので、元々季節的にあまり伸びない月である。因みに、業態別にみると、大手行が1先1,098億円、地域金融機関が20先6,188億円と、大手行が少なめになっている。今回、メガ3行のうち2行は伸びがゼロ、1行はレバレッジ比率を気にして使わなかった。信託銀行が1行使っているので、大手行が1先となっている。今回は、季節的に貸出が伸びないことが理由である。その結果、合計の貸出は23.6兆円となっている。ここまでくると、マクロの残高ではほぼ横ばいになってきた感じである。

最後に、非取引先への実行分を申し上げると、成長基盤、貸出増加合わせて、今回867.6億円の新規貸付を実行し、貸付残高は2,000億円を超え、2,086.98億円となった。今回から農林系が成長基盤で114億円を利用してきた。元々この制度は、マクロの数字を追うというよりは、競争条件の

平等ということで始めたものであるが、意外に——良い方の誤算だと思う——盛んに利用されており、2,000億円を超える利用になっている。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

原田委員

貸出が伸びていることは良いことだと思うが、かなりの部分がM&Aなどで海外の投資に向けられているのではないかと思う。そうすると、銀行貸出の国内景気に対する指標性が弱まっているのではないかと思うが、それについてどのようにみているか。

また、企業はM&Aをかなり行って多額の特損を計上したりしているが、それであれば国内投資を実施して特損を出して欲しいと思うが、どうか。

内田企画局長

1点目については、統計上は国内居住者向けの貸出なので、海外で直接貸し出しているものは入っていない。

原田委員

ただ、日本企業の本社に貸して、本社から海外に行ってしまうものがかなりあるのではないか。

内田企画局長

おっしゃるとおりである。その部分は、M&Aのケースではここに計上されてくるので、国内景気との関係をみる時には当然その分は割り引かなければならぬというのと、原田委員がおっしゃるとおりだと思う。ただ、他の部分もかなり伸びている。例えば、地銀の方が伸び率が高く、2%後半の伸び率のうちの大半は国内で使われているという理解で良いと思う。

ただ、国内景気への指標性という意味では若干割り引かなければならぬ面があるというのは、原田委員のおっしゃるとおりだと思う。

2点目については、それぞれの企業がそれぞれよくお考えになつたうえでそのような判断をされているということだと思う。勿論、成功しているケースも失敗しているケースも両方ある。また、その辺を含めて企業だけでなく金融機関の態度も大事だと思う。金融機関は、ここへきて貸出のデフォルト率が上がっている訳では全くないので、あまりリスクを取らない範囲の中で物事が進んでいるというのが貸出の実感に近い。無理をして貸し込んでいるというよりは、貸せるところに貸している——これを問題と言うべきかどうかは分からぬが——という方が実感には近いと思う。

### 木内委員

2点質問する。1点目は、図表11の社債の発行についてであるが、8月はグローバルにみると社債の発行環境や市場環境は若干悪くなつたと思う。日本同様に夏枯れの影響があり、季節性から欧米でも7月と比べると社債の発行額が大きく減っている。季節性も含まれているので判断が難しいところはあるが、社債発行が大分滞つたという報道があり、特にハイイールド債はそうだが、ハイイールド債だけではなく投資適格債についてもそうである。金利についても、ハイイールド債だけではなく投資適格債でもスプレッドが結構開いたと言われている。日本では、8月の発行額が若干小さめであったという説明であったが、欧米に比べると無風というのか、安定した状態にあったと思っていた。ところが、週末には、10年債辺りは若干状況が違つてきているという報道がある。8月というよりは9月に入ってからの話だと思うが、スプレッドが結構開いている、発行が滞つているという話があり、報道では地方債の影響などと書かれているが、本当にそのような細かい話なのだろうか。あるいは、多少は社債市場の発行環境や市場環境が悪化し、企業にとって何がしかの環境変化が起こつてゐるとみるべきなのだろうか。

2点目は、資料-7の3項目の貸出増加を支援するための資金供給につ

いてである。比較的ポジティブな感じの説明であったが、表面的な数字をみると、1年前の9月と比べると、大手行の貸出先が3行から1行に減り、金額も何十分の一位に減っている。勿論、1年前は拡充策の影響があったとは思うが、それでも急速にブレーキがかかっているように見える。対象となる4～6月は貸出が増えにくいという季節性があるということだが、それだけなのだろうかという気もするので、利用率を教えて欲しい。一方、地域金融機関は対照的に意外と健闘しているという感じがあるが、これは、どちらかと言うと従来利用率が低かった地域金融機関で、少し前向きに積極的に利用しようというような動きが出てきたことを示しているのかどうか、教えて欲しい。

### 内田企画局長

1点目については、恐らくここまで大きな話ではないだろうと思っている。この場でも何度か議論になったが、ベースレートの低下に伴い見かけ上スプレッドが膨らんでしまうことを嫌がるケースがあるということは元々聞かれていたが、そのようなケースは、話を聞く訳ではない程度に引き続き起きている。一方で、諸費用その他様々なことを考えると、もっと良いレートを出してくる銀行が実際にあるので、今、社債市場に出ていくとしている人達は、ある種、継続的に発行していくことに意味を感じて発行していることが多いと思うので、大きな構図は変わっていないと思う。こうした中で、社債だけを扱っている人に聞くとあのような声が出てくるのだろうと思うので、少なくとも今のところは発行環境の問題ではないだろうと思っている。先程の金融市场局からの説明にあったとおり、流通市場でもそうだと思う。

2点目については、今回の大手行は本当に伸びておらず、9月実施分は1,098億円であった。ご質問のあった利用率は41%である。従って、貸出は2,000億円強しか増えておらず、貸出の伸びの問題である。地域金融機関は積極的とおっしゃったが、実はそうではなく、地域金融機関の利用率は11%である。地域金融機関は、資金供給を伸ばせる余地があったが、

色々な理由——主としてお金が余っているという理由——で制度を利用してこなかったということであり、地域金融機関の態度は変わっていない。また、今回大手行の貸出が伸びなかつたので結果に表れていないが、引き続きレバレッジレシオや担保繰りを気にして利用を増やす気はないと言っている大手行があるので、このあとも伸びる見通しはあまりないと考えて頂いて良いと思う。地域金融機関の感じも大手行の感じもあまり変わっていないので、残高としてはこの程度を維持していくことになりそうだ、というのが現時点での正直な見方である。

## 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

金融経済月報の概要について、「金融経済月報「概要」の前月との比較」で変更点をご説明したい。まず、実体経済のパートであるが、最近の輸出・生産動向を踏まえて、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの」を付け加えている。もっとも、国内需要については、所得から支出への好循環メカニズムは引き続き働いているので、「緩やかな回復を続けている」という総括判断は変更していない。内訳については、まず、海外経済を、「新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている」という表現に変更した。また、こうした動きを踏まえ、輸出や鉱工業生産については、「新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている」という表現に変更している。一方、企業収益については、4～6月期の法人季報の結果を踏まえ、「明確な改善を続ける」と、前向きな表現に変更している。

先行きパートでは、総括判断には変更はない。内訳については、まず、輸出は「当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、新興国経済が減速した状態から脱していくにつれて、緩やかに増加していくと考

えられる」としている。鉱工業生産についても、「当面横ばい圏内の動きを続けるとみられるが、その後は、緩やかに増加していくと考えられる」という表現にしている。

物価については、現状、先行きとも、国内企業物価で変更している。現状は「国際商品市況の下落を主因に、3か月前比でみて下落している」、先行きは「当面下落を続けるとみられる」という表現にしている。消費者物価については変更ない。

### 正木企画局政策企画課長

次に、金融面である。総括判断については、「わが国の金融環境は、緩和した状態にある」との判断を維持している。個別項目についても、基本的には新たに公表された計数を踏まえたアップデートである。なお、銀行貸出およびマネーストック統計については、前回会合以降、7月、8月の2か月分の統計が公表されているので、この点申し上げる。マネタリーベースの前年比は、7月が+32.8%、8月が+33.3%と3割台前半の伸びを続けている。企業金融関連については、銀行貸出の前年比は、6月+2.5%のあと、7月+2.7%、8月+2.8%と伸び率を幾分高めている。従って、表現としては、「2%台半ばのプラス」から、「2%台後半のプラス」に変更している。CP・社債については、「良好な発行環境が続いている」とし、残高は7月に小幅のプラスとなったあと、8月は前年比-0.1%と小幅のマイナスとなっているので、前月の「前年比は、プラスとなっている」を今月は「概ね前年並みとなっている」に修正している。こうしたもとで、マネーストックの前年比は、概ね銀行貸出の伸びを反映するかたちで、6月+3.9%のあと、7月+4.0%、8月+4.2%と伸びを高めている。表現としては「3%台後半の伸び」を「4%台前半の伸び」に改めている。

市況関連については、短国レートは引き続き0%ないし小幅のマイナスで推移しており、「ターム物金利は横ばい圏内」である。その他については、前回会合終了時の8月7日時点——中国に端を発するマーケットの変化の前だが——では、10年債利回りが0.42%、日経平均株価は20,600円

台、ドル／円レートは124円80銭台であった。その後、ご承知のとおり中国株価の下落に端を発したグローバルなリスクオフの流れのもとで、株価の下落、為替円高が進んでいる。ただ、この間、長期金利は比較的小幅の動きで、小幅の低下にとどまっている。表現としては、「株価は下落」、「円の対ドル相場は上昇」、「長期金利は前月と概ね同じ水準」としているが、いずれ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。以上である。

黒田議長

ご質問があればどうぞ。

白井委員

これで概ね良いと思っているので、特段反論という訳ではないが、輸出と鉱工業生産の現状判断が「横ばい圏内の動きとなっている」ということだが、輸出はそうだと思うが、生産は少し悪かったのではないか。輸出については、7月の4～6月対比は-0.5%であるが、6月、7月の前月比はプラスになっている。鉱工業生産は、7月の確報は4～6月対比で-0.8%となり、年率にするとかなり大きなマイナスではないかという気もある。7、8月と前月比マイナスであるから、正確に言うと、輸出と鉱工業生産と一緒にして「横ばい圏内」ということでもない気もする。この点、もう一度、説明をお願いする。

次に、設備投資について、先程岩田副総裁もおっしゃっていたが、機械受注の7月の4～6月対比は-8.7%とマイナスが大きい。大口案件があったということなので一時的な反動と思いたいが、設備投資を「増加基調」とまで言うのはやや難しい気もするが、どうか。

中村調査統計局経済調査課長

1点目の生産については、基本的にミクロヒアリング等を踏まえて、7～9月は大体横ばい程度だろうという判断をしている。7月までしか統計

が出ていないが、7月は先程確報で若干下方修正されたが、経産省が出している予測指標でも、8月が増加に転じ、9月は若干の減少で、これらを踏まえても、上がったり下がったりという意味で横ばい圏内と判断している。ただ、海外経済の動向を踏まえると、当然下振れリスクは意識せざるを得ないと思うので、リスクはあるものの現在の中心的な見通しは「横ばい圏内」で良いのではないかと判断している。

2点目の設備投資については、設備投資計画は年間で計画を立て、そのあとで実際に発注し、その発注の段階が機械受注に出てくるということである。最後に、受注されたものが実際に納入されて、設備投資に計上される。このように2段階位のラグがあるが、最初の計画自体はあまり変わっていない。ということは、これまでのところ、ショックはそこまでは響いていないと思う。発注の段階でショックの影響が出ているかと言うと、まだそこまででもないだろうという判断があり、だからこそ機械受注は振れの範囲内とみている。既存の機械受注でこれまで発注された分がかなり溜まっており、これからその部分が実際に納入されて設備投資に反映されていく過程にあるので、発注が取り消されなければ実際の設備投資に出てくるはずだと考えているので、当面この判断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ましては、厳正な機密管理をお願いする。

(16時34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。本日の議事進行をご説明する。本日は、金融経済情勢に関する討議、当面の金融政策運営に関する討議、政府出席

者からのご発言、金融市場調節方針等に関する議案取りまとめと採決、8月6、7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する。財務省からは宮下一郎財務副大臣、内閣府からは西村康稔内閣府副大臣である。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止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にしている。今回もそのような扱いをしたいと思うので、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

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、その後自由討議をしたいと思う。佐藤委員からお願ひする。

佐藤委員

内外経済の現状と見通しについては、執行部見解どおりで概ね良いと思うが、新興国・資源国の情勢や8月以降の不安定な国際金融資本市場の動向に鑑み、下方リスクが幾分強まっている可能性に留意する必要があるようと思われる。

まず、国際金融資本市場の動向について、世界的な株価下落の背景として中国経済の減速や米利上げ懸念が一般に指摘されている。もっとも、中国経済の減速は、この夏場に急に始まった訳ではなく、またFedは年内利上げ実施に向けこれまで市場に入念に情報発信してきており、こうした指摘はあまり説得的でないように思われる。むしろ、6月以降の株式市場の下落局面や8月の人民元切り下げ実施等における一連の対応や情報発信をみて、市場が中国当局の政策対応能力に疑念を持ったこと、さらに先行き予想される人口動態等に伴う一段の景気減速に、当局が適切に対処できるかどうか懸念を強めたことが、より根本的な背景のように思われる。

なお、この9月末はいわゆるボルカールールが施行されて初めての四半期末となる。この間の国際金融資本市場の変動は、主要なマーケットメーカーによるリスクテイクの制約で、市場の流動性が低下したことも相応に影響しているのではないかと感じている。仮に、今週、米国で利上げ実施となれば、ドル調達時のストレスが増す可能性もある。邦銀のドル調達に問題が生じないかどうか注意していく必要性を感じている。

海外経済の動向について、米国経済は、雇用の堅調な拡大が続くもとで個人消費中心に緩やかな回復を続け、かつ4～6月期GDP統計の上方修正にみられるように、全体として持ち直しのペースも幾分強まっている。一方、ドル高・資源価格下落の影響から、製造業関連指標は引き続き低調である。今週利上げ実施となるかどうかは、国際金融資本市場の動向からなお予断を許さないが、仮に利上げとなっても、それは米国経済の底堅さとFedの先行きへの自信を示すもの、かつ国際金融資本市場において不確実性を減じるものと受け止めたい。

新興国・資源国経済は、この間の通貨下落、株安と資源価格下落もあり一段と減速している。中国経済については、7%成長確保に向け、先行きも当局が採るであろう景気刺激策の実効性に注目している。中国は、過去3年程度、年前半の減速に対応して年央以降小刻みな景気刺激策を打つことで安定成長軌道を維持するというある種の政策パターンが見受けられた。今回も恐らく同様の経路をたどるとみたい。問題は、過剰投資による生産性の低下や地方政府の財政問題がある中で、こうした景気刺激策の実効性であろう。

国内経済については、新興国・資源国の減速影響から、輸出、生産が4～6月期の落ち込みのちも勢いを欠き、7～9月期の生産は横ばい圏内の見込みである。問題は、外需を起点とした生産、輸出の足踏み状態が回復のメカニズムに水を差し、相対的に堅調さを維持する国内民需に悪影響を及ぼすかどうかであろう。この点、国内経済は、新興国・資源国の減速から、単に足踏みにとどまるか、あるいは後退局面となるかどうかのクリティカルな局面にあると思われる。私自身は、後退局面入りは免れるとみ

ている。理由については時間の関係で後程申し上げる。ただし、それも新興国・資源国の減速の程度、あるいはその米国経済への波及の程度にもよると思うので、海外経済の動向について引き続き十分注視していきたい。

最後に、物価については、エネルギー価格下落の影響から消費者物価指数（除く生鮮）の前年比上昇率は7月が0%となり、8月、9月は小幅マイナスとなる見通しである。一方、生鮮・エネルギーを除くベースでは、7月は+0.9%、8月、9月は一段の上昇が見込まれる。エネルギー価格が、7月に展望レポート中間評価で示した前提を下振れているため、消費者物価（除く生鮮）の持ち直しの時期も後ずれする可能性があり、10月末の展望レポートに向け私自身の見通しを今後精査していきたい。ただし、振れの大きいエネルギー等を除けば、物価の基調は着実な改善経路をたどっており、本行の物価安定の目標実現のパスに沿う動きと評価している。先行き、新興国の減速に端を発する国内民需の下振れから、こうした物価の基調の改善が阻害されないかどうかに留意している。以上である。

黒田議長

原田委員お願いする。

原田委員

海外経済は、新興国が減速しているが先進国を中心とした緩やかな成長が続いている、という執行部の見方に賛同する。他のアジア諸国や日本との関係が深い中国経済についてみると、公表データ以上に悪化している可能性がある。そこで、操作の難しい貿易統計や、中国経済に依存する他国データから中国経済の状況を推測することも考えられる。推測方法の詳細はここでは省略するが、私が推計した結果では、中国の公表データが上方に大きくバイアスをかけているとは思われない。ただし、これは小さな上方バイアスがあるということを否定している訳ではない。

また、中国の世界経済に与える影響は、金融よりも貿易を通じてのもの

が主体と思われる所以、日本への影響は、そもそも日本の貿易統計から判断すれば十分かもしれない。それを通じた影響は、既に大きなものとなっている。日本のGDPの8%を占める東アジアへの輸出が、2015年4～6月期実績のように4.1%減少すれば、日本のGDPは0.3%下落する圧力を受ける。

日本経済は、緩やかな回復を続いているとみることが難しくなる可能性がある。消費、輸出、生産の動きは弱いものとなっている。7月の消費は、6月に天候要因で多くの指標がマイナスになったあと、プラスにはなっているが戻りは小さい。輸出をみても、米国の港湾ストの一時的要因の影響で後ずれし低下したとの戻りが遅い。特殊要因でマイナスになったのであれば、その戻りは大きいはずであるが、現在のところ戻りは小さいままである。中国経済は低調で、中国向け輸出の回復も難しいと思う。

4～6月期のGDPは上方改訂されたが、その主因は在庫の増加であるので、むしろ7～9月期の回復を弱める要因である。実際に、生産の回復は緩慢なようである。企業の利益は伸びているが、それが国内の投資には十分には向かっていない。中国経済の不透明さが今後も続くようであれば、投資計画の先送りがなされる懼れもある。ただし、雇用環境は、力強さには欠けるものの、継続的に改善している。有効求人倍率や失業率は改善が続いている。労働者数と賃金を掛けた雇用者所得は、前年比2%程度の伸びが続いている。また、家計調査の実収入でみると、さらに堅調な増加が続いている。

要するに、足もとの経済状況は、内需、外需とも冴えない情報が相次いでいる。中国の今後は予想がつきがたく、消費も冴えない指標が続いている。物価を継続的に押し上げる雇用と賃金の改善傾向に陰りが出るリスクもあり得ると思う。

物価については、政策判断のところで申し上げる。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、中国を起点として世界の株式市場に動搖がみられている。世界経済の先行きに慎重な見方が俄かに強まったことが底流にあるが、それ以前の金融市場のやや樂観的過ぎた見方が修正されたという側面もあると思う。

世界経済の鍵を握る米国では、外需の弱さやエネルギー関連投資の弱さがなお続いているが、一方で、雇用・所得環境が比較的良好さを維持する中、個人消費は安定感をやや増しているように見える。中国を中心とする新興国経済の下振れ傾向が続く一方、米国が世界経済を何とか下支えする構図は崩れていないとと思う。中国経済は深刻な構造問題を多く抱え、長らく脆弱な状態にあるが、足もとで急激に事態が悪化しているとまでは言えないようだ。金融市場は、景気、株式、為替に対する当局の政策対応への不信感を強めたように見える一方、中国政府は、構造改革と景気対策の両立の難しさをより強く認識し始めたと考えられる。実際、為替の自由化、地方政府の債務削減、シャドーバンキング対策などは、従来の景気対策の効果を打ち消してしまっていた面があることも確かである。この点から、財政・金融両面で政策対応の余地がなお大きい中国は、今後一部の構造改革のスピードを調整するとともに、景気対策をより積極化させることが予想される。これは、不動産市場の持ち直し傾向と相俟って当面の経済に安定化効果をもたらすことが期待される。ただし、構造改革全体が後退したとの見方となれば、実体経済は短期的に安定回復に向かっても、中長期の中国経済への不安は金融市場に根強く残るため、中国当局の情報発信の巧拙が問われるところである。

国内経済については、7～9月期の鉱工業生産は前期比でほぼ横ばいとなる蓋然性が高まっている。私としては、予想どおりではあるが、GDP統計でマイナス成長となった4～6月期の景気の踊り場を超えてなお、

経済に明確な上向きのモメンタムは戻っていない。良好な労働市場や高水準の企業収益、設備投資の持ち直し傾向、安定した在庫率の水準等を踏まえると、景気が早期に後退に陥るような状況ではないと思うが、足踏み状態が当面続きそうである。外需の動向をみると、米国経済が比較的堅調であることは輸出の追い風だが、中国経済の減速とともに、その影響を従来から受けていた東アジア経済が軟調であることは、輸出回復の妨げとなっている。足もとで比較的堅調を示してきた設備投資にも、外需の弱さの影響が今後徐々に及んでいく可能性もある。他方、4～6月期には不可解なほど下振れていた個人消費は、食料品、日用品の値上げ観測が弱まるなどを背景に、今後はやや安定感を取り戻す方向とみている。7月の家計調査の実質消費は前月比で僅かに増加したが、前月の大幅下落からの戻りとしては弱く、4～6月期の平均水準を下回っている。他方、7月の実質小売販売は前月比で増加、4～6月の平均水準も上回り、年初からの停滞を徐々に脱しつつあるように見える。総合的に判断すれば、個人消費はなお脆弱性を抱えつつも、値上げ懸念の緩和などに支えられて緩やかに安定を取り戻す方向にあるとみている。足もとの株価変動は消費に悪影響を与えるとは思うが、株価上昇の過程でも、一部高額商品を除けば資産効果は広く確認されなかつたことを踏まえると、その影響は大きくないと現時点では考えている。国内経済は、冴えない動きと広く認識されるような状況が当面続くと考えるが、潜在成長率が依然として極めて低いこと、他方で需給ギャップが中立状態を長らく維持していることを踏まえると、比較的安定した状況が維持されているとの評価が可能であると思う。

最後に、国内物価動向だが、過去数か月の消費者物価コアコア指数の前年比には、全国、東京ともに改善傾向がみられているが、これは前年の水準の影響が大きいと思う。季節調整済前月比の動きを全国、東京の数字で併せて考えれば、年度入り後に高まった上昇モメンタムは、7、8月と2か月連続で落ちてきている。工業食料品価格についても、足もとで増勢に一服感がみられる。国内の成長率に加速感がみられず、需給ギャップも当面横ばい程度で推移することが見込まれ、また、川上での素材価格の下落

が進む中、コアコア指数などでみる基調的な物価上昇率が顕著な加速傾向を示す蓋然性は当面低いと考えている。また、全国コア指数は、前年比でゼロ近傍の動きを続けているが、足もとでのエネルギー価格や為替の動きを考慮すると、年末頃までこうした状況は変わらない可能性も相応に出てきたと考えられる。これは、展望レポートで示された消費者物価が 2016 年度前半頃に 2 %に達することの蓋然性が、一段と低下してきたことも意味している。ただし、従来から申し上げているように、私自身は、経済構造に見合った物価の安定は既に達成されていると考えている。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

世界経済と国内経済の現状および先行きについては、昨日の執行部の説明で納得したので、本日は、個人消費についてのみ触れておきたい。

個人消費を、家計調査に従って 2 人以上の世帯を勤労者世帯と勤労者以外の世帯および無職世帯に分けてみてみると、まず、消費増税から 1 年経った 2015 年 4 月以降 7 月までの 2 人以上世帯の勤労者世帯の実質収入（物価の変化調整後）の前年同月比は、4 月 +2.0% 、5 月 +1.5% 、6 月 +2.8% 、7 月 +5.4% と順調に伸び率を高めている。実質可処分所得でも同様である。こうした実質所得の堅調な伸びを背景に、4 月以降 7 月までの勤労者世帯の実質消費支出の前年同月比は、天候不順の影響を受けた 6 月以外はプラスで堅調に推移している。これに対して、4 月以降 7 月までの勤労者以外の世帯——個人営業世帯、自由業者、無職世帯など——の実質消費支出の前年同月比は、5 月を除いてマイナスが続いている。この傾向は、非勤労者世帯のうち無職世帯については特に当てはまる。2015 年 7 月の家計調査では、無職世帯の実質収入の前年同月比を掲載している。それによると、無職世帯の実質収入の前年同月比は +12.2 % である。世帯主収入はゼロであるが、配偶者（女性）とその他の世帯員収入が +11.9 %

となっており、主婦や子供が働いて家計を支えていることが分かる。無職世帯の実質収入の増加率は+12.2%と一見高くみえるが、名目の月収は4.5万円程度で、勤労者世帯の8%に過ぎない。預貯金を25万円程度引き出しており、生活費の大半を預貯金の取り崩しで賄っていることが分かる。

そこで、実質賃金が増えない一方で、消費増税と円安で食料品価格が上昇したことが消費者の節約志向を強めている、と言われている点をどのように考えるべきかを考えてみたい。今要約した家計調査統計から、節約志向が強くなっているのは勤労者世帯以外の世帯、中でも無職世帯であり、勤労者世帯の消費は堅調に増えていることが分かる。3.3%まで低下した失業率や1.21倍まで上昇した有効求人倍率にみられるように、雇用が大きく改善し、賃金が上昇しても、無職世帯はその恩恵をほとんど受けることができない。無職世帯の多くは年金生活者であると思われる。年金受給者数は、1997年3月末の2,557万人から2014年3月末の3,950万人へと、54%も増えている。今や、人口の約3割は年金受給者である。これらの人々の多くは、量的・質的金融緩和によって雇用が改善しても直接的な影響を受けることができない。むしろ、デフレ時代には、名目年金が物価スライドによる減額を免れたため実質年金額は上昇傾向を示していた。ところが、量的・質的金融緩和政策開始以降、インフレ率は上がっているにもかかわらず、名目年金額はデフレ時代に引き下げなかつた分を取り戻すという理由で、引き下げられるようになった。2015年4月からはマクロスライドが実施されるようになり、名目年金額は前年度比0.9%引き上げられたが、消費増税で消費者物価（総合）が2.9%上がったため、実質年金額は2%減少した。統計が得られる2014年3月末でみると、1人当たり実質年金額の前年度比は2.2%の減少である。このように、量的・質的金融緩和政策による雇用改善の利益を直接的に受けることがなく、むしろ物価上昇でマイナスの影響を受ける無職世帯の大半を占めると思われる年金受給者の実質年金額が減少していることが、雇用が改善し、一般労働者の実質賃金とパートの実質時給がともに上昇しているにもかかわらず、4月以降、

全体の消費が伸び悩んでいる大きな原因の1つであると考える。

しかし、だからと言って、年金受給者にとってデフレの方が望ましい訳ではない。デフレが続けば、年金制度も財政も結局持続可能ではないからである。今後は、量的・質的金融緩和を維持することで、雇用をさらに改善していくけば、無職世帯の消費の鈍化を上回るほど勤労者世帯の消費が増加し、全体の消費も緩やかに増加すると予想している。

以上の消費に関する基本シナリオに対するダウンサイドリスクは、中国経済の今後の減速が大きく、かつ長引くことである。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いする。

中曾副総裁

前回会合以降、国際金融資本市場は振れの大きな展開となったが、実体経済について、認識していなかったような驚くべき新事実が現れた訳ではなく、中国経済や米国金融政策を巡る不確実性の高まりと市場参加者が少ない夏場の流動性が薄い時期とが重なったことが変動幅を大きくした側面があったのではないかと思う。世界的な株安の発端となった中国株の大幅下落については、昨年後半のバブル的な急騰のあととの調整という面が強く、このことと中国経済の減速が長引くリスクについては、一応分けて考える必要がある。

もう1つの不確実性である米国の利上げについては、その時期が近づいていることは間違いない。リーマン・ショック以来、長期に亘ったゼロ金利が解除されることをきっかけに、国際資金フローの巻き戻しを通じて新興国に不測の影響が及ぼないかという点は注意していく必要があるが、基本的な背景としては米国経済の改善があり、本来、世界経済にとても望ましいことであると思っている。

海外経済については、先進国は、米国経済が家計支出に支えられた回復が続き成長モメンタムはしっかりととしているし、欧州経済も輸出の緩やか

な増加や消費者心理の回復基調を背景に、緩やかな回復を続けている。これに対して、新興国経済は減速していると、今回、従来の判断を引き下げるを得ないと考えている。

まず、中国経済だが、製造業の過剰投資や在庫の調整圧力が根強いことや、習政権が綱紀粛正を含む構造改革を進める中で、地方での投資が鈍っていることを背景に、幾分減速している。当面、減速した状態が続く可能性があるが、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いる。そうしたもので、本年入り後は、財政支出も地方を中心に再び伸びを高めてきている。減速した状態が長引くリスクには注意が必要だが、中国においては、政策対応の余地が比較的大きいことを考えると、メインシナリオとしては、当局の景気下支え策のもとで、先行き、成長ペースを幾分切り下げながらも、概ね安定した成長経路をたどるとみておいて良いと考えている。

この間、中国以外の新興国経済についても、中国経済減速の影響やＩＴ関連財の需要が冴えないことなどから、このところ減速している。さらに、資源国においては、最近の資源価格の下落も景気の下押しに作用している。新興国経済の先行きについては、当面減速した状態が続く可能性があるが、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、景気刺激策を背景に内需も持ち直すと予想していることから、成長率を徐々に高め、減速した状態から脱していくと考えている。

次に、わが国経済である。このところ、新興国経済減速の影響から、輸出、生産は横ばい圏内の動きとなっている。一方で、企業収益が過去最高水準で推移し、労働市場もほぼ完全雇用と言って良い状態のもとで、景気の回復メカニズムとしては、企業、家計の両部門において、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。

まず、輸出、生産だが、昨年秋以降、増加が続いているが、新興国経済の減速の影響などから、このところ横ばい圏内の動きとなっている。先行きの輸出については、当面、新興国経済の減速の影響が残るもので、横ばい圏内の動きが続くとみざるを得ない。もっとも、その後は、新興国経済

が減速した状態を脱していくにつれて、既往の円安にも支えられて、緩やかに増加していくと考えられる。生産も、当面横ばい圏内の動きを続けたあと、輸出の増加や、軽自動車、鉄鋼などでみられている在庫調整の進捗などを背景に、緩やかに増加していくとみている。

一方で、国内民需は堅調さを維持している。企業部門では、原油安・円安に支えられて企業収益は過去最高水準で推移している。4～6月の法人企業統計では、全産業ベースでみた経常利益率は既往ピークとなり収益の一段の改善が確認された。企業収益の明確な改善が続くもとで、設備投資は緩やかな増加基調にあるとみている。機械受注の増加傾向や建築着工床面積の本年入り後の持ち直しを踏まえると、先行きも設備投資は緩やかな増加を続けていくとみて良いと考えている。

家計部門は、労働需給の引締まった状態が続いている。そのもとで、名目賃金は、毎勤統計のサンプル替えの影響で基調が読みにくくなっているが、ベースアップの効果から、所定内給与は緩やかに上昇率が高まっているなど、改善傾向にある。こうした雇用・所得環境の着実な改善を受けて、個人消費は底堅く推移しており、住宅投資は持ち直している。7月の個人消費について、販売統計をみると、前半は天候不順の影響が残るもので、力強さ、反発力にはやや欠けるものの、4～6月からは持ち直している。先行きについては、タイトな労働需給が続くもとで、企業収益は過去最高水準にあることから、名目賃金は伸びを高めていくと考えている。また、今年は昨年と異なり消費税率の引き上げがなく、原油価格は昨年と比べて低下していることから、実質賃金も持続的なかたちで前年比プラスになるとみている。こうしたもので、今後、個人消費は底堅さを増し、住宅投資は持ち直しを続けるとみている。

以上を踏まえると、景気の総括判断は、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」とすることが適当である。先行きについては、「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考えている。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

布野委員お願いする。

布野委員

国際金融市場では、中国の株価下落と人民元切り下げがきっかけとなり、株式、通貨ともに不安定な動きが世界的な広がりをみせているので、目が離せない。しかし、一方で、今のところ実体経済としては、「緩やかな回復を続けている」という執行部判断で良いと思っている。今後、金融市場の動きが実体経済にどのように影響してくるかしっかりと注目するつもりである。以下、実体経済に軸足を置いて、内外の経済情勢について述べたいと思う。

まず、米国では、設備投資などは産業ごとにばらつきはあるものの、経済全体は順調で、雇用と個人消費の基調は堅調に推移している。自動車産業はその牽引役と言えるほど好調だが、以下の点には留意が必要である。第1は、ガソリン価格が安いので、特に米系メーカーの強い大型トラックやスポーツ用多目的車が良く売れている一方で、日系メーカーの強い燃費に優れた乗用車の需要が弱く、最近のさらなる油価下落によって、この傾向が暫く続くことが示唆される点である。さらに、第2としては、現在の自動車販売には、既に利上げを見込んだ駆け込み需要が一部含まれている可能性がある点である。実際に利上げがあれば、その程度はともかくも反動が起こる可能性があるとみている。これらの要因から、今後、自動車および自動車部品の対米輸出は、その回復がスローダウンするリスクを孕んでいると思われる。

次にヨーロッパである。回復基調は変わっていないとみている。ギリシャ問題は今のところ封じ込められている。封じ込めという観点では、昨年危機を経験したロシア経済については、これまでのところ低位で安定している。この間、例えばロシアの自動車販売は、前年比で約4割減少し、年率140万台から150万台程度の低水準で推移してきた。しかし、ここに

きてルーブルが油価下落等を反映して再び減価しているので、経済を一段と下押しする可能性が出ている。

中国は、株価下落、人民元切り下げと激震が続いた。今は一応短期的に落ちついているが、金融市場、実体経済ともに目が離せない。中国政府の対応策とその効果を含め、その動向をしっかりとフォローする必要があると考えている。なお、自動車販売は4月以降前年を下回る水準が続いている。販売の前線では熾烈な値引き合戦が続いている。同時に、一方で減産の動きも出ている。

その他の新興国的情勢は、まだら模様だが、どちらかと言えば良い話はない。国ごとのそれぞれ固有の国内事情に加えて、中国経済減速と資源市況という2つのマイナス要因、さらにここにきて金融市場の変動という、様々な複数のファクターをよく注視していくことが重要だと思っている。ロシアは石油価格、ブラジルは資源市況と中国の影響、タイとインドネシアなども中国の影響が出ている。一方で、相対的に堅調なのは、中国と資源という2つのファクターからのマイナスの影響が少ないインドだが、そのインドさえも弱含みの通貨や大規模ストと、不安定な動きをみせているので心配している。

この間、わが国の経済は、緩やかな回復を続けている。企業部門では、収益が堅調に推移する中、設備投資の緩やかな増加基調は、今のところ壊れていないとみている。また、家計部門でも雇用・所得環境は、総じて堅調である。実質GDPで示された4～6月期の低迷は、一時的とみているが、内外需ともに今一つ勢いがないことを踏まえ、7～9月期の回復は緩やかになる可能性を想定している。また、最近の金融市場の動向が内外の需要を冷やしかねないリスクも注目すべきであると思っている。

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、中国経済減速、石油を含めた資源市況、米国の利上げ、金融市場動向とその影響といった大きなリスクを抱え、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、日本経済の回復の歩みがゆっくりとしていることである。中国経済の減速等のリスクファクターが大きく

なる中で、内需拡大の進展とその加速に期待しているが、こうした点を今後ともしっかりとウォッチしていくつもりである。以上である。

黒田議長

白井委員お願いする。

白井委員

前回会合以降、中国の一連の経済政策、経済指標の悪化や株価の大幅な調整を受けて、世界の金融市場で急激な変動が生じた。米国F R Bの金利引き上げが近く予想されていることもある、新興国経済の先行きについてもリプライシングが生じ、ポートフォリオ投資の資本流出とともに為替減価、株安、債券安が進んでいる。

こうした中、わが国経済については、本年4～6月期については一時的に景気回復基調が頓挫した。これは、実質G D P成長率がマイナスとなり、輸出、設備投資、個人消費が前期比下落に転じたこと、また2次推計値の上方修正も在庫投資の増加によることからも明らかである。このうちの輸出では、大半の財で減少し、特に中国、アジア向けが低迷している。設備投資については、機械投資やI T投資は増加したが、構造物投資の下落が続いている。輸出と設備投資の下落によって鉱工業生産も下落している。企業収益の改善が設備投資の拡大へ波及しなかった背景には、1～3月期の大幅な投資増加の反動だけでなく、収益改善が国内販売額の増加よりも、円安による海外収益の増加やエネルギー価格下落による生産コストの低下に起因しており、持続的でないと認識された可能性もある。個人消費の不振については、天候不順、軽自動車の増税前の駆け込みの反動、百貨店セールの7月への後ずれが影響したが、幅広い品目での販売価格の上昇が消費支出を抑制した面もあるように思う。特に、本年4月以降の食品価格の上昇は、低所得者層の支出や不要不急な半耐久財、耐久財への支出を抑制した可能性もある。他方、前向きの動きとしては堅調に住宅投資が推移していることである。

本年7月以降については、消費関連指標の多くが7月に前月比プラスに転じ、乗用車販売台数も8月にはプラスに転じている。ヒアリング調査によれば、8月小売売上高は前月比増加が続くことが見込まれ、8月の消費者態度指数も前月比プラスに転じている。ただし、消費者態度指数の構成項目である「収入の増え方」、「暮らし向き」、「耐久消費財の買い時判断」の水準は未だ2012年と同程度ないしより低く、今後の消費回復も緩慢であることが予想される。ここには、実質的な恒常所得がまだ十分上昇していないこと、および税制・社会保障制度面から一定以上の収入増加を抑えるために、専業主婦を中心に時給が増えた分だけ労働時間を減らす行動が促されている可能性がある。

企業活動については、7月の実質輸出は前月比増加しているが、機械受注と鉱工業生産は下落しており渉々しくない。しかも、法人企業予測調査によれば、自社景況判断の7～9月期現状および先行き10～12月期見通しは、前回調査時の見通しよりも悪化しており、来年1～3月期は10～12月期よりも悪化することが見込まれている。ただし、こうした景況感でも、2015年度設備投資は製造業で大きく増える計画が維持されており、中でも製造業中小企業の設備投資理由の第1位が、更新投資ではなく生産能力拡大を挙げている点が注目される。以上より、7～9月期以降の個人消費、輸出、設備投資は前期比で緩やかな増加に転じるとみているが、経済見通しの下振れリスクは大きいと判断している。

物価については、7月コアCPIは前年比0%へと低下したが、エネルギーを控除したコアCPIは+0.9%へ上昇している。幅広い項目で物価上昇がみられ、食料品、宿泊料、外食等一部の項目では需要拡大も伴っているようである。しかし、マクロ的にみれば国内販売額が伸び悩んでいることから、需要増加というよりも生産コストの上昇による値上げが多いと思われる。こうした値上げが将来的に総需要の改善に基づく値上げへと結びついていくかが、QQEの成功の鍵を握るとみている。

ここで、物価について気になる点を2点指摘する。1つは、物価の基調を判断するのがやや難くなっている点である。これは、エネルギーを除

くコアCPIはQQE導入後最も高い伸び率を記録しているが、食料・エネルギーを除くCPIと10%刈込平均値は横ばいとなっているからである。特に、10%刈込平均指数は海外中銀でも重視されており、わが国においては、コアCPIよりも基調を示す指標として有用性が高いとの見解もある。このため、物価の基調が強まっていると判断するのは時期尚早だと思う。もう1つは、複数の予想インフレ率を示す指標が低下している点である。2017年度までのエコノミストの予想インフレ率や1年後の家計の予想インフレ率については、最近のコモディティ価格の再下落の影響を反映している可能性がある。世界的に、5年先5年のインフレスワップレートが原油価格に連動して低下した点は不可解だが、今回出張した欧州の複数の中銀でも同じ見解を耳にした。これは、予想インフレ率の低下ではなくインフレリスクプレミアムの低下、すなわち高いインフレが起きる蓋然性が低下したと投資家がみていることを示している可能性がある。この動きが一時的な動きなのかどうかに注目している。物価見通しの下振れリスクについては、大きいとみている。

最後に、経済・物価の現状、先行きについての執行部案を、概ね支持する。生産や輸出等の経済実態を踏まえて、より率直な表現を盛り込んだ点を評価する。以上である。

黒田議長

石田委員お願いする。

石田委員

まず、海外経済だが、「新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いている」との判断で結構である。なお、新興国・資源国経済減速の大きな要因である中国経済については、このところの株価、為替の問題と実体経済の悪化を示すデータから、先行きに悲観的な見方が強まっているが、過度に悪くみられている面もあると思う。8月の輸入は前年比-14%弱とマイナス幅が拡大したが、資源価格の下落による価格要

因を勘案すると、そこまで実態は悪くないのではないかとみている。また、大都市の住宅価格も反転してきており、局面変化の兆候も窺えるところである。中国政府は、金融・財政面で下支え策を打ってきており、当面はこれ以上の悪化は回避されるものと想定している。

次に、わが国の景気だが、「輸出・生産面に新興国経済の減速の影響がみられるものの、緩やかな回復を続けている」との判断で結構である。このところの統計には、ぱっとしないものが多く、7～9月期も、はっきりとした回復は難しそうだが、方向としては引き続き上向いているものと考えている。輸出、生産ともに、新興国が減速する中、国内でも軽自動車や鉄鋼などの在庫調整が期待したほど進んでおらず、当面、踊り場的な状況が続く可能性が高いと思う。

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。所得については、毎月勤労統計の7月の数字は期待外れの伸びにとどまったが、家計調査報告の勤労者世帯の名目収入は、前年弱かった反動を割引く必要があるものの、前年比+5.7%となっている。また、配偶者の収入が6月前年比+13%、7月前年比+24%と顕著に伸びを高めている。これまで働いていなかった配偶者の労働市場への参入が進み、家計の所得全体では着実に高まっていることを示していると思う。また、設備投資については、堅調な企業収益が続く中、内外需が緩やかに回復するに伴って、増加していくものと考えている。

最後に物価だが、コアCPIについては、今後、若干のマイナスとなる可能性もあるが、当面、0%程度で推移するとの見方に変わりない。この間、コアマイナスエネルギーの指標は、着実にプラス幅を高めており、4～6月期のGDPがマイナス成長となる中にあっても、物価の基調は堅調を保っているとみている。しかしながら、これまで着実に改善してきた労働需給が緩んでくる場合には、物価の基調的な動きに与える影響も大きいことから、その点は注意を要するものと考えている。以上である。

## 黒田議長

前回会合以降の経済・物価情勢について、委員方のご意見を私なりにまとめると、多くの委員が触れられた国際金融市場の変動であるが、中国経済を巡る不透明感、あるいは米国の利上げの影響が意識されるもとで、世界的に変動し、ボラティリティが高い状態になった。このところ、市場はやや落ち着きを取り戻しているようであるが、金融資本市場の状況については、多くの委員が指摘されたように今後とも十分注意していく必要があると考えている。

海外経済については、米国は、ドル高あるいは新興国経済の減速などの影響から鉱工業生産が力強さを欠いているようであるが、良好な雇用・所得環境あるいはガソリン安等を背景として家計支出に支えられた成長が続いている。欧州は、緩やかな回復を続けている。個人消費が増加基調であるほか、既往のユーロ安などを背景として、輸出と生産も増加基調にある。一方、多くの委員が触れられた中国経済については、製造業の過剰投資、あるいは在庫の調整圧力が強いもとで、製造業を中心に幾分減速しているようである。もっとも、先行きについては、当局が景気下支え策に積極的に取り組むもとで、概ね安定した成長経路をたどると考えられる。なお、最近の株価の下落については、先日のG20等の会議でも中国側が説明していたが、基本的には昨年末以降の急速な上昇の調整ではないかと思われる。中国以外の新興国は、中国経済の減速の影響、あるいは昨日の執行部の説明等にあったようなIT関連財の需要の弱さといったことを背景に、減速しているようである。ブラジルとロシアについても、資源価格の下落等で経済情勢の厳しさが増しているという状況にあるようである。こうした各国・地域の動向を踏まえると、海外経済については、新興国が減速しているが、先進国を中心とした緩やかな成長が続いているという見方で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、輸出、鉱工業生産が4～6月はマイナスになり、7月も4～6月対比でまだ小幅のマイナスで、新興国経済の減速の影響、あるいは軽自動車の在庫調整などから、このと

ころ横ばい圏内の動きとなっている。もっとも、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は維持されているようである。4～6月の法人企業統計でも収益が一段と改善していることが確認されたが、この史上最高水準の収益がどこまで設備投資というかたちで出てくるか、今後とも注目していきたいと思う。家計部門についても、多くの委員が指摘されたように、個人消費は、雇用・所得環境の着実な改善が続くもとで概ね底堅く推移し、また住宅投資は持ち直しているということであった。

以上のように、輸出、生産面には新興国経済の減速の影響がみられるが、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はしっかりと作用し続けている。従って、緩やかな回復を続けていくという総括判断を維持することが適当との見方が概ね共有されたと思う。先行きについても、先進国を中心とした成長が続き、新興国経済が減速した状況から脱していくもとで、わが国経済は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、いわゆるコアの前年比は0%程度になっている。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。一部の委員は、若干マイナスになる可能性もあるということも指摘されていた。この間、予想物価上昇率については、色々な指標があるが、やや長い目でみれば全体として上昇していると判断して良いのではないかと思う。

以上が私なりのまとめであるが、さらにご意見があれば、議論したいと思う。従来同様、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があればどうぞ。

### 白井委員

米国に関して2点申し上げる。1点目は、昨日発表になった9月のミシガン大学消費者信頼感指数は、たった1か月で1年前の水準に戻っており、

かなり悪かったと思う。どちらかと言うと、現状よりも先行きの方が大きく低下した。メディアでも昨日の執行部の説明では、これには株価下落が効いているということだが、ミシガン大学サーベイ自体の説明では、株価というよりも、消費者が世界経済のスローダウンによって今の米国経済をより弱くみているということと、雇用と賃金の伸びについて 2~3か月前に比べて optimistic ではなくになっている可能性があるということである。また、現在の強い支出は、今後 1 年先位までは続くとみているが、下振れリスクが大きくなっているとも言っている。もう 1 つの注目点としては、F e d の金利引き上げは、今の optimism を反映しそれを確認するものなので、足もとのようなイベントがなければ大きな問題はなかったが、最近のイベントによって、金利引き上げによって成長がよりゆっくりとしたペースになりそうだというシグナルと捉えられるリスクがあると言っているところである。一時的な株価下落であれば良いが、マインドおよびインフレ率低下による実質所得の上昇と、実質消費の上昇との間に相関があつたので、そこはしっかりみていく必要があると思う。

もう 1 点は、米国の金利引き上げについてである。利上げに向けて F O MC からは 2 つの条件が提示されている。1 つは労働市場のさらなる改善、もう 1 つは 2 % のインフレ率への合理的な自信である。労働市場は確かに良くなっているが、労働参加率は横ばいになっている。各種の研究によれば、半分は人口動態により説明されるものでこれはコントロールできないが、1 / 3 は cyclical なものだと言われており、F e d も同様の見方だと思う。ここは改善できるにもかかわらず改善していない点が、注目点である。もう 1 点のインフレ率については、私が重視しているコア P C E の刈込平均値は +1.6 %、コア P C E は +1.2 % なので悪くはなく、インフレ期待も市場データでないものは安定している。この 2 つの条件だけを考えると、金利引き上げの方向に行ってもおかしくないと思うが、1 つの問題は、金利引き上げをきっかけに米国の実質実効為替レートがどの程度増値するかだと思う。フィッシャー F R B 副議長がジャクソンホールでの講演で紹介していたシミュレーションによれば、実質実効為替レートが 10%

増価すると1年目のコアPCEがベースラインよりも0.5%下押しされるということであった。成長率も2年目から0.7%下押しされるという推計を出している。実質実効為替レートが利上げを契機にさらに増価していくのか、あるいは理論的に考えると拡散しない——黒田総裁も日本についてそのようなことをおっしゃったと思うが——ということであれば、金利を引き上げても大きな問題にはならないと思うが、そこはよくみえない。金利引き上げによって却ってインフレ率がまた下がるようになると、目標から乖離することになり、振り返って政策判断が間違ったと言われる可能性があるので、注目していきたいと思う。

### 中曾副総裁

中国について様々な議論が出たが、コミュニケーションも含めて中国当局の政策対応の意図が分かりにくかったことが混乱を増幅させたところがあると思う。例えば、8月11日の人民元の中間値決定に関する改革は、ドル高につれてこれまで人民元が他通貨に対して上昇してきた中、9月にも予想される米国の利上げに先んじてさらなる上昇を回避するために踏み切ったと類推されるが、一方で、人民銀行は人民元の一方的な下落を望んでいる訳ではないようである。現に、最近の外準の減少からみると、人民元買い・ドル売り介入を実施しているとみられる。ただ、この介入は、人民元のインターバンク市場から流動性を吸い上げ市場をタイト化させることになる。昨日も議論になったが、介入については、人民銀行は不胎化を実施していると思うが、これまでの動きなどからみて、次の2つの理由で不十分ではないかと思っている。

第1に、彼等の流動性供給は人民元の売り介入によるものだったので、それ以外の供給手段がこれまで機動的かつ透明なかたちで発動されていないのではないかと思う。確かに、新しい供給手段を導入してはいるが、内容をみるとどうも受身型のスタンディングファシリティーが多く、能動的なリバースレポなどのオペでもオーバーナイトの資金供給などの面でのファインチューニングが難しいように見える。さらに、資金供給を実施

する場合でも、市場への情報伝達がどの程度、どのようななかたちで行われているかよく分からぬ。そして、結局、足らない部分を預金準備率の引き下げで補完したのだと思う。

第2に、これも技術的な点になるが、流動性供給を行う前提として、資金過不足や流動性への需要の強さを計測する手段が、先進国の中銀に比べると未整備なのではないかと思う。その結果、市場がタイトになってしまい、それが株価下落の一因になっている。最近のインターバンクレートの高止まりも、そのような要因が寄与しているのではないかと思う。

このようなことを前提とすると、インターバンク市場の流動性の hiccup が散発的に起きる可能性があるのではないかと思っている。

#### 岩田副総裁

中国の景気下支え政策をみると、金融政策については非常に矛盾を感じている。利下げや準備率引き下げなどの金融緩和策を実施しているが、一方で、「元安は困る」と元を下支えするような政策を実施しており、これは矛盾していると思う。金利引き下げによる資本流出を懸念しているようであるが、確かに短期の資本流出は起こると思うが、短期の資本流出が起こるからこそ元安になり、それが輸出を下支えすることになる。短期金利が下がっても長期の直接投資にはそれほど影響しないと思うので、短期の資本流出をそれほど恐れる必要はないと思っている。このような金融政策なので、景気の下支えは結局は財政政策によることになる。これは、マンデル＝フレミング理論からすると、元を固定的にした方が財政政策が効くことになるので、そのようなことを考えているのだろうかとも思うが、金融政策にはあまり期待できないという感じがする。

#### 石田委員

資金供給が足りないということであれば、他国や一般常識に比べ非常に高い預金準備率の水準を下げれば膨大な資金が出てくる。そのほか、中国には、いちいち手続きを経なくても政策を変えることができるので、不味

いと思うと直ぐに変更するだけの能力がある。毎日の積みがある水準を切ってはならないというのを、ある程度のアローワンスを与え、本行のように平残規制している。このように、不味ければ変えるだけの能力があるとみている。

### 中曾副総裁

岩田副総裁、石田委員がおっしゃったことはそのとおりだと思うが、中国は矛盾した目的を持っていると思う。人民元安を加速させてしまうと、人民元安を誘導しているのではないかという憶測を惹起してしまい、一方の国家的な目的であるＳＤＲの通貨バスケット入りが難しくなってしまうので、思い切って流動性を開放しにくいというところがあるのでないかと思う。

### 木内委員

過去を振り返ってみると、中国では、為替は、事実上景気対策の1つとして位置づけられており、これまで景気、物価、人民元の動きにはそれなりの強い相関があったと思う。従来は、国内で金融を緩和しても今のように資金流出が起きて為替安定の方に政策の軸足を移す必要がなかったという点でフリーハンドがあったが、昨年辺りから状況が変わっている。1つは、根強かった人民元の割安感、すなわち人民元高期待が強い中では、緩和が資金流出、通貨安に繋がらなかつたし、多少人民元安に誘導しても、それが深刻な資金流出には繋がらなかつたと思うが、それが大分変わってきた。また、中国経済に対する中長期の期待が大分下がったことで、今度は根強い人民元安期待、資金流出期待が出てきて、それが為替政策の微調整や金融緩和によって一気に加速してしまうような問題が起こってきた。このように、為替政策の経済政策の中での位置づけが、事実上従来とは変わってきたということだと思う。

黒田議長

それでは、次に、わが国の経済・物価情勢に関して追加的にご意見があればどうぞ。

岩田副総裁

先程の個人消費について少し補足したい。勤労者世帯の7月の実質収入が前年比+5.4%と非常に高い伸びを示していることからみても、毎勤統計の特別給与が7月に0.3%しか増えなかつたことは、整合的には説明できないと思っている。また、量的・質的金融緩和が無職世帯、特に年金世帯のうちの低所得者に評判が悪く、今後、メディアもそのようなことを言うのではないかという懸念がある。量的・質的金融緩和は、物価の安定を通じて雇用市場を改善するので、確実に勤労世帯の収入を上げていき、それによって彼等の消費は増え、無職世帯の消費の鈍化を補って余りあるほど増えると思う。いずれにしても、量的・質的金融緩和は経済全体のパイを大きくするものであって、それをどのように分配するかは分配政策であり、財政の問題である。年金制度は、本来は保険料を払った者が年金を受け取るのが基本だが、そこは必ずしもそうはないので、年金世帯の低所得者に限っては所得再分配政策が伴わない限り、これらの世帯の消費を支えることはできない。経済全体の消費は、勤労者世帯の所得が増加することによって消費が伸びていくと思っているが、政府からの出席者もいらっしゃるので申し上げるが、望ましいのは同時に分配政策がとられることである。そうすると、量的・質的金融緩和政策は一層上手くいき、メディアなどの批判もかわせると思う。

原田委員

関連して申し上げると、新聞を購読している世帯の平均年齢は65歳というデータもある——若い人は新聞を読まないし、日銀の人もあまり読んでいないようである——ので、新聞を通じたQQE批判があるのも当然だという気もする。

## 白井委員

物価の上昇について、実際の公的データと家計の物価観との間のズレが大きい。家計ではどうしても食料品などの価格の影響を受けるので、本当はそうではないかもしれないが、家計が、データが表す以上に物価が上がっていると感じ、受け入れられないと感じてしまうところが問題ではないかと思っている。取り敢えずマインドは少し上がっているのでそこは注目したい。

先程の中曾副総裁の中国の金融政策についてのコメントについては、私も同感である。今まででは、外貨準備を増やして、よりパーマネントな私たちでバランスシートを拡大させる政策であったが、それをやめ、オペ中心となり受身的になっている。一生懸命にオペを実施し、取り敢えず8月は+13%と目標以上のM2を出せたが、長期のところまでイールドカーブがないので、持続性の問題や担保は大丈夫なのか分かりにくいという問題もある。それが、先程話のあった預金準備率の引き下げや現在75%のloan-deposit ratio規制の10月からの撤廃で、信用乗数を上げていけるかどうかを、これからみていかなければならぬと思っている。

また、中国以外の新興諸国がかなりジレンマを抱えていると思うので、安定的に成長していくかどうかが問題だと感じている。大量の資本流入がある時は、変動相場制の国でも介入してしまい、これによって流動性が非常に大きくなってしまうというジレンマもある。その時に、金利を引き上げるともっと資金が入ってくるので、結局ティラールルよりも金利を下げてしまい、超緩和的になり、バブルが発生し家計の資産が増加した。今度は、逆のことが起きるので、普通に考えるとティラールルよりももっと引締めなければ資金流出してしまうので、新興諸国は独立した金融政策を実施できるよう実施できないという問題がある。加えて、難しいのは中国との関係である。最近の報告書でもあったが、元々高かった中国とアジアの通貨の連動性が一層高まっている。そうすると、中国が通貨を安定させる、あるいはやや減価させていると、そちらに合わせるので――

米国に合わせると増価になる——、そのジレンマが相当深くなっている気がするので、しっかり成長していくかどうかを、みていきたい。

### 原田委員

中国の金融政策に戻るが、中国のマネーサプライ、M2あるいは他の指標も減少傾向にあって、同時に為替が上がっている。ある意味、当然のことだが起こっている。中曾副総裁がおっしゃったようにSDRの通貨バスケットに人民元を入れたいということで、為替レートを下げないようにしているのかもしれないが、同時に政策的な賃金引き上げもあったので、輸出競争力が低下し色々と困った状況になっているのだと思う。中国は、SDRのようなことは考えずに、自国の経済状況だけを考えて金融政策を行えば良いと思うが、なぜかそれができずに非常に矛盾した状況になっている。米国に批判されるから為替を操作しないということかもしれないが、南沙諸島や西沙諸島でしていることを考えれば米国に批判されることをなぜ気にするのかと思う。中国当局が何を考えているのかよく分からない。

### 佐藤委員

国内経済に戻るが、先程、景気は踊り場ないし横ばい圏内で先行きリセッションに陥るかどうかのクリティカルな局面にあると申し上げたが、私は、執行部見解どおり、先行きは緩やかな回復パスに復していくとみたいと思っている。それについて、幾つか論拠を挙げたいと思う。

第1に、所得環境である。マクロの所得形成について、新興国・資源国経済の減速でも、円安による海外からの所得の受取に加え、エネルギー価格、資源価格低下で、企業収益が極めて堅調に推移している。これは、GDIあるいはGNIの推移——4～6月のGDPはマイナスであったが、GNIは年率で+2.4%であった——にもしっかりと表れている。このようなマクロの所得形成は、残念ながら今のところ、設備投資あるいは賃金には表れていないが、雇用環境には好影響が及んできていると思う。過去を振り返ってみると、例えば、資源価格の影響からリセッション入りした

2007 年後半は、新興国経済は今と正反対で極めて好調な中、エネルギー価格、資源価格が過度に上昇し、企業収益が悪化し、結果的に景気後退に陥ったという状況であった。今は、エネルギー価格低下が、恐らく想像以上に、日本経済の外需の悪化に対してかなりの耐性をもたらしているのではないかと思う。

2 点目は、最近の国際資本市場変動の影響である。日本も相応に変動に見舞われているが、ただ足もとの株価、為替相場の水準は、昨年 10 月末の量的・質的金融緩和拡大前との比較では、まだ相対的には株高・円安であるので、資産効果、人々のマインドに直ちに悪影響が出てくるような水準ではないと思う。昨日の報告にもあったが、景気ウォッチャー調査の原計数ではなく季節調整後の現状判断、水準判断の D I をみると、ほぼ横ばい圏内あるいは僅かに上がっている。消費者信頼感指数も小幅改善しているので、足もとの国際金融市場の変動でマインドが悪化している形跡はみられない。

第 3 に、統計面で、毎勤統計、家計調査にみる所得や消費動向は確かに精彩を欠くが、昨日問題提起したように、毎勤統計については、他の統計やアネクドータルな情報に照らすと統計の信頼性に幾分疑義があるというのが昨日の執行部の説明であったし、家計調査についても、需要側の統計は確かに低調だが、販売や出荷といった供給側の統計は相対的には堅調さを維持している。その意味では、需要側の統計が消費の実勢を過小評価している可能性があると思う。それから、食料品の値上げによる消費の手控えは、年金世帯にとっては確かに大きなヘビーブローになると思うが、全体としては家計のマインドは概ね堅調さを維持していることからすると、食料品の値上げによって消費が急に手控えられたという議論を説得的に展開するのは若干無理があると思う。むしろ、食料品等の値上げは、QE 以降じわじわと進んできたので、それがここにきて 4 ~ 6 月期の消費を急に腰折れさせたということではないと思う。

結論的には、7 ~ 9 月期も踊り場が続く可能性はあるが、その後は新興国、なかんずく中国が様々な対策を打ち緩やかに持ち直していく中で、日

本の輸出、生産の持ち直しに伴って踊り場を脱していくとみたいと思う。

### 白井委員

食料品の価格は4月以降に急に伸びが高くなっているので、今後その影響をみたいと思う。家計は段々と慣れていくところもあるので、いつまでもそのような状況が続くかどうかは分からぬが、4～6月期については、非耐久財の実質消費は前期比ほぼ0%と変わらなかつたが、半耐久財が-3.5%、耐久財が-1.4%なので、低所得者を中心に価格が上がったことの影響がないとは言い切れないと思う。

企業マインドについては、様々な指標があり、調査統計局が示している統計では、大企業では上がっている方が多いと思う。そこは昨年10月とは異なる点として重視しているが、予測調査等をみると、先程申し上げたように全産業全規模において摂々しくない。それでも、設備投資計画は強いので、そこは注目したいと思う。売上高は、資本財と消費財が両方入っているので分けられないところがあるが、それが摂々しくないことがどのように影響していくか、注目すべきだと思う。

### 原田委員

木内委員に質問したい。「経済構造に見合った物価の安定」とおっしゃったが、それはどのような意味か教えて頂きたい。恐らく、成長率が低いので物価も上がらないということだと思うが、成長率が低いということは、需要も弱いが供給も弱いということなので、基本的には物価に対して中立的なはずである。そうすると「経済構造に見合った物価の安定」とはどのような意味なのか、教えて頂きたい。

### 木内委員

従来から申し上げているように、生産性上昇率、潜在成長率と物価のトレンドの間には、関係があると思う。中長期の成長期待が低い中では労働需要も高まらないので賃金上昇率もあまり高まらず、一方で、生産性上昇

率、潜在成長率の上昇期待が高まれば、労働需要曲線がシフトするのでそれによって賃金が上がる。それをマークアップするかたちで物価に転嫁されていくという経路があるのではないか、というのが長い目でみたサプライサイドと物価との関係だと思う。一方、足もと物価は経済構造に見合って安定していると申し上げたのは、需給ギャップは過去1年半位概ねニュートラルな水準にあり、勿論、物価は様々な要因で決まるが、大きな要因である需給ギャップが概ねニュートラルな中で、例えばコアコア指数は広い意味では0～1%の間にある。それは、つまり経済の動きと整合的な物価水準ではないか、という考え方である。

### 原田委員

成長率が高ければ当然供給力も上がり、供給力が上がれば物価を下げる要因になる。勿論、潜在成長率が高まれば需要も増えると思うので、需要も増えて供給も増えるので物価には中立的であるということになる。需給ギャップがニュートラルで、物価が0～1%の間にあるということだが、そもそも需給ギャップとは過去のトレンドで推計しているようなものである。過去の物価のトレンドがゼロないしマイナスなので、需給ギャップがゼロなら物価はゼロないしマイナスである。結局は、2%の物価上昇率は、需給ギャップがプラスの方向に動かなければ達成できないということになる。

### 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。再開は、10時28分とする。

(10時18分中断、10時28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。発言の順番は、先程と同じである。まず、佐藤委員からお願ひする。

佐藤委員

私は、量的・質的金融緩和の継続について、毎回の会合で予断を持つことなく判断していく構えであるが、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に、先のセッションで述べたように、国内経済は新興国・資源国減速の影響から、輸出、生産が横ばい圏内にとどまる中、先行き相対的に堅調さを維持してきた内需に影響が及び、足踏み状態を通り越して後退局面となるかどうかという微妙な段階にある。私自身は、先のセッションで挙げたように、エネルギー・資源価格下落による交易条件改善や為替円安による海外からの所得の受取増大から、企業収益は極めて堅調に推移しており、日本経済は、円安によるコスト増というマイナス面の一方で、相応のベネフィットを全体として享受していることから、景気は後退局面とはならず、緩やかな回復基調は維持可能とみている。もっとも、足もと、国際金融資本市場が不安定な動きを続ける中でも、こうしたベネフィットを好循環に繋げていくには、量的・質的金融緩和を着実に進めていくことを内外に改めて示すことが肝要と思われる。

第2に、これも先のセッションで述べたように、国際金融資本市場の不安定な動きが続く中、この9月末はいわゆるボルカールールが全面適用となって初めての四半期末となる。主要なマーケットメーカーのリスクティクが制約され市場の流動性が低下する中、不測の事態が生じないかどうか、とりわけ本邦金融機関のドル調達面でストレスが強まらないかどうか、注視する必要があると思う。量的・質的金融緩和との関連では、本行の情報発信が期末に向けて市場の新たな不安定化要因とならないよう、細心の注

意を払う必要があると思う。

もっとも、日本経済が足もとの踊り場を抜け、緩やかな回復軌道に復帰する蓋然性が強まることに備え、量的・質的金融緩和を如何にソフトランディングさせるかについて、今のうちから思考を重ねておくことも、また重要と考える。巨額の国債買入れの持続可能性について、昨日も執行部からは、問題なく進んでいるとの説明であったが、量的・質的金融緩和の出口を模索する段階になる前に、仮に、オペの未達が起こり、問題がクローズアップされてからでは手遅れになるという思いもある。

この点、金融政策を運営するうえでの物価動向の判断について、例えば、総合（除く生鮮）といった特定の物価指標の月々の前年比ではなく、物価の基調的な動きが重要であるという点について、政策委員会の見解は一致しており、こうした考え方は市場にも概ね浸透してきていると思う。それ故、消費者物価指数（除く生鮮）の前年比が0%のもとでも、量的・質的金融緩和は所期の効果を発揮しているという本行の説明も、概ね受け入れられていると思う。

私としては、物価の基調的な動きが重要であるという点を敷衍し、物価動向の判断に当たっては、賃金を含む物価指標を幅広く点検し、見通しへベースで柔軟に判断していく、すなわち先々2年程度の期間を常に念頭に、物価安定の目標の安定的な持続が見通せるパスにあるか否かで政策の継続を判断していくということを、日々の情報発信の中でもう少し前面に押し出していっても良いのではないかという思いがある。

また、量的・質的金融緩和実施から既に2年半が経過し、「2年程度の期間を念頭に置いて」という当初打ち出したタイムフレームは過ぎているので、これに必ずしも固執しなくとも、「できるだけ早期に」という努力目標を掲げ続けることで世間の理解は十分に得られるとの思いもある。

新興国・資源国経済が、執行部シナリオどおり、減速した状態から持ち直し、国内経済も踊り場を脱する見通しの蓋然性が強まることで、物価の基調が先行き大きく損なわれないとの判断ができるようになれば、以上申し上げたような情報発信により、量的・質的金融緩和のソフトランディン

グを模索することが必要と考える。以上である。

黒田議長

原田委員お願いする。

原田委員

まず、物価判断から申し上げる。物価の先行きであるが、物価は今後一時的にマイナスになる可能性が高いが、これは原油価格下落の影響がラグを持って続いているからである。生鮮食品とエネルギーを除く物価でみると、7月は+0.9%となり、エネルギー価格下落の影響がなくなる秋以降、生鮮を除いた物価もマイナス幅が徐々にではあるが縮小していくと思う。ただし、4～6月の実質GDPがマイナス、7～9月も冴えない様子であることを考えると、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。

また、先程のセッションで申し上げたように、日本経済は、足もと冴えない中で、雇用と賃金の改善も遅れている。中国経済のさらなる悪化の影響を日本経済が今後大きく受けるなど、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と思う。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妥当と引き続き考えており、同様のものをのちに提出したいと思う。

前回も申し上げたが、量的・質的金融緩和のもとで政策方針を現状維持とすることは、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ので、その効果と副作用を会合ごとに冷静

に問い合わせ直す作業が求められる。政策効果については、実質長期金利の低下がその最大の源泉と考えられる中、低下傾向が昨年時点でおおむね一巡したことから、限界的な政策効果は既に相当透減していると考えてきた。今回は、この実質長期金利あるいはタームプレミアムの動きについて検討してみたいと思う。

量的・質的金融緩和導入に際しては、国債の長期保有志向が強い金融機関も多いことから、本行が国債を買い進める中では、より高いプレミアムを買取価格に乗せ続ける必要があり、その結果、実質長期金利は加速的に低下、政策効果も加速的に高まる可能性が議論されていた。しかし、実際には、急速な低下がみられたのは導入当初前後であって、その後、低下ペースは緩やかになり、昨年には下げ止まったようにも見える。当初の予想と全く異なる実質長期金利のこうした動きをどのように理解するかは、今後の量的・質的金融緩和の運営を考えるうえで非常に重要である。この点を上手く説明していると私自身考えているのが、F R B が使っているモデルである。これに関連したレポートが、先日、行内でも出されている。ここでは、国債買入策が国債のタームプレミアムに与える影響は、国債市場全体の中でどの程度の規模の国債を中央銀行が購入し、その結果民間保有分がどの程度低下したかというストック効果を前提に考えられている。ただし、このストック効果については、それぞれの時点の残高変化の効果に加えて、将来時点における買入れ、売却、償還を通じた残高変化の見通しの効果も組み込んだ期間構造モデルとなっている。例えば、10 年国債のタームプレミアムへの影響を考えると、買入れの開始直後は、その時点の買入れの効果よりも、その後の買入進展のストック効果を一気に織り込んで金利は大きく下がる。しかし、その後は、時間の経過とともに将来時点での買入一巡や売却あるいは償却を通じた残高削減の影響が次第に強まり、国債を買い続ける中でも金利の低下幅は縮小していく。

ここから 3 つの重要なインプリケーションが得られると考えている。第 1 は、資産買取策によるタームプレミアム、あるいは実質長期金利押下げ効果は、時間の経過とともに透減していくという可能性である。これは、

限界的な政策効果が、時間の関数になっていることも意味しており、この点から、資産買取策は短期的に相応の効果が期待できる一方、長期間続ければ限界的な効果が遞減あるいは減少に転じるという性質を本来持っているため、コストとの見合いでは長期戦にはそぐわない政策手法との考え方ができるよう思う。

第2に、資産買取方針変更の影響については、市場に予め予想されていない買取額の増額も、必ずしも金利押下げ効果を高めることには繋がらないと考えられる。それは、国債買取りの技術的な限界が市場でより意識されていることに起因するもので、買取額を増額すると、それによって買取策が早期に行き詰まり、政策の枠組みを見直す時期が当初想定よりも早まるとの観測が一方で強まるため、その分、足もとでの増額の金利押し下げ効果が相殺される可能性が考えられる。実際、昨年10月の量的・質的金融緩和の拡大が、一段の実質長期金利低下に繋がらなかつた理由として、このような説明も可能だと思う。仮に、この先に国債買取増額が再び実施されるようなことがあれば、同様の帰結となる可能性に留意しておく必要があると思う。

第3に、このモデルに基づけば、買入減額などの正常化に着手する際に、先程の増額のケースとは全く逆に、それが国債買入れの限界の時期を後ずれさせ資産買入策の持続性をむしろ高めることや、国債保有残高を削減する意図が当面ないことを併せて説明することで、実体経済や金融・資産市場の安定を損ないかねない国債のタームプレミアムの急速な上昇など、金融市場の過度な反応のリスクを軽減し、円滑な正常化に資することができるのではないかと考えている。このような情報発信は、国債買入れの減額措置が早期に短期金利の引き上げには結びつかないという説明とともに、金融政策運営方針に関する私の提案等の中に既に含まれている。本行が購入した国債を長期間保有し続けることは、政府の利払い負担軽減に貢献することなどから、財政ファイナンスとの観測を高める可能性があることや、従来から申し上げているように、負債側で高水準の超過準備を維持し続けることになり、金利引き上げによる自己資本毀損や国民にとっては予期し

ない負担の発生などの問題を生むため、私自身は、基本的には望ましくないと考えている。ただし、金融市場の安定を維持しつつ政策の正常化を円滑に進めるツールとして、このような情報発信を活用する余地はあると考える。以上である。

黒田議長

岩田副総裁お願いする。

岩田副総裁

金融政策運営を決定するうえでは、次の4つの指標に注目して、物価の基調を判断することが重要であると考えている。第1に、雇用需給の引継まりと将来のインフレ予想から賃金が上昇しているかどうか、第2に、企業の価格設定行動が将来のインフレを予想して形成されているかどうか、第3に、総需要の増加により需給ギャップが縮小しつつあるかどうか、第4に、予想物価上昇率が長い目でみて、物価安定目標である2%に向かって上昇傾向にあるかどうかである。

また、物価の基調を見るためには、執行部が言及しているように、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価の前年比や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有益であると思う。暫くはエネルギー価格低下から消費者物価前年比は0%台で推移すると予測されるが、今述べたような幾つかの経済指標からみて、2%へ向けた物価の基調は維持されていると考える。従って、金融政策は現状維持が妥当であると考えている。

なお、物価の基調を変化させる要因としては、現在は中国経済の動向が重要であると思うので、中国経済の減速がどの程度でとどまるかを注視していきたい。以上である。

黒田議長

中曾副総裁お願いする。

## 中曾副総裁

金融環境については、引き続き緩和した状態にあると思う。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が続いている。このような点からみて、ＱＱＥのもとで、企業や家計まで緩和効果が浸透していっていると思う。以下では物価について述べる。

CPIコアの前年比は、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、物価の基調が着実な改善を続けるもとで、エネルギー価格のマイナス寄与が剥落していくに伴って、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、基本的に考えている。2%程度に達する時期は、原油価格の動向によって影響を受けるが、この点、このところの原油価格は振れの大きな状況となっており、留意が必要であると思っている。ただ、金融政策運営上重要なことは、原油価格の動きそのものではなく、それが予想物価上昇率の変化などを通じて、物価の基調的な動きに影響を与えるかどうかという点であり、原油価格の動向については、こうした観点から注視していく必要があると思っている。

その物価の基調については、着実な改善が続いていると判断している。CPIの前年比をみると、食料およびエネルギーを除くベースでは、本年4月の+0.2%をボトムに、7月は+0.6%まで伸びが高まっている。また、生鮮食品およびエネルギーを除くベースでは、7月は+0.9%と前月からプラス幅を拡大している。さらに、CPIの上昇品目比率から下落品目比率を差し引いた指標は一段と上昇し、7月は40%ポイント程度となっている。この間、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、企業や家計の物価観の変化が、賃金改定や価格設定の面に現れてきていることが指摘できると思う。2年連続でベアが実現し、今年度は価格改定の動きに広がりと持続性がみられることは、そのことを端的に表していると思う。予想物価上昇率については、市場の指標やサーベイ調査だけではなく、今申し

上げたような企業の価格設定スタンスなどをみていくことも重要である。これらの動向から判断すると、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考えている。

わが国経済においては、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いていると考えられる。このことは心強い動きだが、一方で、昨日の議論にもあったが、現時点では、企業収益が好調なわりには、賃金への波及がやや鈍い点は気になっている。実際、今年のペア率も当初期待していた伸び率には届かなかった。2%の物価安定の目標を実現するためには、賃金から物価への循環メカニズムの働きが今後一層強まっていく必要がある。企業収益が過去最高水準で推移し、労働市場が完全雇用の状態にあることを考えると、賃金の伸びが高まっていく環境は整っていると判断しているが、実際にそうしたプロセスが実現するかが、今後の物価動向の非常に大きな鍵を握るを考えている。

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っている。ただ、リスク要因としては、今日の議論にもあったが、海外経済の動向のほか、原油価格の動きがインフレ期待に与える影響や今後の賃金の情勢など、様々な要因があることも確かであるので、これまでにも増して丹念にそのようなリスク要因を点検していくことが大事な局面を迎えていると思う。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、貸出残高は緩やかに増加している。

次に、物価動向については、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思う。まず、第1のファクターは資源市況である。石油をはじめ商品市況が軒並み下落傾向をみせているのは心配である。市況を映じて国内企業物価も下落が続いている。特に、目下の石油価格が中間評価における予測の前提条件から大幅に乖離しているのは、懸念材料である。イラン制裁解除、中国経済減速に加え、油価が上がれば増産になると言われる米国のシェールオイルの事情等を考えると、石油価格の上値は重いのかもしれない。ただし、一方で産油国の財政という観点で、油価下落はロシアやベネズエラ等だけでなく、コストの低いサウジアラビアのような国までも財政的に圧迫していることを踏まえると、これが今後やや長い目でみて、如何なる展開に繋がってくるのか、注目していくつもりである。

第2のファクターである為替については、近い将来に実施が予想されている米国の利上げの動きから目が離せない。基本的に、米国の利上げは、直接的には円安圧力であり、物価押し上げファクターだとみているが、実際の利上げに際しては、グローバルな資金の流れという面から複雑なプロセスをたどるのかもしれない。グローバルにみた現在の通貨動向は、中国減速、市況下落、米国利上げという3つの要因を複合的に反映したものであり、それぞれのファクターの影響度合いは国ごとにばらつきがあるとみられるが、このような要因をどの程度織り込んでいるのかが注目されるところである。利上げ観測並びに実際の利上げにおいて、円相場がどのような軌道を取って、どのレベルに落ち着いて行くのか、非常に不透明な状況にあり、従って、為替ファクターの物価への影響も予断を許さない。

第3は需給ギャップである。日本経済が緩やかな回復を続けていることに変化はなく、需給ギャップは基本的に改善方向に動いている。有効求人倍率は高水準で人手不足感は強く、速報値ではあるが実質賃金指数も前年比でプラスに転じた。しかしながら、一方で、個人消費、輸出とともに力強さに欠け、その回復が低迷気味であることから在庫水準は高めである。さらに、輸出は北米、中国を含むアジアとともに、下振れリスクを抱えている。

こうした状況を踏まえると、需給ギャップの改善が緩やかなものとなり、賃金、物価への押し上げ圧力が力強さを欠く可能性も否定できないと思われる。

第4は、予想物価上昇率についてであるが、やや長い目でみれば上昇していると判断される。しかし、一方で、原油価格の下落傾向等が予想物価上昇率に与える影響度合いには、留意する必要があると思う。

以上の物価を取り巻く各種ファクターの動向を踏まえると、物価安定の目標である消費者物価前年比+2%に向けての上昇において、その巡航速度が想定よりもゆっくりとしたものになるリスクが高まっているとみている。しかし、いずれにしても、物価情勢の判断にあたっては、総合消費者物価指数や総合・除く生鮮食品だけでなく、様々な物価指標を点検し、その背後にある経済の動きとも併せて評価していきたいと考えている。

以上のような厳しい環境のもとで、現在の金融政策に対する見方には否定的な意見も聞こえるが、国民全般や経営者の方々の間では、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評価が維持されているとみている。この信認を保つことは大変重要である。実際に、量的・質的金融緩和のもとで、経済の好循環が徐々にではあるが着実に回復してきているので、この流れを維持、推進していくことが必要である。従って、現在の金融政策運営方針を継続することが上策であると考える。以上である。

黒田議長

白井委員お願いする。

白井委員

金融市場調節方針は現状維持が適切と判断する。市場では、追加緩和期待が幾分高まっているようだが、この背景には、本年4～6月の実質成長率が前期比マイナスに転じたうえに、7月の経済指標も悉々しくない状態にあり、10月展望レポートでは政策委員の経済・物価見通しが再び下方

修正され、2%程度の達成時期が後ずれすると予想されていることによるものと思われる。しかし、私自身は、今後についても、当面は現状維持が良いと考えている。

現状維持の理由だが、第1に、設備投資、個人消費、鉱工業生産、並びに企業・家計マインドが、振れはあるものの、昨年10月の追加緩和時点と比べ悪くない状態にあるからである。第2に、コアCPIの前年比伸び率が低迷している主因は、エネルギー価格の下落や世界的な低インフレによる輸入価格の下落にある。現時点では、エネルギーを除く複数のCPI関連指標、10%刈込平均値、コアCPI上昇品目比率は横ばいまたは上昇していることから、物価の基調が悪化しているとまでは言えないからである。第3に、予想インフレ率は幾つかの指標で低下しているが、市場関連の指標は原油価格の動きとともに欧米の指標と連動している面があるため、わが国の予想インフレ率自体が低下したと判断できないことがある。また、家計の1年後の予想インフレ率は、足もとのガソリン価格の下落によって低下しており、エコノミストの中期の予想インフレ率は、原油価格の先物カーブが下方にシフトした点を織り込んで下方修正されていると考えられる。他方、将来的に、予想インフレ率が上昇に復したとしても、企業や家計の物価観や行動が持続的に変わるには賃金等の持続的上昇が必要である。それには時間がかかり、金融緩和的な環境をできるだけ持続させる必要があると思われる。第4に、最近の株価の調整は、日本企業の収益が改善または改善していく見通しの中で、海外株式市場に連動して下落しているため、徐々に収まっていくとみている。円の為替相場については、やや円高方向にあるが、元々の水準が過小評価との指摘もみられたことから、現在のレンジであれば問題ないと考えている。

日本銀行は、他の中銀と同様に、フレキシブル・インフレーション・ターゲティングの枠組みを当初から採っており、そのもとで物価・経済見通しや2%程度の達成時期は変わり得る点について、丁寧に説明していくことが重要である。また、追加緩和を求める声がある一方で、現在の買入規模の持続性を疑問視する声も内外で強まっているように思う。資産買入れ

の持続性への懸念が広がると、十分な金融緩和効果を発揮できず、中長期の予想インフレ率の引き上げが難しくなるリスクがあるようだ。この観点から、例えば来年度中にでも、やや長い目でみた持続性についての何らかの情報発信が必要となるかもしれない。なお、仮に、買入れに困難が生じる場合には、これまで繰り返し述べているが、買入平均残存期間の長期化、次いで他の資産の買入等で一部補完するなどの対応をまず考えるべきであると思っている。

この点、E C Bにおいても、本年3月にP S P Pを開始した当初から、一部のコア国を中心に市場参加者の間で国債買入れの持続可能性を疑問視する見方もあり、幾分信認の問題に直面していたように思う。しかし、9月初めの理事会では経済・物価見通しを下方修正するとともに、約600億ユーロ買入れを「必要があれば、2016年9月以降も継続」という表現をステートメントに追加したほか、銘柄ごとの買入上限を25%から33%へ引き上げた。これにより、2016年9月以降の継続余地が広がった印象を与えたことで、市場における持続可能性への不安を緩和し、信認を高めることに取り敢えず成功したように思う。

先週私は欧州に出張し、複数の当局者を含め活発に議論してきたが、市場参加者の間では、概ねE C Bの意図した受け止めがなされたとみる向きが多いようである。当局者の中には、来年9月以降の一部の資産買入れの持続性について懸念を表明する方もおられたが、他の資産買入等の余地もあるようである。また、現時点では資産買入れは順調に遂行されており、品不足もあまり生じていないようである。この背景には、買入総額がまだ少ないと、ヘッジファンドや外国中銀による国債売却が多いことにあるようだ。当面は、外国投資家等からの買入余力がまだあるようである。また、今年4月末以降の金利上昇によって、買入れが容易になった点も順調な買入れができる理由だが、一方で、より多くの量の国債買入れが必要になったとの悩みも聞かれたところである。資産買入れの効果については、周縁国を中心に長期貸出金利が低下し、国債の対ドイツ国債のスプレッドも比較的低水準にあるため金融緩和効果が大きいとの見方が概ね共有さ

れている。域内全体では、ユーロ安と物価目標の実現可能性に対する信認の改善という2つの効果が大きいとの見方が聞かれた。

E C Bの金融政策については、「中期的に2%未満、2%近傍」という物価目標が域内の市場、市民に受け入れられている点、エコノミストの長期物価見通しもこの目標と概ね整合的である点、域内のリスクフリー資産であるドイツ国債の供給増加が今後も見込まれないことが将来の出口政策を容易にするという点で、わが国よりも有利な状況にあるように思う。以上である。

黒田議長

石田委員お願いする。

石田委員

海外経済の動向、国内経済の動向いずれも必ずしも堅調とは言えないもとで、株式市場に調整色が出てきており、為替市場も円安傾向に陰りが出てきていること、また、原油価格が弱含みとなっているもとで、市場の一部には追加緩和を期待する向きもみられるところである。

一方で、企業部門をみてみると、法人企業統計をみても、企業収益は中小企業を含めおしなべて拡大している。中小企業については、これまで円安により仕入価格が上がる一方、販売価格が上げられないとして、業況の悪化を言う向きが多かったところだが、現実には、企業物価は低落しており、状況は改善しているということだと思う。企業収益の水準は、2013年から格段に積み上がってきているものの、これが国内の設備投資、賃金という支出に十分向かっていないところが、企業部門が好調であるにもかかわらず、経済全般の活発化につながっていない大きな理由だと思う。国内設備投資が本格的に伸びていくためには、国内経済に対する成長期待がしっかりと出てくる必要があり、そのためには企業の売上が伸びていくことがまず第1である。詰まるところ、消費が持続的に拡大していくことが必要である。

そこで、消費の拡大のベースとなる賃金上昇については、賃金は労働需給で決まるとはいうものの、主力となる正社員についてみると、自発的転職が一部の業種を除き限られており、需給の調整が主として新卒採用と非正規雇用により行われている状況のもと、労働需給が正社員の賃金に直接影響していく力は限られている。企業の賃金に対する考え方は、定例給与の引き上げは固定費の増加となるとみる向きが多く、まだまだデフレ的な考え方方が強く残っている。この点は、物価上昇が定着していかないとなかなか変わらないと思う。しかし、賃金上昇が定着しないと継続的な物価上昇も困難であることも現実である。当面は、賃金引上げについて、政労使会議等外部からの強力な働きかけが、引き続き必要なものと考えている。

設備投資や賃金引き上げの原資ともなるべき企業収益のこのところの大幅な改善には、デフレ時代からの企業それぞれの人事費圧縮や設備投資圧縮なども含めた合理化努力があり、それにより損益分岐点が大きく引き下げられてきたものである。そこに大規模な金融緩和が大きく寄与して、収益拡大をもたらしたと考えている。金融政策は、企業の支出拡大の前提としての収益拡大という環境の整備について十分に効果を発揮してきたものと考えている。

しかしながら、企業の支出行動は企業自身が決めることであり、金融政策の役割は、企業のマインドがより積極的なものへ転換していくための環境をしっかりと作って保っていくことにあると思う。支出活動が活発化するまでには相応の時間を要するとみられることから、現行金融政策についても、タイミングをみて、より持続性のあるかたちに転換していく必要があるものと考えている。

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、資産買入方針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

委員方のご意見をまとめると、金融市場調節方針および資産買入方針については、木内委員を除けば、これまでの方針を継続することが適当との

意見であったと思う。先行きの金融政策運営については、木内委員を除けば、これまでの基本的な方針を維持することが適當ということ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ており、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は確かであると思う。

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。

#### 中曾副総裁

昨日も議論になり、私も先程申し上げたことであるが、企業収益が最高水準にもかかわらず、賃金への波及が、毎勤統計の問題を割り引いても鈍い気がする。今日、何人かの委員から、今は、所得から支出への好循環を持続させることが日本経済にとって極めて重要である局面であるとの指摘があったが、私も全くそのとおりだと思う。この点、昨日の関根調査統計局長の説明にあったように、中国や新興諸国の経済減速を背景に先行きに対して漠然とした不安感を訴える企業経営者が増えていることや、加えて、来年のベアに向けて議論が進む時期とコアCPIがゼロないし若干のマイナスとなるような時期がちょうど重なってくることは、2年間続いたベアの動きへの逆風になり得るリスクではないかと思う。従って、今後の日本銀行の情報発信ないし対外説明においては、日本経済の所得から支出への循環メカニズムはしっかりと作動し続けているということ、そして物価の基調は改善を続けていることを述べたうえで、所得から支出への好循環メカニズムを維持していくためには、極めて高水準の企業収益をベアを含めた賃金の上昇に繋げていくことが極めて重要であって、そのための緩和的な金融環境は十分に整っているということも併せて、われわれとしては情報発信していくべきではないかと思う。

## 岩田副総裁

中曾副総裁、石田委員がおっしゃった賃金について、一般労働者とパートタイムとを分けてみると、一般労働者の実質賃金は、確かに昨年12月頃から前年比プラスに転じ、その後ずっとプラスだと思う。最近は、消費税増税の影響を含めてもプラスになっている。パートの実質賃金はもう少し早くからプラスに転じている。この両者をみると、パートの実質賃金の伸び率の方が非常に高い。これは、石田委員がおっしゃったように、要するにパートの方が市場の雇用需給を反映して非常にフレキシブルに変動するためである。それに対して、一般労働者は、全てが正社員という訳ではないが、特に正社員の賃金を一旦を上げると、賃金の下方硬直性があるのでどんなに景気が悪くなっても下げられない。このため、経営者としては、1～2年利益が上がったからといってベアなどはそうそう上げられないという構造にならざるを得ないのではないか。雇用需給については、正社員については新卒採用で調整するなど少し時間がかかるため、量的・質的金融緩和を続けることによって企業収益の改善を長く持続させることができ、上がってはいるが期待どおりには上がっていない正社員の賃金を、期待どおりに上げる要因となるので、量的・質的金融緩和を持続することが大事だと思っている。

## 石田委員

私は、そのように言ったが、企業の立場に立つと、かつての円高時に、賃金が高過ぎるという考えが強く、リーマン・ショックのあと人員削減や非正規社員をミックスで使うことで労働コストを下げてきた。あるいは、設備投資をせずに減価償却を減らすことで利益を上げようとしてきた。そのようなことをずっと続けてきたので、今でも賃金を上げるという考えはあまりない。しかし、賃金を上げないと物価との好循環が生まれないというところを政策的にどのようにしていくのかということになってしまう。「賃金を上げないことはけしからん」というようなことになると、大変問

題になると思う。

### 岩田副総裁

「けしからん」ということではなく、正社員の賃金は、パートなどに比べるとどうしても需給情勢だけでは簡単には上げられないということは確かである。ただ、正社員の賃金は上げないということが方針ということではないと思うし、労働需給がタイトになってくると新卒だけ賃金を上げるという訳にもいかないので、段々波及してくるのではないかと思う。ただ、高度成長期のような猛烈に高い伸び率が続くというほどの確信はないので、上がり方はそれほど大きいとは思わないが、長期的には期待した位は上がっていかないかと期待しているということである。

### 布野委員

今、漠とした不安が設備投資や消費動向といった色々なところに影響しているという話があったが、目下議論されている漠とした不安は海外発であると思う。その意味では、本行からの発信において、そのような不安はあるものの、内需あるいは日本経済は着実に好循環を維持しているということを強く発信することが重要ではないかと思う。企業経営者の立場では、設備投資や設備能力を内需と外需に分けて考えることはしておらず、外需が下がれば設備はオーバーキャパシティになってくるという不安感を持っていると思う。このため、漠とした不安も内需の方が支えるという意味合いの発信に繋げていくためにも、好循環は維持されて腰折れしていないという趣旨の発信を続けることが重要であり、このことは企業者のマインドにも影響を与えるのではないかと思う。

### 木内委員

賃金が思ったほど上がっていないということであるが、私自身は、労働需給の逼迫や企業収益の改善を映して改善してきていると思っている。期待したほどは上がっていない背景としては、企業収益の持続性という議論

があったが、突き詰めてみると、足もとの円安などに支えられた企業収益が、短期間であればそれをなかなか支出しないという企業の行動に繋がってくると思う。それが持続性を持つということは、結局は成長期待が高まることに帰着すると思うので、成長期待を高めるような政策として何が良いかということを考えていく必要があると思う。

### 佐藤委員

正社員の賃金がなかなか上がりにくいという議論については、企業にすれば正社員の賃金は固定費なので、固定費がベアでどんどん上がっていくことは、企業にとっては先々の大変な脅威になると思う。その点では、勿論、金融面で緩和的な金融環境を維持することによって企業努力を側面支援していくことは重要であるが、その一方で、構造改革の努力も必要である。例えば、今は少し off the agenda になってしまっている感がある労働市場の柔軟性向上についてである。例えば、解雇法制で、手切れ金を支払って解雇を容易にするといった仕組みを作っていくという話も、私の受けている印象では、立ち消えになってしまっている感じがする。こうしたことを進めていくことによって、企業としても、固定費である人件費を変動費化しやすくしていくといった環境整備が必要だと思う。2013年1月の政府と日本銀行の共同声明の中では、「日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定を整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している」と書かれている。2%の物価上昇率を目指すことについても、先程申し上げたような、例えば労働市場の柔軟性を向上するための取組みなどによって、競争力、成長力が強まっていくということが、1つの前提になるのではないかと思う。

### 白井委員

賃金については、少しずつプラスの効果が出てきているとは思うが、どの分野で雇用が増えているかというと、非製造業の医療・介護といったと

ころが圧倒的に多い。その部分は元々生産性が低く、収入も保険で賄われる部分が多い。この分野の賃金の伸びは低いと思うので、どのように生産性を上げ賃金を上げていくかが、大きな課題になると思う。製造業の方は、国際競争があるので価格そのものを上げていくことはあまりできないが——ドイツでもそのように聞いた——、非製造業よりは生産性を上げやすいと思うので、生産性を上げながら賃金を上げていくことが可能であると思う。従って、非製造業でどのように賃金を上げていくかが、生産性との関係で非常に大きな問題だと思っている。

ユニット・レーバー・コストとユニット・プロフィットをみると、日本では過去20年位は逆相関であった。つまり、ユニット・レーバー・コストが上がっている時はユニット・プロフィットが下がる、その逆は逆という感じがあった。ドイツなど欧州では両方一緒に上がっているので、わが国でも、利益も上がり賃金も上げられるという環境がどうしても必要だと思う。

正社員の賃金も上がっているということであるが、それはそのとおりだと思うが、一方で、正社員の求人倍率がまだ伸び悩んでいるところをみると、企業は、コスト節約的な発想と季節的に調整しやすいというフレキシビリティから、可能であればパートを採用したいというところも、1つの課題だと思う。

### 原田委員

木内委員に質問したい。今回も、緩和の程度を縮小するという提案をされているが、これと中国経済の減速についてはどのように考えておられるのか、教えて頂きたい。

### 木内委員

景気情勢が厳しい中で、私は、引締めではなく、緩和を強化していくペースを若干調整するという提案を維持している。政策委員会も含めて多くの人にとってはやや違和感があるかと思うが、ただ、私自身の考えは、従

来申し上げていることと変わりない。基本的には、政策判断は、効果と副作用の比較考量によってなされるものであるが、効果と副作用も中長期の効果と副作用、さらに言うと中長期の効果と副作用の限界的なバランスを改善させることが重要で、減額はそれに資するというのが基本的な考えである。もし、現在の政策が伝統的な金利政策であれば、原田委員がおっしゃったとおり、中国経済が下振れ景気の先行きが厳しくなれば緩和をするということであるが、今の政策自体がそのような伝統的かつファインチューニングに適する政策かというと、そうではない。例えば、資産買入策は、緩和はあっても引締めはないという非対称的な政策であり、この政策ツールを使って、景気が下振れた時にさらに強化していくというのは妥当でないのだと思う。突き詰めれば、中長期の観点から効果と副作用の比較考量で判断したということである。その点が、伝統的な金融政策、つまり効果と副作用が比較的短期で、将来的に非常に柔軟に政策を修正し得るという政策ツールであれば、まさに足もとの景気、物価に countercyclical に対応しても良いと思うが、それとは全く違うツールで金融政策を実施しているということがベースにある。

あと 2 点申し上げたい。1 つは、このようなファインチューニング的な対応を探らない、あるいはある意味それを放棄したことが始まったのが今 の QE であると、私は理解している。従って、戦力の逐次投入はしないという考えに賛成した。その意味では、足もとの景気情勢に応じて逐一政策を変えるのはおかしいと思っている。

もう 1 点は、とはいへ政策対応の余地が将来的に全くないと言っている訳でもない。QE から離れた政策手段が他にもある。例えば、QE のマネタリーベース目標自体は変えなくても、必要であれば一時的に大量の資金供給、例えば円貨で無制限の資金供給をするというようなことで対応する余地もあると思っている。

佐藤委員

個人的には、2 % の物価安定目標の実現に関して、今後、政府・日銀と

してどのように考えていくのかについて改めて精査していく必要があるのではないかと、考えている。なぜこのようなことを申し上げるかと言うと、先程のセッションで申し上げたこととも関係するが、今週の経済財政諮問会議で総理から携帯通話料金の引き下げの指示があったが、その理由は家計負担の軽減のためと伺っている。携帯通話料金の引き下げについて、物価との関係では、過去、実際に携帯通話料金の影響によって消費者物価指数が相応の影響、無視できないほどの影響を受けたことがある。勿論、携帯通話料金が下がっても、家計負担が軽減され、浮いた分の可処分所得が他の財・サービスの購入に回り、その物価が上がる所以で良い、ということであれば、それはそれで一般均衡論的な考え方として理解できるが、その場合は全体としての家計負担は変わらない。従って、携帯通話料金を下げるについては、これをどのように物価安定の目標の実現と関連づけていくべきかよく分からないので、私からの問題提起ということで申し上げておきたい。

### 原田委員

先程の木内委員のお答えでは、今の政策を続けることができないので、何が起きても緩和することはできないということになってしまうと思うが、そのような理解で良いのか。

### 木内委員

今の政策は、黙っていても強力な緩和をさらに強化していく政策であり、私が提案しているのは、取り敢えずは買入額の減額なので、緩和の強化をやめることではなく、緩和の強化を弱めることに過ぎない。先程の発言の中にもあるが、基本的には、残高がタームプレミアムを通じて政策効果を決めているとすると、残高を減らすことは、将来的には非常に大きな判断だと思うが、買入額の減額自体は、引締めでも緩和を弱めることでもなく、緩和の強化のペースを弱めることである。これは、今のやや厳しい経済状況に照らしても整合的でない訳でもないと考えている。

## 白井委員

F R B のモデルを使うのは 1 つの考え方だとは思うが、F R B のモデルもあくまでも タームプレミアムの計算方法の 1 つなので、木内委員のようにそれをそのままわが国の金融政策に繋げて議論するのは、少し難しいと思う。F R B モデルは、タームプレミアムに効くのはストック効果であって、その効果はアナウンスメント時点で全て現れてしまい、あとは効果がどんどん低下していくばかり、というモデルだと思うが、そもそもそれは本当なのか。モデル上ではそうだが、例えば、2013 年 5 月の taper tantrum の時にあれだけ長期金利が上昇した一因は、市場が予想していた F R B の買入金額と違ったと思われたからである。そのようなことをみると、アナウンスメントで効果が全て出る訳ではないので、最初のアナウンスメントで全て出るという考え方本当に正しいのだろうかと思う。物価の目標に向かたパスによっても変わってくるので、単純なモデルだけで議論することにはそもそも疑問がある。これはタームプレミアムだけの話だが、資産買入によるシグナリング効果や中長期にイールドカーブに働きかける効果もあるので、F R B モデルが説明しているのは、本当に極く一部のことだけである。また、F R B は、インフレ期待がアンカーされている中で金融政策を実施しているが、Q E の効果には、インフレ期待の効果があるということは E C B も同じである。日本ほどではないが、そのような発想で実施している。インフレ期待が下がったので Q E を実施し、それなりの効果があったという見方をしている。インフレ期待への効果については、米国ではインフレ期待がアンカーされているとの前提に立っているためそれほど重要でないのかもしれないが、われわれにとっては重要で、そこはそのような問題もあるのではないかと思う。

F R B モデルの問題点を整理すると、1 点目は、全てがアナウンスメントで出るということ自体は、あくまでも仮説であり、現実に沿わないかも知れない。2 点目は、資産買入れのシグナリング効果も当然あり、それを遮断したモデルである。3 点目は、インフレ期待への影響は米国と日欧で

は異なる。4点目は、リバランスについて、日本のように15年もデフレが続いていると、家計は預金、銀行はJGBでの運用が多かったので、そこを変えていくのは大変であり、そう簡単にはリバランスは出てこない。今回、欧州に出張してきたが、欧州ではリバランスが少し出ているようである。機関投資家が、カバードボンドや社債の買入れでリバランスしたり、より長期のものを購入したりしているようだが、15年もデフレが続いていた日本の場合、簡単にはリバランスが起きないので、米国と同じような考え方では議論できないと思う。木内委員がおっしゃっている副作用などの問題はあると思うので、私もバランスを取ってみていきたいと思っているが、FRBモデルだけを使って論じるのは難しい面があると思う。

### 木内委員

私は、FRBモデルを使ってわが国の政策運営をしようという提案をしている訳ではない。日本と米国で実質長期金利がなぜ想定とは異なる動きとなったかは非常に重要であり、それについてはFRB型モデルは1つの重要な説明をしているのではないかと考えたので、今回それに注目したということである。このモデルに従うと、国債購入によるタームプレミアムへの影響は、先行きの効果も含めて導入時にアナウンスマント効果として一気に出るということではない。10年国債のタームプレミアムであれば、向こう10年間の残高変化の期待値を織り込む。具体的には買入れを増やして残高を増やし、そして、どこかの時点で残高が一定になり、その後減額していくという経路を現時点で織り込む。政策を進め向こう10年という期間がどんどん後ずれしていくと、時間の経過とともに将来の減額の効果がより大きくなり、金利が下がらなくなり、どこかの時点で上がっていき可能性がある。こうしたモデルは量的・質的金融緩和導入後の日本の実質長期金利の動きを上手く説明できていると思う。厳密にどの程度の効果があるかについては、これはあくまでも想定なので、私としては予測するというよりは考え方として使えるのではないかと思っている。だからこそ、FRBは過去何年間か依然としてこのモデルを重視しているのだと思

う。3点目については、実質タームプレミアムの計測モデルなので、期待インフレ率は全く別の話である。

白井委員

分からるのは、モデルが米国の金利の何を説明したものなのかという点である。

木内委員

実質タームプレミアムである。

白井委員

あくまでもそれは小さなものであり、彼等もシグナリング効果の方をより重視しているので、F R B のモデルで日本の金融政策を論ずるのは無理があると思う。

木内委員

4月末のレポートでは、そのモデルで日本のケースが分析されている。

白井委員

それはあくまでも、F R B のモデルを日本に当てはめただけで、Q Q E 全体をそれで分析している訳ではない。あくまでも同じようなアナウンスマント効果だけを適用した場合のことを言っているだけで、全体像の中の極く一部なので、それをもってご自身の提案を正当化されることには、私には異論がある。

木内委員

これで全てを説明しようとしている訳ではない。

白井委員

今日はそのように説明されたので、その点では無理があるのではないかと申し上げている。

木内委員

これで全てを説明している訳ではなく、参考になるのではないかと申し上げているだけである。

白井委員

参考にもならないと思う。

木内委員

色々な考え方があると思う。

白井委員

私は、参考にならないし、説得力もないと思う。

石田委員

様々な意見があるということではないか。

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

わが国の景気は、このところ改善テンポにばらつきもみられるが、先般、財務省が公表した平成27年4～6月期の法人企業統計調査では、全産業の経常利益が、前年同期比および季節調整済前期比とともに2桁の伸びを示す増益となり、四半期別で過去最高となるなど、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する結果が出ている。

世界経済については、9月4、5日にアンカラにて開催されたG20 財務大臣・中央銀行総裁会議では、財務大臣から金融市場の動向は中国が本来取り組むべき構造的な問題を映し出したものであり、中国が過去の財政政策のレガシーである過剰設備の解消、人口減少に対応した社会保障制度の構築、シャドーバンキングだけでなく銀行セクターも含めた金融セクターの不良債権処理といった構造的な諸課題に引き続き取り組んでいくことが重要であることを指摘し、議論が行われたところである。引き続き、中国を含む世界経済の動向を注視していく。

経済再生と財政再建の両立が政府の課題であり、私どもはその実現に向けて取組みを進めている。8月31日に概算要求が締め切られ、今後年末に向け予算編成を行っていくことになる。来年度予算は、「経済・財政再生計画」の初年度に当たり、2020年度のプライマリーバランス黒字化目標に向けて、これをしっかりと具体化していく必要がある。概算要求・要望の総額は102兆4,000億円、このうち一般歳出は60兆6,000億円となった。平成27年度の予算編成においても、概算要求が101兆7,000億円であったところ、最終的には歳出総額を96兆3,000億円とし、プライマリーバランス赤字半減目標の達成が見込める予算とした。安倍内閣での予算編成では、予算編成過程で歳出改革に全力で取り組み、経済再生と財政健全化をしっかりと両立させてきている。来年度予算も手を緩めることなく、本格的な歳出改革に取り組んでいく。

さらに、先般のG20 財務大臣・中央銀行総裁会議においても、財務大臣から、労働市場や企業部門での持ち直しをはじめとする日本の経済状況と財政健全化および成長戦略の実施に向けた取組みを説明し、各国の理解を得たところである。

引き続き、日本銀行におかれでは、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する。

西村内閣府副大臣

わが国の景気は、このところ改善テンポにばらつきもみられるが、緩やかな回復基調が続いている。9月8日に公表した2015年4～6月期GDP速報（2次QE）では、実質成長率は前期比年率-1.2%と3四半期振りのマイナスとなった。その要因としては、中国を中心としたアジア向け等の輸出が減少したことや、消費者マインドの持ち直しの動きが緩やかになる中で、天候不順の影響等もあり、個人消費が前期比マイナスになったことに加え、設備投資が前期の大幅な伸びのうち3四半期振りにマイナスとなったことなどが挙げられる。他方、名目成長率は前期比年率+0.2%とプラスとなった。また、7月の実質賃金は前年同月比+0.3%とプラスに転じ、実質総雇用者所得も同+1.6%とプラスになるなど、所得環境の改善傾向が続いていること、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は、今月末までに9割超が販売開始となる見込みであることなどから、個人消費は今後持ち直しに向かうことが期待される。因みに、市町村によっては低所得の年金受給者に手厚い仕組みを取り入れているところもあるので、今後持ち直しに向かうことを期待したいと思っている。

なお、このところみられた株価をはじめとした世界的な金融資本市場の動きについては、まだ短期的な変動であり、現時点ではわが国の実体経済に明確な影響が現れているような状況ではないと考えている。現状において、世界経済の基盤は揺らいでおらず、市場に不安が拡大することのないよう冷静な対応をしていくことが重要である。引き続き、海外を含めた市場動向を注意深く見守りつつ、回り始めているわが国の経済の好循環を拡大・深化させていくことが肝要であると考える。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。

「骨太方針 2015」に盛り込んだ「経済・財政再生計画」を着実に実行

するため、「経済・財政一体改革推進委員会」を立ち上げ、8月10日に第1回の委員会を開催した。本年末までに改革指針を具体化した工程表作りとKPIの設定を行うよう、また計画初年度である来年度予算に改革が根付くよう議論を進めていく。

現場の自治体や企業が先進的に取り組んでいる優良事例を横展開し、国・地方を通じた経済再生と歳出効率化に繋げていくため、9月9日に第1回の「健康増進・予防サービス・プラットフォーム」を開催した。また、「公共サービスイノベーション・プラットフォーム」についても、9月14日に第1回会議を開催している。今後は、それぞれの分野においてできる限り速やかに優良事例を創出し展開していくことを目指していく。骨太方針を具体化するために、このような体制を設けて取り組むのはこれまでなかったことである。今後とも、経済と財政双方の一体的な再生に向けて、不退転の決意で取り組んでいく。

最低賃金について、各地方最低賃金審議会で審議が行われ、8月24日に全ての答申が出揃った。政権交代後3年目となる今年も、昨年を上回る改定額となり、3年連続の大幅引き上げとなった。また、都市部の地方との賃金格差にも配慮した結果、昨年に比べて最上位と最下位の引き上げ額の差が縮まり、最高額と最低額の比率は12年振りの改善となった。

成長戦略については、マイナンバーおよび個人情報保護、国家戦略特区、女性の活躍推進、農協改革、電力システム改革等の成長戦略に関連する法案が既に多数成立しており、引き続き今国会に提出した法案の成立を目指すとともに、改訂成長戦略に盛り込んだ施策の実行・実現を強力に進めていく。特に、生産性向上のための投資を促していくという官民対話をこの秋にも予定しているほか、ご指摘のあった労働市場改革についても成長戦略にその方向性を明記しているので、引き続き着実に進めていく。

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

## V. 議案の取りまとめ・採決

黒田議長

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

[事務局より議案配付]

他に議案を提出される方はいらっしゃるか。

木内委員

金融市場調節および資産買入方針、並びに当面の金融政策運営について、従来と同様の提案をしたいと思う。考え方は従来と同じである。

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]

それでは、執行部は、木内委員提出の議案および議長提出の3つの議案について説明をお願いする。

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]

次に、資産買入方針の決定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]

続いて、議長案の対外公表文案である。

[「当面の金融政策運営について（案）」を読み上げ]

最後に、木内委員案である。金融市場調節および資産買入方針について議長案との違いだけ申し上げる。（1）のマネタリーベースについては年間約45兆円、（2）の資産買入れについては、①長期国債について年間約45兆円、買入れの平均残存期間について7年程度、②ETFおよびJ-REIT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。対外公表文の6.について、「日本銀行は、中長期的に2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、金融面からの後押しを粘り強く続けていく。今後とも、2つの「柱」による点検を踏まえた柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続する」とされている。

議長案の対外公表文案について、変更点は3.のみである。景気全般の判断および海外経済、輸出・生産、企業収益について、昨日の月報の説明でご報告したとおりの変更をしている。以上である。

黒田議長

ただ今説明のあった議案について、ご意見等はあるか。それでは、最初に木内委員提出の金融市場調節および資産買入方針、次に議長提出の金融市場調節方針と資産買入方針、最後に木内委員案も含め対外公表文の採決を行う。政府からの出席者におかれでは、採決が終了するまでの間、一時退席をお願いする。

[11時43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

柳原政策委員会室長

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

柳原政策委員会室長

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

柳原政策委員会室長

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

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 1、反対 8、反対多数である。

黒田議長

木内委員提出の議案は、反対多数で否決された。それでは、執行部は採

決結果を含めた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

[事務局より議案配付]

内田企画局長

対外公表文の最終案である。(注1)として、「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。(注2)として、「木内委員より、2%の「物価安定の目標」の実現は中長期的に目指すとしたうえで、2つの「柱」に基づく柔軟な政策運営のもとで、資産買入れ策と実質的なゼロ金利政策をそれぞれ適切と考えられる時点まで継続するとの議案が提出され、反対多数で否決された」としている。

黒田議長

修正後の対外公表文にご異議はないか。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

柳原政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

黒田議長

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

[11 時 55 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（8月6、7日開催分）の承認

黒田議長

最後に、8月6、7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

柳原政策委員会室長

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 18 日金曜日 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、10 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 07 分である。

黒田議長

解禁時刻が 12 時 07 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では、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12 時 02 分閉会)

以 上